

專家分析：

重新評估歐洲：投資者最關注的問題



Vincent
MORTIER
集團首席投資總監



Monica
DEFEND
東方匯理資產管理
研究院主管

「歐洲正面對滯脹環境。由於生活成本上升，需求收縮，我們預計將會出現經濟衰退。」

- **歐洲滯脹環境和能源危機** — 由於生活成本上升，特別是能源和食品價格上漲，將會影響消費者需求，我們預計歐元區將會在冬季出現經濟衰退。鑑於歐洲依賴俄羅斯的能源供應，歐俄之間的地緣政治緊張局勢令通脹加劇。
- **歐洲的回應** — 儘管部分歐洲國家最近推出財政支持措施，但歐盟現正運用其制度權力制定共同對策（商討價格上限和對部分能源行業徵稅等）。雖然這些措施在短期內可能有助保護消費者免受能源價格上漲影響，但中期而言可能會導致通脹。
- **歐洲央行政策** — 由於通脹正在影響生活成本，對社會中最弱勢群體的影響特別明顯，歐洲央行的短期重點將會是控制通脹，同時也關注通脹預期變化不定。因此，歐洲央行可能會在即將召開的政策會議上積極加息，同時繼續致力防止歐元區分裂，並避免息差超出舒適水平。
- **市場影響** — 消費減弱將影響企業盈利，而加息會影響估值，經濟衰退顯然會打擊歐洲股市。此外，歐洲企業經營的國際業務規模龐大，全球經濟疲弱亦會對其不利。因此，我們認為投資者應該留意具備獨特優勢，以致能夠抵禦當前環境的企業。另一方面，在經濟放緩的情況下，我們整體上保持中性立場，並略為看好美國存續期。

出現滯脹的機會是否極高？歐洲經濟今年會否陷入衰退？各國政府會如何應對？

我們的基本預測情況是，在貿易條件明顯惡化和高進口通脹引致的滯脹衝擊之後，冬季將會出現經濟衰退和高通脹。目前為止，隨著我們一直上調通脹率和下調經濟增長的預測，已確認出現了滯脹環境。鑑於我們預計通脹將會升溫，增長將會減慢甚至收縮，未來也會朝著滯脹的方向發展。

在我們的基本預測情景中（沒有嚴格實行天然氣配給，以及由價格引致的需求破壞令能源需求下降），消費者因預算限制而減少消費（生活成本危機），而企業也面對邊際利潤收縮的情況，以致需要暫停非必要的重大投資計劃，歐元區將會面臨艱難的冬季。此外，國內需求下降，導致國內生產總值（GDP）連續收縮兩、三個季度，然後經濟會逐步輕微復甦，但能源問題在冬季完結時仍未得到解決。

在此情況下，政府可能會增加財政政策，以針對性的方式（即只將部分能源價格升幅轉嫁予消費者）保護經濟中最脆弱的持份者（弱勢家庭和企業），並強制執行減少能源消耗的措施。政府也可能考慮就服務業、家庭和工業實施輕度的能源配給，但不會導致大規模停擺。

「歐洲央行似乎更關心高通脹，多於其採取緊縮政策對經濟增長的影響。」

「根據過往經驗，歐盟的艱難決定一般都是在危機時作出，例如疫情期間落實的 NGEU 計劃。」

「儘管為保障市民不受能源成本上漲影響而推行的財政支持措施會在短期內降低通脹率高位，但為這些措施提供資金卻十分困難。」

「雖然個別國家實施支持措施，但現在有跡象顯示歐盟會在組織層面上處理能源危機。」

在此環境下，歐洲央行的立場如何？即使出現滯脹或經濟衰退的情況，歐洲央行會否積極地調高政策利率？

有鑑於目前美國在近期加息後，經濟仍然保持穩定，我們預計歐洲央行會因應極高的通脹率保持強硬立場，並在未來數月繼續加息，以避免通脹預期「脫錨」（unanchored）及支持歐元。儘管歐洲央行已調低今明兩年的經濟增長預測，但在能源和食品價格急升、經濟重啟後服務業的需求強勁和供應瓶頸持續的情況下，歐洲央行調高 2024 年的通脹預測。此外，由於價格壓力持續增強和擴大至整體經濟，短期內通脹率可能進一步上升。因此，與經濟增長的下行風險相比，歐洲央行更加關注通脹預期「脫錨」的風險。我們也認為歐洲央行決心在前期積極加息，並會迅速地令政策利率「正常化」。最近史無前例地加息 75 個基點的决定，正是朝著這個方向發展。不過，歐洲央行慎重地澄清，他們將會繼續在每次會議上逐一作出決定，並參考經濟數據行事，而且短期內也不會考慮進行量化緊縮。

在即將來臨的冬季，歐盟能渡過能源危機的可能性有多大？各國政府和歐盟應該採取甚麼行動確保歐洲能安然渡過這場危機？

歐盟正面對能源危機帶來的嚴峻考驗，並需要一同行動來解決問題。正如疫情期間一樣，歐盟一般會在發生危機的時刻以團結和協調的方式推行重大措施。目前為止，歐洲各國都以較為分散的方式處理由俄烏衝突引發的能源危機，在整個歐洲層面進行的協調工作有限。不過，現時有關價格上限和制定共同方針等議題的持續討論更加明顯反映歐盟會在組織層面上解決問題。歐盟可能要在超國家層面沿著幾個主要方向進行協調：能源價格（能源市場改革）和能源價格上限；補貼價格上限的共同財政措施；以及實現能源獨立的能源轉型計劃。

如果歐盟陷入經濟衰退，會否引發更多政治動盪？

我們可以與新冠肺炎危機進行比較。儘管許多人擔心歐洲各國會爭奪疫苗供應，但最終各方仍然致力維護共同利益。此外，所有歐洲國家也目睹合作應對危機的成效。

誠然，新冠肺炎危機及能源危機兩者性質不同，但現在更明顯的是歐洲各國希望採取一致行動以控制能源危機，而歐盟總能在危機中取得進展。例如，如果沒有疫情危機，各國永遠不會同意落實「下一代歐盟」（NGEU）計劃。此計劃在通過前的兩至三個月，仍然被視為極不可能實行。

此外，如果歐洲選擇採取協調合作的方針，而我們認為這也是明智之舉，歐洲央行可以輕易啟動反分裂工具「傳導保護工具」，以遏止金融分裂。即使在我們最壞的預測情況下，就算歐盟無法避免嚴重的經濟衰退，也不會以歐盟解體告終。

現時提出的能源支持措施會多大程度加劇通脹？（七國集團對俄羅斯石油實施的價格上限，為公用事業企業而設的救助方案，以及保護普羅民衆免受能源價格急升影響的刺激措施）

引入價格上限和限制能源價格升幅的轉嫁幅度，應該能夠降低（甚至預計）通脹率的最高水平。整體結果將會是降低平均通脹率，直至實施價格上限為止。然而，這些措施成本高昂（取決於上限價格和天然氣批發價格之間的差異），需要透過財富再分配（例如為報貼弱勢社群而向能源企業徵收暴利稅）或政府債券（赤字開支）來取得資金。儘管這些措施會透過限制通脹急升來維持經濟增長，但中期內可能會導致通脹（需求仍然會增強）。

對市場及投資的影響

能源危機和經濟衰退憂慮令歐洲市場受壓



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博。數據截至 2022 年 9 月 12 日。

「目前，市場的盈利預期過於樂觀，沒有充分考慮到歐元區經濟全面衰退。」

歐元區的經濟衰退會有多嚴重？對股市和外匯會帶來甚麼影響？

我們預計歐元區將會出現真正的經濟衰退，同時本地需求下降，失業率可能會上升。不過，溫和的經濟衰退和推行疫情期間曾實施的強制休假計劃，或可以令歐元區避免失業率大幅上升。

- 股票** — 因此，這對歐元區股票而言絕非好消息。儘管如此，我們應該考慮到歐洲企業非常國際化的事實，大約 70% 的銷售額來自海外銷售，因此全球經濟增長是歐洲企業盈利的關鍵，甚至比歐洲 GDP 增長更重要。當全球經濟增長超過 3% 時，MSCI 歐洲指數的每股盈利增長往往為正值，反之亦然。我們最近把 2023 年全球 GDP 增長預測從 3.1% 下調至 2.7%，意味著在其他條件不變的情況下，明年的每股盈利增長很可能為負值。目前市場對每股盈利的一致預期約為 2.2%。我們認為這些數據需要向下修訂。有趣的是，在高通脹環境下，盈利下降幅度往往比通脹率極低時更加平緩。因此，我們預計在金融大危機期間每股盈利為 -45%（在歐洲）的情況不會再次出現。在 1970 年代高通脹時期，美國的每股盈利下降幅度約為 -10%。這是美國的首要參考指標。由於歐洲區指數的周期性更強，歐洲盈利的下降幅度往往大於美國。因此，我們認為歐洲的盈利將會被下調。此階段通常會導致波動性加劇。即使股價低廉，經濟衰退階段對歐洲股票（特別是歐元區的股票）而言並非好兆頭。
- 留意價值股和優質股** — 我們認為轉投價值股和優質股的趨勢仍有更大的發展空間，但走勢不會呈線性，而是更受自下而上選股所帶動。例如，當以 MSCI 指數進行分析時，優質股和價值股能夠互相補足：價值股的股價相宜，但在經濟放緩階段難免會受盈利下調影響；而優質股的存續期一般較長，能在經濟放緩（甚至經濟衰退）時受惠，因為在此時期，低槓桿率和具抗跌能力的邊際利潤會成為優勢。

「如果歐洲實行極端的天然氣配給，經濟活動將會受到影響，可能進一步令歐元受壓。」

- **外匯** — 歐元區經濟現在面對前所未有的結構性衝擊。考慮到生產力下降，我們發現歐元兌美元的公平估值大幅轉差。假如俄羅斯完全中斷天然氣供應和進一步實施配給，對基礎因素的不利影響將會進一步擴大，導致**歐元兌美元**匯價低於我們 0.94 的短期目標，甚至更接近 2000 年代初的水平。不過，由於政策轉向（轉趨溫和）可能會結束美元的升勢，因此必須密切留意聯儲局的立場。

另一方面，日圓明顯在 2022 年表現遜色，日圓兌美元年初至今下跌超過 20%。此外，到目前為止，貿易條件的不利影響（進口價格仍然遠高於日本出口價格）和美元兌日圓的短期利率差異，一直是令日圓受壓的主要因素。展望未來，我們認為全球經濟增長和美國長年期利率是足以令走勢轉向至有利日圓的關鍵變數。當對增長的憂慮更加明顯時，美國國庫債券收益率曲線可能會進一步倒掛（長期利率可能偏離貨幣政策決定），相對於大部分貨幣，日圓將會變得吸引。因此，美國長年期收益率下降將會是觸發日圓潛在上行的主要因素。日本央行改變立場或任何直接干預外匯的舉措都會成為推動日圓走強的額外因素。

重要資料

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。