

交銀金融

2016年8月號 第98期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、**經濟篇** • 觀乎歐元區四大國的滯後與領先指標，經濟前景大致穩定

 - 二、**樓市篇** • 聯儲局上半年停手兼放鴿，成功托起樓市，後市仍未可料

 - 三、**股市篇** • 第二季新興大幅跑贏成熟，且波幅較低，後市續升動力強

 - 四、**利率篇** • 英國經濟增長仍向上，通脹或反彈，英倫銀行真的要減息？

 - 五、**匯市篇** • 英國公投後令大市 risk on，歐元及英鎊的交叉盤應可反彈

 - 六、**商品篇** • 環球商品雖反彈，但經濟仍然不佳，揀選防守商品最穩陣
-

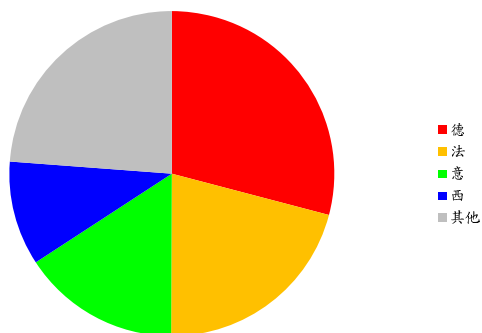
【一、經濟篇】

歐洲前景 大致穩定

在英國脫歐，法、德、土皆受恐襲後，據說近期資金從歐洲撤走，因市場擔心歐洲經濟即將衰退。驚還驚，數據怎樣說呢？

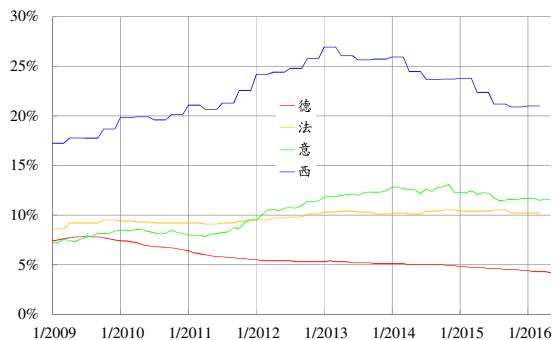
看歐元區，毋須看遍近廿國數據，因為如圖一所見，四大國（G4）的GDP已佔了逾四分之三，甚至單是德、法已佔了一半，故關鍵是德、法如何，其次包括意、西。

圖一：歐元區四大國GDP佔比



歐元區無疑早已復蘇，至於能否持續，則要看些滯後指標來判斷復蘇有幾確認，而失業率是大路指標之一。圖二所見，德國的失業率早已回落，近年更跌穿5%；西、意、法的水平較高，但自2013年亦陸續見頂。

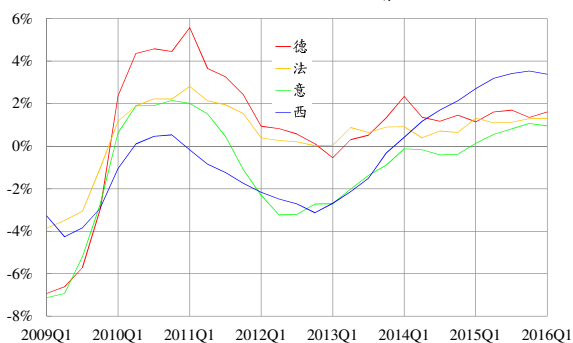
圖二：歐元區G4失業率



從跌勢所見，德、西是理想的，但法、意則在近年於一成以上水平停下來。按圖一比例，可說歐元區有三分之一的失業率改善得不錯，但亦有三分之一近年裹足不前。

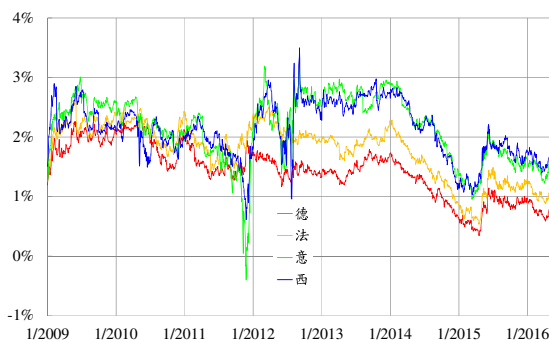
經濟增長又如何呢？從圖三所見，近期還是以德、西較佳，法、意則稍遜。不過，屬豬國陣營的意、西近年復蘇勢頭顯然好過德、法之非豬國。不只近期，其實早自海嘯至今，豬國經濟增長的升勢亦快過大國。

圖三：歐元區G4經濟增長



固然，現在還現在，未來還未來。圖四為能預示未來經濟前景的長短債息差。觀乎息差於2009/10年見頂而經濟增長於2010/11年見頂，可見息差領先經濟大概一年。2014年G4息差均大幅收窄，但效應理應於2015年見到。2015至今息差僅上落而無再收窄，意味今年G4經濟增長將穩定下來。

圖四：歐元區G4長短債息差



今文從滯後的失業率、同步指標GDP和領先指標長短息差，均見歐元區G4狀況穩定。連串政治事件無疑會擾亂市場秩序，但經濟影響則數據上見不到。

羅家聰

【二、樓市篇】

聯儲局忍手 美樓有睇頭

上期談過脫歐公投前後英國樓市的表現，結論是難寄厚望。隨著公投後市況回穩，市場焦點漸漸重新回到聯儲局加息上。美國樓市狀況又如何？是否有利加息呢？

從領先指標看，不論新屋動工或建築批則，均見由年初的波動中回穩過來，固然可能是兩者去年的大幅波動已預先反映加息的影響，但更重要的應是今年2月聯儲局官員表明因應市況不穩而暫停加息，其後領導層亦多番發表鴿派言論，令市場鬆一口氣，兩組領先指標因而拗腰再上，新屋動工更有衝頂之勢，反映發展商對後市回復信心。

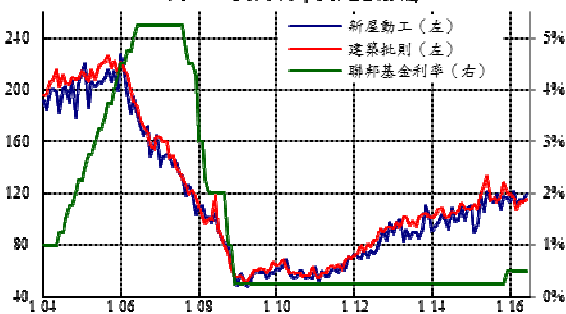
供應面如是，需求面亦然。佔市場成交逾八成的現樓銷售稍見升破2008年至今高位，去年底和今年初的兩次短期急跌似乎造就趁低吸納良機，反映買家情緒未見逆轉。

實際樓價方面，標普/Case-Shiller 樓價指數升勢未止，現距2006高位僅一成左右，而按年升幅自去年初見底後亦於5%上方橫行，未見再跌。

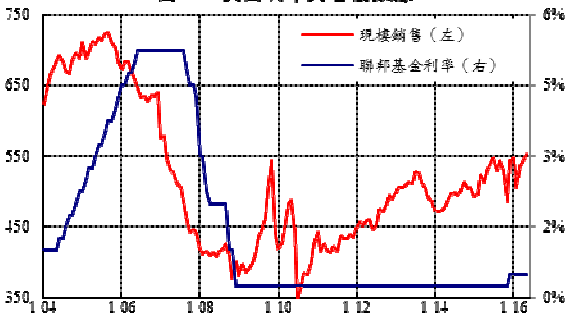
更重要的是，在樓價升至復蘇期高位的同時，美國人的購屋能力指數亦未有跌穿160，意味買家對樓價的負擔能力並無進一步減弱，是支持樓市穩步向上的一股動力。

由此推斷，聯儲局上半年停止加息並放鴿，的確對美國樓市起了積極作用，起碼市場情緒已變得穩定，買家的負擔能力亦大致維持。不過，若然聯儲局在未來數月重回加息軌道，樓市上落，仍未可料。

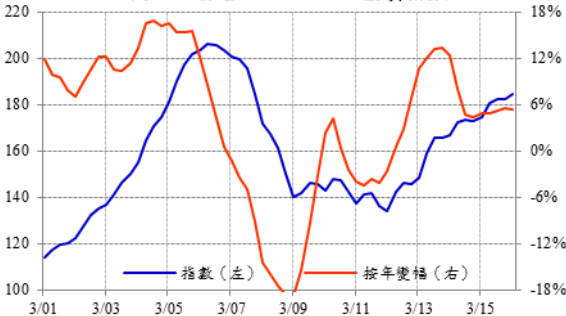
圖一：美國利率與建屋數據



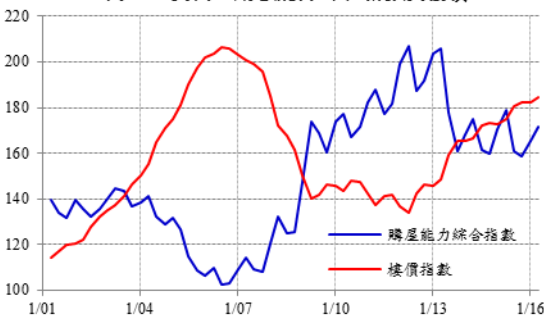
圖二：美國利率與售樓數據



圖三：標普 Case-Shiller 樓價指數



圖四：美國人購屋能力綜合指數與樓價



何文俊

【 三、股市篇 】

後市新興仍將跑贏成熟

2016年第二季全球股市波動，以高低波幅計，成熟市場約10%，新興市場約8.5%，前者罕有地高於後者。踏入7月市場大幅反彈，後市發展如何？

從技術看，代表成熟市場的MSCI世界指數近一個月雖急速反彈後，雖然略為突破頭肩底頸線，但未見持續急升，反而僅於頸線上爭持整固，顯示突破仍待確認。

相反，MSCI新興市場指數走勢顯然較佳，突破頸線後展現凌厲升勢，完全符合break and run之技術原則。另一方面，世界指數對新興市場比例亦見向下並突破頭肩頂頸線，反映新興市場後市動力確實較成熟市場為強。

從板塊表現看，亦見新興優於成熟。年初至今，世界指數僅升2%左右，而且在三個下跌板塊中，非必需消費品和金融均屬重要經濟範疇，反映成熟市場前景仍有隱憂。相反，新興市場指數升逾9%，不僅大幅跑贏成熟市場，而且所有板塊悉數上升，升勢十分全面。

表一：年初至今MSCI世界指數分類表現

股類	升幅	股類	升幅
能源	15.4%	工業	6.5%
原料	12.4%	資訊科技	2.7%
公用事業	11.2%	醫療保健	-0.4%
必需消費品	7.4%	非必需消費品	-1.8%
電信服務	7.1%	金融	-7.0%

觀乎新興股市持續受惠於歐、英政經前景未明及聯儲局加息嘆慢版，預料後市仍將跑贏成熟市場。

圖一：過去一年MSCI世界指數走勢



圖二：過去一年MSCI新興市場指數走勢



圖片來源：彭博

圖三：過去一年世界指數對新興市場指數比例



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

何文俊

【 四、利率篇 】

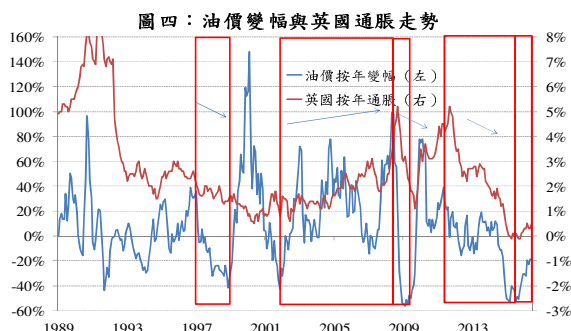
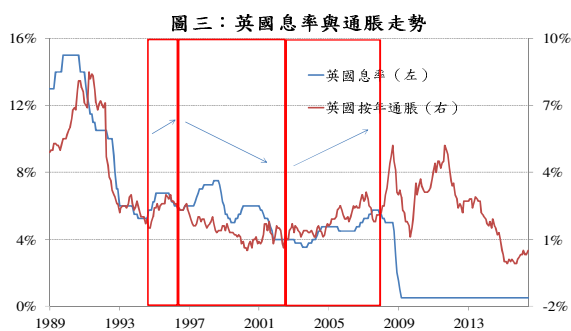
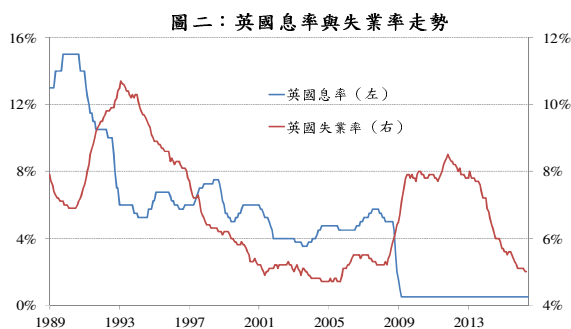
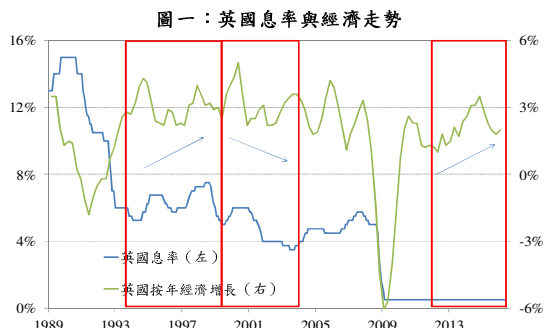
英央行減息？暫難下定論

大家都話英倫銀行8月會減息，但真的會嗎？首先，英國於6月底只是公投通過脫歐，但尚未啟動程序。數數手指，由公投到落實脫歐是以年計的。若說現在要預先減息放水以防脫歐後經濟下滑，即現時放水預備最少一至兩年後才發生的事情，未免太誇張吧。

一、兩年後經濟難估，那不如看看現時經濟環境是否應該減息，將按年經濟增長對比息口，圖一見到，廿多年來，央行息口加減大都與經濟增長同上同落。如是者，2010年至今整體經濟增長仍在上行，英倫銀行會貿然減息嗎？

另外再看看聯儲局用來判斷息口走向的失業率及通脹。圖二見到英國失業率似乎與息率走勢沒多大關係。但通脹就不同，圖三見到近廿多年來，息率升跌與通脹週期接近，大部分時間同上同落。而近年在通脹持續走低下，英倫銀行把息口維持在低水平亦合乎道理。但問題是，是否需要進一步減息呢？圖四見到，油價按年變幅與英國按年通脹走勢算是吻合，當中由2000年至今更常出現同向情況。故現在問題是，油價是否已經脫離最低點？若油價由廿多元回升的話，通脹亦會由低位抽上，到時英倫銀行仍要減息嗎？不大可能。

如是者，筆者認為英倫銀行於8月減息的機會應不大。就算減，都不會是減息週期開始。繼經濟外再看資金流，以股市為例，現時英國富時一百指數已經升穿公投前高位6,400點。計計升幅，現時6,800點距離



公投前高位已升凸半成，比起公投後低位5,800點更彈近兩成。資金撤離英國？起碼股市並不如此。英國經濟真的很差嗎？不盡是也。

劉振業

【五、匯市篇】

直盤待觀望 英鎊交叉有運行

人人唱減息，豈料英倫銀行就是不減。雖然央行聲稱8月會放水，但筆者認為機會只是參半，因為就算多等一個月，經濟亦不會有大分別，而且市況暫時平穩，脫歐的負面影響不明顯下，英倫銀行再等等才放水亦可。由是觀之，英鎊直盤表現應不太弱。

不過，比起直盤，交叉盤應會更穩陣。首先，7月間商品貨幣較強勢主因是環球資產皆risk on，資金遠離歐洲有利商品大國表現。但今年稍後時間仍會這樣嗎？未必。環球經濟下行壓力大，大市隨時掉頭回落，到時商品貨幣沽壓大增。更何況利率期貨市場顯示8月澳、紐兩央行的減息機會超過一半下，再追商品貨幣的風險大增。如是者，踏入8月，只要英倫銀行按兵不動，到時英鎊及歐元兌商品貨幣的交叉盤將掉頭回升。

除了圖一歐元兌澳元外，圖二至圖四皆見歐洲貨幣兌商品貨幣於週線圖已見極度超賣，當中以英鎊兌紐元尤甚。若上文分析在8月如願發生，一眾交叉盤有望強力反彈。圖一的歐元兌澳元因未有超賣，反彈力較弱，目標1.50，歐元兌紐元先看15週平均線1.59。相比歐元的交叉盤，英鎊因先前直盤跌勢過急，現時應迎來較強反彈，故英鎊兌澳元及兌紐元的彈力應更強。

相比圖三英鎊兌澳元，圖四見到今年英鎊兌紐元的跌勢比2015年急。若以跌得急、彈得愈急的原理，英鎊兌紐元的反彈力應最強，量度升幅可至1.95至1.98，英鎊兌澳元則至1.85左右。

圖一：歐元兌澳元



圖二：歐元兌紐元 (EUR/NZD) 週線圖。顯示從2012年到2016年的匯率走勢。圖中包含一條紅色的趨勢線，顯示匯率在2015年達到高點後開始回落。右側Y軸標度為1.4000至1.9000。圖中標註了當前匯率為1.5550，以及一個目標位1.59。



圖三：英鎊兌澳元 (GBP/AUD) 週線圖。顯示從2012年到2016年的匯率走勢。圖中包含一條紅色的趨勢線，顯示匯率在2015年達到高點後開始回落。右側Y軸標度為1.4000至2.3000。圖中標註了當前匯率為1.8748，以及一個目標位1.85。



圖四：英鎊兌紐元 (GBP/NZD) 週線圖。顯示從2012年到2016年的匯率走勢。圖中包含一條紅色的趨勢線，顯示匯率在2015年達到高點後開始回落。右側Y軸標度為1.8000至2.6000。圖中標註了當前匯率為2.0096，以及一個目標位2.1553。



鳴謝：彭博

劉振業

【 六、商品篇 】

大市雖強勢 防守商品有運行

大市似乎又想再衝過，商品仍在高位。不過，今年下半年環球市場前景仍不明朗，當中美國經濟增長或會慢下來，加上新興市場經濟仍在低位運行，就算要博商品再上都要量力而為。

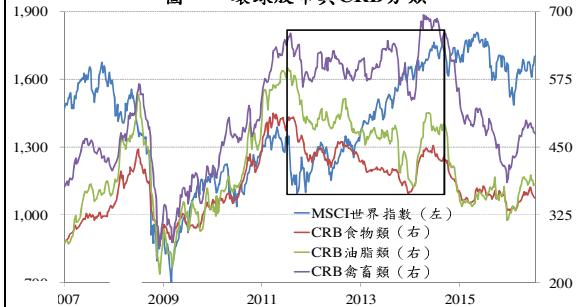
先看看近年不同類別的商品表現，總體上，商品未有因股市走強而向上，反因美元走強而下跌。再細看部分商品如食物、油脂與禽畜上，在油價於2014年大跌之前（由2012年底至2014年中），上述三類商品都持續向下（見圖一）。反之，原材料及金屬類在這段表現異常平穩，與股市走勢較吻合，但與圖一的三類商品弱勢大相徑庭。

食物、油脂與禽畜類在2012至2014年的調整，似乎與圖三的金價弱勢相符。在這兩年間，金價曾由高位1,800美元急跌至1,200美元，與大部分商品同時走弱。

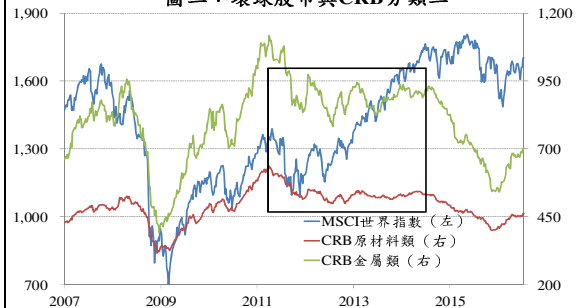
然而，再看看圖四，在2012至2014年間油價於高位整固並與股市及圖二的原材料及金屬類算是吻合，略略見到就算近年商品弱勢，但亦不是每類商品都一同下跌。

如是者，由於原材料及金屬類與石油皆屬於與經濟週期相關的商品，走向應會較一致。筆者估計油價經過去年及今年初的大跌後，今年下半年應會喘定。在油價下跌空間有限下，原材料及金屬類的回落幅度亦應有限。雖然現時商品價格仍然強勢，但萬一美元再度轉強，到時商品可能再跌過。不過，由於油價或已跌定，與之相關的原材料及金屬類或在下半年有較強防守力。

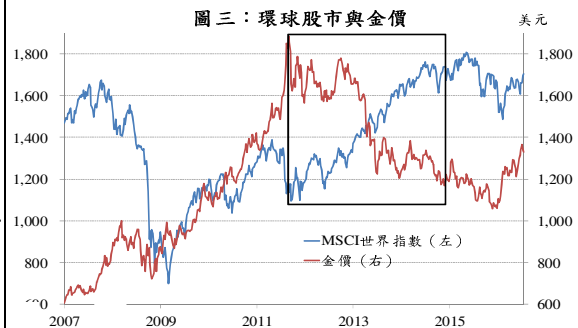
圖一：環球股市與CRB分類一



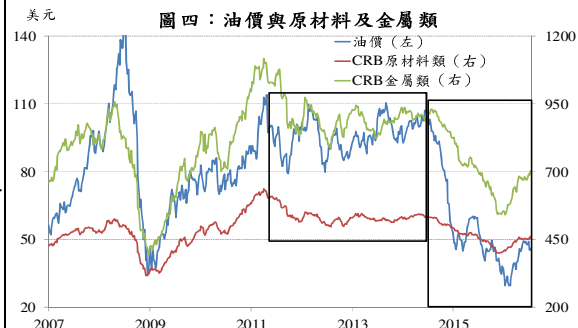
圖二：環球股市與CRB分類二



圖三：環球股市與金價



圖四：油價與原材料及金屬類



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。