

# 歐洲觀點

## 歐洲市場每月快訊

2018年4月

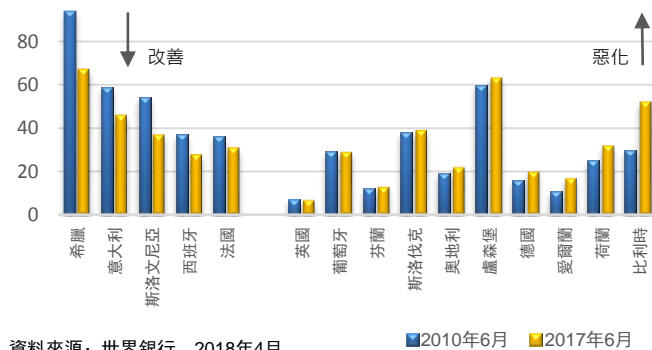


## 歐洲下一浪改革制定政策優先次序

### 概要

- ▶ **市場焦點。** 歐盟官員強調有需要進行結構性改革已有一段時間。根據於2011年成立、負責為成員國提供經濟、公共財政及改革優先次序定期評估的「歐洲學期」(European Semester)，結構性改革的實施取得重大進展。營商環境(尤其在非核心歐洲國家)的進展有目共睹，不過還需進一步改善方能位於世界前列(見圖1)
- ▶ 歐盟方面，歐洲主權危機觸發關鍵的結構性轉變，例如歐洲穩定機制(ESM)的風險分享後盾機制，以及將相關銀行監管加倍系統性地集中在位於法蘭克福的歐洲央行的銀行聯盟

圖1。2010年至2017年，個別歐洲國家營商便利程度\*排名



資料來源：世界銀行，2018年4月

(\* ) 營商便利程度排名涵蓋以下範疇：創業、處理建築許可證、獲取電力、登記物業、取得信貸、保障少數股東、繳付稅項、貿易

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。歐洲改革制定政策優先次序

國際貨幣基金組織的一項研究<sup>(1)</sup>顯示，結構性改革在以下四個情況中一個或以上出現時進行：(i)外部金融計劃出現，(ii)經濟危機出現，(iii)同儕壓力及(iv)政治機構的質素。

### 在經濟環境利好下，改革是否仍然存在誘因？

6月28日至29日舉行的下屆歐盟峰會會議把是否決定要改革歐盟機構列入議程。如結果利好，磋商將正式展開，預期2019年3月的歐盟峰會將得出結論。

法國總統馬克龍<sup>(2)</sup>建議就主要政策範疇加強歐洲主權，例如國防及保安、移民、發展、氣候變化、數碼發展 / 監管。有關建議將帶來全新的歐洲監管框架，其中包括建立歐元區預算（由財政部部長監管，該財政部部長亦將擔任歐盟委員會副主席、歐洲集團主席和升級的歐洲穩定機制理事會理事）。目標是精簡決策程序，委員會縮小規模（由目前的28名委員減少至15名委員），並透過跨國政黨名單改善歐洲議會的民主過程。

相反，德國加上北國集團（荷蘭、芬蘭、愛爾蘭、愛沙尼亞、拉脫維亞、立陶宛及非歐元區國家的瑞典及丹麥）要求遵循歐盟法規的證據及成立銀行聯盟<sup>(3)</sup>。對於歐盟預算，德國及其他淨貢獻國（即荷蘭）正推動條件限制（即把收取歐盟援助資金與遵守歐盟規則（財政及市場紀律）的發展項目，以及進行結構性改革的意願掛鉤）。隨著波蘭及匈牙利的疑歐派政府成為歐盟資金的淨收款國，這些條件限制將標誌著重大變動。條件限制亦未必能改善歐盟當局與國家政府之間的關係。最後，條件限制需要有關歐盟政策的事前協議。舉例來說，法國會同意將歐盟支持與完全遵守共同勞動市場標準或稅務政策捆綁。

### 對政策優先次序建立共識

年度歐洲指標調查每年追蹤歐洲民眾的意見，最近一次結果顯示所有投票人的首兩大關注議題（不論其政治立場）為移民及恐怖主義。與失業及經濟增長主導的2011年相比，情況出現龐大變化<sup>(4)</sup>。調查結果可與歐盟預算的使用相比較。圖2a顯示撥作凝聚與社會基金及可持續增長支持的預算開支分別佔歐盟總預算34%（相當於約490億歐元）及38%。相比之下，保安與移民政策雖然是民眾的一大關注議題，但僅相當於歐盟預算的2%。有關下個預算（2021年至2027年）的討論正在進行之中。與2014年至2020年預算（於金融危機期間制定）相反，磋商在經濟向好的情況下進行。

英國脫歐將帶來資金缺口（每年170億歐元，佔總預算的13%—見圖2b），而且歐盟需要各個國家就進取的移民及國防政策增加貢獻（由目前佔本地生產總值的1.0%增加至1.1%至1.3%<sup>(5)</sup>）。目前，約80%的歐盟預算來自直接貢獻（歐盟境外進口的關稅填補了差額）。將更多權力及資源由國家層面轉移至歐盟層面，或會是一個艱難而複雜的爭議，情況有可能在歐洲議會明年大選（2019年5月23日至26日）前夕加劇。

圖2a. 歐盟28 預算：開支分析

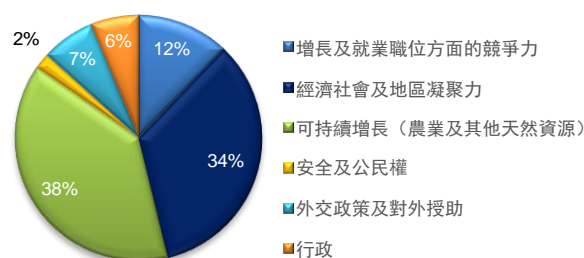
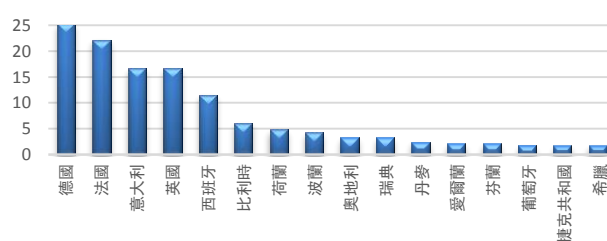


圖2b. 歐盟28 預算：16大貢獻國（十億歐元）



資料來源：歐盟委員會—2018年4月

- (1) 2008年國際貨幣基金組織的先進及成熟國家結構性改革及經濟表現 [www.imf.org/external/np/res/docs/2008/pdf/061008.pdf](http://www.imf.org/external/np/res/docs/2008/pdf/061008.pdf)
- (2) 歐洲計劃：主權、統一、民主的歐洲 [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) 八個國家已簽署歐盟結構聯合聲明—請參閱瑞典政府辦公室（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) 歐洲指標標準調查第88號及第76號—2011年及2017年11月「What do you think are the two most important issues facing the EU at the moment?」（您認為歐盟目前面對的最重要兩項問題是什麼？）（最多2個答案） [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) 歐洲理事會及多年金融框架，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：跟隨盈利修正

一般來說，既定年度（即2018年）的盈利向上或向下修正將與市場回報同步變動。換言之，當盈利向上修正時，市場傾向上升，反之亦然。行業回報亦傾向與盈利修正變化呈正相關性。

### 市場第一季表現如何？

在第一季，MSCI歐洲指數下跌了4.3%，而2018年盈利的3個月平均盈利修正比率（ERR）下跌了0.8%（MSCI歐洲指數（金融股除外）下跌了1.6%）。盈利方面，基於MSCI歐洲指數整體略為下修，而2月及3月風險上升，令股價和行業回報變幅增加。一些錄得正盈利修正比率的週期性行業（金融、工業及可選消費）季末收報下跌，原因在於其週期性偏向，以及對信貸息差及利率高度敏感。

在第一季，MSCI歐洲指數中表現最佳的五個行業中有四個（見表1）盈利修正勝於平均數，而表現最差的五個行業全部盈利修正皆遜於平均數。房地產業的回報及盈利修正都剛好處於中間數。資訊科技表現逆向，回報強勁（表現第二最佳），但盈利修正比率相當負面（排名第9）。半導體解釋了儘管盈利修正比率呈高負數（-24%）而回報堅韌的原因（上升2%）。這可能是因為半導體的盈利異常波動，每季變化極大。金融股方面，銀行股的盈利修正比率略呈負數（-1.8%），而保險公司的盈利修正比率呈正數（+8.2%），令其表現領先。

在市場揣測達致轉捩點（美國、英國、歐元區收緊息率政策、歐元區的經濟增長略為放緩及環球貿易戰日漸迫近）的推動下，避險氣氛升溫。在此環境下，防守性最高的行業（健康護理、消費必需品）未能表現堅韌，因為其本季盈利大幅下修（分別下修5.1%及6.1%）。

表1. 2018年盈利的3個月修正變化（%）—2017年12月29日—2018年3月30日

行業	盈利修正比率 (%)*		行業	盈利修正比率 (%)*		平均	盈利修正比率 (%)*	
	回報 3個月	2018		回報 3個月	2018		回報 3個月	2018
公用事業	-2.0	-1.3	能源	-5.7	-4.0	-5.3	-1.9	
資訊科技	-2.8	-4.4	健康護理	-6.3	-5.1			
可選消費	-3.6	1.8	物料	-6.8	-2.6	-5.2	-2.1	
金融	-4.6	3.0	消費必需品	-7.8	-6.1			
工業	-5.0	1.7	電訊服務	-8.6	-2.1			
地產	-5.2	-2.1						

資料來源：Factset、\* 摩根士丹利圖表 —2018年4月9日

## 歐洲股票：行業倉位：

行業	比重 <sup>(1)</sup>	理據
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。
銀行	偏高	受惠於本地增長、資產負債表改善及利率更為利好，此行業正呈現復甦。
物料	偏高	估值低，且同步的環球經濟復甦支撐相關基本因素。
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。
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。
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。
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。
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4月9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

- ▶ 經過季初表現強勁後，信貸在發行水平高企（3月為910億歐元，是記錄上第二最佳的月份）及環球貿易恐慌造成波動的影響下，季末的本年迄今總回報跌入負數區間
- ▶ **歐元信貸**。歐元信貸3月再次受壓，大部分行業的總回報持平或呈負數，主權息率的下跌未能抵銷信貸息差的擴闊。高貝他值的債券再次表現落後（尤其是金融次級債券以及企業混合債券）。莊家無意在季末冒險，令流動性欠佳。新發行債券平均表現欠佳
- ▶ **息率方面**，10年期德國債券息率下跌15個基點至0.50%（重回本年迄今的最低點），10年期西班牙債券及10年期意大利債券分別下跌37個基點及22個基點。然而，我們仍然預期主權息率逐步上升，10年期德國債券息率年底目標在1.00%
- ▶ **展望**。我們選擇歐元信貸時仍保持謹慎。儘管金融及非金融次級債券近期表現欠佳，但我們繼續持偏高比重；它們受到量化寬鬆計劃減慢的影響較輕。股票的第二浪弱勢大致來自估值偏高的美國科技業。我們相信重新定價的情況應保持受控，不太可能蔓延至歐洲信貸發行人。技術因素方面，我們預期發行量略高，尤其是投資級別市場，但未至於震盪市場

### 數據綜評：2018年4月19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	3月終值	55.2	56.8	57.1	3月，歐元區綜合採購經理指數從1月的紀錄高位繼續下跌。這反映貿易政策憂慮持續增加，以及出口訂單轉弱，可能是歐元升值所造成的影響。
季度本地生產總值（按季%）	第四季終值	2.7%	2.7%	2.7%	就2017年整體而言，歐元區本地生產總值增長率確認為2.4%，為10年來最高。2017年第四季度，歐元區本地生產總值增長主要獲淨貿易和持續投資帶動。國家方面，德國（第三季度為2.2%，第四季度為2.3%）和法國（第三季度為2.3%，第四季度為2.5%）第四季度國內生產總值增長速度均有加快。
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	2月	8.5%	8.5%	8.6%	歐元區失業率持續改善，目前處於2008年末以來的最低水平，各國出現廣泛改善，尤其是德國（由3.6%下跌至3.5%）、法國（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個月的變動減慢為按年1.8%（之前為2.4%）。在勞動力市場改善和信貸條件有利的情況下，持續的增長前景仍然存在。
通脹： 一 整體消費價格指數（按年%）	3月終值	1.3%	1.4%	1.1%	在非能源工業商品價格急劇放緩推動下，歐元區通脹3月較預期低，可能是歐元升值造成的滯後影響。
一 核心消費價格指數 <sup>(1)</sup> （按年%）		1.0%	1.1%	1.0%	
歐洲央行再融資利率		0.00%	0.00%	0.00%	一如預期，歐洲央行消除寬鬆偏向（即表明若經濟金融條件許可，量化寬鬆或會延長「規模和/或期限」）。此證實近期的強勁數據增加了歐洲央行對通脹將逐漸接近目標的信心。與此同時，歐洲央行行長德拉吉在會後的新聞發布會上重申，如有必要，量化寬鬆政策將延續至2018年9月以後。
存款利率	3月8日	-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4月19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