



**ROBERT SMITH**  
泛歐洲股票投資董事

## 一個多元化的德國股票市場 不僅只是汽車業

在本文中，霸菱德國增長策略投資經理ROB SMITH分享了他對德國股票在眾多潛在變數中的見解，其中包括與美國的貿易糾紛、英國脫歐以及汽車業持續受壓。

### 美國加大貿易保護主義力度，可能產生的最大長遠影響是甚麼？ 投資策略要如何應對？

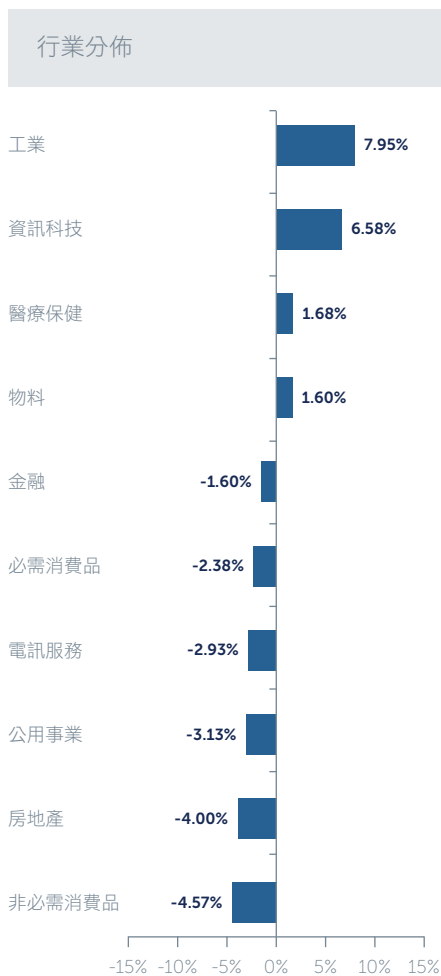
德國汽車業是佔德國經濟最大的一部份。當中某些品牌享譽全球，因而備受關注，同時亦於美國銷售。在所有貿易戰言論出現前，早在2015年的廢氣排放醜聞爆發後，我們已察覺到歐洲汽車業就新制定的排放測試程序出現瓶頸，原因是歐洲並未有足夠的測試設施為不同車款進行測試。據此，我們認為汽車業會出現重大問題，尤其是在今年第三季，因此大幅減持汽車股。由於新排放測試問題，我們亦減少對汽車零件供應商的持倉。因此，當美國總統特朗普開始威脅徵收關稅時，我們對汽車業的持倉甚低。

由於仍然存在許多未知數，我們認為目前還不是買入德國汽車股的時機。總統特朗普要求德國下調關稅亦不無道理，因為歐洲就進口的美國汽車徵收10%關稅，而美國就進口的歐洲汽車僅徵收2.5%關稅，但他不能單獨與德國達成協議，這是需要歐盟所有成員國的批准。例如，法國根本不向美國出口汽車，又為何會同意呢？目前德國汽車市場存在多個結構性問題，我們需待問題進一步明朗化才會考慮買入，因此，我們今年大部份時間並未持有德國汽車股。

倘若貿易戰升級，其影響將蔓延到汽車業以外的不同消費品領域，因此既然現時德國正經歷可能最差的情況，屆時對德國經濟的影響將會甚微。倘若美國大幅上調關稅，平治(Mercedes)及寶馬(BMW)可以將運動型多用途車(SUV)生產線從美國轉移到歐洲或中國。

### 在此環境下，投資策略如何在主要行業部署？

我們以顯著高於基準指數的持倉比重持有工業及資訊科技業，及以偏低比重持有汽車業(屬非必需消費品)、房地產及公用事業。我們對行業持倉比重維持謹慎的態度，但重要的是任何行業的偏高持倉比重均由我們「由下而上」的基本因素推動，而非由自覺判斷而決定增加特定行業的比重。具體而言，我們致力投資於有可靠的管理層、財務狀況健康及未來五年盈利增長潛力強勁的企業。因此，投資策略的行業權重難免會出現波動，有時更會完全避免投資於某個行業。



資料來源：霸菱，截至2018年6月30日。權重有可能發生變動。不包括現金，遠期及基金。

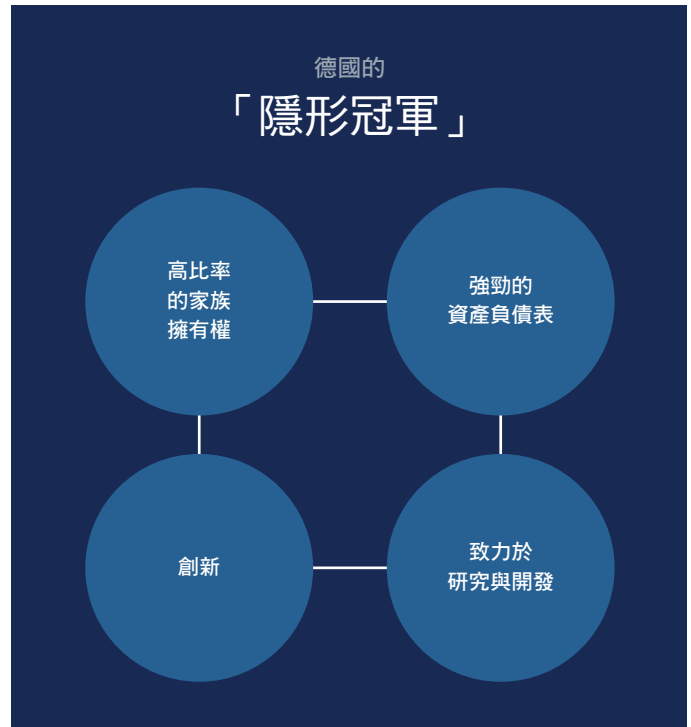
## 近年來，中小型股在上半年的表現較為遜色，但下半年的表現卻良好。預計今年會出現同樣的情況嗎？

德國小型企業的管理層通常亦是股東，因此其心態往往較為審慎。這些企業往往熱衷在不多作承諾下取得令人驚喜的業績，因此令表現在上半年跑輸大市，但隨著公佈的業績優於預期，下半年的表現卻會較預期強勁。今年是有可能出現同樣的情況：經濟增長繼續表現強勁，德國ifo商業景氣指數穩定在較高水平，我們實地的企業調研繼續顯示盈利增長將會維持強勁。

## 德國市場與歐洲其他市場相比如何？

我們繼續看好德國股票的中長線前景。由於地緣政治事件及貿易緊張氣氛為歐洲各地市場帶來不明朗因素，引發市場最近數月波動加劇並遭到獲利拋售，這將可能繼續令回報受壓。儘管如此，我們認為這並不反映德國企業相關業務的基本因素，其企業的基本面依然維持強勁。整體而言，我們預計盈利增長仍然是驅動股市表現的一大關鍵，而賣方分析師上調盈利最終將會超過下調盈利。

霸菱德國增長投資策略可靈活地投資於不同市值的企業，但我們認為中小型股具有較高的增長潛力，所以一般偏好於中小型公司。德國股票市場內眾多企業均有望受惠於短線和長期的週期性及結構性增長；因此，德國股票市場提供了豐富的投資機會。德國市場上的「隱形冠軍」比其他市場多，尤其是在電子工程及工業產品領域。它們在其特定領域中均擁有環球行業領先地位，但卻往往被分析師忽略。這些中型企業經常處於創新前端：能夠物色並界定出一個獨特領域，然後在國際市場上出售。德國大約有1,500家「隱形冠軍」，為德國經濟的一大支柱，我們相信它們將繼續推動德國的長期增長。



此外，鑑於美國及新興市場的經濟增長（尤其是巴西及俄羅斯經濟出現復甦），加上歐洲經濟仍在增長，顯示環球經濟持續同步增長，同時多個行業開始出現產能限制。這意味著企業需要進行投資，屆時，可稱為世界頂級的德國機械製造商可有望不成比例地受惠。

最近意大利大橋倒塌也突顯基礎設施欠缺支出，這不僅只在信貸緊縮後的意大利發生，同時亦於整個歐洲和美國，而各個政府財政同時仍然承受著壓力。我們認為安全問題、持續維修的需求，以及支持經濟增長的新基礎設施項目將迫使政府增加對基礎建設的支出，令德國優秀的建築公司受惠。

“德國擁有眾多強勁及創新的企業，  
這些企業可能不太引人注目，  
但卻能取得增長。”

### 英國脫歐對德國經濟可能產生甚麼主要影響？

倘若英國與歐盟能夠達成協議，允許雙方商品交易不設「硬邊界」，那理論上不會有任何變化，因此，英國「軟脫歐」產生的影響有限。倘若英國進行「硬脫歐」，一切將取決於英國會否為了保護其國內企業免受外來競爭的衝擊，而開始徵收關稅。目前的言論似乎支持自由貿易，所以英國仍會保持零關稅。但由於過境將會出現延遲，因此歐盟與英國企業的營運資金將可能需要增加，意味著成本有可能上升，但在零關稅的情況下，產生的影響將會相當有限。值得留意的關鍵在於未來貿易協議的條款。

### 如何看待歐洲股市及歐洲貨幣的短線前景？

我們繼續看好歐洲股票市場的前景。最近美國和歐盟就以實現零關稅、零障礙及零補貼為目標而達成貿易談判協議後，增強了我們對該前景的信念度。我們繼續關注這一領域的發展，但貿易戰言論降溫可能意味著未來數月的貿易不確定性將大幅平息。這可能會導致許多此前因貿易不確定性，而發展緩慢的歐洲經濟體加速，我們的投資組合有望可捕捉這些不確定因素。

此外，德國股票市場的估值相較整體泛歐市場仍然更較為低廉，而且過往盈利增長較有吸引力。在此環境下，我們將於繼續物色可能實現強勁盈利並「以合理的價格增長」的德國企業。作為專注於「由下而上」的投資經理，我們將繼續物色並投資於這些具有吸引力的機會。

值得一提的是，如果我們將看到貿易戰有新言論，歐元將為市場震盪提供了天然的緩衝。倘若歐盟對英國徵收懲罰性關稅，歐元兌美元可能會貶值，這將會促進德國出口商的盈利增長。倘若消除關稅，歐元可能會升值，企業營業額立即得以提升，但買家會隨著時間因貨幣升值而降低購買意欲，導致盈利向下修訂。因此，貨幣便形成一個天然的對沖。

由於德國市場與中國及美國市場沒有太多重疊，因此，中美貿易戰對德國股市的影響有限。一旦德國汽車股消化了貿易摩擦的影響(可以說是已經消化)，貿易戰言論的升級就不會對德國產生影響。德國擁有眾多強勁及創新的企業，這些企業可能不太引人注目，但卻能取得增長。

霸菱是一家環球金融服務公司，資產管理規模逾3,060億美元\*，致力滿足客戶持續演變的投資及資金需求。我們利用在傳統及另類投資資產類別的獨特專業知識，與客戶建立長期的合作關係，提供創新的投資方案及優質服務。作為美國萬通人壽保險公司旗下的成員公司，霸菱開展強大的環球業務，擁有超過1,800位專業人士，辦事處遍佈16個國家。

#### 重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及／或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理(亞洲)有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.baring.com)

\*截至2018年6月30日。