

# Active is: 探索投資新意念 安联投资评析

## 3 放眼世界

水：一项重要的可投资资产

## 4 欧洲观点

欧洲股市被忽视了吗？

## 6 基层研究

汽油价格居高不下正在改变消费者的消费习惯

环球展望

## 谨防通胀：暗流涌动

### 关键结论

- 通胀可能暂时消失，但不应被抛诸脑后：石油价格、货币波动和贸易战，都可能意外推高通胀
- 通胀因素与结构性反通胀力量的结合，增加了央行决策失误的风险
- 央行预感到通胀之时，多半会欢呼雀跃，而不是打压控制
- 想应对通胀的不利影响，投资者应该考虑实物资产、与通胀挂钩的债券和股票

投资者曾经知晓通胀的危害，但近四十年来，通胀不再是一个重要因素，不管是在全球经济还是在很多投资者的策略中，都是如此。这在一定程度上导致了自满情绪：对于消费者来说，他们不喜欢通胀，因为通胀意味着更高的价格；对投资者来说，则没有感觉到需

要争取更高实际回报的压力。

与此同时，各国央行普遍寻求保持一定的通胀水平，以保持经济增长；最近，每年2%的通胀率一直是他们的目标水平。然而，在后金融危机时代，央行基本都在通过低利率和量化宽松政策“印钞票”，通胀水平几乎没有变化。



杜纳恩 (Neil Dwane)  
环球投资策略师

**危机后，各大央行基本都增发了货币，通胀水平几乎没有改变**

对抗通胀的其实是某些反通胀的结构性力量，比如，人口老龄化和全球劳动人口的萎缩，这些力量丝毫没有减弱的迹象。竞争的加剧和数字经济的崛起，也使企业更难提高价格。这些令人忧心的状况，令各国央行在试图达到通胀目标时，面临着更大的政策失误风险。

(续至下页)

## 环球展望

(续第一页)

### 通胀缘何会走高？

即使通胀可能暂时消失，它绝不该被抛诸脑后。我们认为有一系列理由可以预测通胀可能意外走高：

- 油价似乎将继续徘徊在75美元/桶水平，这可能引起通货膨胀。而来自中东的石油冲击或将进一步推高油价
- 主要央行之间货币政策的分歧正导致货币市场波动，对贸易大国来说，货币走软意味着进口通胀，这或将损害实际的消费者支出和投资
- 中国开启国有企业改革，并且开始为利润而出口，而不是为了就业，较高的贸易商品价格有利于出口商，但对消费者不利
- 贸易战可能不会持续过久，但美国与中国或其他国家之间的贸易摩擦，很可能导致全球通胀小幅上升
- 资产价格受到“廉价”货币和大量杠杆的提振，但如果购买和租赁价格持续上涨，消费支出下降，经济不平等加剧，房地产市场也可能引发问题
- 企业面临着工资和原材料价格上涨带来的成本提高。最终，他们可能不得不在提高价格和降低利润率之间做出选择

**投入成本上升意味着企业最终可能被迫提高价格或降低利润率**

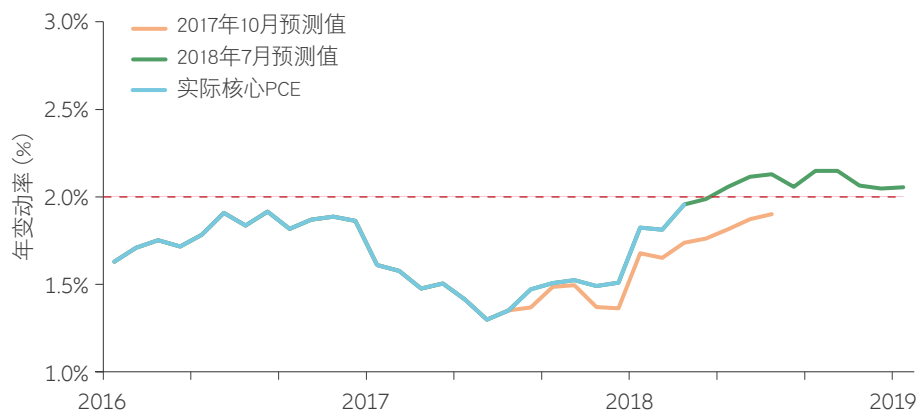
### 央行采取不同策略应对通胀

通过采用史上最低的利率水平，全球经济走出了2007-2008年的金融危机，却引发了债务的积累。大规模去杠杆已成为过去，但大部分的全球债券却不是通过常规手段（偿还或违约）来消化，而是经由“通胀式违约”来偿还。

从这个意义上说，各国央行可能会欢迎通胀，而不是像几十年前那样试图遏

### 核心通胀率可能超过美联储2%的目标

核心个人消费支出平减指数（PCE）预测(2016-2019年)



来源：美国经济分析局；安联投资，数据截至2018年7月25日。

制。但是，由于每个经济体都面临不同的威胁和机遇，投资者应该预期到，央行将采取不同方法来管理不同的经济状况。

### 投资者如何对抗通胀

鉴于近年来相对缺乏通货膨胀，太多的投资者可能忽略了要对投资组合进行保护。这是不对的，因为，随着时间的推移即使是相对较低的通胀水平也会严重削弱购买力。

**随着时间的推移，即使低水平的通胀也会严重削弱购买力**

为了抗击通胀，可以考虑大宗商品和房地产等实物资产，这些资产比债券和现金等金融资产具备更多的实际价值：

- 虽然房地产一直是一个比较好的抗通胀手段，但在许多地区房产过于昂贵，除非持有多年，否则它的用处就会降低
- 基础设施资产往往有望提供有吸引力的长期回报，并可以帮助机构投资者进行负债匹配，但目前，其收益率较低
- 黄金既可以对冲通胀，也可以防范中央银行的政策错误。除了实物资产外，最常见的两种对冲通货膨胀的方法是，与通货膨胀挂钩的债券（ILBs）和股票
- 虽然股票跟房地产作用类似，但可能在短期内出现过大幅度的波动，无法成为有效的通胀对冲工具

— ILBs流动性明显低于许多其他固定收益证券，而且，由于大型机构投资者为了匹配其长期负债进行购买和持有，其价格可能上涨。

— ILBs之所以有吸引力，是因为它们能够根据不断变化的通胀水平进行调整，波动性显著降低，并能提供多样化的全球机会组合，鉴于如今许多传统固定收益投资无法提供有吸引力的实际回报，ILBs的这些特点显得尤其有用。

**实物资产、与通胀挂钩的债券和股票是最常见的通胀对冲工具**

### 保护购买力至关重要

尽管关于通货膨胀的真实水平是多少，抑或为何通胀未能恢复历史水平的讨论不绝于耳，我们认为，更重要的问题在于，那些受困于通胀自满情绪的投资者。投资者应该在适当的风险水平上进行财富增值，以保护他们的购买力不受更长期通胀的威胁，哪怕通胀只有2%。一位历史上最著名的投资者约翰·邓普顿爵士（Sir John Templeton）曾表示：

“投资的目标是实现最大的实际总回报。也就是扣除税和通胀后的投资回报，这是大多数长期投资者的唯一理性目标。任何投资策略如果不能认识到税收和通胀的潜在影响，就无法认识到投资环境的真实性，从而受到严重影响。”

放眼世界

# 水：一项重要的可投资资产

## 关键结论

- 在连续数十年的警告之后，全球许多最关键的水务基础设施和技术方面的投资仍悬而未决。
- 水供应和需求之间的结构性不平衡以及缩小这些差距的压力，使水务投资对投资者来说格外具有吸引力。
- 水务可以作为具有高增长前景的防御性投资主题，成为当今不确定的市场条件下的有益组合



Andreas Fruschki, CFA  
欧洲股票研究主管

如何应对的投资者来说，这将非常具有吸引力。

## 如何投资水务

投资水务与投资其他商品不同，因为水本身不是可交易资产。虽然雨水是“免费”的，但自来水却是一种具有很高社会价值的商品，而且对环境因素极为敏感。

因此，需要对整个供水供应链进行重大投资，才能为城市和农业地区提供清洁水，而这正是为投资者创造价值的地方。集水井、泵站、过滤液和污水处理都是复杂淡水和废水系统的关键部分。减少水损耗和进一步改善输送链质量的技术也同样重要。

**需要在整个水供应链进行重大投资，才能为城市和农场提供清洁用水**

全球改善水务基础设施的需求日益增长，提供解决方案的公司有望获益，他们的产品和服务将极有可能得到持续的社会和政府支持。

想要对水务进行投资，最好的办法就是投资于一个集中的、高度确定的投资组合，覆盖在水行业最稳定领域中涉足最多的公司的股票。将环境、社会和治理因素（ESG）纳入投资过程，也有

(续至下页)

在对气温上升和气候变化的担忧充斥各大媒体的同时，最近的新闻头条中，也增添了一系列有关水资源问题的报道。

- 在南非的开普敦，人们一直在与“零日”（干旱城市水龙头彻底干涸的临界点）的快速逼近作斗争。
- 美国加州持续多年的干旱，引发了毁灭性的夏季山火，全州紧急应对
- 伦敦降雨量低于正常水平，只能从主要河流抽水，引发了人们对英国首都的担忧，担心伦敦或很快就会遭遇供水问题

虽然清洁水源在发展中国家一直是个问题，但主要城市和发达国家也在尽全力保证其水供应，这一事实说明了世界水务基础设施问题的严重性。

## 寻本溯源

几十年来，尽管科学家和工程师们不断开发新的解决方案，希望将水资源丰富的地区与缺水的地区对接起来，并提高用水效率，但专家们仍在持续发出警告，水资源短缺的风险日益增大。

**尽管科学家们不断为解决水资源问题开发新的解决方案，但专家们还是一早就警告过水资源短缺问题**

城市化和人口增长、工业过程中不断上升的用水强度、高产耕种和消费者生活方式的改变，都在给水系统造成压力。尽管这些因素也许是个别因素，变动速度也不快，但结合在一起，就会形成强大的整体趋势，如不加以解决，可能会对农业、工业和日常生活造成严重破坏。

那么，是什么在阻碍投资呢？一个问题就是，修复世界水务基础设施是一项代价高昂的长期工程，而对于普通民众来说，供水网络的大部分环节是看不见的。只要有水从水龙头里流出，人们就不太会为水循环中的隐藏部分而担忧。

政客们也不敢为建设或修复废水处理厂或实施新的污水过滤技术，而贸然推行税款征收。因此，水系统的升级很容易就被放弃。

不过虽说投资的全面匮乏会导致诸多问题，它却使得水务成为一个被低估、被忽视的投资主题，对于那些知道该

## 放眼世界

(续第三页)

望改善与社会责任投资相关的表现。此外,积极挑选与水务相关公司的股票有助于减少周期性和波动性。

**将ESG因素纳入水务投资的过程,可以进一步提升与社会责任投资潜在关联的业绩表现**

### 水务投资的未来

只有少数国家达到了水可以日常安全

饮用、或可以安全轻松地排放回环境的精密标准。然而,确保清洁水的稳定供应是世界各国的共同目标,这使水务成为值得追求的投资主题。

除了前景看好之外,水务投资的另一大亮点是对水的社会需求,可以使投资免受政治不确定性的影响,并可以加强持续投资所需要的监管支持。

在更广泛的经济周期中,与水务相关的投资也比其他投资的依赖性更小。主要水务市场参与者所展示的综合市场

和技术领先地位可以提供更强的定价能力和更稳定的利润潜力。

考虑到这些驱动因素的组合(包括供需失衡和防范更广泛的政治和经济波动),水务可以成为一个具有高增长前景的防御性投资主题。在当今充满不确定性的市场条件下,水,可能成为对投资者更具有吸引力的选择。

## 欧洲观点

# 欧洲股市被忽视了吗?

### 关键结论

- 与以科技为主导的美国市场不同,欧洲有更多“古老”的行业,如工业或金融企业,这使得欧洲股票的价格极具吸引力
- 欧洲有什么吸引人之处呢? GDP增长率保持在2%以上,失业率持续下降:最新的欧元区数据显示,失业率降至2008年12月以来的最低水平
- 作为主动型资产管理公司,我们发现很多欧洲公司财务状况良好、货品供不应求甚至抱怨产能不足
- 对欧洲来说,考虑关注股利的价值投资策略:金融股和能源股颇具吸引力

今年夏天,欧洲股市指数再次开始落后于美国股市,投资者今年大部分时间都在逐步远离欧洲。然而,欧洲市场经济增长稳健、宏观经济数据强劲、许多运营良好的公司价格被低估,我们认为,市场对欧洲的担忧显得有些过头。

近来,投资者更钟情于美国而非欧洲,这很大程度上是因为主导美国的高科技行业快速发展。美银美林(Bank Of America Merrill Lynch)的数据显示,截至6月12日,科技在整个美国市场中所占比例超过25%,而欧元区市

场的科技公司占比还不足10%。欧洲的行业分布更为均衡,以工业或金融类“古老”传统业务的比例最高。

但这并不一定是坏事,特别是想想过去行业过度集中期间发生的事情——包括互联网泡沫时期的科技行业、2006年房地产泡沫期间的金融行业和20世纪70年代的能源行业。

此外,一些针对投资组合经理的调查显示,市场上最超买的板块是美国科技股,而欧洲金融股是最超卖的板块。



**Jörg de Vries-Hippen, CFA**  
欧洲股票业务首席投资官

因此,虽然英国脱欧问题可能仍萦绕于投资者心头,但也许是时候重新考虑欧洲的机会了。

**市场上最超买的板块是美国科技股,而欧洲金融股是最超卖的板块**

### 欧洲不应受到如此冷遇

大部分投资者极不看好欧洲。欧洲股票市场最近连续第24周出现资金外流,抵消了2017年一年所有的资金流入。

然而,虽然由于法国和意大利,欧元区第二季度经济增长放缓,但预计今年欧元区GDP增长将保持在2%左右。这些数据应该对欧洲股市有支撑作用。此外,欧洲最新一批宏观经济数据包含

(续至下页)



## 欧洲观点

(续第四页)

许多亮点:

- 工业生产和出口活动已从暂时的低点恢复
- 在建筑业和工业产值的提振下, 英国第二季度GDP增长恢复势头
- 欧元区失业率继续下降; 最新数据显示, 失业率达到自2008年12月以来的最低值
- 总体就业率创历史新高, 工资增长明显回升; 德国等势头更盛的国家甚至可以感受到劳动力短缺

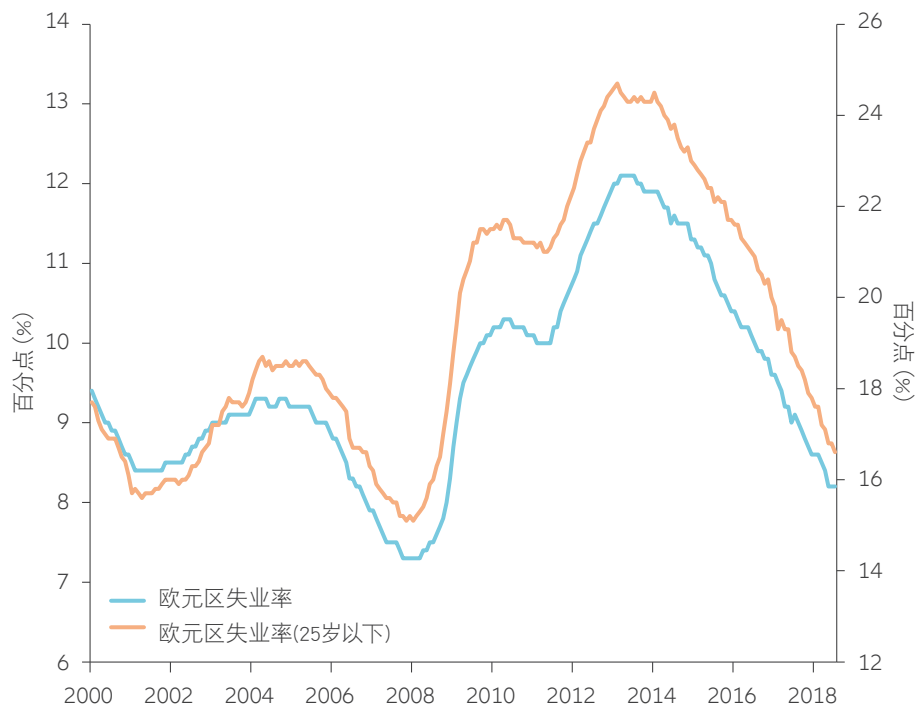
因此, 欧元区的家庭消费占GDP的50%以上, 家庭消费仍将是欧洲保持强劲经济表现的主要推动力。强劲的内需也保护了欧洲, 使其免受贸易紧张态势的影响

**由于就业强劲, 家庭消费将成为欧洲持续强劲经济表现的主要驱动力**

### 对欧洲的主动型投资策略

由于欧洲是一个非常开放的经济体, 当投资者担心全球贸易或新兴市场问题时, 该地区及其股票市场因而受到重创。然而, 围绕这些问题的一些担忧似乎有些过头, 市场总是先行动再发问。2016年6月23日的英国脱欧公投就是一个很好的例子。在最初的恐慌和剧烈的波动之后, 市场才开始重新关注支撑性的基本面数据。事实上, 自首次公投引发动荡以来, 欧洲市场的涨幅超过了25%。

### 尽管GDP暂时放缓, 但欧元区失业率仍在下降



资料来源: 欧盟统计局, 安联投资全球经济&策略。数据截止于2018年7月31日。

作为一名主动型资产管理公司, 我们关注基本面的事实。恐慌时刻经常导致错误判断, 导致资本损失。我们采取更加全面的考虑方法, 开始与欧洲公司加强互动。我们发现许多公司财务状况良好、货品供不应求甚至开始抱怨产能不足。

这使我们关注于以股利为重点、以价值为基础的欧股策略。欧洲的债券收益率很高, 证实了欧洲股票价值被低估。我们认为, 对支持股息支持良好的公司存在忽视, 这实属不该。此外, 适度上升的利率和持续、温和的经济扩张使欧洲的价值投资方面具有吸引力。这样的环境通常转化为更好的收益 - 例如, 对于金融公司而言, 很多都拥有强劲的股息支付。此外, 欧洲能源

公司正在进行的重组努力, 或会转化为强大的现金流和股息。

虽然近期波动性很大, 全球股票市场的大部分股票价值都被高估, 但我们认为欧洲市场价格仍然具有吸引力。当然, 投资者应该为在美国中期选举前的更多混乱和波动做好准备。但以优惠价格买进优质欧洲公司或会使投资者免受这种影响。在由科技感驱动的世界中, 可以考虑使用欧洲的“实质和价值”来平衡其他偏向增长和技术的投资组合。

**尽管近期市场波动较大, 但全球大部分市场的估值过高, 我们相信欧洲的价格仍具有吸引力**

## 基层研究

# 汽油价格居高不下正在改变消费者的消费习惯

## 关键结论

- 汽油价格上涨可能会从能源行业蔓延到日常消费领域；餐饮业和汽车业受到的冲击可能尤其严重
- 我们的最新调查显示，每10个美国消费者中就有7个表示，油价上涨正在影响他们的消费和储蓄
- 超过60%的受访者表示，过去三个月里，支付更高的汽油价格意味着他们要在减少在食品和餐馆上的支出

汽油价格一直在上涨，美国消费者正在感到压力。根据美国汽车协会的数据，2018年8月中旬，美国一加仑普通汽油的平均价格为2.83美元，较一年前上涨了约21%。

我们的投资专员正密切关注该专题，想知道消费者在汽油上的额外支出是否会导致整体消费支出的变化，并抵消近期由减税带来的利好，因为减税最初提高了许多美国消费者的整体实际收入。

## 基层研究结果解释了汽油价格造成的影响

为了帮助理解消费者因汽油支出增加而在哪些方面削减了开支，安联投资自有的内部研究部门基层研究，在2018年5月对全国约1000名司机进行了问卷调查。

结果表明：

- 84%的受访者注意到过去六个月的汽油价格上涨
- 71%的受访者表示价格上涨会影响他们在其他商品上的花费以及他们的储蓄能力
- 在84%注意到价格上涨的受访者中，与一年前相比，68%的受访者每周的用油支出增加从5到49美元不

等。大约20%用户的额外支出达到50美元以上

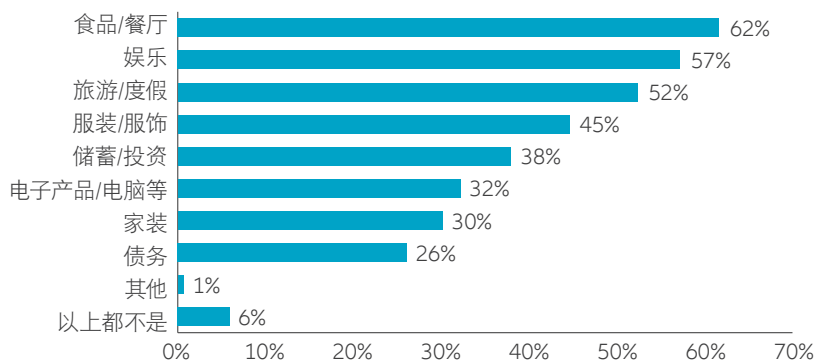
## 餐馆的损失最大

超过60%的受访者表示，在过去三个月中，汽油支出的增加造成了人们用于食品和外出就餐的支出减少，同样比例的受访者预计，如果油价居高不下，这种情况还会持续。

安联投资高级消费者研究分析师Jon Wolfenbarger表示，对低收入消费者外出就餐而言，汽油价格上涨是一个特殊的阻力。“调查结果可能有助于解释为什么今年以来的快餐销售数据令人失望。然而，在中高收入消费者的情况中，减税、稳定就业和工资增长抵消了汽油价格上涨的影响，因此今年休闲餐

## 高昂的汽油价格将影响餐馆、娱乐和休闲旅游的开支

问题：如果汽油价格居高不下，未来六个月，你是否希望减少以下支出？（选择所有合适选项）



资料来源：基层研究。数据截至2018年5月的。



**Phil Simon**  
基层研究分析师

饮业销售加速增长。”

## 关注汽车配件零售

从历史数据来看，汽油价格的大幅上涨损害了汽车零部件零售行业的销售业绩。安联投资消费者研究分析师Courtney Sheldon表示，关键是消费者的燃油支出越多，行驶里程就越少。“而汽车行驶里程越少，汽车需要维修的几率就越小，这也会影响到汽车配件零售商。我们将持续监测不断上涨的油价对这一数据点的影响，看看这是否会成为新的担忧。”

## 对投资的启发：油价升高意味着其他领域的支出减少

基于我们基层研究团队的调查结果，投资者需要密切关注非必要消费领域，包括快餐、娱乐以及汽车零部件的支出。我们的调查显示，如果汽油价格居高不下或继续走高，就会有更多行业受到影响，而不仅仅是能源行业。

Active is : Allianz Global Investors

与我们保持联系 | [cn.allianzgi.com](http://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8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 9 | 592923 | INSIGHTS\_九月 | 03359