

交銀金融

2016年7月號 第97期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 不論內需或外需，港、美、歐三地均未如理想，前景不明
 - 二、樓市篇 • 公投前英樓已強弩之末，脫歐成真後股匯雙殺，更難厚望
 - 三、股市篇 • 脫歐後歐股跑輸英股，德、法、意金融股當災，前景堪憂
 - 四、利率篇 • 港息從來皆跟美國，兩地比較推算，港息或美電仍需追上
 - 五、匯市篇 • 在厭倦放水與避險氣氛籠罩下，日圓可升而新興貨幣仍弱
 - 六、商品篇 • 下半年環球市場仍動盪，資金仍避險，白銀比黃金更好炒
-

【一、經濟篇】

環球經濟前景極不明朗

2016上半年剛過，美國暫停加息、日本突推負利率、歐洲加碼寬鬆，在在反映全球經濟前景不明朗。究竟本港與外圍經濟具體表現如何？

圖一所見，貿易明顯是重災區。事實上，過去幾年港、美、歐三地出口增長均持續向下，由去年開始更同時步入收縮，反映全球貿易需求不振。雖然今年初似有反彈跡象，但幅度有限，難言觸底轉勢。

本地零售方面，香港表現繼續大回小漲，慘不忍睹，何時重上水面仍屬未知之數。美國情況稍好，也僅低位橫行；歐元區在央行全力放水下，零售銷售增長雖於前年由負轉正，但過去一年卻見後勁不繼，有回頭向下跡象。

內外需求不佳，也同時反映於供應面。從圖三的综合採購經理指數所見，三地走勢均不佳；本港固然早已陷入收縮，美國於過去兩年持續回落至收縮邊緣。歐元區亦不過在50至55間橫行，不上不落。

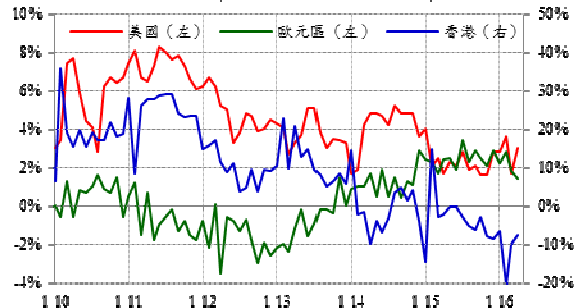
綜觀以上三組數據，可見不論內需或外需，港、美、歐三地均未如理想，前者尤甚。香港固然內外均差，美國同樣拾級而下，歐元區雖有央行量寬力挺，但不過半生不死；反映於實質經濟按年增長，同樣見港插水而美、歐增長明顯放緩而後向未明。

如此不明朗狀況，難怪聯儲局主席耶倫要問經濟增長「是否正在」反彈而不是「何時」反彈了。

圖一：2010年至今三地出口按年增長



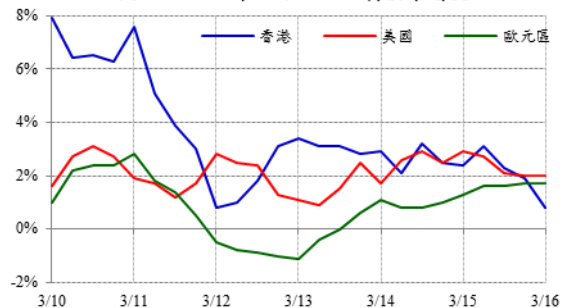
圖二：2010年至今三地零售銷售按年增長



圖三：2010年至今三地綜合採購經理指數



圖四：2010年至今三地經濟按年增長



何文俊

【二、樓市篇】

未脫先回 英國樓市難寄厚望

英國脫歐終於由炒作變成事實，公投結果一出，英國資產如鎊匯、英股即時墮崖式急跌。樓市作為當地另一個重要資產市場，雖然未見即時反應，但前景如何呢？

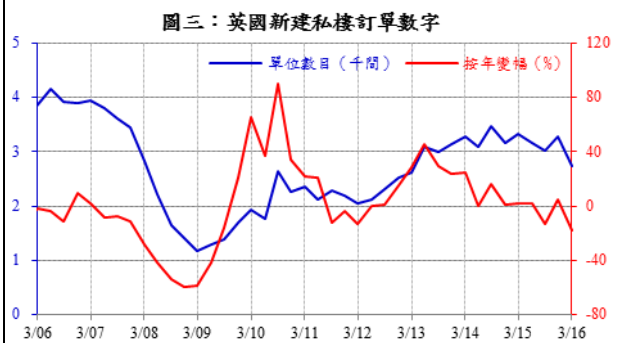
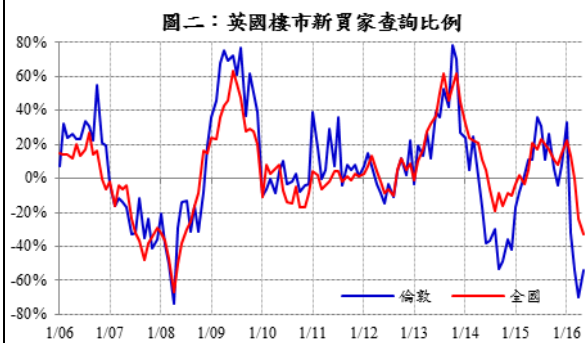
看市場前景，當然要先看市場參與者的預期。由英國皇家特許測量師學會編製的樓價平衡比例（業界申報樓價上升的比例減下跌的比例）和預期指數（業界對未來樓價的整體預期）在過去三年已造了完美雙頂，正俯衝向下，而後者更已跌破頸線，意味在脫歐公投前，行內人對當地樓市前景的看法已經轉壞。

除了行內人外，新買家對樓市前景亦明顯趨向審慎，因此向業界查詢的比例亦明顯向下，當中倫敦市的查詢比例更大幅急跌至2008年金融海嘯期的低位，意味市場氣氛已有回到危機時的跡象。

發展商看來亦有同感。作為領先指標的新建私樓訂單在2014年已經見頂，然後反覆向下；按年變幅更差，現水平已略為跌穿2012年歐債危機時的水平，出現收縮。

樓價指數方面，現水平雖仍處於歷史高位，但按年變幅亦早於兩年前見頂，過去一年僅維持低單位數增長，反映樓價升勢已大大轉弱。

由此可見，即使在舉行脫歐公投前，英國樓市驟見強弩之末跡象，市場預期更早已轉壞。現時脫歐成真，股、匯雙殺，AAA評級亦已撤去，當地樓市實難予厚望。



何文俊

【三、股市篇】

歐洲金融股前景堪憂

上篇看過英國脫歐後當地樓市的前景，本篇看看當地股市的前景如何。

直覺上，英國脫歐，吃虧似乎是英股多於歐股，但事實並非如此。年初至公投點票前，英股僅跌 2%，固然遠遠跑贏跌逾 7% 的歐股；即使到了點票結果公佈後歐股逾 8%，但英股卻僅跌 3% 左右，跌幅相對輕微，不但完全看不到英國脫歐後經濟將重陷衰退、國際金融中心地位不保的預期，反而隱現「歐洲有英國唔得」的景象。

這情況不難解釋。最近幾年，歐盟整體經濟本已甚差，歐元區更不在話下；英國經濟不論相對歐盟或歐元區而言，均屬較佳。歐洲央行主力放水，英倫銀行準備收水，兩者的政策分歧，恰恰說明了經濟體質之別。

仔細觀察點票日至今股市暴跌下各行業之表現，亦有所啟示。在富時一百指數中，輸家相當分散，既有地產發展商和金融機構，亦有航空公司和媒體，主要為個別「賺歐洲錢」的企業，但不見任何單一行業有出事的跡象。至於贏家方面，除了直接受惠於金價急升的礦業外，其他均為飲食服務、醫療藥品等與民生息息相關的企業，反映市場認為英國脫歐後，當地民生前景並不差。

歐股情況卻惡劣得多。歐盟 STOXX50 指數五十隻成份股固然無一上升，而十大下跌股份的平均跌幅雖不及英股，但清一色為金融地產股，且包含德、法、荷、意、西各歐盟大國的主要銀行，意味脫歐的是英國，但市場認為有危機的卻是歐洲金融股。

表一：6月23日至27日富時一百指數十大贏家

股類	升幅 (%)	股類	升幅 (%)
Randgold Resources	24.5	Glaxo SmithKline	4.1
Fresnillo	19.7	Unilever	3.9
AstraZeneca	5.8	Relx	3.8
Diageo	4.4	Compass Group	3.5
British American Tobacco	4.2	Mediclinic Shire	3.2

表一：6月23日至27日富時一百指數十大輸家

股類	跌幅 (%)	股類	跌幅 (%)
Travis Perkins	29.7	Easyjet	33.5
ITV	29.7	International Consolidated Airline	34.9
Legal & General Group	30.2	Persimmon	37.6
RBS Group	30.4	Barratt Developments	38.6
The Berkeley Group Holding	32.0	Taylor Wimpey	39.8

表一：6月23日至27日歐盟 STOXX50 指數十大贏家

股類	跌幅 (%)	股類	跌幅 (%)
Sanofi-Aventis	2.2	Danone	5.4
Unilever	4.0	ASML Holding	5.6
Anheuser-Busch InBev	4.0	Deutsche Telekom	5.7
Essilor International	4.4	Fresenius	5.9
L'Oreal	4.6	Bayer	6.6

表一：6月23日至27日歐盟 STOXX50 指數十大輸家

股類	跌幅 (%)	股類	跌幅 (%)
Compagnie de Saint-Gobain	18.7	AXA	23.7
Deutsche Bank	19.4	Assicurazioni Generali	23.8
ING Groep	21.6	Societe Generale	27.2
Banco Santander	21.9	Unicredit	30.0
BNP Paribas	22.6	Intesa Sanpaolo	31.4

這個版塊年初已出現一次洗倉，今回再洗。英國脫歐後歐洲金融股當災，前景堪憂。

何文俊

【四、利率篇】

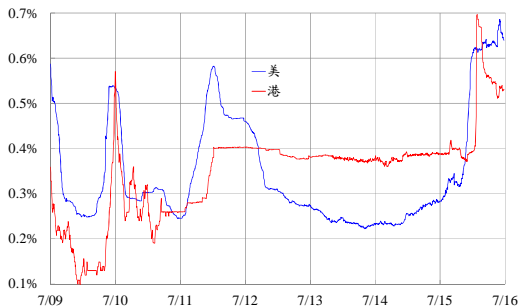
參照花旗 息電需起

英國脫歐之後，短暫的市場影響大致都應已反映。美國的加息進程固然肯定受阻，這對本港短檔期市場利率又有何影響呢？

市場常見一問，是美國加息香港跟否。習慣使然，在一些傳媒眼中就彷彿只有美國聯邦基金利率與本港最優惠利率（P）。然而實情是近年逾八成樓按是跟浮息而非 P。

圖一以三個月期銀行同業拆息計，可見海嘯後至今兩者走勢大致同向，縱有四年即 2012 至 2015 年間港息彷彿點穴似的不跟，但去年底美國首次加息，兩者還是同升的。如圖所見，兩者可有 1/8（約 0.1）厘出入，但大方向還是一致的，根本無所謂不跟。

圖一：美港三個月期拆息



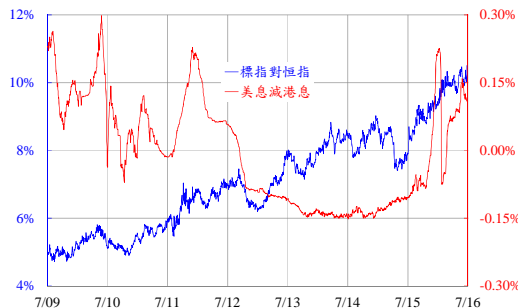
至於美國拆息，大致上也跟政策利率。圖二可見，美國政策利率在去年底上調 1/4 厘前後，市場利率大抵也升這個幅度，約由 0.40 厘升至 0.65 厘，那豈有不跟之理？

圖二：美國政策與市場利率



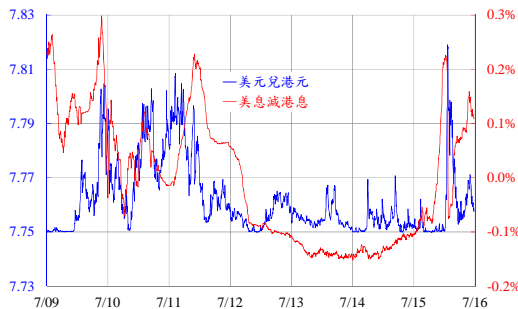
無論如何，美港市場利率亦總有差距。這差距又怎理解呢？直觀而言，第一個角度可能跟股市資金進出有關。圖三將美港股比即標指對恒指比例，與三個月期息差比較，可見兩者起碼自海嘯後至今無甚關係。由此推論，兩地股市相對表現並非取決於相對的資金鬆緊因素，而可能是相對經濟因素。

圖三：美港股比與息差



反之，以匯價解釋息差卻是無得輸的。圖四同示美電現貨價與美港息差，可見長線一致。不過，短期而言兩者略見分歧，一是息差太闊，不然則是電價太低。換句話說，一是港息需追上，如圖一所料約需升 1/8 厘，不然則美電需追上，圖四所料約三百點。

圖四：美港匯價與息差



不管是息上還是電價上，大概都是意味資金流走，不利本港市場。這就是利率上升的具體影響。然而，短期利率影響多短暫，屬資金因素，中長線各環節如樓價等表現，則還看實質經濟因素。

羅家聰

【五、匯市篇】

日圓有得升 新興幣避險

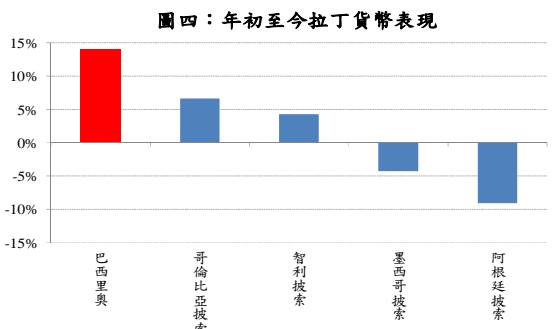
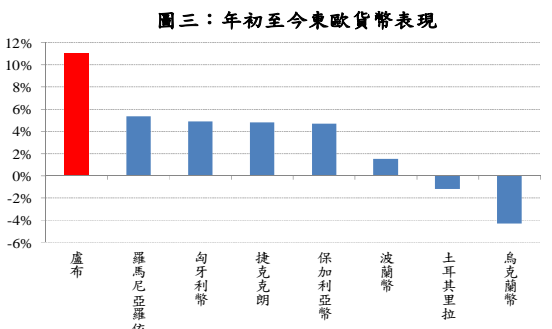
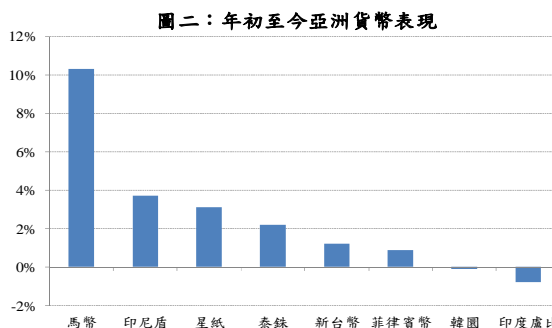
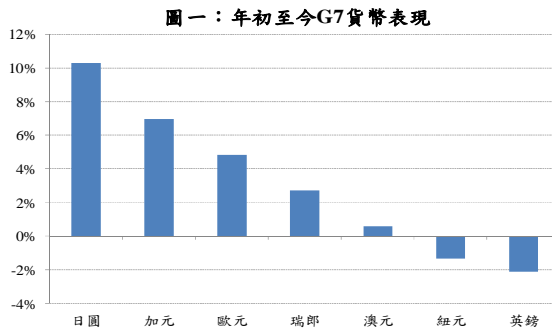
2016年過了一半，是時候做總結。英國雖脫歐，但市場反應未如想像中大，今年焦點可能仍在聯儲局加息上。斷估耶倫鴿老媽都暫不會加息。更何況，市場早已知道耶倫個性，年初至今美匯指數由近99水平跌至92，圖形上明顯見到下降通道。美元炒加息？反正我就不信了。

所以，圖一見到過半數的G7貨幣於頭半年都錄得升幅。大家留意一點，今年初又減息又放水的日圓及歐元表現相當不俗，位列第一及第二名，可見放水就一定跌、收水就一定升嗎？上半年已經給了答案。

無他，市場已經厭倦QE，即可能一眾貨幣已經對「放水」兩字免疫。但於日圓及歐元上，筆者傾向取前者，因為日圓持續受惠於避險資金流入。若下半年外圍經濟仍不明朗與及歐洲再生事端，日圓只會更強。至於歐元，息已減，水亦已放下，經濟開始穩定。在其他歐洲地方或有公投下，歐元宜先觀望。

至於新興市場貨幣方面，筆者在上月〈利率篇〉中講過亞洲央行的貨幣政策鷹、鴿皆有。所以，有些貨幣政策較強硬的可以秤先，可留意如馬幣及印尼盾。

最後不得不提俄羅斯盧布及巴西雷亞爾。上半年兩者氣勢很強，但要留意今年強勢的亦包括往年積弱已久的亞洲股市以至油價，這是否只是死貓彈仍是未知之數。在外圍經濟仍然下行下，今次可能只是死貓彈完再跌，新興市場貨幣仍要避之則吉。



劉振業

【六、商品篇】

商品行大勢 白銀值一博

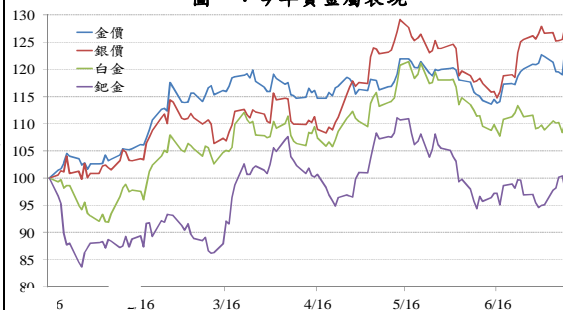
2016年過了一半，雖說上半年外圍經濟形勢不算好，但商品表現仍不俗。不過，踏入下半年，英國會否再舉行公投、歐盟與英國脫歐進程以至其他歐洲國家的退歐公投能否成事及蘇格蘭會否因此獨立公投等都會令環球市場動盪。若大家硬要買商品，那只建議買貴金屬。

何解是貴金屬？黃金能避險人人皆知，在其他貴金屬上，近幾年鈀金的表現都一枝獨秀，每每在股市大跌下都仍維持亮麗表現，主因鈀金被工業界看中其生產成本低於其他貴金屬，因而逐漸成為主要的生產原料。不過，今次筆者不是介紹黃金或鈀金，而是白銀。

先看看今年表現，圖一見到年初至今，銀價大升超過兩成半，稍優於金價，亦跑贏只升一成的白金以至錄得跌幅的鈀金。有炒銀的朋友都知，銀價波幅比金價更高更難炒。大家想想，銀價向來與金價同向，若今年歐洲再生事端、新興市場不穩、再至美國經濟下滑，到時資金應再避險，金價再升下，銀價不會不跟升嗎？

銀價今年有得炒，圖三見到，銀價已經升穿長期下降軌，有轉勢之象。但炒銀朋友亦需留意一點，銀價快上快落，若發現銀價升速遠快於金價的話，那很可能代表即將見頂。圖三及圖四見到，過往十年上，每次金或銀價出現一個大或小型頂部時，金銀比率都會出現不同程度回落，反映在最後階段的上升期中，銀價通常都強於金價。既然今年麻煩事眾多，除了黃金外，白銀亦可一博。

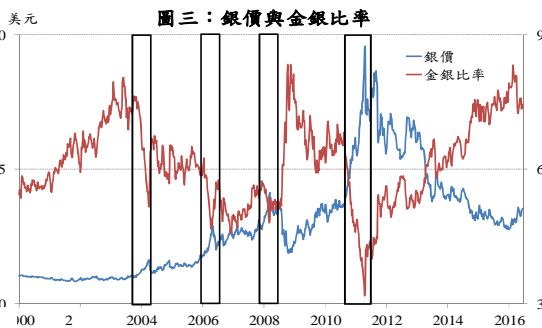
圖一：今年貴金屬表現



圖二：銀價走勢



圖三：銀價與金銀比率



圖四：金價與金銀比率



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。