

2015 年 7 月 3 日

环球金融市场策略报告

欧债阴霾笼罩，股市机会犹存

摘要

美国下半年料加息一次，债息升势料放缓

我们估计联储局将于 9 月至 12 月加息一次（0.25 厘），未来加息步伐缓慢。美国国债孳息则已从年初低位显著回升，某程度反映了联储局即将加息的预期。我们预计美债息升势将趋温和，因为欧洲、日本、中国等主要央行积极放宽货币政策，压低本国债息，令美债孳息相较之下颇高，对债券投资者较具吸引力，令资金流向美债。

苏沛丰, CFA
(852) 3900 0857
danielso@cmbi.com.hk

加息未必拖累美股，慎选行业致胜

美国最近三次加息周期，美股皆上升，主要由于经济向好才有条件加息，企业盈利亦随经济增长。现时美股整体估值不低，加息难免带来一些震荡，因此选股为提升回报之关键，增持受惠经济增长并对加息敏感度低之行业，例如资讯科技、非必需消费及工业，并减持不太受惠经济增长、却受累加息者，例如公用、必需消费及健康护理。

希腊拖欠贷款，危机升级

希腊违约风险出现新发展，该国未能偿还于 6 月 30 日到期的 IMF 贷款，市场忧虑该国将退出欧元区，正观望其于 7 月 5 日举行的全国公投结果。希腊于 7 月有多笔贷款到期，若一直未能获批出新贷款，再度拖欠甚至违约，市场难免再次忧虑其脱欧。

欧股估值近十年高位，减持偏贵之防守性行业

近年欧债危机挥之不去，资金偏好防守性行业，包括必需消费、健康护理、电讯、公用及资讯科技，令此等行业之预测市盈率升至约 20 倍。所谓防守性行业，系指其盈利较为平稳，受经济周期影响较微，但当其估值已偏高，其股份已失去防守力，建议减持，转换至估值低残之周期性行业如银行、保险、资源等。

日股创 15 年新高，中小型股值得关注

日本首相安倍晋三的「安倍经济学」，成功令日圆大幅贬值，刺激出口已见成效，日本股市更升至 15 年新高。内需亦初见复苏迹象，企业逐渐出现久违了的加薪，居民实质收入最近两个月回复增长，可望刺激本地消费，中小企或能成为下一轮受惠者。投资日本股市，可考虑逐渐由大型股转向中小型股。

中国 A 股急跌，牛市未完

中国 A 股于去年中进入牛市，升逾一倍，但过去三周急挫约 30%，导火线为中国证监会控制杠杆风险。中国政府已连出多招以稳定市场，虽未能即时令 A 股止跌，但相信稳股市招数陆续有来，估计 A 股于 7 月份可逐渐回稳，延续牛市行情。

港股全球最便宜，再跌空间小

港股今年应验了「五穷六绝」，「七翻身」很可能紧接而来。港元并无明显转弱，仍靠近兑美元之强方 7.75，未有资金大举撤走之迹象。环顾全球主要股市，港股的预测市盈率最低，亦系唯一估值低于自身十年中位数之股市。低廉估值将限制下跌空间。

美国

料联储局今年加息一次

今年以来，美国经济继续温和复苏，虽然首季 GDP 环比年度化下跌 0.2%，主要受不利天气、强美元及能源业开支下跌拖累。不过，部份负面因素只属短期，估计第二及第三季 GDP 将回复增长。正如联储局主席耶伦所说，整体经济基本面依然向好，消费者信心稳固，家庭开支表现良好。

市场目前最关注美国联储局何时开始加息。耶伦于最近一次议息会（6 月中）后表示，自上次会议（5 月底）后，就业增长步伐加快，但劳动市场仍然有周期性疲弱，通胀下滑的压力则减轻，整体经济正向满足加息的条件迈进，但尚未达到加息的条件。

我们估计，联储局将于 9 月至 12 月加息一次（0.25 厘）。耶伦多次重申未来加息步伐缓慢，因此我们相信首次加息后，储局将观察经济及市场反应，摸着石头过河。

债息上半年急升，料其后升势转缓

除了联邦基金指标利率，市场同时关注美国国库债券孳息率的升势。10 年期国债孳息于上半年反复攀升，由 1 月初低位 1.64% 升至现时 2.42%（图 1），某程度反映了储局即将加息的预期。由于房屋按揭利率及部份企业借贷成本与国债孳息挂钩，若债息升势过急，恐有碍经济复苏。不过，我们预计美债息升势将温和，因为欧洲、日本、中国等主要央行积极放宽货币政策，压低本国债息，令美债孳息相较之下颇高，对债券投资者较具吸引力，令资金流向美债，限制其孳息升幅。

图 1：美国 10 年期国债孳息回升

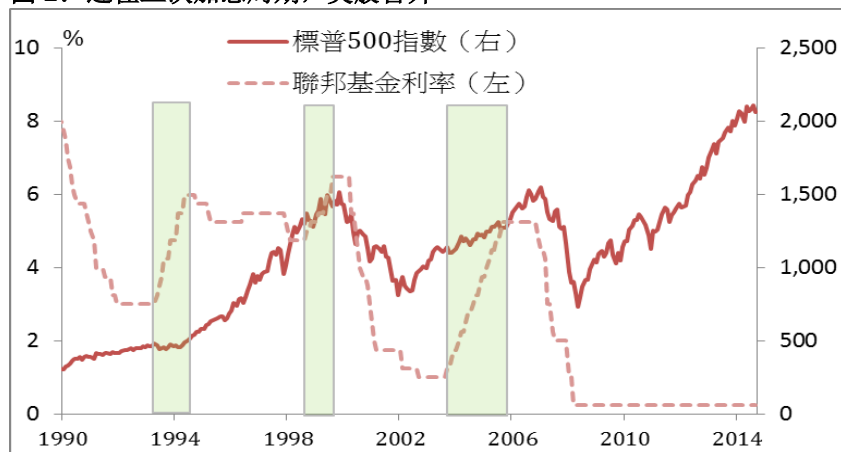


资料来源：彭博

当美国进入加息周期，对美股有何影响？股票投资者一般都担心加息，但历史告诉我们，加息未必有损股市。从图 2 可见，美国最近三次加息周期（绿色区域标示），美股皆上升。股市能于加息期间上升，主要由于经济向好才有条件、有需要加息，企业盈利亦随经济增长。除非经济滞胀（经济停滞、通胀飙升）而迫于无奈加息，否则加息不一定拖累股市。

股市对加息的反应，亦视乎当时估值。若股市估值已偏高，加息难免带来一些震荡。现时美股整体估值不低，标普 500 指数之预测市盈率达 17.5 倍，较近 10 年之中位数 15.1 倍高，并接近 10 年高位 18.2 倍。因此，选股为提升回报之关键。由于下半年之焦点为加息，行业配置须趋吉避凶，增持受惠经济增长并对加息敏感度低之行业，例如资讯科技、非必需消费及工业，同时减持不太受惠经济增长、却受累加息者，例如公用、必需消费及健康护理。

图 2：过往三次加息周期，美股皆升



资料来源：彭博、招银国际证券

欧洲

希腊拖欠贷款，危机升级

欧洲继续受债务危机困扰，扰攘多年的希腊违约风险，出现新发展，该国未能偿还于 6 月 30 日到期的一笔 15 亿欧元 IMF（国际货币基金组织）贷款，虽然技术上不算违约（default），只属拖欠（in arrears），但无疑希腊危机已升级，希腊国债孳息飙升（图 3），市场甚至再度忧虑该国将退出欧元区。

希腊自从 1 月底左派领袖齐普拉斯当选总理，与 IMF 及欧洲央行等债权人出现重大分歧，希腊坚拒债权人要求的财政紧缩改革方案，债权人因此拒绝批出新贷款，导致今天之僵局。齐普拉斯宣布于 7 月 5 日举行全国公投，对债权人提出的方案表决，政府表明希望人民投反对票，以向债权人施加压力，争取更佳条款。民调显示，反对方案者稍占上风。若公投反对方案，市场忧虑将加剧；若赞成方案，风险可望暂时减退，齐普拉斯政府极可能下台，换来新的政治不明朗因素。

希腊拖欠债务本身，若不危及欧元区之完整，料对金融市场冲击不大，因为希腊债务仅约两成由私人持有，其余均由 IMF、欧央行等机构持有，而且近几年欧央行及欧盟等已建立「防火墙」，防止一国的危机波及其他欧元区成员国。至于欧元区之完整，欧元当年创立时，并无设下成员国离开机制，希腊政府亦不欲脱欧，因此脱欧风险暂时不大，但希腊于 7 月有多笔贷款到期（图 4），若一直未能获批出新贷款，再度拖欠甚至违约，市场难免再次忧虑其脱欧。

图 3：希腊 2 年期国债孳息飙升



资料来源：彭博

图 4：希腊 7 月份到期贷款

到期日	金额(欧元)	债权人
7 月 10 日	20 亿	国库票据投资者
7 月 13 日	4.55 亿	IMF
7 月 17 日	10 亿	国库票据投资者
7 月 20 日	34.56 亿	欧洲央行
7 月 20 日	0.25 亿	欧洲投资银行

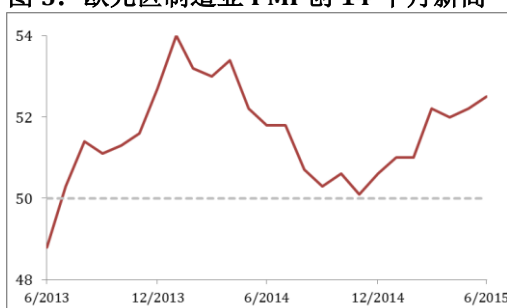
资料来源：华尔街日报

希债风波虽令欧洲股市最近受压，但上半年希腊以外之欧元区股市表现不俗，MSCI 欧元区指数升 11.0%，德国 DAX 指数升 11.6%。区内经济亦见温和复苏，制造业采购经理指数（PMI）于 6 月份升至 52.5，创 14 个月新高（图 5）。可见希腊危机未至于拖累整个欧元区。

欧股估值近十年高位，减持偏贵之防守性行业

欧元区经济及股市之动力来自三大因素：量化宽松（QE）、弱欧元、低油价。第一，欧洲央行近年货币政策保守，一直不愿跟随美国、英国及日本推行 QE，最终于今年 3 月开始 QE，每月买债 600 亿欧元，为期 19 个月，总值 1.1 万亿欧元。QE 之推行，有助提升市场资金，及压低企业融资成本。第二，QE 直接推低欧元汇价，上半年兑美元贬值 7.9%（图 6），加强了出口竞争力。第三，油价去年下半年大跌，今年上半年虽反弹，但只徘徊于 60 美元左右，仍较一年前高位低近一半，令制造业成本大降。

图 5：欧元区制造业 PMI 创 14 个月新高



资料来源：彭博

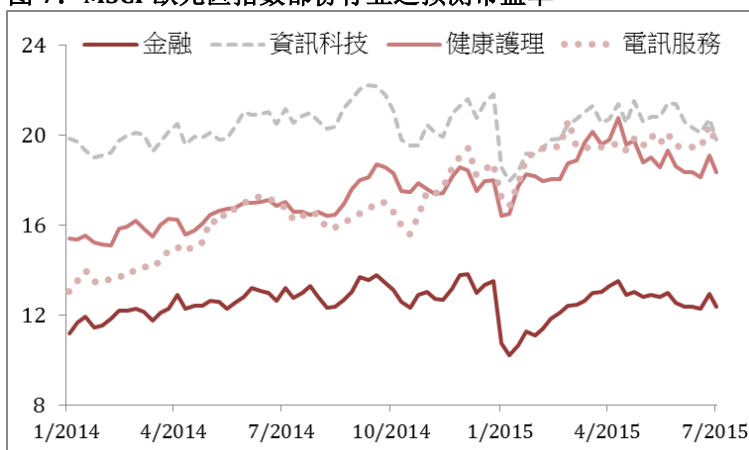
图 6：欧元一年贬值两成



资料来源：彭博

展望欧元区股市前景，短期继续受希债风险困扰，尤其是现时之预测市盈率已达 15.8 倍，接近 10 年高位 17.3 倍（MSCI 欧元区指数）。鉴于欧股中各个行业之估值差异颇大，建议减持估值偏高之行业，增持估值较低者。近年欧债危机挥之不去，资金偏好防守性行业，包括必需消费、健康护理、电讯、公用及资讯科技，令此等行业之预测市盈率升至约 20 倍。相反，周期性行业如银行、保险、资源等，估值低残，预测市盈率于近一年半维持于约 12 倍（图 7）。所谓防守性行业，系指其盈利较为平稳，受经济周期影响较微，但当其估值已偏高，其股份已失去防守力。正如年初资金涌入德国国债，10 年期德债孳息率于 4 月中低见 0.08%，虽然德债无疑是欧元区最稳健资产，但其时孳息低得过份，结果其后一个半月孳息急升至近 1%。

图 7：MSCI 欧元区指数部份行业之预测市盈率



资料来源：彭博

展望下半年，除了继续关注希腊危机之发展，还须留意负债仅次于希腊的葡萄牙及西班牙之大选，预料分别于 10 月及 11 月举行。希腊危机之所以升级，正是由于左翼于大选中胜出，拒绝债权人要求的财政紧缩改革。未来几个月希腊事态发展，料将影响西、葡之左派及右派民望，从而对欧元区能否维持完整起关键作用。

日本

日股创 15 年新高，中小型股值得关注

日本股市上半年升势凌厉，日经平均指数升 16%，利好因素与欧元区相近，包括央行持续 QE、日元一年来贬值两成，及油价下跌。日经平均指数升至 15 年新高，预测市盈率 19.4 倍，略高于近 10 年中位数 18.3 倍。受惠日元贬值，日本出口已连续 8 个月增长。分析员对日股之盈利预测，于最近 3 个月亦温和上调（图 8），料有助日股估值维持于较高水平。

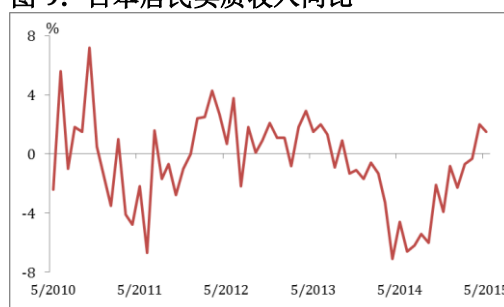
日本首相安倍晋三的「安倍经济学」，成功令日元大幅贬值，刺激出口已见成效，但若经济持续复苏，还须内需重拾升轨，关键之一为居民实质收入增长。扣除通胀后，日本居民收入已倒退一年半，最近两个月才回复增长（图 9）。既然日本大企业盈利已见改善，近月已逐渐出现久违了的加薪，可望令居民实质收入保持温和增长，刺激本地消费。

图 8：东京证交所指数之盈利预测及估值



资料来源：彭博

图 9：日本居民实质收入同比



资料来源：彭博

近年日元贬值主要利好大型出口商，倚靠本地消费之中小企业未能受惠，但现时居民收入渐见起色，中小企或能成为下一轮受惠者。投资日本股市，可考虑逐渐由大型股转向中小型股。

中国及香港

A 股急跌，牛市未完

中国 A 股于去年中进入牛市，虽然过去三周大幅回调，但上海证券综合指数一年仍累升一倍，单计今年上半年升三成。香港股市却大幅落后，恒生指数一年升 13%，半年升 11%。最近 A 股由高位急挫约 30%，导火线为中国证监会控制杠杆风险，打压「场外配资」（不透过券商进行的股票融资）。A 股近一年之升浪，颇大程度靠融资推动，现规管融资，自然引发部份资金流出股市。

A 股此轮回调的初期，政府坐视不理，似乎乐见健康调整，挤走一些泡沫，为「快牛变慢牛」铺路，但调整幅度达两成后，政府连出多招以稳定市场（图 10）。此等措施，未能即时令 A 股止跌，但相信稳股市招数陆续有来。A 股向来极受政策主导，既然政府已显示扶持股市之决心，估计 A 股于 7 月份可逐渐回稳，延续牛市行情。

图 10：中国政府近期部份稳定股市措施

部门	措施
国务院	养老金投资办法公开征求意见，意味养老金快将可入市
财政部	取消银行之存贷比例上限
人民银行	减息、定向降准、逆回购注资、中期借贷便利(MLF)续期
中证监	取消两融担保比例警戒线、拓宽券商融资渠道、调查及打击违法违规之市场操纵行为
沪、深交易所	下调 A 股交易相关费用

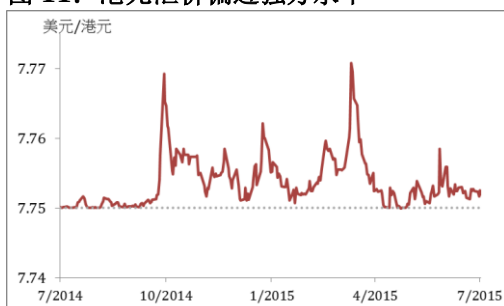
资料来源：综合传媒报道

港股全球最便宜，再跌空间小

港股方面，今年应验了「五穷六绝」，「七翻身」很可能紧接而来。港股于 6 月底内外交困，受 A 股急跌及希债危机拖累下挫。由于港股属完全开放、资金自由进出、外资参与度之高之市场，每逢外围有危险，港股即时沦为「提款机」，遭外资沽货套现，于这次希债危机亦不例外。

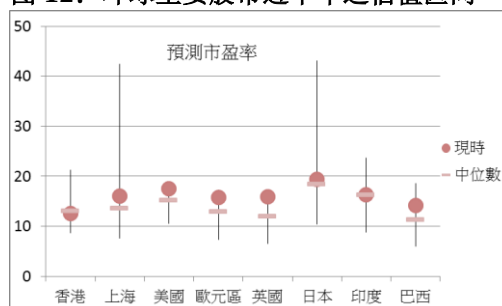
不过，港股回调之际，港元并无明显转弱，仍靠近兑美元之强方 7.75（图 11），未有资金大举撤走之迹象。另外，环顾全球主要已发展及新兴市场，港股的估值最便宜（图 12），预测市盈率最低，亦系唯一估值低于自身近十年中位数之股市。低廉的估值，料将令港股再跌的空间不大，当希债忧虑降温，港股可望获国际投资者垂青。

图 11：港元汇价偏强方水平



资料来源：彭博

图 12：全球主要股市近十年之估值区间



资料来源：彭博、招银国际证券

环球主要市场表现一览

股票市场

	现价	%变化				
		1 个月	3 个月	年初至今	1 年	3 年
中国及香港						
恒生指数	26,250.03	-4.28%	5.61%	11.21%	13.19%	35.02%
恒生国企指数	12,981.23	-7.96%	5.48%	8.32%	25.60%	35.58%
上证综指	4,277.22	-7.25%	12.96%	32.23%	108.82%	92.20%
深证综指	2,464.23	-11.78%	26.50%	74.13%	124.68%	167.44%
成熟市场						
美国标普 500	2,063.11	-2.10%	-1.11%	0.20%	5.25%	51.46%
美国纳斯达克	4,986.87	-1.64%	0.80%	5.30%	13.13%	69.91%
欧洲 STOXX 600	381.31	-4.64%	-4.63%	11.32%	11.54%	51.81%
英国富时 100	6,520.98	-6.64%	-5.38%	-0.69%	-3.31%	17.05%
德国 DAX	10,944.97	-4.11%	-9.44%	11.62%	11.31%	70.58%
日本日经 225	20,235.73	-1.59%	4.25%	15.96%	33.46%	124.67%
澳洲标普/ASX 200	5,459.01	-5.51%	-6.62%	0.89%	1.17%	33.32%
新加坡海峡时报	3,317.33	-2.20%	-3.96%	-1.42%	1.89%	15.25%
新兴市场						
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%
俄罗斯 RTSI	939.93	-2.98%	6.94%	18.87%	-31.20%	-30.40%
韩国 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%
马来西亚 KLCI	1,706.64	-2.34%	-6.32%	-3.10%	-9.35%	6.72%
泰国 SET	1,504.55	0.57%	0.54%	0.46%	1.27%	28.36%

资料来源：彭博、招银国际证券；截至 2015 年 6 月 30 日

主权债券

	现时孳息率 (%)		
	2 年期	5 年期	10 年期
美国	0.64	1.65	2.35
英国	0.56	1.51	2.02
德国	-0.23	0.08	0.76
法国	-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
中国	2.32	3.20	3.62
印度	7.80	8.06	7.86

资料来源：彭博、招银国际证券；截至 2015 年 6 月 30 日

货币汇价

		%变化				
		1 个月	3 个月	年初至今	1 年	3 年
成熟市场						
美元指数	95.49	-1.47%	-2.54%	5.78%	19.69%	16.98%
欧元	1.11	1.47%	2.90%	-7.86%	-18.59%	-12.00%
英镑	1.57	2.75%	6.09%	0.87%	-8.15%	0.03%
日圆	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%
纽元	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						
人民币	6.20	0.05%	-0.11%	-0.07%	-0.03%	-2.41%
印度卢比	63.65	-0.27%	1.55%	0.96%	5.76%	14.40%
巴西雷亚尔	3.10	-2.38%	-3.93%	16.76%	40.13%	54.42%
俄罗斯卢布	55.34	5.73%	-3.78%	-8.88%	62.85%	70.68%
韩圆	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%
马来西亚林吉特	3.77	2.88%	1.68%	7.89%	17.51%	18.76%
泰铢	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%

资料来源：彭博、招银国际证券；截至 2015 年 6 月 30 日

商品

	现价 (美元)	%变化			
		1 个月	3 个月	年初至今	1 年
原油	59.47	-1.86%	12.55%	4.57%	-38.31%
黄金	1,172.4	-1.53%	-1.16%	-1.01%	-11.68%
白银	15.74	-6.05%	-5.94%	0.15%	-25.19%
铜	5,765.0	-4.16%	-5.21%	-8.49%	-17.82%
玉米	422.0	18.12%	2.93%	1.63%	-5.65%
小麦	615.8	27.68%	13.55%	1.82%	-5.70%
大豆	1,037.3	14.52%	9.27%	3.16%	-9.61%

资料来源：彭博、招银国际证券；截至 2015 年 6 月 30 日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。