

安联投资评析

10/2017

环球概览

安联投资纽约投资论坛重点摘要

安联投资每年都会举办两场投资论坛，让我们来自世界各地的顶尖投资策略师、经济师及基金经理云集一堂，交流意见。2017年9月的投资论坛在纽约市举行，我们重新评估内部观点，以及探讨将于未来数月以至数年影响投资者的重要主题。以下是讨论的重点摘要：

投资者仍需承担一定风险，才有机会获得潜在回报

一段时间以来，我们一直建议客户在投资组合中承担可度量的风险——这条建议保持不变。由于低利率将维持更长时间，即使市场已接近历史高位，投资者也没有更多选择。但当然，投资者是有风险意识的。我们新的2017风险调查（RiskMonitor 2017 survey）显示，地缘政治是机构投资者最担心的问题，三分之二的受访者表示在这样的市场环境中，主动管理将至关重要。

慈善捐赠可能成为环境、社会和公司治理（ESG）的下一个前沿

投资于环境、社会和公司治理（ESG, environmental, social and governance）已是当今主流，且其形式多样——从最初的遴选，到公司的宣传主张，再到影响力投资。大多数投资者使用ESG追逐潜在回报，行业领军的养老基金亦会选择公司治理良好的公司进行投资。但新的ESG领域正在崛起，例如，更多关注于构成社会影响的慈善捐赠。认为慈善事业和投资风马牛不相及的时代可能已经过去。

认为慈善事业和投资风马牛不相及的时代可能已经过去。

寻找美国市场的价值

美国市场的长期基本面令人不安：生产力



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

增速下滑和劳动力人口下降，预示着经济增长的放缓。但为何这里的股票估值如此之高？这是因为对很多投资者而言，股票就是最好的选择，且公司正在利用低息贷款回购股份。随着美联储提高利率，股价可能回落。但如果通胀再膨胀政策发挥作用，价值股可能表现出众，尤其是能源股和银行股。

美国能源独立越来越近

美国页岩气产业已经改变了原油世界的秩序：页岩时代，石油价格减半，美国消费能源支出达到数十年来的低点，

(续至下页)

1 环球概览

安联投资纽约投资论坛重点摘要

3 美国视野

3V策略掌握颠覆趋势

5 放眼世界

预期「新」联储局加推规则但减少酌情权

6 基层研究（GrassrootsSM Research）

透过美国消费者调查了解「Z世代」

Allianz 
Global Investors
安联投资

实见 · 实现

(續第1頁)

环球概览

欧佩克(OPEC)的力量大打折扣。美国正在迈向能源独立,但页岩气将永远增长这一市场前提假设,会是错的吗?传统能源企业基本面强劲,但股价一直承受巨大压力,这可能会带来很好的捡漏机会。

面对庞大压力的传统能源股可提供逆向入市机会

解决生产力问题没有捷径可走

生产力可以说是经济增长的最重要推动力,但生产率的增长正在放缓,且没有扭转的迹象。从人口结构来看,老龄化社会的“定时炸弹”或许是原因之一。可以肯定的是,一些新技术会有帮助,只是目前它们还没有发挥出全部的转换价值。解决生产力问题的关键,还是要靠企业和政府的管理层,强调创新、研究和发展,并做出深远的思考。

预期特朗普举步维艰

截至目前特朗普的总统之旅充满坎坷,但他的政府仍需争取实现一些目标,尤其是税务改革。特朗普近期宣布的「税务改革框架」,可说是朝着「特朗普经济学」踏出重要的一步。在2018年11月的国会中期选举之前,共和党显然会重新考虑通过新法案,因为中期选举对共和党而言属关键时刻,并可视作测试总统民望的试金石。然而,在落实推行改革之前,仍须通过多项障碍。

美国医疗保障问题迫切

美国的医疗保险成本占其全国GDP的16%,而其他发达国家仅为6%,且美国有望在2028年将这一比例变成27%。

一些有能力负担医疗开支的美国国民可获得较佳的保障,但医疗成本不断上升亦难以持续,而且开支增加不一定意味提升成效。调整药品开销可能有助于改变这一问题。因此投资者应避免持有产品重合度高的制药公司的股票,转而寻找疗效确定的创新型产品。

我们可能错误地衡量了通胀

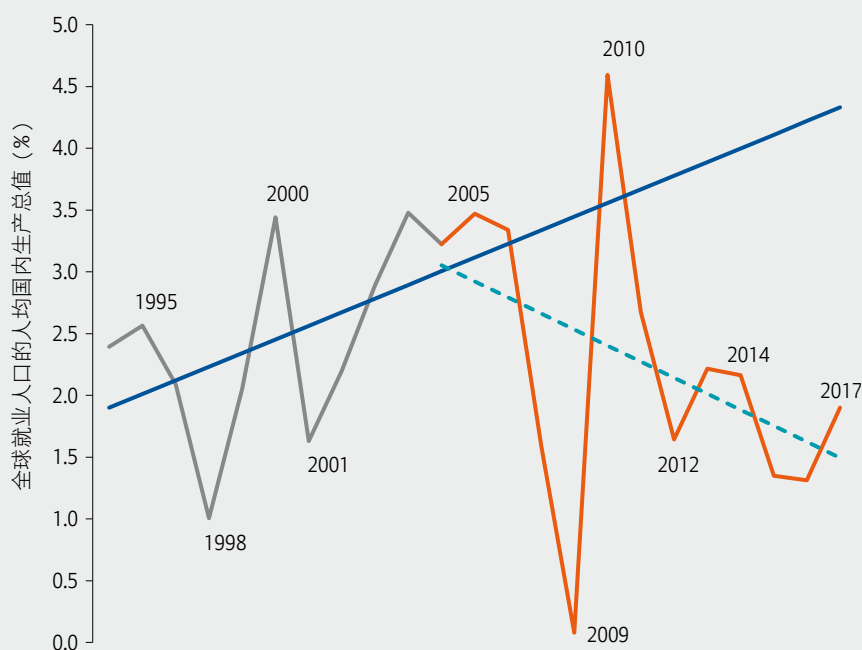
菲利普斯曲线,这一央行用于测算就业水

平提升如何导致通胀的模型,可能不再有效,但更大的问题可能是通货膨胀是否被错误估计了。用标准方法测量的CPI与日常感知的物价上涨相匹配吗?租房和通勤成本的上升被准确反映了吗?较廉价的技术能抵消其他成本的不断上涨吗?随着社会分化和民粹主义的兴起,政策制定者们应该意识到真实世界对通货膨胀的影响。而投资者必须时刻警惕,对抗通胀带来的各种压力,以保护他们存款的实际购买力。

投资者必须时刻警惕,对抗通胀带来的各种压力,以保护他们存款的实际购买力。

目前疲弱的劳工生产力远低于长期趋势

1995年至2017年全球就业人口的人均国内生产总值(年度及长期趋势)。



数据源: Conference Board, 截至2017年9月。©2017年, 版权所有, The Conference Board, Inc.。内容经许可转载。

美国视野

3V策略掌握颠覆趋势

美国零售业的「亚马逊效应」可能是颠覆趋势现象的瞩目例子之一，但这股颠覆力量开始从美国经济的各个领域涌现，包括能源业以至美国政府。为此，投资者应作好准备，考虑采取以3V为中心的长期策略：即转向价值股（Value stocks）、专注于赢家（Victors），以及应对波幅上升（Volatility）。

FANG 效应

Facebook、Amazon（亚马逊）、Netflix 和 Google（谷歌）四大科网股统称“FANG”，是推动颠覆技术的最大动力因素及受益人，这也不无道理。FANG的业务模式行之有效，不断提升实力，扩大客户基础，并对其他竞争行业造成冲击。这从近期亚马逊进军日用杂货送货上门服务可见一斑。

需要留意的是，虽然 FANG 的股票收益强劲，但其估值在过去五年却保持稳定甚至下降。与此同时，因重大行业变动而令竞争力减弱的公司开始出现「价值陷阱」。

例如，随着网上购物日益普及，对零售百货连锁店造成颠覆，导致其市盈率下跌，以反映这种长期转变。

因颠覆趋势而令竞争力减弱的公司出现「价值陷阱」

美国能源业发展蓬勃

颠覆趋势亦为其他领域创造机会。美国能源业的崛起令全球能源市场变天。目前的能源估值偏低，似乎反映美国能源供应源源不绝，尤其是页岩油，纵然美国页岩油仅占全球能源供应的8%。即使油价大幅急跌，并可能在短期内维持窄幅上落，但我们相信美国能源股普遍出现超卖。明智的投资者应致力物色可扭转这种极端负面情绪的新兴催化剂。

来自华盛顿的颠覆力量

虽然政府往往极少采取果断行动，但美国政府致力颠覆某些经济行业，应会带来广泛的影响。



Mona Mahajan
美国投资策略师

美国医保改革

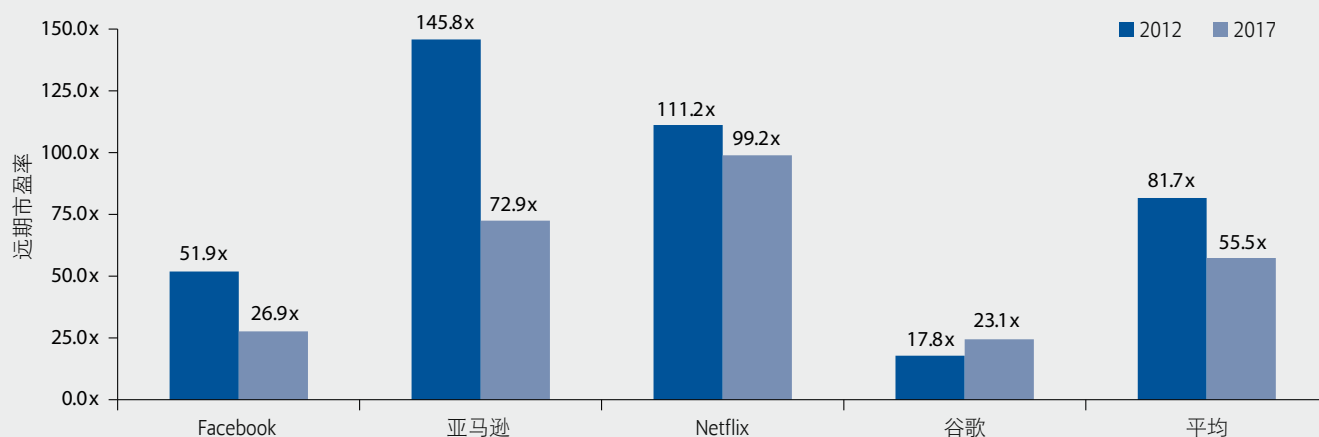
特朗普政府在「废除和替代」奥巴马医改方面仍未取得重大进展，但预料医保将成为备受颠覆的行业。美国的医疗保健成效低于大部份发达国家，但费用却持续增加——预期美国医疗保健体系在2028年的开支将占美国国内生产总值的28%。我们认为投资者应继续发掘具实效的创新健康护理公司（可能成为明天的赢家），并避免持有产品重合度高的制药公司。

投资者应继续发掘具实效的创新健康护理公司

（续至下页）

FANG并非仅由市盈率扩张所推动

FANG的平均预估市盈率下跌。盈利增长仍然相当强劲，而估值并不如1990年代科网股热潮期间般偏高。



数据源：彭博，以预估市盈率为基础。2012年12月31日至2017年9月30日的数据。

(續第3頁)

美国视野

金融颠覆者耶伦

美国联储局主席耶伦刚开始缩减持续扩张了10年的资产负债表,预期在未来3至5年,可望把目前4.5万亿美元的结余缩减一半。这将有助金融体系释放流动性,可能导致美国经济的财务状况收紧。

投资启示: 关注3V

颠覆力量正在改变整体经济的各个行业,带动美国股市屡创新高,同时受惠于持续近10年的低息及高流动性体制。然而,一个新的体制料将开始成形,标志着利率上升和流动性可能下降,因此,投资者应密切关注3V的发展:

1. 价值股 (Value stocks)

随着联储局致力推动其资产负债表及利

率正常化,我们将密切关注自金融危机以来一直表现落后的价值股。综观价值投资范围,我们建议投资者宜慎选投资,尤其是避免堕入「价值陷阱」。我们可考虑的行业包括长期基本因素稳健的能源业,以及可望受惠于收益曲线趋于陡斜及放宽监管的美国银行业。

2. 颠覆趋势赢家 (Victors of disruption)

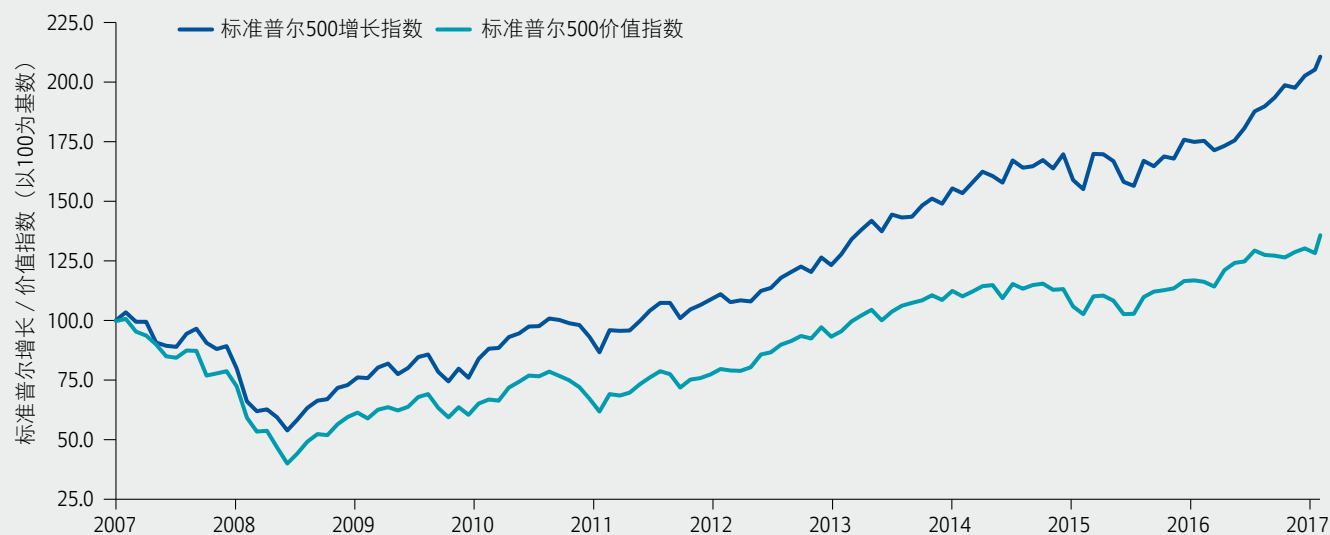
今天颠覆技术无处不在,意味着所有行业都会出现优胜劣败的局面,而FANG已明确显示如何通过投资于颠覆趋势赢家以获取超额回报。美国上市公司的数目已由1996年的8,000多家减至2016年的约4,400家,印证市场「赢家全胜」的趋势。我们认为投资者的当务之急,是与未来的颠覆趋势赢家保持利益一致。对安联投资来说,我们将继续依赖全球的内部研究团队,包括我们专有的基层研究(Grassroots®)调查研究部门,以帮助我们掌握基本信息优势。

3. 波幅 (Volatility)

美国股市在过去近两年的调整幅度均不超过10%,而波幅指数(量度市场波幅的著名「恐慌指数」)仍处于接近历史低位。随着央行流动性见顶的情况可能结束,我们预期市场在未来将更趋波动,出现调整的机会亦会增加。此外,倘若税务改革法案获得通过,或倘若飓风灾后重建工作带动基建开支增加,我们预期美国市场可能出现上行冲击。这些事件显然有助推动市场,但相关波幅将促使投资者重新调配投资组合,这也是投资者应考虑主动管理的另一个原因,以驾驭美国经济周期的最后阶段。

增长与价值股会否跟随联储局改变立场而互换位置?

在过去十年,美国增长股涨升108%,而价值股只升31%。联储局「大幅缩减」政策会否改变这种趋势?



数据源: 彭博。图表显示指数化的每月数据。2007年8月31日至2017年9月30日的数据。

本文所识别及提述的部份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。FANG是华尔街及众多投资者广泛使用的简称,代表四家表现优秀及家喻户晓的大型科技公司 — Facebook、Amazon (亚马逊)、Netflix和Google (现称Alphabet)。

放眼世界

预期「新」联储局加推规则但减少酌情权

早前美国联储局副局长费希尔 (Stanley Fischer) 表示即将从联储局请辞, 为总统特朗普带来另一个机会, 以重组央行的领导层。

对联储局作出改变的主因之一是限制其酌情权, 目前有关权限涵盖货币、财政、监管和监督政策。这些权力在过去30年大幅扩张, 使联储局成为金融体系内具有最高酌情权的机构。

特朗普政府拟收紧联储局的监管权力

总统特朗普的任期还未到一半, 便有机会委任最少五名联储局理事, 他物色的人选很可能与他理念相同, 包括:

- 收紧联储局的监管和执法权力。
- 重建联储局在政府内的独立性。
- 把定义狭窄的货币政策与财政政策分隔。
- 提倡以规则为本的方式制定和推行货币政策, 再次着重货币供应增长及利率目标。
- 灵敏应对地区及小区银行的需要和挑战。
- 采取符合特朗普政府的亲商观点。

总统特朗普的任期还未到一半, 便可委任五名联储局理事

总统特朗普亦可能偏好具备优秀领导才能和联储局高层经验的人选。综合而言, 现任主席耶伦应不会 (但非不可能) 连任。无论事态往哪个方向发展, 目前已有一名长期提倡减少监管的委任人选正待美国参议院确认: 奎尔斯 (Randal Quarles), 他可望成为该监管机构的副主席。

综观特朗普政府的顾问意见, 收紧联储局监管权力是最优先的事项。这些顾问认为联储局的监管权力过大, 使当局的运作远超出其法定使命, 因而令美国经济和金融体系面对较大风险。此外, 根据政府官员及其信赖的顾问分析, 目前联储局可能较过去任何期间更为政治化, 而独立性则下降, 只有1936年至1951年的期间属例外, 当时并无实际货币政策机构。

非正式指引和政治化的问题

联储局的政治权力不仅来自制订正式规则的能力, 也来自其发表的非正式「指引」。当局发表指引却不订立具体而明确的规则, 可使其酌情权扩至最大, 而监管问责性却降至最低。

联储局能够订立正式规则和非正式「指引」, 因而拥有重大政治权力

通过指引进行监管亦导致不当行为有机可乘。由于没有清晰规则以限制政治压力, 监管机构可能对特殊利益集团及其代表作出让步。

早前联储局参与的「瓶颈行动」(Operation Chokepoint) 是具代表性的政治化例子之一。有关行动由奥巴马年代的司法部长霍尔德 (Eric Holder) 带领, 借助联邦监管机构以扩大监管权力 (亦即提高资本要求或拒发交易批准), 迫使银行避免与奥巴马政府不认同的企业进行交易。

同样地, 联储局获赋予酌情权, 可批准符合小区再投资法 (Community Reinvestment Act) 的银行合并, 促使银行在1990年代和2000年代承办以万亿美元计的高风险按揭。不论是否有意, 联储局淡化了这些按揭的风险和合适的相关资本要求。



Steven Malin, 哲学博士
高级投资策略师

对新一届联储局的期许

因应联储局监管权力过大、失去部份独立性以及日益政治化, 预期联储局将于2018年和2019年推动以下转变:

- 联储局将进一步聚焦于目标明确, 并与金融业表现直接相关的金融监管。
- 联储局的监管权力将根据国会规则而定, 并进一步受制于国会预算案守则。更清晰的规则将促使当局更有纪律地制定及推行货币和监管政策, 让政策官员免受特殊利益压力所影响, 从而专注于长期公共政策。
- 当局将订立和推行更具透明度的监管标准, 提高公众对监管机构和监督人员的问责性。纵使监管立场有所放宽, 但监督人员将继续严谨查找违反明文监管规则或其精神的事件。
- 微观和宏观审慎的银行监督将会延续, 并特别着重于避免微观管理每家银行的业务守则。
- 对比2017年公布的资产负债表正常化原则, 联储局可能以较快的步伐沽售机构按揭抵押证券持仓, 使其从直接干预市场转为类近财政政策的措施。

预期监管标准将更具透明度, 提高公众对监管和监督人员的问责性

基层研究 (GrassrootsSM Research)

透过美国消费者调查了解「Z世代」

长期以来，消费者一直是美国经济的动力，估计其开支约占美国国内生产总值的70%。为进一步了解主导美国消费者生活模式和消费喜好的因素，安联投资的专属调查研究团队基层研究委托机构访问了美国全国841名受访者。

调查结果反映不同世代之间的多个重大分别，包括市场熟知的婴儿潮世代与崭露头角的「Z世代」。

调查涵盖1942年至1997年出生的人士。为进行这次研究，我们把婴儿潮世代定义为1942年至1964年出生的人士，而Z世代为1991年至1997年出生的人士。

婴儿潮世代与Z世代在生活模式上的重大分别

如预期般，最年长与最年轻的受访者有多个重大分别：

- **婚姻** — 已婚人士在整体受访者中占54%、在婴儿潮世代中占58%，在Z世代中占22%。

- **育有子女** — 育有子女的人士在整体受访者中占64%、在婴儿潮世代中占65%，在Z世代中占27%。

- **拥有物业** — 拥有房屋或公寓的人士在整体受访者中占62%、在婴儿潮世代中占74%，在Z世代中占39%。

退休储蓄仍非Z世代的首要目标

在问及目前的首要财政目标时，只有36%的婴儿潮世代最常提及退休为考虑因素。约四分一的婴儿潮受访者认为，当前的首要目标是解决置业成本问题，例如按揭成本、管理费、维护/保养及购置家具。

约四分一的婴儿潮受访者把置业成本视为当前首要目标

另一方面，有27%的Z世代受访者最着重生活体验 — 例如饮食/娱乐、旅游和社交活动。与此同时，约五分一的Z世代认为偿还学生贷款至为重要。认为退休储蓄是首要财政目标的受访者只占Z世代的4%。



Kelly Reuba
基层研究 (GrassrootsSM Research) 环球总监

我们亦向受访者提问未来五至十年的优先财政目标，以了解其焦点如何随着时间改变。

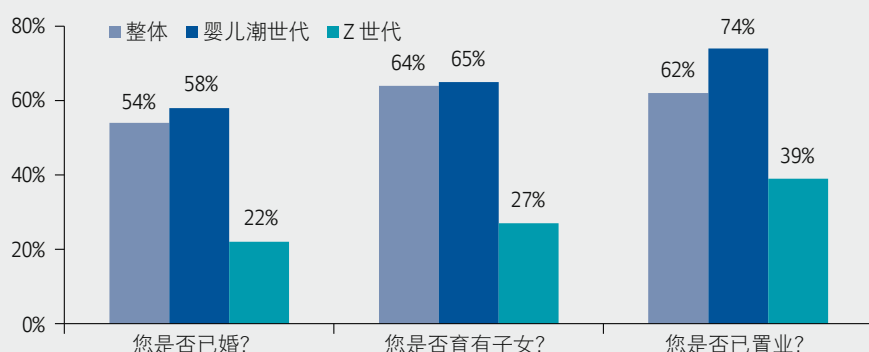
- 展望未来五年和十年，认为退休是最重要财政因素的婴儿潮世代受访者稳定增加，分别占该组别的49%和54%。
- 另一方面，在考虑未来五年的情况时，多名Z世代受访者改变优先目标的次序：最多受访者把置业视为首要目标，占该组别约四分之一。
- 向其他世代的受访者提出相同问题时，1965年至1973年出生(46%)和1973年至1980年出生(32%)的受访者视退休为未来十年的首要财政目标。

随着人生阶段迈进，财政焦点应会转移

对于金融服务研究分析师 Katherine He 来说，这次基层研究提供清晰证据，说明消费者的人生阶段如何改变其首要财政目标：「学生债务对Z世代而言是一个尤其重大的负担，情况较其前一代的千禧世代更严重。展望未来五年，随着Z世代开始养育子女，我们可推断其置业活动将会增加。与此同时，目前Z世代很可能聚焦于减少债务，然后才转向置业，甚至在其后进行退休储蓄。」

Z世代与其他组别有何不同？

从所选择的生活模式可见，在1991年至1997年出生的受访者刚展开成年生活。



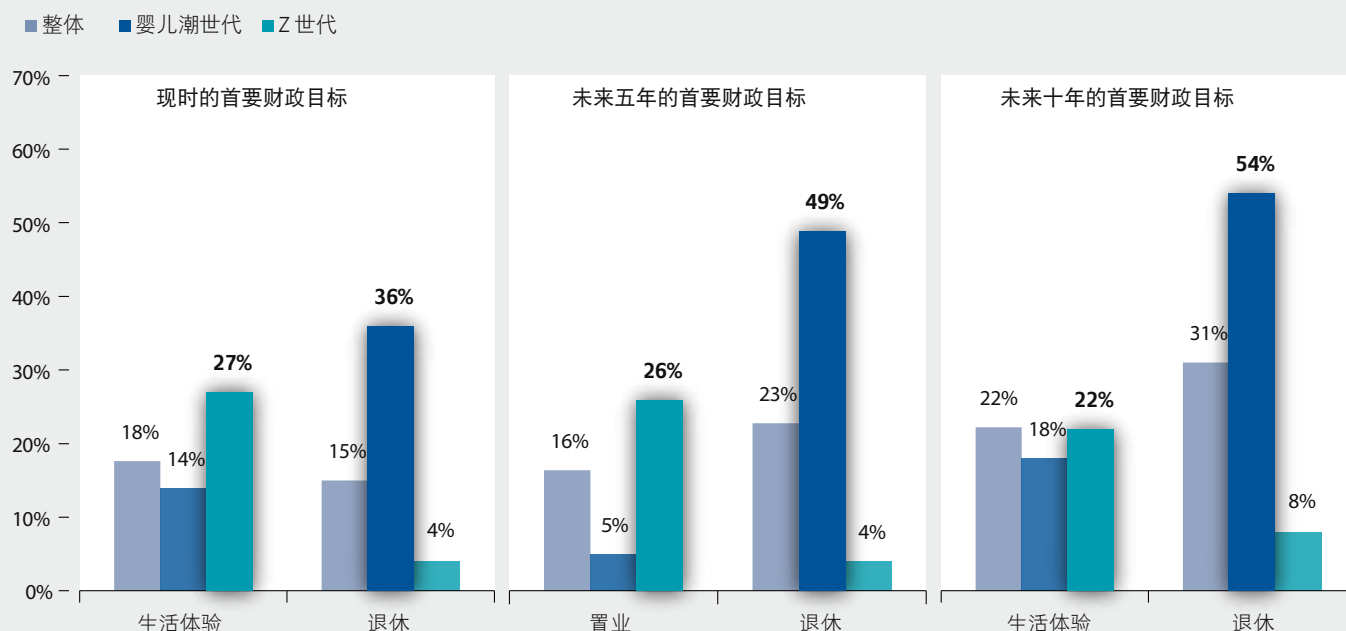
数据源：基层研究 (GrassrootsSM Research)，数据截至2017年8月。

(续至下页)

(續第6頁)

基层研究 (GrassrootsSM Research)**Z世代仍未关注退休**

我们访问了841名受访者, 并问及其目前、未来五年和未来十年的首要财政目标。每段期间最多受访者提及的选项以粗体表示。



数据源: 基层研究 (GrassrootsSM Research), 数据截至 2017 年 8 月。

与我们保持联系 | cn.allianzgi.com



资料来源: Allianz Global Investors Insights, Volume 9, Issue 10

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9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 10 | 273990 | INSIGHTS_十月 | 02572