

# 交銀金融

2015 年 2 月號 第 80 期  
逢月初發行

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 本港樓價變化將主導今年經濟增長，料先高後低機會不低

---

  - 二、樓市篇 • 加拿大央行突然減息，對油價及樓市大感憂慮，不無道理

---

  - 三、股市篇 • 預期美國今年加息，股市「估你唔到」，相反理論先勝一仗

---

  - 四、利率篇 • 全球央行正全力量寬，但愈放水真的是愈當炒嗎？非也！

---

  - 五、匯市篇 • 炒油價炒加元是王道？非也，賭油價續弱不如試試炒紐元

---

  - 六、商品篇 • 金價雖既穿位亦避危險，但金油比率高企，油價可更值博
-

【一、經濟篇】

今年本港經濟 似會先高後低

外圍經濟轉差，甫開年便有銀行裁員，本港經濟又會否受到拖累甚至出現衰退？

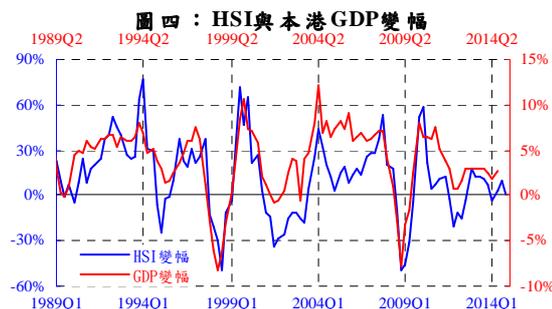
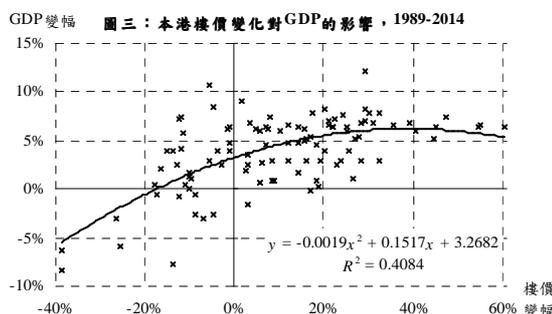
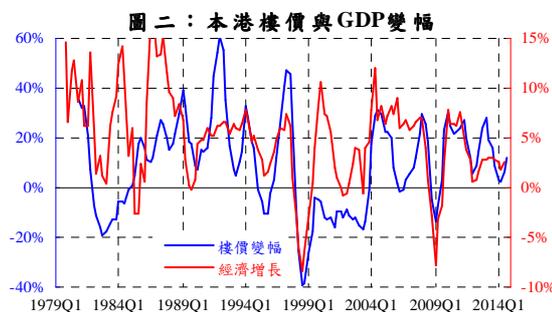
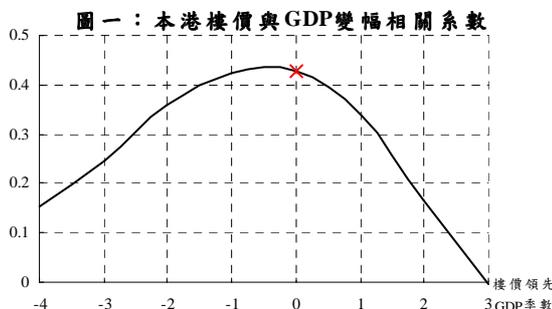
有此一問絕非無的放矢。查本港 GDP 及當中的投資增長，無論 1998 還是 2008 年兩次衰退，投資均同步收縮。今回投資已連兩季按年收縮，教人擔心衰退是否將臨。

目前本港經濟最大風險，非樓市莫屬。樓價在眾多國際排名中屢登最貴三甲甚至榜首，一旦大幅回落可謂必衰無疑。圖一乃本港樓價與經濟變幅的移動相關系數，可見兩者大致同步。圖二顯示兩者隨時間變化的關係，可見是自 1989 年起才較為密切的。

圖三將這廿多年關係以散點圖示，可見關係呈倒 U 型，當樓價按年升超過四成時，會損害經濟增長；而當樓價跌超過兩成時，則經濟會加劇收縮。單從散點亦不難見到，樓價按年跌逾兩成時，GDP 幾肯定收縮。對兩個變幅的  $R^2$  高達 0.4 或相關系數達 0.64 而言，兩者的相關度可以說是相當之高。

至於近兩季的經濟增長，則可用上港股來測；如圖一般的計算顯示（詳情從略），後者增長領先前者一季，同樣是 1989 年起關係較佳。以之推測，最近兩季的經濟增長料先升後跌，但變動幅度料不太大。以近年介乎 1.8% 至 3.0% 的數字看，近兩季的數字可能在 3%、4% 之水平，超也不出太多。

最後要留意是，重溫圖二的樓價變化，由高位升幾成至低位跌幾成可以是數季內的事，故當前升幅對後市並無方向啓示。



固然，股市預示今季經濟增長無大礙，與經濟同步的樓價，今季或未會有大變化。不過始終高不勝寒，對今年第二季起的情況還是審慎一點為上。

羅家聰

【二、樓市篇】

加國樓市有隱憂

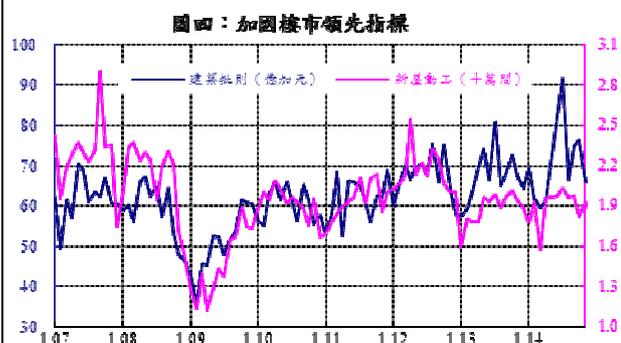
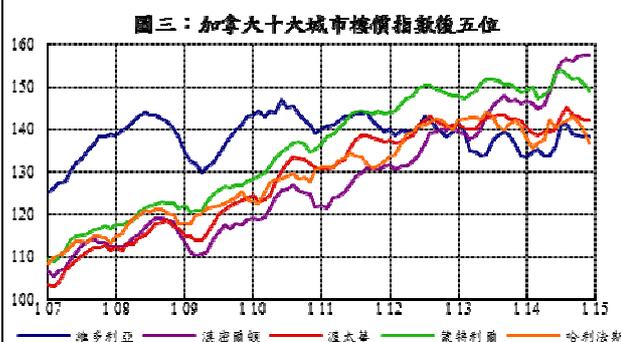
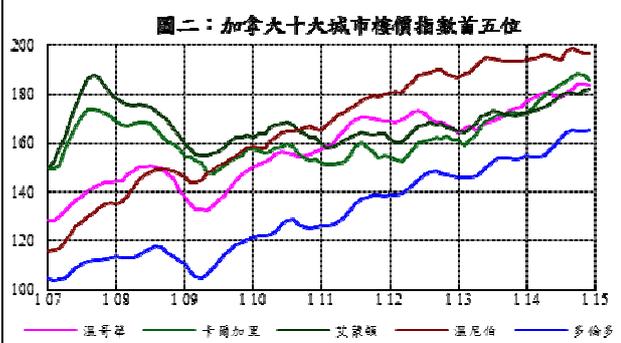
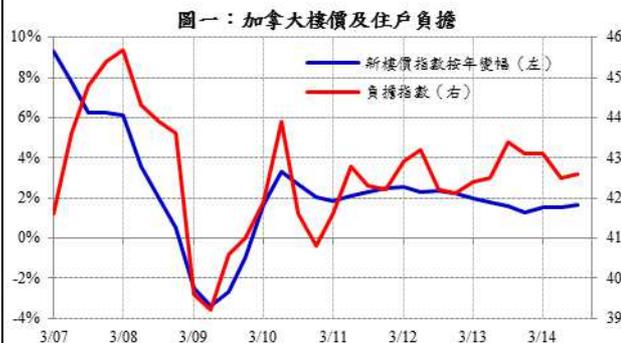
上月加拿大央行突然加入歐洲的寬鬆大合奏，出乎市場意料地減息¼厘。減息固然劍指油價，但央行官員亦表明油價急跌已對國民的收入帶來衝擊，並將影響艾爾伯省等能源行業集中地的樓市。

究竟被譽為神話的加國樓市現況如何？。從最大路的新樓樓價指數看，仍處於升勢當中，但已有放緩跡象；按年變幅自2013年4月跌穿2%後，至今仍然於其下方運行，未見升勢重新加速。

細看加國十大城市樓價，升勢放緩情況更為明顯，十大主要城市中有八市近月均出現樓價見頂回落跡象，包括移民城市溫哥華、維多利亞以及艾爾伯省的卡爾加里。

加國樓市的領先指標亦見異樣。新屋動工量自2012年見頂後，近兩年持續於二十萬間附近徘徊，未有隨樓價而上升；更領先的建築批則金額於去年7月創下多年新高後更顯著見頂回落，與油價走勢相當吻合。

隨著樓價節節上升，住宅負擔亦見回升跡象。以擁有住宅總成本除以住戶稅前總收入所得的住宅負擔能力指數計，目前處於42.6水平，過去數年緩步上升，即使偶爾回落，亦未能2009年至今的平均水平，更於油價開始急跌的去年第三季呈現回升跡象，代表住宅的負擔正在增加。看來，加拿大央行對油價及樓市的憂慮，不無道理。



何文俊

## 【 三、股市篇 】

## 相反理論先勝一仗

踏入 2015 年剛剛滿月，全球股市已異常波動，發達市場上下波幅近 4%，新興市場更高達 6%；反映市場情緒的 VIX 波幅指數全月平均水平高達 19，遠高於去年全年的平均水平 14.17，顯見今年首月股市已波濤洶湧，進場離場，頗費思量。

不過亂中還是有序。整個 1 月，代表全球主要成熟市場的 MSCI 世界指數急跌後略彈，埋單仍微跌 0.3%，十大分類指數四升六跌，四大贏家分別是醫療保健、必需消費品、電信服務和公用事業，當中頭兩者對經濟週期的敏感性較低，後兩者則公認具有避險概念；在投資者眼中，四者均屬較為穩陣之選。

明顯跑輸大市的，分別為能源、資訊科技和金融股；這樣的輸家組合，對市場來說並非好事，因為能源和金融與實體需求和經濟活動息息相關，資訊科技向來以高增長著稱。這類股份大幅跑輸，反映市場並不看好經濟增長前景。

在成熟市場中，究竟是哪個地方「陀衰家」呢？竟然是美國。撇除美國的 MSCI 世界指數不僅升幅較大，而且分類指數七升三跌，表現較整體 MSCI 世界指數為佳。更特別的是，三大輸家中竟然包括穩陣的公用股，意味投資者認為投資非美可較進取，但假如投資組合包括美國股票的話，還是穩陣一點較好。

新興市場則完全相反，今年首月同樣先急跌，但後急升；埋單升逾 3.5%，在美國

表一：上月 MSCI 世界指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
醫療保健	4.1	原料	-0.1
必需消費品	2.7	工業	-0.6
電信服務	2.3	能源	-1.8
公用事業	2.2	資訊科技	-2.7
非必需消費品	-0.1	金融	-2.9

表二：上月 MSCI 世界指數（美國除外）分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
必需消費品	5.0	原料	0.6
醫療保健	4.9	資訊科技	0.4
電信服務	4.3	公用事業	-0.2
非必需消費品	2.8	能源	-1.8
工業	1.5	金融	-1.9

表三：上月 MSCI 新興市場指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
資訊科技	7.8	非必需消費品	3.5
醫療保健	5.9	金融	1.8
電信服務	5.0	原料	1.4
必需消費品	3.7	工業	1.4
能源	3.6	公用事業	-0.8

加息年如斯開局，表現可人。十大分類指數九成上升，有六類升幅逾 3% 以上，高增長的資訊科技股更升近 8%。令人意想不到的唯一輸家，竟是最穩陣的公用股，意味今年投資者對新興市場的增長仍然看好，風險胃納甚高，避險意欲不強。

這是一個相當有趣的發現。在去年底，市場共識是美國或非美經濟表現與央行政策分道揚鑣，概括而言為美國經濟向好而加息，歐洲經濟向下而寬鬆，新興則面臨經濟增長放緩及資金流出的困境，因此投資股市應美優於歐、歐優於新興。可是，今年首月環球股市的表現卻反映市場的風險胃納完全反其道而行，相反理論先勝一仗。今年股市，實在「估你唔到」。

何文俊

【 四、利率篇 】

愈放水愈當炒？放水仍是王道

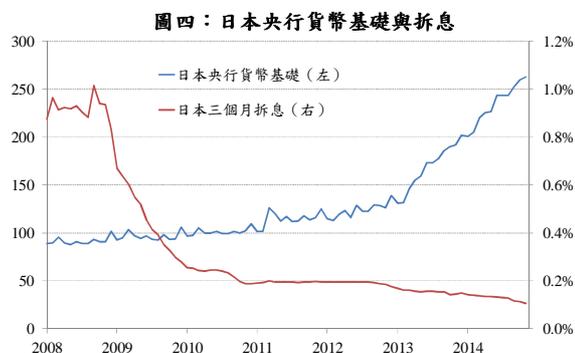
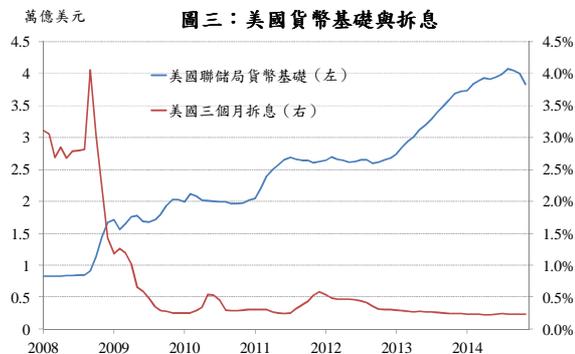
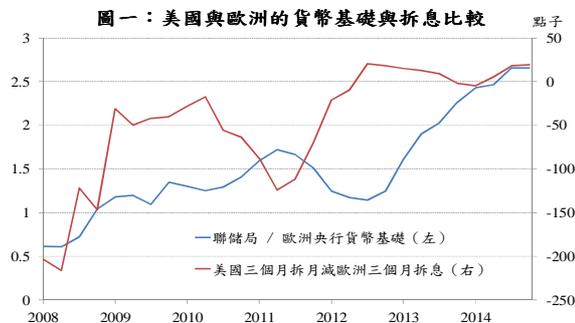
歐洲央行放水，加拿大及丹麥又減息，還未計日本全力放水，全球放水潮愈演愈烈。放水炒低息是常事，但在投資者角度上，如果跟隨何處放水買債多就投資該處，最終可能焦頭爛額。

如果 A 國放水買債量多於 B 國，A 國息跌幅應比 B 國大，兩地息差亦會收窄。筆者以全球三大主要放水國為例，圖一見到，以聯儲局及歐洲央行為基礎，見到兩地三個月拆息差自 2008 年來近年未有收窄之餘，更持續擴闊。圖二情況好一點，當聯儲局於 2009 年放水力度大於日本間，兩地息差確實收窄。不過，其後至今兩地放水力度的差距似乎未有全面反映在息差上。若果大家跟足國與國的放水力度來作為投資策略，小心陰溝裡翻船。

其實大家也不用奇怪，因為兩地資金流一向基於很多因素，如避險及兩地通脹高低等等。故此，放水力度不一定成為國與國間息口差距的主要因素。

反之，如果只計算單一國家的放水量與息率關係，圖三與圖四見到美、日兩國的關係變得清晰，如聯儲局近年放水下，三個月拆息持續下滑，日本亦如是。

總括而言，比較國與國間放水量來作為投資策略並不可靠。最準確的，只要大國們仍然放水，息口仍會低企。亦即是，年內美國加息下，美息只會有升無跌。但歐洲及日本仍放水，息口仍會低企，年內全球息口仍會分道揚鑣。



劉振業

【五、匯市篇】

沽油既沽加元 沽盤隨時玩完

油價續弱，市場傾向避險，日圓及黃金都轉強。另外，捕捉油價下挫亦當然不能遺漏加元，圖中見到油價與加元在近年的波幅與走勢都大致相約，炒油價既炒加元是真理也！

不過，再細看圖一，就會發覺 2011 至去年間，油價反覆向上但加元持續轉弱，而兩者走向較似的就只有 2008 至 2011 年階段。若果大家於 2011 年後買油既買加元的話，隨時輸到貼地。

話說回來，油價自去年中急跌至今，坊間都言加元跌得很慘。然而，表一見到，於去年油價大跌至今，除瑞郎強勢外，G7 貨幣中就以加元跌幅最小，只跌一成，表現優於身陷通縮危機的歐元及可能年內再減息的澳元。沽油既沽加元？小心！

大家可能爭拗筆者只是以偏概全。再看表一於金融海嘯間，油價大跌時加元只跌一成七，遠低於澳元三成及紐元與英鎊的兩成多。金融海嘯時或有很多因素影響，但表二亦見到近年每當油價作相當調整下，加元表現並不太差。再計計相關係數，無論金融海嘯油價的大跌期或 2008 年至今，加元與油價的相關係數都不算高，起碼兩期都低於紐元。由此可見，要炒油價跌，不如炒紐元吧。

雖說加元是油元，筆者亦不排除短期油價消息對加元有負面影響，但影響匯市因素眾多，包括息差及經濟情況。加國央行雖減息，但對今年經濟預測絕不悲觀。因賭油價續弱而大沽加元，大家就要小心焦頭爛額了。



表一：近年兩次油價大跌間主要貨幣表現

20/6/14-20/1/15		11/7/08-19/12/08	
瑞郎	1.8	日圓	19.0
<b>加元</b>	<b>-10.2</b>	瑞郎	-8.0
紐元	-11.3	歐元	-12.7
英鎊	-11.3	<b>加元</b>	<b>-17.0</b>
澳元	-13.0	紐元	-24.6
日圓	-13.9	英鎊	-25.0
歐元	-14.9	澳元	-30.0

表二：近年油價明顯跌市間主要貨幣表現

5/2/11-4/10/11		1/3/12-27/6/12	
日圓	5.7	日圓	1.8
瑞郎	-6.0	英鎊	-2.4
紐元	-6.7	<b>加元</b>	<b>-3.9</b>
英鎊	-7.8	紐元	-5.7
<b>加元</b>	<b>-10.5</b>	瑞郎	-5.9
歐元	-10.8	歐元	-6.3
澳元	-13.8	澳元	-6.7

表三：油價與 G7 貨幣相關係數

11/7/08-19/12/08		11/7/08-21/1/14	
紐元	0.984	紐元	0.766
英鎊	0.970	澳元	0.713
歐元	0.966	<b>加元</b>	<b>0.700</b>
澳元	0.962	瑞郎	0.683
<b>加元</b>	<b>0.958</b>	英鎊	0.583
瑞郎	0.955	歐元	0.261
日圓	0.920	日圓	0.100

## 【 六、商品篇 】

**避險利好金價再抽上 油價跌勢稍緩利反彈**

油價持續下插，引發了俄羅斯盧布危機。後來匯市上瑞郎與歐元脫鈎，再至希臘左翼聯盟正式上場，踏入2015年後不斷發生多項風險事件。瑞郎脫鈎關油價事？希臘問題又關事？市場就是不理性的，掉轉來講，任何一件事都會影響全球經濟增長，這就關係到原油供求及油價強弱了。

商品市場上，買油可逐險，金價呢？視乎情況吧。圖一見到，2009至2011年初，全球經濟復蘇，通脹亦同時向上，金油同時炒上。2011至2013年間，歐債危機當道，金價仍能處於相對高位，發揮其避險作用，油價則因環球經濟陰霾而橫行。及後聯儲局因美國經濟持續復蘇而收水並利淡金價，油價亦因中東對抗頁岩氣而下插。由此可見，金價有時可逐險，有時亦可避險。

現時風險事件當道下，似乎買金沽油是王道。沒錯，圖二見到，金價已經升穿由2013年形成的下降軌，中期似有見底反彈跡象。加上美元於第一季隨時見頂調整，金價可試1,400美元。

金價博得過，油價又如何？圖三見到，現時金油比率不單升穿2009年金融海嘯期水平，更已升穿1993及1998年兩大高位。亦即是，博金價大彈或油價再落的風險頗高。筆者同意金價應可繼續反彈，但亦認為油價在近40美元見底而大幅反彈的可能性亦不低。何解？



近年中東國家大幅增加財政支出下將會影響其財政收支。另外，40美元又如何？由50美元跌至40美元，跌幅亦不及100美元至50美元。筆者意思是，油價大跌期已過。雖然大油組國仍無意減產，但負面消息似乎已較去年油價大跌期為少。估計只要美匯在高位遇阻力，油價即可大彈，目標價起碼60美元以上。

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。