

# 安联投资评析

08/2016

环球概览

## 英国脱欧动荡下的早期投资启示

### 重点

- 「金融压抑」持续令全球充满不确定性，加上法国、土耳其及其他地区接连发生重大地缘政治事件，令情况进一步恶化。
- 英国经济面临重大阻力，但应可受惠于英伦银行加推刺激措施、增加财政开支，以及货币转弱。
- 欧洲面临政治不明朗的困扰，对环球经济增长呆滞亦非常敏感。
- 全球避险情绪高涨，促使资金由股市流向债市。由此可见，英国及欧洲股票的估值便宜似乎「不无理由」。
- 英国公投决定脱欧对亚洲市场造成的影响较为轻微，中国、印度和日本的经济发展仍然正面。与此同时，美国现已成为全球预设的「资金避难所」。

英国支持脱欧的决定出乎意料，所引发市场反复波动开始消退，环球市场在过去数周渐趋回稳，各国重拾各自的节奏，但整体基调仍然一致。

与此同时，除了受到英国脱欧消息影响外，欧洲接连遭受恐怖袭击及土耳其试图发动政变等其他多项因素，亦令环球经济不明朗的情况加剧（本已高企，与我们的「金融压抑」主题看法一致）。



杜纳恩 (Neil Dwane)  
环球投资策略师

由此可见，我们可审慎预期政治不明朗的因素将会增加，尤其是欧洲料将举行多个公投，以及美国的11月总统大选。基于上述考虑，加上环球经济增长呆滞，投资者的焦点难免会转向寻求稳定收益。在这种「追求收益」的长期趋势下，预期美国及亚洲资产将于年内余下时间最为受益。

(续至第5页)

### 1 环球概览

英国脱欧动荡下的早期投资启示

### 2 欧洲视野

如果欧洲央行无债可买怎办？

### 3 放眼世界

日本央行认为需与安倍政府同步支持经济

### 4 研究焦点

欧洲房地产业岂止提供「栖息之所」

**Allianz**   
Global Investors  
**安联投资**

实见 · 实现

## 欧洲视野

## 如果欧洲央行无债可买怎办？

欧洲央行推行购买主权债券计划至今已有17个月，加上负存款利率和与英国脱欧相关的政治不明朗升温，导致欧元区逾半数政府债券现时均提供负名义收益率。

有关情况再度引发「缺乏性恐慌」，令投资者质疑如果欧元区央行无债可买可以怎办。市场忧虑欧洲央行自订的购买限制，尤其是存款利率限制，令发生这种情况的可能性提高。\*

幸而，从整体水平来看，有关缺乏性问题暂时应不会发生。目前，整个欧元区可供公营机构购买计划（PSPP）购买的合资格资产规模仍超过欧洲央行直到2017年3月底的预期需求。然而，德国央行仍然有机会成为首家无合资格债券可买的国家央行。固然，若当局在3月后延续任何量化宽松计划，上述供应短缺的情况将更为紧迫。

为解决这些缺乏性问题，预料欧洲央行理事委员会将试行实施技术性解决方案（例如下调存款利率下限），而非透过政治手段

应对（例如调整「资本额比重」规则）。

根据欧洲央行的资本额比重规定，央行买入区内各国的主权债券，必需按照各国占区内总人口及国内生产总值的比重拆分买债份额（例如，德国为25.6%，而法国为20.1%）。然而，实际上并无法例规定央行必须以符合资本额比重的方式购买资产，央行亦容许买入其他替代资产，例如由超国家机构发行的债券。

欧洲央行的其中一个选择是豁免这项规则，此举料将使央行从负债较严重的成员国买入较高比例的债券。欧洲央行难免将会遭受批评，指其迈向货币化融资。

为免发生有关情况，欧洲央行可能不会完全豁免资本额比重规则。相反，理事会可试行以不同的方法来调整量化宽松参数，包括提高不附集体行动条款的政府债券的发行限额；下调存款利率或下调利率下限；修订合资格资产年期的区间；及/或扩大合资格资产的范围。

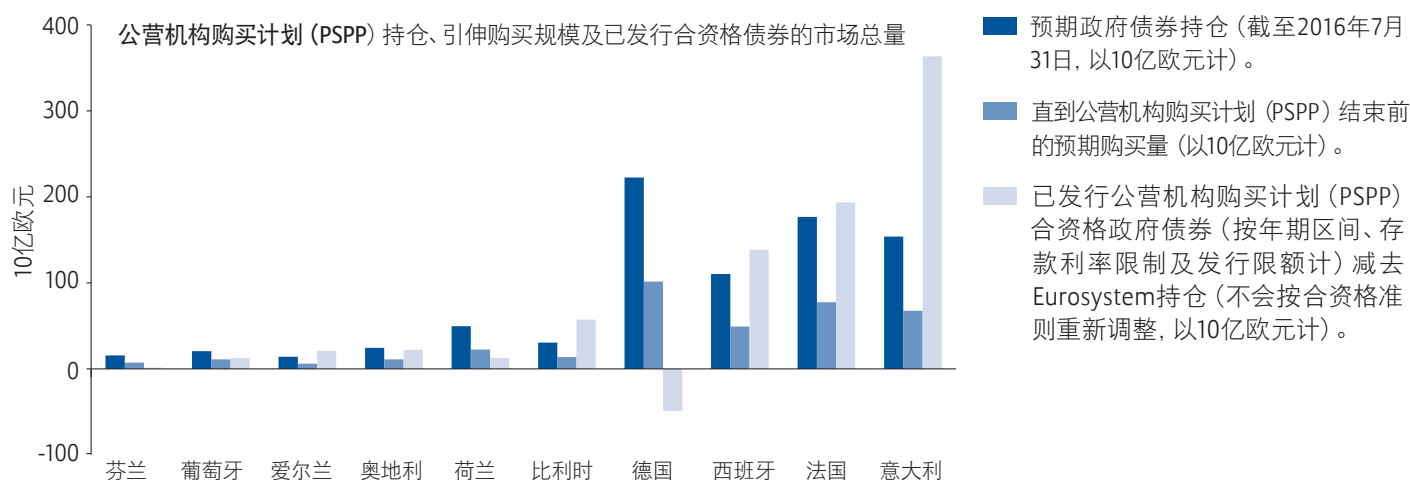


Ann-Katrin Petersen  
投资策略师

无论欧洲央行决定如何处理资本额比重的问題，可以肯定的是基于现时的市场状况，欧洲央行似乎势必要在未来数月调整其量化宽松参数。

## 再度引发「缺乏性恐慌」

在欧洲央行自订的购买限制下，德国央行将首当其冲。



资料来源：彭博、欧洲央行、安联投资环球资本市场和专题研究，截至2016年8月3日（除非另有说明）。过往表现并非未来业绩的可靠指标。

\*有关欧洲央行购买限制的其他资料：1) 年期区间：债券的剩余年期必须介于2年至至少于31年。2) 存款利率限制：欧洲央行只可购买收益率高于欧洲央行的隔夜存款利率（现时为每年-0.40%）的政府债券。3) 发行人/发行限额：作为PSPP的一部份，欧洲央行可购买由单一发行人及单一一次发行最高33%的已发行债券，惟附集体行动条款的债券除外，其发行份额限制为25%（须按情况个别核查）。

放眼世界

## 日本央行认为需与安倍政府同步支持经济

在日本参议院选举获胜并稳夺三分之二大多数议席后，由首相安倍晋三领导的执政联盟似乎已为其「安倍经济学2.0」措施取得强劲支持。这可让增加财政开支的措施配合规模日增的货币宽松政策，继而有助日本加快摆脱通缩。

### 财政刺激措施 — 魔鬼在细节

安倍晋三近日公布政府拟推出总值28.1万亿日圆 — 或占日本国内生产总值5.6%的刺激经济方案，以示对经济的支持，并致力提高追加预算案的拨款。然而，虽然刺激经济方案的规模表面上看来吸引，可是魔鬼在细节里。即使由政府直接承担的13.5万亿日圆财政开支高于预期，但看来只有7.5万亿日圆属新资金，而且部份资金可能最终会摊分在数年拨出。此举不会为经济增长带来即时效应，特别是政府作出实际开支的时间未明。

随着新的财政刺激措施陆续推出，日本央行感到压力，认为必须联同政府支持经济，而在7月28至29日举行的货币政策会议前，市场对此的憧憬日增。从市场的角度来看，日本的问题在于经济活动仍然疲弱，而且物价压力持续下降，近日通胀预期甚至进一步下跌。此外，日圆走强导致盈利受压，减低企业调高工资的意欲。总括而言，加推宽松措施的理据明显，而市场预期当局将迅速落实坚决的政策行动，以反驳日本央行已无计可施的观点。

### 日本央行面对严峻挑战

然而，日本央行未能在7月份的政策会议上提出解决方案，令市场惊喜：当局决定不会加快购买资产的整体步伐，亦不会把政策利率降至低于-0.1%。相反，日本央行公布计划增加购买日本交易所买卖基金（ETF）的规模接近一倍，增至每年6万亿日圆，并公布拟扩大支持海外投资的美元借贷计划至240亿美元。此外，日本央行将会订立一项新措施，旨在向银

行提供日本政府债券借贷，这应有助缓和银行盈利下跌的冲击，并提供更多抵押品 — 在现今负利率的环境下，该计划尤其有助银行纾困。

另外，日本央行近日表示当局将于9月20至21日举行的下一次货币政策会议上，全面评估现行政策的成效。换言之，决策官员将等待至下一个月才考虑进一步推出政策行动，意味着加推宽松措施的不明朗因素或会延续至9月。然而，这个喘息空间可让日本央行就政府的财政刺激计划作出评估。日本央行行长黑田东彦的政策往往出乎市场意料，决策官员可利用这段时间物色其他尚未列案的宽松措施。

总括来说，日本央行面对困境：当局并无全面运用货币政策工具的三个层面（利率、数量和质素），而市场一直怀疑其「量化和质化货币宽松」政策的成效。与此同时，立场强硬及按兵不动亦可能令日本央行货币政策工具的效用日益备受质疑。

### 「直升机撒钱」之说可能暂时降温

由于个别财政和货币宽松措施的效力逐步减退，市场预期日本央行及该国政府日后



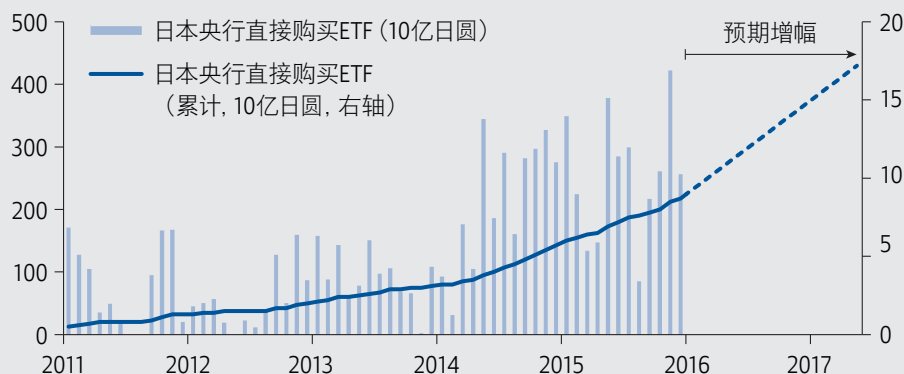
Stefan Scheurer  
高級投資策略師

将更紧密协调彼此政策 — 特别是央行无法达到其通胀目标的风险日增。

由于有太多因素分散市场的注意力，因此我们相信市场偶尔对日本以直升机撒钱的激烈讨论可能逐渐减弱 — 至少目前如是。然而，若日圆兑美元升穿100的重要关口，日本央行或会再度感到压力，需于距离9月份政策会议尚有一段时间前，决定加推哪些宽松措施。

### 日本央行期望增加购买交易所买卖基金（ETF）可减轻市场的失望情绪

日本央行在7月28至29日的政策会议公布，拟增加购买日本ETF的规模接近一倍至每年6万亿日圆。



资料来源：汤森路透Datastream、安联投资经济和策略部，截至2016年7月27日。

## 研究焦点

## 欧洲房地产业岂止提供「栖息之所」

正当银行和保险公司等众多金融机构需面对现今超低息环境的挑战，金融业的一个分类行业其实受惠于低息环境：房地产。其强势从股市清晰可见，近日房地产股成为主要的领涨者。

## 债务成本便宜提高盈利及现金流

为何低息环境有利于房地产公司？主要原因是低息减低融资成本。大部份房地产公司的杠杆比率介乎40%至60%之间，而过往其债务成本为5%或以上。然而时至今日，债务成本已跌至介乎2%至3%之间，新造融资的成本甚至低至1%或以下。低债务成本是企业盈利及现金流的主要动力。

## 低息推高估值

除了为房地产公司提供较低成本的债务外，低息环境亦推高其资产估值。房地产的市场价格通常与无风险利率挂钩，再加约200个基点的风险溢价。在正常市况下，典型的房地产资本化率为6%（或年度租金收入的17倍）。低息环境降低资本化率，从而

推高房地产交易的估值比率至年度租金收入的20至25倍，在部份情况下甚至高达33倍。这有助不少房地产公司增记其投资组合的价值，从而推高每股资产净值，而一般来说这意味着股价上扬。

## 欧洲势将造好，德国领涨

不少投资者视欧洲整体房地产业为避险资产（受公投决定脱欧影响的英国除外），而我们认为德国的住宅房地产公司尤其具吸引力。该等公司为重大的市场需求提供可负担房屋，并受惠于现时有利德国的一系列宏观经济因素：难民涌入、经济强劲、空置率偏低及供应短缺。虽然德国的楼价和租金在近年持续上升，但与不少其他国家比较仍处于合理水平。

总括而言，虽然整体欧洲房地产业表现进一步优于大市的机会率颇高，但德国住宅房地产公司应可领涨。

## 欧洲房地产业表现优于大市的机会率颇高，预期德国住宅房地产公司领涨



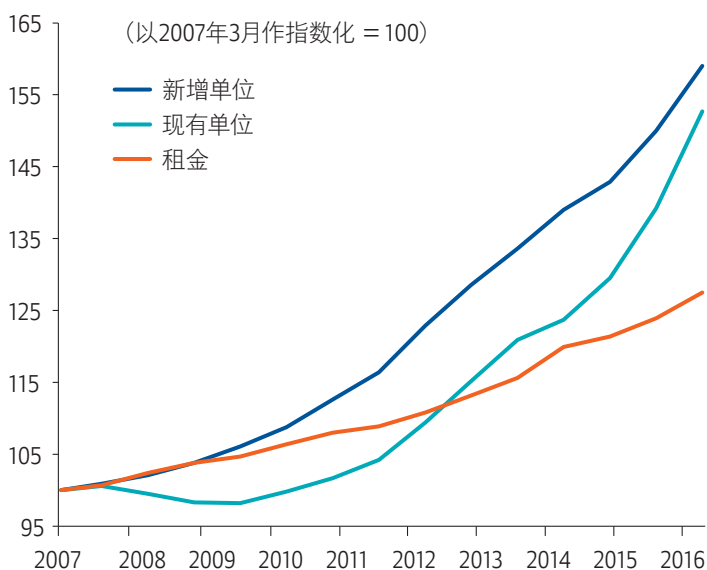
Dirk Becker 博士  
欧洲金融业部门主管

## 德国房地产公司受惠于楼价上升……

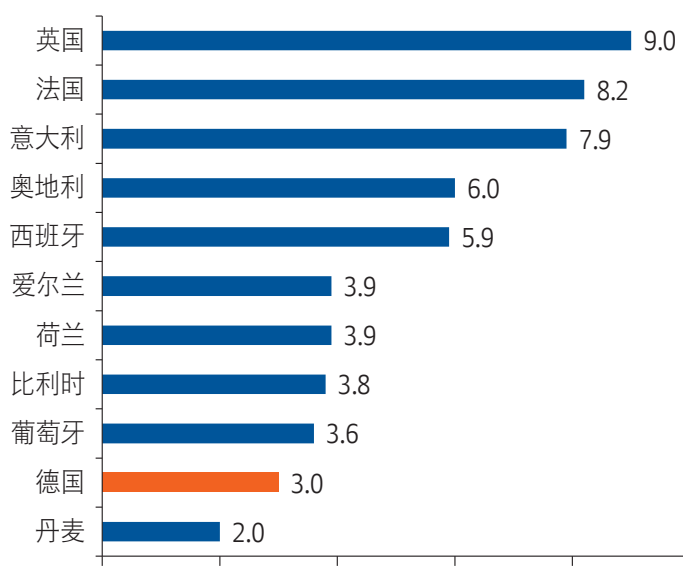
自金融危机以来，德国住宅房地产价格持续稳步扬升。

## ……而德国楼价上升后仍属较可负担的水平

德国是购买70平方米公寓的理想地点，只需置业者平均年薪总额的3.0倍



资料来源：Immobilienscout24，截至2016年7月。



资料来源：KeplerCheuvreux、安联投资，截至2016年7月。

(续第1页)  
环球概览

## 欧洲及英国

一如所料，英国公投决定脱欧对欧洲造成的影响比英国更为严重。英国在筹组新政府后已逐步恢复平衡。英国新任政府的目标清晰，务求令英国脱欧的过程顺利平稳，同时将会（为过去40年内首度）更加积极与全球其他国家建立联系。英国决定脱欧后，英镑持续贬值，英国经济将面对阻力，但同时应可受惠于央行主动加推货币刺激措施，以及中央政府增加投资。英镑贬值利好总部设于英国的国际企业，有助支持英国至今表现优于欧洲。

与此同时，欧洲受到英国脱欧的连带影响，面临一段政治不明朗的时期，但即使出现任何严重后果，所造成的经济影响亦应较轻微，尽管欧洲对环球经济增长呆滞仍然非常敏感。

这两个市场均出现资金流向避险资产的情况，投资者重新调配资金投资于主权债券，（在欧洲央行政策支持下本已高企）。受到英国脱欧引发的法规、「通行资格」及经济增长不明朗因素所影响，市场资金由股市流向债市，金融企业尤其受损。总而言之，尽管英国及欧洲的股票估值偏低（以全球计），但其估值便宜似乎「不无理

由」。这种情况可能会持续数年，直至负利率迫使欧洲的现金和债券持有人转向寻求更高的股票收益为止。

**英国及欧洲的股票估值偏低，但其估值便宜似乎「不无理」。**

## 亚太区

初步冲击现已开始消退，英国公投决定脱欧普遍对亚洲市场未有造成影响；当地经济反而录得更为显著的发展：

- 中国在「十三五规划」引领下继续稳步发展。
- 印度总理莫迪继续致力简化立法程序，取得正面进展；当地经济亦开始摆脱由季风季节造成的疲弱表现及印度储备银行行长离任的影响。
- 随着日本首相安倍晋三获选连任，似乎将会落实推行「安倍经济学2.0」，但有关改变会否包括实质的结构性改革，而非只是由日本央行加推「量化和质化货币宽松」政策及由政府推行更多财政刺激措施，现时却仍未清楚。

与此同时，亚洲对美元强势和沉寂的全球贸易活动仍然非常敏感。目前，鉴于欧洲仍然笼罩不确定因素，亚洲和新兴市场可提供若干吸引投资选择：

- 就股票投资者而言，部份亚洲市场的估值偏低，而且具备盈利增长潜力。
- 若投资者不愿或未能承受股票投资风险，亦可考虑投资于亚洲其他高收益当地货币及强势货币主权债券。

**鉴于欧洲仍然笼罩不确定因素，亚洲和新兴市场可提供若干吸引投资选择**

## 美国

英国公投支持脱欧后，美国成为全球既定的「资金避难所」，美元持续转强，而美国国库券收益率在全球买盘的带动下则下跌。强势货币高收益债券仍具吸引力。尽管美国经济呆滞，但继续稳步增长，故美国联储局仍有意加息。因此，即使美国股票估值偏高，企业盈利预测亦属温和，但美国仍然成为最安全的资金避难所，让投资者承受中等风险以换取适度的潜在回报。

固然，美国的政治风险亦明显升温，将导致市场加剧波动，我们预期整体波幅将于11月见顶。尽管如此，与持续陷入困境的欧洲相比，越来越多投资者认为美国所面对的挑战似乎可以应付自如。

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

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，并请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。