

安联投资评析

02/2018

环球概览

香港投资论坛的主要见解

概要

- 地缘政治动荡、人口变化和技术进步等因素相互交织，将使2018年的投资氛围有趣而不确定。
- 在全球范围内，来自央行支持的规模正在减小，但我们预计整体的转变将是缓慢的；对于愿意将眼光放在基准债券之外的投资者而言，收益的机会比比皆是。
- 中国和亚洲市场的总体前景依然向好——因此，投资者投资组合的最大风险之一可能是对中国的“无意识”低估。
- 颠覆性商业模式正在全球重塑投资机会；美国和欧洲将需要应对来自中国的高科技竞争。

安联投资的顶尖专家在一年两度的投资论坛聚首一堂，展望全球经济前景，为我们的长期分析观点带来启示。下文阐述在最近于香港举行的论坛分析要点：

1. 密切关注美联储的举措

近年西方国家央行利用量化宽松和超低利率政策，以避免当地经济呆滞发展。

然而，当局将会收紧货币政策，纵使不同地区的步伐各异。美联储启动货币政策正常化的进程可能导致金融市场波动，但美联储主席鲍威尔应会对加息持审慎态度，并主张进一步放宽市场监管，这正是我们认为金融股仍具吸引力的原因之一。



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

2. 中国和亚洲的持续成功将有利于冒险者

至今，亚洲仍然是21世纪一股最显著的经济动力，而中国的「一带一路」计划亦非虚有其表。区内国家开展大规模的基建投资，刺激多国的经济发展。从这角度来看，基建和建筑公司可望成为这项倡议的赢家。

中国市场并非毫无风险。在2017年底，当地的债务占国内生产总值比率高于250%，但仍处于可控水平。我们也期待多支中国A股在2018年6月获纳入MSCI新兴市场指数。当前A股市值约为8万亿美元，比欧元区多出30%，因此中国市场可望成为大量投资者的兴趣所在。

(续至下页)

1 环球概览

香港投资论坛的主要见解

3 美国视野

是时候关注通胀了？

4 放眼世界

意大利大选：什么结果最利好市场？

Allianz 
Global Investors
安联投资

(续第 1 页)

环球概览

3. 政治因素改变全球贸易前景

美国总统特朗普漠视跨国贸易安排，反映其「美国优先」(America first) 的政纲，但过度推行贸易主义可能令美国把全球领导地位拱手相让给中国。特朗普的税改法案获通过，象征他在立法方面的一次重大胜利，有关措施似乎旨在提振美国经济，但可能触发美联储推行多于当前市场价格反映的措施。税制改革将使美国的选股策略在2018年显得更加重要，彰显主动管理的重要性。

欧盟受到英国脱欧谈判和意大利经济脆弱所困，但欧元区的整体经济表现强劲。而英国在脱欧公投之后，尽管英镑贬值，消费支出下降，相对表现还算不错。

美国税制改革将使选股策略在2018年显得更加重要，彰显主动管理的价值

4. 日本表现优于市场的观感，特别是面对人口老化问题

人口增速放缓给许多发达经济体带来了真实的忧虑，尤其是日本和德国。在全球范围内，有9亿人超过60岁，而这个数字在未来10年可能上升到21亿。然而，受惠于「安倍经济学」改革、税制改革和股东管治提升，日本正向世界展示如何管理日渐老化的人口结构，并扭转经济表现停滞。

5. 颠覆趋势继续带动行业和经济体转型

当今最具颠覆性的公司包括：美国的 Facebook、Amazon (亚马逊)、Netflix 和 Google (合称 FANG)，以及中国的百度、阿里巴巴和腾讯 (合称 BAT)。这些公司在不同领域的业务将持续扩大，为竞争对手带

来高市场门槛，并促使监管审查更为严密。在人工智能这个颠覆性领域，有迹象显示美国与中国犹如进行军备竞赛，并以中国较愿意作出投资以取胜。中国在研发方面的投入比整个欧盟都要多，而缺乏 FANG 或 BAT 这类公司，看起来正在成为欧洲的一个真正的弱点。

在未来数年里，颠覆将成为一个主导性的投资主题，这将强化对主动型经理的需要，因为他们以识别赢家、规避输家为目标。聚焦于环境、社会及公司管治 (Environmental, Social and Governance, 简称 ESG)，亦即直接影响股东价值的环境、可持续性和管治因素，可让投资者物色拥有最佳业务模式的公司。

由于颠覆趋势是一个重要主题，投资者可考虑采取主动式管理并聚焦于 ESG 因素，以物色合适的公司

6. 在追求收益时管理风险

全球经济似乎处于「黄金经济环境」：受惠于央行措施，经济增长并非处于过高

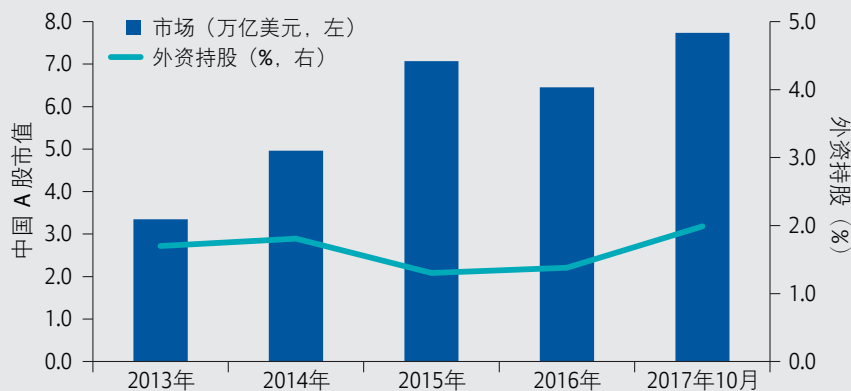
或过低的水平，而通胀忧虑保持温和。但这环境可持续多久？我们认为未来一至两年出现经济衰退或信贷周期下行的可能性不大，目前通胀应维持稳定，但预期将于未来五年上升。

对许多投资者来说，追求收益仍然是迫切的考虑因素，而基准债券提供的收益率并不足够。新兴市场的固定收益投资可能是一个吸引的方案：这些证券可提供额外利差，其经济也正好借上更强劲的宏观经济东风。对于追求收益的投资者而言，派息股也提供良好的收益来源。

追求收益仍然是迫切的考虑因素，新兴市场固定收益和派息股可提供良好的收益来源

整体而言，我们的投资专家预期市场回报将于未来三至五年下降。尽管金融市场可能对这种可能性有点不以为然，但投资者总可以找到足够的机会来担风险，并以足够的信心管理风险。

投资者可能面对风险：「无意识地减持」中国
中国A股市值扩大，但外资持股持平



数据来源：中国人民银行，彭博、安联投资，数据截至 2017 年 10 月 31 日。

美国视野

是时候关注通胀了？

美国通胀已超过五年持续低于美联储的2.0%目标水平，令不少市场人士感到疑惑。近期许多通胀指标开始上升，但市场仍在讨论到底通胀将会重返金融危机前的水平，还是维持相对温和。以下是双方观点的主要论据：

预计通胀上升的论据：受周期性动力带动

1. 低失业率应推高通胀

美国失业率为4.1%，预期将进一步下降，而工资增长停滞。根据菲利普斯曲线理论，失业率急跌应导致通胀上升，主要由于劳工市场紧绌及工资增长加快。认同这经济理论的人士相信工资即将展现增长，意味着通胀也会上升。

劳工市场紧绌及工资增长加快使部分人认为工资增长和通胀即将出现

2. 经济增长前景和税制改革均促进通胀预期美国在2018年的经济增长强劲，估计增长为2.5%。税改法案应进一步利好经济增长，但我们认为效益将集中于最初一至两年。如果美国在未来数年的经济增长率优于预测，通胀预期应会上升。

3. 外部压力可能推高物价

商品价格在过去12个月大幅上涨，尤其是能源价格。虽然核心通胀并不包括粮食和能源，但商品价格上升可能推高多项制成品的价格。此外，美元贬值有助提高美国企业在全球的竞争力，这趋势也可能随着时间推高通胀。中国通胀也在持续上升，由于不少美国制成品均采用中国货品作为生产材料或部件，这情况将为美国物价带来进一步上行压力。

商品价格上涨和美元贬值可能意味着不少货品的价格提高

4. 通胀可能迅速浮现

在最新的美联储政策周期中，当局已经加息数次，但反映通胀显著上升的信号不多。然而，历史显示通胀可能突然出现，并通常发生于周期结束之前，如下图所示。

预测通胀持续温和的论据：长期动力

1. 结构性转变

不少人士以长期的结构性转变作为主要原因，例如全球化和自动化，以解释美国通胀持续偏低一段时间。如今雇主可在全球各地招聘雇员，而且工资通常较低，为工资增长带来下行压力。颠覆性技术带来的自动化也导致不少职位流失，尤其是制造业和网上零售，而网上购物兴旺也推低多种物价。

全球化和自动化为工资增长带来下行压力

2. 全球投资者追求收益率，应使利率持续偏低



Mona Mahajan
美国投资策略师

全球利率持续处于极低水平。不少发达国家的十年期利率低于美国十年期国库券收益率，而主要国家仍偏向维持利率于偏低水平，例如欧元区和日本。因此，若美国十年期利率开始升近3.0%的水平，可能吸引更多投资者，从而推高价格和推低收益率。收益率持续偏低甚至可能是目前低通胀的成因之一。

我们对通胀的观点

在当前的经济周期阶段，我们认为周期性动力盖过结构性动力，因此，预期美国通胀和长期收益率偏向上升。

(续至下页)

当美联储举措符合核心个人消费开支的条件，通胀或会浮现
箭头显示通胀在周期结束前急升的期间



数据源：FactSet、安联投资，数据截至2017年10月。

(续第 3 页)

美国视野

通胀压力增加的预测主要基于劳工市场紧绌和经济增长高于潜在水平。然而，通胀和利率并未重返金融危机前的水平，大致由于前文所述的结构性转变，以及全球市场对收益率的需求持续为通胀和利率带来阻力。

有意见认为 通胀压力增加，但我们并不认为通胀和利率将重返金融危机前水平

踏入美国经济周期的最后一个阶段，以及可能是通胀出现的阶段，投资者应对通胀保持警惕，并适当地分散资产组合。另类投资、绝对回报投资及国际资产均可能带来效益。

通胀：正面与负面

通胀逐步上升可能是反映经济稳健和增长的信号。此外，利率伴随通胀上升可能有利于为所持现金寻找较佳回报的人士。然而，若通胀预期的升势过急，可能意味着购买力下降，综观美国的情况，美联储加息次数可能多于市场预期，继而拖累美国经济放缓或陷入衰退。

放眼世界

意大利大选：什么结果最利好市场？

重点

- 意大利的新选举法有利主流政治势力筹组执政联盟。
- 意大利中间偏右执政联盟的部分政策倡议令市场感到忧虑，因为其可能把意大利的债务占国内生产总值比率推高至130%以上，导致债务问题进一步恶化。
- 五星运动（M5S）等较极端的意大利政党胜选的机会甚微，对市场属利好消息，因为投资者将断然反对其经济及政治倡议。
- 虽然意大利国库券（BTP）现在相对昂贵，但只要排除最极端政党胜选的情况，我们相信意大利仍然提供具吸引力的投资机遇。

3月4日举行的意大利大选很可能是欧元区今年最重大的政治事件。选民将选出国会及伦巴第（Lombardy）及拉素（Lazio）大区的主席，这两个重要地区占意大利国内生产总值三分之一。

新选举法对建制执政联盟有利

意大利于2017年10月通过的新选举法将

首度面临考验。新法例有利主流政治势力筹组更大的执政联盟，例如中间偏左或中间偏右的联盟，而右翼政党五星运动及其他不愿意分享权力的反建制势力将难以组阁。

然而，根据最新民调结果，并无任何筹组的执政联盟能达到掌控下议院及筹组政府的门槛，即总票数的 40%：



Mauro Vittorangeli
信念固定收益投资总监

- 中间偏左执政联盟的支持度正稳步下降。
- 五星运动可能赢得最多票数，但应难以成功筹组政府。
- 就目前走势来说，中间偏左执政联盟获得的白票将多于其中间偏右对手。如果这个情况属实，中间偏右政党可能夺得下议院的控制权。

中间偏左执政联盟的支持度正稳步下降

(续至下页)

(续第4页)
放眼世界

四个可能出现的选举结果

鉴于选举民意调查的结果并非高度可靠的指针,下文分析意大利选举四个可能出现的结果。

1. 可能性最低: 市场偏好的中间偏左执政联盟胜出

虽然总理真蒂洛尼 (Paolo Gentiloni) 导的本届政府由中间偏左执政联盟控制,但相信于选举后仍维持执政的机会不大。由于该执政联盟在管理财政政策方面相对更有纪律性,因此应可能属市场的选择。意大利的债务占国内生产总值比率超过130%,为欧元区内第二高的国家,仅次于希腊。

2. 可能性日益增加: 中间偏右执政联盟胜出

若选举明显出现单一的赢家,我们相信是中间偏右执政联盟。对市场而言,这样的结果略逊于第一种情况,但不算过于负面。在这情况下,新任总理可望由温和的亲欧派人选担任,其立场大概跟现任总理真蒂洛尼相近。现任欧洲议会议长的塔亚尼 (Antonio Tajani) 是可能人选之一。

若选举明显出现单一的赢家,我们相信是中间偏右执政联盟。对市场而言,这样的结果略逊于第一种情况,但不算过于负面

3. 可能性最大: 没有明显赢家,但民主党与中间偏右联盟筹组联合政府

选举不分胜负是最可能出现的结果。如果这个情况属实,我们预期民主党 (Democratic Party) 与中间偏右选举联盟的部分党派组成联合政府,并由真蒂洛尼继续担任总理,直至各党派达成新协议。若政治磋商旷日持久,市场或会受到影响,但由于意大利经济持续改善,我们预期不会触发市场大规模的抛售。

4. 尾部风险: 在野政党凝聚力量

尽管机会甚微,五星运动、北方联盟 (Northern League) 及极左政党 (Extreme Left) 等意大利非主流势力有可能合组执政联盟,不过有关党派的政治理念似乎难以揉合。事实上,五星运动和极左政党的理念颇为相近,因此两者或会联手合作,但市场将断然反对其经济及政治纲领。幸而,出现这个情况的可能性极低。

投资启示

若选举最终由民主党及中间偏右执政联盟胜出并迅速凝聚力量,随着投资信心改善,意大利债券息差或会迅速收窄。市场日益关注欧元区周边国家,憧憬其展现周期性复苏主题,继而推动信贷评级的正面重估,例如葡萄牙和西班牙,而意大利也可能出现同样情况。

若中间偏右执政联盟胜出选举 (并非我们认为可能性最高的情况),投资前景将会好淡纷呈。我们预期该结果不会对德

国与意大利政府债券的息差造成负面影响,但市场需要深入了解新政府的经济措施,才能作出相应调整。若中间偏右执政联盟成功落实其政纲,可能触发激烈的市场反应:包括削减企业税、调高最低退休金水平及落实划一入息税,均会增加意大利的债务。

若民主党与中间偏右执政联盟迅速凝聚力量,随着投资信心改善,意大利债券息差或会迅速缩窄

归根究底,意大利国库券目前相对昂贵,截至2月1日与德国政府债券的息差达127点子。在选举前夕,投资者的不安情绪或会导致意大利国库券与德国政府债券的息差扩阔到145至150点子甚至以上。若选举未有明显赢家,加上民主党与意大利力量党 (Forza Italia) 需要一段时间才能达成组阁协议,息差或会进一步扩阔。同时,一旦中间偏右执政联盟解散,将迫使北方联盟重新高举反对欧盟的旗号。然而,只要排除最极端政党胜选的情况,我们相信意大利仍然提供具吸引力的投资机遇。

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**

GrassrootsSM Research是Allianz Global Investors的旗下部门，为资产管理专业人士进行市场调查研究。用以制作GrassrootsSM Research报告的研究数据由记者、受聘于独立第三方承包商的实地调查员，及提供外部研究咨询的供应商提供——这些研究的费用有机会由为客户执行的交易而产生的佣金支付。

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意见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例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2018年1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 2 | 418187 | INSIGHTS_二月 | 02830