

2015年7月3日

環球金融市場策略報告



招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

歐債陰霾籠罩，股市機會猶存

摘要

美國下半年料加息一次，債息升勢料放緩

我們估計聯儲局將於9月至12月加息一次（0.25厘），未來加息步伐緩慢。美國國債孳息則已從年初低位顯著回升，某程度反映了聯儲局即將加息的預期。我們預計美債息升勢將趨溫和，因為歐洲、日本、中國等主要央行積極放寬貨幣政策，壓低本國債息，令美債孳息相較之下頗高，對債券投資者較具吸引力，令資金流向美債。

蘇沛豐, CFA
(852) 3900 0857
danielso@cmbi.com.hk

加息未必拖累美股，慎選行業致勝

美國最近三次加息周期，美股皆上升，主要由於經濟向好才有條件加息，企業盈利亦隨經濟增長。現時美股整體估值不低，加息難免帶來一些震盪，因此選股為提升回報之關鍵，增持受惠經濟增長並對加息敏感度低之行業，例如資訊科技、非必需消費及工業，並減持不太受惠經濟增長、卻受累加息者，例如公用、必需消費及健康護理。

希臘拖欠貸款，危機升級

希臘違約風險出現新發展，該國未能償還於6月30日到期的IMF貸款，市場憂慮該國將退出歐元區，正觀望其於7月5日舉行的全國公投結果。希臘於7月有多筆貸款到期，若一直未能獲批出新貸款，再度拖欠甚至違約，市場難免再次憂慮其脫歐。

歐股估值近十年高位，減持偏貴之防守性行業

近年歐債危機揮之不去，資金偏好防守性行業，包括必需消費、健康護理、電訊、公用及資訊科技，令此等行業之預測市盈率升至約20倍。所謂防守性行業，係指其盈利較為平穩，受經濟周期影響較微，但當其估值已偏高，其股份已失去防守力，建議減持，轉換至估值低殘之周期性行業如銀行、保險、資源等。

日股創15年新高，中小型股值得關注

日本首相安倍晉三的「安倍經濟學」，成功令日圓大幅貶值，刺激出口已見成效，日本股市更升至15年新高。內需亦初見復甦跡象，企業逐漸出現久違了的加薪，居民實質收入最近兩個月回復增長，可望刺激本地消費，中小企或能成為下一輪受惠者。投資日本股市，可考慮逐漸由大型股轉向中小型股。

中國A股急跌，牛市未完

中國A股於去年中進入牛市，升逾一倍，但過去三周急挫約30%，導火線為中國證監會控制槓桿風險。中國政府已連出多招以穩定市場，雖未能即時令A股止跌，但相信穩股市招數陸續有來，估計A股於7月份可逐漸回穩，延續牛市行情。

港股全球最便宜，再跌空間小

港股今年應驗了「五窮六絕」，「七翻身」很可能緊接而來。港元並無明顯轉弱，仍靠近兌美元之強方7.75，未有資金大舉撤走之跡象。環顧全球主要股市，香港的預測市盈率最低，亦係唯一估值低於自身十年中位數之股市。低廉估值將限制下跌空間。

美國

料聯儲局今年加息一次

今年以來，美國經濟繼續溫和復甦，雖然首季 GDP 環比年度化下跌 0.2%，主要受不利天氣、強美元及能源業開支下跌拖累。不過，部份負面因素只屬短期，估計第二及第三季 GDP 將回復增長。正如聯儲局主席耶倫所說，整體經濟基本面依然向好，消費者信心穩固，家庭開支表現良好。

市場目前最關注美國聯儲局何時開始加息。耶倫於最近一次議息會（6 月中）後表示，自上次會議（5 月底）後，就業增長步伐加快，但勞動市場仍然有周期性疲弱，通脹下滑的壓力則減輕，整體經濟正向滿足加息的條件邁進，但尚未達到加息的條件。

我們估計，聯儲局將於 9 月至 12 月加息一次（0.25 厘）。耶倫多次重申未來加息步伐緩慢，因此我們相信首次加息後，儲局將觀察經濟及市場反應，摸著石頭過河。

債息上半年急升，料其後升勢轉緩

除了聯邦基金指標利率，市場同時關注美國國庫債券孳息率的升勢。10 年期國債孳息於上半年反覆攀升，由 1 月初低位 1.64% 升至現時 2.42%（圖 1），某程度反映了儲局即將加息的預期。由於房屋按揭利率及部份企業借貸成本與國債孳息掛鉤，若債息升勢過急，恐有礙經濟復甦。不過，我們預計美債息升勢將溫和，因為歐洲、日本、中國等主要央行積極放寬貨幣政策，壓低本國債息，令美債孳息相較之下頗高，對債券投資者較具吸引力，令資金流向美債，限制其孳息升幅。

圖 1：美國 10 年期國債孳息回升



資料來源：彭博

當美國進入加息周期，對美股有何影響？股票投資者一般都擔心加息，但歷史告訴我們，加息未必有損股市。從圖 2 可見，美國最近三次加息周期（綠色區域標示），美股皆上升。股市能於加息期間上升，主要由於經濟向好才有條件、有需要加息，企業盈利亦隨經濟增長。除非經濟滯脹（經濟停滯、通脹飆升）而迫於無奈加息，否則加息不一定拖累股市。

股市對加息的反應，亦視乎當時估值。若股市估值已偏高，加息難免帶來一些震盪。現時美股整體估值不低，標普 500 指數之預測市盈率達 17.5 倍，較近 10 年之中位數 15.1 倍高，並接近 10 年高位 18.2 倍。因此，選股為提升回報之關鍵。由於下半年之焦點為加息，行業配置須趨吉避凶，增持受惠經濟增長並對加息敏感度低之行業，例如資訊科技、非必需消費及工業，同時減持不太受惠經濟增長、卻受累加息者，例如公用、必需消費及健康護理。

圖 2：過往三次加息周期，美股皆升



資料來源：彭博、招銀國際證券

歐洲

希臘拖欠貸款，危機升級

歐洲繼續受債務危機困擾，擾攘多年的希臘違約風險，出現新發展，該國未能償還於 6 月 30 日到期的一筆 15 億歐元 IMF（國際貨幣基金會）貸款，雖然技術上不算違約（default），只屬拖欠（in arrears），但無疑希臘危機已升級，希臘國債孳息飆升（圖 3），市場甚至再度憂慮該國將退出歐元區。

希臘自從 1 月底左派領袖齊普拉斯當選總理，與 IMF 及歐洲央行等債權人出現重大分歧，希臘堅拒債權人要求的財政緊縮改革方案，債權人因此拒絕批出新貸款，導致今天之僵局。齊普拉斯宣布於 7 月 5 日舉行全國公投，對債權人提出的方案表決，政府表明希望人民投反對票，以向債權人施加壓力，爭取更佳條款。民調顯示，反對方案者稍佔上風。若公投反對方案，市場憂慮將加劇；若贊成方案，風險可望暫時減退，齊普拉斯政府極可能下台，換來新的政治不明朗因素。

希臘拖欠債務本身，若不危及歐元區之完整，料對金融市場衝擊不大，因為希臘債務僅約兩成由私人持有，其餘均由 IMF、歐央行等機構持有，而且近幾年歐央行及歐盟等已建立「防火牆」，防止一國的危機波及其他歐元區成員國。至於歐元區之完整，歐元當年創立時，並無設下成員國離開機制，希臘政府亦不欲脫歐，因此脫歐風險暫時不大，但希臘於 7 月有多筆貸款到期（圖 4），若一直未能獲批出新貸款，再度拖欠甚至違約，市場難免再次憂慮其脫歐。

圖 3：希臘 2 年期國債孳息飆升



資料來源：彭博

圖 4：希臘 7 月份到期貸款

到期日	金額(歐元)	債權人
7 月 10 日	20 億	國庫票據投資者
7 月 13 日	4.55 億	IMF
7 月 17 日	10 億	國庫票據投資者
7 月 20 日	34.56 億	歐洲央行
7 月 20 日	0.25 億	歐洲投資銀行

資料來源：華爾街日報

希債風波雖令歐洲股市最近受壓，但上半年希臘以外之歐元區股市表現不俗，MSCI 歐元區指數升 11.0%，德國 DAX 指數升 11.6%。區內經濟亦見溫和復甦，製造業採購經理指數（PMI）於 6 月份升至 52.5，創 14 個月新高（圖 5）。可見希臘危機未至於拖累整個歐元區。

歐股估值近十年高位，減持偏貴之防守性行業

歐元區經濟及股市之動力來自三大因素：量化寬鬆（QE）、弱歐元、低油價。第一，歐洲央行近年貨幣政策保守，一直不願跟隨美國、英國及日本推行 QE，最終於今年 3 月開始 QE，每月買債 600 億歐元，為期 19 個月，總值 1.1 萬億歐元。QE 之推行，有助提升市場資金，及壓低企業融資成本。第二，QE 直接推低歐元匯價，上半年兌美元貶值 7.9%（圖 6），加強了出口競爭力。第三，油價去年下半年大跌，今年上半年雖反彈，但仍徘徊於 60 美元左右，仍較一年前高位低近一半，令製造業成本大降。

圖 5：歐元區製造業 PMI 創 14 個月新高



資料來源：彭博

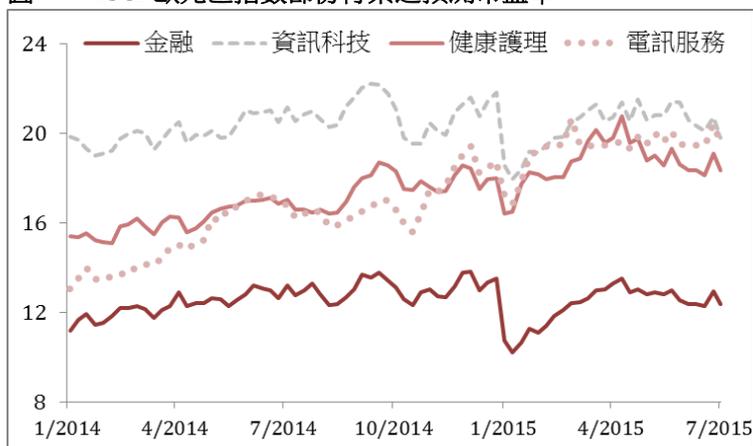
圖 6：歐元一年貶值兩成



資料來源：彭博

展望歐元區股市前景，短期繼續受希債風險困擾，尤其是現時之預測市盈率已達 15.8 倍，接近 10 年高位 17.3 倍（MSCI 歐元區指數）。鑑於歐股中各個行業之估值差異頗大，建議減持估值偏高之行業，增持估值較低者。近年歐債危機揮之不去，資金偏好防守性行業，包括必需消費、健康護理、電訊、公用及資訊科技，令此等行業之預測市盈率升至約 20 倍。相反，周期性行業如銀行、保險、資源等，估值低殘，預測市盈率於近一年半維持於約 12 倍（圖 7）。所謂防守性行業，係指其盈利較為平穩，受經濟周期影響較微，但當其估值已偏高，其股份已失去防守力。正如今年初資金湧入德國國債，10 年期德債孳息率於 4 月中低見 0.08%，雖然德債無疑是歐元區最穩健資產，但其時孳息低得過份，結果其後一個半月孳息急升至近 1%。

圖 7：MSCI 歐元區指數部份行業之預測市盈率



資料來源：彭博

展望下半年，除了繼續關注希臘危機之發展，還須留意負債僅次於希臘的葡萄牙及西班牙之大選，預料分別於 10 月及 11 月舉行。希臘危機之所以升級，正是由於左翼於大選中勝出，拒絕債權人要求的財政緊縮改革。未來幾個月希臘事態發展，料將影響西、葡之左派及右派民望，從而對歐元區能否維持完整起關鍵作用。

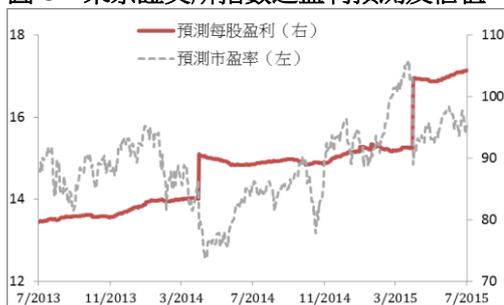
日本

日股創 15 年新高，中小型股值得關注

日本股市上半年升勢凌厲，日經平均指數升 16%，利好因素與歐元區相近，包括央行持續 QE、日圓一年來貶值兩成，及油價下跌。日經平均指數升至 15 年新高，預測市盈率 19.4 倍，略高於近 10 年中位數 18.3 倍。受惠日圓貶值，日本出口已連續 8 個月增長。分析員對日股之盈利預測，於最近 3 個月亦溫和上調（圖 8），料有助日股估值維持於較高水平。

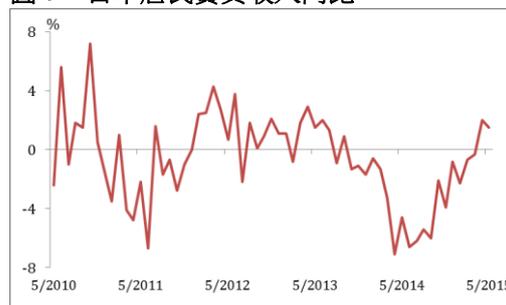
日本首相安倍晉三的「安倍經濟學」，成功令日圓大幅貶值，刺激出口已見成效，但若經濟持續復甦，還須內需重拾升軌，關鍵之一為居民實質收入增長。扣除通脹後，日本居民收入已倒退一年半，最近兩個月才回復增長（圖 9）。既然日本大企業盈利已見改善，近月已逐漸出現久違了的加薪，可望令居民實質收入保持溫和增長，刺激本地消費。

圖 8：東京證交所指數之盈利預測及估值



資料來源：彭博

圖 9：日本居民實質收入同比



資料來源：彭博

近年日圓貶值主要利好大型出口商，倚靠本地消費之中小企業未能受惠，但現時居民收入漸見起色，中小企或能成為下一輪受惠者。投資日本股市，可考慮逐漸由大型股轉向中小型股。

中國及香港

A 股急跌，牛市未完

中國 A 股於去年中進入牛市，雖然過去三周大幅回調，但上海證券綜合指數一年仍累升一倍，單計今年上半年升三成。香港股市卻大幅落後，恒生指數一年升 13%，半年升 11%。最近 A 股由高位急挫約 30%，導火線為中國證監會控制槓桿風險，打壓「場外配資」（不透過券商進行的股票融資）。A 股近一年之升浪，頗大程度靠融資推動，現規管融資，自然引發部份資金流出股市。

A 股此輪回調的初期，政府坐視不理，似乎樂見健康調整，擠走一些泡沫，為「快牛變慢牛」鋪路，但調整幅度達兩成後，政府連出多招以穩定市場（圖 10）。此等措施，未能即時令 A 股止跌，但相信穩股市招數陸續有來。A 股向來極受政策主導，既然政府已顯示扶持股市之決心，估計 A 股於 7 月份可逐漸回穩，延續牛市行情。

圖 10：中國政府近期部份穩定股市措施

部門	措施
國務院	養老金投資辦法公開徵求意見，意味養老金快將可入市
財政部	取消銀行之存貸比例上限
人民銀行	減息、定向降準、逆回購注資、中期借貸便利(MLF)續期
中證監	取消兩融擔保比例警戒綫、拓寬券商融資渠道、調查及打擊違法違規之市場操縱行為
滬、深交易所	下調 A 股交易相關費用

資料來源：綜合傳媒報道

港股全球最便宜，再跌空間小

港股方面，今年應驗了「五窮六絕」，「七翻身」很可能緊接而來。港股於 6 月底內外交困，受 A 股急跌及希債危機拖累下挫。由於港股屬完全開放、資金自由進出、外資參與度高之市場，每逢外圍有危險，港股即時淪為「提款機」，遭外資沽貨套現，於這次希債危機亦不例外。

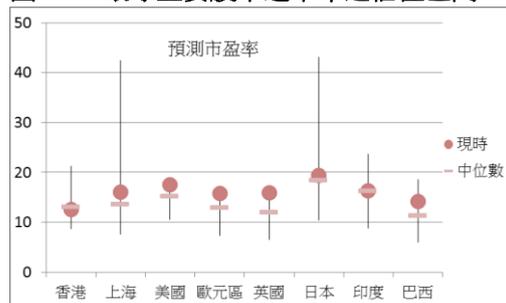
不過，港股回調之際，港元並無明顯轉弱，仍靠近兌美元之強方 7.75（圖 11），未有資金大舉撤走之跡象。另外，環顧全球主要已發展及新興市場，港股的估值最便宜（圖 12），預測市盈率最低，亦係唯一估值低於自身近十年中位數之股市。低廉的估值，料將令港股再跌的空間不大，當希債憂慮降溫，港股可望獲國際投資者垂青。

圖 11：港元匯價偏近強方水平



資料來源：彭博

圖 12：環球主要股市近十年之估值區間



資料來源：彭博、招銀國際證券

環球主要市場表現一覽

股票市場

	現價	%變化				
		1個月	3個月	年初至今	1年	3年
中國及香港						
恆生指數	26,250.03	-4.28%	5.61%	11.21%	13.19%	35.02%
恆生國企指數	12,981.23	-7.96%	5.48%	8.32%	25.60%	35.58%
上證綜指	4,277.22	-7.25%	12.96%	32.23%	108.82%	92.20%
深證綜指	2,464.23	-11.78%	26.50%	74.13%	124.68%	167.44%
成熟市場						
美國標普 500	2,063.11	-2.10%	-1.11%	0.20%	5.25%	51.46%
美國納斯達克	4,986.87	-1.64%	0.80%	5.30%	13.13%	69.91%
歐洲 STOXX 600	381.31	-4.64%	-4.63%	11.32%	11.54%	51.81%
英國富時 100	6,520.98	-6.64%	-5.38%	-0.69%	-3.31%	17.05%
德國 DAX	10,944.97	-4.11%	-9.44%	11.62%	11.31%	70.58%
日本日經 225	20,235.73	-1.59%	4.25%	15.96%	33.46%	124.67%
澳洲標普/ASX 200	5,459.01	-5.51%	-6.62%	0.89%	1.17%	33.32%
新加坡海峽時報	3,317.33	-2.20%	-3.96%	-1.42%	1.89%	15.25%
新興市場						
印度 SENSEX	27,780.83	-0.17%	-0.70%	1.02%	9.31%	59.39%
巴西 BOVESPA	53,080.88	0.61%	3.59%	6.15%	-0.16%	-2.34%
俄羅斯 RTSI	939.93	-2.98%	6.94%	18.87%	-31.20%	-30.40%
韓國 KOSPI	2,074.20	-1.92%	2.18%	8.28%	3.60%	11.88%
印尼 JCI	4,910.66	-5.86%	-9.71%	-6.05%	0.66%	24.15%
馬來西亞 KLCI	1,706.64	-2.34%	-6.32%	-3.10%	-9.35%	6.72%
泰國 SET	1,504.55	0.57%	0.54%	0.46%	1.27%	28.36%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2015年6月30日

主權債券

	現時孳息率 (%)		
	2年期	5年期	10年期
美國	0.64	1.65	2.35
英國	0.56	1.51	2.02
德國	-0.23	0.08	0.76
法國	-0.16	0.33	1.20
意大利	-0.30	1.16	2.14
西班牙	0.44	1.12	2.30
日本	0.01	0.13	0.47
澳洲	2.02	2.29	3.01
中國	2.32	3.20	3.62
印度	7.80	8.06	7.86

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2015年6月30日

貨幣匯價

	現價	%變化				
		1 個月	3 個月	年初至今	1 年	3 年
成熟市場						
美元指數	95.49	-1.47%	-2.54%	5.78%	19.69%	16.98%
歐元	1.11	1.47%	2.90%	-7.86%	-18.59%	-12.00%
英鎊	1.57	2.75%	6.09%	0.87%	-8.15%	0.03%
日圓	122.50	-1.33%	2.02%	2.27%	20.89%	53.53%
澳元	0.77	0.81%	0.69%	-5.72%	-18.30%	-24.72%
紐元	0.68	-4.81%	-9.85%	-13.24%	-22.76%	-15.57%
加元	1.25	0.32%	-1.43%	7.51%	17.08%	22.90%
瑞士法郎	0.94	-0.51%	-3.26%	-5.91%	5.49%	-1.37%
其他						
人民幣	6.20	0.05%	-0.11%	-0.07%	-0.03%	-2.41%
印度盧比	63.65	-0.27%	1.55%	0.96%	5.76%	14.40%
巴西雷亞爾	3.10	-2.38%	-3.93%	16.76%	40.13%	54.42%
俄羅斯盧布	55.34	5.73%	-3.78%	-8.88%	62.85%	70.68%
韓圓	1,115.49	0.66%	0.95%	2.25%	10.24%	-2.61%
印尼盾	13,339	0.87%	2.02%	7.68%	12.33%	41.41%
馬來西亞林吉特	3.77	2.88%	1.68%	7.89%	17.51%	18.76%
泰銖	33.80	0.30%	3.68%	2.70%	4.19%	7.10%
新加坡元	1.35	-0.03%	-2.11%	1.65%	8.09%	6.51%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2015年6月30日

商品

	現價 (美元)	%變化			
		1 個月	3 個月	年初至今	1 年
原油	59.47	-1.86%	12.55%	4.57%	-38.31%
黃金	1,172.4	-1.53%	-1.16%	-1.01%	-11.68%
白銀	15.74	-6.05%	-5.94%	0.15%	-25.19%
銅	5,765.0	-4.16%	-5.21%	-8.49%	-17.82%
玉米	422.0	18.12%	2.93%	1.63%	-5.65%
小麥	615.8	27.68%	13.55%	1.82%	-5.70%
大豆	1,037.3	14.52%	9.27%	3.16%	-9.61%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2015年6月30日

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。