

安联投资评析

07/2016

环球概览

上半场结束前，英国决定脱欧

在大幅波动的2016年上半年临近结束时（话虽如此，愿意承担风险的投资者仍可望享获回报），英国「脱欧派」出乎意料地胜出公投。事实上，英国公投决定脱欧对众多货币及资产市场带来即时的负面影响，明确显示结果不如投资者所预期。对投资者而言，现时或许是审视其他事件的合适时机，这些事件大多属政治性质，并可能影响市场走势。

上半年回顾

在2016年初，不少投资者聚焦于中国及石油两大主题，令市场忧虑全球经济陷入衰退、新兴市场不景气及美元升值。对于以美元借入款项但以当地货币赚取利润的企业而言（亦即新兴市场及环球银行业），强势美元就如不利的税项，这些公司于年初一直受压，甚或仍未步出困境。

其后，中国推出政策措施以稳定经济，包括新的五年规划表明了更清晰的施政方向，

并取得更佳的平衡以改革传统国企，同时促进新的消费与服务行业畅旺。因此，我们认为中国经济将于下半年转佳。

石油价格继于2015年急跌后亦展现靠稳的迹象，油价在本年上涨近25%，综观其他商品的表现，只有黄金录得相近的升幅。虽然石油需求增加，但油企仍大幅削减投资计划及资本开支。随着石油市场从供应过剩转为供应短缺，预期实物石油库存将于2017年前持续下降。

随着2016年一直推进，全球经济衰退的忧虑将会减退，不少新兴市场将会回升，使环球货币政策分歧成为市场的主要焦点。美国正在寻找再度加息的新机会，而日本及欧洲则实施负利率政策，但投资者及市场的反应欠佳。

令人感到讽刺的是，负利率政策带来与原意相反的结果，包括：货币升值、银行体系受压及股市下跌。日本及欧洲股市在本年



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

表现最弱，分别下挫15%至20%。另一方面，新兴市场及美股则分别下跌约5%。

无疑，随着各国央行采取不同的政策措施，各地经济和资产类别亦表现分歧。

在市况不明朗及波动的环境下，不少投资者均以主权债券作为避险工具：各年期的债券收益率下降，而欧洲央行的进取政策令收益率的跌势加剧，存续期逾十年的德国政府债券收益率跌至负水平。

(续至第5页)

1 环球概览

上半场结束前，英国决定脱欧

2 美国视野

价值投资何时回归？

3 放眼世界

美国总统大选：分析及投资启示

4 研究焦点

主题投资应运而生

Allianz 
Global Investors
安联投资

实见 · 实现

美国视野

价值投资何时回归？

自2009年初，环球市场经历金融压抑时代，利率偏低促使投资者承担风险，带动增长投资表现亮丽。在经济增长前景受限的环境下，市场对能够缔造增长的公司赋予稀有溢价。与此同时，市场减少注视市盈率和股息率等传统价值因素，尽管有关因素在长线提供可观的回报溢价。

事物盛衰有时，对坚守投资风格的价值投资者而言，现时正值漫长的寒冬。事实上，自1990年代末科技泡沫的畅旺期间以来，价值股从未像现时般备受忽视。

然而，值得谨记的是，增长/价值的周期往往顺应回归长期平均值的趋势，从低位至高位平均持续七至十年。增长风格现正处于相对表现领先的第九年，现时的周期阶段可能即将结束，并再次踏入利好价值投资的环境。

一旦市场出现上述转变，在过去表现落后的股票可望于未来表现领先，而投资者或希

望作出相应部署。当然，周期转变的时刻无法准确预测，但有迹象显示转变可能已经出现，包括：

1. 美国利率上升。根据往绩显示，在首次加息后不久，价值股持续及普遍表现领先。值得注意的是，现时的加息周期在2015年12月「展开」。
2. 美元转弱。价值股指数偏向能源、工业及「旧科技」行业等市场领域，其大部份收益来自外国市场，因此美元贬值可能为这些公司的盈利提供动力。
3. 高收益债市回升。价值股与美国高收益债券息差存在逆向的相关性。现时，由于信贷状况转佳，意味着最坏情况可能已经过去，带动上述息差收窄。
4. 商品市场造好。价值股的领先表现与商品价格的升势呈现正面的相关性。



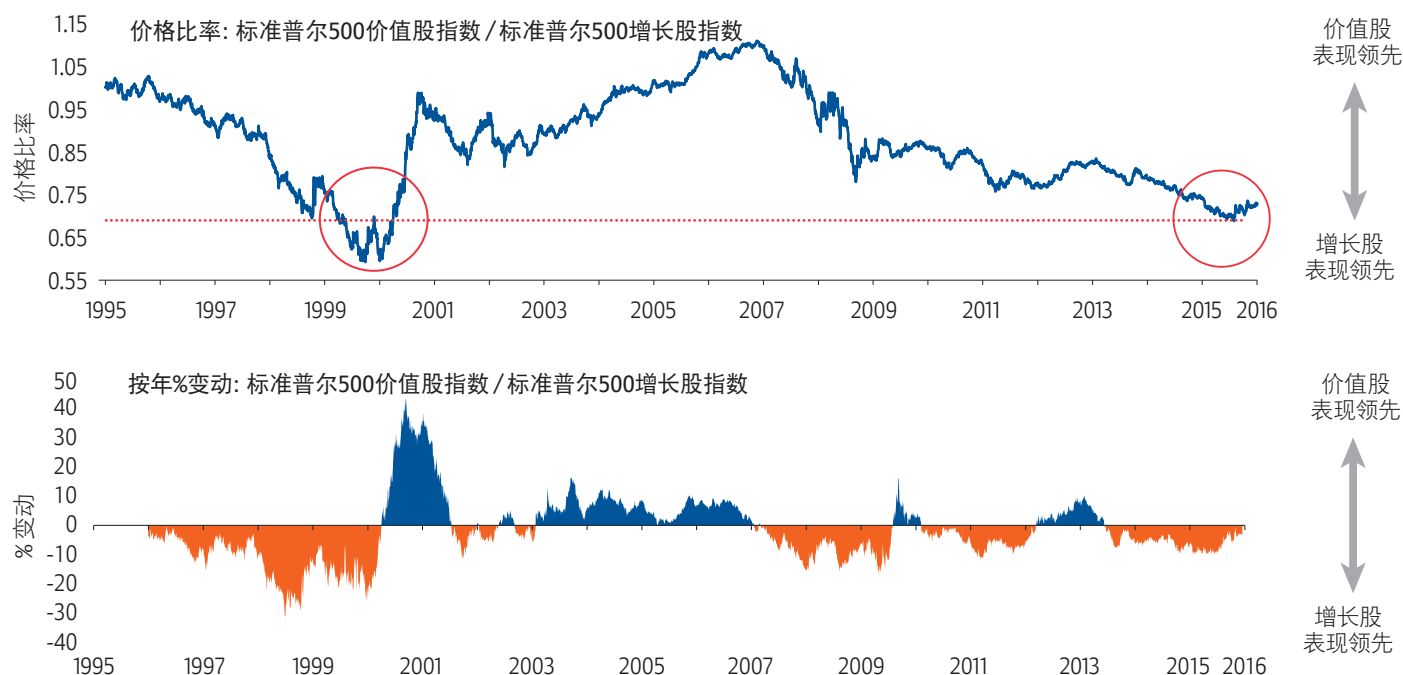
Ben Fischer, 特许财务分析师
基金经理

鉴于现时的市况，维持投资于价值主导、着重股息收入及市盈率估值偏低的股票是审慎的策略。

参与撰文: Baxter Hines, 特许财务分析师; Garth Reilly

现时应看好价值股？

自科网泡沫爆发前以来，价值股从未像现时般备受忽视，反映市场趋势可能即将逆转。



资料来源: 彭博资讯、安联投资, 截至2016年6月30日。过往表现并非未来业绩的指引。

放眼世界

美国总统大选：分析及投资启示

现时距离美国总统大选还不到六个月，这次可能是美国现代史上最特殊的一次总统大选。选民对两大党推定总统候选人均作出颇为负面的反应。此外，从英国脱欧的民调可见，选民可能不愿意就具争议性的投票决定表态，导致大选结果难以预料。

然而，安联投资最近进行的2016年RiskMonitor调查结果却是无可争议，机构投资者作出清楚表态：全球各地的机构投资者均认为事件风险是其投资组合面对的最大威胁之一，75%受访者表示这属中等或甚高水平的威胁，2015年则为53%。综观调查结果，事件风险是录得最大升幅的单一风险。

由于重大风险事件即将出现于美国总统大选，投资者必须有心理准备，两位主要候选人之一将会胜出。因此，了解总统候选人的政纲及其可能对市场带来的影响至为重要。

由于重大风险事件即将出现于美国总统大选，投资者必须有心理准备，两位主要候选人之一将会胜出

希拉里 (Hillary Clinton)

总统候选人希拉里的政纲表明，要求提高广泛的财政开支，以及增加税收，但集中向最富裕的美国人加税。整体来说，美国纳税人联盟基金会预测，希拉里的建议或会导致美国财政开支每年录得1,600亿美元的净升幅。

分析

希拉里增加政府开支的建议或可刺激美国经济增长，而有关开支将会以提高所得税率支付。虽然富裕人士至少将部份收入作储蓄的可能性较高，但向其加税将会对经济增长造成若干负面影响（尽管有关影

响远不及向低收入人士加税严重）。希拉里强调加强监管法规，加上其保护主义较强，或会拖累经济增长。

希拉里强调加强监管法规及其保护主义较强，或会拖累经济增长

特朗普 (Donald Trump)

另一位总统候选人特朗普亦建议增加财政开支：基建开支、加强边境保安，以及增加移民局官员的数目至三倍。然而，特朗普亦提倡大幅削减现时的政府开支。因此，美国纳税人联盟基金会预测，根据特朗普的政纲，政府开支实际上可能每年录得560亿美元的净减幅。特朗普刺激经济的建议，实际上主要源自减税。他建议减少所得税税阶及减低整体所得税税率；并提倡大幅改革企业税。整体来说，美国税务基金会估计，以面值计算，特朗普的税改建议可能导致美国在未来十年失去10万亿美元的庞大税收。



Kristina Hooper
美国投资策略师

分析

现时估计特朗普建议的减税措施令库房损失的金额，显著高于削减政府开支所节省的资金。然而，减税可望刺激经济增长，尽管部份经济师认为特朗普的经济政策可能导致政府赤字扩大及增加债务。

特朗普建议的减税措施令库房损失的金额，可能显著高于削减政府开支所节省的资金

(续至第4页)

财政开支的重要性

庞大的财政开支应可提振美国经济，特别是美国近年欠缺财政刺激措施及过度依赖货币政策。然而，财政开支带来的经济影响因其性质而有所分别：

- 政府转拨款项 — 由于这类拨款普遍惠及美国低收入人士，因此通常用于消费而非储蓄，所以一般来说成效较显著。
- 基建开支 — 以其对经济的影响而言，基建开支一般被视为最有效的财政政策，但并非所有基建开支均带来显著影响。

减税的重要性

减税是财政政策的一环，对经济带来不同程度的影响。原因是减税犹如货币政策，间接影响经济及就业，而这取决于市场参与者的心理状况。民众不一定把减税所节省款项用于消费。此外，减税的成效因受益人而异。一般来说，若较低收入人士获减税，其把节省款项用于消费而非储蓄的可能性较大。

研究焦点

主题投资应运而生

在上世纪的大部份时间, 投资业界把股票投资以资产类别、国家和风格分类, 或简单地以个股为基础。直至1980年代末, 「板块」投资的概念才引进业界, 即根据公司的业务性质把股票归类。

其后在1990年代, 全球行业分类标准的发展 (GICS) 改变了此特点。当时, 全球所有上市公司首度以单一、贯彻一致及非重迭的结构归类: 把10个板块划分为24个行业组别, 然后再进一步细分为行业及分类行业。

全球行业分类标准在1990年代设立, 至今大致维持不变, 导致为新业务模型厘定适当的类别日益困难

自此该结构大致维持不变, 即使现今的股市与25年前该等类别设立时比较已大相径庭, 要把新业务模型适当分类日益困难。举例来说, 苹果公司 (Apple) 应归类为一只消费股、电讯股, 抑或科技股?

自动化、数码化生活模式及新兴市场中产

阶层崛起都是众所周知的市场趋势, 而这都是由社会、经济、人口结构及创新科技因素带动。然而, 任何传统的板块分类都无法适当地把握该等主题带来的投资机会, 即使与曾经主导传统板块的动力比较, 其动力有过之而无不及。

有鉴于此, 资产管理业是否应根据市况变动作出调整, 提供以主题分类的投资? 崭新科技日渐颠覆由来已久的业务模型, 使传统板块分类之间的界线变得模糊不清, 但为何还有这么多投资工具仍使用那些渐见不合时宜的行业分类?

部份主题为本的基金早于1980年代初成立, 但近年投资者对主题产品的投资意欲才日渐转强, 这些产品可让他们涉足不同的市场趋势, 例如洁净科技、消费、水务基建以至农业等。

展望未来, 我们预期市场对主题投资的意欲日增, 特别是千禧世代投资者似乎尤其看好此投资模型。也许原因是他们在成长过程中, 亲身体验到这些新主题对现时板块为本业务模型的影响。值得注意的是, 有多少转移到千禧世代的财富将会保留在



Andreas Fruschki, 特许财务分析师
投资组合经理

传统板块和国家为本的投资 — 仍主导我们这一代的资产配置, 以及有多少财富将转为投资于崭新趋势及主题投资意念。

展望未来, 我们预期市场对主题投资的意欲日增, 特别是千禧世代投资者似乎尤其看好这模式

(续第3页)

放眼世界

前景波动

虽然来届美国总统大选花落谁家, 或候选人建议的政策最终如何落实仍属未知之数, 但必须紧记, 下任总统必须获得美国国会支持, 方能执行其政策。因此, 除了广受欢迎的建议例如基建开支外, 下任总统也许无法落实其多项政纲。

此外, 请注意本评论并不拟支持或指控任何总统候选人; 相反, 正如许多投资者一样, 我们也密切注视股市对事态发展的反应。

由于存在多项不明朗因素, 市场的共识是: 这场总统大选「结果难料」, 因此投资者需要有意料之外的心理准备 — 意味着市况可能日趋波动。

这场总统大选「结果难料」, 因此投资者需要有意料之外的心理准备

事实上, 对投资者来说, 全球政局发展可能是今年最大的波幅来源。在这样的市场环境下, 投资者需审慎识别其所承受的风险, 即减少专注被动型的指数投资, 转而聚焦于主动管理的策略。此外, 透过战术性的资产配置和板块配置, 以及专注投资

组合的下行保障, 投资者可获得较佳的回报。

(续第1页)

环球概览

货币市场方面，日圆强势令投资者及日本政府均感到意外，即使美国加息带来压力，但日圆兑美元在本年升值近20%。虽然新兴市场货币因油价受压而急跌（尤其是尼日利亚、委内瑞拉及俄罗斯），加上现时的动荡政局蔓延至南非、巴西及中东，但系统性危机并未于新兴市场内扩散。

启动脱欧工程

尽管如此，2016年上半年主要事件为英国公投脱离欧盟，这项决定令人感到意外而且非常政治化。脱离欧盟就如踏足无人知晓的领域，不少沿用已久的经济事项例如贸易条款、移民、法律及标准均需要调整，以反映英国即将享有的独立地位。由于英国自1972年起奉行欧盟及国际标准，而且一直是欧盟成员国，因此英国脱欧将为各个领域带来挑战。

2016年上半年主要事件为英国公投脱离欧盟，这决定令人感到意外而且非常政治化

英国公投决定脱欧带来严重的政治后果，英国保守党及工党均形势险峻，甚至可能陷入终极的混乱情况。此外，不但英国议会的意见分歧，英国各地亦出现不同的取态：苏格兰、爱尔兰及伦敦均投票支持留欧；英格兰和威尔斯则抱持脱欧立场。

由于「英国脱欧」的程序需时近三年完成，因此当地经济前景将受到投资和经济的明朗因素拖累。然而，英镑在英国公投脱欧后的一天急挫10%，可能纾缓有关冲击。虽然如此，英国脱欧的最大输家可能不是英国本身，而是欧盟及一众政要。

英国脱欧最大输家可能不是英国本身，而是欧盟及其政要

英国脱欧对欧洲的影响

英国脱欧公投反映民众聚焦于移民及主权问题多于经济因素，令欧盟面对可能解体的危机。根据英国公投决定脱欧后的市况反映，欧洲股市的调整较英国股市显著。欧洲经济确实在2016年表现良好，但英国公投以外的其他因素削弱市场信心。投资者进一步忧虑欧元区银行的状况，增长缓慢、负利率政策、监管收紧及资本水平偏低已经导致全球银行受压，并为欧洲央行的政策带来更多阻碍。此外，多个地区即将举行大选，包括意大利、荷兰、法国及德国，有关选举可能变成对欧盟的表决。欧洲的局势或因更趋不稳，特别是鉴于希腊危机仍挥之不去。

英国脱欧对建制的挑战

政治建制是英国脱欧的另一个输家，这些政要无法、未能或不愿意相信英国脱欧的公投结果。这种缺乏触觉的表现与正在美国冒起的「特朗普效应」(Trump effect)相近，共和党的推定总统候选人特朗普经常在缺乏政党的支持下，直接向备受剥削的美国民众进行拉票活动。因此，我们预期随着11月美国总统大选临近，市况更趋波动。由于不少选民均认为现时的「精英」政党不能代表自己，令投资者更难评估这变动时期所带来的新风险和机遇。

我们预期随着11月美国总统大选临近，市况更趋波动

下半年投资展望

■ **环球观点：**继「英国脱欧」的初步冲击纾缓后，一众风险市场大致未有再聚焦于公投结果。即使如此，投资者应预期英国脱欧将导致环球经济放缓，意味着全球货币政策将维持或更趋宽松。由于政治气氛反复波动，因此市场波幅应持续处于高水平。

■ **英国：**大型股将明显受惠于英镑的中短期跌势。随着英国经济放缓及不明朗因

素增加，当地股或持续疲弱，但以非英镑货币计算，不少英国资产（房地产及企业）或显得更为吸引。

■ **欧洲：**虽然英国脱欧为当地带来众多不明朗因素，但欧盟将成为最大输家，现时欧洲资产更易受到政治风险所影响。定息收益将受惠于欧洲央行在2017年期间的政策措施，但英国脱欧的相关不明朗因素将导致股市持续疲弱，特别是银行及金融股。另外，市场忧虑欧元区银行的状况，亦可能阻碍欧洲央行的政策。

■ **美国及亚洲：**这些地区的资产类别将较不受英国脱欧影响。由于美国联储局的举措与其他央行的负利率政策有所分歧，美国股市应维持不同的走势，但随着11月美国总统大选临近，预计市况将更为波动。另一方面，中国市场可能在年底前表现强劲。

资料来源：Allianz Global Investors Insights, Volume 8, Issue 7

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应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国场所附带之风险。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。