

安聯投資評析

06/2017

環球概覽

我們看好油價的原因

近期看好油價的投資者為數不多，但安聯投資在過去一年多以來一直看好石油業。我們基於以下五項原因，認為油價將會轉勢，而投資者應該考慮作出相應配置以掌握機遇。

1. 全球的石油需求相當穩定

雖然國際能源組織將2017年的石油需求增長預測由每日140萬桶下調至130萬桶，但全球需求仍然相當穩定。與此同時，石油庫存減少，全球經濟增長穩健。在這些因素的支持下，石油需求應能保持穩定，不受油價上升的影響。

2. 石油供應將受多項因素所限

石油輸出國組織（油組）成員國及非油組產油國於5月25日同意繼續減產，以消化供應過剩的石油，藉此推高油價，支持部份財力較弱，並依賴石油收益的國家。鑑於地緣政治已經升溫，若市場對這些倚賴石油國家的前景展望感到不安，油價將進一步出現溢價。

主要產油國同意繼續減產

3. 新發現的油田正在減少

隨著在過去數十年發現的新油田漸趨減少，現在全球經濟基本上只是依賴少數歷史悠久的陳舊巨型油田。目前的儲量替代率接近70年以來的最低水平，而除非投資顯著增加，這個數字難望上升。可是，石油發現量下降的影響將持續至2019年，供應將大幅減少；油價可能在不久的將來再次急升。

4. 美國頁岩業備受問題困擾

近年，新科技和鑽探技術的突破帶動美國頁岩油迅速發展，不但顯著提升供應量，更有助推低油價。油組成員國在去年底限制產量，以應對油價低企時，美國頁岩油氣生產商把握機會增加產量和出口；這進一步改變全球石油市場的供求平衡。

頁岩油顯然是美國能源公司的利潤來源，



杜納恩 (Neil Dwane)
環球投資策略師

但值得注意的是美國仍是石油及其他石油產品的淨進口國。再者，美國頁岩油業整體受到一些重要的問題困擾，包括負現金流、人員和設備方面的限制增加，以及成本無法維持於偏低水平，甚至開始急升。

美國頁岩油氣公司必須處理負現金流、人員和設備的限制，以及成本無法維持於偏低水平的問題

(續至下頁)

1 環球概覽

我們看好油價的原因

3 放眼世界

民粹主義經濟學

4 亞太區視野

南韓新總統前路荊棘滿途

5 基層研究 (GrassrootsSM Research)

儘管出現安全隱憂，但國際旅遊市場前景理想

Allianz 
Global Investors
安聯投資

實見 · 實現

(續第1頁)

環球概覽

5. 亞洲經濟暢旺，但當地產量下降

中國當地產油量正在減少，並預計將進一步下降。與此同時，中國的能源需求隨著人口而增長，反映中國將繼續依賴全球市場來增加供應。此外，印度、印尼和其他亞洲國家的產量亦見減少，儘管區內的整體經濟增長可望顯著上升，這將帶動全球市場的需求增加。

油價現時偏低，為投資者帶來吸引的機會

沙特阿拉伯和俄羅斯在5月15日宣佈把減產行動延長至2018年3月的協議，藉此控制庫存的盈餘情況，而油組和非油組產油國在5月25日亦跟隨這個行動。

當然，油組最終會在庫存回落至正常水平時取消這些產量限制，屆時的供求平衡將回復至較自然的狀態。另外，地緣政治緊張，加上缺乏勘探工程和新項目受制裁，全球供應似乎將會減少。這些因素應導致全球剩餘產能率降至歷史低位，為油價升勢奠定基礎。

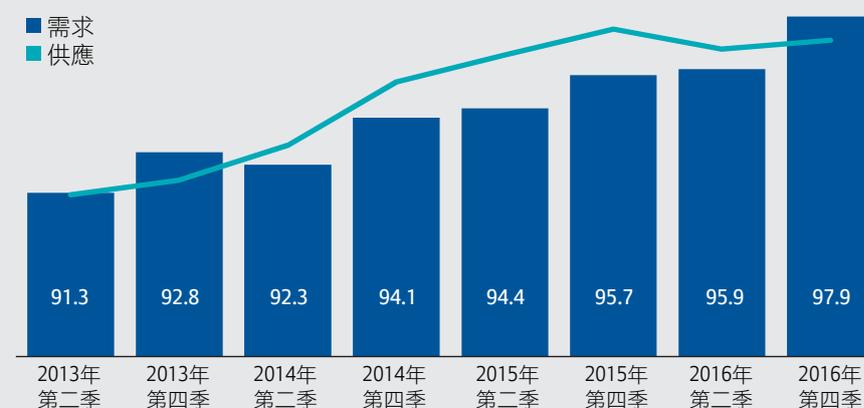
隨著庫存減少，投資者可以預期油價將在中長期上升

此外，我們亦預期市場對沙特阿美 (Saudi Aramco) 即將推出的上市招股計劃感到興奮；該公司可望成為全球十大市值最高的企業之一，為市場帶來光環效應。

油價在最近數月受壓，主要由於庫存未如市場預期迅速減少，投機性長倉因而縮減。我們認為環球庫存數據不全，市場只能被迫聚焦於美國數據是導致這個情況的原因之一。無論如何，受季節因素影響，這個時期的庫存通常增加，但結果不升反跌；我們相信這將為投資者帶來吸引的長線機會。

供求失衡的情況可能轉變

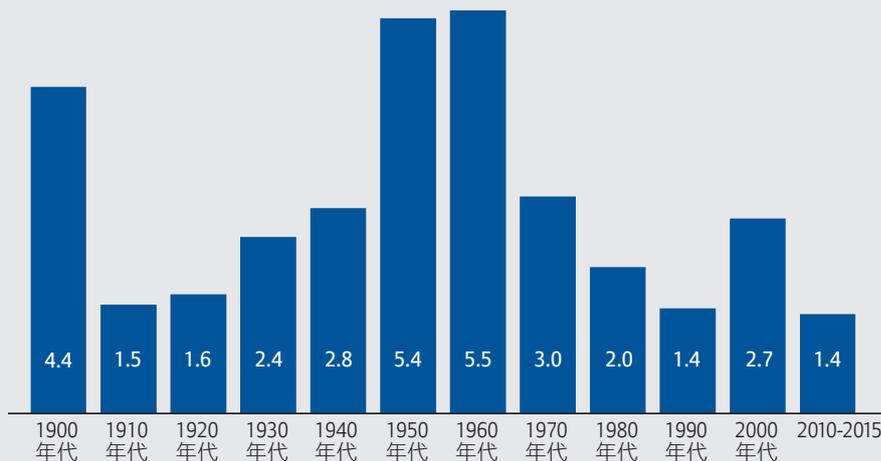
世界石油供應／需求(每日百萬桶計)。



資料來源：國際能源組織，截至2016年12月31日。

能源產量的增幅放緩

每十年的能源產量(百萬噸油)增長百分比。



資料來源：國際能源組織，截至2016年12月31日。

深入鑽研

如欲進一步了解本課題，請瀏覽 www.allianzgi.hk 的《預期油價走高的五個原因》(5 Reasons to Expect Higher Oil Prices)。

放眼世界

民粹主義經濟學

民粹主義現象自去年起成為新聞焦點，但與眾多的政治趨勢不同，它可能為經濟增長和市場造成一股全球阻力。對投資者來說，認識這股力量有助他們在局勢變化中作出明智的投資組合配置。

縱有差別，大部份民粹主義者均反對全球化

民粹主義運動當然沒有一致的議程，特別是在商業和市場的取態方面：

- 部份民粹主義者—例如美國總統特朗普或荷蘭自由黨黨魁懷爾德斯 (Geert Wilders) 的政策明顯有利市場運作。

雖然部份民粹主義者推行有利市場運作的政策，但大部份民粹主義者都強烈反對全球化

- 其他—例如希臘的左翼聯盟或法國國民陣線的馬琳勒龐 (Marine Le Pen) 則主張國家積極干預商界運作，市場普遍對此反應欠佳。

與此同時，除了少數例外，大部份民粹主義組織奉行一些相同的原則：

- 以犧牲歐盟或聯合國等跨國組織來鞏固國家主權權利；
- 追求更直接的民主；
- 主張反移民政策；
- 限制貨物和服務的自由流通；及
- 致力解決不平等的情況。

不少列出這些原則的政黨議程均明確或隱約地帶有反對全球化的立場，我們認為這是民粹主義興起及備受歡迎的主因之一。

全球化失勢

全球化和貨品、服務及就業市場自由化在過去35年大行其道，普遍改善了民生，並降低整體的貧窮水平。不過，全球化並非

只帶來「贏家」；大量西方社會的選民相對成為「輸家」。不少經濟體的收入不均情況處於數十年來的高位，以金融危機前的標準量度，已發展國家仍然只能錄得輕微的長期經濟增長。

全球化並非有利無弊：收入不均的情況嚴重，不少經濟體的長期增長仍然緩慢

在這個環境下，民粹主義風潮的形成絕非意料之外，特別是根據哈佛經濟學家Dani Rodrik提出的論證：一個社會不能同時推行全球化、建立強大的民族國家和追求民主權利，必須放棄其中一個目標。這解釋了為何現時全球的鐘擺可能由深度的經濟一體化轉向個別更強的民族國家。

民粹主義對投資的啟示

從投資觀點來說，民粹主義興起可能對經濟增長和市場造成深遠影響。

1. 反貿易和反移民政策局限了國際分工，削弱生產力，而這是推動長期經濟增長的關鍵動力。結果，全球的長期增長可能受阻。
2. 反全球化政策將刺激通脹，因為它們會推高進口貨品的價格。因此，通脹將會趨升，而投資者為補償長期資本價值減少而付出的溢價亦會增加。
3. 當民粹主義政府執行有助重新分配財富的政策時，工資比重將會增加，盈利比重則會下降。借鑑過往經驗，這可能為高風險資產帶來阻力。
4. 那些較少執行反全球化政策的國家將取得較佳的增長。綜觀全球主要經濟體，德國、加拿大和日本似乎「安全」，但即使在民粹主義政府執政的國家，所推行的經濟政策亦可能截然不同。因此，我們預期經濟增長率將出現較大的差異；目前的經濟增長率正處於接近20年低位。



Stefan Hofrichter, 特許財務分析師
首席經濟師

5. 新興市場從全球化趨勢獲益良多，因此亦承受風險。它們必須把焦點由向西方出口貨品轉至消費主導的增長和區內貿易；亞洲國家推動的區域全面經濟夥伴關係協定朝著正確的方向發展。

6. 隨著民粹主義壯大，經濟政策漸趨不明朗，投資者自然預期風險溢價上升。然而，去年夏季的週期數據好轉，開始掩蓋民粹主義浪潮對投資造成的不良影響，但我們認為假以時日，市場可能更加關注政治不明朗因素升溫的情況。

民粹主義時期的投資策略

民粹主義興起正是那些未能受惠於全球化，並飽受收入不均之苦的選民所發出的清晰訊號。這股趨勢亦可能為經濟增長和市場造成嚴峻的阻力，儘管其影響未必在短期出現，而是會在長期逐漸浮現。主動型投資者可以把握這個時機為投資組合作出配置，以善用這股強大政治力量所帶來的機會和管理相關的風險。

亞太區視野

南韓新總統前路荊棘滿途

文在寅在2017年5月9日的南韓大選中獲勝，成為新任總統，填補前總統朴槿惠被彈劾所造成的政治真空。朴槿惠因其親信崔順實涉嫌濫權干政，結果捲入這宗觸目的政治醜聞。

文在寅在參選期間承諾改善南韓民眾的生活質素，顯然令選民產生共鳴，他亦似乎有意為朴槿惠留下的頹敗政治局注入一股新風。雖然文在寅當選為南韓經濟及企業環境帶來的最終影響仍須拭目以待，但我們可以透過其言論，評估在他領導下南韓未來五年的去向。

文在寅有意為朴槿惠留下的頹敗政治局注入一股新風

運用企業稅來增加社會開支

文在寅計劃增加公營機構的職位、提供長者津貼、幼童及高中生免費教育，並推出多項韓國自由派政黨過去經常推行的其他措施。為應付這方面的開支，新政府可能限制減稅額或直接調高企業稅率；兩者均會為企業盈利帶來壓力。

文在寅銳意增加社會開支及調高最低工資，企業稅將隨之增加，影響公司盈利

此外，新政府或會在2020年大幅調升最低工資；其建議的逾15%複合年度增幅，遠高於過去三年的6%至7%平均增長。這些轉變將顯著增加企業的勞工成本負擔，特別是零售商方面。

企業改革將令定價壓力升溫

改革財閥 (chaebol) – 在韓語的意思是大型綜合企業集團 – 亦是文在寅的另一項重要政策議程。他希望避免財閥持有人利用庫存股票或透過與非上市附屬公司交易，來操控監管其業務繼承計劃的法

例。他亦曾經表示將不會隨便運用總統特赦權，但我們將觀望他能否履行這些重要承諾。

短期來說，我們認為文在寅將透過南韓公平貿易委員會，增加財閥和中小企之間的透明度及提升公平貿易實踐；這將有利南韓的長線發展。不過，我們對這些措施可能為公共服務相關行業（例如：公用事業、電訊，甚至食品及飲品業）的股價帶來壓力持審慎態度；南韓政府過往曾經為股市造成這種壓力。

政府把改革財閥及增加透明度列作施政重點；這些措施將有利南韓，但會為股價造成壓力

緩解與北韓的緊張關係為首要任務

新政府亦要應對如何處理北韓威脅的問題。文在寅承諾兩國將恢復談判，並與美國和中國等持份者緊密合作，就持續的衝突達成無核化的和平協議。儘管此事知易行難，我們認為文在寅政府至少不會任由對北韓的緊張關係升級，這對投資者來說屬於利好消息。

鴻圖壯志，前路崎嶇

由於這些重大的法例變動，包括稅務和工資改革，均須獲得南韓國會通過，目前難以判斷文在寅能否順利落實其宏大經濟計劃。在300個國會議席中，執政共同民主黨僅佔119席，遠低於通過主要法例所須的180票。然而，共有126席的右翼自由韓國黨和正黨過往曾反對政府加稅及大幅調高最低工資。

有鑑於此，在現階段預測新政府將在經濟和政治方面取得成果可能言之尚早，但我們預計前路崎嶇不平。與此同時，文在寅致力對國民開誠佈公，並聽取黨內黨外的意見，我們對此表示欣賞。前政府貪污瀆



陳致強，特許財務分析師
亞太區股票首席投資總監

職，公眾將以嚴格的道德標準審視文在寅政府，這對南韓來說是一個理想的新起點。

我們預計前路崎嶇不平，但文在寅開誠佈公，願意聽取廣泛意見，我們對此表示欣賞

撰文作者：Chris Leung及CJ Yun

基層研究 (GrassrootsSM Research)

安全隱憂無阻國際旅遊市場的前景向好

在最近數月，恐怖襲擊、政局動盪和旅遊限制等消息成為全球新聞焦點，但它們有否影響跨國的商務和休閒旅遊？隨著暑假即將來臨，這個問題顯得更合時宜。為了解實況，基層研究早前訪問了六個國家的1,400多名消費者，以了解他們的國際旅遊計劃。

基層研究訪問了六個國家的1,400名消費者，以了解他們的國際旅遊計劃

我們發現部份受訪者明顯關注安全問題，但大部份無意改變其國際旅遊計劃（即是前往本國以外目的地的旅程）。事實上，從附圖可見，部份國家不少受訪者甚至計劃在來年增加跨境旅遊的次數。

調查的五項主要結果

1. 休閒而非公幹是外遊的主要原因

在所有受訪國家中，大部份受訪者近期進行的國際旅遊都屬於休閒性質，公幹次數佔雙位數字百份比的只有意大利（18%）、美國（14%）和西班牙（12%）。

2. 美國受訪者的國際旅遊次數最少

從未進行國際旅遊的受訪者以美國居首位，而只在過去五年曾經外遊的受訪者中，亦以美國最多。反觀其他各區受訪者的國際旅遊次數明顯較為頻密；在過去一年曾進行國際旅遊的受訪者以英國居首位，64%的人士至少曾經外遊一次，而美國則只有16%。

3. 英國受訪者對安全的憂慮較低

在這次調查中，國際安全問題成為關注因素之一。有意在未來12個月減少外遊的德國、意大利、法國和美國受訪者都認為安全是促使他們作出這個決定的主因。英國旅客方面，他們最關注機票或酒店開支上升，但5月和6月的恐襲事件可能會使其改觀。

4. 旅遊情況應繼續持平或增加，不會下跌

大部份受訪者無意改變來年的旅遊習慣，除了西班牙及意大利之外。這兩個國家的受訪者計劃未來12個月增加的旅遊次數。

大部份受訪者無意改變未來12個月的旅遊習慣，但西班牙及意大利的受訪者計劃增加旅遊次數

5. 經濟前景向好及開支減少成為主要的動力

此外，這次調查亦發現刺激未來12個月國際旅遊意欲的因素，值得注意的是：三分之二的西班牙受訪者表示因為經濟前景向好，67%的意大利受訪者則表示機票和酒店開支減少是主因。

令旅遊業鼓舞的訊號

高級消費研究分析師 Jon Wolfenbarger 認為這項多國調查的結果令人鼓舞：「消費



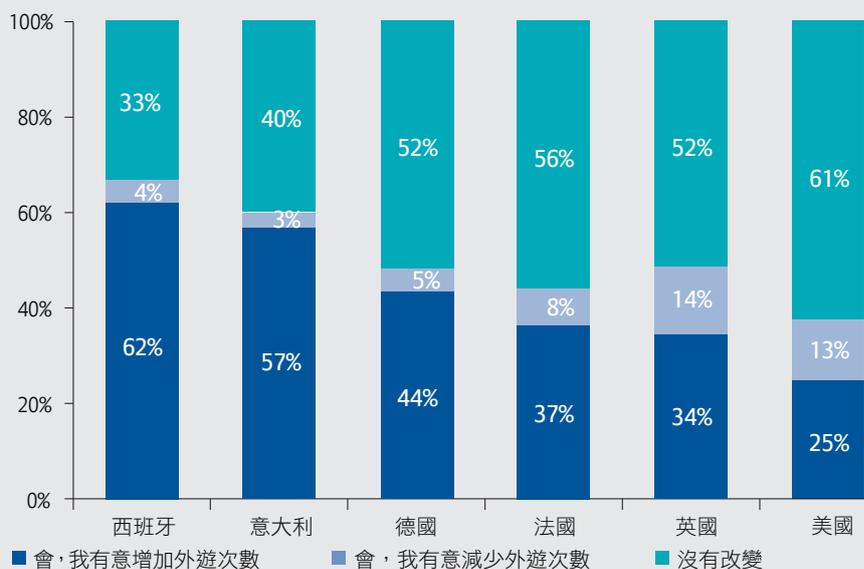
黃婉琪
基層研究 (GrassrootsSM Research) 分析師

者在來年的休閒旅遊開支將較過去五年增加，這個增長普遍由經濟前景好轉所帶動，而旅遊限制似乎並無帶來阻力。」

消費者在來年的休閒旅遊開支將較過去五年增加

西班牙及意大利受訪者的外遊次數上升

調查問題：與過去五年比較，您認為未來12個月的國際旅遊次數會否改變？



資料來源：基層研究 (GrassrootsSM Research)，截至2017年3月。

資料來源：Allianz Global Investors Insights, Volume 9, Issue 6

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。

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。