

安聯投資評析

環球概覽

科技巨企面對的公眾壓力

重點

- FANGs正受到企業管治和透明度的困擾，這些企業明顯需要加強隱私保護和改善的企業管治
- 多年來，許多類似FANGs的公司，都依賴中央銀行的寬鬆貨幣環境。利率回升，會對之造成壓力，還是它們會適應得很好呢？
- 比美國同儕相比，中國的BATs科技巨擘與政府的關係更加密切，新法規對BATs影響，可能會較FANGs低

FANGs 壞消息不斷

正如在上世紀九十年代後期時，科技、媒體和電信的整合推動了互聯網泡沫一樣，俗稱為FANGs的臉書（Facebook）、亞馬遜（Amazon）、Netflix和谷歌（Google），正是近年美國股市上漲的推手。但近來FANGs面對不少壞消息，由於它們的商業行為受到更嚴格的注視，其股票於3月份顯著下滑：

- 臉書被指在涉及利用了客戶的私隱數據，並因此干預了美國大選。

- 亞馬遜成功的背後，卻被指是在蠶食美國的就業。
- 谷歌近乎壟斷的地位，引起了許多政客和專家的憤怒。

儘管商業模式各有不同，FANGs所面對的問題非常類似，都是集中在社會影響和價值方面，而且來自政府、監管機構和用戶方面的壓力愈來愈大。我們在去年的一篇文章（[“從顛覆者到被顛覆 — 科網股面對的五項挑戰”](#)；2017年11月）中概述了FANGs面對的眾多難題，包括監管趨嚴



杜納恩 (Neil Dwane)
環球投資策略師

和稅收增加等。到了今天，現在，圍繞著這些巨擘的壞消息似乎有增無減。

FANGs正感受到來自政府、監管機構和用戶的壓力

對抗FANGs的四大力量

1. 日益提高的消費者私隱度

近年，數十億名消費者在享受（甚至是依賴）來自臉書及谷歌等公司提供的「免費」數碼服務。然而，最近爆出的隱私醜聞，令大眾開始質疑這些大型科技公司如何將從私人資料中圖利。歐盟於2018年5月25日執行新的網絡私隱法規——通用數據保障條例（General Data Protection Regulation, GDPR）。

（續至下頁）

1 環球概覽

科技巨企面對的公眾壓力

3 放眼世界

對業務至關重要的ESG將成主流

4 亞太區視野

投資者需要知道有關A股的事

6 研究焦點

誰會率先受制於歐盟《通用數據保障條例》？

(續第1頁)

環球概覽

Protection Regulation, 簡稱GDPR), 旨在保護歐盟公民的個人資料。下文將會寫到, GDPR將如何提升採取和傳播電子數據的成本, 對任何在歐盟擁有業務的公司來說, 這無疑是一大打擊。我們期望其他地區的司法制度, 將會執行類似的私隱監管。

歐盟新的「通用數據保障條約(GDPR)」, 提會升採取和傳播電子數據的成本

2. 改善公司治理的聲音

自從有關牽涉選舉干預的新聞揭露以來, 大型科企在企治管治的脆弱一面, 成為了大眾的焦點。在許多情況下, 對真實世界認知不足的年輕億萬富翁和董事會, 似乎未有克盡監管責任。他們在日益加劇的危機中, 表現出薄弱的管理能力, 或會令用戶和廣告商走在對立面, 並漸行漸遠。不幸的是, 由於FANGs實行的多數是「同股

不同權」制度, 創辦人擁有特多控制權, 慣常由股東給予壓力的做法, 可能對這些公司起不了效果。

3. 不斷變化的投資環境

儘管一些大型科企的收益驚人, 但它們的一些商業模式, 可能是建基於中央銀行的極度寬鬆貨幣政策下獲得廉價的融資。隨著利息上升, 就帶出一個關鍵問題: 對於已錄得虧損的科技公司而言, 如果它們不適應資金成本增加, 將會帶來甚麼後果?

4. 對壟斷模式的反制

眾所周知, 政府可以是壟斷企業的推手, 然後也可以花數十年時間去控制這些壟斷, 而FANGs 及類似公司或正面對這種情況。政客和監管者都明白, 在一個經濟體中, 需要定期提供有效的競爭來促進創新和生產力, 但如今「贏家通吃」效應, 卻抑制了這種競爭。

驕兵必敗

可以肯定的是, 而FANGs及類似企業的商業模式, 或許真的太過受歡迎, 但同時

也開始看到大眾對它們的信任出了紕漏。所有公司都是社會和倫理結構的一部分, 而追求利潤只是其中一個目標而已。

FANGs的商業模式, 或許真的太過受歡迎, 但同時也開始看到大眾對它們的信任出了紕漏

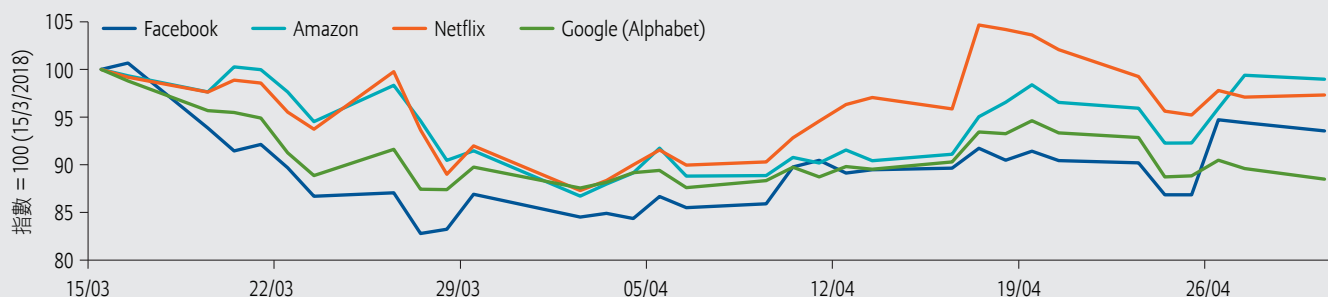
諷刺的是, 雖然FANGs 愈來愈被視為民主和公平競爭的障礙物, 但他們的中國同儕BATs——即百度、阿里巴巴和騰訊, 似乎更願意、更有能力或更有決心與政府結盟。BATs也不像其他新興市場裡的現代化企業那般, 被視為「搞事份子」, 無論消費者想要購物、交流和在玩智能手機等, 它們都能滿足消費者的需求。

撇開FANGs的公眾觀感問題, 以下兩個數字說明了BATs的投資前景: BATs最終將能夠接觸到亞洲40多億名消費者, 而FANGs的本土市場則不到7.5億人。FANGs與BATs的對決雖然可能會異常激烈, 但勝負或一早已分。

上述已識別和提及的部分或全部證券, 可能代表了客戶賬戶中購買的證券。讀者不應該認為這些證券的投資已經或將會獲利。上述已識別和提及的部分或全部證券, 並不代表所有都有被買入、出售或推薦給諮詢客戶。每個客戶的實際持股量會有所不同。FANG是華爾街和許多投資者廣泛使用的縮寫, 它代表四家表現良好的大型科技公司——Facebook、Amazon、Netflix和Google (現稱Alphabet), 也是家喻戶曉的名字。BAT是中國三家大型科技公司的首字母縮寫, 即百度、阿里巴巴和騰訊。

FANG股價於3月大幅下挫

價格變動, 由15/3/2018至30/4/2018, 指數基點為100



資料來源: 彭博, 數據截至2018年4月30日

放眼世界

對業務至關重要的ESG將成主流

要點

- ESG投資漸成主流，很大程度上是因為它關乎到一間公司的業務關鍵，如水務管理、健康與安全、董事會問責和高層薪酬
- ESG因素可直接影響一間公司之聲譽、知識產權和品牌價值——這或會影響其股票的價值
- 篩選方式為主的社會責任投資 (Socially Responsible Investing) 和創效投資 (Impact Investing) 均有其限制；而一個主動、綜合的ESG策略，則更為靈活，並可以獲得更廣泛的投資機會

ESG (環境、社會、企業管治) 因素，漸漸被視為一間企業的成敗關鍵指標。投資者也愈來愈關注ESG因素，這是因為將ESG納入投資決策後，可以幫助管理風險並創造更可持續的長期回報。

有助市場定價的無形因素

分析ESG因素，並不是為了代替傳統的研究工具，而是補其不足。分析公司的資產負債表和公開文件固然非常重要，但今時今日，企業擁有的無形資產比例日增，ESG於此便能起一定作用。

分析資產負債表固然重要，但今時今日，企業擁有的無形資產比例日增

無形資產包括公司的聲譽、知識產權和品牌價值，而這些與主流ESG因素有直接相關、又或受其影響：

- **環境** - 氣候變化、污染、水務管理、生物多樣性
- **社會** - 人權、勞資關係、健康與安全、社區關係、多元化
- **治理** - 董事會結構和問責制、高層薪酬、貪污腐敗

對投資者而言，一間深明ESG因素之重要性、投資於ESG並對之妥善管理的公司，變得愈來愈吸引；相反，不注重ESG的公司或者會因為管理不善而有較高的投資風險。

如附圖所示，一項研究發現，在過去的30年中，企業中的無形資產佔比正逐漸增大。

融入ESG的三種方式

ESG漸受重視，並在投資界帶來範式轉移。ESG的策略有多種，但通常離不開以下三類。



Steffen Hörter, PhD
ESG (環境、社會、企業管治) 主管

1. 社會責任投資 (SRI)

這種策略旨在避免了對於ESG實踐欠佳的公司或行業，比如差劣的公司行為。在可投資的範圍內以負面或正面方式作出篩選，因此SRI策略只能投資於基準指數的部分成份股。由於SRI策略是ESG投資的第一代方法，可以追溯至20多年前，因此構成了ESG市場的一大部分。

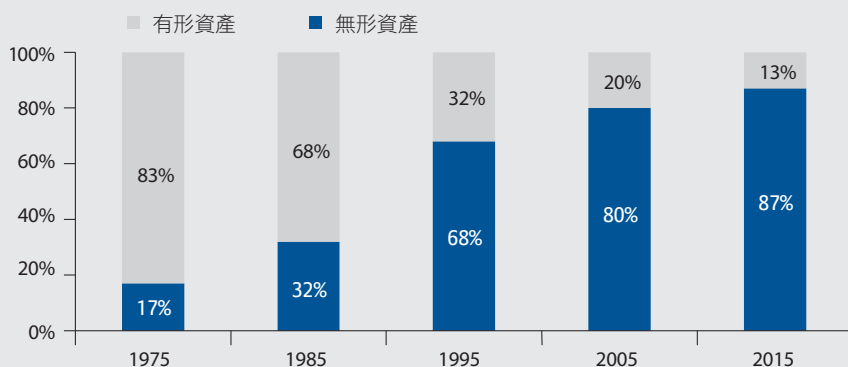
社會責任投資策略只能投資於基準指數的部分成份股

2. 創效投資

屬於社會責任投資領域的一部分，創效投資旨在帶來投資回報之餘，同時創造正面的社會和環境影響。創效投資通常以聯

(續至下頁)

無形資產價值愈來愈高
標準普爾500市值的組成部分



資料來源：Ocean Tomo (2015)，「2015年無形資產市場年度研究」，僅用於說明目的。

(續第3頁)

放眼世界

合國17個(部分或全部)可持續發展的目標為依據,例如提供清潔能源或清潔水源,但也可側重於提供優質教育和性別平等領域等。採用這種方法時,「投資」和「創效」之間互為因果。

3. 綜合ESG

這是新一代的做法,也是安聯環球投資在主流投資策略方面遵行的方法。此策略以深入而專有的研究,審視企業在ESG方面的風險和機會。綜合ESG組合,並沒有一般ESG篩選所帶來的限制;相反,投資組合經理能在所有潛在持倉中以ESG來平衡風險/回報——特別關注如何避開ESG尾部風險(tail risks)。舉個例子,一個想投資鋰電公司、藉以受惠於電

動車革命的基金經理,需考慮該鋰電公司會否因為安全或污染問題而須關閉其業務。

ESG和主動投資

企業的ESG問題,很少是非黑即白。所以我們認為,倘若不加區別地應用ESG的規則標準、並利用第三方的ESG研究來建構出來的被動式ESG指數,不太能取得成功。另一方面,主動的投資策略,則可以更加靈活的方式將ESG因素融入投資組合之中,同時又可以納入那些在被動式可持續策略中被篩走的證券。我們相信,在這種更開闊的環境能找到更多投資機會。

以主動策略來配合ESG投資的另一好處,是投資組合經理能與企業管理團隊積極互動。我們的綜合ESG策略,強調強而有力的盡職治理(Stewardship)、持續的

代理投票以及與管理層的定期直接聯繫,以改善公司在ESG相關財務上的表現。通過這種方式,我們希望能幫助企業實現更成功的業務成果,並在長遠而言幫助客戶提高其業績潛力。

主動的ESG策略,容許投資組合經理能與企業管理團隊積極互動

了解我們的主動管理策略

我們推出了一個新工具,實時更新我們在成千上萬間公司的投票決議,並解說當中的投票決定。我們邀請您了解我們如何在整個投資價值鏈中融入綜合的ESG標準,以及當中的策略。若想了解更多,請瀏覽 allianzgi.com。

亞太區視野

投資者需要知道有關A股的事

要點

- 曾經一度,外國資金極難進入中國市場,但中國政府近年致力開放市場,推出包括互聯互通等計劃
- MSCI新興市場指數,是全球投資者對新興市場的基準。此指數將於今年6月納入中國A股在內,向外界發放A股值得信賴的信號
- 股票周轉率高、機構投資者的參與度提高,以及股份停牌數量減少,這些都讓投資者對中國產生了濃厚的興趣:估計高達180億美元的資金將會配置於A股市場

中國股市既大且深,流動性也強

包括上海及深圳證券交易所,中國A股的總市值約為8萬億美元,僅次於美國,同時比歐元區大30%左右。但一直以來A股主要都由國內投資者買賣,直到最近中國開始開放市場。此前,外國投資者比較關注的是H股市場,即是在香港證券交易所上市的中資股票,原因是香港市場對外開放。

中國A股的總市值約為8萬億美元,僅次於美國,同時比歐元區大30%

A股即將被納入MSCI

2018年6月,一籃子的中國A股將首次被納入MSCI新興市場指數。此指數是新興市場股票的環球基準指數,因此意義重大,也向外界發放A股值得信賴的信號。



羅素(William Russell)
環球股票產品專員家主管



鄭小溪
產品專員

(續至下頁)

(續第5頁)

亞太區視野

A股與主要股市的歷史相關性甚低

| | 中國A股 | 香港上市 中資股 | 亞太 (除日本) 股票 | 新興市場 股票 | 日本 股票 | 美國 股票 | 歐洲 股票 | 世界 股票 |
|-----------|------|-------------|-------------------|------------|----------|----------|----------|----------|
| 中國A股 | 1 | 0.49 | 0.34 | 0.29 | 0.22 | 0.13 | 0.16 | 0.17 |
| 香港上市中資股 | 0.49 | 1 | 0.89 | 0.85 | 0.56 | 0.58 | 0.64 | 0.67 |
| 亞太(除日本)股票 | 0.34 | 0.89 | 1 | 0.96 | 0.65 | 0.73 | 0.82 | 0.84 |
| 新興市場股票 | 0.29 | 0.85 | 0.96 | 1 | 0.58 | 0.75 | 0.84 | 0.85 |
| 日本股票 | 0.22 | 0.56 | 0.65 | 0.58 | 1 | 0.52 | 0.58 | 0.64 |
| 美國股票 | 0.13 | 0.58 | 0.73 | 0.75 | 0.52 | 1 | 0.84 | 0.96 |
| 歐洲股票 | 0.16 | 0.64 | 0.82 | 0.84 | 0.58 | 0.84 | 1 | 0.95 |
| 世界股票 | 0.17 | 0.67 | 0.84 | 0.85 | 0.64 | 0.96 | 0.95 | 1 |

資料來源：彭博、安聯環球投資。資料截至2017年12月31日，相關性數據基於MSCI各類指數於過去10年的歷史回報；以美元計價的每周數據。

在剛開始時，A股佔指數的初始權重不大，約有200多隻股票加入指數。但是，我們預計這個數字會逐漸增長，而MSCI已經宣布計劃在8月份加入更多A股，投資者的興趣料隨之提高：預計有180億美元將會流入中國A股市場。

高成交推高流動性

內地的散戶主導了A股市場，佔了逾八成的每日成交量。事實上，中國A股市場是全球轉手率最高的股市，這一般而言有助投資者更容易出入市。

機構投資者愈趨主導

外國投資者的A股持有量不斷增長，雖然他們去年的A股佔有率只是由1.5%增長

至約2%，但機構投資者在A股市場上的參與度已逐步提升：

- 參與A股市場的大戶數目愈來愈多，而且成交量龐大
- 2017年A股市場在大量高質素公司帶動下造好，這些公司均願意重新投資於其業務
- A股的波幅已由2015年12月的38.9%回落至2017年12月的11.4%

企業管治逐步改善

一如所有新興市場，中國的企業管治向來是備受關注的議題，不過相關情況已逐步改善。近一半的A股公司會聘用國際知名的核數公司，而且所有上市的中國公司

均要在每季提交財務報告，並以每年12月31作為財政年結。中國普遍的會計準則，已逐步與國際財政報告標準接軌。不過，中國的企業很多仍沒有能操英語的投資者關係部門，亦較少進行海外路演。

低相關性帶來優勢

中國A股市場與國際指數的相關系數低於0.2，與港股的相關性亦低於0.5，反映投資A股可以增強組合的分散度。A股市場愈來愈多機構投資者參與，其與海外市場的相關性料會上升，但這過程或需要很多年時間。

A股與國際指數及港股的相關性很低，可以增強組合的分散度

研究焦點

誰會率先受制於歐盟《通用數據保障條例》？

要點：

- 歐盟的《通用數據保障條例》於2018年5月25日生效，任何與歐盟有業務往來的公司，均需要遵從，否則可能面對罰款
- 我們的研究顯示，很多大企業已符合相關的規例，但很多中小企卻不然
- 目前我們仍未清楚相關規例會如何實施，但我們相信規管行動會愈趨加快
- 企業若不遵從相關規例，除了可能面臨重大罰款，亦要面對訴訟、商譽受損及不能獲取數碼資訊等 打擊

為何很多企業仍未準備好應對新法規？

一項重大的歐盟商業法規——《通用數據保障條例》於2018年5月25日生效，很多公司似乎仍未預備好如何應對。令我們感到驚訝的是，我們活在一個愈來愈數據主導的世界，歐盟監管當局已清晰地告訴企業，它們必須徹底地反思數據私隱的問題，否則將面對嚴重的後果。

我們首次撰寫這個題材（《[歐盟新數據保障規例不容看輕](#)》；2017年8月）時，便估計將有六成與歐盟有業務往來的企業，未能趕及應對新法例。在5月限期前，我們估計有一半公司仍未完全符合規例要求。

大部分企業可歸納為以下兩大類別：

- 大企業早已做足所需措施，以符合規例要求。這些公司一直都有處理繁重的合規問題，故相關成本不會大幅上升。
- 另一方面是中小型企業，這些措施令它們承受龐大繁多的財政壓力：相關成本動輒可達數十萬歐元。這解釋了為何最近英國有一份報告指出，英國只得少於一成的小型企業已充分準備好應對新法規。

最近英國有一份報告指出，英國只得少於一成的小型企業，已充分準備好應對新法規。

本地監管機構的限制

很多企業尚未充份預備好應付新法規，其中一個可能減輕它們面臨的後果的因素，是相關立法仍未完全清楚表明相關法則會如何演繹，亦未明確表明會如何執法。更複雜的是，每一個歐盟成員國的數據保障部門在執法方面擔當著重大角色，但各國的監管部門資源有限，導致執法時出現樽頸情況。

這可能令很多尚未符合法規的企業，傾向相信自己不需要急於處理問題。

不過在5月25日之後，全歐的相關監管部門將會聯手合作調查，故此很多法律專家均建議其客戶成立合規部門。

至於《通用數據保障條例》會否雷厲風行？有專家便以歐盟反壟斷法為例子。反壟斷法2014年推出時，歐盟競爭網絡（ECN）開始時只集中針對幾個大型、具象徵性的試驗個案，但隨著ECN近年不斷擴張反壟斷的調查，其工作亦擴展至行業的調查。在今天，每年的相關罰款達30億歐元，令歐盟競爭委員維斯塔格（Margrethe Vestager）成為歐洲最令人間風喪膽的監管者之一。

歐關反壟斷法可作為《通用數據保障條例》的範例，在今天，監管當局由前者收取的每年罰款達30億歐元。



Marie Rupp
歐洲科技高級分析師

《通用數據保障條例》的執行上可能比早年的反壟斷法更快。去年，數據保障部門調查了多個國家級的知名個案，包括一家在有意在新法規推出後，進軍歐盟的大型數據應用公司。而且，監管當局獲取的罰款，日後亦可應用於新增的執法行動，這將可能引發「雪球效應」。

投資者為何要關注《通用數據保障條例》？

在嚴重的個案中，《通用數據保障條例》的罰款金額可達企業環球收入的4%，但這並非最大的風險：

- 集體訴訟及負面的新聞可能損害客戶的信任，而信任一旦失去便難以恢復
- 被懲罰的企業日後獲取數據的成本會上升
- 企業若被判觸犯最嚴重的法則，甚至會被禁止使用數據，這將可能嚴重影響商業模式、財務前景以及股價估值

只要留意一下美國的一些真實例子，便可看到當公眾對一些科技巨企的失去信心，會對企業帶來甚麼影響。更重要的是，全球都日益關注數據私隱的問題，各地消費者亦愈來愈留意他們的數據權利。我們相信其他國家都會步歐洲的後塵，收緊相關規例，更明確地界定及保障數據私隱。

全球都日益關注數據私隱的問題，各地消費者亦愈來愈留意他們的數據權利。

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



讚好我們專頁 [安聯投資 – 機遇同行](#)



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

搜尋

[安聯投資](#)

資料來源：Allianz Global Investors Insights, Volume 10, Issue 5

Grassroots® Research 是Allianz Global Investors的旗下部門，為資產管理專業人士進行市場調查研究。用以製作Grassroots® Research報告的研究資料由獨立第三方承包商提供，承包商供應研究的費用（受適用法律法規的規限）有機會由為客戶執行的交易而產生的傭金支付。

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。