

# 交銀金融

2016年5月號 第95期  
逢月初發行

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 本港失業率回升已成定局，哪環節具啓示？急升定慢升？
  - 二、樓市篇 • 英國樓市貌似強勢，但市場參與者看法有保留，吉凶難料
  - 三、股市篇 • 聯儲局推升新興市場，強美息、強美元炒作期暫告一段落
  - 四、利率篇 • 歐元區利率轉正未有期，歐央行未來幾年續當全球水龍頭
  - 五、匯市篇 • 日圓持續強勢或預示市況轉差，紐元兌日圓可將穿軌而下
  - 六、商品篇 • 銀價大時代再次來臨？金銀比率觀察，銀價或可升至6月
-

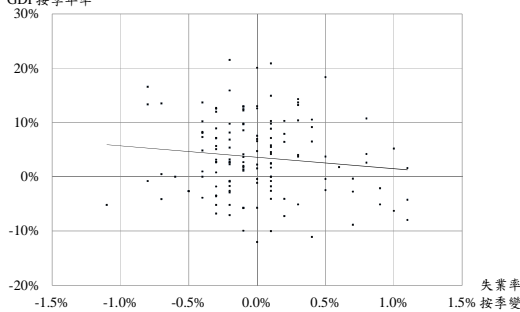
【一、經濟篇】

樓價預示失業升 升勢已定料不動

本港失業率自一年前低位 3.1% 回升，至今已 3.4%。隨着近兩年經濟急遽轉壞，滯後的失業率可謂必升無疑，只差是何時、升到哪裏而已。今文看看各環節的關連。

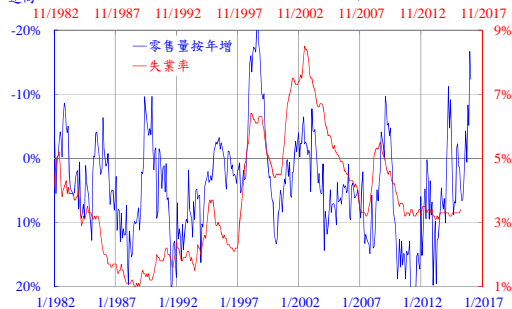
傳統教科書有將 GDP 與失業率連繫的做法：在美國，失業率按季變動與 GDP 按季變幅反比，是為奧根定律 (Okun's law)。若照辦煮碗換上本港數據，則見關係很弱，似乎失業率升否未必與 GDP 升跌很有關。

圖一：奧根定律在港失效，1981Q4-2015Q4



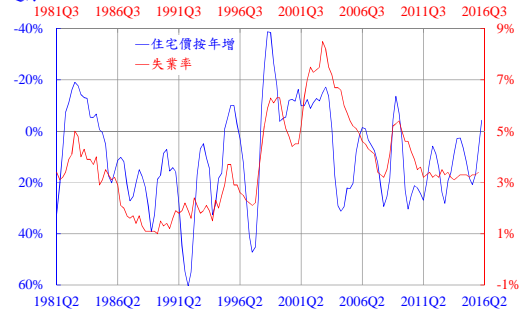
有人眼見零售市道差過沙士，遂認定失業率必大升。然而，零售業其實一直只佔勞動人口 (就業+失業) 不足一成，GDP 更佔少於半成，將眼見街 (吉) 舖處處「見微知著」地放大為全港現象，結果是以偏概全、見木不見林。圖二顯示兩者雖然反比，且零售領先失業達十個月，但相關係數僅 0.36，拼圖所料的 8% 失業率顯然誇張。上次 1998 年零售急插後，失業率 2003 年才見頂。

圖二：本港零售量與失業率



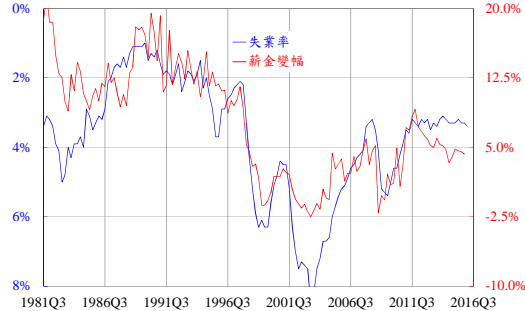
反而樓價與失業率的關係，觀乎圖三，肉眼也見高得多了。計算顯示，樓價變幅僅領先失業率一季，但相關係數卻高達 0.57。如圖所料，失業率會趨升但不會急。另如十多年前，樓價急插與失業率見頂有時差。

圖三：本港住宅價與失業率



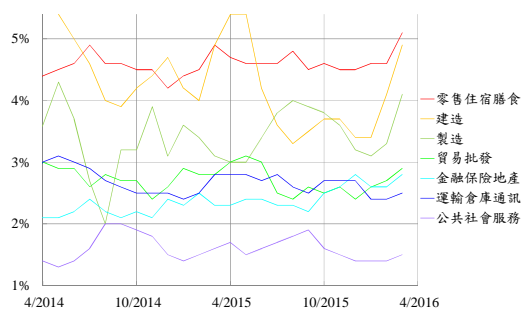
失業率升，薪金自然受壓。從圖四顯示兩者關係所見，相信當失業率超過 5% 後，薪金便會按年下跌，即減人工。兩者同步。

圖四：本港失業率與薪金變幅



行業方面，最差一如所料是零售。隨着樓跌，建造也傷。製造則受環球萎縮拖累。其他行業料隨上升，詳見圖五近兩年趨勢。

圖五：本港各行業失業率



羅家聰

## 【二、樓市篇】

## 英國樓市似強實不強

英國脫歐公投炒作升溫，包括英倫銀行、聯儲局和國基會在內的多個機構先後示警；同時，英國近期經濟數據亦見走弱。在多项不明朗因素下，英國樓市現況如何？

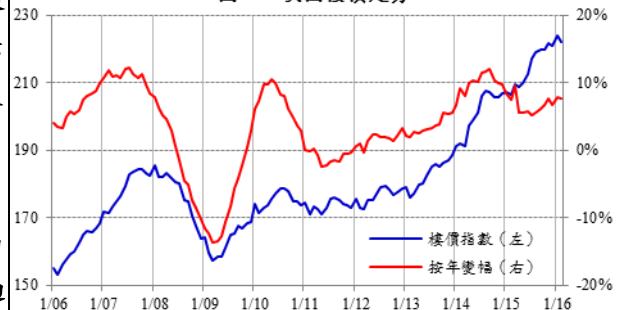
雖然英國樓價指數仍然處於歷史高位，但原來其按年變幅早於兩年前見頂。過去十年是英國樓市的風光期，但按年升幅每每於一成上下見頂，然後樓價跟隨回落或調整。今次同樣於一成左右見頂，雖未見調整，但上升力度顯然已經轉弱。

從發展商的領先指標亦可看到相若情況。整體房屋動工和新建私樓訂單在過去三年裹足不前，僅呈高位上落，無力衝上2006年的高位；按年變幅亦然，早於2010年復蘇已見高峰期，其後幾年雖全球量寬，但2013的高位亦不及當年，更不是出現零增長甚至按年收縮。

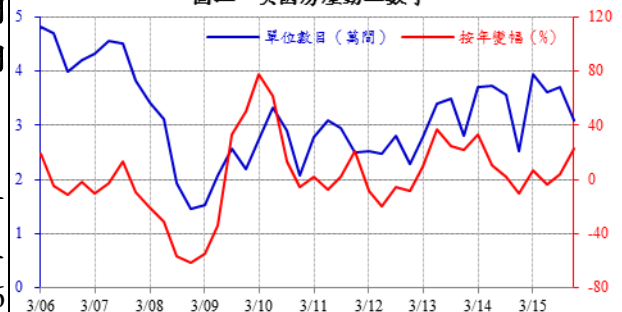
從其他市場參與者的角度看，亦見審慎訊號。由英國皇家特許測量師學會編製的樓價平衡比例和預期指數走勢相若，前者通過測量業界申報樓價上升的比例減下跌的比例而得出，後者則反映業界對未來樓價的整體預期，可見兩項指數均最近一年明顯出現見頂回落跡象，後者的跌勢更見急勁，似重演前年烏克蘭危機時期的走勢，反映當地業界對樓市前景的看法相當審慎。

由此可見，英國樓市在最近一年雖貌似強勢，但市場參與者對後市相當有保留。現時加上脫歐公投的不明朗因素，預料今季樓價會進一步調整，投資者宜先觀望。

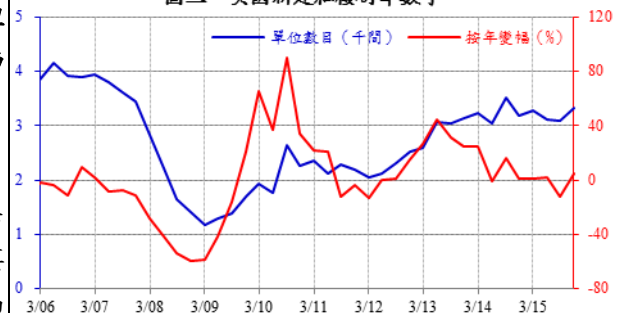
圖一：英國樓價走勢



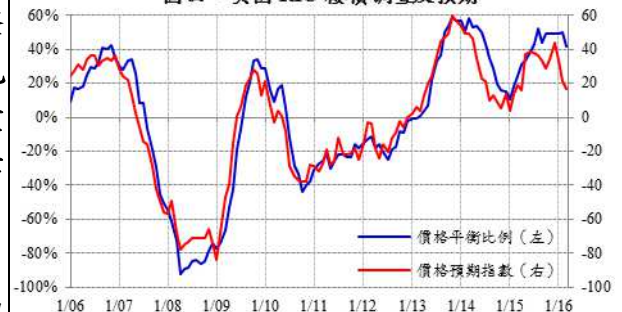
圖二：英國房屋動工數字



圖三：英國新建私樓訂單數字



圖四：英國 RIC 樓價調查及預期



何文俊

【三、股市篇】

政策主導股市 走勢分歧難免

2015年第二季過了近半，全球股市已步出年初的陰霾，大致向好；向好之餘，卻有幾個明顯特點，或對後市有所啟示。

觀年初至今環球主要股市表現，歐股與日股明顯跑輸大市，看來經過去年12月歐央行加碼放水不及預期與今年1月日央行突推負利率後，市場對該兩大央行持續寬鬆的決心和成效生疑，導致兩地均出現匯升股跌。相反，美洲股市表現不俗，尤其是加拿大股市和巴西股市，在商品能源價格反彈下，股、匯齊升兩頭賺。亞洲新興受惠於美元回落，股、匯表現亦見穩定。

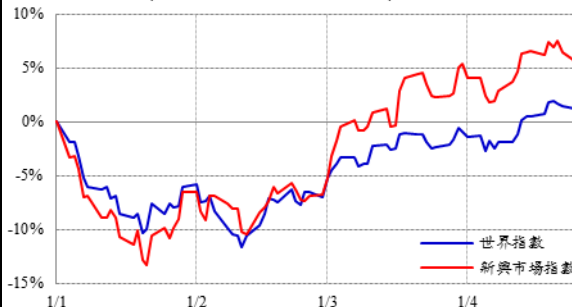
事實上，新興市場在首四個月顯著跑贏，以逾6%的升幅，遠勝僅升1%左右的成熟市場。歐、日股跌幅抵銷美、加股升幅，固然是其中一個因素；不過，從時間上看，其實當中有幾番轉折。

新年伊始全球股市下跌，但在美國加息預期下，新興市場仍然跑輸成熟市場，MSCI世界指數對新興市場指數比例呈高位波動。第一個轉折點是2月初（圖二紅圈），當時聯儲局副主席突然發放鴿派言論，表明跌市肯定會影響加息步伐，令市場憧憬聯儲局減慢加息，世界對新興比例隨即急跌。第二個轉折是2月底（圖二綠圈），G20會議前後，聯儲局明確轉鴿，美元急跌，新興市場升勢加速，結果世界對新興比例即時於2.10樓上見頂回落，一直跌至2.00關口之上。由此可見，年初至今新興市場的強勢主要由聯儲局轉軌所推動。炒作近兩年的強美息、強美元概念，似乎暫告一段落。

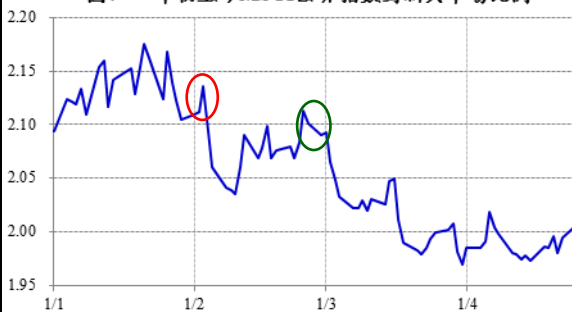
表一：年初至今環球主要股市表現

地區	股市指數	指數回報	匯率調整後回報
美洲	標普五百指數	2.3%	2.3%
	多倫多綜合指數	6.2%	16.6%
	聖保羅證交所指數	22.5%	37.67%
歐洲	歐盟績優五十指數	-4.5%	-0.5%
	富時一百指數	0.4%	-0.5%
	法蘭克福DAX指數	-4.2%	-0.2%
	巴黎CAC指數	-2.1%	+2.1%
亞太	日經平均指數	-9.2%	-2.0%
	恒生指數	-2.5%	-2.6%
	印度CNX輕巧指數	0.4%	0.1%
	韓國首爾綜合指數	2.8%	5.3%
	台灣加權指數	2.7%	4.3%
	新加坡海峽時報指數	-0.3%	4.8%
	雅加達指數綜合指數	5.5%	10.8%

圖一：年初至今MSCI世界與新興市場指數累積變幅



圖二：年初至今MSCI世界指數對新興市場比例



展望下半年央行政策將繼續主宰股市情緒，焦點是美國加息時間和歐、日加碼寬鬆力度，預期環球股市的波動性和地域分歧將會延續上半年的格局。

何文俊



【 四、利率篇 】

歐息持續低迷有理

歐洲央行上月議息後未有加大寬鬆力度，但總裁德拉吉卻明言利率將在一段較長時期內維持在當前或更低水平，並重申將在有必要時採取行動，使用所有的政策工具，確保非常低的通脹率不會變得根深柢固。

相信市場的話，德拉吉所言很大機會實現。表一所見，利率期貨市場反映今年底歐息仍有再跌空間，存款利率固然負完可以再負，主要再融資利率更有逾半機會於今年12月由零轉負。在歐央行準備6月開始購買企債的情況下，市場仍然預期年底需再度減息，變相對歐央行3月10日宣佈的加碼放水措施投下不信任票。

圖一所見，截至上月底的三個月期 EURIBOR 期貨引伸趨勢預示，歐元區利率可能要到今年尾才見底；即使明年3月買債計劃結束，但未來兩年歐息仍然極大機會留於-0.20厘附近，未能浮上水面。

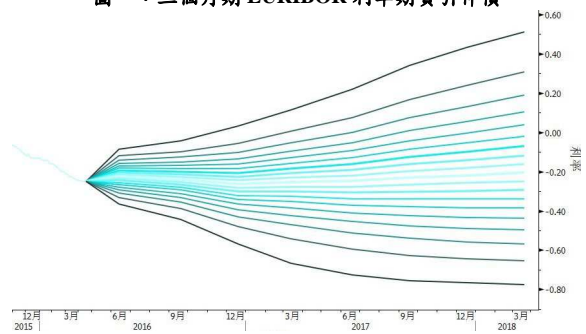
事實上，從歐洲央行最關注的通脹數據看，歐元區前景仍然不妙。由2014年6月推行負利率至今近兩年，整體通脹仍然於零水平苦苦掙扎；核心通脹雖然稍高，但也不過是2014年上半年的相若水平，歐央行當然不會收貨。

市場同樣不收貨。不論是五年通脹掉期，抑或是 SFC 五年通脹預測，均持續低迷，毫無反底回升跡象。看來市場的通脹預期偏低的確漸漸變得根深柢固。德拉吉明言不容許此事發生，意味進一步出招放水，僅時間問題。

表一：歐元區利率期貨所示今年減息機會

會議	存款利率		主要再融資利率	
	不變(%)	減息(%)	不變(%)	減息(%)
6月2日	87.3	12.7	81.5	18.5
7月21日	76.2	23.8	71.6	28.4
9月8日	64.8	35.2	61.0	39.0
10月20日	54.7	45.3	51.7	48.3
12月8日	51.2	48.8	48.5	51.5

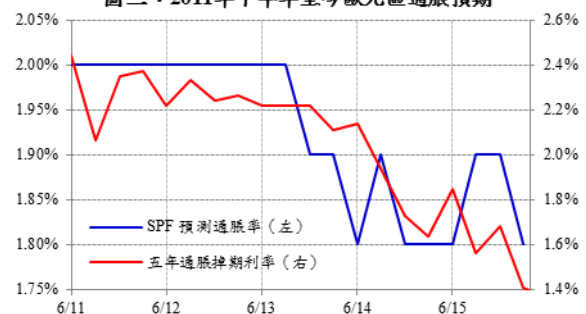
圖一：三個月期 EURIBOR 利率期貨引伸價



圖二：2011年下半年至今歐元區通脹



圖三：2011年下半年至今歐元區通脹預期



歐洲央行近年寬鬆力度強，日本央行望塵莫及，連聯儲局政策也有向其靠攏之勢，全球水龍頭絕非浪得虛名。

何文俊

【五、匯市篇】

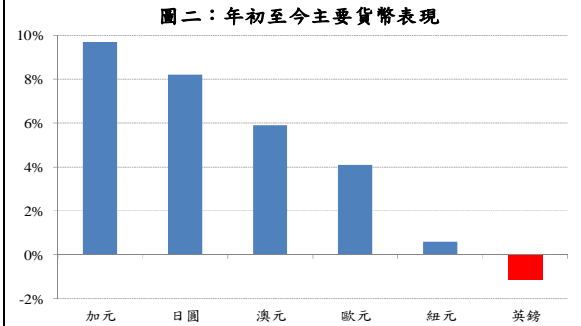
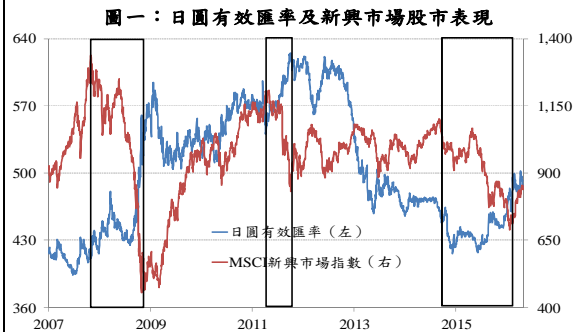
日圓需避險？ 紐兌日有得跌

今年不得不注意的當然是日圓強勢。日圓升跌是否一定跟避險有關？大家可能覺得未必。但要知道一件事，貨幣行大勢必有其因，例如澳元由2011年大跌至去年是因為減息，早年美元強勢是炒收水，還有歐元QE及加元與油價關係，可見貨幣行大浪必有其基本因素主宰。

至於日圓，圖一見到無論2008或2010至2011年的日圓強勢期間都出現環球危機如金融海嘯或歐債危機。由去年起的日圓強勢下，新興市場經濟亦一同回落。若情況持續，日圓確有再升之理。

由是觀之，今年日圓確是貨幣市場上的一大亮點。圖二見到一眾貨幣兌美元上，年初至今日圓表現最好，升近一成，即是買日圓直盤已有不少油水。不過，美國或於年中加息，到時美元將反覆，日圓直盤於第二季前景暫不明朗。

反之，筆者認為今季日圓於交叉盤上應有更好表現。玩交叉盤，當然買強而沽弱貨幣，圖三及圖四見到今年最弱是紐元及英鎊。但兩者中，筆者建議取前者棄後者，主因紐元仍於減息期上，而後者近月弱勢因炒英國於6月公投中有可能脫離歐盟。當然，萬一脫歐成事，英鎊將是無底深潭。但若果今次順利過渡，加上仍有加息預期下，英鎊隨時見底抽上。再者，圖四見到英鎊兌日圓已經穿軌而落多時，下跌空間已逐漸收窄。反之圖三紐元兌日圓已臨上升軌底部，只要紐西蘭減一減息，紐元隨時穿軌向下，到時紐元兌日圓便哀哉矣。



劉振業

## 【 六、商品篇 】

## 金銀比率看銀價大時代

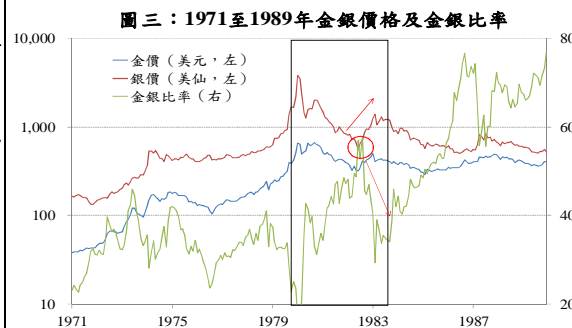
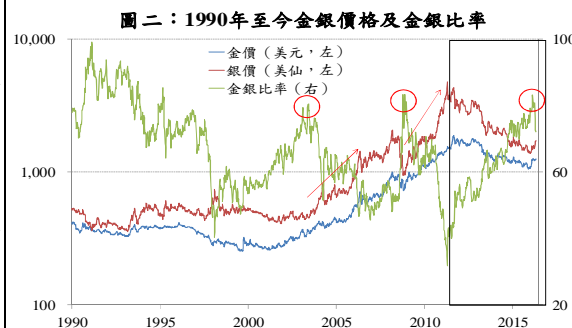
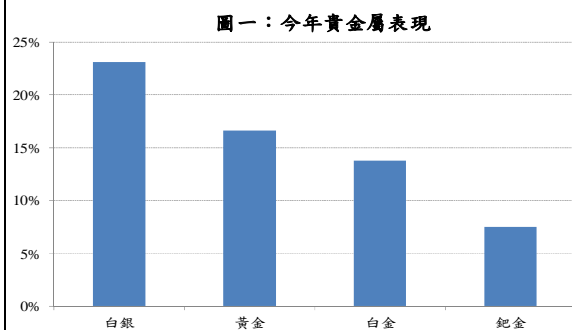
美元逐漸回落，商品似乎重拾久遺的升勢。金價強勢固然令人眼前一亮，但一眾貴金屬中，只有黃金獨強嗎？看看附表，年初至今，金價「只」升一成六，比起白銀升兩成三差了一截。

大家應該記得 2011 年金價炒上至 1,920 美元的前後時，銀價亦曾急速爆上至 48 美元後極速回落，過山車之旅令城中不少名人跌到一地眼鏡碎。白銀比黃金好玩之處就是波幅高，升得快亦跌得快。例如金價由 2011 年高位 1,921 美元跌至近年低位 1,046 美元計，跌幅四成五，但同期銀價大跌七成，實在瘋狂。

經過多年沉寂後，癩銀已經回來了嗎？有可能。看看圖一，現時金銀比率已升至近廿多年高位。雖然高處可以未算高，但萬一金銀比率回落，環觀 2003 及 2009 年銀價跑贏金價之餘，而且升勢都能維持一段時間。若然如此，今輪銀價確實有排行。

以圖論圖，筆者覺得 1982 年的金銀大反彈或更具參考價值，因為兩段時期金銀皆創出新高後而回落了一段長時間才反彈，剛巧當時金銀比率亦在高位回落而造就金銀反彈。留意一點，這段反彈期沒有圖一的反彈長度或勁度而只反彈了五個月後便再次回軟。較諸現時金銀價在去年 12 月及今年 1 月見底，今輪反彈期應至 5 至 6 月。

當然，金、銀價升得有多快及多遠有很多因素影響，例如美元是否回落或基本因素有否轉變。但筆者早已講過，因為耶倫實行



的是鴿派式加息（即加息同時唱淡經濟），美元或先出現顯著調整，故金銀價有其再彈的理由。由是觀之，當金銀比率見頂回落時，銀價會比金價行得更快。雖然難講銀價大時代是否已經回來，但短炒一下亦不為過也，起碼到 6 月聯儲局開會前，銀價仍有得炒，目標先看 20 美元。

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。