

安聯投資評析

01/2018

環球概覽

共建全新的商業模型

投資者須知

- 新年伊始，部份企業應該訂立新目標：停止錯配資本、錯誤獎勵管理高層及過度舉債
- 改善商業模型有助公司實現長期願景，而非聚焦於短線的金融工程目標：鞏固企業的核心使命，避免形成投資不足的情況
- 股東應堅持企業必須作出適當的投資和增加研發，這是帶領全球經濟擺脫增長緩慢困境的良方

傳統來說，人們都會在新年訂立新目標以戒除不良習慣和改進缺點。企業和股東們或許可以藉這個機會訂立目標：設計一個以革新研發為本、可持續和長期的商業模型。

投資者近年熱烈追捧FANG四大科網股（Facebook、Amazon(亞馬遜)、Netflix和Google(谷歌)）及其他嶄新科技帶來顛覆性影響的公司。這些企業錄得巨額的投

資回報，加上前所未見的持續低息環境，刺激金融市場升至歷史高位。金融危機過後，全球被低增長和高負債的陰霾所濃罩，而這些節節上升的股票在如此氣氛下顯得特別矚目—儘管政府和消費者對其經營方法和市場優勢的批評逐漸升溫。

不過，這些焦點公司的成功是否讓我們忽略了推動全球經濟增長的重要性？怎



杜納恩 (Neil Dwane)
環球投資策略師

樣可以協助更多企業（包括初創和發展成熟的公司）建立持續的成果？我們認為答案在於一套重視長期願景多於短線金融工程的商業模型；它能鞏固企業的核心使命及競爭力，而非繼續激勵投資不足的情況。

為取得持續成果，商業模型必須重視長期願景多於短線的金融工程

(續至下頁)

1 環球概覽

共建全新的商業模型

3 放眼世界

依賴失準的通脹指標帶來風險

4 基層研究 (GrassrootsSM Research)

深入發掘數據以取得可實現的觀點

Allianz 
Global Investors
安聯投資

(續第1頁)

環球概覽

改善商業模型有助解決眾多問題

在某些層面來說，我們可以借鑑FANG四大科技公司及其同業公司的經驗。亞馬遜等公司以重視營運現金流多於利潤而見稱，以便投資於有助公司保持競爭優勢的項目。事實上，我們可以發揮影響力，鼓勵更多公司創造佳績。一個理想的起步點是避免以下常見的問題：

1. 資本錯配

零利率和負利率無疑延長了產能過剩的時期，令經營有道的公司無法超越那些過度借貸公司的優勢。結果，游資充裕導致「殭屍銀行」和「殭屍借款人」充斥市場。幸而，貨幣政策逐步回復正常將增加那些身陷困境的機構的融資成本。面對這個轉變，投資者必須作出正確的選擇。

2. 錯誤獎勵管理高層

許多企業管理團隊不但沒有明智地運用資本開支，反而是透過回購股份來推高手上所持的股票期權價格。然而，回購股份可能在實際上遏抑了有助提升競爭力的投資計劃，因而削弱中期回報。

3. 零基預算導致投資不足

每年，企業都要從頭開始編制預算，安排各個開支項目，但這通常變成了縮減開支的例行公事。結果，這促使那些公司未有充份投資於重要的業務環節（特別是員工），同時過度強調現金流以償還巨

額債務。然而，「業務營運具效益」不應與「為現金而營運業務」混為一談。

「業務營運具效益」不應與「為現金而營運業務」混為一談

4. 以過度借貸來帶動增長

自1980年代起，全球經濟增長一直由信貸熱潮所推動，結果造成集體過度消費和儲蓄不足的連鎖效應。誠然，全球債台高築必須有人償還，否則便會出現違約風險，但誰願意負起這個重擔？高收入的嬰兒潮世代相繼退休，千禧世代則為尋找理想工作和可負擔的居所而苦苦掙扎。

由短線思維轉至長期思維

為解決這些根深蒂固的問題，全球顯然需要一套重視長遠決策的商業模型，不能再純粹考慮未來數年的短期前景。事實上，短線思維將會縮短企業的壽命：瑞士信貸的研究發現，標準普爾500指數成份公司的平均經營年期不足20年，較1950年代的60年大幅下降。

既然如此，我們便不難理解為何大部份研發項目似乎為賺取短期回報而設。取而代之的是，政府和公司必須加強對基礎研究的支持，為創意產業帶來足以革新社會、經濟和環境的深遠轉變。我們在分析生產力下降的現象時發現，以研發為本的策略可能是擺脫現時經濟增長放緩困境的唯一方法。

董事和投票人擁護企業作出轉變

雖然上述建議顯得有點激進，但投票人和股東應會歡迎企業大幅改變思維模式。投票人理解經濟需要一段時間才會出現轉變，他們渴求高瞻遠矚的政治領袖。

董事會似乎是推動轉變的理想起點。作為公司股權持有人，股東可以堅持公司必須執行良好的管治政策，並獎勵作出明智決定的管理高層。此外，股東有權鼓勵公司落實以研發為本和提升長期競爭力的計劃，而非那些旨在推高業績和股票期權價格的財技。

如果需要長期思維和盡責的行為才可解決全球面對的大難題，那麼我們作為股東和投票人選民便應銳意鼓勵企業建立這些可取的行為。這也許是一個理想的新年目標。

投票人和股東應會歡迎企業大幅改變思維模式

放眼世界

依賴失準的通脹指標帶來風險

雖然多國央行在全球金融危機後採取擴張性貨幣政策，但大部份地區的消費物價通脹仍然低迷，情況令人費解。市場因此關注究竟當局是否準確地量度通脹。官方數據能否反映通脹實況？如果答案是否定的話，那麼對央行及投資者有何影響？

消費物價指數存在哪些問題？

消費物價指數 (CPI) 是美國最廣泛使用的消費物價通脹指標之一；目的是評估消費者購買「一籃子」貨品與服務的價格隨著時間過去而出現的平均變動。

然而，儘管消費物價指數的定義相對簡單易明，但魔鬼在細節中。它的計算取決於一系列經常引起爭議的方法論假設和質量調整，使它成為「真正」通脹的不完美指標。值得注意的是，我們只是以美國的消費物價指數作為例子，其他經濟體亦有採用類似的官方指標，當中不少也有相關缺陷。

消費物價指數建基於一些具爭議性的假設，使它成為「真正」通脹的不完美指標

以下簡述一些消費物價指數的不足之處：

- **消費物價指數未能反映完整的生活成本指標，並非真正的固定籃子。**消費物價指數旨在反映維持固定生活水平所需的某些貨品與服務的市場定價成本。不過，這個籃子及其權重並非固定；相反，它們會跟隨消費者喜好的相關變動而變化。縱使作出調整的目的是要反映消費者情況的轉變，卻會導致指數隨著時間而缺乏一致性。

- **消費物價指數涵蓋貨品與服務，但不包括資產價格。**由於消費物價指數聚焦於消費者的日常生活開支，因此不包括半製成品及資產價格。從理論上來說，不包括資產價格似乎言之成理，但此舉至少產生兩個主要問題。首先，自住房屋等資產屬於灰色地帶，因為它們是相當長期的資產，同時亦提供即時的居住服務，所涉及的成本難以觀察。其次，當貨品和服務價格大幅偏離資產價格時，央行的職責目標便會過於狹窄。這正是當今的情況：自從全球金融危機以來，資產價格已出現過度的通脹。

- **消費物價指數缺乏對中低收入家庭的代表性。**消費物價指數籃子項目的相對權重取決於整體消費開支調查的結果，因此消費物價指數較能反映收入光譜內最高三分之一階層的情況。然而，與長者一樣，中低收入家庭的消費模式傾向不同，所以這些階層通常承受高於官方消費物價指數所反映的通脹水平。



Martin Hochstein
高級策略師

中低收入家庭承受高於官方消費物價指數所反映的通脹水平

消費物價指數失準帶來甚麼影響？

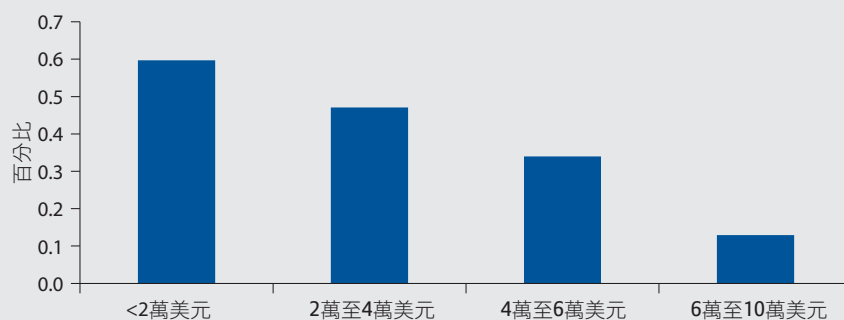
雖然學術界在官方消費物價指數高估或低估通脹的問題上繼續交戰，但可以肯定的是，低估通脹將對消費者造成深遠的影響：

- **實質國內生產總值和生產力增長數據可能過高。**若通脹水平本身被低估，那麼計算通脹率時使用的重要宏觀經濟數據可能失準。

(續至下頁)

中低收入家庭面對較高的通脹率

消費通脹差距對比10萬美元以上的家庭收入 (每年平均值, 2004至2013年)



資料來源：Kaplan/Schulhofer-Wohl (2016年)「家庭層面的通脹」(“Inflation at the Household Level”)。數據截至2013年。圖表以美元為單位，並以美國家庭收入的價格中位數為依據。

(續第3頁)

放眼世界

- **公共開支受壓。**若「真實」通脹率高於官方數據，與通脹掛鈎的社會福利和其他開支指標便會過低。
- **收入不平等的情況升溫。**現時收入不平等的問題已經頗為嚴重，若較低收入的家庭繼續要支付官方數據未能反映的真實開支，而社會福利和其他開支指標卻仍然與有缺陷的通脹率掛鈎，這只會導致收入不平等情況惡化。
- **商界可能接收不良訊號。**企業決策者依賴準確的通脹數據來制訂有效的長遠業務計劃，並作出適當的短線商業決定。

- **金融穩定性的風險升溫。**通脹目標過於狹窄，已促使多國央行執行我們認為過度寬鬆的政策措施，繼而把資產估值推高至基本因素未能全面支持的高位。

政策官員與投資者應如何應對？

在資產泡沫可能形成的問題上，我們認為央行再不能抱持「善意忽視」的態度。央行應該改變其官方目標職能，除了繼續專注於就業及以貨品與服務為基礎的通脹外，亦應加倍注意資產價格通脹。制訂配合金融週期的貨幣政策，而非以配合商業及通脹週期為主，或有助避免金融危機逐步形成，或至少能夠在另一次危機發生時盡量減低其負面影響。

若官方物價數據確實低估了購買力的損耗程度，投資者便應為名義（或無形）資產的「隱形貶值」作好準備，這包括債券或貨幣市場投資工具。有鑑於此，投資者應考慮為股票、房地產及商品等實質資產作出適當的策略性配置，這或能適度對沖通脹，並達到分散投資的效果。

除了專注於其他職責目標外，央行亦應加倍注意資產價格通脹

基層研究 (GrassrootsSM Research)

深入發掘數據以取得可實現的觀點

在過去30多年來，我們的基層研究團隊（安聯投資專設的內部研究部門）致力協助投資專家識別股票和行業的發展趨勢，以取得領先競爭同業的優勢。這些基層研究觀點與本公司的傳統基本因素研究結果相輔相成，成為安聯投資獨特的主動投資策略的重要部份。

最近，基層研究團隊為我們的資料搜集「工具箱」增添一些別具創意的新工具。除了與行業專家單對單深入面談，並進行詳細的跨地區消費者調查外，我們亦探討從網絡發掘「另類」數據集的新方法。

我們的基層研究「工具箱」增添了別具創意的新工具：從網絡發掘「另類」數據集

深入發掘數據

概括而言，另類（或非傳統）數據的來源

相當廣泛，從信用卡數據「發掘」相關的購物趨勢，以至於社交媒體「採集」消費者意見的變化。投資者現在越來越容易取得這些數據，當中大部份更是完全公開的數據，特別是網絡數據。

由於提供答案的地方甚多，真正的挑戰在於掌握從哪裏尋找答案的方法、適當地提問和透過分析蒐集實用的觀點。在這方面，基層研究團隊擁有的傳統市場研究經驗可說是大派用場。我們的研究人員與投資專家互相合作，挑選與投資組合經理的投資程序最相關和適當的另類數據類別；以下是兩個例子。

利用數據採集進行價格點研究

全球最大的電子商貿公司亞馬遜公開了前所未見的大量網絡內容；為了解零售定價模型，基層研究團隊在數以千計的數據點收集資料，從而比較亞馬遜銷售的產品與其他零售網站所售賣的相同產



Kelly Reuba
基層研究環球主管

品之價格差異。令人感到意外的是，亞馬遜的售價未必最低：在不少情況下，公司都會在其品牌網站上以較低價格出售自家產品。透過全面的價格比較過程，我們的投資專家可以深入了解個別零售商如何部署，以應對亞馬遜的在電子商貿平台構成的重大威脅和其他公司的競爭。

另外，這種網絡數據的採集亦能有效地以跨網站方式比較產品的排名、研究客戶評級和分析消費者意見。

(續至下頁)

(續第4頁)

基層研究

數據採集方法有助我們比較價格、產品排名、客戶評級及消費者意見

利用社交媒體分析消費者對產品的信心

此外，基層研究團隊借助社交媒體的力量，以了解消費者對新產品的感受。具體來說，我們聚焦於消費者公開發表意見的平台。

最近，我們審視一週於Twitter發佈的帖文，以了解消費者對蘋果iPhone手機的觀感。在搜尋數以千計的帖文，並按特定類別收集結果後，我們以專門的編碼工具把帖文用詞按「正評」或「負評」分類。然後，我們根據推特帖文屬「正評」或「負評」給予置信評分。

從我們的分析結果可見，除了一款之外，各款蘋果iPhone手機的推特帖文都獲得整體正評分，置信水平為80%，而唯一獲得整體負評分的是iPhone 8，其置信水平為60%。這個觀察反映與其他款式的iPhone（包括iPhone 8 Plus和全新的iPhone X）對比，iPhone 8的銷售率可能較低。我們的投資專家可透過這項工具，更好地掌握消費者信心及估算產品的售罄率。

篩選數據以取得可實現的觀點

一直以來，安聯投資致力從多個來源收集和分析數據以進行專有研究，這亦是我們主動型投資策略的重要部份。

正因如此，基層研究團隊繼續尋找搜集另類數據來源的新方法，以取得真正獨特的觀點，特別是從網上取得的大量公開資訊。與此同時，我們也會與投資

專家緊密合作，透過進一步的研究和分析，在現實世界測試那些觀點。

安聯投資環球研究總監 Gunnar Miller 表示：「互聯網有如一個龐大的開源數據寶庫，我們認為採集網上數據和其他『大數據』策略能為我們的全球研究平台帶來額外的助益。尋找新的方法，透過適當的資訊來源作出投資結論，正好與本公司奉行已久的主動型投資管理方針吻合。」

本文所識別及提述的部份或全部證券可能反映客戶賬戶所購買的證券。讀者不應假設所識別的證券投資曾經或將會獲利。本文識別的證券或公司並不代表為顧問客戶買賣或推薦的全部證券。每位客戶的實際持倉均有不同。亞馬遜是全球最大的電子商貿公司；蘋果公司是全球市值最大的公司。FANG是華爾街及眾多投資者廣泛使用的簡稱，代表四家大型科網公司 – Facebook、Amazon（亞馬遜）、Netflix和Google（現稱Alphabet）。

與我們保持聯繫 | hk.allianzgi.com | +852 2238 8000



讚好我們專頁 安聯投資 – 機遇人生



關注微信公眾號 安聯投資



訂閱YouTube頻道 安聯投資



聯繫LinkedIn賬戶 Allianz Global Investors



下載 AllianzGI for Advisors 手機應用程式



安聯投資

資料來源：Allianz Global Investors Insights, Volume 10, Issue 1

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，而該等研究是以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。投資者在投資之前應細閱銷售文件，瞭解基金詳情包括風險因素。本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。發行人為安聯環球投資亞太有限公司。

安聯環球投資亞太有限公司（香港中環花園道3號中國工商銀行大廈27樓）是基金香港代表並受香港證券及期貨事務監察委員會（香港皇后大道中2號長江集團中心35樓）監管。