

安聯投資評析

08/2016

環球概覽

英國脫歐動盪下的早期投資啟示

重點

- 「金融壓抑」持續令全球充滿不確定性，加上法國、土耳其及其他地區接連發生重大地緣政治事件，令情況進一步惡化。
- 英國經濟面臨重大阻力，但應可受惠於英倫銀行加推刺激措施、增加財政開支，以及貨幣轉弱。
- 歐洲面臨政治不明朗的困擾，對環球經濟增長呆滯亦非常敏感。
- 全球避險情緒高漲，促使資金由股市流向債市。由此可見，英國及歐洲股票的估值便宜似乎「不無理由」。
- 英國公投決定脫歐對亞洲市場造成的影響較為輕微，中國、印度和日本的經濟發展仍然正面。與此同時，美國現已成為全球預設的「資金避難所」。

英國支持脫歐的決定出乎意料，所引發市場反覆波動開始消退，環球市場在過去數週漸趨回穩，各國重拾各自的節奏，但整體基調仍然一致。

與此同時，除了受到英國脫歐消息影響外，歐洲接連遭受恐怖襲擊及土耳其試圖發動政變等其他多項因素，亦令環球經濟不明朗的情況加劇（本已高企，與我們的「金融壓抑」主題看法一致）。



杜納恩 (Neil Dwane)
環球投資策略師

由此可見，我們可審慎預期政治不明朗的因素將會增加，尤其是歐洲料將舉行多個公投，以及美國的11月總統大選。基於上述考慮，加上環球經濟增長呆滯，投資者的焦點難免會轉向尋求穩定收益。在這種「追求收益」的長期趨勢下，預期美國及亞洲資產將於年內餘下時間最為受益。

(續至第5頁)

1 環球概覽

英國脫歐動盪下的早期投資啟示

2 歐洲視野

如果歐洲央行無債可買怎辦？

3 放眼世界

日本央行認為需與安倍政府同步支持經濟

4 研究焦點

歐洲房地產業豈止提供「棲息之所」

Allianz 
Global Investors
安聯投資

實見 · 實現

歐洲視野

如果歐洲央行無債可買怎辦？

歐洲央行推行購買主權債券計劃至今已 有17個月，加上負存款利率和與英國脫歐 相關的政治不明朗升溫，導致歐元區逾半 數政府債券現時均提供負名義收益率。

有關情況再度引發「缺乏性恐慌」，令投 資者質疑如果歐元區央行無債可買可以 怎辦。市場憂慮歐洲央行自訂的購買限制， 尤其是存款利率限制，令發生這種情況的 可能性提高。*

幸而，從整體水平來看，有關缺乏性問題 暫時應不會發生。目前，整個歐元區可供 公營機構購買計劃 (PSPP) 購買的合資格 資產規模仍超過歐洲央行直到2017年3月 底的預期需求。然而，德國央行仍然有機 會成為首家無合資格債券可買的國家央 行。固然，若當局在3月後延續任何量化寬 鬆計劃，上述供應短缺的情況將更為緊迫。

為解決這些缺乏性問題，預料歐洲央行理 事委員會將試行實施技術性解決方案 (例 如下調存款利率下限)，而非透過政治手

段應對 (例如調整「資本額比重」規則)。

根據歐洲央行的資本額比重規定，央行買 入區內各國的主權債券，必需按照各國佔 區內總人口及國內生產總值的比重拆分買 債份額 (例如，德國為25.6%，而法國為 20.1%)。然而，實際上並無法例規定央行 必須以符合資本額比重的方式購買資產， 央行亦容許買入其他替代資產，例如由超 國家機構發行的債券。

歐洲央行的其中一個選擇是豁免這項規 則，此舉料將使央行從負債較嚴重的成員 國買入較高比例的債券。歐洲央行難免將 會遭受批評，指其邁向貨幣化融資。

為免發生有關情況，歐洲央行可能不會完 全豁免資本額比重規則。相反，理事會可 試行以不同的方法來調整量化寬鬆參數， 包括提高不附集體行動條款的政府債券 的發行限額；下調存款利率或下調利率下 限；修訂合資格資產年期的區間；及/或 擴大合資格資產的範圍。

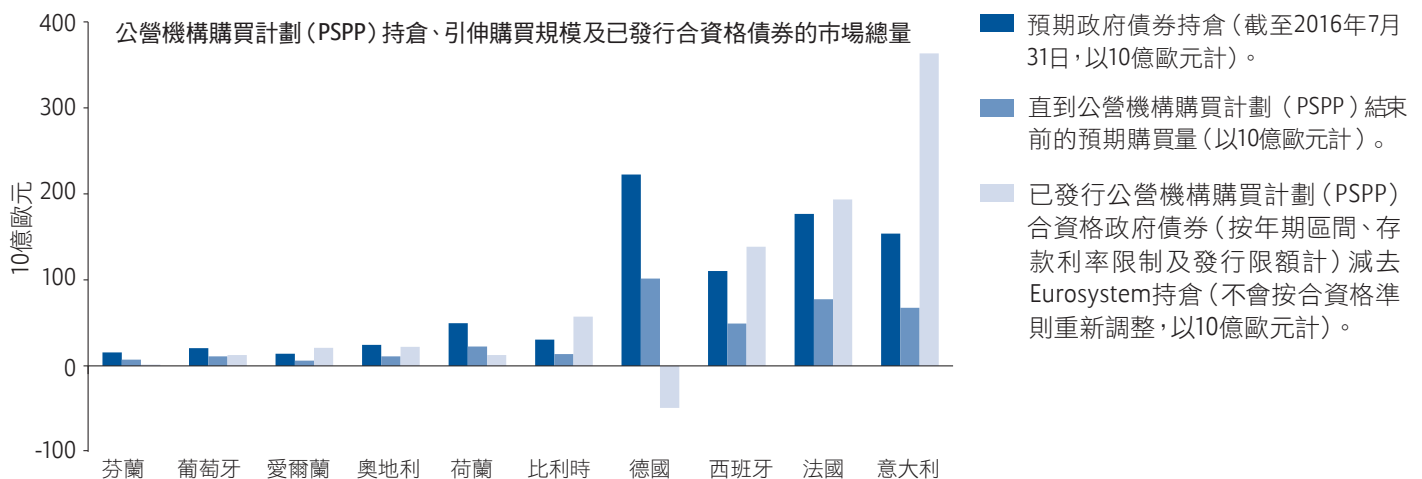


Ann-Katrin Petersen
投資策略師

無論歐洲央行決定如何處理資本額比重 的問題，可以肯定的是基於現時的市場狀 況，歐洲央行似乎勢必要在未來數月調整 其量化寬鬆參數。

再度引發「缺乏性恐慌」

在歐洲央行自訂的購買限制下，德國央行將首當其衝。



資料來源：彭博、歐洲央行、安聯投資環球資本市場和專題研究，截至2016年8月3日 (除非另有說明)。過往表現並非未來業績的可靠指標。

*有關歐洲央行購買限制的其他資料：1) 年期區間：債券的剩餘年期必須介乎2年至至少於31年。2) 存款利率限制：歐洲央行只可購買收益率高於歐洲央行的隔夜存款利率 (現時為每年-0.40%) 的政府債券。3) 發行人/發行限額：作為PSPP的一部份，歐洲央行可購買由單一發行人及單一次發行最高33%的已發行債券，惟附集體行動條款的債券除外，其發行份額限制為25% (須按情況個別核查)。

放眼世界

日本央行認為需與安倍政府同步支持經濟

在日本參議院選舉獲勝並穩奪三分之二大多數議席後，由首相安倍晉三領導的執政聯盟似乎已為其「安倍經濟學2.0」措施取得強勁支持。這可讓增加財政開支的措施配合規模日增的貨幣寬鬆政策，繼而有助日本加快擺脫通縮。

財政刺激措施 — 魔鬼在細節

安倍晉三近日公佈政府擬推出總值28.1萬億日圓 — 或佔日本國內生產總值5.6%的刺激經濟方案，以示對經濟的支持，並致力提高追加預算案的撥款。然而，雖然刺激經濟方案的規模表面上看來吸引，可是魔鬼在細節裡。即使由政府直接承擔的13.5萬億日圓財政開支高於預期，但看來只有7.5萬億日圓屬新資金，而且部份資金可能最終會攤分在數年撥出。此舉不會為經濟增長帶來即時效應，特別是政府作出實際開支的時間未明。

隨著新的財政刺激措施陸續推出，日本央行感到壓力，認為必須聯同政府支持經濟，而在7月28至29日舉行的貨幣政策會議前，市場對此的憧憬日增。從市場的角度來看，日本的問題在於經濟活動仍然疲弱，而且物價壓力持續下降，近日通脹預期甚至進一步下跌。此外，日圓走強導致盈利受壓，減低企業調高工資的意欲。總括而言，加推寬鬆措施的理據明顯，而市場預期當局將迅速落實堅決的政策行動，以反駁日本央行已無計可施的觀點。

日本央行面對嚴峻挑戰

然而，日本央行未能在7月份的政策會議上提出解決方案，令市場驚喜：當局決定不會加快購買資產的整體步伐，亦不會把政策利率降至低於-0.1%。相反，日本央行公佈計劃增加購買日本交易所買賣基金(ETF)的規模接近一倍，增至每年6萬億日圓，並公佈擬擴大支持海外投資的美元借貸計劃至240億美元。此外，日本央行將會訂立一項新措施，旨在向銀行提供日本政府債券借貸，這應有助緩和銀行盈利下

跌的衝擊，並提供更多抵押品 — 在現今負利率的環境下，該計劃尤其有助銀行紓困。

另外，日本央行近日表示當局將於9月20至21日舉行的下一次貨幣政策會議上，全面評估現行政策的成效。換言之，決策官員將等待至下一個月才考慮進一步推出政策行動，意味著加推寬鬆措施的不明朗因素或會延續至9月。然而，這個喘息空間可讓日本央行就政府的財政刺激計劃作出評估。日本央行行長黑田東彥的政策往往出乎市場意料，決策官員可利用這段時間物色其他尚未列案的寬鬆措施。

總括來說，日本央行面對困境：當局並無全面運用貨幣政策工具的三個層面(利率、數量和質素)，而市場一直懷疑其「量化和質化貨幣寬鬆」政策的成效。與此同時，立場強硬及按兵不動亦可能令日本央行貨幣政策工具的效用日益備受質疑。

「直升機撒錢」之說可能暫時降溫

由於個別財政和貨幣寬鬆措施的效力逐步減退，市場預期日本央行及該國政府日後將更緊密協調彼此政策 — 特別是央行無法達到其通脹目標的風險日增。

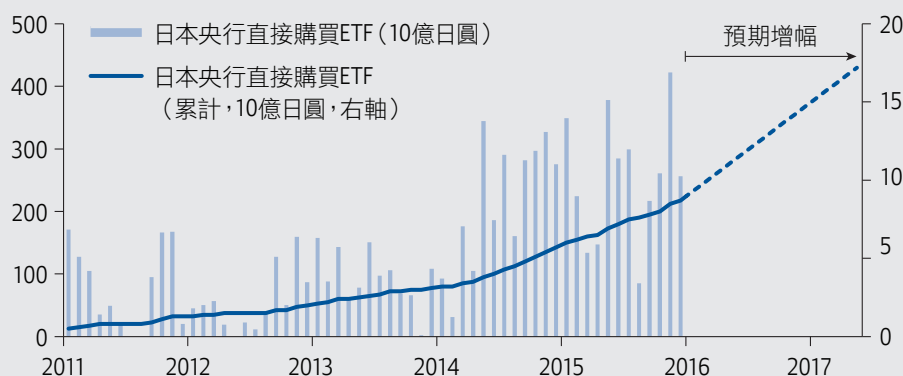


Stefan Scheurer
高級投資策略師

由於有太多因素分散市場的注意力，因此我們相信市場偶爾對日本以直升機撒錢的激烈討論可能逐漸減弱 — 至少目前如是。然而，若日圓兌美元升穿100的重要關口，日本央行或會再度感到壓力，需於距離9月份政策會議尚有一段時間前，決定加推哪些寬鬆措施。

日本央行期望增加購買交易所買賣基金(ETF)可減輕市場的失望情緒

日本央行在7月28至29日的政策會議公佈，擬增加購買日本ETF的規模接近一倍至每年6萬億日圓。



資料來源：湯森路透Datastream、安聯投資經濟和策略部，截至2016年7月27日。

研究焦點

歐洲房地產業豈止提供「棲息之所」

正當銀行和保險公司等眾多金融機構需面對現今超低息環境的挑戰，金融業的一個分類行業其實受惠於低息環境：房地產。其強勢從股市清晰可見，近日房地產股成為主要的領漲者。

債務成本便宜提高盈利及現金流

為何低息環境有利於房地產公司？主要原因是低息減低融資成本。大部份房地產公司的槓桿比率介乎40%至60%之間，而過往其債務成本為5%或以上。然而時至今日，債務成本已跌至介乎2%至3%之間，新造融資的成本甚至低至1%或以下。低債務成本是企業盈利及現金流的主要動力。

低息推高估值

除了為房地產公司提供較低成本的債務外，低息環境亦推高其資產估值。房地產的市場價格通常與無風險利率掛鉤，再加約200個基點的風險溢價。在正常市況下，典型的房地產資本化率為6%（或年度租金收入的17倍）。低息環境降低資本化率，

從而推高房地產交易的估值比率至年度租金收入的20至25倍，在部份情況下甚至高達33倍。這有助不少房地產公司增記其投資組合的價值，從而推高每股資產淨值，而一般來說這意味著股價上揚。

歐洲勢將造好，德國領漲

不少投資者視歐洲整體房地產業為避險資產（受公投決定脫歐影響的英國除外），而我們認為德國的住宅房地產公司尤其具吸引力。該等公司為重大的市場需求提供可負擔房屋，並受惠於現時有利德國的一系列宏觀經濟因素：難民湧入、經濟強勁、空置率偏低及供應短缺。雖然德國的樓價和租金在近年持續上升，但與不少其他國家比較仍處於合理水平。

總括而言，雖然整體歐洲房地產業表現進一步優於大市的機會率頗高，但德國住宅房地產公司應可領漲。

歐洲房地產業表現優於大市的機會率頗高，預期德國住宅房地產公司領漲



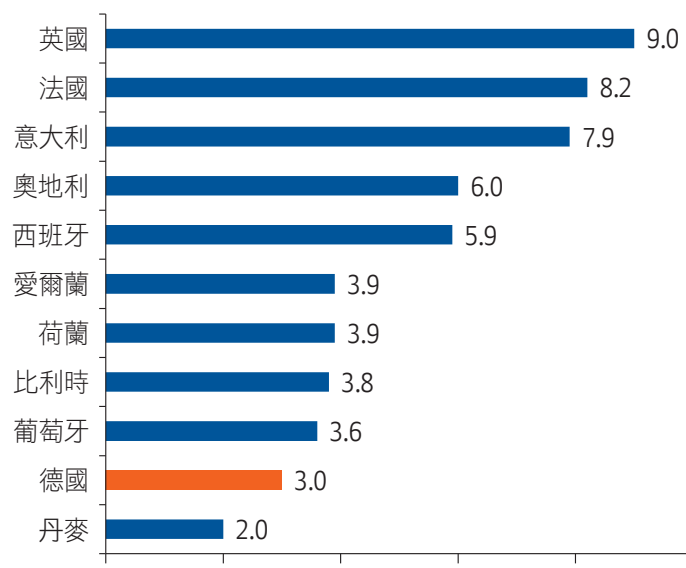
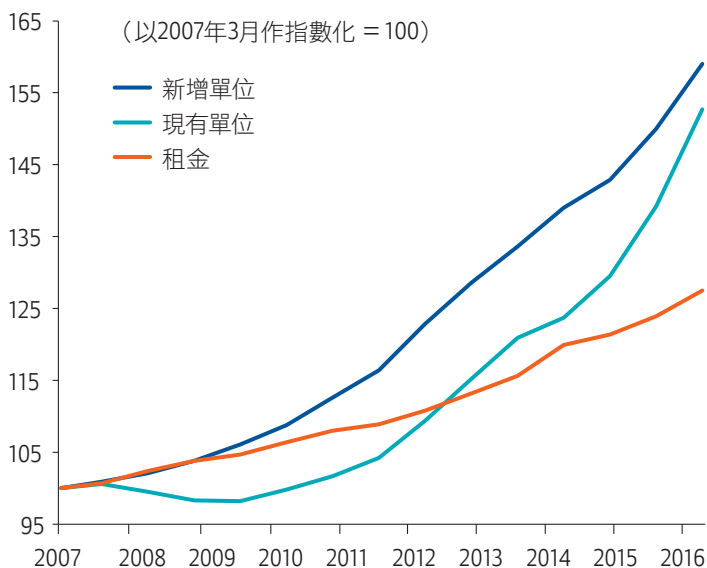
Dirk Becker 博士
歐洲金融業部門主管

德國房地產公司受惠於樓價上升.....

自金融危機以來，德國住宅房地產價格持續穩步揚升。

.....而德國樓價上升後仍屬較可負擔的水平

德國是購買70平方米公寓的理想地點，只需置業者平均年薪總額的3.0倍



資料來源：Immobilienscout24，截至2016年7月。

資料來源：KeplerCheuvreux、安聯投資，截至2016年7月。

(續第1頁)
環球概覽

歐洲及英國

一如所料，英國公投決定脫歐對歐洲造成的影響比英國更為嚴重。英國在籌組新政府後已逐步恢復平衡。英國新任政府的目標清晰，務求令英國脫歐的過程順利平穩，同時將會（為過去40年內首度）更加積極與全球其他國家建立聯繫。英國決定脫歐後，英鎊持續貶值，英國經濟將面對阻力，但同時應可受惠於央行主動加推貨幣刺激措施，以及中央政府增加投資。英鎊貶值利好總部設於英國的國際企業，有助支持英國至今表現優於歐洲。

與此同時，歐洲受到英國脫歐的連帶影響，面臨一段政治不明朗的時期，但即使出現任何嚴重後果，所造成的經濟影響亦應較輕微，儘管歐洲對環球經濟增長呆滯仍然非常敏感。

這兩個市場均出現資金流向避險資產的情況，投資者重新調配資金投資於主權債券，（在歐洲央行政策支持下本已高企）。受到英國脫歐引發的法規、「通行資格」及經濟增長不明朗因素所影響，市場資金由股市流向債市，金融企業尤其受損。總括而言，儘管英國及歐洲的股票估值偏低（以全球計），但其估值便宜似乎「不無理

由」。這種情況可能會持續數年，直至負利率迫使歐洲的現金和債券持有人轉向尋求更高的股票收益為止。

英國及歐洲的股票估值偏低，但其估值便宜似乎「不無理由」。

亞太區

初步衝擊現已開始消退，英國公投決定脫歐普遍對亞洲市場未有造成影響；當地經濟反而錄得更為顯著的發展：

- 中國在「十三五規劃」引領下繼續穩步發展。
- 印度總理莫迪繼續致力簡化立法程序，取得正面進展；當地經濟亦開始擺脫由季風季節造成的疲弱表現及印度儲備銀行行長離任的影響。
- 隨著日本首相安倍晉三獲選連任，似乎將會落實推行「安倍經濟學2.0」，但有關改變會否包括實質的結構性改革，而非只是由日本央行加推「量化和質化貨幣寬鬆」政策及由政府推行更多財政刺激措施，現時卻仍未清楚。

與此同時，亞洲對美元強勢和沉寂的全球貿易活動仍然非常敏感。目前，鑑於歐洲仍然籠罩不確定因素，亞洲和新興市場可提供若干吸引投資選擇：

- 就股票投資者而言，部份亞洲市場的估值偏低，而且具備盈利增長潛力。
- 若投資者不願或未能承受股票投資風險，亦可考慮投資於亞洲其他高收益當地貨幣及強勢貨幣主權債券。

鑑於歐洲仍然籠罩不確定因素，亞洲和新興市場可提供若干吸引投資選擇

美國

英國公投支持脫歐後，美國成為全球既定的「資金避難所」，美元持續轉強，而美國國庫券收益率在全球買盤的帶動下則下跌。強勢貨幣高收益債券仍具吸引力。儘管美國經濟呆滯，但繼續穩步增長，故美國聯儲局仍有意加息。因此，即使美國股票估值偏高，企業盈利預測亦屬溫和，但美國仍然成為最安全的資金避難所，讓投資者承受中等風險以換取適度的潛在回報。

固然，美國的政治風險亦明顯升溫，將導致市場加劇波動，我們預期整體波幅將於11月見頂。儘管如此，與持續陷入困境的歐洲相比，越來越多投資者認為美國所面對的挑戰似乎可以應付自如。

資料來源：Allianz Global Investors Insights, Volume 8, Issue 8

基層研究 (GrassrootsSM Research) 是安聯投資的旗下部門，為資產管理專業人士進行調查研究。用以製作基層研究報告的研究數據由記者及受聘於獨立第三方研究供應商的實地調查員提供，而該等研究是為客戶執行的交易而產生的佣金所支付的。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供或邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現並非未來表現的指引。

本文件並未經香港證監會審核。本文件只供參考之用，如於中國大陸使用，旨在為境內商業銀行根據適用合格境內機構投資者制度的法規規則而發行的代客境外理財產品，提供輔助資訊。

發行人為安聯環球投資亞太有限公司。