

# 交銀金融

2016年9月號 第99期  
逢月初發行

環球金融市場部

- 
- 一、**經濟篇** • 四大央行皆曾或正在量寬，但四地的經濟效果卻甚為參差

---

  - 二、**樓市篇** • 加息如何影響美國樓市？樓價、成交分別受不同息率影響

---

  - 三、**股市篇** • 現時新興市場股市有點似2009年？歐洲股市似乎更具看頭

---

  - 四、**利率篇** • 若聯儲局在年內加息，港息也要作調整才能避免資金外流

---

  - 五、**匯市篇** • 大市靜候美國加息，投資者轉向南半球貨幣作短暫避風港

---

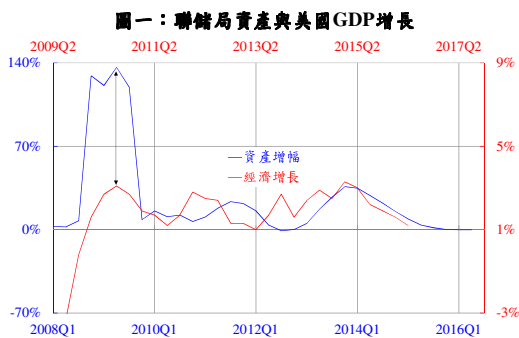
  - 六、**商品篇** • 油價有望穿頂而上嗎？在歐、美經濟增長放緩下，難矣！
-

【一、經濟篇】

四大央行皆量寬 經濟效果僅參半

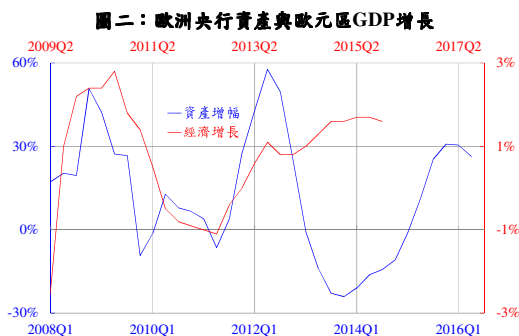
四大央行都曾經量寬，大冧市時做過，近年股市表現不俗也做。係又做唔係又做，究竟量寬是否真的有用？看看四大情況。

先看美國。量寬規模大概由央行資產所反映，圖一顯示了聯儲局資產（季度平均）按年增幅與實質經濟增長的關係。貨幣政策一般需時見效，在美國的情況大概是五季，即由資產增長到經濟增長有約五季時差。

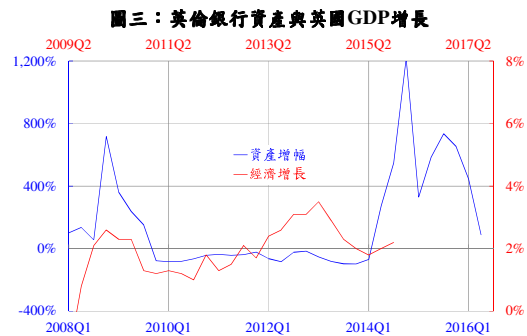


如圖所見，隨着資產增長減慢，美國的經濟增長亦滯後對應放緩，趨向1%水平。鑒於儲局未縮表，美國衰退壓力應不大。

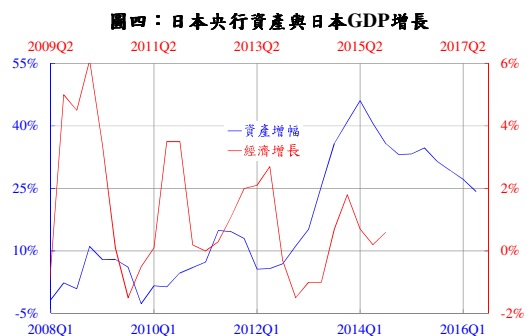
在美國，央行資產與經濟增長關係十分清晰，但在其他地方又如何呢？圖二換上了歐元區的情況，以同樣五季時差計算，早年央行資產與經濟增長見關係的，不過近兩、三年來，央行資產曾一度按年縮水，但經濟卻仍加快增長，看來央行根本毋須量寬。



鄰近的英國如何？圖三所見，英倫銀行去年初曾大增資產，按年增幅為四大之冠，較美國在海嘯時遠遠過之。不過一年之後，經濟增長並無對應反應，數字僅稍稍改善。由於近月資產基數已高，不易再現大增長。這對未來經濟增長的刺激自然變得有限。



餘下的四大是日本。日本是量寬始祖，但圖四見到海嘯至今僅2013年再現大手。雖然資產增長趨向上，但經濟增長仍趨落，可見量寬縱可稍為帶起經濟，但趨勢很可能仍受其他長線因素主導，貨幣政策無用。



四大情況所見，歐元區縱不做量寬也見經濟向好，但英日兩國則做了亦未如理想。僅美國經濟增長跟量寬規模有緊貼關係。

這再一次印證在零息之下確墮流動性陷阱，即使幣量強行大增但效果因人而異，時有時無。經濟後向到底還看基本因素。

羅家聰

【二、樓市篇】

**加息預期損樓價 按息決定售多寡**

美國經濟話題離不開加息，對美國樓市（樓價、銷售）有何影響？今文分析一下。

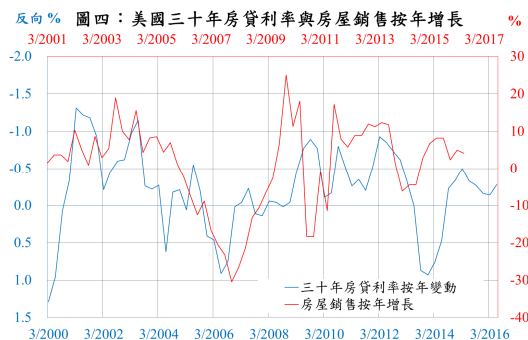
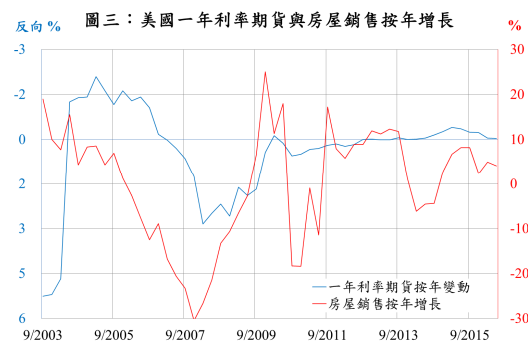
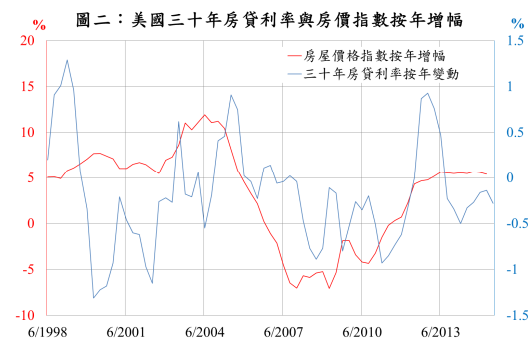
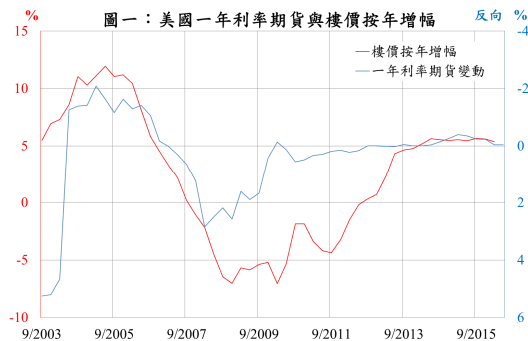
分析加息對樓市的影響，不應該用政策利率本身，因早在吹風加息時實際融資成本——市場利率已在上升。故看加息的影響，須取反映加息預期的數據：利率期貨。今文取一年期期貨，與直截了當的卅年按息。

圖一所見，樓價按年升幅與美國一年期利率期貨引伸利率按年變動成反比，但明顯地兩者增長自 2013 年初才相對穩定下來。圖二所見，樓價升幅與按息變動走勢類近但只有在 2004 年至 2009 年較為明顯。對比兩圖，樓價走勢似與一年利率期貨走勢，較與三十年按息吻合。

售樓方面，從圖三可見一年期利率期貨與銷售走勢在金融海嘯後雖有關係，但驟看不高。反而圖四顯示，按息與售樓關係較好——按息變動與售樓變幅反比，關係密切，而更值得注意的是兩者走勢有一年時差。

換言之，加按息後大約一年，售樓升幅將會放緩。然而，近年按息已見跌幅收窄，未來更有機會因加息而轉跌為升，因此預計目前本已升幅不高（單位幅度）的售樓數字將進一步放緩，甚至在持續加息後出現按年收縮。

總括而言，在美國，樓價後向宜參考反映政策、較短期的利率期貨，但成交數字則較取決於反映經濟前景的卅年期長息。



袁沛儀

## 【三、股市篇】

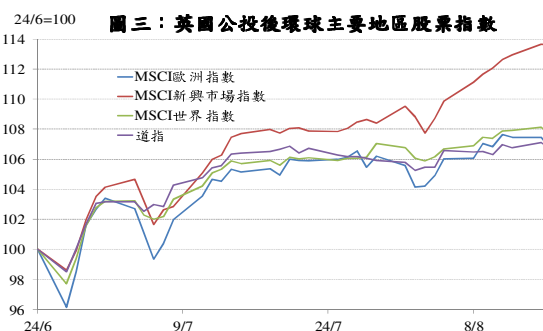
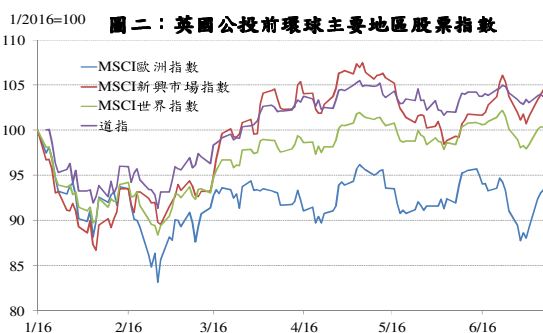
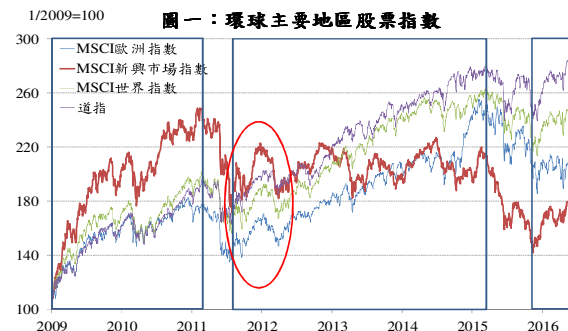
## 資金重投新興？暫仍難下定論

資金重投新興市場，大家都莫名興奮。看看近年表現，新興市場最備受矚目的要數到2009年金融海嘯完結後的大升市，圖一見到，2009至2011年歐債危機發生前的頂部，新興市場股市一直跑贏其他地區。可是，其後至2015年中，資金由新興轉戰發達國家，歐美股市向上而新興轉弱。

然而，踏入2016年，圖二見到，新興市場再現強勢，雖然美股仍然偏強，但歐洲股市似乎被投資者離棄而轉往新興市場，當中6月英國公投後至今仍然一枝獨秀。

由此可見，自金融海嘯後全球資金每隔幾年就會轉換一次主題，而今年就似乎由發達國家再次轉至新興市場。的而且確，以P/E計，歐美比部分新興市場為高，這或導致有些資金由歐美轉至新興。但近來坊間有分析指今輪資金再次轉到新興地區的情況與2009年相似，筆者卻不敢同意。最重要原因是，當時美國經濟差不多被金融海嘯摧毀，資金來投新興市場絕不出奇。現時呢？美國經濟正值高峰，反而新興經濟正在下滑，這在今年差不多所有主要亞洲央行都減息已經可以證實。那新興股市何解會升呢？

最簡單解釋是市場喜歡炒放水。今年以來，發達國家的放水意願不算大，踏入下半年更加明顯。反之，新興市場息口愈減愈有，當中亞洲央行更為明顯。起初新興股市可能只是技術反彈，但在新興市場如亞洲愈趨減息下，放水就當好消息炒，新興股市飛升。



簡單而言，現時市場似乎把壞消息當好消息炒，把放水當成升市藉口。往年已經見到，基本經濟形勢不佳，升市難以維持。

圖三見到自英國公投至今，新興市場固然強，但歐洲股市表現卻令人驚喜，未有跑輸其他股市。雖然歐洲股市P/E普遍不低，但論經濟增長，近年歐元區經濟增長持續上行，可見歐洲經濟表現尚算不俗。總括而言，當現時市場又一窩蜂高唱新興市場下，又是時候提醒下大家新興市場前景不是如想像中好。炒新興股市，小心。 劉振業

【四、利率篇】

美國加息港不跟？ 聯匯之下無可能

近日美國加息氣氛轉濃厚，而美元和港元一直實行匯率掛鈎制度，究竟它會如何影響香港市場利率？

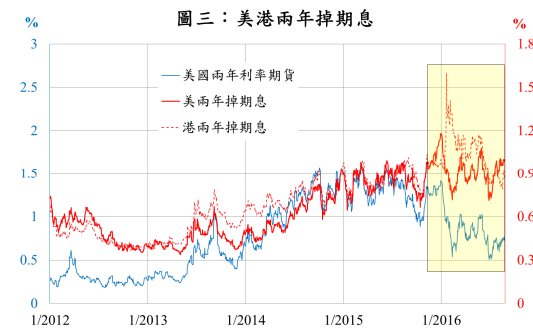
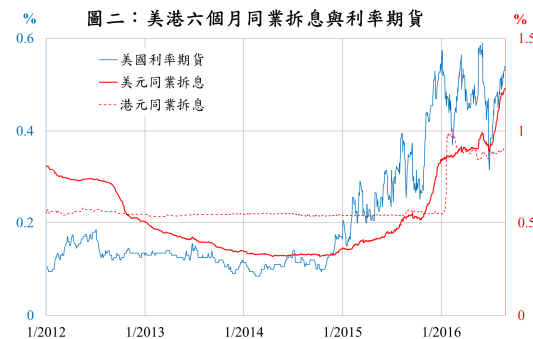
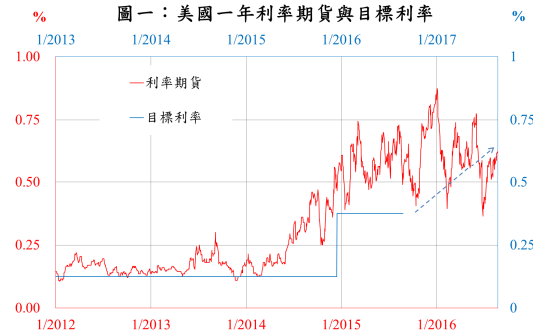
論加息預期，利率期貨一般能反映政策利率變動。從圖一可見，兩者時間差約一年，因此顯示預計年內加息可能性頗高。若然美國加息，會導致資金流出港元資產，港元拆息很有可能隨之上升。

接著看對短息的影响。從圖二所見，港息在過往一直跟隨美息走勢，在美國 2015 年加息的一次最為明顯，因此料港息在短期內有上升空間。

再看長期息率，圖三所見，同樣地美港兩年掉期利率走勢與美國利率期貨走勢也非常貼近，但兩者明顯地在加息後的幅度有所增加（標黃部分），由此可見息口變動對港或美的掉期息影響不及利率期貨。

另外，值得注意的是美港息差。從圖四可見，自從 2012 年底起，無論是美港六個月或是十二個月同業拆息差都出現明顯折讓，後者更較為明顯。這是由於美國數度推出量寬，導致美元拆息連續數年低於港元拆息。

然而，美國在 2015 年 12 月加息開始，但香港並無跟隨，使息差突然反彈（標黃部分）。料若美國在年內加息，港息也跟隨才能進一步收窄息差，以免資金流走。



袁沛儀



## 【五、匯市篇】

**大市寂靜 南半球有動靜**

踏入9月，市場繼續炒美國加息消息，預期有回升跡象，在聯儲局沒有明確提出時間點前匯市少不免比較觀望，各幣顯得步步為營，料頻頻出現膠著情況。

其中英鎊較為明顯。從圖一所見該匯率RSI一直貼近50一段時間，英鎊毫無明確強弱方向，但料受近季英國經濟數據支持，英鎊有望在短期見1.33。

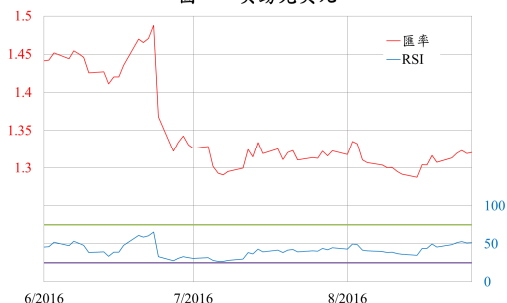
其實美國加息預期已經在市場上炒了一段長時間，料目前價格已經反映大部分預期，即使美國在年內加息，美元走強幅度有限。在這前提下，技術上，RSI顯示歐元偏強，從圖二可見，料歐元在未來一個月持續在上升通道230點內行走。

亞洲貨幣方面，受美元影響，圖三可見日圓轉強一段時間後也明顯停滯不前，料市場擔心一旦大幅跌穿100心理關口（尖嘴部分），政府便會干預市場，因此在沒有特別外圍消息刺激下，日圓繼續在100水平上落。

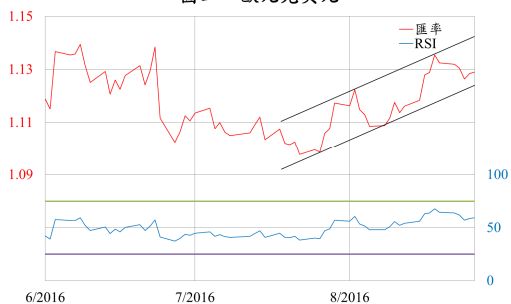
歐美地區前景不明朗下，投資者顯然轉向南半球作為短暫避風港。尤其是紐西蘭，貨幣政策和政治上相對較穩定，因此澳元和紐元一直高企。在這情況下值得留意澳元兌紐元的走勢。

紐西蘭儲備銀行近日表明不急於進一步減息，料紐元繼續受外匯市場歡迎，圖四顯所見澳元兌紐元RSI貼近25水平，估計會相對偏弱並持續目前下行通道，見1.03。

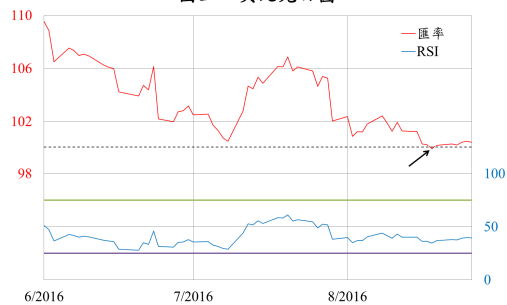
圖一：英鎊兌美元



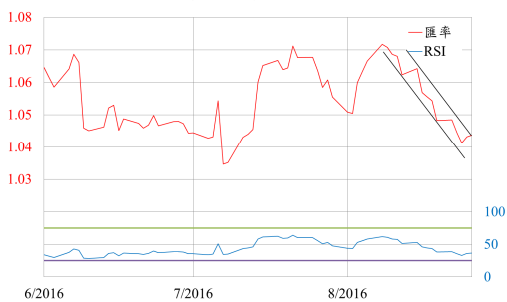
圖二：歐元兌美元



圖三：美元兌日圓



圖四：澳元兌紐元



袁沛儀

【 六、商品篇 】

歐美經濟下滑 原油需求有跌無升

油價在 40 至 50 美元浮沉，在新興市場前景模糊下，大家都話油價未來不會大升。也許這個講法是對的，但圖一見到，以地區計，2015 年單是北美及歐洲兩大地區已佔全球需求近半。所以當大家只留意新興市場對原油的需求下，也要留意發達國家的經濟前景。

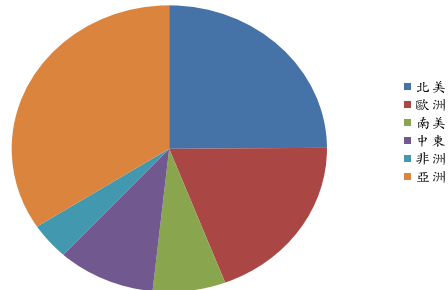
圖二顯示全球不同地區由 2008 年金融海嘯至去年底的原油需求增長，圖中見到除了歐美外，其他新興地區的原油需求都持續向上。大家可能會想：若果連美國及歐洲的需求都見底向上，那將會刺激總體原油需求增長，到時油價有望再上。

不過，筆者早已言美國經濟增長已反覆向下，就業市場增長亦已見頂，未來經濟前景未算太樂觀。圖三見到，由 2008 年至今，美國按年經濟增長與美國原油需求的按年增長走勢頗為同向。美國經濟增長由 2013 年起逐步走上，其原油需求增長亦步亦趨。然而，去年開始美國經濟增長似乎已經見頂回落。若果趨勢持續，大家便可預計未來美國的原油需求應該是不升反跌。

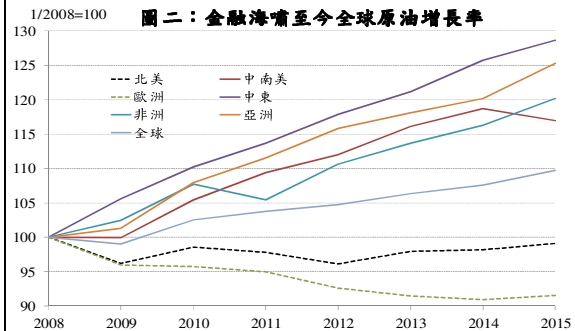
同樣地，歐洲與美國亦同樣正經歷類似情況，即過去幾年經濟增長向上，但近年開始放緩，由此可以預計歐洲對原油的需求亦不會出現急速增長。

總括而言，在歐美對原油需求可能不升反跌下，加上新興市場經濟前景模糊，油價似乎都易跌難升。

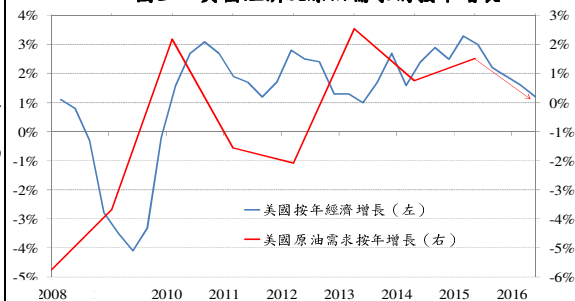
圖一：全球地區對原油需求之佔比



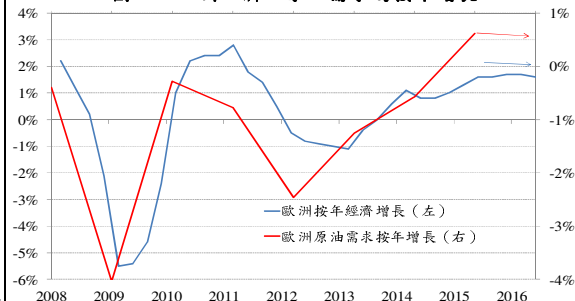
圖二：金融海嘯至今全球原油增長率



圖三：美國經濟及原油需求的按年增長



圖四：歐洲經濟及原油需求的按年增長



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。