

交銀金融

2015 年 5 月號 第 83 期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 一簽多行變一週一行對本港零售乃至整體經濟有何影響？
 - 二、樓市篇 • 美國超低息期最後倒數，樓價卻見後勁不繼，後市不明朗
 - 三、股市篇 • 大中華地區股匯雙贏，中、日、韓、台顯然更受資金青睞
 - 四、利率篇 • 聯儲局顯著下調經濟及通脹展望，或會改變未來加息步伐
 - 五、匯市篇 • 歷來美匯雙頂後均大調整，加元將勝一籌，日圓可免則免
 - 六、商品篇 • 美元回落，貴金屬將可重拾升勢，白銀鈀金各有利好因素
-

【一、經濟篇】

一週一行 經濟不行？

最近，本港自由行政策由「一簽多行」改為「一週一行」，有人關注到這將對經濟帶來多少衝擊。那麼，數據又怎樣說呢？

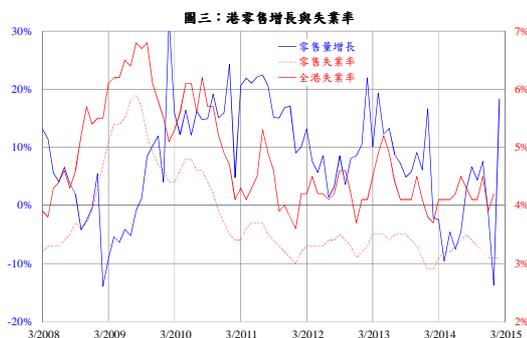
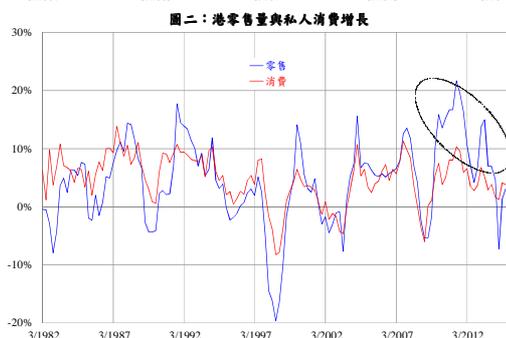
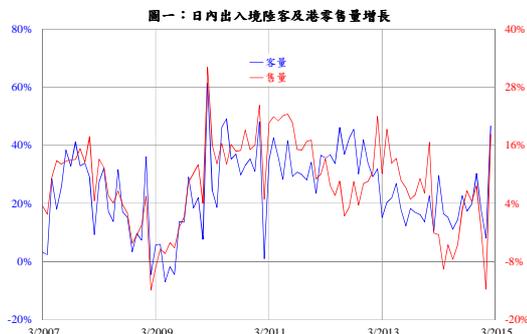
圖一顯示陸客日內進出境人數與本港零售銷量，兩者皆取按年增長。就2007年有紀錄起至今所見，兩者關係甚強。留意，這零售銷量並不只限於貴價或水貨類，而是整體數字。看來，自由行關乎整個零售業。

然而，自由行影響零售業，但零售業與整體經濟關係又多大？圖二為零售銷量與私人消費，兩者同取季度按年變幅。其實，論方向兩者一直一致，只是零售波幅較大，消費則較穩定。近幾年零售銷量顯然大增，不過卻沒帶起直接算入GDP的私人消費，可見旅客帶得起零售數字但帶不起GDP。

零售市道對就業的影響又如何？圖三顯示，零售銷量增長在過去五年趨勢下跌，但失業率並無如2009年前般呈反向上升。至於零售業的失業率走勢，似乎並沒與全港失業率走勢有大分別。看來，旅客乃至零售銷售對就業（包括零售就業）影響不明。

那麼，零售業不景，最直接影響什麼？圖四為零售舖租與銷量增長，均按年變幅。細看即見到，銷量增長顯然領先舖租升幅。近期舖租增長放慢甚至回落，最明顯了。

本港GDP裏頭，批發及零售加起來僅佔半成左右，單計零售部分肯定更少。零售業對整體經濟的影響，或沒大家所想般高。



零售業差所帶來的衝擊，最明顯應是其直接影響的是舖租生意。至於這會否為舖價以至整體樓市帶來衝擊，則需拭目以待。

羅家聰

【二、樓市篇】

美國樓市後勁不繼

2013年10月至今年半以來，聯儲局對美國樓市持續偏淡，近期公佈的數據亦相當參差。現時距離市場預期首次加息時間不足半年，美國樓市的復蘇狀況如何？

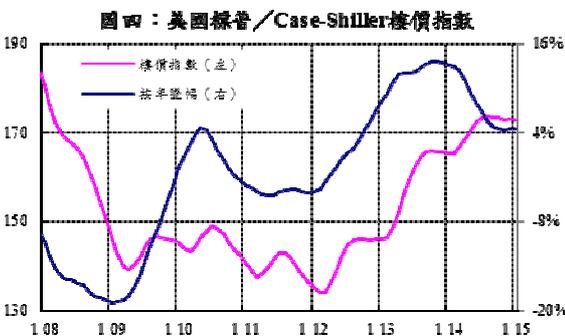
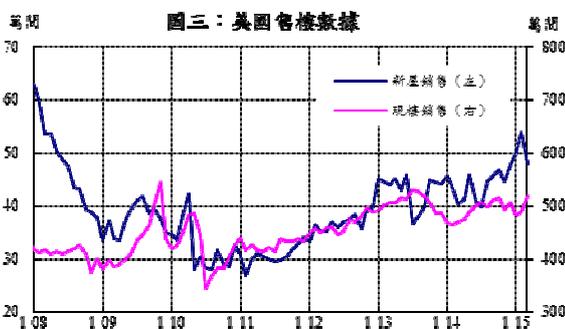
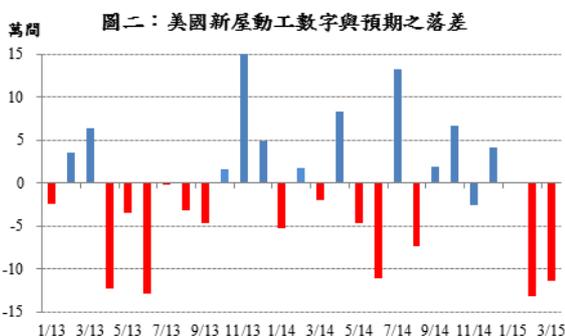
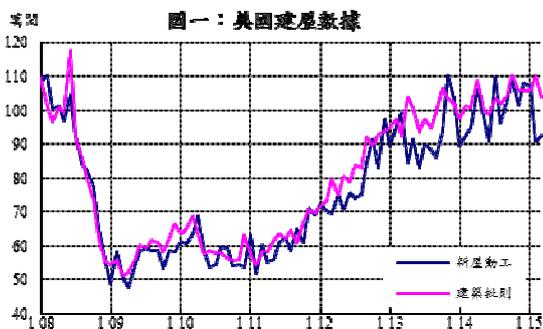
先看領先指標。新屋動工及建築批則數字於過去一年大幅波動，但整體僅呈橫行，新屋動工尤甚，多次急跌至90萬間的一年低位，反映美國樓市復蘇確有停滯跡象。

再者，踏入2015年，新屋動工實際數字連續兩個月大幅差於預期，而過去兩年來差於預期的次數超過一半，意味市場每每高估樓市復蘇的力度。

售樓指標亦見參差。新屋銷售過去兩年大幅波動，近半年開始抽升，但現樓銷售於2013年中見頂後僅呈橫行，未見持續上升。以成交量計，現樓是新屋近十倍，可能更具指標性。

實際樓價方面，標普/Case-Shiller樓價指數雖仍處於升軌，但按年升幅於前年見頂後，去年顯著下滑，並已回到2012年第四季QE3剛開始時的水平，反映樓價有強弩之末之勢。

由此可見，美國樓市各環節表現參差，領先指標無甚進展，新屋銷售仍然可以，現樓則一般；樓價水平有升不起之象，而按年升幅更大幅收窄，在在顯示復蘇已大幅放緩。美國近六年超低息期已作最後倒數，但樓價卻見後勁不繼，預料後市將進一步呈現不明朗。



何文俊

【三、股市篇】

股市歐洲勝美國 大中華勝新興

2015年第二季過了一個月，全球股市大致向好；向好之餘，卻見幾明顯特點，可能對第二季餘下的市況有所啟示。

首先，新興市場在首四個月顯著跑贏，以近9%的升幅，遠勝僅升3%的成熟市場。不過，從時間上看，其實當中有幾番轉折。1月時成熟和新興市場大致同步，MSCI世界指數對新興市場指數比例波動不大。第一個轉折點是1月29日，聯儲局議息聲明相當鷹派，6月加息在望，世界對新興比例於1.71見底後連升個半月。第二個轉折是3月17日，又是聯儲局議息，結果會後聲明與經濟展望大幅轉鴿，市場預期最快9月才會加息，結果世界對新興比例即時於1.85見頂回落，並掉頭跌穿1.70的半年低位。由此可見，年初至今新興市場的強勢主要由聯儲局決策所推動。

其次，MSCI世界指數扣除美國的話，升幅高達8.9%，明顯高於整體的5.4%，更遠高於單計美國的3.3%。該指數主要由美、歐股指組成，換言之年初至今歐股要比美股做得好，即使計及歐元跌幅，主要歐股回報仍比美股優異。

至於新興市場方面，撇除亞洲的指數原來僅升5%，遠遠跑輸只計亞洲的14%，意味拉美及歐非中東等兩大地區的股市表現未如理想，要投新興，應以亞洲為首選。如同時考慮匯率的話，中、日、韓、台等大中華地區表現更見突出，顯然更為資金青睞。如果本季美息無大變化，預料大中華地區的股市將繼續跑贏。

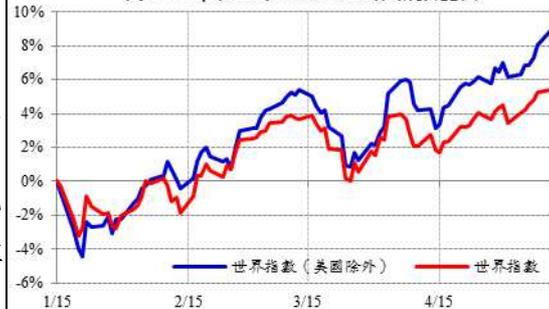
表一：年初至今環球主要股市表現

| 地區 | 股市指數 | 指數回報 | 匯率調整後回報 |
|----|-------------|--------|---------|
| 美洲 | 標普五百指數 | 2.33% | 2.33% |
| | 多倫多綜合指數 | 4.89% | 1.28% |
| | 聖保羅證交所指數 | 10.63% | -0.94% |
| 歐洲 | 歐盟績優五十指數 | 14.96% | 5.63% |
| | 富時一百指數 | 5.79% | 4.76% |
| | 法蘭克福 DAX 指數 | 16.59% | 7.13% |
| 亞太 | 巴黎 CAC 指數 | 17.94% | 8.37% |
| | 日經平均指數 | 12.73% | 13.57% |
| | 恒生指數 | 18.93% | 19.00% |
| | 上證綜合指數 | 38.48% | 38.59% |
| | 韓國首爾綜合指數 | 10.99% | 13.69% |
| | 台灣加權指數 | 6.02% | 9.82% |
| | 新加坡海峽時報指數 | 3.15% | 3.57% |
| | 雅加達指數綜合指數 | -2.33% | -6.11% |

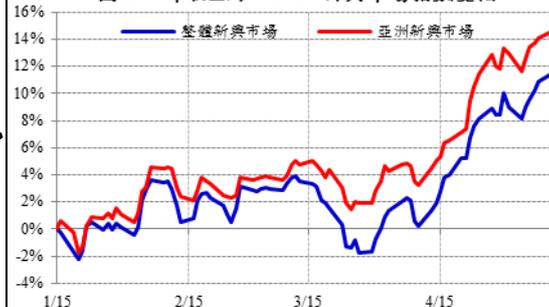
圖一：MSCI世界指數對新興市場指數比例



圖二：年初至今 MSCI 世界指數變幅



圖三：年初至今 MSCI 新興市場指數變幅



何文俊

【 四、利率篇 】

經濟形勢複雜 美息展望下調

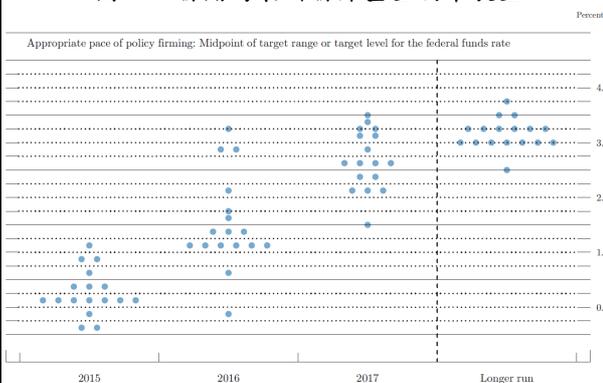
3月號本篇曾提到，聯儲局官方與市場對今年底的利率展望將於議息會議後趨向一致。當時的市遠期曲線顯示今年底的引伸利率將到達 0.555 厘，而官方的展望為 1.125 厘，分歧可能會以「一人讓一步」的方式消除。

結果，3月議息會議後雙方展望果然趨同，但方式卻是官方讓步半、市場讓半步。現時官方與市場對今年底的利率展望分別為 0.625 厘及 0.350 厘，息差僅 0.275 厘，較議息前的 0.57 厘大幅收窄逾半，反映雙方對利率前景的看法漸趨一致，方向為曲線向下。因此，短期資產市場趨向平靜，未見炒作加息預期。

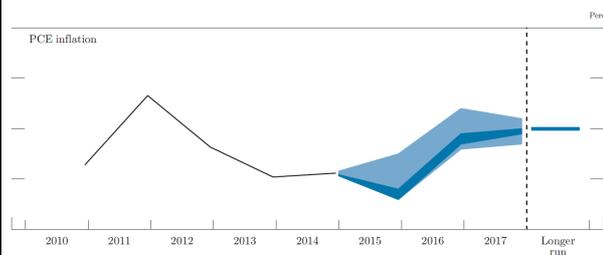
聯儲局最新的聯邦基金利率點陣圖所示，全體委員對今年底的利率預測中位數固然較去年 12 月下移了 0.5 厘，但更重要的是，委員對明年底的利率預測中位數下移幅度更大，由原來的 2.5 厘大幅下移至 1.875 厘，幅度達 0.625 厘。後年底的利率預測中位數下移幅度則與今年底相同，為 0.5 厘。

另外，委員同時將通脹率達標的預測時間由明年底延至後年底，並將今、明、後三年的經濟展望顯著調低。如此調整，似乎為下調未來三年的利率預測提供了合理解釋；即使失業率展望亦顯著下調，亦未能阻止預測利率曲線走低。近月不少聯儲局官員公開露面時均強調後續加息步伐遠較首次加息時間重要，其理亦同，因為這反映了美國的中期經濟狀況。

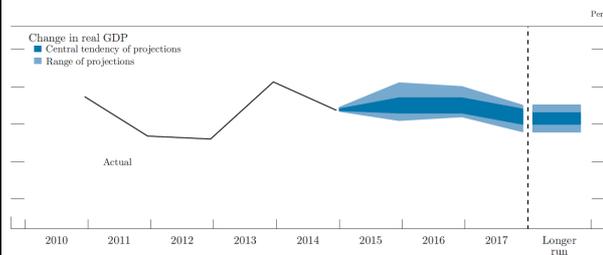
圖一：聯儲局最新聯邦基金利率展望



圖二：聯儲局最新通脹展望



圖三：聯儲局最新經濟展望



今次展望與上次展望相距三個月，但委員對前景的看法已有明顯轉變，意味他們認為第一季的經濟與市場狀況變化並非純粹短期，可能會影響到美國的中期經濟表現，因此改變了未來的利率預期。此等變化，包括數據參差、油價低迷、通脹不振、美元走強、政策分歧，乃至希臘問題及亞投行等「國際形勢發展」。究竟它們會如果影響美國的中期利率走勢，宜拭目以待。

何文俊

【五、匯市篇】

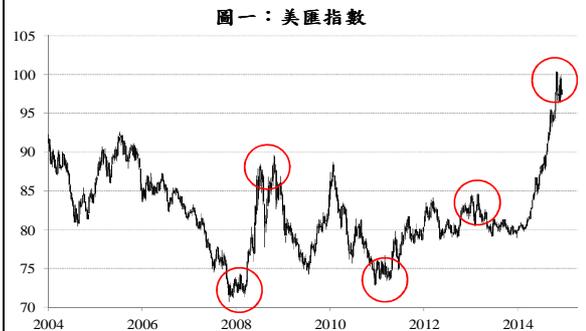
美元續調整 加元有力升

執筆前還未公佈最新一輪議息結果，但由於3月會議中已見聯儲局言論傾向鴿派，以及估計在9月才加息下，耶倫大可留待6月及7月會期才公佈加息細節。此情況下，第二季美元應會持續調整，大家於今季可放心買入一眾非美貨幣。

基本因素配合美元回調，技術上又如何？先看看圖一，圖中見到美國由2004年開展加息期至今，美匯曾經出現多次轉向。首先，筆者所指的轉向是以月計，即轉向後起碼半年內不會返回前高位或低位。圖一見到，2008年至今，每次大型轉向美匯指數均出現明顯雙頂或雙底，亦即坊間所指的「前後腳」。美匯由去年中急升至今，於100水平已見雙頂，配合耶倫或延遲至9月才加息下，美元今季幾可肯定出現相當幅度調整。

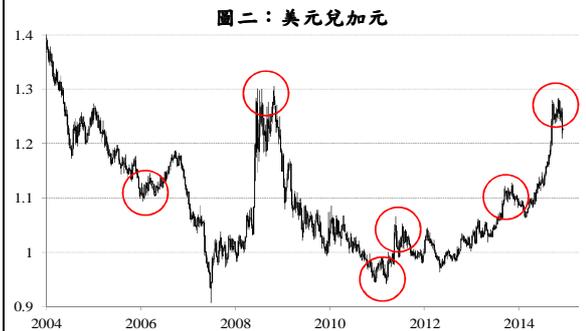
美元回調下，一眾非美貨幣當然轉強。表中見到，由3月19日議息後至今，最強勢為加元。無他，一來油價經過大半年來的洗倉後已在低位企穩，二來加拿大央行見油價回穩下未再大放鴿派口風，兩方利好因素應能帶領加元強勢反彈。同時間，美元兌加元亦與圖一美匯同樣在轉向間常出現雙頂及雙底形態。在美元兌加元於1.28至1.30見雙頂下，第二季可回落至1.16水平。

最後，當然不可不提是暫時包尾的日圓。圖三見到美元兌日圓於近年多次以三角整固形態出現，但隨後美元兌日圓都爆上。第二季美元雖回落，但依近月日圓弱勢下，估計市場仍擔憂日本央行將出招放水，故此



G7 貨幣表現 (19/3/15-28/4/15)

| | |
|----|------|
| 加元 | 5.4% |
| 瑞郎 | 3.9% |
| 英鎊 | 3.4% |
| 紐元 | 3.4% |
| 澳元 | 3.3% |
| 歐元 | 2.3% |
| 日圓 | 1.6% |



日圓反彈幅度應較弱，美元兌日圓支持在115至116水平，下半年美元兌日圓可再回勇。

劉振業

【六、商品篇】

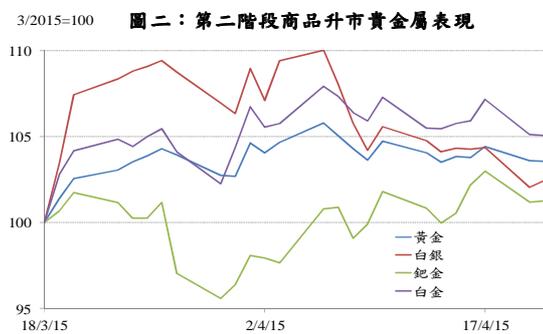
美元回落商品回勇 白銀鉑金發力炒上

今年首季美元持續強勢，一眾商品跌至四腳朝天。不過，近期筆者都言第二季美元可能出現大調整，按道理商品亦會出現良久未見的反彈，今回就跟大家看看貴金屬表現。

黃金及白銀向來是焦點，但自2011年金、銀價見頂後，大家對金銀的熱情似乎稍為退卻。不過，若大家同意第二季美元將回落的話，事情可能變得不一樣。

先回看近年商品表現。自2008年金融海嘯後，以CRB商品指數計算，商品牛市只有2009年3月至2011年中約兩年多。圖一見到，這段升市間，四大貴金屬以白銀及鉑金表現最好。無他，銀價向來大上大落，炒味極濃。如圖二見到，由3月19日議息後反彈至今，銀價原本跑贏其他貴金屬，但其後調整幅度亦大。至於鉑金，雖然圖二見到近月走勢頗弱，但無論在圖一商品升市或圖四2011年至今年3月商品見底間，鉑金不跌反升，當中不乏基本因素如工業生產漸轉以鉑金取代其他貴金屬而刺激鉑金需求等等。白銀波幅大，鉑金有基本因素支持，美元調整市中大家可考慮低吸。

大家可能奇怪為何筆者沒有提及白金及黃金。前者上，圖一至圖四見到，升市跑輸，跌市亦未見抗跌力，非好炒也。至於黃金，筆者視之為黑馬。雖然圖一及圖二見到商品升市間黃金動力較弱，但圖三及圖四見到兩段商品跌市金價抗跌力皆不俗。在此等波動市上，金價今季有機會追落後炒上，建議目標價在1,260至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。