

安联投资评析

02/2016

环球概览

主动投资的重要性：灵活应对、抱持信心、透彻分析

在2016年1月于香港举行最新的半年度投资论坛中，我们回顾了环球经济所展现的重要策略性问题，并重申为客户提供投资建议，其中不少基本结论维持不变。

- 经济增长将持续缓慢及偏低；
- 低通胀将持续，但劳工市场趋于紧绌；
- 货币政策不一定有效，但「金融压抑」仍然带来影响；以及
- 政治和地缘政治因素将继续影响经济和市场。

了解这些宏观经济及政治因素可让安联投资洞悉先机，为我们及客户度身设计投资方案。更重要的是，在低收益环境下，单凭基本回报并不足够，我们一直主张客户应把握当前的承险时机，以追求潜在超额回报。

下文总结投资论坛的重点。

在全球「金融压抑」下，经济增长走势将如何？

目前，已发展市场的主权国家杠杆水平已经甚高，并远高于新兴市场（尽管新兴市场的债务水平亦急速增加）。虽然杠杆水平高企将削弱国内生产总值增长，但加推财政刺激措施，将有助刺激经济活动提升。然而，在量化宽松大行其道下，财政刺激措施显然并非灵丹妙药，可能需要推行结构性改革或容许货币进一步贬值，以提升竞争力。

在2015年，市场对中国的忧虑升温，掩盖了若干正面消息，包括经济转型至以消费为主、成功进行供应方面的改革、民营企业更易取得大型银行的信贷，以及众多上市公司的估值偏低。中国进行经济重组，将有助刺激全球的旅游、娱乐和电子商贸等行业。

随着中国即将落实执行「十三五」规划，中国的政策似乎正朝着正确方向迈进：释放民营企业的潜力及融资途



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

径；国有企业方面，国有银行进行重组及改革。

回顾新兴市场债券及货币

在2013年，我们看好新兴市场债券及相关货币，主要由于其平衡息差吸引，同时亦基于预期新兴市场的国内生产总值增长较高，以及主权债务水平较低。

(环球概览 (续至第2页))

01 环球概览

主动投资的重要性：灵活应对、抱持信心、透彻分析

03 欧洲视野

欧元区债市的拉锯战

03 研究焦点

利用模型投资组合表现评估分析师实力

04 基层研究 (GrassrootsSM Research)

沃尔玛薪酬上调如何影响其他零售商

Allianz 
Global Investors
安联投资

实见 · 实现

然而，新兴市场其后受累于商品价格下挫，加上过度投资和美元借贷重燃，拖累经济转弱。以商品和非商品主导的新兴国家明显出现分歧，其中商品进口国显著受惠。综观环球市场，几乎所有新兴市场货币均仍具吸引力，但风险亦继续上升。

我们预期新兴市场债券与油价之间的相关系数仍然高企，甚至超过新兴市场债券与美国国库券在「缩量宽恐慌」期间的相关系数。综观新兴市场债券，现时的息差波幅非常高企，主权债券与企业或其他实体债券之间的息差扩大亦令该资产类别受损。从正面角度来看，新兴市场债券现时的交易并不拥挤，预期在2016年将出现部份资金外流及供应减少的情况。倘若新兴市场经济在2016年下半年靠稳，以及美国联储局并无作出令人意外的举动，我们认为新兴市场债券应可带来吸引的回报。

环境、可持续发展和管治 (ESG) 及气候变化

在巴黎举行的第21届联合国气候变化大会(COP21)致力寻求减少温室气体排放，目标是在2050年以后达到净零排放，而所有COP21协议缔约方亦将会采用和汇报具透明度的排放结果及目标。随着全球各地的投资者纷纷响应有关共识，我们预期客户未来在有关方面的投资将会增加。此外，已集中于环境、可持续发展和管治公司的资本成本较低，可产生较高的股东价值，而且波幅亦较低。长远来看，ESG显然将会成为行业标准。

收益投资

在全球追求收益的情况下，美国是新兴市场以外可提供较高收益率的市场之一。更重要的是，金融业加强监管，导致市场结构有所改变：目前，投资银行及主要交易商已减持投资级别及高收益债券的盘存，尤其是高收益债券，因

为市场日益忧虑美国加息及美国能源业的违约率增加，导致该类债券的收益率回升；但更重要的是，每当美国陷入经济衰退时，孳息曲线必定呈逆向走势，由此可见，美国最少在未来一年将不会出现经济衰退。

此外，值得注意的是，定息收益投资并非潜在收益的唯一来源。长线来看，美国的派息股一般风险较低但回报较高，85%期间均表现优于非派息股。然而，近期非派息股却显著造好，在央行政策及税务处理忧虑的支持下表现优秀。话虽如此，在「金融压抑」的环境下，股息投资可带来较稳定的每年回报率，有助抗通胀，并具资本增值潜力。此外，在市场由个别趋势驱动下，采取逆向投资策略不但可带来可观的资本回报和收益，同时亦可作为波幅较低的防卫性投资。

综观环球所有主权债券，其中一半的收益率均低于1%（以五年期计算），因各国央行的利率已减至最低甚或出现负数。我们希望美国在2016年不会出现逆向孳息曲线，因为这将预示经济出现衰退。若定息收益投资者不认同美国联储局在2016年及以后的加息步伐，将引发市场继续波动，因投资情绪及数据均摇摆不定。展望2016年，欧洲的信贷市场将由利率风险及日益显著的信贷风险所带动。因此，投资者如要取得合理的回报，必须在优质企业债券与若干金融或然可换股债券之间取得平衡，前者可提供稳定的收益及波幅水平，而后者则可提供较高的收益率，但波幅亦显著较高。

通胀、货币及央行

虽然全球整体通胀率低企并持续下降，但核心通胀率实际上仍然表现强韧。随着石油、商品和农产品价格趋于稳定，我们预期消费物价指数在2016年可望反弹回升。通胀预期仍然维持于约2%的

水平，而指数挂钩债券相对传统债券显得更具吸引力。

根据过往的经验，随着美国联储局加息的五大前提一一实现，预期美国经济在未来一年左右将保持稳健。各国货币政策背驰的情况在2016年将更为明显，美国 and 英国的政策将迈向正常化，而日本和欧元区则持续应对紧缩通胀，迫使全球其他国家跟随在这两个政策方向中作出选择。

石油仍然是一个重要主题，可用作预示全球经济活动，以及引发地缘政治局势恶化的震源。直至目前为止，石油及其他商品价格下跌已对全球经济造成显著的通缩效应，迫使不少新兴国家推行紧缩政策以应对财政危机。有更多证据显示未来的供应及投资将会减少，但市场现时仍聚焦于持续恶化的石油消息。

主要结论

环球经济增长将继续处于低水平，步伐缓慢和脆弱；而通胀在短期内将由油价主导。政治形势将起关键作用，因进行结构性改革的需求只会不断增加，而且预期在未来数年，已发展市场将继续表现优于新兴市场。股票方面，结构性增长公司仍具吸引力，可望带来资本增值；而ESG现已成为不少客户的重要动力因素。主权债券市场的吸引力仍然欠佳，政治形势及货币将影响回报，而美国联储局的利率预测「散点图」与市场预期出现分歧，令波幅进一步加剧。我们将继续面对不少投资挑战，与过去数年颇为相近，但随着市场上升，我们预期波幅将维持高企，而基本回报却偏低。投资者应作好部署，在资产配置和选股层面采取主动投资策略—灵活应对、抱持信心、透彻分析。

欧洲视野

欧元区债市的拉锯战

于2015年3月，欧洲央行成为欧元区政府债券的主要买家。以成交量计，现时欧洲央行经扩大的1.5万亿欧元量化宽松计划的进度完成46%（6,940亿欧元），而公营机构购买计划¹已完成预期买债目标的42%（5,300亿欧元）— 约占未偿还公债总额的7.4%。

从投资者的角度来看，这导致市场持续拉锯：

- 一方面，欧元体系定期及不分价格地买入债券，加上市场的通胀预期仍然温和，应会继续令收益率面对下行压力。一如我们在2016年1月的

QE Monitor所述，超过三分之一的欧元区政府债券收益率处于负数，其中德国及法国的情况最显著。²

- 另一方面，投资者须考虑带动收益率上升的基本因素，例如欧元区通胀将于2016年逐步扬升的预期及美国联储局的加息周期。

尽管欧元区主权债券市场似乎易受影响，而且波幅倾向较高，但在「金融压抑」下，可能继续窒碍收益率重返至接近名义增长率的水平。寻求收益的趋势将会持续。



Ann-Katrin Petersen
投资策略师

研究焦点

利用模型投资组合表现评估分析师实力

在2016年初，安联投资落实新的量化机制，以环球研究行业模型投资组合（GRSM）的表现评估研究分析师的实力。安联投资拥有六个按行业划分的GRSM；每个模型投资组合高度集中于十只股票，在每次交易均重新调整持仓至相等比重。

透过这项变动，我们旨在达到五个主要目标：

- 首先，鼓励各环球行业团队（GST）的成员识别我们认为在各行业属全球最佳的股票，令安联投资的基金经理受惠。
- 其次，推动GST成员在我们的内部资讯分享网络Chatter进行讨论。虽然有关讨论将以私人GRSM会议形式进行，但会议纪录摘要将在交易时上载至相关股票的网页。

- 第三，让我们的研究分析师有机会参与管理集中和主动型的环球投资组合。
- 第四，使我们分析师的实力更臻完善，因为每只可能被纳入投资组合的股票须具备最新的表现动力和目标，而且可清晰阐述投资理据。
- 第五，为不同地区及分类行业的意见提供「分享平台」。例如：由于我们会邀请科技／媒体／电讯分析师就最佳股票进行讨论，因此会考虑一名互联网分析师对某家媒体公司持长期反对观点的意见。

透过GRSM评估我们的研究分析师，客户可藉涵盖各种股票概念的投资组合获益，有关概念经深思熟虑，由环球研究专才透过崭新的讨论和思辨过程中塑造而成。



Gunnar Miller
股票研究环球主管

¹ 资料来源：欧洲央行、安联投资资本市场及主题研究。数据截至2016年1月22日。

² 资料来源：彭博、安联投资资本市场及主题研究。数据截至2016年1月12日。

基层研究 (GrassrootsSM Research)

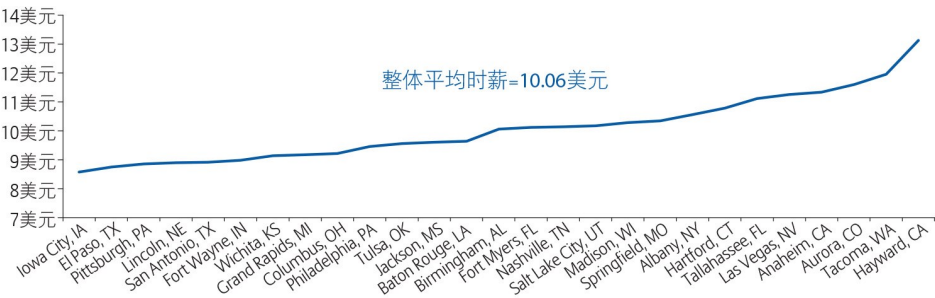
沃尔玛薪酬上调如何影响其他零售商

根据沃尔玛的消息，在两年计划的第二阶段下，沃尔玛及Sam's Club逾120万名员工将于2月20日获加薪。沃尔玛薪酬上调包括把新入职员工的平均时薪由9美元增至最少10美元。

为了解沃尔玛的行动可能对其他需要大量最低工资员工的零售商构成甚么影响，基层研究从美国若干城市收集不同公司的数据，以厘定薪酬通胀会否及于何时出现。

为收集有关薪酬数据，基层研究记者访问了201名于城市及郊区企业工作的员工，并得出以下结果：

城市的薪酬差距有多大？
城市之间的最高和最低时薪差距为4.55美元。



资料来源：基层研究，截至2015年12月。

- 就城市来看，经验尚浅或无经验的新入职员工的平均时薪为8.67美元，三至五年经验的时薪则为9.15美元。
- 整体平均时薪为10.06美元。
- 城市之间的最高和最低时薪差距为4.55美元。
- 若按公司类别分析平均时薪，杂货店和健康护理服务公司的时薪最高，其次为大众商品店铺。三者的时薪均为10美元以上。
- 快餐店、玩艺模型商铺及药房的时薪均低于10美元，美国一元店的时薪则最低，为9美元以下。



Kelly Reuba
基层研究环球主管

有关研究显示影响薪酬的主要因素是职位类别及经验水平，尽管新的非管理职级雇员一般按最低时薪入职。在时薪高于最低薪酬水平的市场，有关薪酬水平被视为必需，以应付日增的生活开支，吸引和保留人才，提高相对其他公司的竞争力。研究结果反映，加薪行动的整体影响是入职时薪低于沃尔玛及Sam's Club的零售商，即9美元至最少10美元，须调高时薪以维持招聘的竞争力。

资料来源：Allianz Global Investors Insights, Volume 8, Issue 2

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，并应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国市场中附带之风险。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。