

交銀金融

2016年2月號 第92期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 本港股市、樓市跌勢幾已確認，衰退在即，只差時空待定
 - 二、樓市篇 • 加息週期啟動，美國樓市指標趨向波動，復蘇見放慢跡象
 - 三、股市篇 • 年初成熟與新興股市同步大跌，公用股跑贏，大市難看好
 - 四、利率篇 • 若油價反彈，亞洲息口有上調壓力，亞洲央行應如何自處？
 - 五、匯市篇 • 年內環球經濟黯淡，利好避險貨幣向上，澳、紐元要留意
 - 六、商品篇 • 亞洲原油需求短期不太差，歐美需求長期下滑，前景不明
-

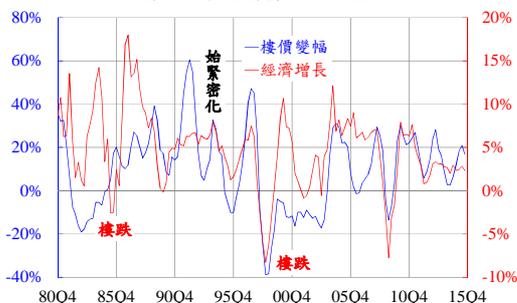
【一、經濟篇】

本港衰退在即 只差時空待定

隨着港股跌穿兩萬點、樓價見大劈價、銀行裁員，坊間始懷疑本港是否將陷衰退。

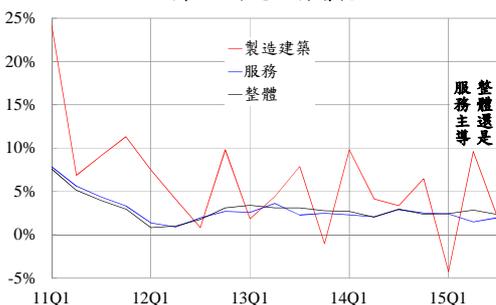
樓市乃經濟中鮮有涉及高槓桿的環節之一，加上其具投資性質，故在不少國家是經濟的寒暑表。經濟衰，樓市不一定衰（如2008年的本港）；但樓市衰，經濟肯定衰。在頗為地產主導的本港，可謂所言甚是。

圖一：本港樓價與GDP變幅



圖一為本港住宅樓價和實質GDP按年變幅，同皆季度。不難發現，兩者關係自1990年代初起變得較之前更緊密。過貴的樓價或已開始了每十七年一次的大跌，不難預料本港將陷衰退，唯一只剩時間問題。

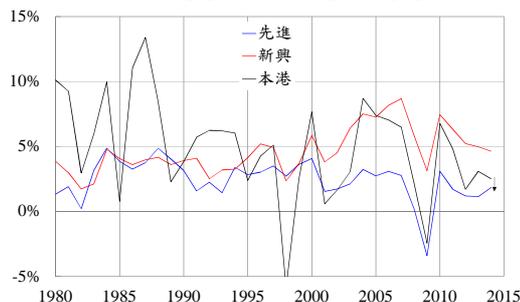
圖二：本港經濟增長



即使近年本港的零售、外貿早已收縮，但目前GDP仍見增長，主因之一是服務業還撐住。圖二所見，經濟增長很受服務業所主導的。所謂服務業，其實金融、樓市也有相當比重，現在這兩環節也見逆轉，服務業也受累而衰退亦僅時間問題，且在眉睫。

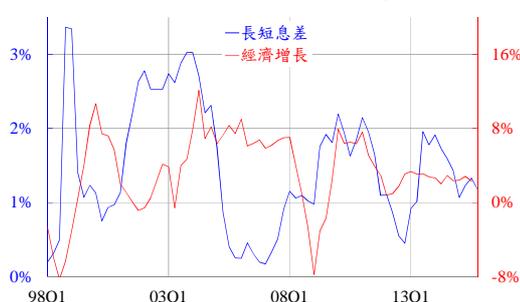
要是衰退，那會是何等程度呢？有此一問，原因是今趟逆轉以新興市場尤其惡劣，但先進體系或僅增長放緩，在衰退邊緣徘徊但未至收縮。圖三將本港經濟增長跟國基會編制的先進和新興體系經濟增長比較，可見本港增長在海嘯前曾有一段時期頗跟新興市場。不過海嘯後至今，增長似有重新靠攏先進體系之勢。此乃好事，但願如此。不過今次有港樓跌的本地因素，重溫1998年的經驗，我們也許還要短暫差於全球表現。

圖三：先進、新興與本港經濟增長



除樓市外，還有否其他視野更遠的領先指標呢（股市僅展望一、兩季後的經濟）？圖四嘗試如美國般以孳息曲線斜率即十年兩年港債息差，來找出與經濟增長之關係。可惜結果顯示無大關係，息差無甚作用。

圖四：本港長短息差與經濟增長



本土指標失效，意味本港仍外圍主導。重溫圖三，外圍向下，本港自難倖免。加之樓跌，衰退較深甚至多底是不難預知的。

羅家聰

【二、樓市篇】

美國樓市出現放慢跡象

去年12月，聯儲局終於正式開啟美國加息週期。加息後，股市走勢比較明顯，對利率變化相對敏感的樓市狀況又如何？

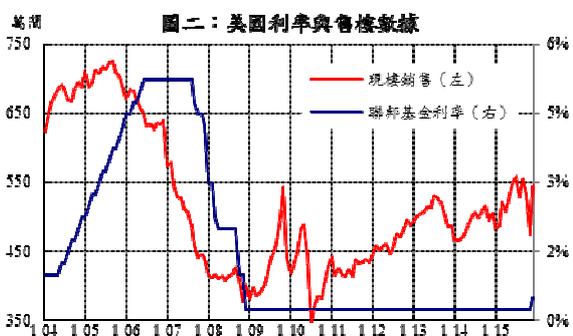
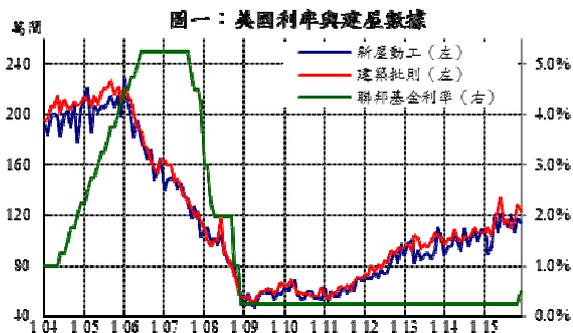
從領先指標看，暫時未見加息對樓市有明顯的不利影響。不過，無論新屋動工或建築批則數字於2015年全年均大幅波動，可能意味建築商在加息預期下，對樓市前景的看法並不明朗，因而導致建屋項目出現波動。這個情況與2004年加息時類似，數據轉趨波動，復蘇步伐減慢。

售樓指標則見參差。新屋銷售於過去一年月升月跌，似乎呈現下跌趨勢，而現樓銷售則大起大落，整體屬於橫行。假如銷售量反映買家情緒，則表示聯儲局加息預期的確令市場對樓市前法看法趨向不明朗，這情況與2004年同樣類似。

實際樓價方面，標普／Case-Shiller 樓價指數仍處於升軌，但按年升幅明顯呈現橫行，約處於2012年下半年的水平，反映樓市不復2013年及2014年的熾熱。

更重要的是，在樓價升至復蘇期高位的同時，美國人的購屋能力亦跌至復蘇期的低位，意味買家對樓價的負擔能力已較過去幾年大大減弱，亦是樓市復蘇減慢的先兆。

由此推斷，雖然加息未有即時對美國樓市產生不利影響，但市場情緒已變得波動，加上買家的負擔能力大降，樓價在現水平可能愈升愈慢。如此發展，亦相當吻合經濟增長即將放緩的預期。



何文俊

【三、股市篇】

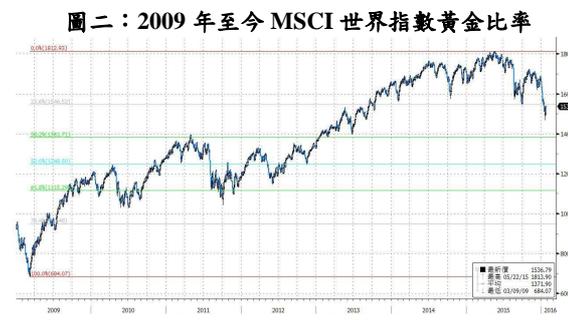
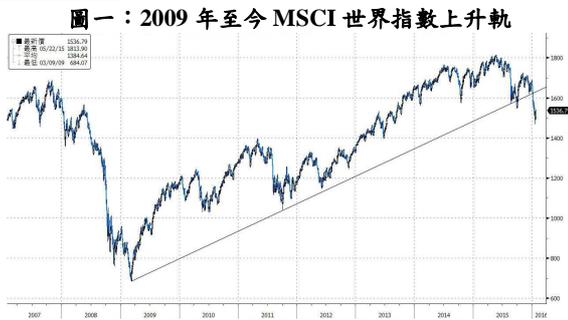
成熟股市頹勢畢現

2016 年全球股市開局不利，不論成熟市場或新興市場均無法倖免。短期市場或因技術超賣而反彈，但中期後市展望如何？

從代表性廣的 MSCI 世界指數看，中期就是指 2008 年金融海嘯大底至今年 5 月的大升浪。去年 9 月底，指數曾短暫數日跌穿升軌約 3%，但在市場炒聯儲局不加息後，隨即彈回升軌之上，可視為假突破。不過，隨著今年初指數再度急跌，現水平低於升軌逾 6%，且維時已逾三星期。除非指數於短期內繼續反彈逾 7%，重回升軌之上，否則，技術上可確認指數告別金融海嘯後全球央行聯手救市的升市，未來幾季將由上升通道進入下降通道。恒指早於去年 8 月中已出現這種形態，其後走勢有目共睹。

從黃金比率看，MSCI 世界指數現上年 9 月的低位正是海嘯後大升浪的 0.236 倍調整目標（約 1,546 點）；現時死貓彈後再度掉頭下跌，下一個目標已低至 0.382 倍的 1,382 點，距離現價低約 10%。換言之，指數距離下個支持位尚有 10% 的下跌空間；一旦跌至此位，就更能確認指數正式破位，由牛轉熊。

分類表現亦有啟示。十大分類指數全部見紅，但回報穩定、具有避險色彩的公用事業及電訊服務類指數分別僅跌 2% 至 3%，在加息預期的劣勢下，雙雙跑出。相反，作為百業之母的金融指數竟然跑輸給原材料和能源指數，單月跌逾 11%，成為大輸家。這除了反映投資者的避險情緒外，亦顯示並不看好金融市場走勢乃至實體經濟表現。



圖片來源：彭博

表一：年初至今世界指數分類表現

股類	變幅 (%)	股類	變幅 (%)
公用事業	-1.9	能源	-7.4
電信服務	-2.9	非必需消費品	-7.7
必需消費品	-3.6	工業	-8.2
醫療保健	-6.5	原料	-10.9
資訊科技	-7.1	金融	-11.2

過去幾年表現相對穩定的歐美成熟股市，在今年甫開局便已頹勢畢現，投資者務必小心。事實上，歐央行已暗示 3 月加碼放水，日本央行更推負利率托市，聯儲局對經濟的看法亦轉為審慎，反映本年經濟和市況絕對不明朗。預料公用事業和電訊服務類股份憑藉相對穩定的業務及股息回報，將繼續吸引資金流入，從而抵銷聯儲局加息預期對股價的壓力；金融股和能源股前景繼續不明朗，呈現有反彈無上升之格局。

何文俊

【 四、利率篇 】

油價或升通脹彈 亞洲息口見兩難

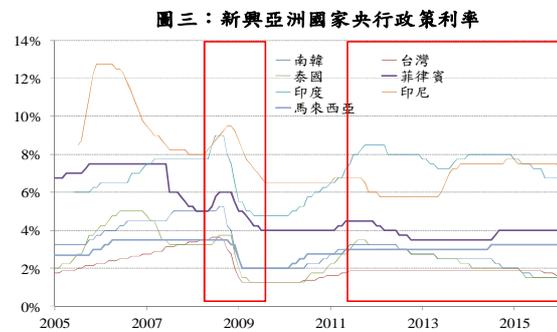
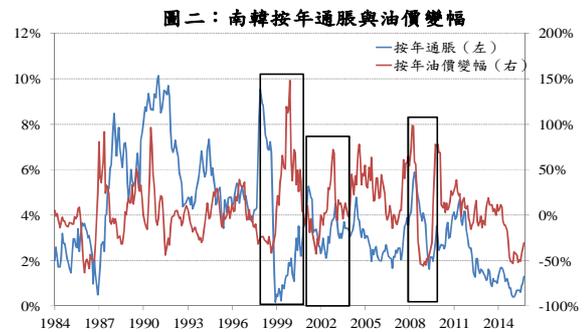
今年一開局，環球市場先來個下馬威。筆者一直都指新興市場經濟問題是今年一大焦點。現時美國息已加，但新興市場不穩反而令區內央行需要減息。一加一減下，資金外流，新興經濟雪上加霜。

先前市況不振，其中一個原因是與油價有關。油價向來是通脹升跌的一大指標，大家想想，若油組按捺不住逐步減產，油價回升不用多，反彈到 40 至 50 美元，到時通脹會否回升呢？若通脹回穩，新興市場豈不陷入滯脹，息口加、減不得的兩難局面？

因版位關係，筆者只列出亞洲兩大新興國印度與南韓情況。圖一見到，基本上油價按年升跌與通脹走向早年沒有太大關係。但直至金融海嘯後，2010 年至今通脹與油價變幅明顯齊跌。遠的不講，萬一油價由低位 26 美元反彈至 40 至 50 美元，升幅起碼有五成至九成，到時通脹回升絕不奇怪。

同樣情況亦發生在南韓上，圖二見到，1997 年亞洲金融危機後，通脹與油價走向算是同向。而且，圖中見到無論是 1999、2002 及 2008 年油價按年跌穿 0% 後的反彈都會令通脹大幅抽升下，亞洲通脹前景似乎不太淡。

油價會否再穿底值得再探討。總括而言，亞洲經濟下行已成事實，但留意一點，現時亞洲區的貨幣政策跟以往仍然有明顯分別。圖三見到亞洲眾多央行早已在 2011 年開始減息，寬鬆貨幣政策已行多年，跟



2008 年金融危機時短時間內大幅減息不同。換句話說，油價或許彈完再跌，通脹隨後再下行，股市及經濟仍然不明朗，只要央行在通脹反彈間以不變應萬變，由於亞洲一眾央行早已開啟減息期，今輪亞洲確實醞釀危機，但又未必會如想像中嚴重。

劉振業

【五、匯市篇】

股市不振利好避險資產 商品貨幣再跌有玄機

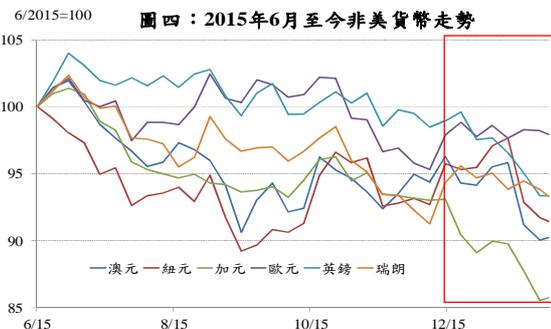
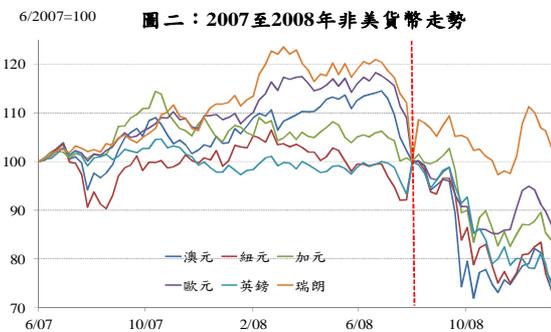
整個1月都驚心動魄。股市不振似乎影響了商品貨幣的投資氣氛，而近月本港的匯、股、樓一同下跌，坊間更指形勢有點似2008年金融海嘯的前夕。

首先。近期避險情緒高漲，日圓再度走強。回想2008年金融海嘯前，美元兌日圓亦早已在2007年6月見頂（見圖一），但由於當期美元仍然弱勢，令非美貨幣持續走強（見圖二），與近期形勢有點分別。

不過，當近月新興市場氣氛極速轉淡後，美元再度轉強，圖三見到去年底至今日圓與美元同升，似有避險資金流入情況，與圖一及圖二見到2008年7月美國兩房出事後眾貨幣皆跌有幾分相似。

但重點並不在此，由於避險資金流入日圓及美元，其他非美貨幣自然成為拆倉對象。圖二見到2008年7月後至翌年1月（日圓暫見頂）間，一眾主要非美貨幣急跌兩至三成。

另外，圖四亦見，去年底至今商品貨幣跌勢亦比過去幾個月明顯。由此可見，雖然現時仍然難與金融海嘯時相比，但若年內頻密地出現風險事件而令美元與日圓同升，一眾貨幣的跌幅便會非同小可。當中在2008年（見圖二），高息貨幣如澳、紐元的跌幅較其他貨幣厲害，與現時受商品價格疲弱所影響的澳、紐元情況相似。這兩貨幣波幅一向較其他貨幣大。萬一好像2008年出現爆煲潮，大家要勒緊安全帶，而澳、紐元更要多加注意。



劉振業

【六、商品篇】

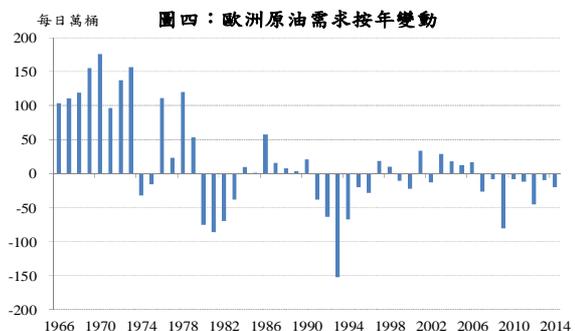
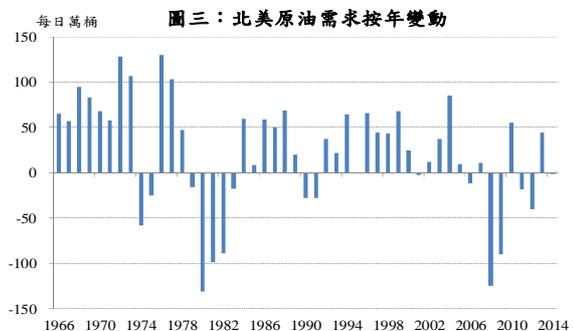
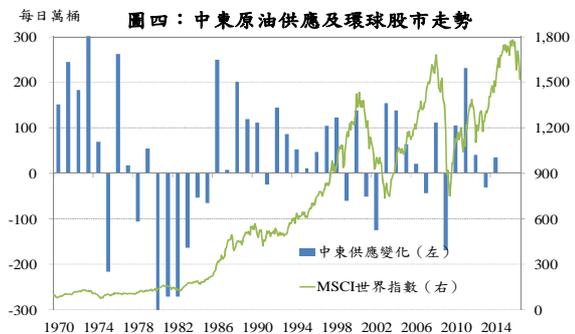
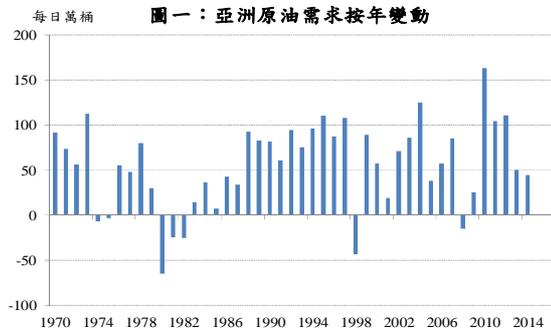
短期需求未轉向 長遠收縮成事實

向來影響油價高低因素主要有兩個，一是政治，二是供求。前者筆者不多談。至於需求，近年常常談論新興市場對油價影響，當中以亞洲需求量下跌為甚。圖一見到，亞洲原油需求增長由2010年開始下跌，至今每年增長低於每日50萬桶達近年低點。但留意一點，增長放緩不代表收縮，現時亞洲地區對原油的需求仍是歷史高峰，反駁坊間指亞洲原油需求已經收縮的說法。

由於數據截至2014年底，2015年最新數據還未正式公佈。留意一點，在七大亞洲新興國中，去年南韓、印尼及馬來西亞的經濟增長趨勢確實正在下滑，但印度、新加坡、泰國及菲律賓卻持續上行。由是觀之，去年亞洲原油需求未必大跌。

今年又如何？需求會收縮嗎？圖二見到，過去50多年來，除非環球出現危機（圖中紅圈，1974至75年、1980至82年、1998及2008年），否則短期內亞洲原油需求出現收縮機會仍低。加上近年歐美需求沒有多少變化，全球原油需求未必如想像中差。

不過，長遠而言，全球原油需求確實不太明朗。在主宰全球原油需求近四成的歐美市場上，圖三見到北美原油需求近十多年來只是反覆，而未有出現如亞洲的爆炸性增長，圖四更見歐洲原油需求持續收縮。出現此情況涉及不少因素，如成熟國家人口增長放緩與環保能源崛起等等。而這情況，亞洲區不是同樣面對着嗎？人口紅利滑落及環境污染已持續影響亞洲經濟轉型。亞洲原油需求似乎只會步歐美地區後塵。



劉振業

交通銀行 香港分行
BANK OF COMMUNICATIONS HONG KONG BRANCH

6

【 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。