

交銀金融

2015 年 3 月號 第 81 期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 綜覽希臘各環節，由領先、同步到滯後指標均見全面改善
 - 二、樓市篇 • 澳洲樓價升幅放緩但領先指標仍好，減息或帶來一波刺激
 - 三、股市篇 • 恒指與國指走勢再次分道揚鑣，前者看歐洲，後者看內地
 - 四、利率篇 • 官方與市場對今年美息展望分歧甚大，本月會後有望趨同
 - 五、匯市篇 • 各大貨幣已漸見盡頭，小心幾個月內將反轉，歐元試 1.20
 - 六、商品篇 • 短炒漸離場，金價年內可回穩，跌至一千至千一元宜低吸
-

【一、經濟篇】

希臘各個環節 幾見全面改善

近期焦點都在希臘，今次就看其近況。

外界都說希臘經濟很差。但數據所見，這已是三、四年前的的事了。圖一顯示，希臘顯然已擺脫衰退，GDP 按年計亦見增長。GDP 的核心部分即私人消費，近兩年增長甚至較整體 GDP 更高。增長動力主要來自出口，不過投資則仍有雙位幅度的收縮。

圖二為經濟中的領先環節：樓市。如圖所見，儘管目前樓價仍按年下跌，但跌幅已連續兩年收窄，更領先的建築批則亦見改善趨勢，按年變幅漸浮上零線以上，不錯。

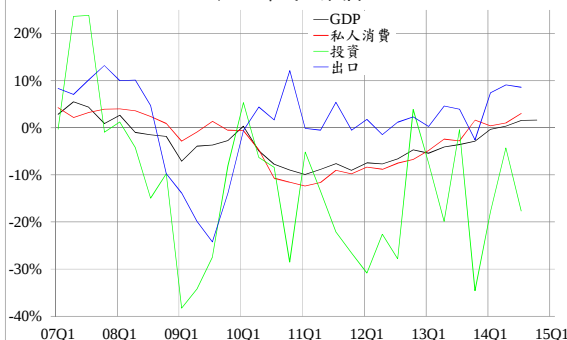
本土貨物市場方面，圖三所見，通縮縱已持續兩年，但未見延後消費現象，反而是零售銷售跟私人消費增長同步見底，且滯後年幾於 2012 年底起發力改善，收窄跌幅。

最後要看的，是勞工市場。圖四所見，失業率明顯自高位持續回落超過一年，連最滯後的指標單位勞工成本變幅亦似見底。

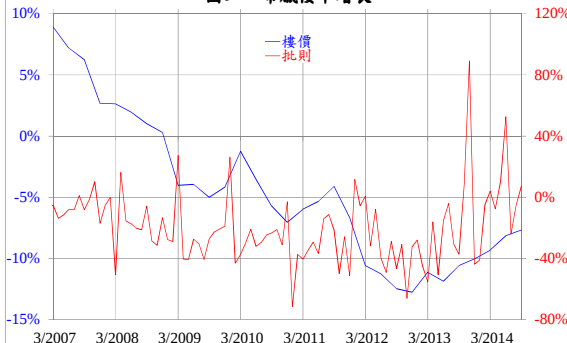
今文所見，由最領先的樓市，到屬同步指標的零售銷售，再到滯後的通脹、就業，均見近年全面改善，最差日子肯定已過。

固然，目前投資、物價仍弱，而不少量的指標仍在收縮，復蘇還是脆弱的。於此，只要希臘不跟外圍鬧翻，而繼續得到援助，前景不會太淡。至於相關的歐元區資產等，當然亦可作類似理解，不必過份看淡了。

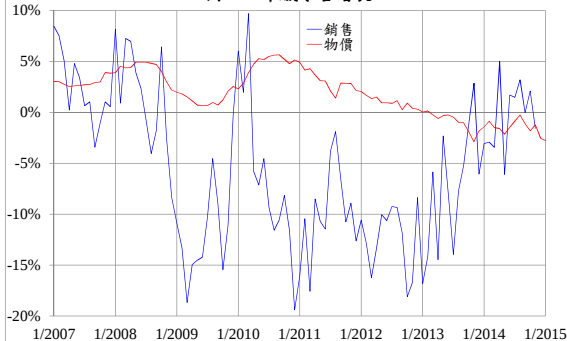
圖一：希臘經濟增長



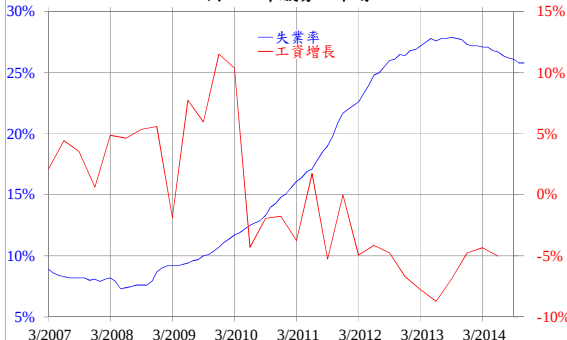
圖二：希臘樓市增長



圖三：希臘零售增長



圖四：希臘勞工市場



羅家聰

【 二、樓市篇 】

澳洲減息 樓市受益

上期因應加拿大出乎意料減息而審視加國樓市，結論是央行擔心樓市不無道理；豈料話口未完即見澳洲儲備銀行有樣學樣。所謂一不離二，今期就看看當地樓市現況如何。

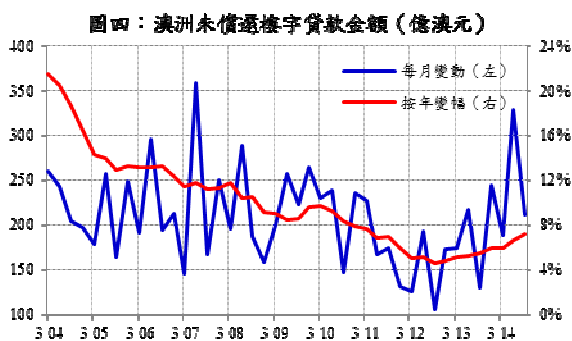
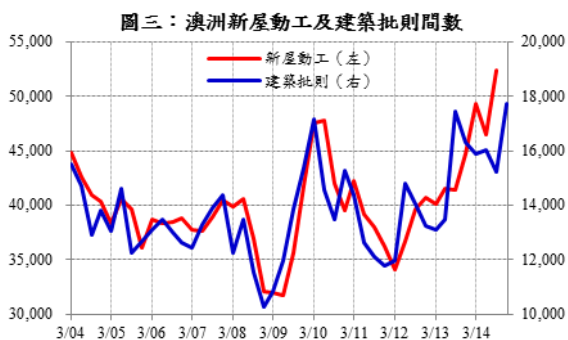
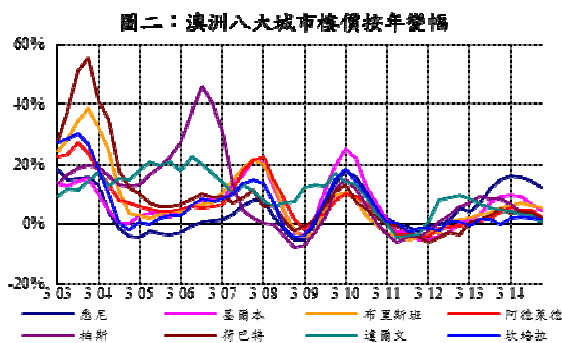
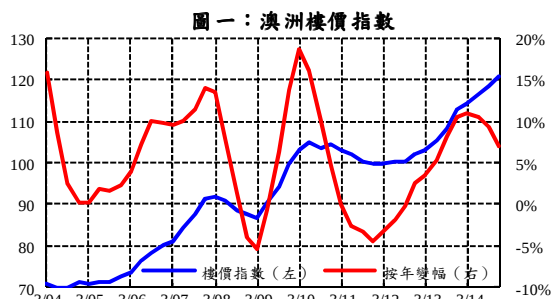
圖一所見，澳洲樓市近年果然愈升愈有，樓價指數現較三年前歐債危機低位高逾兩成，主要受惠於 2011 年至 2013 年連番減息；雖然 2013 年 8 月起停止減息，但無礙樓價續升。不過，按年變幅卻於去年初明顯見頂且持續回落，升勢似屆強弩之末。

進一步看澳洲八大城市樓價表現，情況亦相當明顯，過去一年八中有七的樓價變幅均趨近零且低於整體加權平均變幅（6.8%），僅悉尼樓價仍然錄得雙位數升幅。撇除悉尼的話，其餘七大城市在上季的平均升幅只有 2.6%。

較為領先的建築批則自 2012 年第一季初見底後亦顯著回升，自去年中起更見升勢轉急，數字更突破 2008 年高位，意味發展商仍相當看好樓市前景，不擔憂樓價按年升幅收窄。

當地未償還樓宇貸款金額雖然走勢波動，但緩步向上，按年變幅亦明顯自 2012 年中起見底回升，整體仍然處於較低水平，未見明顯異樣。

總體來說，澳洲減息的其中一個考慮固然可能是樓價升幅放緩，但其他指標未見轉壞，減息可能為當地樓市帶來一波刺激。



何文俊

【 三、股市篇 】

恒指看歐洲 國指看內地

年初至今，恒指表現相當標青，不足兩個月升近 5%，在主要市場中僅次於歐股而跑贏美股。不過，去年下半年強勢畢呈的國指卻出閘脫腳，升幅不足 1%。該怎樣理解恒指與國指的分道揚鑣？

從升幅榜看，恒指升勢主要受兩大板塊帶動，第一是中資科技電訊股，第二是長和系。前者雖屬中資股，但全為紅籌，因此國指無福消受；後者為本地及環球股，且主要受惠於重組消息，自然干國指底事。

從股市其他外部資產的相關性分析，亦可看出一些端倪。市場印象一直認為，港股主要中美兩地股市影響，兩者升則港股升，兩者跌則港股跌，兩地一升一跌則港股牛皮。不過，表一顯示原來恒指與上證及美股的相關性相當低，與新興股市及歐股的相關性最高。後兩者近月之強勢顯然由歐央行量寬推動，以此推論，恒指應是歐洲熱錢停泊目的地之一。另外，港股與深證的相關性亦高，可能與「深港通」概念有關。

國指則不然，年初至今僅與上證呈現高相關性，與外圍股市（不論發達或新興）的相關性極低。換言之，國指幾乎唯上證馬首是瞻。

對其他資產的相關性分析也有類似的發現。期內，與恒指相關性最高的資產竟然為歐元和美匯指數，兩者對歐央行量寬的反應最為直接顯著，其次為 VIX 波幅指數，亦與量寬所引發的市場風險胃納有關。

表一：年初至今恒指與不同資產的相關性

股市		其他資產	
MSCI 新興指數	0.94	美匯指數	0.85
STOXX 五十指數	0.89	金價	0.24
深證綜合指數	0.81	日圓	0.20
日經平均指數	0.72	油價	0.03
MSCI 世界指數	0.69	美國十年債息	-0.11
標普五百指數	0.44	商品指數	-0.32
恒生國企指數	-0.02	美股波幅指數	-0.53
上證綜合指數	-0.17	歐元	-0.87

表二：年初至今國指與不同資產的相關性

股市		其他資產	
上證綜合指數	0.84	澳元	0.41
MSCI 新興指數	0.05	美國十年債息	0.25
標普五百指數	0.02	日圓	0.02
日經平均指數	-0.01	商品指數	0
恒生指數	-0.02	美股波幅指數	-0.02
深證綜合指數	-0.04	金價	-0.20
MSCI 世界指數	-0.08	油價	-0.25
STOXX 五十指數	-0.25	美匯指數	-0.37

國指方面，與股市相關性比較相似，其與大多國際資產的正負相關性均不足 0.5；最高的算是澳元，超過 0.4，但澳元匯價對中國數據相當敏感，同樣離不開中國概念。

有趣的是，國指與油價與的相關性遠高於恒指與油價，可能與國企成分股中的三桶油及相關油氣企業有關。因此，如要避開對油價下跌對組合回報的影響，應選恒指。

何文俊

【 四、利率篇 】

美息展望 官方市場或趨同

隨著聯儲局上月召開今年首次議息會議，美國加息年正式揭開序幕。基本上，不論官方口徑或市場預期，均顯示今年加息事在必行，問題只是何時加和加多少。今期本本篇看看聯邦基金利率期貨有何啟示。

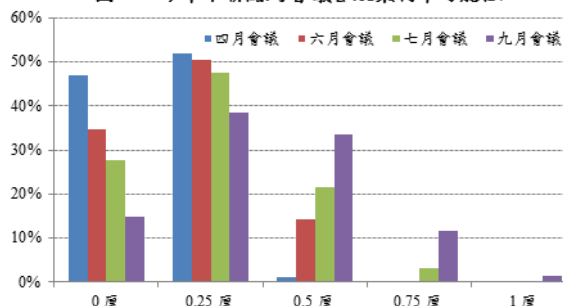
從利率期貨角度看，現時市場預期今年 4 月 29 日議息會議上加息的機會是零，6 月 17 日會議加息的機會不足一成五。7 月加與不加原本叮嚀馬頭，但經過耶倫上月底在國會放鴿後，7 月按兵不動的機會已超過七成半。看來，利率期貨市場認為聯儲局前主席伯南克曾提出的「超低息維持至 2015 年年中」門檻可以實現。

到 9 月 17 日會議，聯儲局仍維持零息的機會不足一成半，意味屆時息已加。換言之，現時市場預期聯儲局將於第三季中後期開始啟動政策正常化，最大機會是 9 月，即 Jackson Hole 年會之後。

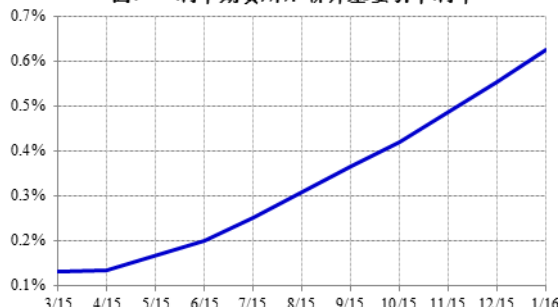
至於開波後的加息步伐，遠期曲線顯示今年 12 月會議時的引伸利率將到達 0.555 厘；以目前利率 0.25 計，今年最多只有一至兩次加息機會，9 月加一次，然後到 12 月才有可能再加一次。這項市場預期，與官方展望有相當差距。

根據去年 12 月議息時的經濟展望，聯儲局委員對今年底的利率預測中值為 1.125 厘，較市場預期的 0.555 厘高逾一倍，等於加息兩次的幅度。假如聯儲局去年 12 月的展望準確，則下半年會議幾乎要次次加息。

圖一：今年中聯儲局會議各政策利率可能性



圖二：利率期貨所示聯邦基金引伸利率



當然，不管是官方抑或市場，利率展望均可升可跌。市場預期固然會因應數據或消息而每日變動，官方預測亦然。目前聯儲局最近期的利率展望乃於去年 12 月作出，距今已超過兩個月；況且，這個 12 月中所作出的利率展望，亦比去年 9 月時所作出的展望低 0.25 厘（由 1.375 厘下調至 1.125 厘）。

假如聯儲局因應近月通脹形勢而再度調低利率展望 0.25 厘，同時市場又「聽從」官員警告而上調預期的話，兩者將可能於 0.875 厘附近趨向一致。巧合的是，在 12 月的聯儲局利率展望中，1.875 厘與 0.875 厘各有四票支持，同樣是最多委員預測的今年底利率中值。如果認為前者不太符合現實的話，後者可能是較合理預測；不過，一切還看聯儲局本月公佈的最新展望。

何文俊

【五、匯市篇】

匯市漸見盡頭 眾幣隨時反轉

踏入羊年環球匯市水靜鵝飛。雖然希臘與歐元區集團達成救助協議，市場亦炒耶倫於聽證會講話偏向鴿派，但美匯指數仍在 94 至 96 間波動。匯市暫無方向，但筆者估計，直至季尾以至年中，匯市將會出現大反轉。

筆者不是先知，不會測到未來有什麼事發生。然而，信技術分析的朋友都應已察覺一眾主要貨幣都已升或跌得很「盡」。什麼是很「盡」？綜觀右方羅列的四大貨幣週線圖，不單已經出現超買或超賣，而且全是兩底至三底背馳。就如圖一美匯指數，去年底已經出現十多年來都未過的強力超買，但其後美匯指數未有回落之餘更爆上至近 96，從而做出現時的超買背馳，技術上可以斷定美匯已升得很「盡」。

同樣情況也發生在歐元、英鎊及日圓上。以這種超買及超賣程度，筆者大膽估計，接下來的反彈或調整起碼可以持續個多至兩個月，而且幅度上絕不能小看。例如歐元，保守估計最少反彈至 1.20，合理範圍在 1.23 至 1.26，英鎊 1.60。至於日圓，圖四見到 2013 年美元兌日圓亦曾試過極度超買，雖然最後只作三角形整固，但亦曾由 103.74 跌至 93.79，跌幅近一成。依今輪高位 121.85 計算，美元兌日圓在未來幾個月可能跌至近 110 水平。

只不過，奉勸大家一句，如圖一及圖二見到，美匯及歐元皆已破長期下降及上升軌，代表今次反轉後，美元仍會破頂，歐元及英鎊等或會分別再跌穿 1.10 及 1.45，美元兌日圓再穿 123。

圖一：美匯指數



圖二：歐元



圖三：英鎊



圖四：日圓



鳴謝：彭博

劉振業

【 六、商品篇 】

短炒投資者漸退市 金價回穩有利反彈

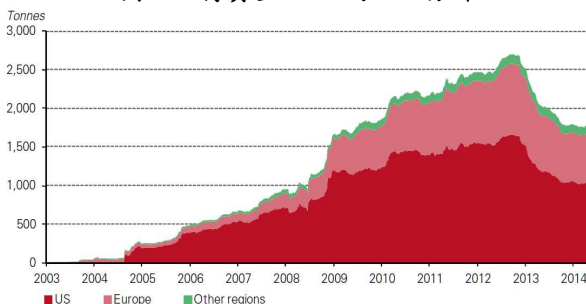
美元持續強勢，一眾商品近月跌至四腳朝天。不過，細心的投資者應留意到，雖然去年中油價見頂至今，金價跌超過半成，但比起同期油價及 CRB 商品指數分別跌近一半及三成，黃金可算幸運。在盧布危機及歐債危機下，還有什麼原因力托金價呢？

影響金價因素眾多，實際供求是其一，其餘如 ETF 的實金需求及資金流亦常用來量度金價強弱的一大因素。圖一見到，自 2012 年起，ETF 基金不斷減持黃金，略略反映了金價下跌情況。細心點看，現時 ETF 持金數量已經跌至 2009 年程度，但減持速度已逐漸放緩，與圖二見到近年金價跌勢減慢有類似情況。

根據世界黃金協會報告顯示，截至去年 6 月，當金價跌至 1,240 美元後，大部分短炒投資者都已離場。圖三見到，近年平倉離場主要是短期投資者，持倉年期大部分集中在兩年或以下，當中只持半年佔多數；反之，圖四見到當時仍持倉的投資者，其持倉年期較平均，短至一年，長到八至九年亦有。報告指出，在短炒者已離場下，金價波動性應減低，在持倉者主要是長線投資者下，金價向下壓力應可減低。

筆者認為報告的說法有其可信之處，雖然金價仍有可能跌至低位 1,132 美元以至 1,000 美元，不過，相比近年大跌浪，已是小巫見大巫。從 ETF 的持金情況估計金價或已跌至近年跌市尾聲，若年內金價跌至 1,000 至 1,100 美元，或就是撈底良機。

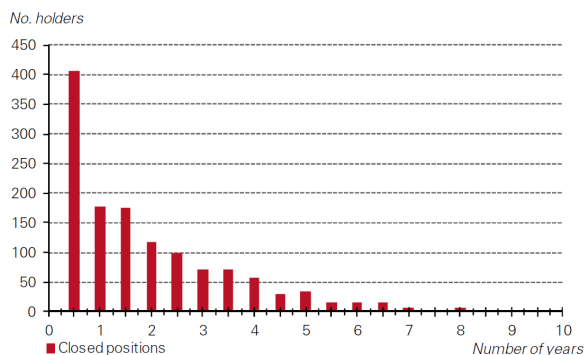
圖一：持實金 ETF 的地區分佈



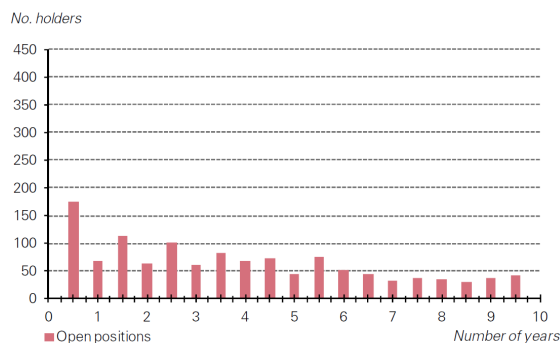
圖二：金價走勢



圖三：美國黃金 ETF 投資者已平倉情況（至 6/2014）



圖四：美國黃金 ETF 投資者的持倉情況（至 6/2014）



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。