

安联投资评析

01/2016

环球概览

2016年的五大正面与五大负面情况

新年伊始，许多客户开始前瞻未来12个月的市场走势，并预测哪些事件将会实现——固然全部皆有可能发生，但却无法肯定。展望2016年，我们就以下十种情况（五项正面及五项负面）进行评估，分析其对投资者可能造成的影响。

正面情况

1. 俄罗斯与欧盟修复关系

俄罗斯被说服与欧盟修复关系，贸易摩擦和制裁得以减少，因而带动东欧地区以至各主要行业领域（例如能源和消费）的经济活动和投资回升。乌克兰的紧张局势将会因此消退，加上预期2016年的农业收成强劲，支持经济回复稳定。此外，「叙拉克」（Syraq，叙利亚和伊拉克）的地缘政治紧张局势亦会放缓，因为联合国更加集中和有效打击伊斯兰国，进一步纾缓石油供应压力，油价可能跌低于每桶20美元，因而刺激全球经济活动。

2. 地方工资上升

在2016年，城市地区的通胀将可能保持强劲，令市场日益相信全球各地可录得通胀，因而开始带动当地工资增长。此外，政治因素亦有助支持工资增长，例如立法提高最低工资。尽管产能过剩及库存高企可能导致全球商品价格下跌，但在当地成本推动通胀的支持下，应有助带动工资增长和形成消费动力。若石油产量的消耗性缺口在2016年收窄，通胀可能会维持在全球各国央行所期望的目标范围，因而营造有利「金融压抑」的环境，在2016年将利好股票多于债券。

3. 推进欧洲一体化

由于欧盟的政策有利促进行业和市场进一步整合，包括电讯和媒体以至零售、服务和保险等行业，有助推动欧洲迈向「一体化」，并在2016年取得良好的进展。欧洲筹备推行金融工具市场指



Neil Dwane
环球投资策略师

令2 (MiFID 2)，将导致整个地区的投资顾问、储蓄和退休金市场面貌有所改变，因银行及资产管理公司均试图预测客户行为的变动。对地区和国际公司来说，欧洲一体化所带来的整合机会日趋吸引，料将带动区内股票市场进一步表现优秀。

(环球概览 (续至第2页))

01 环球概览

2016年的五大正面与五大负面情况

03 美国视野

高收益债券：在波幅中发掘价值

03 放眼世界

有关Thomas Piketty的讨论忽略了甚么因素？

Allianz 
Global Investors
安联投资

实见 · 实现

4. 中国开始重整经济

中国可能开始重整经济增长, 落实执行「十三五」规划, 以及推动银行业现代化。大型中资银行将继续为老化的国有企业提供保障, 而新进民营银行(例如阿里巴巴)则运用储蓄和资金开拓新的消费和服务市场。「一带一路」政策有助中国更有效运用其过剩的产能。此外, 随着人民币获纳入国际货币基金组织的特别提款权, 中国将可更积极地重整国家储蓄盈余和流量, 因而令亚洲各国可应对当地举措, 在2016年恢复区内的增长, 而印度和印尼的经济振兴则进一步带来支持。

5. 美国联储局缩短紧缩政策周期

美国联储局短暂加息后, 在总统大选之前可能会按兵不动。美元长仓投资者或会非理性地抛售持仓, 导致美元在2016年转弱。这将有助减低大部份新兴市场所面对的阻力, 刺激商品价格上升, 进一步纾缓受商品主导的国家的财政压力。欧洲央行和日本央行继续积极买债, 令大量流动资金涌入全球市场, 支持环球股市录得双位数字的回报!

负面情况

1. 欧洲的实质利率上升

虽然欧洲央行推行货币政策, 以及欧元区出现负利率, 但欧洲消费者实际承担的实质利率却上升, 正如瑞士在2015年的情况。这将压抑信贷及损害经济。根据最新的欧洲央行透明度报告显示, 欧元区银行10%至20%的盈利收益是来自长期再融资操作(LTRO)的套息交易, 而有关数字在未来数季将减少, 因欧洲央行的量化宽松政策将削弱回报。盈利下降及加强资本监管规定, 将导致银行股东在2016年的表现进一步受损。

2. 资本投资减少

在2016年, 受到中国重整经济影响, 全球资本开支和投资计划可能减少; 而过剩的制造业生产和出口将导致全球定价困难的情况恶化。在库存与销售比率高企的全球经济环境下, 这将促使更多企业关闭生产设施和削减维修和营运开支, 导致全年的工业生产减少。不少新兴市场国家(包括巴西和南非)可能会陷入财政收益减少及政治危机增加的恶性循环, 因而令政治和地缘政治的整体波幅上升。

3. 中东问题日趋棘手

土耳其可能进一步受困于「叙拉克」的边境问题, 导致奉行民族主义的库尔德人及其他地方组织派系的冲突加剧。此外, 埃及可能面对更多源自非洲移民和伊斯兰武装组织的政治和社会压力, 以色列的态度亦更趋强硬, 令地缘政治局势日益紧张至接近临界点, 引发石油供应震荡, 导致油价飙升至每桶100美元以上, 拖累全球经济陷入衰退。

4. 双层信贷市场

央行政策在2016年上半年继续出现分歧, 企业信贷市场可能开始进一步收窄, 因而形成一个双层信贷市场(即强劲的超大型股可轻易进入市场; 而表现较疲弱的新兴市场国家和陷入困境的行业, 例如采矿、零售和石油将被挤出市场), 进一步抑压全球经济的投资和增长机会。随着政府逐步减少投资于私营环节, 投资者可能亦有意离场, 但却受制于流动性低企, 因而导致市场定价疲弱和表现波动。

5. 爆发全球流行病

全球健康护理系统可能出现对抗生素

具耐药性的超级病菌, 引发类似中世纪时期的瘟疫。由于全球滥用抗生素的情况严重, 令有关药物无法自然抵抗这些病菌, 加上制药业减少投放新资源研发新型的抗生素药, 令情况恶化。旅游和休闲业因而亦受接连爆发的疾病所影响, 例如肺结核和白喉等旧型传统疾病, 以及新型的伊波拉病毒感染疾病。

美国视野

高收益债券：在波幅中发掘价值

自2014年下跌并进入熊市后，高收益债券面对的市场压力不断增加，导致该资产类别在2015年反复波动，成为历来录得最大波幅的其中一年。若撇除2008年的金融危机，高收益债券在去年的全年表现亦是自2000年以来最差。此外，高收益债券在2015年更一反常态，首次在非经济衰退期间录得全年负回报。

连串打击：商品和监管环境

上述市场压力可归因于以下两项不同的成因：

- 能源和物料价格下跌；及
- 经纪交易商的盘存变化和银行规例。

高收益债券受商品市场的影响，而石油、天然气及金属价格亦大幅下挫，这个情况见于大量的市场分析。此外，经纪交易商及银行的市场庄家行为（或因受到政府监管规例影响，有意减低所承担的风险而缺乏市场庄家行为），导致未能有效转移定价。经纪交易商及银行曾一度引入市场缓和调整机制，可惜现时

已不再适用。因此，小额交易对价格可造成重大的影响。

并非另一场2008年金融危机

尽管市场在年初表现黯淡，但我们认为在2016年将不会重演2008年的悲剧。回顾2008年的金融危机，问题的根源在于银行体系透过次级按揭抵押证券及其他投资工具，例如债务抵押证券(CDOs)、结构性投资工具(SIVs)和信贷违约掉期(CDSs)进行杠杆。在2008年，银行体系须承担每一层新杠杆的风险，而更重要的是，体系内的杠杆金额非常庞大。目前，银行体系的杠杆水平已显著减少，并大幅加强监管和提升透明度。此外，经纪交易商的资产负债表规模亦显著较小，盘存水平（已下降）亦微乎其微。

五年来最高的收益率

鉴于近期市况极度波动，难以清楚预测高收益债券的短期走势，故须继续审视未来的发展情况。然而，高收益债券提供的收益率高达9%，是自2011年以来最高的收益率。相对于可资比较的国库券，息差相应扩阔至700个基点。违约率将上



Doug Forsyth
美国收益及增长策略投资总监

升，但市场价格似乎已反映高于实际的违约率。若美国经济维持温和增长，避免陷入衰退，高收益债券市场在2016年应可带来可观的价值。

放眼世界

有关Thomas Piketty的讨论忽略了甚么因素？

经济学家Thomas Piketty在《二十一世纪资本论》(Capital in the Twenty First Century) 中提出多项著名理论，可简单地归纳为：「资本可随时间累积，令富者越富，而工资差距扩大导致财富进一步集中。」

然而，这必定是资本主义的定律吗（如Piketty所主张）？抑或他只是提出另一项早已存在的争议：如何在不损害各自利益的情况下，结合劳工和资本收入？

收入和财富不均

Piketty提出多个论点，并以其财富不均公式作结： $r > g$ ，即资本产生的回报(r)高于总经济增长(g)。根据Piketty的说法，财富不均是由这两项资本主义的基本元素相互影响造成，而当市场收入由劳工收入逐步移向资本收入时，将进一步加速财富不均。可见Piketty是从工资和资本拥有权的角度进行分析，并预期双重不均的情况将日益显著。

(放眼世界 (续至第4页))



Hans-Jörg Naumer
资本市场及主题研究环球主管

关键在于股本拥有权

虽然市场对这位经济学家提出的理论众说纷纭且两极化，但却忽略了一个重要问题：若资本主义（即一个以私人拥有权为基础的经济模型，并受市场经济定律规限）真的可以缔造繁荣，而其挑战只是如何在不废除资本主义的原则下解决资本集中的问题，那么，为何不可利用股本拥有权以消除劳工与资本之间的鸿沟？市场在讨论Piketty的理论时似乎忽略了这项因素。虽然Piketty提出了一些改革，包括全球财富统一征税，但他却忽略了劳工持有股权的选择。

收入来源

一般来说，收入包括劳工收入及投资收入，但归根究底，经济总收益来自哪类收入并不重要。尤其是在出现重大人口结构及技术变动期间，减少聚焦于这个区别，反而可更有效防止劳工收入及资本收入进一步集中（Piketty担心的情况）。

从总经济收益的收入来源带来增值中可获得启示，反映劳工相对于资本收入的重要性下降。根据美国商务部经济分

析局显示，美国的工资及薪金占国内生产总值的百分比由1970年代的约50%跌至70年代中期的约41%。从另一个角度来看，若分析国内生产总值的收入来源，资本收入所占比重增至约60%，可见在每2美元的收入中，超过1美元均为资本收入。欧洲国家的趋势各有不同，但同时亦出现劳工收入转向投资收入的情况。

机器可提供协助

除了在参与资本收入方面具重要性外，股本拥有权亦有助社会应对庞大的人口结构和技术变动。若市场劳动力因婴儿潮一代人士退休而持续萎缩，先进的机器人和自动化设备可填补其空缺。为何不能让机器代替人类工作，从而以投资收入替代或补充工资和退休金？

创建一个更高度自动化和先进的经济，将可同时解决多项问题：劳动力下降、机器接替人类工作，以及应对因资本集中和收入下降所引发的问题。最终，人类员工将成为资本拥有者。这才是有关财富不均争论上的最佳选择和最终答案。由此可见，何不把储蓄投资于股票，以支持劳工市场的资本形成。

资料来源：Allianz Global Investors Insights, Volume 8, Issue 1

基层研究 (GrassrootsSM Research) 是安联投资的旗下部门，为资产管理专业人士进行调查研究。用以制作基层研究报告的研究数据由记者及受聘于独立第三方研究供货商的实地调查员提供，而该等研究是以为客户执行的交易而产生的佣金所支付的。本文件只供予在中国大陆有关监管机构认可投资海外的金融机构。本文内所载的资料于刊载时均取材自本公司相信是准确及可靠的来源。本公司保留权利于任何时间更改任何数据，无须另行通知。本文并非就内文提及的任何证券提供或邀请或招揽买卖该等证券。阁下不应仅就此文件提供的数据而作出投资决定，并向财务顾问咨询独立意见。投资涉及风险，尤其是投资于新兴及发展中市场所附带之风险。过往表现并非未来表现的指引。投资者在投资之前应细阅销售文件，了解基金详情包括风险因素。本文件并未经证监会审核。发行人为安联环球投资亚太有限公司。如于中国大陆使用，旨在为境内商业银行根据适用合格境内机构投资者计划的法规法则而发行的代客境外理财产品，提供辅助信息。任何于本文提及的基金(如有)并未得中国大陆有关监管机构认可。