

交銀金融

2016年4月號 第94期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 四大指標看英國，皆似美國復蘇期，若美不淡，英國亦然
 - 二、樓市篇 • 環球樓市步向過熱，德國尤其明顯，歐央行或成泡沫推手
 - 三、股市篇 • 本輪股市反彈，新興市場猶勝成熟市場，聯儲局功不可沒
 - 四、利率篇 • 所謂聽其言不如觀其行，聯儲局「話」加兩次，搵鬼信？
 - 五、匯市篇 • 美元仍於高位整固階段，交叉盤有運行，澳元日圓要留意
 - 六、商品篇 • 股、匯市對商品有啟示，美元橫行下，商品將與股市同邊
-

【一、經濟篇】

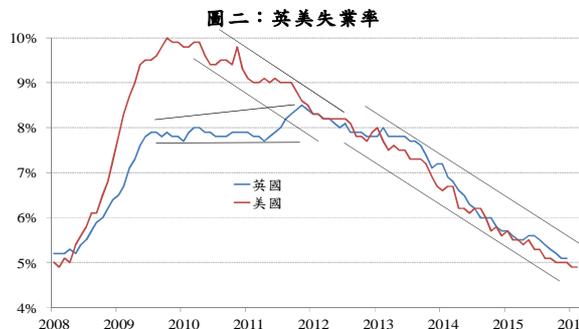
四大指標看英國 經濟形勢似美國

聯儲局終於有點吉士，再一次談到今年的加息路線圖。不過，今次筆者不是談美國，而是英國。何解呢？近年英國既談加息亦談減息，最終還是原封不動。6月就公投會否退出歐盟，加上近月市況不穩或拖累英國經濟，大家都正懷疑英倫銀行是否加不了息。

不過，若大家認為美國經濟好的話，那其實英國亦不差太遠。看看圖一，由2009年金融海嘯後至今，英國經濟增長趨勢與美國大致同向，如2011至2013年增長放緩，其後則稍回升，至今兩國按年都增約2%左右。一來這程度的增長於一眾發達國算是平穩，二來若大家同意美國經濟穩定，亦應認同英國不太差。

聯儲局判斷是否加息基於就業及通脹。先看前者，趨勢上，除了2010及2011年兩國有點背馳外，其後至今都一同下跌，而且兩國失業率都約在5%左右。至於通脹，兩者同向情況更明顯。而且，現時全球商品價格疲弱下都出現低通脹情況，以通脹低企來抨擊英國經濟的立論不太足夠。

最後，筆者以樓價來判斷經濟之好壞，無他，人民大部份財富在於樓市上。樓市不穩，人民生活自然受到影響，消費力隨之下降。圖四見到由2009年至今，兩國樓價的按年增長都一直趨升。雖然英國樓價的增長幅度較反覆，但總體上仍表現不俗。故此，從經濟增長、就業、通脹及樓價幾方面看，如果美國經濟算是不俗的話，那大家都應該對英國一視同仁。



劉振業

【二、樓市篇】

環球樓市步向過熱

2016年首季全球資產市場大幅波動，被譽為全球最貴的香港樓市也已見頂。其他各地樓市的表現又如何？國際貨幣基金組織的最新數字（去年第三/四季）或有啟示。

雖然近年香港、英國、加拿大和澳洲等地的樓市屢見天價，但從整體樓價看，全球樓市大頂其實見於2007年金融海嘯爆發前夕，及至美、歐爆煲後兩地樓價根本從未見過家鄉，亦談不上泡沫。由此可見，一地樓市爆煲不一定會溢出至其他地方的樓市，一如美、歐樓市先後在金融海嘯和歐債危機時爆個不亦樂乎，但港、英、加、澳樓市僅象徵式調整，入市低位稍縱即逝。

從去年第三季至最近各地樓價按年變幅看，升跌約4:2，升市數目明顯壓倒跌市數目。幅度方面，如果撇除烏克蘭及俄羅斯兩個地緣政治焦點地區的話，其他地區的跌幅顯然相當溫和；相反，升幅高近一成者有十地之多，升半成至一成又有另外十地，整體樓市偏熱情況明顯。

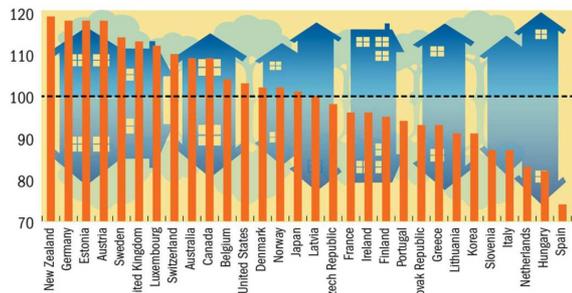
另外兩個判斷樓市是否偏貴的指標為樓價對收入和租金的比例指數，兩者均有一半地區高於2010年的水平，當中以德國和紐西蘭最值得關注；兩地並非國際投資者的熱門置業地，但在兩個指標中卻同時位列三甲，或意味樓市偏熱情況已經擴散。

綜合以上所見，雖然全球樓市整體不算全面泡沫，但愈來愈多地區出現偏貴情況是不爭事實，在環球貨幣政策持續寬鬆下，樓價由偏貴步向過熱，再到泡沫，機會不低。

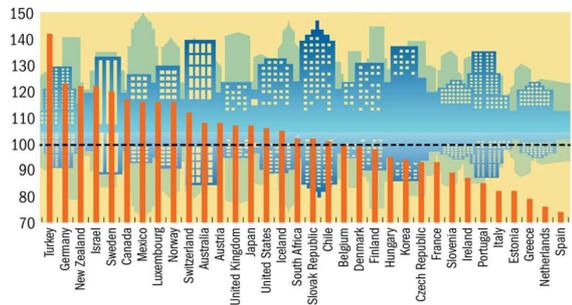
圖一：世界各地樓價按年變幅（%）



圖二：樓價對收入比例指數（2010=100）



圖三：樓價對租金比例指數（2010=100）



數據來源：IMF，數據期為2015年第三/四季

當中特別要注意德國。柏林政府一向以打擊炒樓著稱，樓市走勢亦相對穩定。不過，近月卻見其樓價對收入和租金比例指數升幅雙雙名列第二，反映樓價負擔急速上升。雖然歐央行加大力度放水，但若然新水僅推高資產價格而非實體經濟，樓價與現實經濟的距離只會愈來愈遠，距離泡沫卻愈來愈近。歐央行是否正在製造一個樓市泡沫？機會不低，起碼有利通脹上升。

何文俊

【 三、股市篇 】

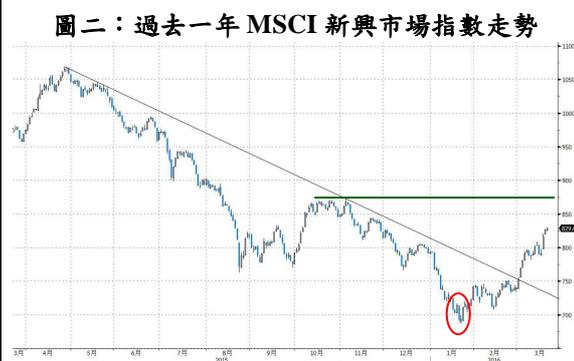
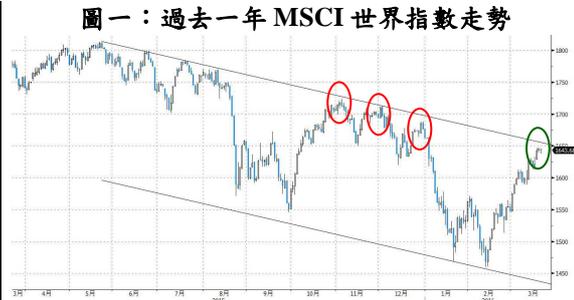
後市走勢 還看新興

2016 年第一季全球股市大幅波動，以高低波幅計，成熟股市約 13%，新興市場更高近 18%。下半季市場大幅反彈，加上全球央行紛紛出手托市，後市發展如何？

從技術看，MSCI 世界指數近一個月雖急速反彈逾 12%，但仍然處於始自去年中的下降通道內，並受制於頂部阻力。去年第四季，指數大跌後同樣出現類似反彈，結果三度受制於下降通道頂阻力後單邊向下(圖一紅圈)，轉而測試底部，同期美息唔加又加，牽動大市上落。今次聯儲局同樣出乎意料嘆慢版，稍後會否再次變卦引發大市波動，歷史重現？不無機會。要歷史不再重演，關鍵全看指數能否突破且企穩 1,650 點之上(圖一綠圈)。

另一方面，MSCI 新興市場指數走勢顯然較佳；轉角時間(1 月底)固然先於 MSCI 世界指數(圖二紅圈)，現價亦已大幅突破去年中至今的下降軌。在聯儲局暫不作為下，新興股市短期上升動力仍在，目標約為去年 11 月初的頂部，距離現價尚有 5% 左右的空間(圖二綠線)，屆時且看指數會否營造雙頂形態。

從板塊表現看，亦見上季市況新興優於成熟。年初至今，世界指數仍然微跌，而且資訊科技、非必須消費品、金融及醫療保健等近年強勢股繼續見紅，跑贏的主要為避險味濃的公用電訊股和去年跌至極低殘的能源原料股。相反，新興市場指數升逾 4%，除了醫療保健股略為下跌外，其他板塊悉數上升，升勢較為全面。



圖片來源：彭博

表一：年初至今 MSCI 世界指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
公用事業	6.0	工業	2.9
電信服務	5.7	資訊科技	-0.8
能源	5.7	非必需消費品	-2.2
原料	4.5	金融	-5.6
必需消費品	3.0	醫療保健	-8.3

表二：年初至今 MSCI 新興市場指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
原料	13.5	資訊科技	3.4
能源	13.2	金融	2.6
公用事業	6.3	非必需消費品	2.6
必需消費品	4.8	工業	1.6
電信服務	4.3	醫療保健	2.2

觀乎新興股市直接受惠於上月聯儲局決議及美元跌勢，反彈走勢不單領先而且明顯強於成熟股市，後市是龍是蛇，還看新興表現了。

何文俊

【 四、利率篇 】

說了不做是耶倫 屢放空話找誰信

聯儲局對上一次議息時將通脹與利率預測均大幅調低：展望差了自然推遲加息，表面上看似合情合理。不過，到底展望是否真的急轉直下，還是儲局頂不住市場壓力，明明經濟基調容許，但亦遷就市場轉鴿？

數據騙不到人，就讓我們起回近幾年來當局對今年底的預測往跡，看看有否大變。

圖一為當局自 2013 年 9 月至今，每季對各經濟環節的預測，全取中值；留意 GDP 增長並非政策目標，只有 PCE 整體通脹輔以失業率才是目標。不難發現，失業率預測一路調低，即一路好過預期；PCE 通脹預測則截至去年第三、四季仍穩定，即測得準。

圖一：過去儲局對今年底的預測



不過，於當局對自己的政策利率預測，卻並非如通脹預測般穩定。圖二所見，同期當局對今年底的利率預測，一直大幅波動，就在 2014 年 9 月至 2015 年 9 月的一年間，

圖二：儲局與市場對今年底的利率預測

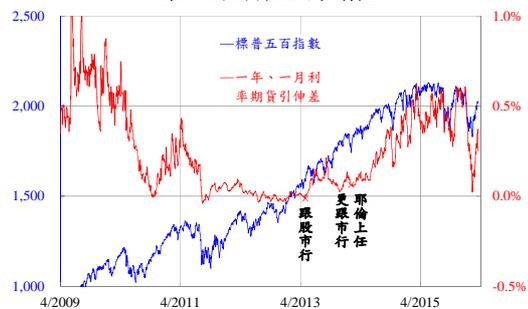


當局所預測的利率跌足厘半，但同期的 PCE 通脹預測卻變動不大，失業率預測更大跌。

這反映什麼？很明顯，這厘半下調並非因應經濟展望，而是其他。從 2014 年 3 至 9 月一段可見，當局欲提高市場對今年底的利率預期，但市場（當時的利率期貨引伸）拒絕跟隨（紅線橫行）。結果，之後當局與市場的看法同皆轉淡。是誰跟誰呢？不知，單看圖二無答案的。或者有第三者因素?!

圖三顯示美股與長短利率期貨引伸差（一年期引伸利率減去一個月期的），後者反映遠期加息展望。不難發現，自 2013 年起兩者漸見關係——之前無的。自 2014 年 2 月耶倫上任後，兩者關係見進一步加強。

圖三：美股與長短利率期貨差



有何啓示？自耶倫上任後不久，儲局與市場的加息預測均向下跌（圖二），差不多同一時間起，市場對利率前景的看法與股市接軌（圖三）；在伯南克年代，情況相反。

換言之，伯落耶上後，數據上見到耶倫被股市甚或整個市況圍迫，總之一跌就驚，一驚就褪。現在雖言今年加兩次，難保屆時股市再插，這位女士分分鐘又再褪了。

羅家聰

【五、匯市篇】

美元仍整固 交叉有方向

聯儲局終於再談加息路線圖，市場可能又炒一輪加息。雖然議息會議後美元持續走弱，但始終是加息，這一輪回落後美元仍可能重返先前高位。一上一落下，估計美元年內仍整固居多。

如是者，美元又可能回復過去一年的上落市。雖然如此，不少交叉盤卻已升或跌至近年重要關口。無他，近年炒收水的國家有放水亦有收水，縱使美元橫行，但交叉盤卻有運行。

筆者先講講近期數據大好的澳元。或者因為澳洲儲備銀行早在2011年減息，故現時環球經濟沒起色下反而平穩發展。比起剛開始減息週期的紐元，澳元走勢會較好。圖一見到澳元兌紐元已略升穿長期降軌，年內可見1.17。

另一個當炒的要數歐元兌英鎊。雖然近月歐洲央行落力放水，但歐元不跌反升，似乎市場未對歐洲央行的持續放水持悲觀態度。反之，英國6月才公投，公投前英鎊應仍弱，估計歐元兌英鎊可試降軌頂部0.81。

最後就是日圓交叉盤。日圓跌夠了嗎？筆者認為已跌夠。何解？觀乎2月初市場對日本央行放水無動於中，加上其後股市大跌令日圓大升，筆者判斷市場傾向把日圓炒升多於炒跌。故此，只要找一些弱勢貨幣如減息紐元及受油價弱勢影響的加元來作交叉盤，勝算極高。加上圖三及圖四見到兩者交叉盤已經跌至長期升軌底部，穿位後將迎來大單邊，今年大家要加倍留意。



劉振業

【 六、商品篇 】

股匯市場看商品大勢

股市回勇，其他一眾資產相繼反彈，當中商品亦由低位反彈一成多，看看油價由26美元升至近40美元就知今輪反彈有多睇頭。影響商品升跌的因素眾多，當中大家一向都認為股市與匯市走向對商品有莫大影響。今次筆者就以這兩因素來看看商品市場的前景。

在下先把2008年金融海嘯至今分兩期，第一期是由2008年至2015年初，第二期是其後至今。筆者之所以分兩期，因為明顯見到兩期中商品與股、匯市有不同關係。

先講第一期，圖一見到由2008年金融海嘯至2015年初，美匯與商品走向大致逆向，當中以2014年中至2015年初的美元大升時而商品急挫最明顯。若大家估得中美匯走向的話，亦應預計到商品方向。

不過於第二期上，由2015年初至今，美匯似乎與商品開始分道揚鑣，一個高位整固，一個就持續下跌。反之，若由股市看商品，情況就清楚得多，圖二見到由去年初至今，股市與商品一同下跌，到現時商品與股市則同時反彈，兩者同向。近年商品的走向，在股市及匯市已可解釋一切。

如是者，今年往後時間商品會與股市同向或與美元反向呢？首先，筆者認為，今年美元雖會因為加息不如預期而反覆偏軟，但始終聯儲局是主要央行中率先加息，美元轉弱的速度不會太急，幅度亦不會大，整體上是整固而偏向下行，整固形態不會與過往一



年有太大分別。故此，依照過往一年的匯市與商品關係，美元未必對商品有太方向性的指示。

至於股市與商品上，過去一年主要由於油價大跌而令股市氣氛急速轉壞，故此，只要油價仍有得跌，商品與股市仍會弱勢。那問題就在油價。

筆者認為油市今年仍是政治市，大油國因要與頁岩氣競爭而不會輕易減產，加上全球經濟環境轉弱，市場肯定再炒經濟轉差而令原油需求減少。縱使筆者不認為油價會再大跌，但肯定仍在低位反覆，到時商品會一樣無運行。故此，筆者估計今年商品可能仍會與股市同邊，弱勢將會持續。

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。