

安联投资评析

12/2017

环球概览

2018年展望：抵御真实发生的通胀

自全球金融危机爆发以来，各国央行一直采用扩张性货币政策支持金融市场、提振经济，而资产负债表也已随之扩张至前所未闻的地步。随着企业利润的强劲增长和对通缩的担忧减退，这一方法被证明着有效，但接下来，各国央行的任务将是小心翼翼地保住胜利果实。

因此，我们预期，在美联储（FED）迈出第一步之后，2018年来自央行的支持将逐步减少，同时，我们预期整体的转变将非常缓慢，而各家央行的具体措施各不相同。整体利率将保持在低位。相应地，投资者应该继续警惕金融抑制的状况，并密切关注通胀，尤其是在当下，因为官方数据看来是低估了真实的通胀成本。

2018年六大主题

投资者在制订策略时除了考虑宏观经济因素外，或应纳入以下的2018年投资主题。

1. 央行主导格局将较难把握

过去十年，各国央行对市场运行起主导作用，我们预计这一情形在2018年仍将继续。但随着全球央行政策出现分化，预判各国央行官员的下一步举措将变得更加复杂：

- 美联储(FED)很可能进一步加息：我们预计，2018年将会有三次加息，这还没有完全反映在当前的市场价格中。
- 欧洲央行(ECB)将专注于减缓债券购买节奏，同时维持政策利率不变。
- 日本央行已开始“悄悄减少”其月度资产购买规模，看似此举仍将继续。
- 尽管英国央行（Bank of England）10年来首次加息，但人们对增长前景和通胀率超目标的担忧正在上升。

2. 保护购买力依然至关重要

尽管货币政策的方向正在逆转，但变化的



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

速度非常缓慢，我们预计利率仍将维持在低位。相应地，金融抑制的情形仍将继续，而购买力保护，将再次成为重要的投资目标。对投资者而言，至关重要的一点就是，要理解价格上涨将如何影响他们对收入的要求，因为哪怕是相对较低的通胀率也会随着时间的推移严重侵蚀购买力。此外，各国央行通常使用的通胀度量标准，并不能捕捉现实世界中的真实成本。

保障购买力是重要的；哪怕是相对较低的通胀率也会随着时间的推移严重侵蚀购买力

(续至下页)

1 环球概览

2018年展望：抵御真实发生的通胀

3 放眼世界

影响估值模型的三要素

4 风险监控2017

为何机构投资者采用另类投资管理风险

Allianz 
Global Investors
安联投资

实见 · 实现

(续第 1 页)
环球概览

3. 谨防流动性不足和波动性上升

无论各国央行在调整其货币政策时多么小心谨慎，其影响都是不确定的。特别值得注意的是，流动性短缺和波动性上升的风险可能增加：

- 在个别资产市场，随着美国联储局、欧洲央行和日本央行缩减资产负债表，流动资金不足的情况可在毫无预兆之下发生。资金集中流入交易所买卖基金，以及高频交易盛行，对流动资金构成影响。这可能减低波幅，并导致表现集中于少数股份。
- 整体而言，我们预期2018年的波幅相对温和，尤其是央行为维持金融稳定而选择审慎行事。尽管如此，政策变动及其引起的流动资金不足，不论是事实或投资者忧虑，都可能触发波幅急升，在产生风险的同时亦带来入市或增持的机会。

4. 地缘政治及单纯政治因素均构成重大风险

根据我们最新年度风险监控

(RiskMonitor) 年度调查，每五名投资者当中，有接近三名表示近期的政治事件使他们加强风险管理。地缘政治是当前投资者面临的重大风险，2018年它仍有可能扰动风云，成为全球经济不稳定的源泉。

除了关注朝鲜等潜在的全球热点问题，投资者还需要关注本土政局发展，以评估其对货币和财政政策的潜在影响。许多选民对全球化感到不满，觉得受到紧缩政策的挤压，并深感不平等趋势的抬头。政客们可能被迫对此做出回应。

5. 颠覆趋势将持续

我们认为商业颠覆趋势在2018年将继续成为重要的投资主题。少数高科技公司致力重塑行业新面貌，并开始淘汰传统企业，因此获市场青睐。

值得注意的是，颠覆不仅仅是由技术驱动的。人口结构的变化也在重塑行业和金融市场。随着高消费的婴儿潮一代退休，他们提供的经济刺激正在减少，在一些新兴

市场也是如此。展望未来，老龄化社会将改变商业格局。

颠覆并非局限于科技趋势；人口结构的变化也在重塑行业和金融市场。

6. 选择性投资将更加重要

虽然环球经济表现仍然稳健，但增长日益局限于个别范畴，而各地区的表现分歧应更为明显。与此同时，多项资产的估值似乎偏高。因此，投资者在2018年需要采取更审慎的选股方针和主动型投资策略；基本因素研究和专注于环境、社会及公司治理(ESG)的投资方针将成为寻求回报潜力与管理风险的关键。

从股票角度来看，我们偏好欧洲多于美国，因为后者正撤回货币刺激政策，市场也可能过热，一旦经济数据失去动力，将构成重大不利因素。我们认为寻求收益的债券投资者在亚洲和新兴主权债市场可觅得相对吸引的机遇。

安联对2018年的展望

本文摘自我们的 2018 年展望：《抵御真实发生的通胀》（“Guard against Real-World Inflation”）。如欲参阅全文，请浏览www.allianzgi.com。



放眼世界

影响估值模型的三要素

长久以来，投资者们一直在争论，我们的投资表现能否超越市场？许多投资者相信，他们能够构建出成功的投资策略，通过估值模型确定公司真实价值，从而跑赢大盘。只是如今，低利率、高政治风险和日新月异的技术变化，都对价值评估体系构成了重大影响，使今天的投资决策愈发复杂。

低息环境扭曲传统估值模型

在目前的低息环境下，传统的折现模型已捉襟见肘。当前，无风险投资的市场利率偏低，但对未来收入流的期望并未处于相应低位，因此使用折现模型进行计算，会使股票的公允价值过高。由于低息环境通常会伴随一段增长乏力期，利率水平和未来收益期望应保持一致。然而，投资者在构建个人估值模型时经常略过第二个步骤，不对未来的收入流做出调整。

在目前的低息环境下，传统的折现模型已捉襟见肘

不过，即使这些要素相互统一，估值的难度亦将上升。如果央行实施过于扩张的货币政策，将促使投资者的风险承受程度上升，而且股票价格将会超过长期公允价值。

所幸利率对估值模型的影响有望逐渐减少。随着全球经济环境改善，我们预期欧洲央行和美联储将会收紧近年来的扩张性货币政策，但步伐会非常缓慢。无风险投资的利率应会由此缓步上升，我们也因此预期利率对估值的扭曲影响将逐步减小。

政治环境为估值模型带来挑战

如今，使估值面临挑战的另一个因素是政治环境日渐欠明朗，特别是全球民粹主义的兴起。不少民粹主义者主张去全球化，而这将增加贸易壁垒和移民限制，从而可能导致生产率增速的下滑，抑制经济增长，

影响盈利上升，继而影响估值。

去全球化可能会增加贸易壁垒和移民限制，使估值承受压力

此外，去全球化亦会促使通胀抬头。首先，生产率增速下滑会对供给构成负面影响，因此经济体内的整体供需差距将会以较迅速的步伐收窄。其次，保护主义加重关税导致行政开支增加，将会直接推高物价。由于通胀上升与贴现模型的分子和分母都有关联，故难以推算其对估值的影响。

高科技转变带来重大不明朗因素

毋庸置疑，科技创新的速度正在不断加快，但其对股票估值流程的影响尚不明确。

在个股层面，高科技的颠覆趋势能够决出谁胜谁负。但面对今天瞬息万变的市场环境，赢家和输家将愈发难以鉴别，因此，较高的风险溢价很容易得到认同。

与此同时，科技革命有望提升整体经济的生产率。这应该会评估整体市场的贴现模型带来积极影响，因为预期盈利或现金流应会随着经济改善而上升。

若科技革命引发生产率提升，可能给折现模型带来正面影响

整体来说，全球经济生产率的结构增长至今尚未出现加速迹象，令人颇感意外。生产率增长的未来发展仍是未知之数。不过，除非生产率最终得以上升，否则部份股票和股市当前所反映的盈利增长的预期可能过高。

我们对股票估值方法的选择

面对上述挑战，我们认为利用过往的估值乘数进行比较，是投资者可选用的最佳方法之一。过去几十年来，这个估值方法为投资者带来了丰厚的收益。安联投资偏向使用按周期调整市盈率（CAPE）或席勒市



Stefan Hofrichter, CFA 注册金融分析师
首席经济学家

盈率（Shiller P/E）来比较估值。事实上，以当前标准普尔500指数的CAPE来看，美国市场估值过高，目前水平为31，高于历史平均的16.6。另一方面，欧洲和新兴市场的CAPE则显示这些市场仍具有投资价值。

投资结论

- 随着美联储推行货币政策正常化和缩减资产负债表规模，我们预期标准普尔500指数的CAPE将会下降，这可能会给掉以轻心的美股投资者带来负面影响。
- 我们亦预期地缘政治趋势（特别是民粹主义）将继续为经济增长和市场带来阻力，虽然民粹主义的影响更可能在长期而非短期体现。
- 科技变动对估值模型的影响并不清晰：可促进整体经济的生产率增长，但颠覆趋势会是一个重大的复杂因素。
- 无论如何，对大部份长期投资者与投资经理来说，准确评估估值仍至关重要，幸而我们可以使用一些较有效的工具（例如CAPE）来进行评估。

风险监察2017

为何机构投资者采用另类投资管理风险

针对机构投资者的风险监察调查显示,有超过三分之二的受访者投资于另类资产,有近三分之一的受访者表示另类资产主要用于分散投资——这可谓是最普遍的动力。

在今天的投资环境中,由于地缘政治的尾部风险十分显著,分散风险实属必要。在每五名受访投资者中,有近三名指出近期的政治事件使其更加注重风险管理,而超过三分之二的受访者称,将投资分散于不同资产类别,是其管理风险的主要方式。

然而,投资另类资产亦为机构投资者带来不一样的挑战。在受访的全球机构投资者中,只有约半数认为他们能有效量度另类资产的相关风险。

对于资产管理经理和金融中介人士来说,上述这一重要发现将主要体现在为客户提供支持及持续教育带来的增值。有48%的投资者表示,若能更有效地管理和度量风险,他们愿意增加对另类资产的投资,这意味着资管行业正面临着重大的市场教育机会。

48%的投资者表示,若能更有效地管理和度量风险,他们愿意增加对另类资产的投资

了解今天的机构投资者

上述结论来自我们对全球逾750名机构投资者进行的2017风险监察调查。在最初两份关于此次调查的报告中,我们探讨了地缘政治因素对风险管理策略的影响,并

发现了一小部分所谓的“风险领袖”,而他们的投资表现出类拔萃。

在今年的第三份报告中(载于www.allianzgi.com/riskmonitor),我们探讨了日益增加的另类资产投资者如何运用该资产类别来管理风险,以及在不明朗的市场情况下如何行动。我们的目标是分享另类资产投资者的经验,包括其就特定目标所运用的策略,借此加深市场对另类资产类别的了解。

分散投资是关键,但并非进行另类资产投资的唯一原因

至于特定的风险管理策略方面,近三分之一(31%)的受访者表示分散投资是其投资另类资产的主要原因。以此作为考虑因素的比率远高于其他选项,包括:

- 低相关性(19%)
- 回报可能高于传统债券或股票投资(17%)
- 降低投资组合的整体波动性(11%)

把另类资产用作分散投资的最大受访者组别为:捐赠基金和基金会(38%)、主权财富管理基金(35%)和保险公司(35%)。

投资者把另类资产用作分散投资,反映出他们了解这些资产可在当今环境中起到重要的风险管理作用。分散投资于各资产类别(68%)和地区(66%)是全球机构投资者最主要的风险管理策略。

然而,分散投资并非另类资产的唯一作用——另类资产这一类别包含房地产股

权、私人公司股权和债权、基础设施股权和债权、相对估值/套利及宏观策略等等。另类资产亦能产生绝对回报,而且有潜力通过套利和对冲策略提升投资组合的整体表现。

投资者需进一步了解另类资产

另类投资拥有较高的渗透率,70%的受访投资者表示已投资于另类资产,并指出若对该资产类别有更深入的了解,会考虑扩大投资。

70%的机构投资者表示已投资于另类资产

调查也询问了投资者推行风险管理策略时面对的障碍。超过三分之一的受访者(38%)称,由于另类资产的风险不易量度,会在实施风险管理策略的过程中形成障碍。约四分之一(26%)的受访者提到了管理其风险的难度。

投资者对另类资产的信心日增

与此同时,投资者了解另类资产所带来的裨益,包括可能实现更有效的风险管理策略。调查发现,投资于另类资产的机构投资者认为他们为应对投资风险所做的准备更为充足。近三分之二(64%)受访者表示其机构已做好准备应对投资风险。相比之下,并无配置于另类资产的投资者中,表示做好准备的受访者占51%。

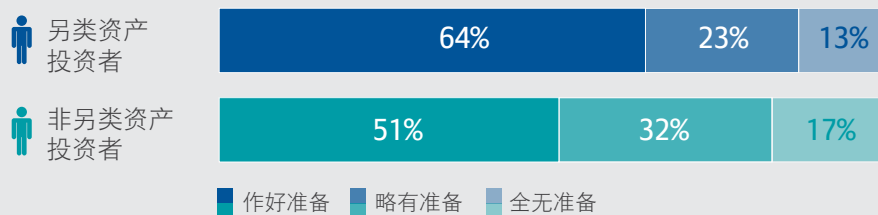
这可能反映出投资另类资产与较高的整体风险管理信心之间存在相关性。

(续至下页)

(续第4页)

风险监察2017

另类资产投资者为应对投资风险所做的准备更为充足



数据来源：安联投资风险监察2017。

进一步了解调查结果

如需进一步了解机构投资者如何运用另类资产管理风险及达成投资目标，请浏览 www.allianzgi.com/riskmonitor。

我们的风险监察2017调查从不同种类的“资产持有”机构选取受访者：养老基金、基金会、捐赠基金、主权财富管理基金、家族财富办公室、银行及保险公司。有关研究以2017年4月和5月进行的广泛全球调查为基础。755名机构受访者平均分布于不同地区：250名来自欧洲、250名来自北美洲，以及255名来自亚太区。我们的“风险领袖”约占全球受访者的五分之一。所谓“风险领袖”是指，对以下三个问题回答“同意”或“非常同意”的受访者：“风险管理是我们的投资程序不可或缺的一环，并以有系统的方式和持续的原则积极进行”、“我所在的机构拥有浓厚的风险管理文化”、“我有信心我们的投资组合已为未来一项尾部事件提供了适当的下行风险保障”。

与我们保持联系 | cn.allianzgi.com

资料来源：Allianz Global Investors Insights, Volume 9, Issue 12

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。

投资涉及风险。投资价值及投资收益可升可跌，投资者可能无法取回全部投资本金。过往表现并非未来表现的指引。本文件乃提供市场讯息之用，仅供参考。本文并非就任何证券提供投资建议或建议或邀请或招揽买卖该等证券。

本文件所载的观点及意见，属发行人及/或其联营公司在刊发之时的观点及意见，可予以更改而毋须另行通知。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，但并不保证对其准确性或完整性对其使用所产生的任何直接或间接损失，本公司不会承担任何责任。本文件的内容不可以任何方式影印、复制或再发布。

本文件并未经任何监管当局审阅。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制度的法规法则而发行的代客境外理财产品，提供辅助信息。

本文件乃透过以下安联投资旗下公司分发：Allianz Global Investors U.S. LCC (在美国证券交易委员会注册的一家投资顾问公司)；Allianz Global Investors GmbH (受德国 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 监管的一家德国金融服务 (Finanzdienstleistungsinstitut) 特许提供商以及在美国证券及交易委员会注册的一家投资顾问公司)；安联环球投资亚太有限公司 (获香港证券及期货事务监察委员会许可)；Allianz Global Investors Singapore Ltd. (受新加坡金融管理局监管[公司注册编号: 199907169Z])；Allianz Global Investors Japan Co. Ltd. (日本注册为金融工具交易商) [公司注册编号: The Director of Kanto Local Finance Bureau (日本注册为金融工具交易商), No. 424, Member of Japan Investment Advisers Association]; 以及安联证券投资信托股份有限公司 (获金融监督委员会(台湾)许可)。

截至2017年11月，所有数据(除非另有说明)均来源于安联投资。未经明文书面许可，不得以任何形式复制或在任何其他刊物中引述本资料的任何内容。安联投资是一个商标，已在全球多个国家成功注册，包括美国。

2017安联投资。保留所有权利。

卷9, 期号12 | 317653 | INSIGHTS_十二月 | 02710