

安联投资评析

01/2018

环球概览

共建全新的商业模式

投资者须知

- 新年伊始, 部分企业应该订立新目标: 停止错配资本、错误奖励管理高层及过度举债
- 改善商业模式能说明公司实现长期愿景, 而非聚焦于短线的金融工程目标: 巩固企业的核心使命, 避免形成投资不足的情况
- 股东应坚持企业必须作出适当的投资和增加研发, 这是带领全球经济摆脱增长缓慢困境的良方



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

传统上, 人们都会在新年订立新目标以戒除不良习惯和缺点。企业和股东们或许可以借着这个机会订立目标: 设计一个以革新研发为本、可持续和长期的商业模式。

投资者近年热烈追捧 FANG 四大科技股 (Facebook、Amazon、Netflix 和 Google) 及其他新兴科技带来重大影响的公司。这些企业录得巨额的投资回报, 加上前所未有的持续低息环境, 刺激金融市场升至历史高位。

金融危机过后, 全球被低增长和高负债的阴霾所笼罩, 而这些节节上升的股票在如此气氛下显得特别引人注目——尽管政府和消费者对它们的经营方法和市场优势的批评逐渐升温。

不过, 这些焦点公司的成功是否让我们忽略了推动全球经济增长的重要性? 怎样可以协助更多企业 (包括初创和发展成熟的公司) 建立持续的成果? 我们认为

答案在于一套重视长期愿景多于短线金融工程的商业模式; 它能巩固企业的核心使命及竞争力, 而非继续激励投资不足的情况。

为取得持续的成果, 商业模式必须更加重视长期愿景而非短线的金融工程

(续至下页)

1 环球概览

共建全新的商业模式

3 放眼世界

依赖失准的通胀指针带来风险

4 基层研究 (GrassrootsSM Research)

深入发掘资料以取得可实现的观点

Allianz 
Global Investors
安联投资

(续第 1 页)

环球概览

改善商业模型有助解决众多问题

在某些层面来说，我们可以借鉴FANG四大科技公司及其同业公司的经验。亚马逊等公司以重视营运现金流多于利润而见称，以便投资于有助公司保持竞争优势的项目。事实上，我们可以发挥影响力，鼓励更多公司创造佳绩。一个理想的起步点是避免以下常见的问题：

1. 资本错配

零利率和负利率无疑延长了产能过剩的时期，令经营有道的公司无法超越那些过度借贷公司的优势。结果，游资充裕导致「僵尸银行」和「僵尸借款人」充斥市场。幸而，货币政策逐步回复正常将增加那些身陷困境的机构的融资成本。面对这个转变，投资者必须作出正确的选择。

2. 错误奖励管理高层

许多企业管理团队不但没有明智地运用资本开支，反而是透过回购股份来推高他们手上所持的股票期权价格。然而，回购股份可能在实际上遏抑了有助提升竞争力的投资计划，因而削弱中期回报。

3. 零基预算导致投资不足

每年，企业都要从头开始编制预算，安排各个开支项目，但这通常变成了缩减开支的例行公事。结果，这促使那些公司没有充分投资于重要的业务环节（特别是员

工），同时过度强调现金流以偿还巨额债务。然而，「高效地运营业务」不应与「为现金而运营业务」混为一谈。

「高效地运营业务」不应与「为现金而运营业务」混为一谈。

4. 以过度借贷来带动增长

自1980年代起，全球经济增长一直由信贷热潮所推动，结果造成集体过度消费和储蓄不足的连锁效应。诚然，全球债台高筑必须有人偿还，否则便会出现违约风险，但谁愿意负起这个重担？高收入的婴儿潮一代相继退休，千禧代则为寻找理想工作和可负担的居所而苦苦挣扎。

由短线思维转至长期思维

为解决这些根深蒂固的问题，全球显然需要一套重视长远决策的商业模型，不能再纯粹考虑未来数年的短期前景。事实上，短线思维将会缩短企业的寿命：根据瑞信引述，标准普尔500指数成分公司的平均经营年期不足20年，较1950年代的60年大幅下降。

既然如此，我们便不难理解为何大部分研发项目似乎为赚取短期回报而设。取而代之的是，政府和公司必须加强对基础研究的支持，为创意产业带来足以革新社会、经济和环境的深远转变。我们在分析生产力下降的现象时发现，以研发为本的策略可能是摆脱现时经济增长放缓困境的唯一方法。

董事和投票人拥护企业作出转变

虽然上述建议显得有点激进，但投票人和股东应会欢迎企业大幅改变思维模式。投票人理解经济需要一段时间才会出现转变，他们渴求高瞻远瞩的政治领袖。

董事会似乎是推动转变的理想起点。作为公司股权持有人，股东可以坚持公司必须执行良好的管治政策，并奖励作出明智决定的管理高层。此外，股东有权鼓励公司落实以研发为本和提升长期竞争力的计划，而非那些旨在推高业绩和股票期权价格的财技。

如果需要长期思维和尽责的行为才可解决全球面对的大难题，那么我们作为股东和投票人选民便应锐意鼓励企业建立这些可取的行为。这也许是一个理想的新年目标。

投票人和股东应会欢迎企业大幅改变思维模式

放眼世界

依赖失准的通胀指针带来风险

尽管各国央行在全球金融危机后采取了扩张性的货币政策，但在全球大部分地区，消费者价格通胀仍处于令人费解的低位。这引发了人们对通胀是否被准确度量的担忧。官方资料是否反映了居民实际感受到的通胀——如果不是的话，对央行和投资者的影响是什么？

消费价格指数(CPI)怎么了？

消费价格指数 (CPI) 是美国消费价格指数中使用最为广泛的衡量指标之一。CPI旨在评估一段时间内消费者在商品和服务“篮子”上的平均支出变化。

尽管CPI的定义相对简单，但问题常常出在细节。它的计算依赖于一系列经常引起争议的方法论假设和质量调整，使之成为对“真实”通货膨胀的不完美度量。同样值得注意的是，虽然我们以美国的CPI为例，但类似的官方测量在其他经济体同样存在，很多也具有相关的缺陷。

CPI基于几个存在争议的假设，使之成为对“真实”通货膨胀的不完美度量

以下是对CPI几点不足的总结：

- **CPI是一个不完整的生活成本度量，并非真正固定的篮子。** CPI旨在反映维持恒定生活水平所需的商品和服务的基于市场成本。但是，这个篮子和它的权重并不是固定的；相反，它们随着消费者偏好的变化而改变。虽然这种调整是为了反映不断变化的消费者情况，但这会导致不同时期的指数存在不一致的结果。
- **CPI涵盖了商品和服务，但不包括资产价格。** CPI排除了中间产品和资产的价格，主要关注消费者日常生活支出。从理论

上讲，排除资产价格似乎是合理的，但它至少造成了两个主要问题。首先，自有住房等一些资产成为灰色地带，虽说它们是非常长期的资产，但它们也能提供实时的住房服务——这些成本就不容易观察到。其次，当商品和服务价格与资产价格差异很大时，央行的职责目标就会显得过于狭隘。这正是今天的情况：自全球金融危机以来，资产价格已经历了大幅通胀。

- **CPI不能反映中低收入家庭的情况。** CPI篮子的相对权重是基于对总消费支出的调查得出，这使得CPI更多代表了收入分布前三档人群的情况。中低收入家庭的消费模式不同，老年人的消费模式也不同，因此这些群体面临的通胀水平往往高于官方CPI数据所显示的那样。

中低收入家庭面临的通胀率可能高于官方CPI



Martin Hochstein
高级策略师

CPI 失准有何影响？

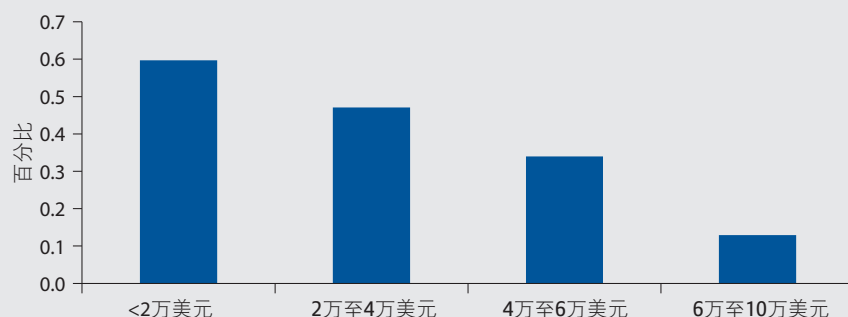
尽管学术界对官方CPI究竟是高估还是低估了真实通胀的争论仍在持续，但是低估通胀估计将会对消费者产生深远影响：

- **实际GDP和生产率增长数字可能太高。** 如果通胀本身被低估，那么与通胀率有关的重要宏观经济资料也可能是不准确的。
- **公共支出可能被抑制。** 如果“真实”通货膨胀率高于官方公布的数字的话，与通胀挂钩的社会保障和其他支出的值将可能太低。

(续至下页)

中低收入家庭面对较高的通胀率

与年收入10万美元以上家庭的消费通胀水平之差 (年平均, 2004 至 2013 年)



数据源：Kaplan/Schulhofer-Wohl (2016年)「家庭层面的通胀」(“Inflation at the Household Level”)。资料截至2013年。图表以美元为单位，并以美国家庭收入的价格中位数为依据。

(续第3页)

放眼世界

- **收入不平等可能继续上升。**收入不平等已经非常明显,但如果继续让低收入家庭承担并未反映在官方数字中的真实通胀,且如果社会保障和其他支出水平继续与错误的通胀率挂钩,情况可能会更糟。
- **企业可能关注了错误的信号。**企业决策者依靠精确的通胀数据来制定有效的长期商业计划,并采取恰当的短期商业决策。
- **金融稳定性的风险可能上升。**过于狭隘的通胀目标促使各国央行实施了我们认为过于宽松的政策措施。反过来,

这也推高了资产估值,而这并没有完全得到基本面的支撑。

政策制定者和投资者应如何应对?

我们认为,中央银行不能再对潜在的资产泡沫持“善意忽视”的态度。他们应该转变官方目标职能,应更多关注资产价格通胀,而不是继续关注就业和基于商品和服务的通胀。制定配合金融周期的货币政策,而非以配合商业和通胀周期为主,或可有助于防范金融危机——如果注定还有一场危机,至少可以减轻其爆发时的负面影响。

如果官方的价格数据的确低估了购买力的损失,那么投资者应准备好应对名义(或无形)资产的“隐性贬值”,比如使用

债券或货币市场工具。因此,投资者应该考虑对股票、房地产和大宗商品等实物资产进行适当的战略配置,这些资产可能能够提供适当的通胀对冲和多样化的投资手段。

在专注于其他职责目标之余,各国央行应更多地关注资产价格通胀

基层研究 (GrassrootsSM Research)

深入发掘资料以取得可实现的观点

过去30多年来,我们的基层研究团队(安联投资专设的内部研究部门)致力协助投资专家识别股票和行业的发展趋势,以取得领先竞争同业的优势。这些基层研究观点与本公司的传统基本因素研究结果相辅相成,成为安联投资独特的主动投资策略的重要部分。

最近,基层研究团队为我们的资料搜集「工具箱」增添了一些别具创意的新工具。除了与行业专家一对一深入面谈,并进行详细的跨地区消费者调查外,我们也探讨从网络发掘「另类」数据集的新方法。

我们的基层研究「工具箱」增添了别具创意的新工具:从网络发掘「另类」数据集

深入发掘资料

概括而言,另类(或非传统)资料的来源

相当广泛,从信用卡资料「发掘」相关的购物趋势,以至于社交媒体「采集」消费者意见的变化。投资者现在越来越容易取得这些资料,当中大部分更是完全公开的数据,特别是网络数据。

由于提供答案的地方很多,真正的挑战在于掌握从哪里寻找答案的方法、适当地提问和透过分析搜集实用的观点。在这方面,基层研究团队拥有的传统市场研究经验可说是大派用场。我们的研究人员与投资专家互相合作,挑选与投资组合经理的投资程序最相关和适当的另类数据类别;以下是两个例子。

利用数据采集进行价格点研究

全球最大的电子商务公司亚马逊公开了前所未见的大量网络内容;为了解零售定价模型,基层研究团队在数以千计的数据点收集资料,从而比较亚马逊销售的产品与其他零售网站所售卖的相同产品之价



Kelly Reuba
基层研究环球主管

格差异。令人感到意外的是,亚马逊的售价未必最低:在不少情况下,公司都会在其品牌网站上以较低价格出售自家产品。透过全面的价格比较过程,我们的投资专家可以深入了解个别零售商如何部署,以应对亚马逊的在电商平台构成的重大威胁和其他公司的竞争。

另外,这种网络数据的采集还能有效地以跨网站方式比较产品的排名、研究客户评级和分析消费者意见。

(续至下页)

(续第4页)

基层研究

数据采集方法帮助我们比较价格、产品排名、客户评级及消费者意见

利用社交媒体分析消费者对产品的信心

此外，基层研究团队借助社交媒体的力量，以了解消费者对新产品的感受。具体来说，我们聚焦于消费者公开发表意见的平台。

最近，我们审视一周于 Twitter 发布的帖文，以了解消费者对苹果 iPhone 手机的看法。在搜寻数以千计的帖文，并按特定类别收集结果后，我们以专门的编码工具把帖文用词按「正评」或「负评」分类。然后，我们根据推特帖文属「正评」或「负评」给予置信评分。

从我们的分析结果可见，除了一款之外，各款苹果 iPhone 手机的推特帖文都获得整体正评分，置信水平为80%，而唯一获得整体负评分的是 iPhone 8，其置信水平为60%。这个观察反映与其他款式的 iPhone（包括 iPhone 8 Plus 和全新的 iPhone X）对比，iPhone 8 的销售率可能较低。我们的投资专家可透过这项工具，更好地掌握消费者信心及估算产品的售罄率。

筛选资料以取得可实现的观点

一直以来，安联投资致力从多个来源收集和分析资料以进行专有研究，这也是我们主动型投资策略的重要部分。

正因如此，基层研究团队继续寻找搜集另类数据源的新方法，以取得真正独特的观点，特别是可以从网上取得的大量

公开信息。与此同时，我们也会与投资专家紧密合作，透过进一步的研究和分析，在现实世界测试那些观点。

安联投资环球研究总监 Gunnar Miller 表示：「互联网有如一个庞大的开源数据宝库，我们认为采集网上数据和其他『大数据』策略能为我们的全球研究平台带来额外的帮助。寻找新的方法，透过适当的信息来源作出投资结论，正好与本公司奉行已久的主动型投资管理方针吻合。」

本文所识别及提述的部分或全部证券可能反映客户账户所购买的证券。读者不应假设所识别的证券投资曾经或将会获利。本文识别的证券或公司并不代表为顾问客户买卖或推荐的全部证券。每位客户的实际持仓均有不同。亚马逊是全球最大的电子商贸公司；苹果公司是全球市值最大的公司。FANG是华尔街及众多投资者广泛使用的简称，代表四家大型科技网公司 — Facebook、Amazon（亚马逊）、Netflix和Google（现称 Alphabet）。

与我们保持联系 | cn.allianzgi.com



关注微信公众号安联投资



联系LinkedIn账户Allianz Global Investors

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。

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12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。

2018安联投资。保留所有权利。

卷 10, 期号 1 | 341795 | INSIGHTS_一月 | 02748