

交銀金融

2015 年 1 月號 第 79 期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、**經濟篇** • 歐央行連番下調經濟及通脹展望，油價走勢預視需再下調

 - 二、**樓市篇** • 英國樓市隱見後勁略有不繼，掉頭跡象初現，今年不明朗

 - 三、**股市篇** • 恒指、國指走勢分道揚鑣，前者反映外圍，後者緊隨內地

 - 四、**利率篇** • 儲局官員預測揭示明年 6 月始加機會最大，港 P 暫不跟隨

 - 五、**匯市篇** • 美元向上突破，放水貨幣大件事，加元將受油價去向主導

 - 六、**商品篇** • 美國加息或令商品跌勢喘穩，油價回升將可利好通脹向上
-

【一、經濟篇】

歐洲經濟展望 還看油價

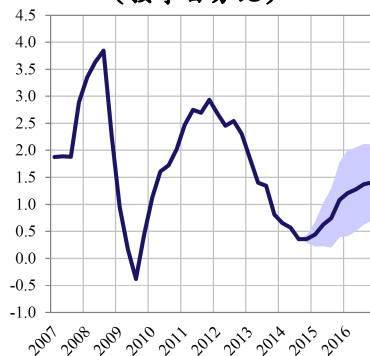
轉眼間已到 2015 年。從經濟數據之差及央行出手之重看，歐洲絕對是今年的焦點。新一年全球經濟展望，是歐洲開始；新一年歐洲經濟展望，由歐洲央行開始。

歐洲央行研究人員認為區內之緩慢經濟增長將於今年延續，但基於減息、負利率、TLTRO 及量寬多措並舉，效果應該於稍後逐步浮現，因此對今、明兩年的經濟展望分別為 1.0% 及 1.5%。通脹展望方面，研究人員同樣認為短期持續弱勢，今年或只能達致 0.7% 水平，要到明年才能重上 1.3% 水平，主要推動力為產出缺口逐步收窄、外部價格壓力上升以及歐元貶值。

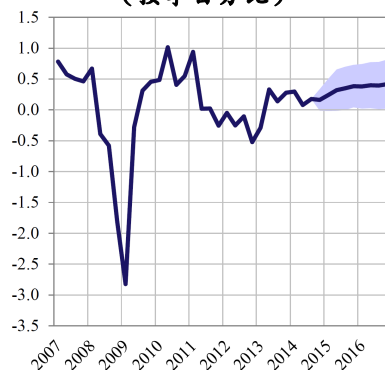
驟眼看，歐洲央行對今年的展望不是太差，雖然經濟增長及通脹水平僅達 1.0% 及 0.7%，至少避開「雙縮」的命運。不過，研究人士其實早於去年 9 月已做個一次展望，結果在兩個月後再做時，竟然需對 9 月時的展望調低逾 0.5%，當中對區內投資及出口增長更大幅低逾 1%，反映去年第三季末、第四季初形勢之惡化，遠超研究人員估計，因此匆匆大幅下調展望。

更重要的是，研究人員製訂最新展望的數據截止日期為去年 11 月 13 日，當時他們按照布蘭特期油的走勢，假設油價在今年跌至 85.6 美元，然後在明年反彈至 88.5 美元。到了 12 月 2 日，他們因應市況進一步將今、明兩年的油價展望分別下調至 73.2 美元及 78.1 美元，這令今年區內通脹展望下調 0.4% 及經濟增長展望上調 1%。

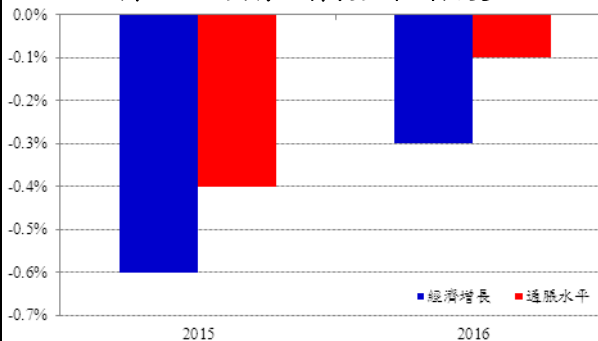
圖一：今明兩年歐元區經濟增長展望（按季百分比）



圖二：今明兩年歐元區通貨膨脹展望（按季百分比）



圖三：歐央行經濟展望下調幅度



執筆時，布蘭特期油已進一步跌至 63 美元，較 12 月初下調展望時再跌逾一成。從目前供需情況看，預期油價難作強勢反彈，僅能低位徘徊，歐央行勢必要第三度下調展望。

何文俊

【二、樓市篇】

今年英樓不明朗

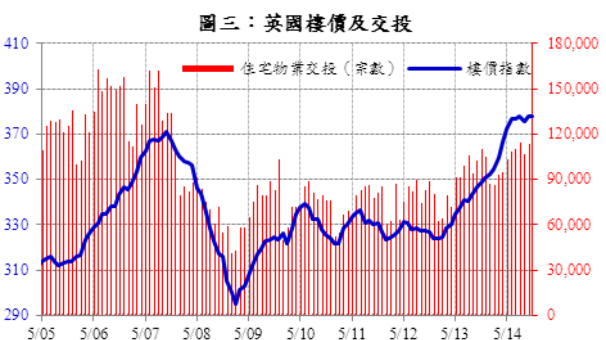
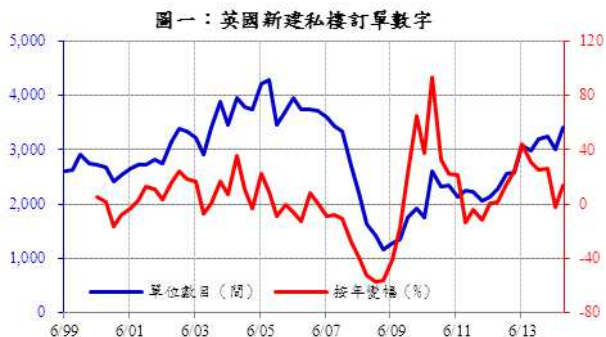
踏入2015年，在主要先進國中，屬行量寬政策的主要為歐洲和日本；政策收緊的，則看美國及英國。前者今年加息呼聲甚高，後者跟隨機會亦大，而且其樓市泡沫比前者更為明顯。

英國樓市最新狀況如何？先看領先指標。新建私樓訂單及私人發展商動工分別自2012年第二季及2013年第一季起開始抽升，兩者近月續創金融海嘯後高位，後者有見頂回落跡象；兩者的按年變幅則同於去年見頂且回落甚速，反映私人發展商對樓市前景轉趨審慎，動工計劃似受加息預期及今年中英倫銀行收緊按揭貸款所影響。

實際樓價表現仍佳，指數近月持續於歷史高位徘徊，拒絕下跌。樓市銷情同樣熾熱，近月全國住宅樓宇交易宗數已略為突破去年2008年至今的高位。不過，與2005年樓市起步時比較，目前顯然是價高量低，成交能否支持樓價進一步破頂，不無疑問。

另外，英國皇家特許測量師學會的售樓指標近一季回落甚速，最新錄得的三個月平均售樓數字為每個會員19.5間，已回到2013年第三季水平，反映樓市交投有降溫跡象。

去年7月，本篇首次追蹤英國樓市，發現當時正回到金融海嘯前。事隔半年，卻隱見市況後勁略有不繼，掉頭跡象初現。同時，英國通脹急跌至百分之一，預期加息時間亦由今年第一季大幅延後至第三季，進一步顯示樓市不穩之象，加上今年為英國大選年，政局或有轉折，投資者宜密切留意。



何文俊

【 三、股市篇 】

恒指、國指分道揚鑣之謎

去年第四季港股走勢出現分道揚鑣。在美股破頂、上證抽升，加上滬港通正式開通的大好形勢下，恒指僅能於 22,500 點至 24,300 點之間上下波動，近乎無升跌；國指卻表現大好，一度挑戰去年高位 12,000 點，升幅一成。在外圍形勢不穩下，究竟港股「搞邊科」？

從兩者在第四季與其他外部資產的相關性分析，或可看出一些端倪。表一顯示，在滬港通開通下，恒指竟然出現「去 A 股化」跡象，與上證綜合指數及深證綜合指數的相關性低至-0.08 及-0.13，近乎無關，與國指的相關性亦不足 0.3。

相反，其與美國標普五百指數及 MSCI 世界指數的相關性竟分別高達 0.6 及 0.7 以上，意味上季港股主要受外圍避險情緒帶動，跟隨美股及發達國家股市運行，因而未能受惠於 A 股升勢。

國指則不然，雖然季內與美國標普五百指數及 MSCI 世界指數的相關性仍分別有 0.5 及 0.6，但與滬深股市的相關性卻高達 0.9，因此在內地股市的支撐下，大幅跑贏恒指逾一成。

對其他資產的相關性分析也有類似的發現。季內，與恒指相關性最高的資產竟然為 VIX 波幅指數、黃金與美國十年期債息，清一色為市場避險情緒指標，適逢近月油價與俄羅斯盧布急跌，引發歐美股市急跌，避險情緒急升，恒指自然無運行。

表一：第四季恒指與不同資產的相關性

股市		其他資產	
南韓 KOSPI 指數	0.75	美國十年債息	0.50
MSCI 世界指數	0.72	日圓	0.38
標普五百指數	0.64	美匯指數	0.31
MSCI 新興指數	0.62	澳元	0.17
STOXX 五十指數	0.49	油價	0.08
恒生國企指數	0.29	俄羅斯盧布	0.01
上證綜合指數	-0.08	金價	-0.53
深證綜合指數	-0.13	美股波幅指數	-0.73

表二：第四季國指與不同資產的相關性

股市		其他資產	
上證綜合指數	0.92	美匯指數	0.82
深證綜合指數	0.86	日圓	0.79
STOXX 五十指數	0.64	澳元	-0.85
標普五百指數	0.63	金價	-0.21
MSCI 世界指數	0.54	波幅指數	-0.25
恒生指數	0.29	美國十年債息	-0.36
南韓 KOSPI 指數	0.25	俄羅斯盧布	-0.72
MSCI 新興指數	-0.37	油價	-0.85

有趣的是，恒指本身與油價或俄羅斯盧布的相關性極低，意味後兩者暴跌對恒指影響不大，但外圍股市出現恐慌，卻令恒指遭受無妄之災。

國指剛好相反，與上述 VIX 波幅指數、黃金與美國十年期債息等避險情緒指標的相關性較低，但與盧布和油價等兩大風眼資產卻出現顯著負相關，看來可起對沖作用。如果上述相關性持續，投資者要對沖盧布和油價再跌風險，有著落了。

何文俊

【 四、利率篇 】

美息年中始起 港P滯後兩厘

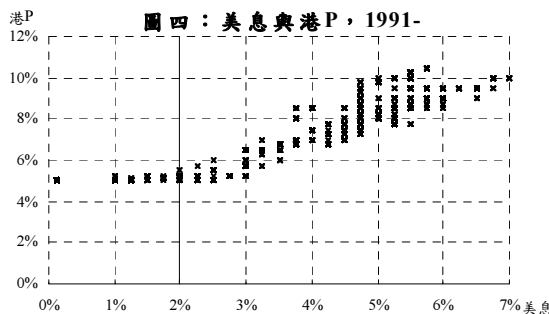
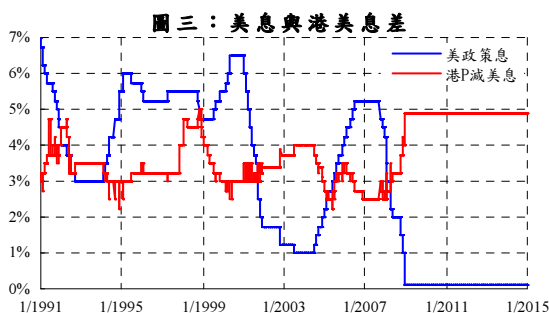
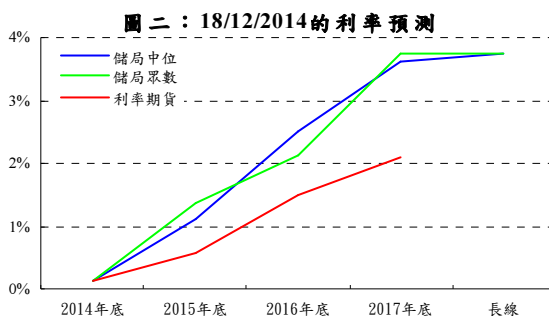
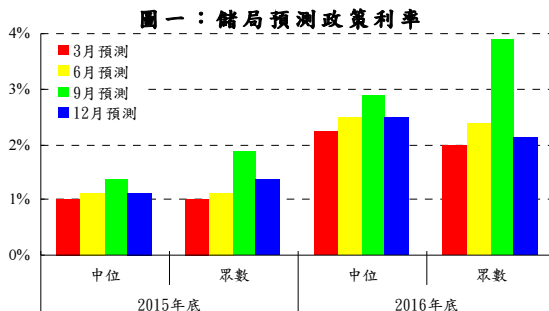
2015年的一大焦點，就是美國加息。此前市場一直鴿眼看儲局，甚至有看2016年才始加。但幾時開始到底還是儲局話事。

圖一顯示儲局近四次對今明兩年底的政策利率預測，將十幾個委員之預測計中位及眾數（若有多個眾數則取其平均），可見四次以來，看法無疑有上有落，但對2015年底的利率預測，則已在1厘許穩定下來。由0厘許到1厘許相當於加四個¼厘。明年若下半年才始加，便要次次都加才行，何況7月例會不開記招，貿然始加必嚇壞市場。看來，6、9、10、12月共加四次較像樣。

然而，市場跟儲局的看法差距仍頗大。圖二所見，剛在上次議息後，市場對2015年底的息率看法已較儲局低了起碼半厘；對2016、17年底的看法差距更進一步拉闊。但隨着加息日子漸近，兩者差距勢必收窄。不過圖一所見，儲局一路的看法變化不大，故市場看法很有可能在始加前後趨近當局看法。如此一來，美元、美息明春將抽升。

接着要問是始加對港息的影響。金管局貼現率固然在聯匯機制下須即時跟隨。不過一般坊間問的其實只是銀行與客戶間的最優惠利率（P）。圖三所見，港P與美政策息差距歷來在2.5至5厘間，換言之，在美國加息下港息最大的追加幅度就是這兩之差——2.5厘；即未來數年我們會加凸2.5厘。

至於何時開始加港P，則從圖四所見，大概自美息由2厘起才與港P呈正比關係。



再配合圖一的儲局看法，即未來兩年港P亦未必跟隨向上。話雖如此，本港資產如樓價有否下跌風險，則看美元多於港息。

羅家聰

【五、匯市篇】

儲局加息大件事 油價影響有警示

踏入 2015 年將要別離大放水時代。故此，對匯市而言，息差將是影響匯市一大因素。還有呢？幾年前的茉莉花革命至現時油組與頁岩氣對決，油價高低都影響全球資金流向，要看通匯市便要看清與油價關係。

在此之前，筆者要再次指出今輪美匯轉強乃是長期性。圖一見到，美匯指數在去年 9 月已作長期突破。從歷史角度分析，近廿多年來只曾於 1990 年代初出現爆邊三角，其後美匯走向如何，大家有目共睹。

上文提到息差是 2015 年決定匯市強弱的重要因素。圖二見到，去年大力放水的歐元及日圓位居榜末，炒加息的英鎊及紐元表現則較佳，往年大弱勢的澳元因暫停減息而位列中游。踏入 2015 年，在美國加息更為確實下，一眾放水貨幣的跌勢可能將更凌厲。

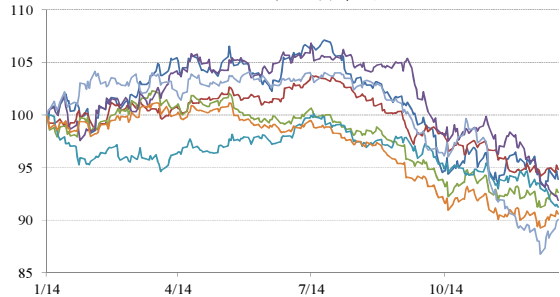
亞洲新興貨幣又如何？圖三見到，經濟向好的馬來西亞及新加坡貨幣去年表現最差，但減息的泰銖及經濟持續不振的印度表現卻最佳，息差對亞洲貨幣的影響似乎不太明顯。但上月筆者已說明亞洲貨幣比 G7 貨幣更早於前年見頂回落，反映資金一早已撤離新興國家，大家絕不能掉以輕心。

除了息差外，油價又怎影響匯市？看看附表，表中量度 1980 年至今油價與 G7 貨幣的相關係數。無論由哪個時期計算，加元與油價的相關係數都最高。故此，來年炒加元，就一定要留意油價。若果 2015 年初油價大幅反彈，那加元在年初便可能跑贏大市。當然，若油價仍弱，加元便不能看好。

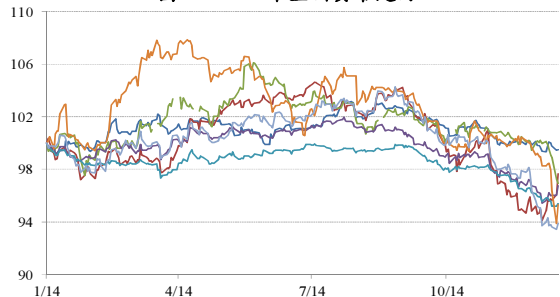
圖一：美匯指數



圖二：2014年G7貨幣走向



圖三：2014年亞洲貨幣走向



G7 貨幣與油價相關係數

	歐元	英鎊	瑞郎	日圓
1980 至今	-	0.17	0.75	0.51
1990 至今	-	0.24	0.85	0.60
2000 至今	0.81	0.26	0.88	0.62
	澳元	紐元	加元	
1980 至今	0.52	0.59	0.80	
1990 至今	0.78	0.78	0.84	
2000 至今	0.90	0.86	0.92	

劉振業

【 六、商品篇 】

加息利好商品上 油價回升撐通脹

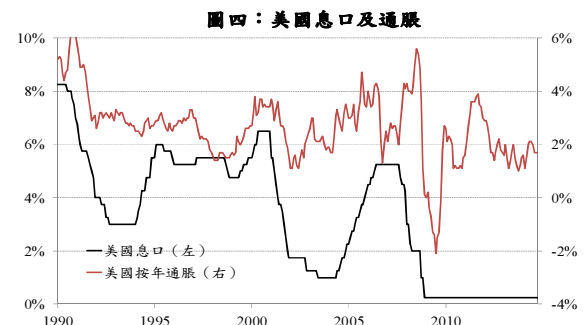
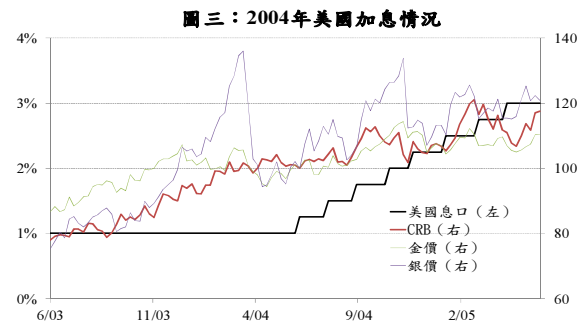
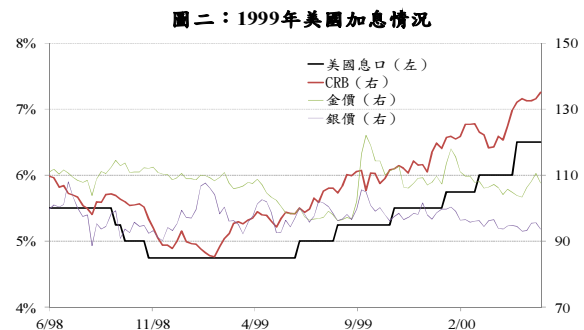
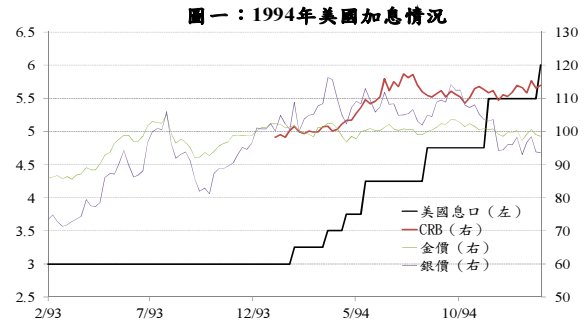
美國今年加息如箭在弦，過往幾年美元抽升令眾商品無運行。但亦有另一派指，只要今年美國確認加息，就代表經濟回暖，利好商品價格再升。爭拗無謂，大家一齊看看1990年至今美國三次收水前後（加息期）金銀及商品反應。

首先，圖一至圖三以金銀及 CRB 商品於加息日起標準化為 100，除了圖二 CRB 與金價於 1998 年於加息前曾調整外，其他大部份時期於美國加息前，三類資產都是炒上而不是炒落，與時下情況商品大跌有別。

至於美國加息後又如何？除了 1999 年銀價出現較明顯下滑外，大部份資產都是平穩發展，而這代表 2015 年商品就會谷底回升嗎？2009 年 3 月美國 QE 至今，市場大部份時間都炒放水並利好資產價格，故大家估計加息將利淡眾資產可以理解的。

不過，當新興市場持續減息而美國加息下，資金東往西流清晰可見，美國受惠於息差擴闊而吸引資金流入，期待已久的以通脹谷消費模式或能實現。圖四可見，美國息口與通脹大部分時間同向。大家可以問問：水回美國下能否刺激通脹？

同時間，現時油價下滑或會引致通縮。但油價下跌大部分原因是受油組的政治問題影響，筆者相信來年油價大有機會回升至 80 美元左右，到時全球通脹將會再次回升。到時候，商品或會如往時美國加息期開始間於低位企穩。來年商品是否仍然那麼淡？在下有保留。



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。