

交銀金融

2015 年 4 月號 第 82 期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 弱歐元能撐歐元區出口？未必，未來歐洲復蘇前景仍黯淡
 - 二、樓市篇 • 香港樓價與美匯、美息關係密切，美國倘加息，樓市不妙
 - 三、股市篇 • 第一季全球股市異常波動，不論發達新興，均見美洲跑輸
 - 四、利率篇 • 四大體與美的通脹差可否測長息差？背後有何政策啓示？
 - 五、匯市篇 • 美元調整下，一眾貨幣將反彈，紐、加及菲幣可看高一線
 - 六、商品篇 • 美元回落有利商品價格反彈，金屬類與黃金將可齊齊向上
-

【 一、經濟篇 】

歐元貶值撐出口？ 歐洲經濟欠睇頭

歐元再試低位，想去旅行的朋友可能已由日本轉為歐洲。對於歐洲國家而言，由歐洲央行積極放水，以至美國炒加息令美元強勢，一切都好像衝着弱歐元而來。弱歐元刺激出口當然是好事。弱人仔救中國，弱日圓撐日本，而弱歐元就可以救歐洲嗎？

自歐債危機以來，大家普遍已把歐元區分開兩部分，一是以德法為首的強歐元區，一是以歐豬希臘等為主的弱歐元區。先講後者，一直以來歐豬都被視為歐元區的癌細胞；不過，縱使往後歐元區仍有可能解體，但其難兄難弟之情卻難以分割。

近年常見希臘需要德國打救，其實並不是毫無道理。小國當然要靠大國打救，表一及表二見到，截至 2013 年底，除愛爾蘭外，大豬如意大利及西班牙與德法貿易關係十分緊密，這些大國佔卻意、西總出口達兩成五以上，其餘葡萄牙等都需倚賴德法的消費力。由此可見，德法大國好，歐豬經濟好。

回心想想，若果德法能受惠於歐元下跌而出口大增，那就造成連鎖效應。不過，表三見到，與德法國兩大國做生意的，又是一眾歐洲國家如比利時、荷蘭及奧地利等二線歐洲國家。試想想，歐元跌本該利好歐元區出口從而刺激經濟向上，但大前提是應與本幣以外國家做生意。但表四見到，就算是英國及美國等大型經濟體都只佔卻德法出口比重一成三左右。這除了反映歐元區經濟是環環相連外，歐元大跌對是否能夠刺激德法出口已經成為一大疑問，更不要談能否出現

表一：歐洲五大國佔意、西出口比例（%）

意大利		西班牙	
德國	13.3	法國	17.9
法國	11.8	德國	10.6
美國	5.9	葡萄牙	8.3
西班牙	5.4	意大利	8.3
瑞士	4.7	英國	6.7

表二：歐洲五大國佔葡、愛、希出口比例（%）

葡萄牙		愛爾蘭		希臘	
西班牙	25.1	美國	22.5	意大利	9.5
德國	13.6	英國	16.1	德國	7.9
法國	12.1	比利時	15.6	塞浦路斯	6.1
英國	5.1	德國	6.9	美國	5.2
荷蘭	4.0	法國	5.7	英國	4.0

表三：歐洲五大國佔德、法出口比例（%）

德國		法國	
法國	9.2	德國	16.7
英國	6.9	比利時	7.9
荷蘭	6.5	意大利	7.2
美國	5.2	英國	7.1
奧地利	5.1	西班牙	6.9

表四：全球四大經濟體佔德、法出口比例（%）

德國		法國	
英國	6.9	英國	7.1
美國	6.2	美國	5.8
中國	5.1	中國	3.4
日本	1.3	日本	1.6

連鎖效應至刺激歐豬經濟。

總括而言，表一至表四見到歐元區與美國及中國不同，區內貿易的互相倚賴關係比其他地方明顯。由於歐元是本幣，故歐元貶值未必一定能帶動區內出口經濟。亦即是，歐洲央行在刺激區內經濟的板斧上可能斷了一臂，歐洲經濟復蘇似乎仍然漫長。

劉振業

【二、樓市篇】

美國加息有風險 本港樓市有隱憂

受美國加息預期影響，美匯指數在今年第一季升抵 100 大關；歷史數據顯示，美元與本港樓價走勢的負相關度高達 0.57，反向關係相當密切，意味美元升港樓跌、美元跌港樓升的機會不低。

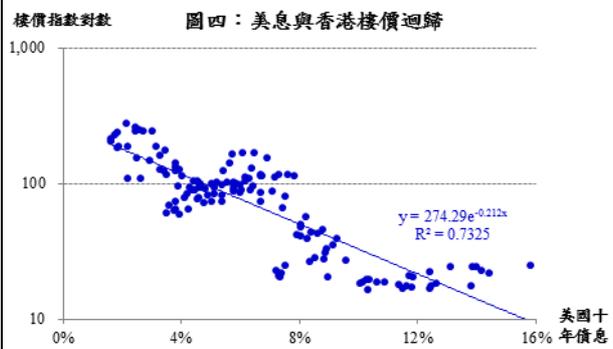
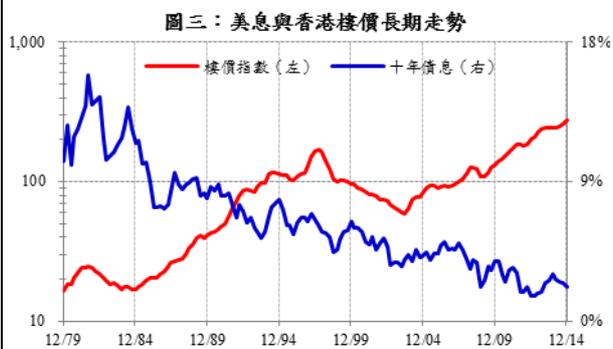
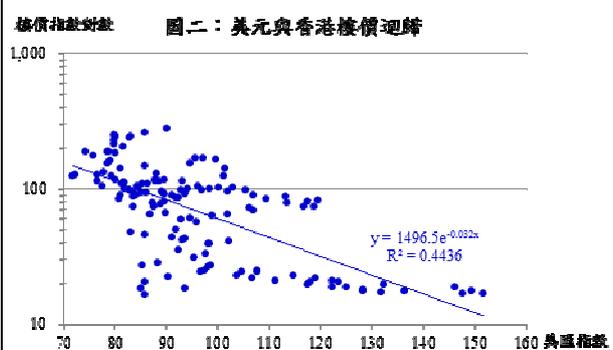
過去三十多年來，本港樓市曾出現兩次大型跌市，一次為 1981 年至 1984 年，另一次為 1997 至 2003 年，同期均見美匯指數展現升勢，相當巧合。

值得注意的是，在該兩次跌市中，樓價見頂下跌並非始於美匯指數初升之時，反而始於後者升勢中段；概括估計，樓價跌勢大概滯後美匯升勢兩年左右。假如歷史重現，今輪美匯已展升勢，則本港樓市將再度下跌。以美匯升勢始於去年 6 月計，未來四至五季內樓價有機會見頂。

除了美元外，美息與本港樓價的關係亦高。在樓價兩次跌市期間，均見美國債息急升急跌；第一次是聯儲局大手加息，第二次是聯儲局突然加息，前者的幅度和後者的時機均大出市場意料之外，因而導致債市和樓市大幅波動。

整體而言，美息與本港樓價的負相關度高達 0.76，亦呈統計顯著，關係更勝美匯，估計與持債收息及持樓收租的相對回報有關。

由是觀之，一旦聯儲局今年稍後的加息動作超出市場預期，導致匯市和債市大幅波動，本港樓市勢難獨善其身，準買家不可不防。



何文俊

【 三、股市篇 】

尋找股市「陀表家」

2015年第一季剛過，全球股市異常波動，發達市場上下波幅逾7%，新興市場亦逾6%；反映市場情緒的VIX波幅指數一度高見22以上，全月平均水平高達16.7，遠高於去年全年的平均水平14.2，顯見今年首季股市已波濤洶湧。

不過亂中還是有序。整個1月，代表全球成熟市場的MSCI世界指數先跌後升，買單升2.7%，十大分類八升兩跌，明顯跑輸的為能源和公用事業；前者固然受油價大跌拖累，後者則肯定是美國加息預期所致。

撇除美國的話，指數升幅擴大至接近6%，反映美股首季跑輸其他成熟市場無疑。這絕不難理解：面對經濟和通脹明顯向下，歐洲、日本、澳洲等非美發達國家不是減息就是量寬，流動性氾濫，市場風險胃納自然大增。相反，美國加息勢在必行，僅時間問題；在政策不給力下，資金自然趨向歐、日。

新興市場情況亦有雷同。MSCI新興市場指數首季升幅僅2.1%，彷彿跑輸大市。不過，單計亞洲新興市場卻升近5%，大幅跑贏美股而僅輸給歐、日，反映真正「陀表」新興市場的，應另有其人。

果然，撇除亞洲的新興市場指數原來不升反跌，跌幅逾3%，大幅跑輸全球。這些市場在哪裡？都在拉美、東歐、中東和非洲。同時，這些地區的貨幣在首季同時面臨較大沽壓，進一步拖累股市回報，可謂股、匯雙失。

表一：首季世界指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
醫療保健	8.3	必需消費品	2.7
非必需消費品	6.1	資訊科技	1.6
原料	3.3	金融	1.6
電信服務	2.9	能源	-3.5
工業	2.7	公用事業	-4.8

表二：首季世界指數（美國除外）分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
醫療保健	11.2	原料	5.4
非必需消費品	9.5	金融	4.9
資訊科技	9.4	電信服務	4.3
工業	7.6	公用事業	-2.5
必需消費品	6.2	能源	-3.7

表三：首季新興市場指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
資訊科技	10.4	必需消費品	1.1
醫療保健	7.8	工業	-0.2
非必需消費品	2.8	原料	-1.0
電信服務	1.9	金融	-1.1
能源	1.1	公用事業	-4.0

表四：首季新興市場亞洲指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
醫療保健	14.0	非必需消費品	2.3
資訊科技	10.8	原料	2.2
電信服務	6.8	金融	1.5
必需消費品	5.5	能源	-2.9
工業	3.5	公用事業	-3.5

表五：首季新興市場（亞洲除外）指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
能源	5.3	醫療保健	-5.2
非必需消費品	3.6	金融	-5.4
必需消費品	-3.2	電信服務	-5.7
原料	-4.6	資訊科技	-8.6
公用事業	-4.9	工業	-10.0

見微知著，假如經濟形勢和政策措施短期不大變，第二季歐、日和亞洲股市仍可看高一線。

何文俊

【四、利率篇】

通脹可測長息 政策將見共識

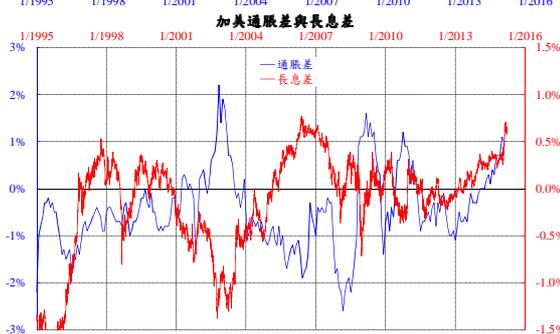
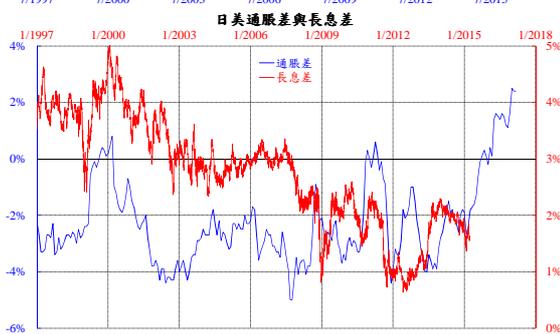
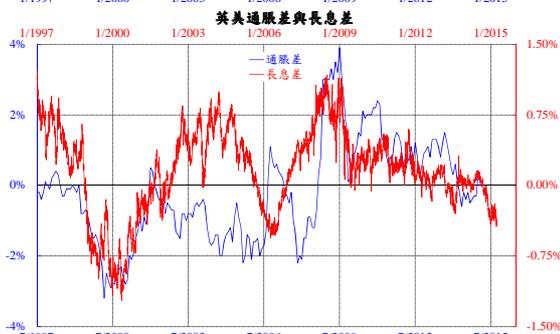
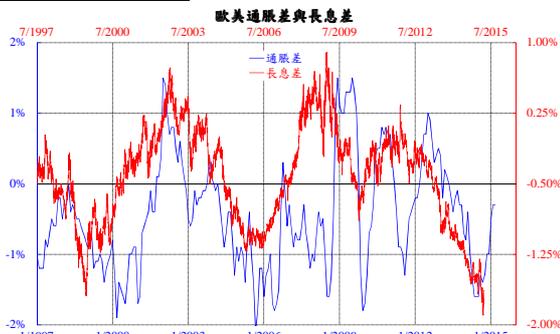
環球通脹低迷，長息因而受壓，眾主要貨幣體系的長息也跌至極近零的水平。究竟通脹對長息有否啓示呢？今文答此一問。

純粹某國的長息與通脹，看不到關係，原因是長息反映的不只通脹預期，還有市場對其他經濟面的預期——試想你對外借錢達十年，考慮的會否只有未來十年的通脹？肯定不止於此。是故要看通脹與長息關係，須先於數據上作運算。之前曾以兩國 GDP 增長差來測長息差，若換上 CPI 又如何？

右方四圖顯示歐、英、日、加四大貨幣體與美國的通脹差（整體 CPI 計）及十年期國債孳息差。為便比較，各圖的上下時間軸亦作相應橫移以反映時差。如圖所見，不是所有對均通脹差領先或長息差領先：歐美、日美兩對通脹差領先長息差，英美這一對則相反，至於加美的一對兩者大致同步。

以歐美、日美兩對而言，通脹差均預示長息差將大幅回升。換言之，一是歐、日息抽升，二是美息回落，三是兩者同時發生。

愚見以為，兩者同時發生的機會較高。聯儲局在加息取態上大幅轉鴿，長息當跌；同時歐、日在大手量寬下，匯價已瀉不少，引發通脹乃至長息回升不足為奇。更何況，兩地經濟根本不是市場之前所想般差，因此歐、日長息追落後相對美息趨強亦合理。



近期除了聯儲局轉鴿外，歐、日央行也放風指量寬的需要性已不如前。幾大貨幣體的政策背馳，相信快將收窄，漸見共識。

羅家聰

【五、匯市篇】

外幣博反彈 紐加菲要揀

上月筆者已講過一眾非美貨幣將迎來大反彈。博反彈，當然博最有潛力貨幣。但哪是最具潛力貨幣？筆者今輪以主要七大貨幣及新興亞洲為主軸，對比了近年三輪美元升浪，一為金融海嘯期，二為2011至2013年，三為去年中至今急升期。三段時期當中以去年中至今升勢最強，期內升近三成，高於前兩次的分別僅一成八及一成六。

看看附表，表一及表二見到先前美元大跌期間，錄得較大跌幅為商品貨幣如澳元及紐元等，另外歐元及英鎊都曾出現明顯調整。不過，2011年至2013年間見到紐元及加元表現較佳，主因當時兩者經濟表現良好，當中加拿大央行更曾聲言收緊貨幣政策。當息差是影響匯率的主要因素下，具加息潛力的固然勝人一籌。

同樣情況亦發生在去年5月至今，英鎊及紐元只跌一成二及一成三，比起澳元及歐元等更具抗跌力。何解？炒加息也。故此，在此輪出現的美元調整間，博紐元反彈是最佳策略，至於英鎊則要小心央行或轉向減息。

在新興亞洲貨幣上，同樣道理，坡元表現一向穩定，主因央行向來以偏緊的匯率政策來對抗通脹。但先前因怕通縮而收緊貨幣升值的斜率，故不宜再追。除了菲律賓披索及印度盧比外，其餘貨幣表現較反覆。後者上，印度盧比由以往大頹勢轉為今年表現第三佳貨幣，主因市場轉炒經濟復蘇步伐良好。至於菲律賓披索，在去年中央行已兩度加息，加上聲明對經濟前景仍樂觀，故可以看高一線。

表一：主要貨幣表現（一）

21/3/08-6/3/09		6/5/11-12/7/13	
日圓	1.4%	紐元	-1.6%
瑞郎	-12.8%	加元	-7.0%
歐元	-18.0%	瑞郎	-7.1%
加元	-20.5%	英鎊	-7.7%
英鎊	-28.9%	歐元	-8.7%
澳元	-29.0%	澳元	-15.4%
紐元	-36.9%	日圓	-18.8%

表二：主要貨幣（二，8/5/14-19/3/15）

瑞郎	-11.3%
英鎊	-12.0%
紐元	-13.8%
加元	-14.1%
日圓	-15.7%
澳元	-17.6%
歐元	-22.2%

表三：亞洲貨幣表現（一）

21/3/08-6/3/09		6/5/11-12/7/13	
坡元	-10.3%	菲律賓披索	-0.6%
台幣	-12.2%	坡元	-2.5%
泰銖	-13.3%	泰銖	-3.1%
馬幣	-14.5%	韓圓	-3.7%
菲律賓披索	-14.5%	台幣	-4.1%
印度盧比	-21.8%	馬幣	-5.4%
印尼盾	-23.6%	印尼盾	-14.1%
韓圓	-35.3%	印度盧比	-24.9%

表四：亞洲貨幣（二，8/5/14-19/3/15）

泰銖	-0.7%
菲律賓披索	-1.1%
印度盧比	-3.8%
台幣	-4.2%
韓圓	-8.5%
坡元	-9.8%
印尼盾	-11.3%
馬幣	-12.0%

劉振業

【六、商品篇】

美元回落經濟不俗 商品反彈首選金屬

美元持續強勢，一眾商品近月跌至四腳朝天。美元由2011年開始上升，上年6月至今升速更是驚人，CRB商品指數亦由2011年4月高位至今跌逾三成。筆者在匯市篇已言第二季美元可能出現大幅回落，照理商品亦會出現良久未見的反彈。這時候，大家一定要把握這個反彈良機。

圖一見到，在近年商品大跌浪上，表現最差為農產品類，跌近四成，其次為金屬與食物類等。正所謂跌得多升得多，回望2009年金融海嘯後的大升市上，圖二見到，金屬及農產品亦是最強勢的兩類商品。筆者建議，在今輪可能出現的另一次商品升市上，金屬類的投資價值絕不能忽視。大家要知道，相較幾年前，現在美國經濟復蘇更強勁，歐豬亦谷底回升，亞洲仍然向好，只有歐洲大國經濟稍轉疲弱，但亦未言衰退。總括而言，現時全球經濟情況應比幾年前穩健。如斯情況下，與經濟強弱關係較密切的金屬類應可迎來另一理想的升市。

講完金屬類，再講講貴金屬走勢，上月一文已分析過美國黃金ETF的持倉情況，反映現在仍持倉都是長線投資者。圖三見到，2011年至今金價雖已跌逾兩成多，但在一眾貴金屬中，表現仍遠勝白金及白銀。當然，如上文所言跌得多，彈得亦多。不過，由於金價在1,130美元似見雙底，加上上月一文已指短炒者已逐漸離場，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。喜好黃金的朋友可試在低位撈金，第二季目標價1,280美元。



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。