

# 歐洲觀點

## 歐洲市場每月快訊

2018年5月

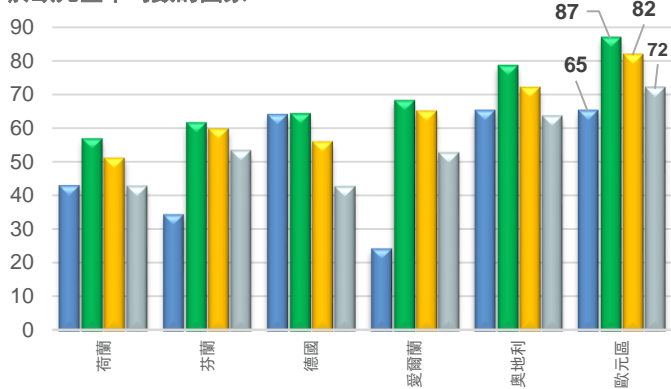


## 歐元區財政重點

### 概要

- ▶ **市場焦點。** 歐元區的2017年預算赤字收窄至佔本地生產總值-0.9%（2016年：-1.5%），是自2007年以來的最佳表現
- ▶ 政府債務與本地生產總值比率連續第三年下跌，跌2.4個百分點至86.7%（2014年的高位為91.9%）
- ▶ 2017年，荷蘭、芬蘭、德國、愛爾蘭及奧地利表現高於平均數（見圖1）
- ▶ 在主要成熟經濟體中，歐元區似乎相對表現良好：國際貨幣基金組織預測美國的債務與本地生產總值比率將在2019年接近109%，其後將繼續增加

圖 1. 公債總額佔本地生產總值%：債務與本地生產總值比率低於歐元區平均數的國家



■ 2007年 ■ 2017年 ■ 2019年 ■ 2023年

資料來源：國際貨幣基金組織世界經濟前景—2018年4月

**非合約文件。** 本評論就近期經濟環境提供簡單基本的概要，僅供參考用途。此乃市場傳訊資料，不應被讀者視為投資意見或作為出售或購入投資產品的建議，也不應被視為投資研究。所載之內容並非因應旨在提供獨立投資研究的法定要求而準備，亦無受到發放此文件前禁止進行交易的約束。

HSBC  滙豐

## 市場焦點。歐元區財政重點

歐元區的2017年預算赤字收窄至佔本地生產總值-0.9%（2016年：-1.5%），是自2007年以來的最佳表現。政府債務與本地生產總值比率連續第三年下跌，跌2.4個百分點至86.7%（2014年的高位為91.9%）。

從國家來看，2017年大部分數據都比初步估計理想：德國錄得佔本地生產總值+1.3%的財政盈餘，是自1995年以來的最大幅度（初步估計為+0.9%），芬蘭、法國、比利時、荷蘭、希臘及塞浦路斯亦出現類似情況。

西班牙（佔本地生產總值-3.1%）及葡萄牙（佔本地生產總值-3.0%）是唯一財赤/本地生產總值比率僅僅符合或超過歐盟門檻的兩個國家。葡萄牙的情況乃由於銀行資本重組成本（Caixa Geral de Depósitos，相當於本地生產總值的2%）。西班牙財政失衡仍由2016年的-4.5%大幅收窄。最後，意大利因銀行資本重組成本（相當於本地生產總值的0.3%）而錄得相當於本地生產總值-2.3%的預算赤字。

### 未來前景

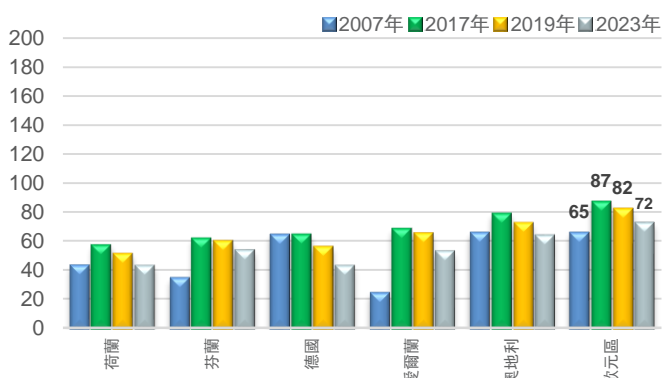
重要的是，影響債務與本地生產總值比率前景的主要因素為：(1)主要預算平衡（利息成本除外），(2)債務水平，(3)平均息率及(4)名義本地生產總值增長。只要本地生產總值增長高於借貸成本（即主權債券的平均息率），則債務動力將會改善。在名義增長穩健及借貸成本低企的背景下，債務與本地生產總值比率來年將進一步減少。然而，單單依賴穩健增長及借貸成本低企以減低公債會帶來多項不明朗因素：經濟活動屬週期性，歐元區本地生產總值增長似乎已經過了2017年高位，而歐洲央行正進行逐步政策正常化。預期歐元區2018年至2019年間的名義本地生產總值增長平均接近3.5%，而息率應維持低企。但在2020年後，投資者需要被說服近期的正面財政發展亦有賴於財政紀律的保持。

### 財政紀律受到審查

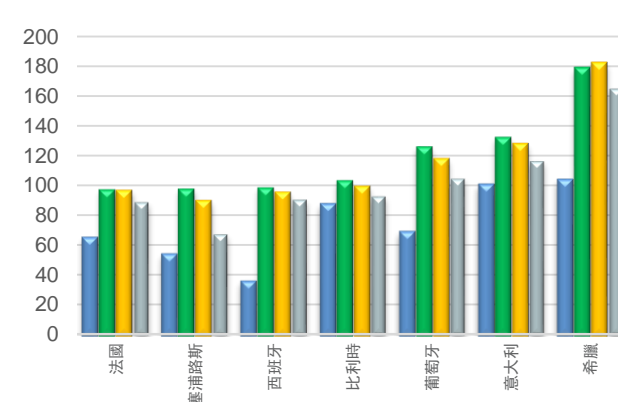
機構的框架明顯改善，《歐洲學期》（European Semester）已制定預算監管。統一國家的預算呈列方式，亦有助於靈活的中期目標（其將考慮任何特定風險及結構性改革的進展）。國際貨幣基金組織預測（2018年4月）或會就區內的財政前景潛在風險提出初步洞見。在主要歐元區國家之中，荷蘭、芬蘭、德國、愛爾蘭及奧地利的2017年表現勝於歐元區的平均數（見圖1.a）。荷蘭方面，債務與本地生產總值比率在2017年一直處於60%之下，而到2019年，德國及芬蘭應能突破60%門檻。相比之下，隨着債務與本地生產總值比率接近或突破100%，預期法國、西班牙、意大利及比利時在減低債務水平方面進展將非常緩慢。葡萄牙及塞浦路斯應受惠於借貸成本下跌，有助其在2019年之前大幅減債。儘管在金融危機後情況的確略有改善，但預期大多數國家的債務與本地生產總值比率將保持高企（在2007年水平之上），只有德國除外。然而，在主要成熟經濟體之中，歐元區似乎相對表現良好：國際貨幣基金組織預測美國的債務與本地生產總值比率將在2019年接近109%，其後將繼續上升。從正面來看，歐盟穩定與趨同計劃提供關鍵的透明框架，深入分析財政情境，帶來討論、同業比較及政治壓力。下一階段將會是6月，屆時歐盟委員會將就國家預算提供其評估及意見。

圖 1. 公債總額佔本地生產總值 % / 歐元區國家

1a. 債務與本地生產總值比率低於歐元區平均數



1b. 債務與本地生產總值比率高於歐元區平均數



資料來源：國際貨幣基金組織世界經濟前景—2018年4月

本文所載任何評論及分析反映按照截至當時的可用資訊，滙豐環球投資管理對市場的意見。有關觀點並不代表滙豐環球投資管理的保證。因此，滙豐環球投資管理概不就任何按本文所載評論及/或分析而作出的投資或不投資決定而承擔責任。本頁內容不擬構成購買或出售任何行業或財務工具的意見或建議。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

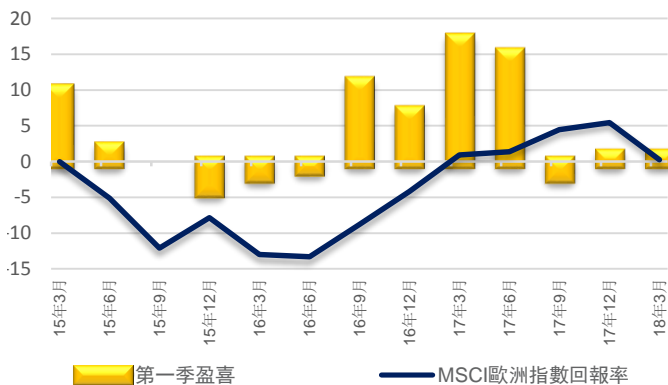
## 歐洲股票：第一季業績回顧

第一季，歐洲每股盈利增長為按年0%（暫時已宣佈第一季業績的企業只佔市值40%）。業績放緩乃意料中事，因為市場普遍預測按年增長為-1%。第一季業績仍然優於預期，但利潤率遠遠低於2016及2017年。強勁的每股盈利增長幅度盈喜一般會伴隨着強勁的市場回報（見表1）。

IBES對2018年總每股盈利增長的由下而上共識預測現為7.6%，較1月預測的10%有所下跌。增長軌跡非常取決於歐元的貿易加權水平：升值10%相當於每股盈利減少5%。歐元自2017年初已經升值15%，對每股盈利增長造成打擊；然而，若歐元近期由1.25美元貶值至1.20美元的跌勢能在1.20美元或下方企穩，則2018年每股盈利增長或能輕易在8%或以上左右喘定。

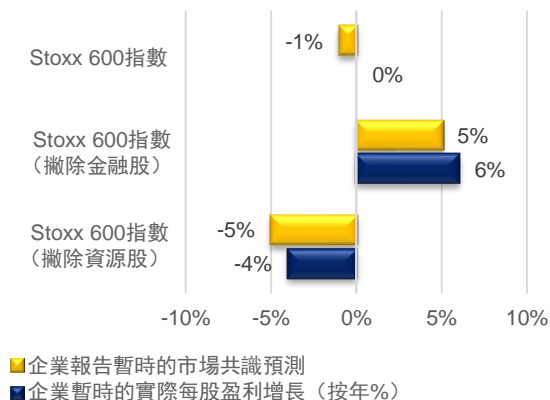
如撇除金融股，每股盈利增長將為+6%。能源、科技及消費必需品對第一季每股盈利增長帶來最大正面貢獻：在食品零售推動下，消費必需品錄得最大升幅，其次是電訊及健康護理。可選消費品（汽車、耐用消費品）及工業暫時表現都遜於預期。

表 1. MSCI歐洲指數季度回報及每股盈利增長令人驚喜



資料來源：彭博、IBES、Deutsche Bank Investment Research, 2018年5月2日

表 2: 第一季按年每股盈利增長



## 歐洲股市。行業倉位：

行業	比重 <sup>(1)</sup>	理據
電訊	偏高	偏高比重乃基於企業估值在近期調整後非常吸引。
商業服務及供應	偏高	業內多家公司提供可持續的增長及估值吸引。
健康護理及設備	偏高	我們的倉位源於選股，抵銷了製藥的偏低倉位。
物料	偏高	估值低，且環球經濟增長仍帶來支撐。
運輸	偏高	偏高比重主要源於三個估值及股息吸引的持倉。
耐用消費品和服裝	偏低	行業由極度昂貴的奢侈品公司組成。
食品、飲料和煙草	偏低	此行業相對昂貴，防守性公司增長偏低。
半導體	偏低	經過錄得強勁表現後，本週期性行業已變得過於昂貴。
家庭及個人護理	偏低	比重略為偏低。在通脹上升的環境下無法受惠。
公用事業	偏低	行業內僅非常少的公司具備吸引的基本因素。

資料來源：滙豐環球投資管理/Factset/MSCI, 截至2018年5月7日

(1) 歐洲投資策略主要比重偏高及偏低乃相對MSCI歐洲指數而言

本文所載任何評論及分析反映按照截至當時的可用資訊，滙豐環球投資管理對市場的意見。有關觀點並不代表滙豐環球投資管理的保證。因此，滙豐環球投資管理概不就任何按本文所載評論及/或分析而作出的投資或不投資決定而承擔責任。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。配置截至所示日期，或不代表當前或未來的配置，可能會有所更改，而恕不另行通知。

## 歐元固定收益市場：展望與整體投資組合倉位

- ▶ **4月**，金融市場出現穩健反彈。國際貨幣基金組織將歐洲2018年本地生產總值預測上調至2.4%。歐洲股票表現遠勝美國，歐洲道瓊斯50指數收報3,536點（上升5.21%）。德國10年期債券息率在4月由0.50%輕微上升至0.58%，但非核心國家市況保持穩定（意大利10年期債券息率徘徊在1.77%水平左右）
- ▶ **信貸市場**在此環境下略為沉寂。企業息差穩定，較低質素信貸最近數週最能受惠，令高收益債券表現比投資級別債券優勝。企業混合債券表現最佳，收窄15個基點。汽車及健康護理行業收窄3-5個基點。表現最差的行業為媒體、工業及化工（擴闊2-3個基點）。金融次級債券收窄10-15個基點。相對於債券，信貸違約掉期表現中性，iTraxx Xover指數收窄15個基點
- ▶ **展望**。儘管歐元區的早期指標已從其週期性高位回落，正進入更加溫和的增長期，但指標保持高企，有利穩健增長及製造利潤。歐洲央行行長德拉吉對於歐元區的前景仍有信心。然而，主權債券息率在中長期繼續上升的可能性極高，而量化寬鬆（QE）和企債購買計劃（CSPP）將於今年稍後時間結束。此外，槓桿仍然偏高，若出現任何經濟放緩的跡象（尤其是美國），可能觸發信貸息差略為擴闊。暫時來說，我們對信貸仍有信心，相信它短期表現仍然向好，惟須專注於挑選發行商

## 數據綜評：2018年5月5日

■	月度環比 / 季度環比有所改善或超越預期
■	月度環比 / 季度環比有所轉差或未及預期
■	月度環比 / 季度環比無變動或符合預期

指標	日期	實際	普遍預期	前期	分析
綜合採購經理指數	4月終值	55.1	54.8	55.2	綜合採購經理指數經過兩個月急跌後，在4月輕微走軟（市場預期更顯著的回落幅度）。暫時性因素（包括天氣異常寒冷及復活節假期數據扭曲）、瓶頸情況及歐元走強是活動放緩的原因。綜合採購經理指數為55.1，與歐元區本地生產總值增長2%-2.5%相符，有望仍高於潛在水平。
季度本地生產總值（按季%）	第一季預估值	0.4%	0.4%	0.7%	本地生產總值增長由第四季的0.7%（按季，經上調）放緩至0.4%。放緩原因在於環球貿易增長放緩及天氣欠佳。分項詳情將於6月7日公佈。法國本地生產總值增長放緩至按季0.3%。意大利及西班牙經濟增長保持穩定，分別為按季0.3%及0.7%。德國首份預估將於5月15日公佈。
工業生產（按年%）	2月	2.9%	3.5%	3.7%	歐元區工業生產較預期差，但與12個月的趨勢相比，仍保持強勁走勢。
失業率	3月	8.5%	8.5%	8.5%	失業率目前處於2008年末以來的最低水平。然而，除德國外，失業率仍然高於危機前水平，反映勞動力產能過剩、市場僵化或技術短缺。
貿易差額，每月10億歐元（12個月累積）	2月終值	243.0	242.2	240.0	在12個月期間，在進口比出口加快減速支持下，歐元區商品貿易盈餘輕微上升。
零售銷售（按年%）	2月	1.8%	2.2%	1.5%	歐元區零售銷售遜預期，3個月的變動減慢至1.8%（按年，之前為2.4%）。在勞動力市場改善和信貸條件有利的情况下，持續的增長前景仍然存在。
通脹： — 整體消費價格指數（按年%）	4月預估值	1.2%	1.3%	1.3%	在服務價格急劇放緩（繼3月錄得1.5%後，4月為按年1.0%）推動下，歐元區4月份通脹較預期低，原因在於復活節時間不同導致數據扭曲。
— 核心消費價格指數 <sup>(1)</sup> （按年%）		0.7%	0.9%	1.0%	
歐洲央行再融資利率	4月26日	0.00%	0.00%	0.00%	一如預期，歐洲央行保持政策不變。歐洲央行行長德拉吉確定並無就貨幣波動及9月之後的量化寬鬆政策調整進行討論。他表示隨著經濟回落，制定政策必須「謹慎」。然而，增長「預期保持穩定及廣泛」，這會繼續支持歐洲央行認為通脹將逐漸邁向目標的觀點。
存款利率		-0.40%	-0.40%	-0.40%	
資產購買目標（十億歐元）		30	30	30	

(1) 歐元區核心消費價格指數為撇除能源、食品及煙酒的消費價格指數

資料來源：彭博、Datastream、Eurostat、滙豐環球投資管理，截至2018年5月5日。本文所載任何評論及分析反映按照截至當時的可用資訊，滙豐環球投資管理對市場的意見。有關觀點並不代表滙豐環球投資管理的保證。因此，滙豐環球投資管理概不就任何按本文所載評論及/或分析而作出的投資或不投資決定而承擔責任。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

致客戶的重要資訊：

警告：本文件的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件內容審慎行事。如您對本文件的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

本文件由香港上海滙豐銀行有限公司（「本行」）在香港經營受管制業務期間發佈，可在其他可合法分發本文件的司法管轄區進行分發，並僅供收件人使用。本文件內容不得複製或進一步分發予任何人士或實體作任何用途，不論是全部或部分內容。本文件不得分發予美國、加拿大或澳洲，或任何其他分發本文件屬非法行為的司法管轄區。所有未經授權複製或使用本文件的行為均屬使用者的責任，並可能引致法律訴訟。

本文件沒有合約價值，並不是且不應被詮釋為進行任何投資買賣，或認購或參與任何服務的要約或要約招攬或建議。本行並沒有建議或招攬任何基於本文件的行動。

本文件內列明的資訊及 / 或表達的意見由滙豐環球投資管理有限公司提供。我們沒有義務向您發佈任何進一步的刊物或更新本文件的內容，該等內容或隨時變更，並不另行通知。該等內容僅表示作為一般資訊用途的一般市場資訊及 / 或評論，並不構成買賣投資項目的投資建議或推薦或回報保證。本行沒有參與有關資訊及意見的準備工作。本行對本文件內的資訊及 / 或意見之準確性及 / 或完整性不作任何擔保、申述或保證，亦不承擔任何責任，包括任何從相信為可靠但未有獨立進行驗證的來源取得之第三方資訊。任何情況下，本行或滙豐集團均不對任何與您使用本文件或依賴或使用或無法使用本文件內資訊相關的任何損害、損失或法律責任承擔任何責任，包括但不限於直接或間接、特殊、附帶、相應而生的損害、損失或法律責任。

如您持有滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合，本文件內的意見不一定代表目前投資組合的構成部分。滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合主要反映個別客戶的投資目標、風險喜好、投資年期及市場流動性。

本文件內含的資訊未有按您的個人情況審閱。請注意，此資訊並非用作協助作出法律、財政或其他諮詢問題的決定，亦不應作為任何投資或其他決定的依據。您應根據您的投資經驗、目標、財政資源及有關情況，仔細考慮所有投資觀點及投資產品是否合適。您可自行作出投資決定，但除非向您出售產品的中介人根據您的財政情況、投資經驗及投資目標，向您說明該產品適合您，否則不應投資於任何產品。您應細閱相關產品銷售文件了解詳情。

本文件內部分陳述可視為前瞻性陳述，提供目前對未來事件的預期或預測。有關前瞻性陳述並非未來表現或事件的擔保，並涉及風險及不穩定因素。該等陳述不代表任何一項投資，僅用作說明用途。客戶須注意，不能保證本文件內描述的經濟狀況會在未來維持不變。實際結果可能因多種因素而與有關前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。我們不保證該等前瞻性陳述內的期望將獲證實或能夠實現，警告您不要過份依賴有關陳述。我們沒有義務更新本文件內的前瞻性陳述，不論是基於新資訊、未來事件或其他原因，亦沒有義務更新實際結果與前瞻性陳述預期不同的原因。

投資涉及風險，必須注意投資的資本價值，且所得收益可升可跌，甚至變得毫無價值，投資者可能無法取回最初投資的金額。本文件內列出的過往表現並非未來表現的可靠指標，不應依賴任何此內的預測、預期及模擬作為未來結果的指標。有關過往表現的資料可能過時。有關最新資訊請聯絡您的客戶經理。

任何市場的投資均可能出現極大波動，並受多種因直接及間接因素造成不同幅度的突發波動影響。這些特徵可導致涉及有關市場的人士蒙受巨大損失。若提早撤回或終止投資，或無法取回投資全額。除一般投資風險外，國際投資可能涉及因貨幣價值出現不利波動、公認會計原則之差別或特定司法管轄區經濟或政治不穩而造成的資本損失風險。範圍狹窄的投資及較小規模的公司一般會出現較大波動。不能保證交易表現正面。新興市場的投資本質上涉及較高風險，可能較其他成熟市場固有的投資出現較大波動。新興市場的經濟大幅取決於國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他貿易國家實施或協商的保障措施不利影響。有關經濟亦一直並可能繼續受其貿易國的經濟情況不利影響。互惠基金投資受市場風險影響，您應細閱所有計劃相關文件。

版權所有 © 香港上海滙豐銀行有限公司 2018。保留一切權利。未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本刊物任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。

由香港上海滙豐銀行有限公司刊發

Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited