

Active is: 探索投资新意念

安联投资评析

3 观点

应时而动，采取主动管理

4 贫富悬殊

缩小贫富悬殊，专注包容性增长

环球展望

特朗普扭转全球贸易局面

要点

- 对特朗普而言，贸易是一个绝佳的政治议题。在11月中期选举之前，预计贸易话题将在媒体头条持续发酵。
- 中国获取美国技术受限，给中国敲响了警钟。不过，这同样促使亚洲国家加强和中国的贸易联系。
- 贸易战将继续蔓延，特朗普或许也将针对德国，而英欧之间的谈判同样不会顺利。
- 围绕全球贸易有众多不确定因素，投资者不可过分乐观，需要关注货币波动和缩水的企业利润。

特朗普总统接下来要做什么？

从特朗普总统的言行看，他正忙于改变全球贸易的惯例和语境。尽管他尽量不明目张胆地指斥WTO的贸易规则，但他通过和国家安全问题挂钩，瞄准了其他国家在他看来不公平的贸易行为。

特朗普总统如此热衷于贸易问题的原因之一，在于这看起来是个很容易得分的政治话题。和贸易有关的问题，历来容易拉来选票，而11月的美国中期选举迫近，所以我们将看到，贸易话题将作为头条新闻持续发酵。然而，对于美国总统而言，在2020年大选之前，在贸易问题上取得进展并非易事，尤其现状

的产生，冰冻三尺非一日之寒。

特朗普政府重新开始进行贸易谈判的时候，我们预计相比多边协议，更多的将是双边形式。特朗普总统认为，在两国之间进行谈判，他将为美国在条款上争得更大利益。

他还使用了一个新的特殊的贸易武器：对准具体公司，而非个人或国家。先后成为他目标的有，俄罗斯铝业巨头俄铝公司和中国手机制造商中兴公司。考虑到这一方式的重大市场影响，许多公司都将尽力避免引起他的注意。

**他还使用了一个新的特殊的贸易武器：
对准具体公司，而非个人或国家**



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

中美贸易战何去何从？

我们预计特朗普和美国政府将继续把目标锁定中国，随着两国贸易争端加剧，尤其将针对后者对美国高科技的共享和获取方面。

市场对两个最大经济体之间的紧张关系持续关注，特别是两个国家的领导人都以不会轻易退缩著称。这提高了其中一方或双方犯大错误的风险——置高达1万亿美元的贸易关系于危机之中。

中美关系中，一方或双方可能会犯重大错误——置高达1万亿美元的贸易关系于危机之中

(续至下页)

环球展望

(续第一页)

美国对华出口额远不及中国对美出口额——这正是特朗普所指的美国的巨大贸易逆差。而正由于对美贸易的巨大失衡，中国将面临困境。与此同时，美国强硬的谈判立场也将举步维艰，因为中国已经深度融入全球消费者和制造业的供应链条，而美国消费者正是最大的买家。所以，特朗普需要继续对中国咄咄逼人，同时又不能伤及消费者的生活，毕竟后者是他的选民。

对于中国、俄国以及一些其他国家而言，特朗普限制他们获取美国技术的做法，应当敲响警钟。中国企业现在亟需开发自己的操作系统和源代码，以降低风险。而新加坡、台湾和韩国的供应商则将被迫在美国和中国之间做出抉择。

这场贸易战会蔓延到其他国家吗？

特朗普认为，全世界占美国便宜很多年了。现在他以中俄为靶子，下一步会不会瞄准德国或其他的主要出口国？或者中国、欧盟、加拿大和其他国家一起，在TPP框架内或签署其他的优惠条款，以降低关税壁垒，而把美国排除在外？这些情景听起来似乎是牵强附会，但考虑到其重大影响，投资者还是应当早做准备。

同时，欧洲大陆和脱欧后的英国，也面临着贸易战，这场争端同样不会轻易消弭。英国脱欧，很可能将打击德国这一世界最大出口国和欧洲经济发动机的经济，而英国作为欧洲最大的消费国，也同样会受到影响。

如果贸易战继续升温，相互报复、而非互惠互利成为主题，投资者将面对一系列挑战。报复措施可能会被政治上的狂热所裹挟，而工业、供应链和消费者都会成为牺牲品。投资者很难评估报复措施的影响，因为它具有相反的效应。以最大的出口商品行业汽车及其零部件为例，汽车供应链受到波及，带来涨价和消费需求降低，但同时也将激励供应链的竞争。

如果贸易战继续升温，投资者将面对一系列挑战

中国可以通过抛售其持有的1.18万亿美元国债或大幅贬值人民币来予以报复。我们认为两种情况都不太可能发生，因为中国有着清晰的经济目标，就是要开放市场、赢得国际信赖。况且，除了国债，哪里可以安放1.18万亿美元？不过，中国并非束手无策，它可以瞄准那些在华的美国公司，就像数年前对韩国所做的反击一样。

投资者应该关注什么？

1. 为北美自由贸易协定 (NAFTA) 的终结做准备

特朗普与墨西哥的关系持续紧张，美国很可能退出NAFTA，尤其考虑到美国致力于重新进行双边贸易谈判，以为美国争取更大利益。NAFTA的终结不仅影响货物贸易，还会包括服务，例如金融、科技，银行和保险公司都将受到不利影响。

2. 密切关注非关税壁垒

当新闻头条都聚焦关税的时候，美国和其他国家运用了非关税壁垒，以减轻国

际竞争。例如，对“原产地规则”锱铢必较，以消除不公平贸易竞争的影响。事实上，将补贴、政府扶持、税收减免和行业补贴考虑在内的话，55%以上的贸易干预措施都是非关税手段²。投资者应关注这些影响公司前景的细节。

3. 关注货币波动

几十年来，美元是世界储备货币，但越来越多的国家，开始将储备多元化，随着报复措施展开、贸易战升级，步伐还将加快。这一进程将使从美元储备转变的国家币值发生波动，并且也会给美国带来压力，使之被迫通过提高储蓄和投资解决赤字问题。

4. 注意利润率

全球的公司被裹进贸易战的漩涡，政治利益战胜了经济常识。利润率会被影响，因为生产被从外部合作伙伴那里转移，而后的服务便宜而高效。想想美国的科技巨头吧，如果他们不能使用亚洲的廉价劳动力和设备，而要被迫在美国国内或美国越来越少的盟友那里建立生产线，会是什么光景？

企业利润率会因生产被从外部合作伙伴那里转移而受影响

5. 警惕自满情绪

有一段时间，特朗普减税和放松监管的政策使市场洋洋得意。所以，当市场为贸易战而紧张时，他们似乎想当然地对最终结果表示乐观。这已经给企业和投资带来了不利后果。

¹ 数据来源：Bloomberg, China's U.S. Treasuries Holdings Fell \$5.8 Billion in April, 2018年6月16日发表

² 数据来源：全球贸易预警数据库，德国慕尼黑伊福经济研究所，安联全球经济战略，2017年12月

观点

应时而动， 采取主动管理

要点

- 近年来，虽然被动投资工具一直广受欢迎，但市场环境似乎正朝着有利于主动管理的方向转变
- 在低相关性和高波动性时期，采取主动管理策略的投资经理，能够发掘市场上的赢家，并避免“踩雷”
- 主动管理如果运用得宜，并不只是用来选股与指数基准一较高下，而是更能配合客户需求，建立更广泛的伙伴关系
- 主动投资经理应能提供合理的表现，因此我们大胆创新，引入了主动型“优异表现费”模型，这种方法为客户提供了有吸引力的选择

资管行业通常会声明“过往业绩并不预示其未来表现”，有时好像确实如此。投资者听取顺势而为的建议，对过往业绩出色的基金或策略趋之若鹜，而忽略了未来潜力巨大的产品。

同样地，在长期牛市背景下被动投资工具日渐流行，但当条件以及机会发生变化时，它们可能会将投资者引入歧途。

是时候打破这个循环了，我们认为主动型资产管理是解决方案的关键。

市场环境似乎正朝着有利于主动管理的方向转变。股票之间的高相关性开始下降；而波动性则显示出上升迹象。

在这种环境中，主动管理技能将是决定成败的一大要素，无论是在个别证券、行业、经济体，还是在资产类别投资方面都是如此。面对未来5至10年趋缓的收益前景，投资者需要找到方法，让他们的资金更高效地运转。

未来5至10年收益前景趋缓，这意味着投资者需要让他们的资金更加高效地运转

但我们认为，仅是市场前景更具挑战性，还不足以证明采用主动管理策略的合理性。资管行业需要改变管理模式。

主动管理通常被视为选股和战胜基准指数的策略。虽然这是我们工作的核心部分，但是我们认为，主动管理需要围绕识别客户需求建立一种更广泛的伙伴关系。

我们运用策略组合满足客户需求，并不时进行调整。这种策略组合与产品无关，而是以不同资产类别的专业方案来带领客户向前。为了充分利用这种灵活性，我们可能需要就总体框架与客户达成一致，然后在框架之内，资产配置决策的时机和规模由投资经理决定。

颠覆性创新正在重塑我们的世界，洞察力和应变力对未来投资的成功至关重要。

人工智能、区块链、机器学习等新技术正在颠覆各行各业，并且令强者更强、弱者越弱。采取主动管理策略的投资人能够分辨出市场信号和噪音，提高资本配置效率，进而支持我们的客户、其他利益相关方和社会实现其整体目标。

主动管理投资经理能够提高资本配置效率，进而支持我们的客户、其他利益相关方和社会实现其整体目标

相较于主动应变，被动投资经理则是



文焯彦 (Andreas Utermann)
行政总裁暨环球投资总监

被迫应对这些翻天覆地的变化。被动投资的另一大问题是，某些行业将由盛转衰，但它却给以最大权重。顺周期性，即从众或跟踪周期，有可能导致巨大的价值损失。

相比之下，主动管理的投资经理满怀信心迎接未来。我们应对环境、社会及企业管治 (ESG) 因素的方法就是一个很好的例子。我们将ESG因素整合到我们的投资流程中，与企业合作推动业绩提升，并且要让管理团队承担责任。

然而，不管有多赞成主动管理，主动投资经理都需要证明自己能带来合理价值。这包括大胆创新的定价方式。

我们最近引入了一种收取表现费用的新方法，与被动投资产品相比，这项“优异表现费”类别的投资，收取的基本费用较低。只有当我们取得卓越业绩时，客户才需要支付额外的优异表现费用。

我们的这种方法产生了积极的反响。我们并非要否定固定收费模式，我们只是想给客户提供更多的选择，让他们在这一过程中拥有自主权。

(续至下页)

观点

(续第三页)

此外，固定收费模式刺激资产管理规模扩大，而转向以绩效为收费准则，则鼓励我们限制基金的份额。通过这种方法，我们便可以更好地争取基金的

额外回报潜力，并专注于和客户分享价值。

我们的目标是与客户在如何增值方面达成共识。

我们的优异表现费模型有助于我们与客户之间进行价值分享。

资管行业需要重获客户和利益相关方的信任。主动管理的投资经理在投资之旅中与客户相伴而行，创新费用结构以节省成本增加价值，并专注于下一个投资风口，以此赢得信任。

贫富悬殊

缩小贫富悬殊， 专注包容性增长

要点

- 目前，低速增长环境滋生出一系列社会问题，例如，民粹主义卷土重来，贫富悬殊日益加剧
- 采取“包容性增长”，如花高薪聘请员工，或可扭转全球经济颓势，同时缩小贫富悬殊
- 正如福特汽车创办人亨利·福特所言，高薪能够提高生产力和利润率，同时降低人员流动率，还能促进中产阶级发展壮大
- 花高薪聘请高素质劳动力不仅能够提高商业模式的盈利能力和可持续性，而且还能带来普遍长期增长

金融危机以来，全球经济一直未能实现高速增长。从历史来看，低利率和看似自由流动的信贷使经济免于倒退，并且提高了企业利润，但是它们未能推动进一步增长。除了经济损失之外，还有很多社会和政治问题浮现出来，例如，民粹主义卷土重来，贫富悬殊加大。

修复全球经济、安抚与日俱增的社会不满情绪，需要多策并举

简单的方案无法解决这些问题，唯有多策并举，方能修复全球经济和安抚与日俱增的社会不满情绪。鼓励政府和企业实施“包容性增长”，全社会共享经

济发展成果以缩小贫富悬殊，或许不失为一种可行的解决方案。

美国汽车巨头亨利·福特就是使用该方法来解决所面临的问题。他为世人铭记主要是因为他创造性地引入流水线大规模生产T型车并大获成功，但他如何通过高薪来维持劳动力稳定和提

高生产力却鲜为人知。T型车广受欢迎，但福特意识到员工长期缺勤和高流动率会使公司利润下滑，因此他决定将工人工资提高到非常有竞争力的水平，使工人不愿冒险离职或失业。



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

福特的策略成效显著：员工流动率下降了，工人技能提升了，生产线效率持续改善，利润节节升高。福特这种方法不仅让自己的公司受益，还促进了美国中产阶级的发展壮大，并无形创造了一种日益受消费需求驱动的经济形态。

与福特的方法截然不同的是，当今许多公司管理团队通过削减成本，尤其是劳动力成本，来追求短期利润。此外，许多公司的资本支出并非明智之举，它们通过股票回购推升股票期权，尽管股票回购实际上有损公司的中期回报，因为用于股票回购的资金原本可以用来投资以增强公司竞争力。利润和股价的这种上升，通常是以牺牲员工、环境有时甚至是公司产品质量为代价换来的。

削减成本固然能提高短期利润，但也会损害员工、环境和产品质量

(续至下页)

贫富悬殊

(续第四页)

当然，大多数公司的存在是为了创造利润。但是公司是它们所在社区的社会和伦理结构的组成部分，因此追求利润只是其目标之一。公司通过管理长期风险，致力于提高生产力并不断创新，以及设法为它们赖以生存的社会做贡献，来促进企业的发展，从而形成可持续发展的商业模式。

提高工资是社会所需的包容性增长的组成部分，但仅增加工资并不能立即修补数十年来日趋加剧的贫富悬殊和经济增长缺陷。此外还有许多来自其他方面的经济压力，包括人工智能和机器人的兴起。牛津大学的一项调查数据显示，美国47%的工作岗位可能不久就会被计算机取代。

因此，如果企业想让它们的商业模式持续盈利，那么它们不能只提高工资水平，还要注重提高员工的技能水平。此外，如果政府真想减少贫富悬殊造成的一些长期影响，就必须实施政策来帮助工人逐步适应新岗位。

世界经济低速增长，该如何偿还债务？

世界经济低速增长不利于某些经济体降低其债务水平，而包容性增长提供了一种更容易为人所接受的解决方案，特别是在一些替代方案不尽人意的情况下：

- 1. 实施紧缩政策：**这种方法要求相关经济体在不依赖债务减免的情况下，实施严格的紧缩政策以提高效率，偿还过多的债务。这种方法有可能加剧贫富悬殊，使民粹主义之风盛行。
- 2. 债务违约：**这有可能对金融系统造成毁灭性的打击，并且会导致违约国未来多年都无法摆脱严峻的经济形势，而且还有可能以出人意料的方式改变其政治体系。比如阿根廷仍未从一个世纪的频繁违约中恢复元气。
- 3. 通过通胀违约：**这种解决方案可以说与直接违约一样危害巨大，这是因为通胀对社会穷人的伤害远超富人。许多中央银行将年目标通胀率设定在2%左右，但随着时间的推移，哪怕是相对较低的通胀水平也会显著削弱购买力。
- 4. 通过恶性通胀违约：**历史表明，这种做法不仅会导致经济崩溃，还会导致社会瓦解，1920年代的德国魏玛共和国以及今天的津巴布韦和委内瑞拉就出现了此种情况。

这种包容性增长方法或许会产生一些阵痛，利润和投资业绩可能会受到短期冲击，但其产生的中长期效益可能是全面恢复增长。毫无疑问，这更符合社会需求：经济繁荣会惠及所有人，并

引领我们未来实现可持续发展。

包容性增长可能会产生短期阵痛，但其长期效益更符合社会需求

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。本文件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7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 8 | 565858 | INSIGHTS_八月 | 03285