

# 安联投资评析

06/2017

环球概览

## 我们看好油价的原因

近期看好油价的投资者为数不多，但安联投资在过去一年多以来一直看好石油业。我们基于以下五项原因，认为油价将会转折，而投资者应该考虑作出相应配置以掌握机遇。

### 1. 全球的石油需求相当稳定

虽然国际能源组织将2017年的石油需求增长预测由每日140万桶下调至130万桶，但全球需求仍然相当稳定。与此同时，石油库存减少，全球经济增长稳健。在这些因素的支持下，石油需求应能保持稳定，不受油价上升的影响。

### 2. 石油供应将受多项因素所限

石油输出国组织（油组）成员国及非油组产油国于5月25日同意继续减产，以消化供应过剩的石油，藉此推高油价，支持部份财力较弱，并依赖石油收益的国家。鉴于地缘政治已经升温，若市场对这些倚赖石油国家的前景展望感到不安，油价将进一步出现溢价。

### 主要产油国同意继续减产

### 3. 新发现的油田正在减少

随着在过去数十年发现的新油田渐趋减少，现在全球经济基本上只是依赖少数历史悠久的陈旧巨型油田。目前的储量替代率接近70年以来的最低水平，而除非投资显著增加，这个数字难望上升。可是，石油发现量下降的影响将持续至2019年，供应将大幅减少；油价可能在不久的将来再次急升。

### 4. 美国页岩业备受问题困扰

近年，新科技和钻探技术的突破带动美国页岩油迅速发展，不但显著提升供应量，更有助推低油价。油组成员国在去年底限制产量，以应对油价低企时，美国页岩油气生产商把握机会增加产量和出口；这进一步改变全球石油市场的供求平衡。

页岩油显然是美国能源公司的利润来源，



杜纳恩 (Neil Dwane)  
环球投资策略师

但值得注意的是美国仍是石油及其他石油产品的净进口国。再者，美国页岩油业整体受到一些重要的问题困扰，包括负现金流、人员和设备方面的限制增加，以及成本无法维持于偏低水平，甚至开始急升。

美国页岩油气公司必须处理负现金流、人员和设备的限制，以及成本无法维持于偏低水平的问题

(续至下页)

## 1 环球概览

我们看好油价的原因

## 3 放眼世界

民粹主义经济学

## 4 亚太区视野

南韩新总统前路荆棘满途

## 5 基层研究 (Grassroots<sup>SM</sup> Research)

尽管出现安全隐忧，但国际旅游市场前景理想

Allianz   
Global Investors  
安联投资

实见 · 实现

(续第1页)

## 环球概览

### 5. 亚洲经济畅旺, 但当地产量下降

中国当地产油量正在减少, 并预计将进一步下降。与此同时, 中国的能源需求随着人口而增长, 反映中国将继续依赖全球市场来增加供应。此外, 印度、印度尼西亚和其他亚洲国家的产量亦见减少, 尽管区内的整体经济增长可望显著上升, 这将带动全球市场的需求增加。

### 油价现时偏低, 为投资者带来吸引的机会

沙特阿拉伯和俄罗斯在5月15日宣布把减产行动延长至2018年3月的协议, 藉此控制库存的盈余情况, 而油组和非油组产油国在5月25日亦跟随这个行动。

当然, 油组最终会在库存回落至正常水平时取消这些产量限制, 届时的供求平衡将回复至较自然的状态。另外, 地缘政治紧张, 加上缺乏勘探工程和新项目受制裁, 全球供应似乎将会减少。这些因素应导致全球剩余产能率降至历史低位, 为油价升势奠定基础。

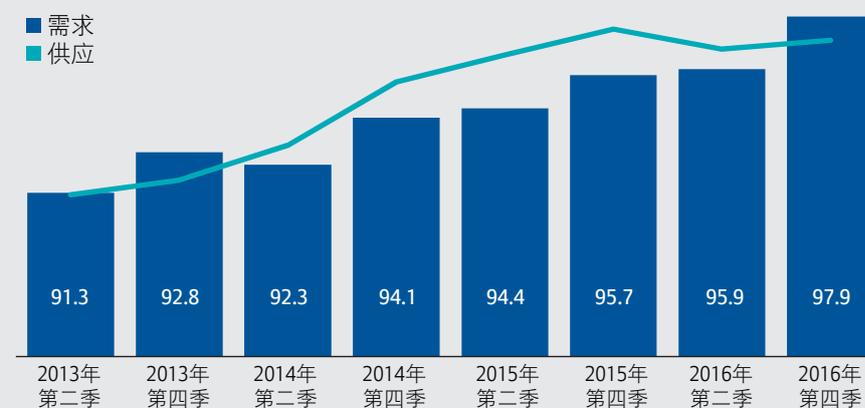
### 随着库存减少, 投资者可以预期油价将在中长期上升

此外, 我们亦预期市场对沙特阿美 (Saudi Aramco) 即将推出的上市招股计划感到兴奋; 该公司可望成为全球十大市值最高的企业之一, 为市场带来光环效应。

油价在最近数月受压, 主要由于库存未如市场预期迅速减少, 投机性长仓因而缩减。我们认为环球库存数据不全, 市场只能被迫聚焦于美国数据是导致这个情况的原因之一。无论如何, 受季节因素影响, 这个时期的库存通常增加, 但结果不升反跌; 我们相信这将为投资者带来吸引的长线机会。

### 供求失衡的情况可能转变

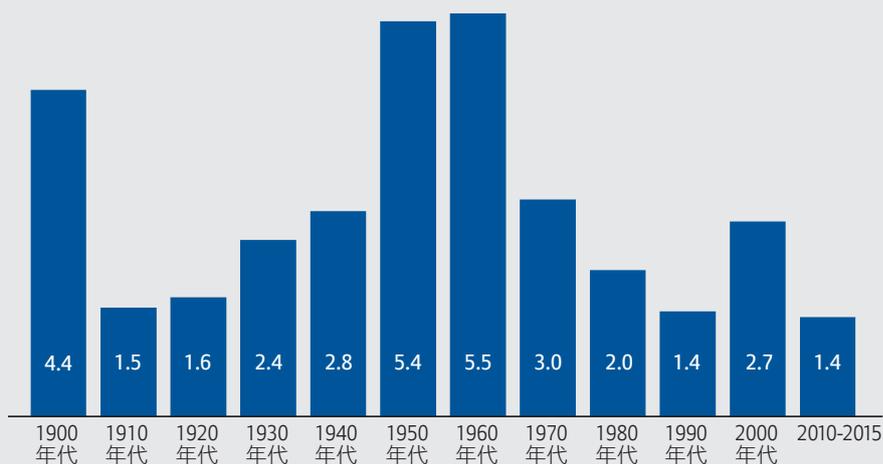
世界石油供应/需求 (每日百万桶计)。



数据源: 国际能源组织, 截至2016年12月31日。

### 能源产量的增幅放缓

每十年的能源产量 (百万吨油) 增长百分比。



数据源: 国际能源组织, 截至2016年12月31日。

## 深入钻研

如欲进一步了解本课题, 请浏览 [www.allianzgi.hk](http://www.allianzgi.hk) 的《预期油价走高的五个原因》(5 Reasons to Expect Higher Oil Prices)。

放眼世界

## 民粹主义经济学

民粹主义现象自去年起成为新闻焦点，但与众多的政治趋势不同，它可能为经济增长和市场造成一股全球阻力。对投资者来说，认识这股力量有助他们在局势变化中作出明智的投资组合配置。

### 纵有差别，大部份民粹主义者均反对全球化

民粹主义运动当然没有一致的议程，特别是在商业和市场的取态方面：

- 部份民粹主义者—例如美国总统特朗普或荷兰自由党党魁怀尔德斯 (Geert Wilders) 的政策明显有利市场运作。

### 虽然部份民粹主义者推行有利市场运作的政策，但大部份民粹主义者都强烈反对全球化

- 其他—例如希腊的左翼联盟或法国国民阵线的马琳勒庞 (Marine Le Pen) 则主张国家积极干预商界运作，市场普遍对此反应欠佳。

与此同时，除了少数例外，大部份民粹主义组织奉行一些相同的原则：

- 以牺牲欧盟或联合国等跨国组织来巩固国家主权权利；
- 追求更直接的民主；
- 主张反移民政策；
- 限制货物和服务的自由流通；及
- 致力解决不平等的情况。

不少列出这些原则的政党议程均明确或隐约有反对全球化的立场，我们认为这是民粹主义兴起及备受欢迎的主因之一。

### 全球化失势

全球化和货品、服务及就业市场自由化在过去35年大行其道，普遍改善了民生，并降低整体的贫穷水平。不过，全球化并非

只带来「赢家」；大量西方社会的选民相对成为「输家」。不少经济体的收入不均情况处于数十年来的高位，以金融危机前的标准量度，已发展国家仍然只能录得轻微的长期经济增长。

### 全球化并非有利无弊：收入不均的情况严重，不少经济体的长期增长仍然缓慢

在这个环境下，民粹主义风潮的形成绝非意料之外，特别是根据哈佛经济学家Dani Rodrik提出的论证：一个社会不能同时推行全球化、建立强大的民族国家和追求民主权利，必须放弃其中一个目标。这解释了为何现时全球的钟摆可能由深度的经济一体化转向个别更强的民族国家。

### 民粹主义对投资的启示

从投资观点来说，民粹主义兴起可能对经济增长和市场造成深远影响。

1. 反贸易和反移民政策局限了国际分工，削弱生产力，而这是推动长期经济增长的关键动力。结果，全球的长期增长可能受阻。
2. 反全球化政策将刺激通胀，因为它们会推高进口货品的价格。因此，通胀将会趋升，而投资者为补偿长期资本价值减少而付出的溢价亦会增加。
3. 当民粹主义政府执行有助重新分配财富的政策时，工资比重将会增加，盈利比重则会下降。借鉴过往经验，这可能为高风险资产带来阻力。
4. 那些较少执行反全球化政策的国家将取得较佳的增长。综观全球主要经济体，德国、加拿大和日本似乎「安全」，但即使在民粹主义政府执政的国家，所推行的经济政策亦可能截然不同。因此，我们预期经济增长率将出现较大的差异；目前的经济增长率正处于接近20年低位。



Stefan Hofrichter, 特许财务分析师  
首席经济师

5. 新兴市场从全球化趋势获益良多，因此亦承受风险。它们必须把焦点由向西方出口货品转至消费主导的增长和区内贸易；亚洲国家推动的区域全面经济伙伴关系协议朝着正确的方向发展。

6. 随着民粹主义壮大，经济政策渐趋不明朗，投资者自然预期风险溢价上升。然而，去年夏季的周期数据好转，开始掩盖民粹主义浪潮对投资造成的不良影响，但我们认为假以时日，市场可能更加关注政治不明朗因素升温的情况。

### 民粹主义时期的投资策略

民粹主义兴起正是那些未能受惠于全球化，并饱受收入不均之苦的选民所发出的清晰讯号。这股趋势亦可能为经济增长和市场造成严峻的阻力，尽管其影响未必在短期出现，而是会在长期逐渐浮现。主动型投资者可以把握这个时机为投资组合作出配置，以善用这股强大政治力量所带来的机会和管理相关的风险。

## 亚太区视野

# 南韩新总统前路荆棘满途

文在寅在2017年5月9日的南韩大选中获胜，成为新任总统，填补前总统朴槿惠被弹劾所造成的政治真空。朴槿惠因其亲信崔顺实涉嫌滥权干政，结果卷入这宗触目的政治丑闻。

文在寅在参选期间承诺改善南韩民众的生活质素，显然令选民产生共鸣，他亦似乎有意为朴槿惠留下的颓败政治局注入一股新风。虽然文在寅当选为南韩经济及企业环境带来的最终影响仍须拭目以待，但我们可以透过其言论，评估在他领导下南韩未来五年的去向。

---

**文在寅有意为朴槿惠留下的颓败政治局注入一股新风**

---

### 运用企业税来增加社会开支

文在寅计划增加公营机构的职位、提供长者津贴、幼童及高中生免费教育，并推出多项韩国自由派政党过去经常推行的其他措施。为应付这方面的开支，新政府可能限制减税额或直接调高企业税率；两者均会为企业盈利带来压力。

---

**文在寅锐意增加社会开支及调高最低工资，企业税将随之增加，影响公司盈利**

---

此外，新政府或会在2020年大幅调升最低工资；其建议的逾15%复合年度增幅，远高于过去三年的6%至7%平均增长。这些转变将显著增加企业的劳工成本负担，特别是零售商方面。

### 企业改革将令定价压力升温

改革财阀 (chaebol) — 在韩语的意思是大型综合企业集团 — 亦是文在寅的另一项重要政策议程。他希望避免财阀持有人利用库存股票或透过与非上市附属公司交易，来操控监管其业务继承计划的法例。他亦

曾经表示将不会随便运用总统特赦权，但我们将观望他能否履行这些重要承诺。

短期来说，我们认为文在寅将透过南韩公平贸易委员会，增加财阀和中小企之间的透明度及提升公平贸易实践；这将有利南韩的长线发展。不过，我们对这些措施可能为公共服务相关行业（例如：公用事业、电讯，甚至食品及饮品业）的股价带来压力持审慎态度；南韩政府过往曾经为股市造成这种压力。

---

**政府把改革财阀及增加透明度列作施政重点；这些措施将有利南韩，但会为股价造成压力**

---

### 缓解与北韩的紧张关系为首要任务

新政府亦要应对如何处理北韩威胁的问题。文在寅承诺两国将恢复谈判，并与美国和中国等持份者紧密合作，就持续的冲突达成无核化的和平协议。尽管此事知易行难，我们认为文在寅政府至少不会任由对北韩的紧张关系升级，这对投资者来说属于利好消息。

### 鸿图壮志，前路崎岖

由于这些重大的法例变动，包括税务和工资改革，均须获得南韩国会通过，目前难以判断文在寅能否顺利落实其宏大经济计划。在300个国会议席中，执政共同民主党仅占119席，远低于通过主要法例所需的180票。然而，共有126席的右翼自由韩国党和正党过往曾反对政府加税及大幅调高最低工资。

有鉴于此，在现阶段预测新政府将在经济和政治方面取得成果可能言之尚早，但我们预计前路崎岖不平。与此同时，文在寅致力对国民开诚布公，并听取党内党外的意见，我们对此表示欣赏。前政府贪污渎职，公众将以严格的道德标准审视文在寅



陈致强，特许财务分析师  
亚太区股票首席投资总监

政府，这对南韩来说是一个理想的新起点。

---

**我们预计前路崎岖不平，但文在寅开诚布公，愿意听取广泛意见，我们对此表示欣赏**

---

撰文作者：Chris Leung及CJ Yun

基层研究 (Grassroots<sup>SM</sup> Research)

# 安全隐忧无阻国际旅游市场的前景向好

在最近数月，恐怖袭击、政局动荡和旅游限制等消息成为全球新闻焦点，但它们有否影响跨境的商务和休闲旅游？随着暑假即将来临，这个问题显得更合时宜。为了解实况，基层研究早前访问了六个国家的1,400多名消费者，以了解他们的国际旅游计划。

## 基层研究访问了六个国家的1,400名消费者，以了解他们的国际旅游计划

我们发现部份受访者明显关注安全问题，但大部份无意改变其国际旅游计划（即是前往本国以外目的地的旅程）。事实上，从附图可见，部份国家不少受访者甚至计划在来年增加跨境旅游的次数。

### 调查的五项主要结果

#### 1. 休闲而非公干是外游的主要原因

在所有受访国家中，大部份受访者近期进行的国际旅游都属于休闲性质，公干次数占双位数字百份比的只有意大利（18%）、美国（14%）和西班牙（12%）。

#### 2. 美国受访者的国际旅游次数最少

从未进行国际旅游的受访者以美国居首位，而只在过去五年曾经外游的受访者中，亦以美国最多。反观其他各区受访者的国际旅游次数明显较为频密；在过去一年曾进行国际旅游的受访者以英国居首位，64%的人士至少曾经外游一次，而美国则只有16%。

#### 3. 英国受访者对安全的忧虑较低

在这次调查中，国际安全问题成为关注因素之一。有意在未来12个月减少外游的德国、意大利、法国和美国受访者都认为安全是促使他们作出这个决定的主因。英国旅客方面，他们最关注机票或酒店开支上升，但5月和6月的恐袭事件可能会使其改观。

#### 4. 旅游情况应继续持平或增加，不会下跌

大部份受访者无意改变来年的旅游习惯，除了西班牙及意大利之外。这两个国家的受访者计划未来12个月增加的旅游次数。

## 大部份受访者无意改变未来12个月的旅游习惯，但西班牙及意大利的受访者计划增加旅游次数

#### 5. 经济前景向好及开支减少成为主要的动力

此外，这次调查亦发现刺激未来12个月国际旅游意欲的因素，值得注意的是：三分之二的西班牙受访者表示因为经济前景向好，67%的意大利受访者则表示机票和酒店开支减少是主因。

### 令旅游业鼓舞的讯号

高级消费研究分析师Jon Wolfenbarger认为这项多国调查的结果令人鼓舞：「消费者



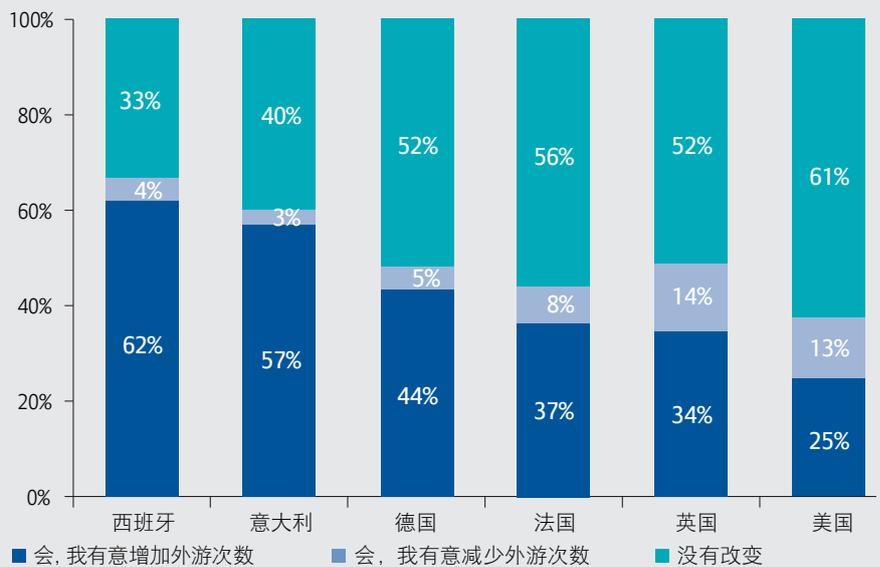
黄婉琪  
基层研究 (Grassroots<sup>SM</sup> Research) 分析师

在来年的休闲旅游开支将较过去五年增加，这个增长普遍由经济前景好转所带动，而旅游限制似乎并无带来阻力。」

## 消费者在来年的休闲旅游开支将较过去五年增加

### 西班牙及意大利受访者的外游次数上升

调查问题：与过去五年比较，您认为未来12个月的国际旅游次数会否改变？



数据源：基层研究 (Grassroots<sup>SM</sup> Research)，截至2017年3月。

资料来源：Allianz Global Investors Insights, Volume 9, Issue 6

基层研究 (Grassroots<sup>SM</sup> 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。

本文件只供予在中国大陆有关监管机构认可投资海外的金融机构。本文内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。本公司保留权利于任何时间更改任何数据, 无须另行通知。本文并非就内文提及的任何证券提供或邀请或招揽买卖该等证券。阁下不应仅就此文件提供的数据而作出投资决定, 并请向财务顾问咨询独立意见。投资涉及风险, 尤其是投资于新兴及发展中市场所附带之风险。过往表现并非未来表现的指引。投资者在投资之前应细阅销售文件, 了解基金详情包括风险因素。

本文件并未经证监会审核。发行人为安联环球投资亚太有限公司。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计划的法规法则而发行的代客境外理财产品, 提供辅助信息。任何于本文提及的基金(如有)并未得中国大陆有关监管机构认可。