

Active is: 探索投资新意念 安联投资评析

3 贫富悬殊
环球央行加剧贫富悬殊

4 观点
波动市中抓紧机遇

6 美国观点
对抗衰退

环球观点

伦敦投资论坛要点

最近在伦敦举行的投资论坛上, 我们的专家聚首一堂讨论当前的全球经济状况, 以及投资者应如何应对市场变化。我们的共识是, 全球经济表现仍然理想, 不过政治和贸易议题对市场的影响, 却越来越难以捉摸。

投资启示

- 非欧盟业务占比较多的大型英国出口商, 可能会受惠于其较为分散的业务和英镑转弱
- 贸易政策改变所引起的市场波动, 或会带来入市机会
- 强调管理层薪酬合理和着重员工培训的公司, 可望受惠于高效能的团队
- 网络风险或会严重影响股价, 需要寻找一些能够处理这类问题的公司
- 将基础建设视为能提供可持续性提供长期潜在回报的投资, 以分散组合风险
- 未来的投资回报有可能会减少, 避免只追求过去表现良好的策略



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

英国脱欧问题不会由单一决定来解决, 也并不是所有行业都会成为输家

英国近年经济增长放缓, 其脱欧进程已破坏当地实际GDP。无论2019年的开局如何, 英国的经济发展仍不清晰, 而脱欧的细节还需数月甚至数年才会尘埃落定。然而清晰可见的是, 并非所有行业都会以同样的方式受脱欧所影响, 例如, 如果出现「硬脱欧」, 英镑走弱可能有利大型英国出口商, 因为他们的业务较为分散。

(续至下页)

环球观点

贸易战对市场不利，但不一定对主动投资者构成负面影响

美国总统特朗普继续改变环球贸易条件，虽然这还未使美国市场脱轨，但一些行业正在挣扎。随着美国与墨西哥、加拿大和德国，以及其他主要贸易伙伴达成新的双边协议，可能会令市场波动，带来买入机会。

中国正处于总统特朗普的枪眼下，但中方可能倾向进行谈判，特别是考虑到中国希望向外国投资者开放市场。不过，如果新兴市场经济放缓，或者中国采取更多报复行径，美国或成为投资者相对最安全的地方。

贫富悬殊对经济带来破坏性，但这为关注ESG的投资者创造优势

贫富悬殊已经成为美国和政治对话中，不可或缺的一部分。在这些对话当中，财富差距继续扩大。这是投资者必须注意的警号，尤其是贫富悬殊可能导致破坏、不稳定、环境恶化，以及一系列的社会弊病。

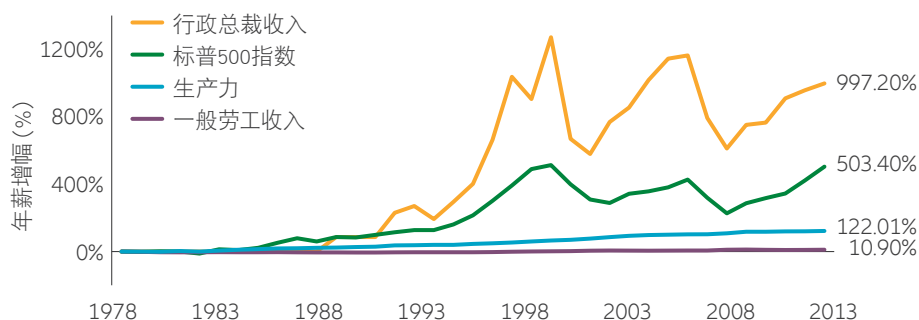
贫富悬殊可能导致破坏、不稳定、环境恶化和一系列的社会弊病

从投资角度来看，有两种主要方法可以解决这个问题：

- 首先是通过与企业管理团队合作，以解决管治问题，这是日渐变得重要的ESG（环境，社会和企业管治）投资领域中的关键部分。管理层的薪酬与绩效挂钩，有助减低收入差距；虽然自动化工序和人工智能不断普及，但真正专注于培训的企业，

自1978年起，企业行政总裁的薪酬几何级数上升

经通胀调整后的年薪，1978至2014年



资料来源：经济政策研究所分析Compustat's ExecuComp数据库、圣路易斯联储银行的联储经济数据、当前就业情况统计、商务部经济分析局以国民收入和产品账户，并见于《Top CEOs Make 300 Times More than Typical Workers》一文。数据截至2014年。

可令团队茁壮成长。

- 第二是透过改善金融包容性、提高金融知识，以及协助投资者管理风险和创造财富，来增加资本市场参与度。当投资者和资产管理者创造并共享价值时，更能让我们共同分担社会责任。

企业应对网络风险正当时

对主要企业来说，网络攻击已不只是单纯的烦恼，而是严峻的问题。我们正身处一个跨越所有行业、地理位置和业务规范的环境中，网络攻击根本难以预测。对投资者而言，公司股价可能因弥补损失或声誉受损而下跌。

可喜的是，许多公司在打击网络破坏方面已取得惊人的进展，但不同公司应对能力差别很大。主动参与管理团队，能更好地了解哪些企业在应对网络风险方面已经准备就绪。

主动参与更能了解哪些公司已在应对网络风险方面准备就绪

基建投资自2008年以来翻了两番

越来越多投资者将基建投资视为平衡

投资组合的一种方式。数据追踪机构Preqin表示，过去10年管理的基建资产总量，便增长了超过四倍。

这种另类投资对投资者具有吸引力，因为它能提供稳定的潜在长期回报，改善组合的多元性，并有助防范通胀。这是获得政府大力支持的领域，尤其是在绿色基建领域。根据国际金融公司的数据，到2030年，对城市水资源基建投资的需求，可能超过13万亿美元；而到2040年，风电和太阳能发电市场，可能需要6万亿美元的投资。

通过长期主动投资来应对顺周期性

虽然目前全球经济表现相对偏好，但未来的不确定性存在，而且更为波动。在未来的5至10年内，投资回报可能变得温和，投资者需要更加努力，不应错误地只追求过去表现良好的策略，而忽略那些可能在未来具有极大潜力的策略。主动投资策略，有助创造价值，并能降低投资组合风险。

贫富悬殊

环球央行加剧贫富悬殊



Stefan Hofrichter, 特许财务分析师
环球经济师

重点

- 贫富悬殊拖累经济增长、加剧社会不稳，增加政府财政压力
- 央行认为贫富悬殊非他们所能控制，并归因于科技革新及全球化
- 我们相信货币政策刺激风险资产的价格急升、推高债务水平、偏袒金融行业，都加剧了贫富悬殊
- 超低利率导致资源错配，并催生越来越多「僵尸企业」

贫富悬殊在过去数十年持续恶化，并成为是一个全球迫切的问题。贫富悬殊不仅拖累经济增长，同时加剧社会不稳，以及增加政府的财政压力。

大部分学者及央行都将日益严重的贫富悬殊，归咎于自动化以及金融业的发展。然而，我们相信近年过度宽松的货币政策，也是加剧结构性财富及收入不均的重要因素。

近年过度宽松的货币政策加剧结构性的财富不均

贫富不均恶化的传统成因

不论是新兴或发达国家，全球贫富悬

殊的问题在上世纪八十年代初开始加剧，但美国的趋势尤其令人震惊。美国的基尼系数（用以衡量贫富悬殊）现正处于1930年代以来的新高。

大部分学术研究指出，贫富悬殊的主因是自动化。当机器及新技术取代大量人力及重复性的工作，低技术工人的薪酬便会下跌，中等收入者的角色也被减弱。很多学者也认为工会组织减弱，以及金融行业崛起，也是收入差距扩大的额外成因。

央行一般认为贫富不均的原因是科技变革及全球化等并非货币政策所能控制的元素。他们相信只要货币政策是

对称的，即政策宽松及收紧时的力度都是一样，长远而言政策的正面及负面效用会平衡过来。

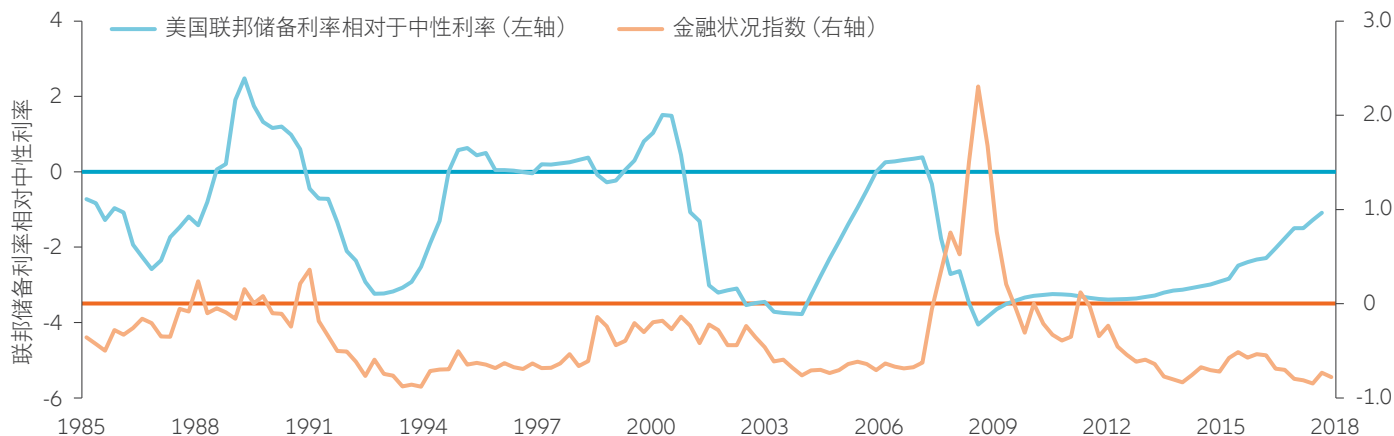
我们认为不对称的货币政策加剧了财富不均问题

但我们对这个假设存在疑问，我们认为过去数十年的货币政策并不对称，而美国及欧洲自上世纪八十年代以来的货币政策，平均而言是倾向过于宽松。

(续至下页)

1980年代以来央行货币政策倾向过于宽松

美国联邦储备利率相对于中性利率及芝加哥联储银行国家金融状况指数



贫富悬殊

(续第三页)

过度宽松的货币政策加剧贫富不均，主因有以下三个：

1. 风险资产价格上升

过度扩张的货币政策下，投资者预期未来经济会转强，刺激风险资产价格上扬。事实上，全球股票自1980年代中期，回报一直高于平均水平。拥有资产的人士受惠于资产价格及资本收入史无前例的升势，自此结构性的财富及收入不均问题大幅恶化。

2. 债务显著上升

低利率的确为经济带来即时刺激作用，但同时也推动债务水平大幅上升。过去数十年来，企业及家庭债务占GDP的比率，持续攀升至150%的新高。廉价的资金令投资者更容易赚钱，一些低效率的投资项目亦变得有利可图，结

果降低了生产力，同时加剧贫富悬殊。这在近年导致资源错配，利息开支大于营运利润的「僵尸企业」数目不断上升，也意味一些年轻而具备较高生产力的公司可获取的融资会相应减少，进一步拖低经济增长并加剧贫富不均。

低利率可刺激经济，但也显著推高债务水平

3. 金融业的扩张

金融业在几大方面受惠于不对等的货币政策。首先，金融机构直接投资于风险资产，相关资产受惠于低利率。其次，金融市场畅旺，金融机构的佣金及利息收入增幅高于平均水平。美国的银行及保险公司在GDP的占比自1980年代中期起显著上升，加拿大、瑞典、澳洲及中国在金融危机后的情况亦一样。由于金融业在GDP中的占比极大，金融业从业员的薪酬相应上升，意味整体经济中其他行业的收入减少。

货币政策框架尤关生产力、经济增长和贫富差距

我们对货币政策如何影响财富收入分配以至生产力的看法，与主流有点不同。我们认同扭曲的货币政策并非生产力减速增长及收入不均恶化的唯一原因，其他因素还包括竞争法、银行规管及税务政策等。不过，货币政策的框架本身已对生产力、经济增长及财富不均带来负面效果。

货币政策框架会对生产力、经济增长及财富和收入不均带来负面效果

观点

波动市况中抓紧机遇

重点

- 经历过去10年的稳定升市，环球市场前景愈趋不明朗，后市有机会转趋波动
- 有准备的人仍可在波动市况中找到投资机会，尤其是当市场的相关性正在减弱
- 指数相关的投资产品会受惠牛市的升浪，但当市况转弱时，也会随之下跌

2018年初市场转趋波动，提醒投资者过去10年股市的持续升势已告一段落。芝加哥期权交易所的波动率指数（VIX）在过去一年一直在历史低位徘徊，但在2月初数日之内却抽升逾一倍。

有「恐慌指数」之称的波动率指数大幅上升，是因为投资者越来越关注股市估值过高以及加息，会引发股市调整的风险。



Eric Boess, 特许财务分析师
环球交易部主管

几项宏观因素加剧投资者的忧虑，一是环球经济复苏步伐并不一致，英国脱欧以至民粹主义兴起，令欧洲前景更添不明朗，贸易战危机亦令环球股市不安。

投资者急切地观望联储局的退市政策，会如何影响美国强劲的经济表现。欧洲央行及英伦银行均开始结束量化宽松政策，这将导致资金成本上升。市

(续至下页)

观点

(续第四页)

场难以确定央行的利率走向,也会增加市场的波动性。

波动为勇者创造机会

不过若投资者能在新环境中认清方向,即使越来越难发掘到潜在回报,市场的波动增加,亦可能会创造投资机会。因为资产价格有更大机会被高估或低估,主动管理的基金经理可以专注于具备强劲前景的公司、行业和地区。在平稳的市况下,这些机会则极为罕见。

波动增加可能创造更多机会,即使越来越难发掘到潜在回报

回归现实

虽然市场波动预期会上升,但其实市场只是回归常态。

投资者以往习惯了赚容易钱,很多人都投入被动管理的投资工具,便可以捕

捉到大市升浪。但这些投资者很快将会发现,指数相关投资产品只能受惠牛市升浪,但当市况转弱时也会跟随下跌。

事实上,研究显示被动管理资产在波动市场中会跑输基准指数,而其追踪误差也会上升,尤其是当相关指数的流动性不高时。

避开坏债

转趋波动的不只是股市,所有资产类别的市场波幅均会上升。固定收益市场的债务水平在过去10年大幅上升,当中企业债的升幅尤其显着。在这市况中,主动管理的策略会比紧贴指数为佳。主动管理基金经理的目标,是判断哪些固定收益证券(例如政府债、企业债、新兴市场债券等)最能提供可靠的回报潜力。

全天候的投资策略

主动管理在任何市况下都有其优势。当前适合采取主动管理策略,并不只

是基于市场环境的转变。不论市场波幅有多少,一个主动管理的基金经理的任务,都是按照与客户订立的框架,达致其回报及风险的目标。投资者可以冒较大风险以获取较合理的回报,但他们也要审慎选取风险,以结合主动策略、基本面研究的方式,尽量好好管理风险。

不管未来发生什么事情,市场仍然存在机会。主动管理基金经理的哲学,就是要预测市况,并达成投资者的目标。

投资者可以冒较大风险,但他们应尽量好好管理风险

2018年2月波动率指数由多年低位急升

自2007年起芝加哥期权交易所波动率指数每日开市价



资料来源: 芝加哥期权交易所, 数据截至2018年9月。

美国观点

对抗衰退

重点

- 随着美国增长步伐加快, 有可能出现较高通胀, 而过度信贷似乎仍会持续
- 市场未见即时的信贷危机, 联储局亦不太忧虑衰退
- 投资者应留意环球债务急升的情况, 央行提供的流动性缩减, 短期政策利率可能上升
- 基于这些因素, 投资者应尽量避免过度挤拥的市场, 配置资产时应选择流动性较高的市场



Steven Malin, PhD
高级投资策略师

强劲增长不可持续

美国经济表现强劲, 但值得注意的是当地第二季度实质GDP增长达4%, 远优于大部分经济师预期2%至2.5%的可持续水平。美国人口增长缓慢, 生产力难以上升, 名义经济增长加快, 通胀在短期内可能有加快上升的风险。

过去10年的过度信贷很可能在明年持续, 政府及企业在环球资本市场大举借贷, 单是美国联邦政府在2018财年, 料已需要借贷逾1万亿美元, 而企业将需要以较高的利率, 为4万亿美元的债务再融资。部分债务沉重的州份及地区政府, 以及大量企业, 将可能无法运作。虽然情况令人关注, 但相信不会爆发即时信贷危机。

央行政策不影响金融市场

联储局、欧洲央行及日本央行实际及预测的紧缩政策, 在2019年中之前料不会对金融市场带来太大影响。在联储局的指引下, 政策利率短期料会在窄

幅波动。到目前为止, 缩表只会对市场利率造成温和上升的压力, 主要是因为投资者增购美国国债, 推高融资市场利率。

主要央行的紧缩政策, 在2019年中之前料不会对金融市场带来太大影响

某程度上, 目前的经济前景有机会转变, 随之而来的可能是全新的市场趋势以及较大的利率波动。在此之前, 长债收益率料仍会窄幅上落, 而短债息率则可能有轻微上升压力, 收益率曲线仍会维持相对平坦的形态。

无需担心收益率曲线

自二战之后, 美国每次衰退之前都会出现收益率曲线反向的情况, 但联储局主席鲍威尔 (Jerome Powell) 对此不太忧虑。生产力仍是中性利率的主要推动力, 虽然生产力近期回升, 但会否出现新趋势仍言之尚早。生产力温和上升, 债券的期限溢价将成为长期利率上升的唯一推动力, 但这情况短期内料不会发生。

如果鲍威尔对反向收益率曲线的理解正确, 只要短期利率维持在接近甚至低于长远预期平均值, 收益率曲线反向亦不会有大问题。

流动性问题出现

虽然联储局利率及资产负债表正常化暂时尚未震荡金融市场, 流动性资金持续流走却可能引发流动性危机。

交易员的报价, 越来越多时候与买家叫价有一段距离。部分投资者尤其是大型资产管理者转向其他市场, 最终可能导致该市场更缺乏流动性资金, 加剧潜在流动性危机。

持续撤资或引发流动性危机

从对冲或投机者的角度, 交易量减少是流动性收紧甚至消失的先兆, 一旦市场出现抛售便会引爆危机。2018年2月的极端波动似乎支持这一论点。债务水

(续至下页)

美国观点

(续第六页)

平会在多久后和如何转化成危机，取决于经济及货币政策的走向。

在较理想的情景，若整体企业盈利上升，而央行以缓慢及预期中的步伐加息，企业的债务比率甚至可能回落。然而，若出现较差的情况，例如爆发大规模贸易战，或者联储局紧缩步伐比预期快，负债较重的企业将难以处理债务问题。投资者要审慎考虑，将流动性放在首位。

选择相关性低的资产

若实际经济增长在加息周期中回落，所有资产价格估计均会下跌，这将不是下次衰退的结果，而很可能是衰退的原因。

资产价格下跌不是下次衰退的结果，而是原因

美国以至全球经济以及金融市场，因应货币政策、财政状况、政府监管以至贸易政策的改变而出现的调整，料会引发不同资产市场的轮转。即使遇上市场升浪，预料亦不可能推高所有资产。

在这种情况下，投资者宜采取以下的多方策略

- 广泛分散投资于不相关的资产类别；
- 愿意并有能力迅速入市或离场；
- 以每个资产类别中流动性最高的资产为优先选项；及
- 选择可以捕捉特殊机会的主动管理基金经理。

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。

2018安联投资。保留所有权利。

卷 10, 期号 10 | 613453 | INSIGHTS_十月 | 03408