

由市場給意大利當頭棒喝？當心一語成讖

Jamie McGeever 路透專欄作家

意大利新任政府最新預算提案不但令市場錯愕，也令歐盟當局感到惱火，然而許多歐元區決策中心人士暗忖的是，只需要金融市場給個教訓，就能拉住羅馬當局。這種思維的論點就是讓債市自衛隊自由發揮。意大利政府借貸成本急遽上升，當地銀行股股價崩跌，就能夠推動當局修改好高騖遠的預算數字，並迫使意大利執政聯盟領導人撤回計劃。

希臘危機爆發 引以為鑑

意大利的經濟基本面並非特別穩健，未償債務規模龐大。雖然目前為止，意大利市場動盪的外溢效應相對不大，但根據近年的歐元區危機經驗，如果以為這種安全情況會一直持續下去，將是危險的想法。經濟規模只

有意大利十分之一的希臘，是那場歐元危機的核心。當時希臘可能創下脫離歐元區的先例，該風險引發的相關金融連鎖動盪一度席捲了愛爾蘭、意大利、西班牙及葡萄牙，最終迫使歐洲央行總裁德拉吉承諾「不計代價」捍衛歐元，並啟動歐洲央行的印鈔機來平息風暴。

意大利公債收益率在2011年觸及7.45%，比德債收益率高出逾550個基點。雖然目前情況還不像當年嚴重，但意大利10年期公債收益率現在接近3.50%，意大利/德國公債利差也有300個基點，都是數年來的高位。自從意大利5月大選以來，意大利股市已經下跌18%，銀行股重挫30%。雖然更大範圍的災情蔓延一直相當有限，但在目前這

個階段已經不能盲目排除可能性。

高盛的一項模型顯示，自2010年以來，每當意大利公債收益率高100個基點時，西班牙公債收益率上揚約40個基點，而德債收益率下跌約20個基點。在股市方面，這導致西班牙、法國、德國股市下跌3.5-5%，美國、英國及日本股市下跌2-3%。更為全面地來看，西班牙的金融條件收緊了約40個基點，美國、英國及日本的金融條件則收緊了約20個基點。拜歐元匯率及德國公債收益率下滑之賜，德國的金融條件寬鬆了約15個基點。

意債波動 影響其他市場

2010年至2013年期間的擴散效應明顯較

之後來得大，但分析顯示意大利債券如果出現明顯波動，的確會影響其他市場。部分市場所受的影響相對較大。由於意大利銀行業大量投資該國主權債券，意大利公債期貨與歐元區銀行股的連動程度特別強烈。本周意大利公債期貨與歐元區銀行股的單純日相關系數達到0.76，追平5月水準，逼近2011及2012年危機高峰期的0.85-0.90間的水準。兩種資產類別間的相關系數最高為1.0，即完全正相關。

當前市場動盪的根源在於意大利與歐盟間的預算爭執。意大利政府消息人士周三向路透社表示，明年預算赤字目標仍相當於國內生產總值(GDP)的2.4%，將在2021年降至2%，甚至更低。但意大利經濟成長多年來低

迷不振，難能避免其債務與GDP之比進一步走高還差得遠。上述預算赤字預估是否足以將債務比率壓低至歐盟可以接受的水準？

債信評級 可能遭到下調

歐盟就預算赤字問題對意大利的懲處，恐怕還不至於讓意大利政治人物夜不成眠，但市場力量可能會讓他們寢食難安。債券收益率上升恐將對經濟成長造成更大的衝擊，而經濟成長低迷與債務融資成本上升所醞釀出來的完美風暴，恐將意大利債務與GDP之比推升至130%、甚至更高。信用評等機構料將再補上一腳。意大利的債信評級可能遭到下調，甚至有可能被下調至垃圾等級。(本報有刪節)

市場風險增 美元資產強

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

目前資本市場最大的風險就在於美國財金政策。意大利政府妥協後，投資者喘一口氣，但加息提速，加上貿易戰，投資者心中有刺，各類資產或面對更大波幅。

美國經濟強勁

美國和其他市場差距進一步拉開。美國發起對全球範圍的貿易戰，但截至目前為止，和墨西哥、加拿大已達成新貿易協定，和歐盟及日本也正在談判中，最終談成的概率相當高。如此局面，對未加入協定的，無疑是壓力。作為全球兩大經濟體，中美任何風吹草動都有很大影響，雙方衝突的風險在升溫。

從經濟數據來看，美國優勢明顯，小非農飆升至七個月以來最高，遠超過市場預期。9月ISM非製造業指數接近歷史新高，二季度GDP年率仍為4.2%的增長，證明美國強勁的經濟狀況。

非美貨幣受壓

美匯指數去年一度疲弱，主要是外界憧憬，歐日等增長可能略勝預期，甚至追近，但今年開始，美國優勢還是明

顯，貨幣政策正常化，加上避險屬性，從4月下旬開始重拾動能。9月下旬在94找到支持，連升六日，升穿50和100日線，正要挑戰95關口。

加息提速，美債明顯受壓。十年期美債收益率從9月下旬開始突破3%，之後再升，近日擴大升幅，升至逾七年半高位，測試3.2%一線。三十年國債收益率則突破2014年以來的最高水平。

非美貨幣普遍受壓，歐元從4月下旬開始加速下跌，目前在1.14至1.18區間內上落，這幾日受意大利危機拖累。歐央行年底停止購債，重申至少在2019年夏季結束前將維持現行各項主要利率水平。另一邊廂，人民幣在逆周期因子引入後穩定一些，但近日離岸人民幣又開始跌破6.9關口，沽壓增加。

港股疲態明顯

股市冰火兩重天。美股創新高，道指連漲兩季，第三季升9.01%，最近連漲六日，創新高，逼近兩萬七。標普前兩季度錄得一成漲幅，納指連漲三季，累升16.6%。其他市場仍疲弱，港股尤其如此，恒指從1月33,484.08高位回落，6



月中加速下跌，目前在兩萬六至兩萬八震盪，疲態明顯，投資者信心下降。

黃金未改弱勢

受到經濟展望擔憂影響的，還有商品。銅價之前連漲連年，去年有三成升幅，但今年開始，尤其是6月中高位後，面對明顯沽壓。油價倒是強勁，供

求改善，進入上行通道，料有新高續現。貴金屬在美元造好下普遍受壓，尤其黃金白銀，金價受美元影響較大，從4月下旬開始從1,350美元回落，目前圍繞1,200美元震盪，等待方向，加息環境下，始終有壓力，一時間難改弱勢，不宜輕易建好倉。

加息之際如何投資佈局？

Mark Haefele 瑞銀全球首席投資總監



美聯儲日前將利率上調25個基點至2%—2.25%。由於此舉符合市場普遍預期，多數金融市場反應平靜。不過，這直接導致美元現金和現金等價物(cash equivalents)的利率上升。現金利率不斷上升意味着，持有現金的風險調整後回報比投資於其他資產(債券、股票和房地產等)更具吸引力，這使得一些投資者開始質疑自身的投資佈局。

維持股票戰術性增持立場

經濟和企業獲利狀況依然穩健。我們預計今年全球經濟成長4%，明年成長3.7%。2018年全球企業獲利增速約為15%，2019年約為10%。此外，成長也具有潛在的上行空間。已開發市場的消費情況良好：儲蓄率上升，強勁的勞動力市場有望提振消費支出。因此，儘管

長期來看股票的回報優勢相對於現金較為有限，但在我們的6個月投資期內，股票回報仍有望高於現金。

我們也尋求相對價值機會，比如相對於澳洲股票加碼加拿大股票的頭寸。固定收益方面，現金利率上升和收益率曲線趨平意味着，投資者需要尋求利差表現穩健的債券，或者尋求多元化配置的機會。

近期我們提高了對新興市場美元主權債的加碼頭寸。儘管目前新興市場存在不確定性，但相對於現金而言，新興市場全球多元化債券指數6.5%的殖利率仍具吸引力，而且該指數涵蓋的發行人也高度多元化。

美債等優質債券表現看好

期限較長的高評等債券，相對於現金的回報雖然並不特別的高，但該類資產有助於提高投資組合的多元化程度。我們認為，在中國經濟放緩和新興市場政治/經濟動盪等其他風險情景下，美債等優質債券將表現良好。我們加碼10年期

美債，12個月預期收益率為3%，並建議買入存續期(久期)較長的高評等美元債券。

房地產方面，從歷史上看，投資者必須對利率大幅上升保持警惕，這一直是導致市場回調的一個因素。

比如，在美聯儲局加息後，香港金融管理局將基準利率上調了25個基點，為2006年3月以來首次。

泡沫風險區域房市宜謹慎

上周發佈的瑞銀全球房地產泡沫指數指出，香港是今年全球最被高估的房地產市場，面臨的泡沫風險最大。加息可能進一步削弱借款人的負擔能力，除非房價下跌。

也就是說，儘管我們認為對處於泡沫風險區域的房地產市場應保持謹慎，但目前全球並未同時出現借貸和營建活動過熱的跡象。未償還抵押貸款的成長率仍遠低於全球金融危機前的水平。因此，即使價格回調，對經濟的衝擊亦有限。

捕捉藍天保衛戰下投資機遇

康諾投資研究部



藍天保衛戰的其中政策，是推廣使用清潔能源。圖為內地液化天然氣廠。資料圖片

內地近年持續加強環保監督，每逢秋季便會公佈大氣污染防治計劃。內地傳媒報道，《京津冀及周邊地區秋冬季大氣污染綜合治

理攻堅行動方案》(下稱《方案》)已於本月初正式啟動，並要求直到明年3月，京津冀及周邊地區PM2.5平均濃度按年下降約3%，重

度及以上污染天數亦按年減少約3%。自本月開始，各地要嚴格執行火電、鋼鐵、石化、化工、有色(不含氧化鋁)、水泥行業以及工業鍋爐大氣污染物特別排放限值。

排放目標料不及去年嚴格

去年《方案》要求PM2.5平均濃度以及污染天數減少約15%，今年的要求比去年大幅降低。另外，今年《方案》取消統一限產比例，並將限產的權利下放到地方政府，因地制宜自行制定生產時間，嚴禁一刀切的限產及停產比例。今年的排放目標不及去年嚴格，很大機會是因為面對中美貿易糾紛，內地多項數據已顯示經濟正在放緩，當局為穩經濟而作出相關部署。

此方案的另一亮點，是氧化鋁並不受大氣污染物特別排放限制，這預料與其供需緊張有關。內地自2017年因實施嚴格環保政策，鋁土礦產能受到規限，導致氧化鋁原材料供

應短缺，氧化鋁企業開工率下降，整體社會庫存亦因此減少。國外方面，全球最大的巴西氧化鋁冶煉廠Alunorte因環保問題，自今年3月起產能被迫降至50%，近日更傳出面臨全面關閉，消息刺激LME鋁價急升。

國內外因素支持鋁價走高

此外，早前美國制裁俄鋁，以及美國鋁業的澳洲工廠罷工，令市場預期國際氧化鋁供應緊張，從而推高鋁價。隨着國際鋁價急升，加上人民幣貶值，使內地與國際的鋁價出現倒掛，使內地由氧化鋁的淨進口國變為淨出口國，預期國內外各種因素將支持鋁價維持高企，相關板塊表現，有望於未來季度跑贏大市。

藍天保衛戰的其中政策，是推廣使用清潔能源，而天然氣作為最清潔的能源之一，「煤改氣」等政策近年一直受到當局扶持。

現時內地的天然氣銷量、設施安裝及接駁管道等工程持續上升，相關股份表現跑贏大市。然而日前傳出重慶人大會議建議取消天然氣初裝費，市場憂慮未來連接費用監管要求有可能在其他省市落實，消息導致整個天然氣板塊急挫。其實今次並非首次討論取消初裝費的可能性，事實上隨着天然氣使用滲透率日益提高，未來取消該費用是大勢所趨。

燃氣板塊調整後可趁低撈

預料當局作出最終決策之前，燃氣板塊將持續弱勢，較為保守的投資者可考慮避開接駁業務佔比較重的股份。本部認為內地推廣清潔能源的國策長遠利好天然氣業，市場對是次消息反應過度，目前板塊估值已跌至近月低位，為投資者提供進場機會，待跌勢喘定後可以吸納相關股份。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。