

Active is: 探索投资新意念 安联投资评析

3 为何选择主动管理
利用多元资产策略驾驭市场

4 贫富悬殊
促进市场参与有助收窄贫富差距

6 另类投资
基建投资的关键: 主动管理 积极实践

环球展望

全球救市的意外后果

重点:

- 金融危机爆发10年, 可以说全球经济依靠更多的债务解决了债务危机, 而低利率和量化宽松使这一切依然得以维系
- 低收益率使得寻求寻找稳定回报难上加难, 严格的投资准则和规避风险的态度使许多投资者无法逃脱金融抑制的影响
- 很多经济体仍难以实现根本性和结构性改革, 日本在过去30年中的表现便是个例子
- 政治不确定性和民粹主义政治可能继续抬头, 因为每个经济体都同时面临增长和去杠杆的压力
- 通胀仍是投资者的大敌: 对于负债过多的世界来说, 通胀是一种“隐形违约”的解决方案

十年间, 央行改变了世界

10年前, 当雷曼兄弟(Lehman Brothers)破产、信贷危机席卷金融市场时, 全球经济遭受了一次金融心衰。据英国《金融时报》报道, 全球主要央行采取积极干

预措施, 将利率降低至水平甚至负利率水平, 并利用量化宽松政策(QE)将资产负债表扩大至超过15万亿美元, 这才使经济缓和过来。

这在股市、债市以及房地产市场创造



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

出一种财富效应, 「上扬态势」帮助了金融行业和投资大户。但这却并没有帮助全球经济全面复苏。恰恰相反, 我们通过创造更多债务解决了债务危机, 令经济不平等的状况加剧, 鼓舞了民粹主义政治, 并激化了反全球化情绪。

金融危机十年之后, 庆祝胜利也许为时尚早。相反, 现在可能正到了反思各国央行的行为的时候, 以及哪些方面令让这个世界变得面目全非。

(续至下页)

环球展望

(续第一页)

超宽松的货币政策产生了一系列意想不到的后果

…储蓄者

金融危机后，全球各国央行采取了金融抑制政策——旨在刺激经济、减少债务、同时维持通胀的一系列行动。然而，随着利率降至超低甚至负利率水平，储蓄者失去了无风险收益，那些过度借贷或者过度消费的人反而几乎毫发无损。年龄较大的退休者或即将退休的人受到的影响则尤其严重，他们不愿冒任何储蓄的风险，甚至完全无法获得恰当的回报。

…投资者

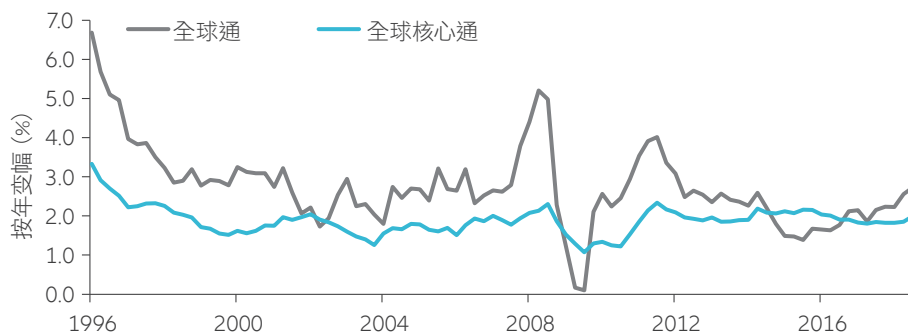
量宽及零利率政策促使投资者无休止地追逐回报，央行将债券利率推至新低，从中干预了市场上的资本配置，鼓励了杠杆式投资。这样成功控制了市场波幅，但投资者不再着眼于估值，只顾追逐昨天的赢家，结果更多顺周期性资金涌入被动投资产品。央行向市场注入流动性，财富效应扩散，股票、房地产加速升值，同时加剧了贫富悬殊。

央行成功减低了市场的波幅，但同时鼓励了更多顺周期性资金涌入被动投资产品

…股东及企业

由于公司可以轻易在信贷市场发债融资，有些企业便创立新的业务模式，其重视的不是实质利润，而是推动股价向上。低利率促使很多公司发债以回购股份，有估计指美国的年度股份回购比率，达到其GDP的3%至5%。社会大部分人的薪酬停滞不前，但企业董事局及

金融危机后环球消费通胀回升



资料来源：安联投资、经合组织、彭博、汤森路透Datastream、世界银行；数据截至2018年9月30日。

董事薪酬升至新高，导致企业很容易便会减少投资及增加高风险的金融操作。

低息鼓励了很多公司发债回购股份

…政府

低利率亦令退休金等长期债务难以维持开支，很多退休金及保险公司亦因为受制监管条例，被逼持有回报率极不吸引人的国债，一旦加息，这些资产的价值将会下跌。全球人口正在老化，那些债务沉重或承诺了庞大福利的政府，将来的负担将越来越大。这些开支很大机会只能靠通胀或违约才可实现，意味债券的价值可能会大跌，部分的开支在未来亦很可能会被取消。

债台高筑的政府，很大机会要靠通胀及违约才可解决债务问题

…经济

过去10年央行的低息政策及向市场注资，制造了大量「僵尸企业」，它们通常都是一些老弱的企业，其利息开支比经营溢利还要高。日本过去30年都受到「僵尸企业」问题的困扰，美国及欧洲似乎正在步其后尘。市场经济在最理想的情况下，资本会投放在一些最有可能获取回报的投资，但央行不容许经济汰弱留强，结果打击了创新及生产力。再

者，「僵尸企业」的存在亦会削弱一些经营良好企业的优势，导致经济停滞，同时引发社会及政治矛盾。

从历史中汲取经验教训的重要性

众所周知今年11月11日是第一次世界大战结束100周年，现在正是清醒思考的好时机。历史一再向我们表明，必须争取和平与繁荣，而且必须有若干因素配合，才能保持这一微妙的平衡，不管是地缘政治协定，国际合作还是可持续的财政和货币政策，都在其列。

金融危机爆发10年后，那些拯救世界免于第二次大萧条的集体行动所带来的后果，仍在整个体系中发挥作用。但可能有迹象表明，我们为维持和平所依赖的社会和政治「协定」正在开始瓦解。正如美国哲学家乔治·桑塔亚纳 (Georges Santayana) 曾经说过的，「那些不记得过去的人必将重蹈覆辙」。对我们所有人而言，这都是一个重要的提醒，提醒我们继续努力，学习我们的成就，也反思我们的错误。

金融海啸过去10年，救市措施虽然阻止了第二场大萧条，但引发的后果仍未找到出路

为何选择主动管理

利用多元资产策略驾驭市场



Thomas Zimmerer, PhD
多元资产联席主管

重点:

- 多元资产策略历史不算悠久, 但已主导欧洲的零售投资
- 相关策略分散投资的特点, 让投资者可在单一投资组合中, 同时兼得不同资产所带来的好处
- 投资经理不受基准局限, 在投资组合中增减不同市场和资产类型的配置, 大大提高灵活性和有助管理风险

多元资产投资策略越来越受欢迎: 过去15年里, 欧洲所有零售投资中, 有一半以上纳入了多元资产投资组合。这些资金流入在很大程度上是由投资者推动的, 他们希望既能维持回报率, 又能防范下行风险。现在, 多元资产投资者可能会发现, 在波动性加大、不确定性加剧的市场环境中, 自己正处于有利地位。

我们的风险监测调查发现, 对投资者来说, 如何在上行潜力和下行风险之间进行权衡, 是最大的挑战, 过半的投资者通常会下调预期收益率。好消息是, 伴随着客户忧虑的加剧、需求的上升, 多元资产管理人通过推出以新策略支撑的新产品, 向市场做出了回应。

例如, 很多多元资产策略已经非常分散化, 为投资者提供了更为广阔的资产类别和投资机会。他们的股票和债券组合覆盖了多个区域和行业, 还有很多管理人通过涉足非传统领域, 如房地产和基础设施投资, 进一步提高投资组合的多样性。

虽然多元化不能保证收益或防止损失, 但它提供了额外的风险管理手段。否则, 投资者只能自己建立投资组合来实现这一目标, 还需要付出额外的成本和精力。在多元资产投资组合中, 每个基础资产类别所附带的风险被投资组合的其余部分抵消, 其目标是通过策略管理总体风险。

超出投资多元性

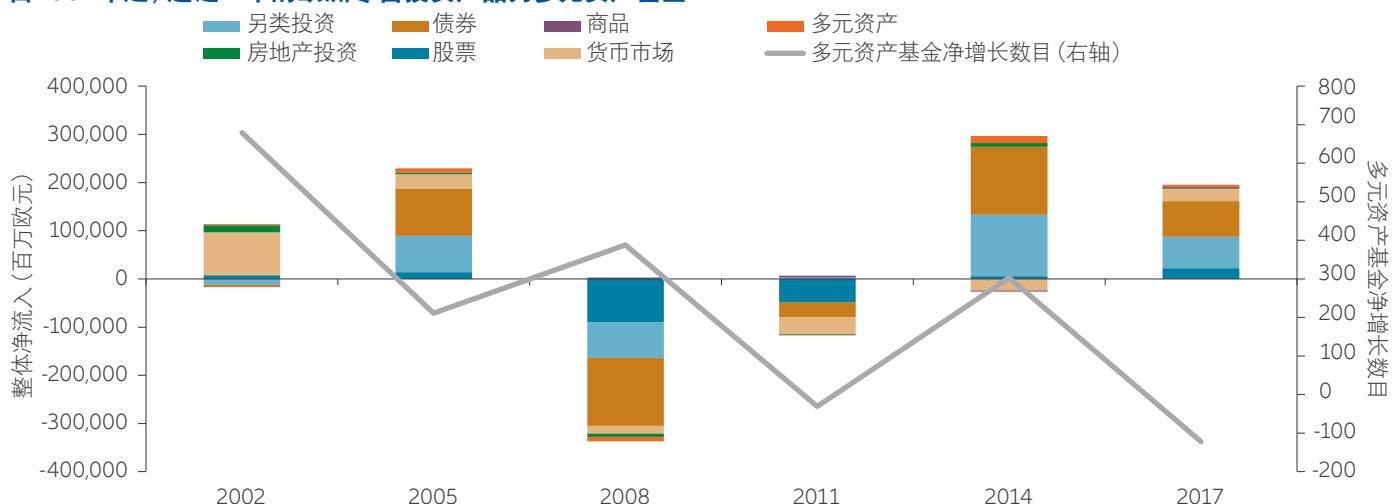
虽然基本平衡型策略的分散程度, 已达到投资者可接受的水平, 但多元资产策略的分别, 在于他们可以采用以解决方案为本的方法, 来回应投资者不断改变的需要。

多元资产策略的分别, 在于他们可以采用以解决方案为本的方法

例如主动管理的多元资产策略, 会因应所面对的风险和机遇来调整资产配置。专业的投资经理对组合中的资产了如指掌, 并会作出深入分析, 可在有需要时调整投资组合, 这样有助投资者更能适应不断变化的市场情况。

(续至下页)

自2002年起, 超过一半的欧洲零售投资产品为多元资产基金



资料来源: Broadridge、LuminAM、安联投资; 数据截至2017年5月。

为何选择主动管理

(续第三页)

此外, 部分多元资产策略并不会与基准指数挂钩, 投资经理可以更灵活地根据市场情况来调整组合、分散风险, 和产生与整体市场表现无关的回报。

这种种好处正日益成为多元资产策略的核心吸引力, 尤其是未来数年, 收益率可能持续低迷、地缘政治和其他风险却居高不下。

体现主动管理

安联投资一直致力提升多元资产投资, 我们在全球拥有一支庞大团队, 具备跨越不同资产类别和地区的专业知识。来自亚洲、美国和欧洲接近100名投资专家, 每月会聚首一堂讨论环球资本市场的重大事件。

安联投资拥有庞大的全球团队, 致力提升多元资产投资

这种集思广益的方法有助于消除「框

架偏见」, 避免投资专家因为专注于某一特定领域, 而牺牲了其他投资机会。

我们认为多元资产策略体现了主动管理, 需要具备不同技能的主动投资经理, 利用其跨越全球的专业知识来捕捉一系列的投资机遇, 并且会适时将投资策略重新定位, 以应对不同环境的变化。

贫富悬殊

促进市场参与 有助收窄贫富差距

重点:

- 美国及欧洲最富有的1%人口, 分别拥有当地整体财富的34%及24%
- 富裕人口更愿意及更有能力承受股票市场的风险, 金融市场的表现说明了承受风险, 假以时日可获得回报
- 促进金融市场的参与, 有助遏制贫富悬殊不断扩大

贫富悬殊并非新事物, 但在近年却发生了一些重大变化。

随着自动化令更多中等收入职位减少, 导致高收入和低收入人口不断增加, 最终扩大了社会的贫富差距。与此同时, 富裕人口可投资在资本市场, 他们愿意承受风险并赚取「风险溢价」, 让他们能够进一步累积财富。

这对社会造为严重问题, 除了可能引致人命伤亡外, 贫富差距更会令经济增长呆滞不前、政府受压, 并会导致社会不

稳。要解决贫富悬殊问题, 需要在不同方面采取行动, 其中一个方法是鼓励大家参与金融市场。

贫富悬殊不仅会造成人命伤亡, 同时会令经济呆滞不前、政府受压, 并会导致社会不稳

劳动收入和资本收益此消彼长

在经济学领域, 总收入大概可分为两个主要部分, 分别是资本收益, 即透过投资赚取回报, 以及劳动收入, 即透过工



Hans-Jörg Naumer
全球资本市场及主题研究主管

作赚取工资。

自上世纪70年代开始, 劳动收入和资本收益占全球总收入的比重正在此消彼长, 反映投资收益的增长, 超出了工资收入的增长。经济学家米兰奴域 (Branko Milanovic) 教授认为, 在现今的富裕经济体, 当以下三项条件同时出现的时候, 贫富悬殊便会加剧:

1. 资本收益的增长, 超过了劳动收入的增长。
2. 资本收益集中在富裕人口。
3. 较难公平分布的收入来源, 与整体收入具有相关性。

(续至下页)

贫富悬殊

(续第四页)

在资本市场，承受风险假以时日可获得回报

对于那些愿意承受风险的人来说，可以透过「风险溢价」在金融市场中赚取资本收益，风险较高的投资，其回报可能高于较为安全的投资。将被视为「风险较高」的标普500指数的风险溢价，与相对「安全」的美国国库券所提供的回报作比较，从下图所见，自1801年起，愿意承受风险会有较可观回报。

明显地，当我们能够证明风险溢价的存在，令越来越多富裕人口能赚取更多资本收益时，便能得出富者越富的结论，而部分原因是他们敢于冒更多风险。

追求风险溢价带来的回报有助解决贫富悬殊

当然，参与资本市场并非造成贫富悬殊

加剧的唯一原因，全球化、税收、放松管制和自动化都起着重要作用。不过，如能让更多中低收入人口接触资本市场，以追求风险溢价所带来的回报，社会会因此受惠。

让更多中低收入人口接触资本市场，以追求风险溢价带来的回报，将令社会受惠

为了解这个构想在现实世界中是否发挥作用，我们对欧洲的股票储蓄计划进行假设性研究。我们假设在1992至2015年间，在德国、意大利、西班牙、法国和英国的每位受薪就业人口，都在1992至2017年底，每月投资50欧元参与当地股市。

研究结果令人留下深刻印象，如果这5个国家的受薪就业人口，在25年前实行这项投资计划，他们现在会拥有MSCI欧洲指数市值的53%（相当于约4万亿欧元）。虽然在这段期间发生了科技股泡沫爆破、金融海啸和欧债危

机等经济问题，他们的储蓄每年平均回报率仍超过10%。

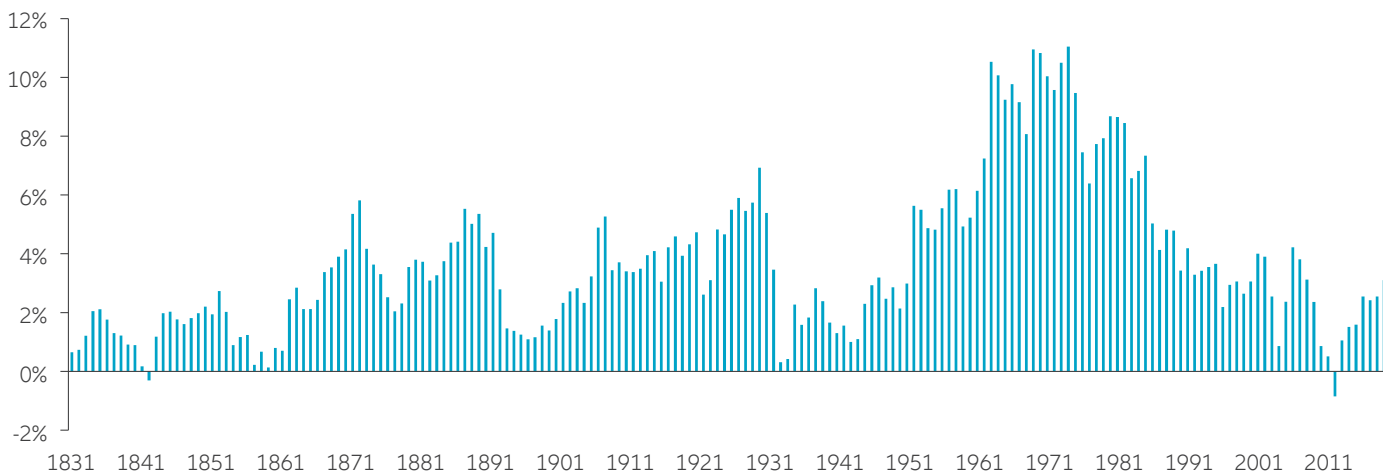
当然，这只是一项假设性研究，过去的投资表现，并不等于未来的表现。此外，让每个人都参与金融市场是知易行难，不少低收入人口根本没有额外的资金可作投资。

虽然如此，我们认为这项研究反映，更多人接触风险溢价，并获得可观的投资回报，有助解决日益严重的贫富悬殊问题。

欧洲股票投资假设性研究的资料来源：经合组织、安联投资。MSCI欧洲指数为当中的基准指数。过去的投资表现，并不等于未来的表现。储蓄计划利用历史数据作分析研究，数据截至2015年11月30日。

如能承受风险，假以时日可获得风险溢价所带来的回报

美国股票相对美国国库券的风险溢价（30年滚动收益）



资料来源：杰里米·西格尔(Jeremy Siegel)数据(1801至1900年)、艾尔洛伊丁森(Elroy Dimson)、保罗·马希(Paul Marsh)及米克·史唐顿(Mike Staunton)(1900至2009年)、汤森路透Datastream、安联投资；数据截至2017年12月31日。

另类投资

基建投资的关键： 主动管理 积极实践



Armin Sandhoevel, PhD
基建投资总监

重点：

- 新的全球政治协议，意味更多的基建项目即将启动，越来越多机构投资者取代政府和银行，为项目提供资金
- 在能源基建领域，由私人协商的电力消费合同，近年日益普遍，投资者也要学习如何担当能源供应商的角色
- 与有管理基建项目专业知识的主动型投资经理搭档，是寻求回报和管理风险的关键

基建投资近年成为机构投资界别的热门投资主题，当中以「绿色」基建尤甚。事实上，根据金融数据供应商Preqin的说法，有一半的机构投资者计划增加基建配置，特别是在能源基建方面的投资。

新的全球政治协议，意味着更多的基建项目即将启动——包括可再生能源、供水和用水基建的卫生设施、绿色建筑和可持续交通等领域。欧洲对于这些基建的需求尤其庞大：

- 欧盟委员会一直为「能源联盟」背书，该联盟的资金来自欧洲投资银行提供的3150亿欧元担保以及欧洲结构基金发放的资金。
- 预计2020年的一年内，欧盟区内所需的能源（包括电网、发电和储存）投资便达约1.1万亿欧元。

与此同时，这些项目无法单由政府的预算支付。此外，由于监管机构对银行的资本要求提高，银行在融资投资时面对更多限制，因此机构投资者在这些不算普及的资产类别中，扮演着举足轻重

的借贷者角色。

为何基建投资要利用主动管理方式？

越来越多投资者参与这个价值数万亿美元的领域，能源行业正经历剧变。能源基建投资，曾经是大型能源企业雄霸之地，但如今这个行业已不再由一小部分公司或持份者所主导，但崭新的投资机会陆续涌现。只要大家知道现时业

内最新的流行语——例如存储设施的兴起、电力的直接营销，以及电力市场的去中央化等，就可以明白市场已在改变。

能源基建投资，曾经是大型能源企业雄霸之地，但崭新的投资机会已陆续涌现

由私人协商的电力消费合同，近年越来越普遍，金融投资者不只是投入资金，还要学习如何成为能源供应商。正因如此，投资者最好搭档主动型投资经理，因为这些投资经理拥有管理项目的专业知识，是寻求回报和管理风险的关键。

(续至下页)

主动管理的两大例子

政府向外购买由可再生能源产生的电力及提供补贴，称为上网电价。首先，在过去，上网电价往往设有上下限，以限制基建投资者的回报。然而如今发电商和大型工业消费者，可以与政府磋商合同，从而提升上网电价，而主动投资经理也可参与其中、提供协助。当然，如果协商得不好，反有可能不利合同的条款。

其次，包括可再生能源、化石或核能等在内的能源种类繁多，互为影响，令电力市场变得非常复杂。分析基建市场的本质、了解收入来源是成功的关键。在特定的市场，电价波动可以很大，但通过单独协商的电力购买协议，则可管理相关的风险，并提供稳定及透明度高的现金流，而一位经验丰富的主动投资经理，便可以在这里显出作用。相反，在复杂的能源基建市场，若利用「投资然后忘记」的被动投资策略，则可能会处于劣势。

另类投资

(续第六页)

如何寻找基建投资专家

一位合适的主动投资经理，可以凭借其广阔的知识和丰富经验，为能源基建项目增值，包括：

- 能够了解能源市场的供求模式、寻找合适的资产项目，并提高商业和技术效率。
- 拥有内部技术和商业知识，能帮助改善项目。

- 深入了解能源发电厂、储存技术、能源电网和节能技术等方面的商业和技术运作。

- 在与能源公司和开发商建立伙伴关系方面，具有悠久的往绩。

- 在投资组合管理和资产管理方面实力雄厚，能建立一个风险调整后回报吸引的方案。

- 在建构及监管另类投资基金方面有丰富经验，并懂得处理保险方面的事宜。

我们认为，在「长线买入及持有」及「中线买卖」两方面，上述几点都相当重要。如果基建权益投资经理能作出正确的投资决定、积极地管理客户资产，便有望获得具吸引力的风险调整后回报，同时减低波动并取得稳定的现金流，为客户的投资组合长远保值。

一个对的主动型投资经理，可以成功地执行「买入及持有」及「买卖」策略。

Active is : Allianz Global Investors

与我们保持联系

cn.allianzgi.com

搜索

 安联投资



关注微信公众号安联投资



联系LinkedIn帐户Allianz Global Investors

Grassroots® 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Grassroots® Research报告的研究资料由独立第三方承包商提供，承包商供应研究的费用（受适用法律法规的规限）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规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2018年10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 11 | 645393 | INSIGHTS_十一月 | 03520