

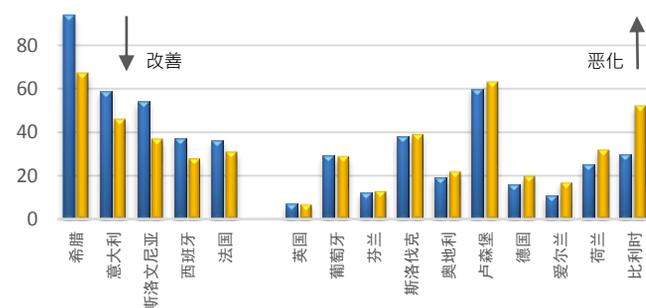


# 欧洲下一浪改革制定政策优先次序

## 概要

- ▶ **市场焦点。** 欧盟官员强调有需要进行结构性改革已有一段时间。根据于2011年成立、负责为成员国提供经济、公共财政及改革优先次序定期评估的「欧洲学期」(European Semester)，结构性改革的实施取得重大进展。营商环境（尤其在非核心欧洲国家）的进展有目共睹，不过还需进一步改善方能位于世界前列（见图1）
- ▶ 欧盟方面，欧洲主权危机触发关键的结构性转变，例如欧洲稳定机制（ESM）的风险分享后盾机制，以及将相关银行监管加倍系统性集中在位于法兰克福的欧洲央行的银行联盟

图1。2010年至2017年，个别欧洲国家营商便利程度\*排名



数据源：世界银行，2018年4月

■2010年6月 ■2017年6月

(\* 营商便利程度排名涵盖以下范畴：创业、处理建筑许可证、获取电力、登记物业、取得信贷、保障少数股东、缴付税项、贸易

本评论就近期经济环境提供简单基本的概要，仅供参考用途。此乃市场传讯资料，不应被读者视为投资建议或作为出售或购入投资产品的建议，也不应被视为投资研究。所载之内容并非因应旨在提供独立投资研究的法定要求而准备，亦无受到发放此文件前禁止进行交易的约束。

## 市场焦点。欧洲改革制定政策优先次序

国际货币基金组织的一项研究<sup>(1)</sup>显示，结构性改革在以下四个情况中一个或以上出现时进行：(i)外部金融计划出现，(ii)经济危机出现，(iii)同侪压力及(iv)政治机构的素质。

### 在经济环境利好下，改革是否仍然存在诱因？

6月28日至29日举行的下届欧盟峰会会议把是否决定要改革欧盟机构列入议程。如结果利好，磋商将正式展开，预期2019年3月的欧盟峰会将得出结论。

法国总统马克龙<sup>(2)</sup>建议就主要政策范畴加强欧洲主权，例如国防及保安、移民、发展、气候变化、数码发展 / 监管。有关建议将带来全新的欧洲监管框架，其中包括建立欧元区预算（由财政部部长监管，该财政部部长亦将担任欧盟委员会副主席、欧洲集团主席和升级的欧洲稳定机制理事会理事）。目标是精简决策程序，委员会缩小规模（由目前的28名委员减少至15名委员），并透过跨国政党名单改善欧洲议会的民主过程。

相反，德国加上北国集团（荷兰、芬兰、爱尔兰、爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛及非欧元区国家的瑞典及丹麦）要求遵循欧盟法规的证据及成立银行联盟<sup>(3)</sup>。对于欧盟预算，德国及其他净贡献国（即荷兰）正推动条件限制（即把收取欧盟援助资金与遵守欧盟规则（财政及市场纪律）的发展项目，以及进行结构性改革的意愿挂钩）。随着波兰及匈牙利的疑欧派政府成为欧盟资金的净收款国，这些条件限制将标志着重大变动。条件限制亦未必能改善欧盟当局与国家政府之间的关系。最后，条件限制需要有关欧盟政策的事前协议。举例来说，法国会同意将欧盟支持与完全遵守共同劳动市场标准或税务政策捆绑。

### 对政策优先次序建立共识

年度欧洲指标调查每年追踪欧洲民众的意见，最近一次结果显示所有投票人的首两大关注议题（不论其政治立场）为移民及恐怖主义。与失业及经济增长主导的2011年相比，情况出现庞大变化<sup>(4)</sup>。调查结果可与欧盟预算的使用相比较。图2a显示拨作凝聚与社会基金及可持续发展支持的预算开支分别占欧盟总预算34%（相当于约490亿欧元）及38%。相比之下，保安与移民政策虽然是民众的一大关注议题，但仅相当于欧盟预算的2%。有关下个预算（2021年至2027年）的讨论正在进行之中。与2014年至2020年预算（于金融危机期间制定）相反，磋商在经济向好的情况下进行。

英国脱欧将带来资金缺口（每年170亿欧元，占总预算的13%—见图2b），而且欧盟需要各个国家就进取的移民及国防政策增加贡献（由目前占本地生产总值的1.0%增加至1.1%至1.3%<sup>(5)</sup>）。目前，约80%的欧盟预算来自直接贡献（欧盟境外进口的关税填补了差额）。将更多权力及资源由国家层面转移至欧盟层面，或会是一个艰难而复杂的争议，情况有可能在欧洲议会明年大选（2019年5月23日至26日）前夕加剧。

图2a。欧盟28 预算：开支分析

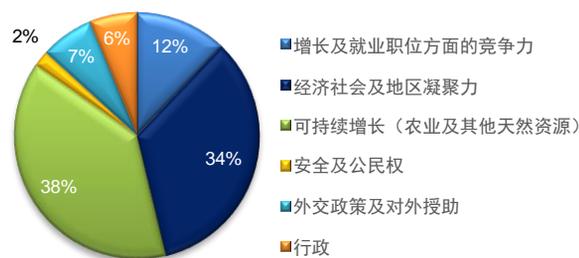
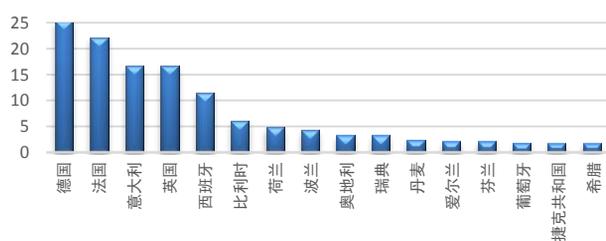


图2b。欧盟28 预算：16大贡献国（十亿欧元）



资料来源：欧盟委员会—2018年4月

- (1) 2008年国际货币基金组织的先进及成熟国家结构性改革及经济表现 [www.imf.org/external/np/res/docs/2008/pdf/061008.pdf](http://www.imf.org/external/np/res/docs/2008/pdf/061008.pdf)
- (2) 欧洲计划：主权、统一、民主的欧洲 [www.elysee.fr/assets/Initiative-for-Europe-a-sovereign-united-democratic-Europe-Emmanuel-Macron.pdf](http://www.elysee.fr/assets/Initiative-for-Europe-a-sovereign-united-democratic-Europe-Emmanuel-Macron.pdf)
- (3) 八个国家已签署欧盟结构联合声明—请参阅瑞典政府办公室（2018年） [www.government.se/statements/2018/03/finance-ministers-from-denmark-estonia-finland-ireland-latvia-lithuania-the-netherlands-and-sweden](http://www.government.se/statements/2018/03/finance-ministers-from-denmark-estonia-finland-ireland-latvia-lithuania-the-netherlands-and-sweden)
- (4) 欧洲指标标准调查第88号及第76号—2011年及2017年11月「What do you think are the two most important issues facing the EU at the moment?」（您认为欧盟目前面对的最重要两项问题是什么？）（最多2个答案） [http://data.europa.eu/euodp/en/data/dataset/S2143\\_88\\_3\\_STD88\\_ENG](http://data.europa.eu/euodp/en/data/dataset/S2143_88_3_STD88_ENG)
- (5) 欧洲理事会及多年金融框架，2018年2月 [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2018/615644/EPRS\\_BRI\(2018\)615644\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2018/615644/EPRS_BRI(2018)615644_EN.pdf)

本文所载任何评论及分析反映按照截至当时的可用信息，汇丰环球投资管理对市场的意见。有关观点并不代表汇丰环球投资管理的保证。因此，汇丰环球投资管理概不就任何按本文所载评论及/或分析而作出的投资或不投资决定而承担责任。本页内容不拟构成购买或出售任何行业或财务工具的意见或建议。本文所载任何预测、预计或目标仅供参考，且并非任何形式的保证。汇丰环球投资管理概不就未能达成任何预测、预计或目标承担责任。

## 欧洲股票：跟随盈利修正

一般来说，既定年度（即2018年）的盈利向上或向下修正将与市场回报同步变动。换言之，当盈利向上修正时，市场倾向上升，反之亦然。行业回报亦倾向与盈利修正变化呈正相关性。

### 市场第一季表现如何？

在第一季，MSCI欧洲指数下跌了4.3%，而2018年盈利的3个月平均盈利修正比率（ERR）下跌了0.8%（MSCI欧洲指数（金融股除外）下跌了1.6%）。盈利方面，基于MSCI欧洲指数整体略为下修，而2月及3月风险上升，令股价和行业回报变幅增加。一些录得正盈利修正比率的周期性行业（金融、工业及可选消费）季末收报下跌，原因在于其周期性偏向，以及对信贷息差及利率高度敏感。

在第一季，MSCI欧洲指数中表现最佳的五个行业中有四个（见表1）盈利修正胜于平均数，而表现最差的五个行业全部盈利修正皆逊于平均数。房地产业的回报及盈利修正都刚好处于中间数。信息技术表现逆向，回报强劲（表现第二最佳），但盈利修正比率相当负面（排名第9）。半导体解释了尽管盈利修正比率呈高负数（-24%）而回报坚韧的原因（上升2%）。这可能是由于半导体的盈利异常波动，每季变化极大。金融股方面，银行股的盈利修正比率略呈负数（-1.8%），而保险公司的盈利修正比率呈正数（+8.2%），令其表现领先。

在市场揣测达致转折点（美国、英国、欧元区收紧息率政策、欧元区的经济增长略为放缓及环球贸易战日渐逼近）的推动下，避险气氛升温。在此环境下，防守性最高的行业（健康护理、消费必需品）未能表现坚韧，因为其本季盈利大幅下修（分别下修5.1%及6.1%）。

表1. 2018年盈利的3个月修正变化（%）—2017年12月29日—2018年3月30日

盈利修正比率			盈利修正比率			盈利修正比率		
行业	回报 3个月	(%)* 2018	行业	回报 3个月	(%)* 2018	平均	回报 3个月	(%)* 2018
公用事业	-2.0	-1.3	能源	-5.7	-4.0	中位数	-5.2	-2.1
信息技术	-2.8	-4.4	健康护理	-6.3	-5.1			
可选消费	-3.6	1.8	物料	-6.8	-2.6			
金融	-4.6	3.0	消费必需品	-7.8	-6.1			
工业	-5.0	1.7	电讯服务	-8.6	-2.1			
地产	-5.2	-2.1						

数据源：Factset、\* 摩根士丹利图表 —2018年4月9日

## 欧洲股票：行业仓位：

行业	比重 <sup>(1)</sup>	理据
商业服务及供应	偏高	业内多家公司提供可持续的增长及估值吸引。
健康护理及设备	偏高	我们的仓位源于选股，抵销了制药的偏低仓位。
银行	偏高	受惠于本地增长、资产负债表改善及利率更为利好，此行业正呈现复苏。
物料	偏高	估值低，且同步的环球经济复苏支撑相关基本因素。
电讯	偏高	偏高比重乃基于企业估值在近期调整后非常吸引。
耐用消费品和服装	偏低	行业由极度昂贵的奢侈品公司组成。
食品、饮料和烟草	偏低	此行业相对昂贵，防守性公司增长偏低。
家庭及个人护理	偏低	比重略为偏低。在通胀上升的环境下无法受惠。
半导体	偏低	经过录得强劲表现后，本周周期性行业已变得过于昂贵。
公用事业	偏低	行业内仅非常少的公司具备吸引的基本因素。

数据源：汇丰环球投资管理/Factset/MSCI，截至2018年4月9日

(1) 欧洲投资策略主要比重偏高及偏低乃相对MSCI欧洲指数而言

本文所载任何评论及分析反映按照截至当时的可用信息，汇丰环球投资管理对市场的意见。有关观点并不代表汇丰环球投资管理的保证。因此，汇丰环球投资管理概不就任何按本文所载评论及/或分析而作出的投资或不投资决定而承担责任。本文所载任何预测、预计或目标仅供参考，且并非任何形式的保证。汇丰环球投资管理概不就未能达成任何预测、预计或目标承担责任。配置截至所示日期，或不代表当前或未来的配置，可能会有所更改，而恕不另行通知。

## 欧元固定收益市场：展望与整体投资组合仓位

- ▶ 经过季初表现强劲后，信贷在发行水平高企（3月为910亿欧元，是记录上第二最佳的月份）及全球贸易恐慌造成波动的影响下，季末的本年迄今总回报跌入负数区间
- ▶ **欧元信贷**。欧元信贷3月再次受压，大部分行业的总回报持平或呈负数，主权息率的下跌未能抵销信贷息差的扩阔。高贝他值的债券再次表现落后（尤其是金融次级债券以及企业混合债券）。庄家无意在季末冒险，令流动性欠佳。新发行债券平均表现欠佳
- ▶ **息率方面**，10年期德国债券息率下跌15个基点至0.50%（重回本年迄今的最低点），10年期西班牙债券及10年期意大利债券分别下跌37个基点及22个基点。然而，我们仍然预期主权息率逐步上升，10年期德国债券息率年底目标在1.00%
- ▶ **展望**。我们选择欧元信贷时仍保持谨慎。尽管金融及非金融次级债券近期表现欠佳，但我们继续持偏高比重；它们受到量化宽松计划减慢的影响较轻。股票的第二浪弱势大致来自估值偏高的美国科技业。我们相信重新定价的情况应保持受控，不太可能蔓延至欧洲信贷发行人。技术因素方面，我们预期发行量略高，尤其是投资级别市场，但未至于震荡市场

### 数据综评：2018年4月19日

■ 月度环比 / 季度环比有所改善或超越预期  
■ 月度环比 / 季度环比有所转差或未及预期  
■ 月度环比 / 季度环比无变动或符合预期

指标	日期	实际	普遍预期	前期	分析
综合采购经理指数	3月终值	55.2	56.8	57.1	3月，欧元区综合采购经理指数从1月的纪录高位继续下跌。这反映贸易政策忧虑持续增加，以及出口订单转弱，可能是欧元升值所造成的影响。
季度本地生产总值（按季%）	第四季终值	2.7%	2.7%	2.7%	就2017年整体而言，欧元区本地生产总值增长率确认为2.4%，为10年来最高。2017年第四季度，欧元区本地生产总值增长主要获净贸易和持续投资带动。国家方面，德国（第三季度为2.2%，第四季度为2.3%）和法国（第三季度为2.3%，第四季度为2.5%）第四季度国内生产总值增长速度均有加快。
工业生产（按年%）	2月	2.9%	3.5%	3.7%	欧元区工业生产较预期差，但与12个月的趋势相比，仍保持强劲走势。
失业率	2月	8.5%	8.5%	8.6%	欧元区失业率持续改善，目前处于2008年末以来的最低水平，各国出现广泛改善，尤其是德国（由3.6%下跌至3.5%）、法国（由9.0%下跌至8.9%）、意大利（由11.1%下跌至10.9%）及西班牙（由16.2%下跌至16.1%）。然而，除德国外，失业率仍然高于危机前水平，反映劳动力产能过剩、市场僵化或技术短缺。
贸易差额，每月10亿欧元（12个月累积）	2月终值	243.0	242.2	240.0	在12个月期间，在进口比出口加快减速支持下，欧元区商品贸易盈余轻微上升。
零售销售（按年%）	2月	1.8%	2.2%	1.5%	欧元区零售销售逊预期，3个月的变动减慢为按年1.8%（之前为2.4%）。在劳动力市场改善和信贷条件有利的情况下，持续的增长前景仍然存在。
通胀： 一整体消费价格指数（按年%）	3月终值	1.3%	1.4%	1.1%	在非能源工业商品价格急剧放缓推动下，欧元区通胀3月较预期低，可能是欧元升值造成的滞后影响。
一核心消费价格指数 <sup>(1)</sup> （按年%）		1.0%	1.1%	1.0%	
欧洲央行再融资利率		0.00%	0.00%	0.00%	一如预期，欧洲央行消除宽松偏向（即表明若经济金融条件许可，量化宽松或会延长「规模和/或期限」）。此证实近期的强劲数据增加了欧洲央行对通胀将逐渐接近目标的信心。与此同时，欧洲央行行长德拉吉在会后的新闻发布会上重申，如有必要，量化宽松政策将延续至2018年9月以后。
存款利率	3月8日	-0.40%	-0.40%	-0.40%	
资产购买目标（十亿欧元）		30	30	30	

(1) 欧元区核心消费价格指数为撇除能源、食品及烟酒的消费价格指数

数据源：彭博、Datastream、Eurostat、汇丰环球投资管理，截至2018年4月19日。本文所载任何评论及分析反映按照截至当时的可用信息，汇丰环球投资管理对市场的意见。有关观点并不代表汇丰环球投资管理的保证。因此，汇丰环球投资管理概不就任何按本文所载评论及/或分析而作出的投资或不投资决定而承担责任。本文所载任何预测、预计或目标仅供参考，且并非任何形式的保证。汇丰环球投资管理概不就未能达成任何预测、预计或目标承担责任。

## 重要信息

致客户的重要资讯：

警告：本文件的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件内容审慎行事。如您对本文件的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

本文件由香港上海汇丰银行有限公司（「本行」）在香港经营受管制业务期间发布，可在其他可合法分发本文件的司法管辖区进行分发，并仅供收件人使用。本文件内容不得复制或进一步分发予任何人士或实体作任何用途，不论是全部或部分内容。本文件不得分发予美国、加拿大或澳洲，或任何其他分发本文件属非法行为的司法管辖区。所有未经授权复制或使用权本文件的行为均属使用者的责任，并可能引致法律诉讼。

本文件没有合约价值，并不是且不应被诠释为进行任何投资买卖，或认购或参与任何服务的要约或要约招揽或建议。本行并没有建议或招揽任何基于本文件的行动。

本文件内列明的资讯及 / 或表达的意见由汇丰环球投资管理有限公司提供。我们没有义务向您发布任何进一步的刊物或更新本文件的内容，该内容或随时变更，并不另行通知。该内容仅表示作为一般资讯用途的一般市场资讯及 / 或评论，并不构成买卖投资项目的投资建议或推荐或回报保证。本行没有参与有关资讯及意见的准备工作。本行对本文件内的资讯及 / 或意见之准确性及 / 或完整性不作任何担保、申述或保证，亦不承担任何责任，包括任何从相信为可靠但未有独立进行验证的来源取得之第三方资讯。任何情况下，本行或汇丰集团均不对任何与您使用本文件或依赖或使用或无法使用本文件内资讯相关的任何损害、损失或法律责任承担任何责任，包括但不限于直接或间接、特殊、附带、相应而生的损害、损失或法律责任。

如您持有汇丰环球投资管理有限公司管理的个人投资组合，本文件内的意见不一定代表目前投资组合的构成部分。汇丰环球投资管理有限公司管理的个人投资组合主要反映个别客户的投资目标、风险喜好、投资年期及市场流动性。

本文件内含的资讯未有按您的个人情况审阅。请注意，此资讯并非用作协助作出法律、财政或其他咨询问题的决定，亦不应作为任何投资或其他决定的依据。您应根据您的投资经验、目标、财政资源及有关情况，仔细考虑所有投资观点及投资产品是否合适。您可自行作出投资决定，但除非向您出售产品的中介人根据您的财政情况、投资经验及投资目标，向您说明该产品适合您，否则不应投资于任何产品。您应细阅相关产品销售文件了解详情。

本文件内部分陈述可视为前瞻性陈述，提供目前对未来事件的预期或预测。有关前瞻性陈述并非未来表现或事件的担保，并涉及风险及不稳定因素。该等陈述不代表任何一项投资，仅用作说明用途。客户须注意，不能保证本文件内描述的经济状况会在未来维持不变。实际结果可能因多种因素而与有关前瞻性陈述所描述的情况有重大差异。我们不保证该等前瞻性陈述内的期望将获得证实或能够实现，警告您不要过份依赖有关陈述。我们没有义务更新本文件内的前瞻性陈述，不论是基于新资讯、未来事件或其他原因，亦没有义务更新实际结果与前瞻性陈述预期不同的原因。

投资涉及风险，必须注意投资的资本价值，且所得收益可升可跌，甚至变得毫无价值，投资者可能无法取回最初投资的金额。本文件内列出的过往表现并非未来表现的可靠指标，不应依赖任何此内的预测、预期及模拟作为未来结果的指标。有关过往表现的资料可能过时。有关最新资讯请联络您的客户经理。

任何市场的投资均可能出现极大波动，并受多种因直接及间接因素造成不同幅度的突发波动影响。这些特征可导致涉及有关市场的人士蒙受巨大损失。若提早撤回或终止投资，或无法取回投资全额。除一般投资风险外，国际投资可能涉及因货币价值出现不利波动、公认会计原则之差别或特定司法管辖区经济或政治不稳而造成的资本损失风险。范围狭窄的投资及较小规模的公司一般会出现较大波动。不能保证交易表现正面。新兴市场的投资本质上涉及较高风险，可能较其他成熟市场固有的投资出现较大波动。新兴市场的经济大幅取决于国际贸易，因此一直以来并可能继续受贸易壁垒、外汇管制、相对币值控制调整及其他贸易国家实施或协商的保障措施不利影响。有关经济亦一直并可能继续受其贸易国的经济情况不利影响。互惠基金投资受市场风险影响，您应细阅所有计划相关文件。

版权所有 © 香港上海汇丰银行有限公司 2018。保留一切权利。未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本刊物任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。

由香港上海汇丰银行有限公司刊发

Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited