

# 歐洲觀點

## 歐洲市場每月快訊

2019年5月



### 歐元區製造業：具備反彈空間

- ◆ 由於環球貿易急劇減速，加上受貿易僵局、中國經濟放緩以及英國脫歐持續不明朗所影響，歐元區製造業在2018年整年處於弱勢。在2018年的最後數月間，此效應因德國方面的多項一次性因素而加劇：
  - i. 當局推行新的汽車排放標準，造成生產及銷售樽頸；及
  - ii. 航運受天氣情況影響（萊因河水位低落所致）
- ◆ 此外，鑑於貿易僵局正使歐元區增長展望受壓，如要確保經濟穩健，務需採取結構性解決方案：即必須持續進行投資及工業升級

### 貿易關稅威脅揮之不去，使經濟增長受壓

- ◆ 在2018年中美互相加徵關稅及英國脫歐欠明朗的背景下，環球貿易從2017年底的高位急速放緩。整體而言，歐元區貨品出口增長從2017年的按年7.5%減速至2018年的按年3.8%
- ◆ 歐盟委員會剛開始與美國磋商可能減徵工業關稅的措施（目前對美國進口徵收的平均稅率為4.5%）。考慮到美方提出的各種訴求（如開放美國直接投資、政府不再偏好本地貨品及服務、降低歐洲農業進口標準，以及將所有關稅都減至零），似乎不大可能會迅速達成定案
- ◆ 德國作為開放型經濟體，尤其受到重創。展望將來，只要貿易緊張局勢的主導影響持續，環球貿易似乎將持續疲弱。故此，持續的貿易僵局會繼續使歐元區工業信心受壓（尤其是德國）。在此背景下，展望風險保持於偏向下行，投資和就業均可能遭受負面的連帶影響

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。

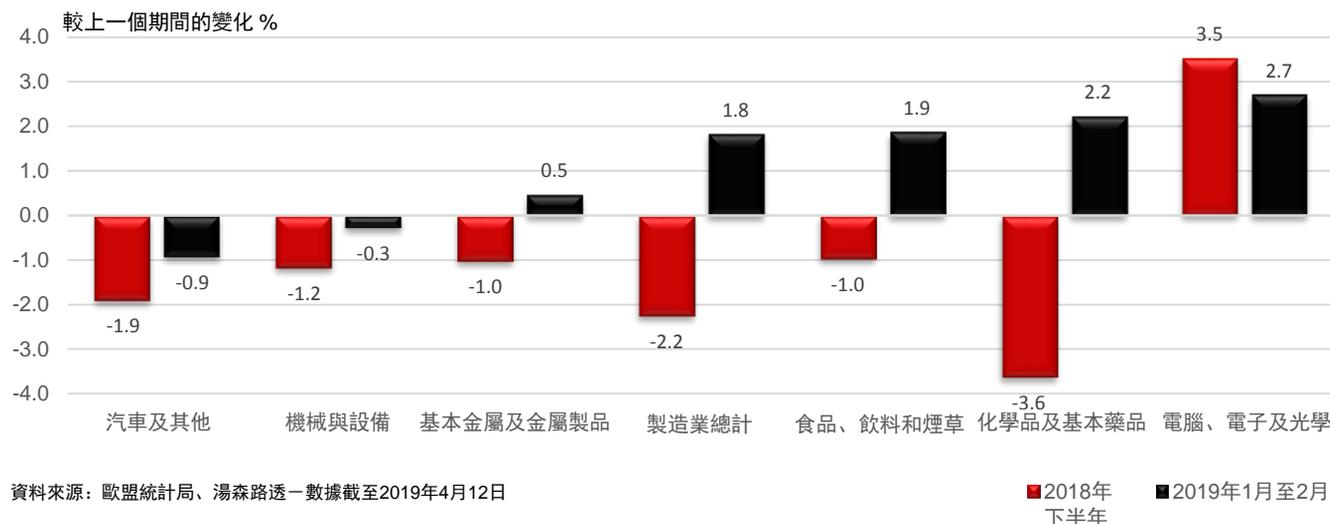
## 歐元區製造業：具備反彈空間（續）

### 供應受阻情況正在減退

2018年下半年及2019年1月的多個供應受阻情況影響了製造業生產

- ◆ 在環球貿易放緩的背景下，歐元區製造業在過去12個月間疲弱。同樣重要的是，2018年下半年及2019年1月的多個供應受阻情況影響了製造業生產。在9月，當局推行新的汽車排放標準，造成生產（主要在德國）以及歐洲銷售的樽頸。2018年底，萊因河水位低落阻礙了德國的航運，導致生產局部暫停，尤其是在化學品行業。在1月，匈牙利汽車業罷工進一步將復甦步伐推遲。利好消息方面，最近的報告（1月至2月）顯示製造業已回穩，包括在德國方面。

圖1. 歐元區製造業已開始於2019年1月至2月復甦

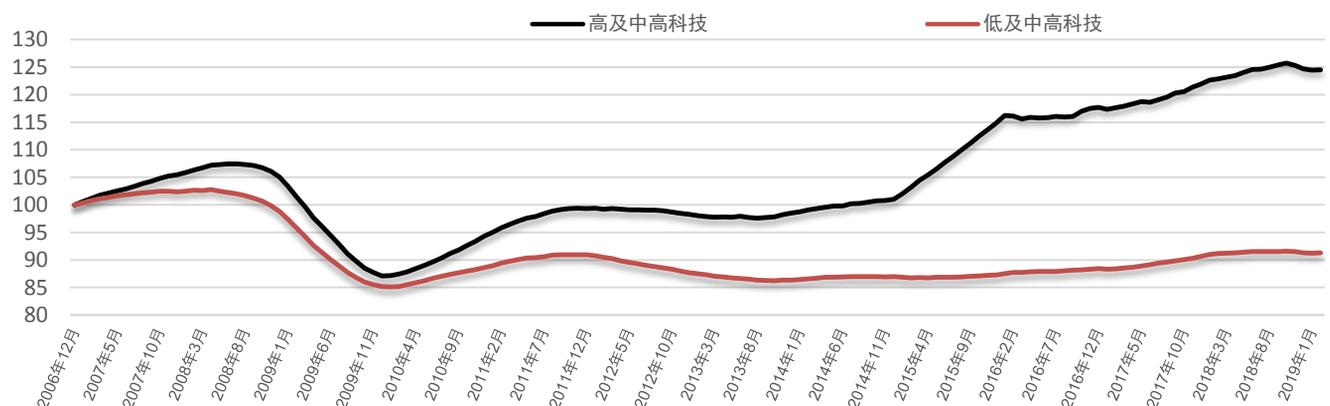


### 產品組合相當關鍵

製造業加大創新力度對其長期穩健性非常重要

- ◆ 從2017年12月高位至今，歐元區製造業活動已按年下跌1.9%，當中以德國首當其衝（按年跌3.7%）。總計而言，在歐元區（見圖1），2018年下半年出現急劇收縮，以化學品及基本藥品（跌3.6%）及汽車業（跌1.9%）尤甚。重要的是，製造業加大創新力度對其長期穩健性非常重要。即使結構性轉型通常緩慢，工業升級方面已取得莫大進展（見圖2）。歐元區投資在2018年強健增長（按年升3.4%，與2017年步伐相比大致不變）。展望將來，將需要注視進一步的投資增長：此增長可望提高生產力，繼而助區內實現更高的長期潛在增長。

圖2. 追蹤歐元區工業升級一指數，12個月平均數，100 = 2006年



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。

## 歐洲股市：本地生產總值增長對股票回報有何預示？

與本地生產總值的目前增長相比，低市場估值一般是未來5至10年間回報上升的較佳預兆。利率展望及貨幣競爭力亦屬關鍵。基於這些基本面數字，歐洲的展望正面

- ◆ 在某期間之初的股市展望未必能揭示隨後的市場回報。舉例而言，2018年1月初的歐元區市況相當理想，但在本地生產總值及盈利增長強健之際，避險情緒仍逐漸滋長。經濟增長與隨後的股市回報極其量只有微弱的相關性；就大部分市場而言，此相關性更屬負數\*
- ◆ 目前，決定未來市場回報所涉及的因素未必與經濟增長的議題直接相關。據我們所知，低市場估值在過往一般是未來5至10年間回報上升的較佳預兆。利率展望及貨幣競爭力亦屬關鍵。基於這些基本面數字，歐洲的展望向好
- ◆ 然而，其他較為波動的數據並未發揮支持作用又或難以預料，尤其是本地生產總值增長及盈利調整。歐元區對下列各項非常敏感：
  1. 新興市場增長（佔銷售額30%），故亦對來自中國的因素敏感；
  2. 本地生產總值增長——目前只是減速，因而未受關注；
  3. 目前各大經濟體均面對負面的盈利調整。2019年歐洲盈利增長預測屬正面，但利潤率及企業債務水平則與週期性高位相去甚遠；
  4. 通脹率及借貸利率處於歷史低位，這使企業目前能保持盈利能力
- ◆ 歐洲只需要有更正面的政治消息，並掃除各界對環球貿易戰的憂慮，便可能令股市捲土重來。但這恐怕是頗大的期待

歐洲市場主要風險因素	年初至今的發展
1) 歐洲市場絕對估值	重返 <b>中性至正面</b> ，1月初時曾極為正面
2) 歐洲市場相對估值	<b>非常正面</b> ，乃因利率處於歷史低位
3) 利率預期	目前在歐元區及美國均屬 <b>正面</b>
4) 歐元強勢 / 弱勢	<b>正面</b> ，乃因歐元接近15年低位
5) 油價（升跌10美元 = 本地生產總值0.3%）	<b>仍然正面</b> ，但經歷年初至今的升勢後較不正面
6) 中國經濟增長	短期內 <b>正面</b> ，乃因政府的刺激措施奏效
7) 本地生產總值增長指標的變動	<b>負面</b> ，但若可避過經濟衰退，則較不重要
8) 盈利調整	<b>負面</b> ，但2019年全球及歐洲每股盈利增長為正面（+5%）
9) 美國股市週期	<b>負面</b> ，乃因估值似乎已達到高位
10) 歐洲政策不明朗性	<b>負面</b> ，伴隨英國脫歐風險，但意大利風險則受控
11) 貿易戰	<b>負面</b> ，但因美國延遲對中國加徵關稅而正在改善

行業觀點	比重**	我們所持觀點的理據
電訊	偏高	◆ 我們的偏高比重乃基於企業估值非常吸引
物料	偏高	◆ 我們持偏高比重，乃因買入從事造紙、包裝及林木產品的綜合性公司Stora Enso
保險	偏高	◆ 估值低廉及受惠於利率上升
銀行	偏高	◆ 估值具吸引力；資本比率有所加強，股息可觀
健康護理及設備	偏高	◆ 我們的持倉源於選股
耐用消費品和服裝	偏低	◆ 行業由非常昂貴的奢侈品公司組成
食品、飲料和煙草	偏低	◆ 此行業由相對昂貴且增長偏低的防守性公司組成
製藥	偏低	◆ 由於該股票的個別原因，自出售Shire起持偏低比重
公用	偏低	◆ 我們認為此行業內僅非常少的公司具備吸引的基本因素
半導體	偏低	◆ 此週期性板塊在表現大幅領先後變得過於昂貴

\* 資料來源：樂觀者的勝利：「101年的環球投資回報。Elroy Dimson、Paul Marsh、Mike Staunton」

\*\* 滙豐環球投資管理旗下歐洲投資策略的主要偏高及偏低比重持倉乃相對MSCI歐洲指數而言

資料來源：滙豐環球投資管理 / Factset / MSCI，截至2019年3月15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。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：展望與倉位快訊

我們仍相信經濟只是面臨週期性放緩，而非更嚴峻的衝擊；隨着暫時性的扭曲因素減退，歐元區增長可望回升至其趨勢速率

- ◆ **概覽：**3月發布的統計數字印證歐元區經濟增長放緩，尤其是在製造業。然而，情況並不較2018年底時差；各信貸市場在定價中反映了經濟衰退的因素，但隨後情況有所改善。此經濟放緩造成的後果之一是：各央行目前的鴿派取態較2018年底時明顯更強，因此各關鍵利率可能會長時間保持於極低水平。這已導致債市收益率大幅下滑。這對信貸市場而言是好消息，正促使仍有大量可動用現金的投資者尋求收益較高的資產
- ◆ **信貸：**我們已略微下調信貸投資級別組合的啤打，以維持對信貸市場的審慎取態，並在日後若波幅急升時把握機會。我們亦偏好採取發行人挑選方針
- ◆ **利率：**歐洲政府債券目前看似高昂，各市場均呈現負債券風險溢價。我們仍對利率存續期持偏低比重，但會戰術性地調整倉位，因為我們預期德國10年期國債在未來3個月間會處於-0.15%至0.20%，目標水平約為0.10%。我們仍對非核心國家保持中性，因為眾多該等國家的估值均處於公平值附近（意大利除外）；意大利的風險溢價看似吸引，但我們因當地面臨政治風險而仍保持審慎

## 數據綜評（截至2019年4月12日）

指標	數據截至	最新	普遍預期	前期	分析
綜合採購經理指數	3月終值	51.6	52.0	51.9	區內的綜合採購經理指數微跌，跌勢主要由德國及法國帶動，意大利及西班牙則有所反彈。按板塊分析，歐元區服務業採購經理指數回升至11月水平，但製造業指數則再次下滑，以德國尤甚。2019年第一季的綜合採購經理指數平均值為51.6，與本地生產總值增長回穩相符。
本地生產總值增長（按季）	第四季終值	0.2%	0.2%	0.2%	歐元區第四季本地生產總值增長揭示出口及家庭消費均有所反彈，而公營部門的貢獻是2016年第一季至今最強勁。來自庫存的重度拖累，反映汽車業新排放測試指引的影響。按國家分析，意大利步入衰退，德國經濟則停滯。利好消息方面，法國的國內生產總值增長回穩，西班牙、葡萄牙及荷蘭則有所轉強。
工業生產增長（按月%）	2月	-0.2%	-0.5%	+1.9%	工業生產再次較預期佳（1月數字亦錄得重大上調，從最初的1.4%升至1.9%）。平均而言，在1月/2月間，工業生產較2018年第四季上升0.9%。製造業剛開始從一次性因素呈現復甦。
失業率	2月	7.8%	7.8%	7.8%	歐元區失業率仍處於2008年9月以來的最低水平，法國、西班牙、德國及葡萄牙均見進展。然而，意大利失業率稍微轉差（從1月的10.5%升至10.7%）。
貿易差額（商品，歐洲經濟與貨幣聯盟除外），10億歐元（12個月累積）	2月	192.1	190.0	193.9	歐元區貿易盈餘持續減少，即使減速較預期為慢。按12個月滾動基準計算，商品進口增速（按年6.4%）高於出口增速（按年3.4%）。
零售銷售增長（按年%）	2月	2.8%	2.3%	2.2%	繼12月錄得非常疲弱的數字後，零售銷售在過去兩個月間急劇反彈。近期數字揭示區內消費者開支強健，乃受通脹低迷及貨幣政策寬鬆所支持。
通脹（按年%）	3月預估值	1.4%	1.5%	1.5%	整體及核心通脹均於3月放緩，較預期為弱。由於復活節日期與2018年不同（分別為2019年4月21日及2018年4月1日），服務業通脹從按年1.4%跌至1.1%。核心貨品通脹亦從按年0.5%放緩至0.2%。
- 整體消費價格指數		1.4%	1.5%	1.5%	
- 核心消費價格指數*		0.8%	0.9%	1.0%	
歐洲央行再融資利率	4月10日	0.00%	0.00%	0.00%	歐洲央行保持政策利率不變，同時將經濟展望的風險平衡保持於偏向下行。行長德拉吉暗示，他預期定向長期再融資操作(TLTRO)是現時的主要政策工具，相關條款有待於未來數月間決定。他亦宣布，該行人員會分析負利率對各銀行的利潤以及他們向實體經濟借貸的能力所造成的副作用。
存款利率		-0.40%	-0.40%	-0.40%	

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

\* 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、滙豐環球投資管理，截至2019年4月12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。

## 重要資訊

### 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

到期日：2019年7月31日