

交銀金融

2016年1月號 第91期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 港、美經濟形勢不妙，歐洲在央行支持下，反見穩步復蘇
 - 二、樓市篇 • 匯市、股市與本地樓市關係密切，前兩者均不利樓市後向
 - 三、股市篇 • 技術破位，每股盈利及市盈率走低，料今年港股前路崎嶇
 - 四、利率篇 • 認真細味儲局點圖連測表，即見兩派想法及圓滑加息週期
 - 五、匯市篇 • 歐洲貨幣表現勝商品貨幣，美元跌完再升將利淡新興市場
 - 六、商品篇 • 美元強勢下商品市道雖然弱勢，但2016年應未至爆煲時候
-

【一、經濟篇】

港、美、歐經濟動力此消彼長

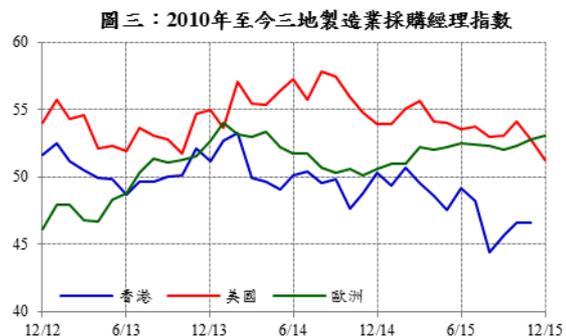
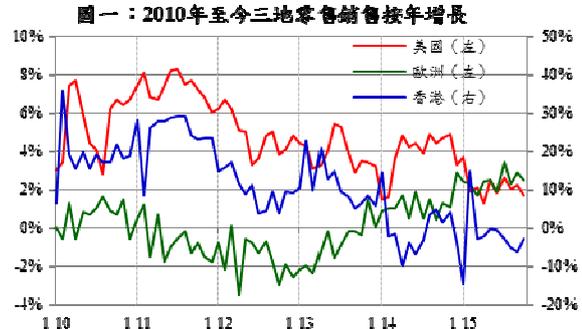
去年第四季，美國加息，歐洲加碼寬鬆力度弱於預期，似乎反映官方對經濟前景樂觀。究竟本港、美國與歐洲的具體經濟表現如何？

發達經濟體以消費為主要增長動力，因此先看零售銷售。圖一可見，在過去幾年復蘇期內，本港和美國的零售銷售均呈現階梯式緩步下跌，反而歐洲擺脫歐債危機後，全力放水刺激經濟，已見零售銷售增長由負轉正，形勢較好。

出口方面，圖二可見，港、美、歐三地近年均持續向下，今年更同時出現收縮，反映全球貿易需求不振，前景難言樂觀。

外部需求不佳，也同時反映於行業供應面。從圖三的製造業採購經理指數（為統一起見，三地均採用 Markit 編製的數字）可見，港、美兩地走勢均不妙；本港固然早於2014年上半年已陷入收縮，美國亦於當年下半年見頂，然後持續回落至收縮邊緣（另一組由 ISM 編製的數字更顯示美國製造業已開始收縮）。歐洲形勢較佳，自去年第四季起見底回升，現時表現更勝過港、美，從時間看應歸功於歐央行的強力量寬措施，推動復蘇。

綜觀以上三組數據，可見不論內需或外需，港、美兩地均見形勢不妙，相反歐洲則穩步復蘇；反映於實質經濟按年增長，同樣見港、美增長明顯放緩而歐洲持續復蘇。當然，以水平計後者仍未趕上前兩者，還需繼續努力（圖四）。



隨著美國開始加息，美、歐兩地的政策分歧愈趨明顯；美國收水，歐洲放水，後者經濟增長年內超越前者，不足為奇。

何文俊

【二、樓市篇】

美息趨升 股、匯波動不利樓市

美國終於順利加息，而在加息前兩個月，本地樓價亦開始下跌。加息雖然未必會推低樓價，但對市場氣氛會造成一定的影響；股、匯等其他資產市場走勢波動，亦預示著樓市前景絕不明朗。

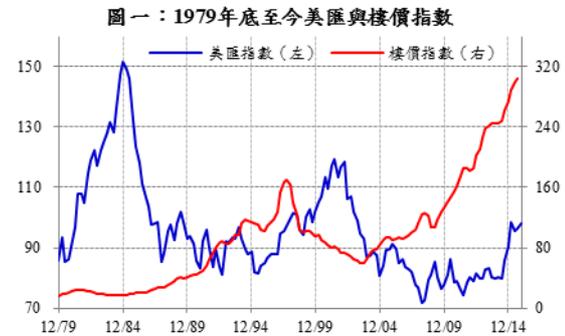
在美息趨升下，美匯指數強勢已延續六季。1979年至今，美匯與本港樓價走勢的負相關度高逾 0.5，反向關係相當密切，意味美元升時港樓趨跌，反之亦然。

在這三十多年期間，聯儲局之加息動作曾引發兩次大型美匯升浪，一次為上世紀 80 年代初期，另一次為 90 年代中期，結果兩次均見本地樓市見頂大跌。目前美匯正出現第三次由聯儲局政策推動的大型升浪，且升勢有餘未盡，因此估計樓市跌勢或剛開始。

股市與樓市的關係亦然。同樣由 1979 年第四季至今，樓價指數與恒指走勢的正相關性高逾 0.8，意味港樓與港股呈現同上同落的走勢。去年下半年起港股表現不佳，港樓開始反映，料下年兩者繼續走弱。

事實上，從差估署最新公佈的樓價指數看，雖然去年 10 月全球資產市場反彈，但樓價卻掉頭向下，回到第二季的水平；儘管跌幅溫和，但也是二十個月以來首次下跌。

更值得注意的是按年變幅。自 2009 年樓市復蘇至今，樓價按年升幅曾兩度低於 20%，結果兩次均要持續跌至單位數才見底回升，維時七至十一個月，期內整體樓價指



數停止上升。目前按年變幅跌至 11%，乃連續第四個月低於 20%，預料未來一至兩季將跌至並持續處於單位數，因此樓市最樂觀的情況亦僅止於橫行偏軟。倘有外部衝擊，跌幅可能會擴大。

由是觀之，美國加息後，一旦匯市、股市出現劇烈波動，樓市後向實在不容樂觀也。

何文俊

【三、股市篇】

今年港股前路崎嶇

過去一年，港股表現不佳，波幅亦大，走勢猶如新興市場。2016年美國將持續收水，港股後市展望如何？

去年8月中，恒指一舉跌破2008年金融海嘯大底至去年4月的升浪底部。如果當時恒指一如2008年，短期急插多幾千點，觸發恐懼性拋售，或有見底機會；可惜，恒指僅跌至20,500點左右已拒絕再跌，並死貓彈至升軌下方，因而在圖表上呈現標準的「後抽」形態。按技術分析原則，如此形態下，後市跌穿9月低位機會極大，而且急跌走勢尚在後頭，意味港股正處於中期跌浪。

從黃金比率看，恒指第二季未能企穩於2007年底至2018年底整段跌浪的0.764倍反彈目標（約27,000點），而且再度掉頭下跌，反映過去幾年港股僅屬美國量寬下的反彈而非新一輪牛市。現在美國正式告別零息，港股後市難以樂觀。

從基本因素看，隨著恒指於去年次季見頂，每股盈利亦緊隨其後見頂回落，現時已跌回2014年中水平，反映股市弱勢並不能純然歸咎於外圍，背後可能有企業盈利表現轉差的因素。

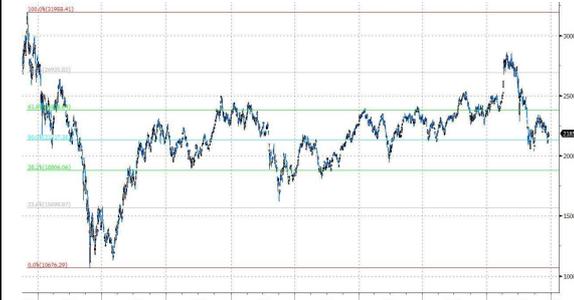
事實上，雖然市場一直認為恒指市盈低，並不昂貴，但市盈率走勢卻與本地經濟增長相當吻合，意味港股不貴可能反映經濟不佳，到底股市表現是經濟前景的反映。

看來，不論基本因素抑或技術因素均預示今年港股前路崎嶇，投資者小心為上。

圖一：2009年至今恒指上升軌



圖二：2009年至今恒指黃金比率

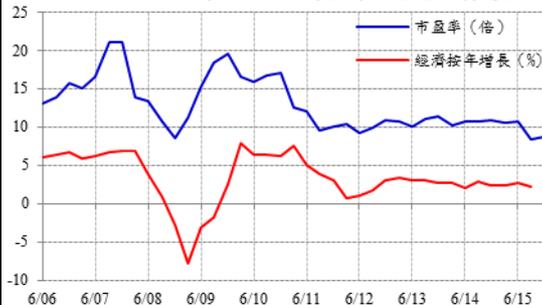


圖片來源：彭博

圖三：過去三年恒指走勢與十二個月每股盈利



圖四：2006年至今恒指市盈率與香港經濟增長



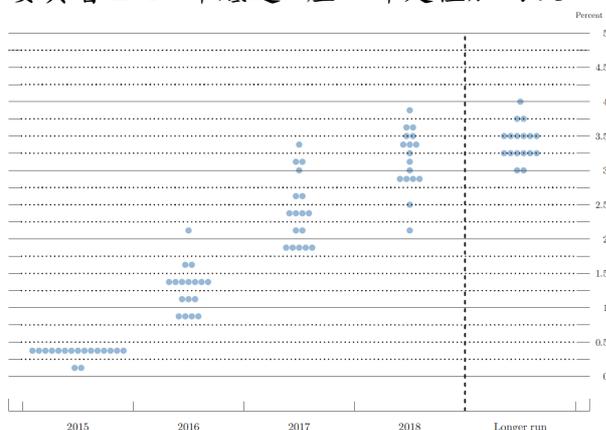
何文俊

【 四、利率篇 】

圖表要細味 加息是週期

2015年12月中，聯儲局終於開始說了多時的加息。利率前景其實都已畫在點圖。

點圖早已公佈，並非新聞，但你又解讀到幾多？2016年底中位（median）及眾數（mode）均為1¾厘，比目前¾厘高出1厘，即明年將加四次（當然，假設每次¼厘），此乃表面的解讀。不過細看之下，即見次多委員看2016年底達¾厘，即是僅加兩次。



類似情況亦見諸2017及2018年。2017年中位較2016年的高出1厘，但2017年眾數較2016年的僅高出½厘。那麼2017年將加四次還是兩次？2018年中位較2017年的高出近1厘，但2018年眾數卻僅高出2017年中位½厘，同樣有四次對兩次的疑雲。

愚見以為，局內有兩派人對漸進加息持不同理解，一是一年四次，另是一年兩次。2016年而言，理想是一季一次，仍佔上風。不過，2016年之後變數太多，難說得準，故有一年兩次之想。但無論如何，這些都是有規律的加息，所謂逐次決定，也要有譜。之前有指「可加可減」，在點圖上看不出來。故這應是圓滑的加息週期，若遇經金不測，最多減慢加速，而非如澳、英般忽加忽減。

至於那個儲局預測表，你又看到什麼？

Variable	Median ¹				
	2015	2016	2017	2018	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.4	2.2	2.0	2.0
September projection	2.1	2.3	2.2	2.0	2.0
Unemployment rate	5.0	4.7	4.7	4.7	4.9
September projection	5.0	4.8	4.8	4.8	4.9
PCE inflation	0.4	1.6	1.9	2.0	2.0
September projection	0.4	1.7	1.9	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.3	1.6	1.9	2.0	
September projection	1.4	1.7	1.9	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.4	1.4	2.4	3.3	3.5
September projection	0.4	1.4	2.6	3.4	3.5

最底一行為中位利率預測，可見速度約每年1厘，這大概是當局理想進程。所謂漸進，是比格老年代的每年2厘慢了，何況12月份的軌跡預測已較9月的有所調低。

GDP是頭項預測，但在政策判斷而言其實可以不理，因GDP不屬政策目標。

失業率的長線預測為4.9%，反映當局計算的自然率（natural rate）或非通脹加速失業率（NAIRU）應在此水平。既然2016、2017年的預測均低於此數，即意味這兩年的勞工市場將見過熱，週期性加息亦合理。

通脹方面，政策參考的是中期通脹展望——即對年半至兩年後的通脹預測。無疑，當局絕對可以測錯的，但其政策仍會基於這可對可錯的預測而作決定。既然2017、2018年通脹展望已極近2%，加息亦合理化了。

既然合理化了，就不會一次起兩次止。

羅家聰

【五、匯市篇】

美元或先回落 亞洲貨幣仍弱勢

一年又過去，踏入2016年，焦點仍在美國加息及歐債危機嗎？首先，美息已加，這話題應不是2016年主要焦點。至於歐債危機，去年中希臘與歐洲達成中長期救助方案，今年爆煲機會不大。

筆者判斷是，年初美元應先迎來一陣調整，主因市場炒加息情緒或先行歇息，一眾貨幣可作反彈。不過，若把環球市場分為成熟及發展中國家，後者就未必一定能夠受惠於美元回落，當中以亞洲貨幣前景最不明朗。

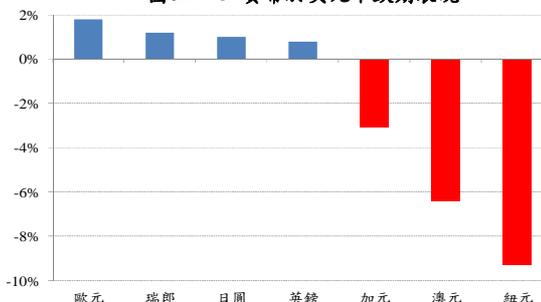
在下以去年中美元調整作為例子，因為那個時間剛好是耶倫於3月議息會議大放鴿話令美元回落。圖二見到一眾G7貨幣中歐洲貨幣走勢優於商品貨幣，而飽受歐債危機影響的歐元卻排第一。無他，商品市場近年大受打擊，對商品貨幣而言是壞事。而且，商品大國為了應對商品價格下跌而持續實行寬鬆貨幣政策，商品貨幣不包尾才奇怪。如是者，若今年情況仍如是，歐洲貨幣表現將勝過商品貨幣。

至於新興市場上，圖三見到去年美元下跌間，新興歐洲貨幣表現仍不俗，但亞洲八隻主要貨幣無一倖免（見圖四），就連近年表現不俗的星紙及韓圓都要下跌，而表現最差為馬幣，跌一成二。大家要知道，近年只要市場有點風吹草動，亞洲股匯市都出現極大波動。在亞洲經濟疲弱及資金因美國加息而流走的憂慮下，縱使美元回落，亞洲貨幣都似乎不具反彈動力。假使今年美元跌完再升，亞洲貨幣前景絕不樂觀。

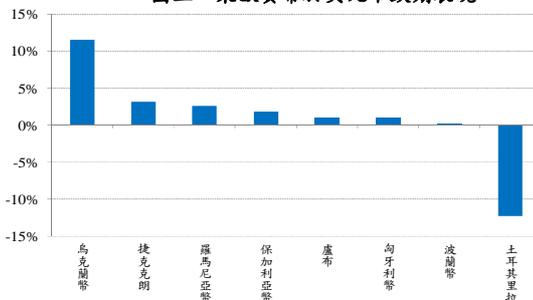
圖一：美匯指數



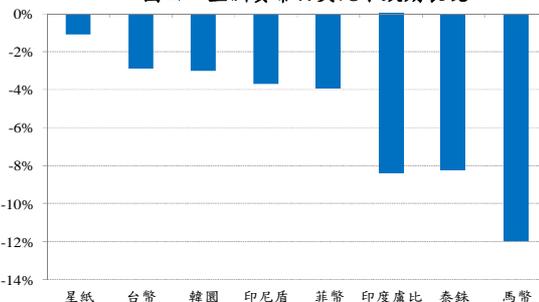
圖二：G7貨幣於美元下跌期表現



圖三：東歐貨幣於美元下跌期表現



圖四：亞洲貨幣於美元下跌期表現



劉振業

【 六、商品篇 】

商品走勢雖弱 終成爆煲主角？

升升跌跌乃市場常見，但每年的投資主題都甚少與商品有關。然而，去年就不同。油價持續大跌，12月更跌穿金融海嘯低位，多間商品巨企如嘉能可則傳瀕臨破產。坊間更指今年將爆煲不是歐豬國，亦不是新興市場，也不是樓市，而是商品市場。

的而且確，筆者對2016年的商品市場都有點擔心。圖一見到，美元大部份時間一直與商品都反向，故近年美國炒加息下，商品下跌是正常。但最令筆者擔心的是，圖中見到就算去年3月中耶倫於議息會議上大放鴿話暗示將延遲加息，美元回落但未有刺激商品反彈，反而更一直向下並跌穿金融海嘯低位。由是觀之，商品弱勢或有基本因素例如需求大幅轉弱等支持。

美元與商品皆跌的情況頗為少見，大家都十分憂慮來年商品市場崩塌會否釀成環球資產大跌。筆者認為商品市場是差，但會否因而導致環球經濟衰退仍然難講。圖二見到，商品市場自2011年起已跌四年多，但現時跌至最低位才爆煲？2009年未見，1998年亦未見。而且，圖三見到現時環球股市與商品的比率已達十多年高位，若這比率於2016年掉頭下跌的話，或許是因為股市下跌幅度大於商品跌幅所致。到時，引爆環球危機的不是商品，而是股市。

筆者不是抹煞商品市場爆煲的可能性，始終商品價格持續下跌，一是反映環球大國對商品需求不振，而這凸顯了經濟轉壞，二更可能令環球經濟出現通縮，加深經



濟衰退的憂慮。不過，筆者只想指出，商品已跌多年但仍未爆煲，故2016年的主角一定是商品市場嗎？更何況，相比商品，股市下跌的可能性或許更高，到時哪一個市場才是爆煲主角仍是未知之數。

劉振業

【 免責聲明 】

本文件所提供的資料乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司香港分行對該等資料、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本文件所載之任何資料、意見或推測承擔責任或法律責任。投資者須對本文件所載資料、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等資料、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本文件只供一般參考用途，並不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。