

# 安联投资评析

03/2016

环球概览

## 从伦敦钟声看市场流动性

鉴于投资者、监管当局及央行官员对市场缺乏流动性深表忧虑，我们不妨借用一首家喻户晓的英语童谣，从其寓意协助投资者了解市场的流动性风险如何随着时代演变，以及这些风险将何去何从。

### 圣克利门教堂（St. Clement's）的钟声说：橘子和柠檬

英语童谣「橘子和柠檬」（Oranges and Lemons）的开首提到在旧伦敦买卖的农产品，而我们亦会以此作起点，了解市场的流动性。多个世纪以来，在欧美销售的农产品都沿用一個相当简单的商业体制。交易员（可以自行担任庄家或客户的代理经纪）观察每日的农产品及价格，并游说客户以较低的价格或更佳的数量（或两者兼备）买卖其商品。这个方式一直沿用至1980年代末期，当时正值金融国际化，电脑系统亦大行其道，商贩档主不再纯粹担当交易员的角色，亦是能够透过「持仓部署」协助客户取得更佳流动性的卖家或买家。

### …老贝利街（Old Bailey）的钟声说：你甚么时候还钱给我？

及至1990年代，一个全新的市场成立，农产品能够在电脑化的交易所内透过衍生工具进行虚拟交易。突然间，人们能于市场交易时段内，随时以一个公认价值买卖一篮子农产品。这个转变带来甚么后果？原有的贫穷老档主再不能依赖市场的现金价格，因为聪明的交易员及数学家擅于利用市场价格欠缺效率的情况下，在距离实际交易市场千里之外厘定新价格。

### 肖迪奇（Shoreditch）教堂的钟声说：当我富有的时候…

在1990年代末期，美国废除格拉斯—斯蒂格尔法案（Glass-Steagall），容许投资银行利用其庞大的零售业务财力，进军迅速全球化的交易市场，包括农产品市场。崭新的发展动态转瞬形成，市场每日都进行多种功能，包括：进取的交易及建立持仓；范围广泛的立权及包销；以及大量的套利活动，而这确实无



杜纳恩 (Neil Dwane)  
环球投资策略师

法改善实体市场的效率或质素。

随着使用程式及电脑化交易的经纪、银行及客户渐增，老档主及其他交易员不再前往市场交易大楼。结果，人们对「橘子和柠檬」质素的重视程度下降，反而更注重价格动力、波幅特性及其他因素。

环球概览（续至第4页）

### 1 环球概览

从伦敦钟声看市场流动性

### 2 亚太视野

日本央行的新工具：负利率政策及「量化和质化货币宽松」政策

### 2 基层研究（Grassroots<sup>SM</sup> Research）

11月13日巴黎恐袭对零售商的影响

### 3 放眼世界

欧洲央行是否已用尽政策弹药？

Allianz   
Global Investors  
安联投资

实见 · 实现

亚太视野

## 日本央行的新工具：负利率政策及「量化和质化货币宽松」政策

日本央行于1月29日再推出新政策：金融机构于央行开立的帐户将收取负利率；这是日本央行于2010年减息以来，再度把利率微降至-0.1%。

日本央行进一步放宽货币政策，主要由于金融市场近期反复波动，使企业无法迅速回复信心，亦导致消费者难以改变通缩心态，这些因素均会拖累资产价格的基础趋势。

此外，日本央行的最新声明也详述货币政策的其他内容：

- 具体来说，日本央行将采用多层存款利率制度（见第4页附图），部份欧洲国家央行（瑞士央行除外）亦采用这个制度。
- 现有日本央行往来帐户结余将收取0.1%的正存款利率。

- 银行持有的法定准备金则收取零利率。
- 金融机构往来帐户结余的超额部份则会收取负利率，初部定为-0.1%。
- 日本央行每年购买80万亿日圆资产的计划维持不变（截至2015年底，日本央行持有约40%的已发行日本政府债券）。
- 与此同时，日本央行把实现2%通胀目标的时间延迟半年至2017年财政年度的上半年（即2017年3月至10月），并下调本年的预测。

日本央行采取负利率政策反映其宽松措施的焦点有所转变，脱离量化扩张财政规模的路线。正如欧洲的情况，量化宽松和负利率政策结合后，应能带动债券价格上升，整体收益率曲线的利率则进一步回落。此外，日本央行亦表示，有意从三个层面加推宽松措施：数量

（即购买资产的规模）；质素（即所购买资产的风险成份）；以及与这次行动有关的利率。

亚太视野（续至第4页）



Stefan Scheurer  
高级投资策略师

### 基层研究 (Grassroot<sup>SM</sup> Research)

## 11月13日巴黎恐袭对零售商的影响

巴黎在2015年11月发生恐怖袭击，令受害者及其家人、数百名幸存者以至各地的法国人饱受伤痛。鉴于此次灾难可能严重影响巴黎经济，基层研究对位于巴黎中心黄金地段的高端消费品商店进行调查，包括服装、鞋履和珠宝店等。

所有受访者均表示，继11月13日恐袭及当地展开调查后期间，销售受到显著负面影响，情况较1月7日的查理周刊恐袭事件更甚。他们忧虑高端消费品商店的旅客流量减少，特别是来自亚洲和美国的旅客，但期望法国消费者的销售将较快回升。此外，大部份受访者相信其商店难以达到销售目标。

安联投资消费者分析师暨投资组合经

理Giovanni Trombello表示：「正如基层研究的结果显示，到访巴黎的旅客在紧随发生恐袭后期间大幅下跌，而高端消费品商店的顾客数目亦相继减少。然而，高端消费品的需求在去年12月和今年1月份缓慢回升，即使仍低于先前可比较期间的水平。尽管法国的高端消费品需求显著放缓，但随着旅客转往不同目的地，其他主要欧洲国家的需求有助抵销上述情况。」

Trombello亦指出：「综观高端消费品业，地区和产品发展多元化的公司将最能抵御受恐袭影响的贸易环境。同时，若日后发生更多事故，则会对有关行业构成重大负面影响。」



Johannes Jacobi  
基层研究分析师

放眼世界

# 欧洲央行是否已用尽政策弹药？

鉴于欧洲央行持续采取特殊措施以推动欧元区的经济增长，不少市场观察者关注当局可能已用尽政策弹药，因而引申出一个合理疑问：欧洲央行事实上是否仍有空间作出进一步行动？

简单的答案当然是肯定的。然而，我们认为若决策官员期望有效阻止通胀预期下滑，同时促使欧元（已从年内较早期期间的1.08低位回升）转弱，则欧洲央行下次需要动用威力更大的刺激措施。

我们认为基于数个原因，欧洲央行会歇力不让下一个政策行动遭到漠视及令市场人士失望。最重要的原因是，市场价格已反映存款利率在3月10日会议期间由-0.3%进一步调低最少0.2%至-0.5%，因此，若未能达到市场预期可能有损市场气氛。

此外，目前的通胀预期低于欧洲央行近一年前推出量宽计划时的水平。正如本文图表显示，欧洲央行所关注的欧元区五年远期通胀预期为1.45%，并逐步下跌。另一方面，两年期德国政府债券收益率目前为-0.55%，反映若干投资者实际上愿意就德国政府持有其资金支付费用！

事实上，我们预料「负利率趋势」可能日益普及，愈来愈多国家加入这个行列：日本央行近期调低政策利率-0.1%；瑞士利率处于-0.75%；而瑞典则为-0.5%。

因此，欧洲央行可以采取甚么行动，以提升通胀预期及促使欧元转弱，从而增加欧洲出口和创造出口相关职位？我们认为当局需要作出所谓“LIE”的行动——下调（Lower）利率；增加（Increase）买债规模及延长（Extend）量宽计划。

- 把存款利率由-0.30%下调至 -0.75%。
- 把每月购买欧洲政府债券的规模由600亿欧元增加至1,000亿欧元。这将会提升欧元供应，并使其贬值（假设所有其他因素不变）。当局亦应增加周边国家买债百分比，以降低周边国家的借贷成本，即葡萄牙、西班牙和意大利。
- 把量宽计划的期限由2017年3月延长至2017年9月。

不论欧洲央行是否延长量宽计划，不少市场观察者正在猜想当局会否扩大定息收益证券的范围，买入欧元计价的企业债券。



Brian Tomlinson  
高级定息收益投资组合经理

我们认为当局不会作出有关行动。欧洲企业债市的规模太小，而且欠缺流动性，若欧洲央行加入，则会挤出其他投资者。当局需要大量「印」钞，因此须尽快买入更多债券，而我们认为在拥挤交易下不会出现上述情况。

随着众多投资者注视欧洲央行可能于未来数月采取的行动，央行行长德拉吉将于3月10日公布有关结果。市场人士憧憬「超级马里奥」（Super Mario）将超乎预期推出更多措施。事实上，德拉吉在确切执行欧洲央行言论方面的往绩卓越，而且于有需要时采取行动，这正是做到超乎市场预期的最佳方法。

## 量宽计划未能阻止通胀预期下跌

五年期 / 欧元区五年远期通胀预期于2月8日为1.49，低于2015年的1.86高位。



资料来源：彭博，截至2016年2月8日。



环球概览（续第1页）

此外，交易所亦利用其垄断优势，吸引客户（特别是投资银行）不再「于交易所内」进行交易，以免支付费用。

鉴于所有市场人士都希望降低日常交易的成本，结果导致市场割裂。然而，大部份真正的买家及卖家未能从中受惠，因为市场分为「明池（lit pools）及黑池（dark pools）」后，便阻碍了市场定价、缩减交投量，并掩盖价格的涨跌原因。更严重的是，市场无法抗衡高频交易员的威力；这类交易员利用电脑在毫秒及纳秒之间进行交易，使投资者难以分析市场实况。

…当心斧头要了你的命！

虽然「橘子和柠檬」的实质生产过程大致不受市场演进的影响，但价格波幅因而扩大，并易受无法反映于生产成本或

需求水平的波动所影响。自1980年代末期的金融大改革以来，在庞大的衍生工具带动下，交投量的升势锐不可挡。然而，金融化逐渐以自身发展为目的，离弃了以公开及透明方式为橘子、柠檬及其他产品定价的经济工具角色。

与此同时，环球投资银行建立了规模可观的交易业务，藉此受惠于这些市场的变化，但终端消费者因而承担实体市场的成本，交投量亦显著上升，尽管它们无法满足投资者以往偏好的实体市场流动性。现时的市场缺乏效率，表现反复波动，使不少投资者却步，不愿作出较长线的投资，亦导致供应收缩，对流动性的忧虑升温。

我们的观点

我们理解缺乏流动性的风险增加；受

银行业的行为、监管法例及货币政策的影响，不少投资组合集结起来，透过杠杆来追求收益及回报。

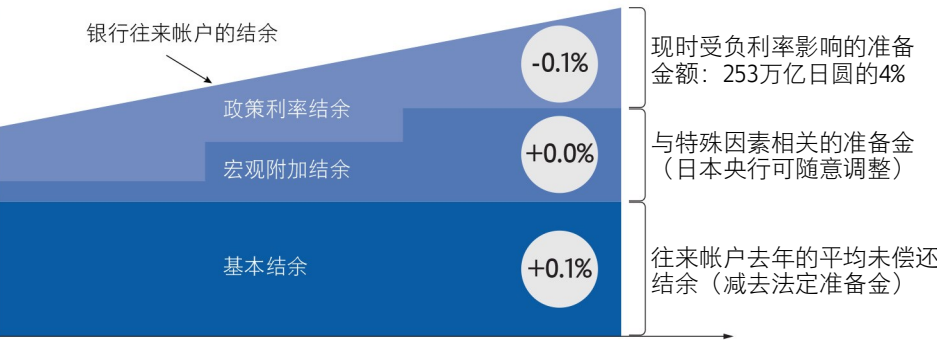
我们的基金经理及交易员采用主动型策略和长期观点，审慎驾驭目前反复波动的市况，致力回避市场讯和波幅，这与我们的投资理念一致。

虽然我们的投资专家未必买卖橘子或柠檬，但他们将过滤市场杂讯，发掘真正推动市场的因素，藉此避免由忽略估值、市场效益及投资者回报的短线交易员所带来的问题。

亚太视野（续第2页）

从日本央行的情况可见，即使央行官员缺乏处理负利率政策的经验，对此亦心存疑虑，但只要全球环境需要，他们便会采取负利率。此外，这项新措施为日本央行竭尽所能抵御通缩压力，重建信誉的行动提供保障，特别是当经济环境不利其通胀目标政策时。不过，我们亦可视之为：日本央行开始为「量化和质化货币宽松」政策（即买入日本政府债券）可能面对的技术限制作准备，而日本央行或已断定进一步扩张「量化和质化货币宽松」政策的成本远高于其优势。

日本央行跟随欧洲，采用多层存款利率制度  
此举将带来深远影响，亦发出日本央行将采取更多采施的强烈讯号。



资料来源：安联投资全球经济及策略部、日本央行。

资料来源：Allianz Global Investors Insights, Volume 8, Issue 3

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。