

# 安联投资评析

04/2016

环球概览

## 英国脱欧对投资者带来甚么影响？

英国将于6月23日就是否保留其欧盟成员国的身份进行公投，市场的观望气氛渐趋浓厚。英国可能退出欧盟（简称「英国脱欧」）已经引发多条主要战线，包括移民、政治、财政问责及官僚体制。然而，我们认为不应聚焦于这些质化及政治议题，而应集中分析英国及欧盟对两个不同情境（英国脱欧及英国留欧）的具体观点。

### 情境 1：公投决定英国脱欧

#### 英国的观点

虽然博彩庄家预期英国脱欧的机会只有25%，但2014年的苏格兰独立公投却使外界持不同的观点。民意调查显然具误导性，而悬而未决的选民人数可能高于正常水平，对公投结果造成影响。若支持英国脱欧的阵营获胜，英国便可能出现不同的情境：

- 尽管苏格兰的公投结果是留在英国，但若英国选民决定退出欧盟，内部政治紧张气氛便会升级，并引发另一次削弱国家凝聚力的公投。

- 重新商议条约带来的不明朗因素，将导致流入英国的投资减少，但不会即时带来显著的冲击。事实上，英国及欧盟均期望维持具建设性的贸易伙伴关系。
- 不应预期伦敦作为主要金融中心的地位将会出现巨变；欧元区缺乏必须的金融及配套基础设施，未能取代伦敦。
- 若欧元相关的融资活动「回流」至欧元区国家，预计将会造成若干中期影响。

#### 对英国投资市场的影响

- 若英国脱欧阵营获胜，英镑、英国金边债券及债券均可能受压。
- 英镑转弱将利好在海外赚取庞大收益的富时指数成份股公司；但当中也不有少公司因英镑转强及商品市场反复波动，导致表现逊于大市。
- 相对于英国债券，英国脱欧一般较为利好英国股票。



杜纳恩(Neil Dwane)  
环球投资策略师

#### 欧盟的观点

毫无疑问，英国脱欧将对欧洲一体化的声誉造成政治打击，但欧洲亦会较容易过渡成为「欧洲合众国」，因为届时统一财政及建立拨款联盟（transfer union）的任务将变得较为容易。事实上，英国脱欧可能促使部份成员国认真反思

(环球概览 (续至第2页))

### 1 环球概览

英国脱欧对投资者带来甚么影响？

### 2 美国视野

尽管油价急跌，但前景改善

### 3 研究焦点

欧洲银行业再度面对充满挑战的一年

### 4 放眼世界

四大科网股FANG是否风光不再？

Allianz   
Global Investors  
安联投资

实见 · 实现

欧洲的未来,为欧盟整体带来更清晰的愿景。

然而,若其他国家认为英国精心挑选对一己有利的会籍及合作关系,便可能触发更多政治纷争,尤其是面对当前的政治形势。移民问题使提倡民族主义的政客广受支持,最明显的情况是法国;加上有新证据显示德国单方面为欧洲作出决策,它与土耳其达成的协议便是例子。

对比英国,英国脱欧对欧洲造成的经济风险较低,但若政治局势恶化,风险情况亦会转变。然而,当前反对英国脱欧的理据可能过于悲观。

#### 对欧盟投资市场的影响

- 对欧盟整体而言,英国脱欧是个一带来祸害的「潘朵拉盒子」;若其他国家视脱欧为可行的政策选择,那些有脱欧风险国家的定息收益息差将会扩阔,资产价格波幅亦会扩大。
- 若支持英国脱欧的公投结果促使其他国家测试弃用欧元的构思,市场将反复波动,并带来以较低价格投资于具吸引力资产的良机。

#### 情境2: 英国留欧阵营获胜

英国的观点

我们认为公投出现「反对」英国脱欧结果的机会较高,而这亦将利好内部投资,因为英国是欧洲最具竞争力及最灵活的劳动力市场之一,并对欧洲的政治公信力产生正面作用。再者,首相卡梅伦将继续执政,确保现行政策可多延续四年。虽然英国仍会就欧盟有意落实的多项政策展开角力,但留欧始终有助英国在欧盟宣扬其政策主张。在这段时期,我们预计英伦银行将维持货币政策不变。

#### 对英国投资市场的影响

- 大部份不明朗因素将会消退,与贸易及伦敦角色相关的风险亦会转趋清晰。
- 英国将继续参与塑造欧盟的未来,并推行欧洲急须的改革。

#### 欧盟的观点

虽然英国留欧能使欧盟再次在世界舞台展示其公信力,但一个「双速发展」的欧洲较难迈向一体化的目标。英国将维持不采用欧元的成员国身份,并全力守护任何可能会影响其独立行事能力

的举措。此外,英国留欧亦可能增加进一步融合的难度;法国及德国或会选择「以退为进」的方针,放弃那些不认同发展欧洲合众国这个策略愿景的成员国。

**即使英国留欧阵营获胜,我们预期其他政治发展将导致资产类别的波幅加剧。**

#### 对欧盟投资市场的影响

- 欧洲将在2016年及2017年面对其他具挑战性的政治事件,包括西班牙、爱尔兰、德国、法国及意大利的大选。因此,即使英国留欧阵营获胜,我们预期其他政治发展将导致资产类别的波幅加剧。
- 虽然反对英国脱欧的公投结果有助消除对欧洲整体政治发展方向的忧虑,但欧洲仍须作出重要的政策决定,方能为崭新的经济、财政及政治前景建立稳健的基础。
- 欧盟急须为未来25年订立清晰的愿景,以应对金融危机以来的困局。若缺乏这个愿景,投资者可能再次质疑欧盟对欧元及相关资产的承诺。

#### 美国视野

### 尽管油价急跌,但前景改善

油价究竟出现了甚么问题?这个正是困扰全球投资者的课题。纵使石油需求在2015年升至历史高位,但油价出现前所未见的波幅,并持续至今:油价在2016年第一季曾经两度跌破每桶27美元,低于2008年至2009年全球融危机最严重时期的水平。

油价近期急挫主要受多项因素带动,包括:忧虑全球经济增长减速;美元兑新兴市场货币上升;石油输出国组织增加供应;以及投资气氛极端低迷。

虽然油价在过去数周回升至30美元高端的水平,但我们并不认为这是油价的「适当」水平,20美元高端更绝不合理。相反,我们相信油价应该开始回升至每桶50美元中端水平的周期中段价位。

我们对油价前景回升的信心日渐转强,主要基于美国能源业现时的状况。正如我们过往在《安联投资评析》指出,为应对油价下跌,业界持续迅速大幅削减投资。

(美国视野 (续至第3页))



Paul Strand  
美国资源业部门主管

美国视野（续第2页）

- 美国石油勘探及生产的资本开支于2015年减少35%，预计将于2016年进一步下跌50%。回顾历史，从未出现过资本开支连续两年如此显著下跌的情况。
- 在过去18个月，美国的钻井平台数目削减了76%。虽然供应量对钻探活动急降的反应时间略长于我们的预期，但供应量现已全面下跌。

在现水平来说，我们仍然认为能源股具投资吸引力。

总言之，我们估计美国的2016年第四季石油产量将按年跌10%，约为每日800,000至900,000桶。这项因素加上国际能源组织预期的需求增长水平，应足以迅速消耗全球的石油库存量，推动油价上扬。因此，在现水平来说，我们仍然认为能源股具投资吸引力。

研究焦点  
欧洲银行业再度面对充满挑战的一年

欧洲银行股在2016年初再次表现逊色。直至三月中，作为欧洲银行业基准指数的STOXX欧洲600银行股指数下跌15.8%，跌幅是反映广泛大市表现的STOXX 600指数（跌7.5%）的两倍以上。

此外，欧洲银行股是表现最弱的行业，并且显著落后。欧洲银行股的平均市帐率为0.7倍，接近2008年及2011年至2012年金融危机最严重时期的水平。

然而，我们并不认同市场对于欧洲银行业将再次出现系统性危机的预测。相对于早前的低迷时期，银行业目前的资本充裕得多，并在欧洲央行接管监督后受到更严格的规管。

尽管如此，欧洲银行业正面对来自多个层面的盈利危机：

- 银行业越来越难以应对负利率环境，并正在蚕食其净利息收入。
- 再者，近年惠及不少银行的良性信贷情况或会开始转差。
- 此外，欧洲银行业需要大举投资进行数码化。近年来，不少银行都忽略了这项重要而成本昂贵的策略性计划。

- 随着资本、杠杆、流动性及融资等实行新规例，银行业在2019年底前的盈利将受监管行动的影响。

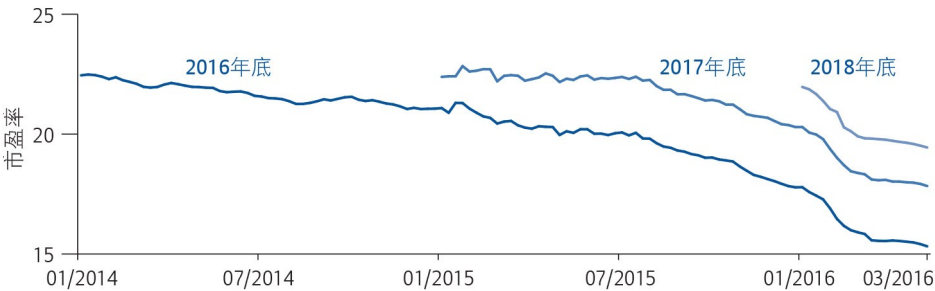
有鉴于此，从下图可见，欧洲银行业的盈利预测自2015年中起已明显下跌，而且跌势持续。

在这个环境下，安联投资秉持非常审慎的态度以挑选希望持有的欧洲银行股：即是那些资本充足、盈利稳健、具备往绩优秀的业务模型及派息能力的银行机构。



Dirk Becker博士  
欧洲金融业部门主管

欧洲银行业的盈利预测下降  
预期盈利急跌，而且下行趋势持续。



资料来源：彭博，截至2016年3月7日。预测及估算本身存在若干限制，不应依赖为投资建议或视作投资建议。

## 放眼世界

# 四大科网股FANG是否风光不再？

### 什么是FANG？对投资者有何重要性？

FANG由四项科网股的英文名称首字母组成，包括：Facebook、Amazon（亚马逊）、Netflix及Google（谷歌）。这些公司更在2015年主导美国股市的升势，但从下表可见，这四大股票「主导」市场上升的说法其实明显低估其真正的影响。

2015年的回報	
Facebook	138%
Amazon.com	118%
Netflix	62%
Google	58%

当股票投资者讨论市场主导时，他们一般是指市场广度，即是当大市上升或下跌时，跟随市场走势的股票数目。这些走势可以建基于广泛或狭窄的基础，而技术分析师亦会对此进行深入研究。整体来说，分析师乐于看见大量股份上升或下跌，因为这代表市场广度理想，藉此确立大市的新高或新低水平，从而量度市场走势。

在2015年，随着市场由少数狭窄因素主导，使表现显著抛离大市的四项股票FANG兴起。投资者关注「FANG现象」会否反映市场表现及前景欠佳，因为广度收窄通常代表市场即将见顶。因此，不少分析师对股市于今年初下跌并不感到意外，而FANG股票亦跟随市场的下行趋势。

### FANG股价下跌对投资者有何启示？

在投资于科技股的数十年生涯中，我见证了不少股份表现的分布形态。根据我的经验，所有投资者都曾经历这种情景：在过去数年，市场由偏低波幅和相对自满的气氛，转变为波幅趋升的环境，而投资气氛亦主导了市场承险和避险意欲的变化。与此同时，股市的离差亦逐渐扩大。

然而，即使投资气氛在市场转变期间显著波动，投资者只须谨记三项要点，便可过滤这些杂讯：

- 不论投资气氛在短期内如何变动，最重要的始终是基本因素；
- 企业盈利加快增长，最终都能带动股价表现；以及
- 从本质来说，科技业不乏新的增长机会。

在判断FANG股票的前景时，最后一点特别重要。随着高科技发展淘汰了过往的营运模式，崭新的行业便会应运而生，而四大科网股FANG正是最佳的例子：

- 音乐及录像数码化为娱乐内容的传递带来翻天覆地的变化，而Amazon及Netflix掌握了这些高科技转变，并将之转化为业务增长机会。



Walter Price  
基金經理

- 自12年前成立以来，Facebook便建立了超过10亿的用户基础，其无孔不入的社交平台更获得全球注视。
- Google主导了网上搜寻引擎业务，并透过其附属公司YouTube成为互联网录像市场的领导者。

(放眼世界 (续至第5页))

### FANG于2015年急升

Facebook、Amazon、Netflix及Google去年的整体表现大幅抛离标准普尔500指数，反映市场由少数股票主导的现象。



资料来源：彭博，截至2015年12月31日。



放眼世界 (续第 4 页)

■ Amazon 主导另外两大范畴：Amazon Web Services 领导全球「云端运算」的大趋势，而 Amazon 则是环球电子商贸的巨擘。

投资者显然不会过度看淡 FANG 的前景，但他们亦汲取了投资市场「花无百日红」的惨痛教训，急速增长的业务最终亦有成熟之时。当这天来临时，公司已发挥其市场潜力，增长率随之下降，而这个过程可能对 FANG 造成影响。

在评估这些公司的前景时，投资者应探讨以下主要问题：

- Amazon 能否继续改善其零售业务及云端业务的盈利表现？
- Amazon 能否持续及扩展其云端运算优势？
- Google 及 Facebook 能否继续迅速从以电视为首的媒体取得广告市场占有率？
- Netflix 能否在美国以外的市场，成功发展以互联网传送录像的服务？
- Google 能否发掘其他具前景的业务？

在投资 FANG 股票时，投资者应采取与投

资其他公司相同的策略：亲自进行研究，并持续挑战概定的假设。若能以此为基础，投资者将可参与不乏良机的投资主题，同时抵御市场气氛的短期变动。

资料来源：Allianz Global Investors Insights, Volume 8, Issue 4

基层研究 (Grassroots<sup>SM</sup> 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。