

# 交銀金融

2015年10月號 第88期  
逢月初發行

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 失業率再跌，經濟增長持續向好，歐洲經濟復蘇仍有睇頭

---

  - 二、樓市篇 • 股市爆落，樓市成交卻早已後勁不繼，轉角時間愈來愈近

---

  - 三、股市篇 • 油價跌逾年，能源企業股價跌、違約價差升，爆煲風險大

---

  - 四、利率篇 • 通脹與失業率，誰較主宰政策利率？誰較受債市所關注？

---

  - 五、匯市篇 • 聯儲局年內仍有機會加息，但小心美元好倉趁消息作回吐

---

  - 六、商品篇 • 金油關係若即若離，大市轉差利淡商品下，避險造好黃金
-

【一、經濟篇】

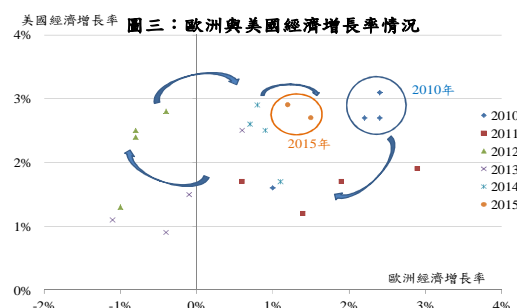
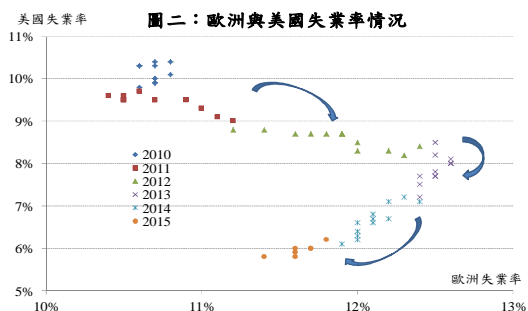
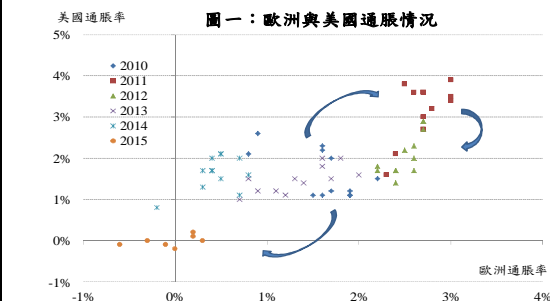
歐洲谷底復蘇 就業經濟有睇頭

歐洲、美國、亞洲，是為全球經濟增長三大引擎。亞洲以至其他新興地區問題，相信不用再多講，炒美國加息令資金逐漸撤出亞洲及新興市場令其經濟問題浮面。能撐起全球的，似乎還要看歐美先進大國。

以股市看經濟，近年美股穩步上升反映投資者對當地經濟樂觀。至於歐洲，由於歐債危機不時發生，歐洲股市大上大落。不過，自7月希債危機告一段落後，似乎希豬不會在短期內再作亂，起碼今年機會甚微。基本上，近年歐洲經濟復蘇情況確實不俗，先講通脹，圖一見到，現時美國及歐洲通脹皆已跌穿2010年低位，這都是拜油價大跌所賜，而這亦是環球普遍出現的情況。

但若以失業率及經濟增長看，歐洲經濟從谷底回穩就十分明顯。圖二見到，2010年歐債危機初起至2013年，歐洲失業率確是不斷上升，但自此後，於去年歐洲央行認為經濟已再次滑坡而兩度減息下，其實失業率已經持續回落，直到今年跌至2012年低位，反映歐洲就業市場並不如外界所想般差。

相比美國5.1%的失業率，歐洲當然無得比。但資產市場炒的是前景，有復蘇前景就有得炒，那歐洲失業率持續回落就是一大焦點。除此之外，圖三見到，以按年經濟增長計算，歐洲經濟雖曾收縮，但現時已經回升至接近2010年水平，美國亦如是。表面上看似不太特別，但大家要記得，這幾年歐



元區是發生過不同形式的危機，當中希臘好幾次差點脫歐不在話下，塞浦路斯銀行危機以至意大利政局不穩又如何？如斯情況下，歐洲經濟仍能跟隨外圍逐步回穩，底子不夠厚是辦不到的。歐洲經濟，實在不如外界所想般惡劣。

劉振業

【二、樓市篇】

樓市轉勢倒數階段

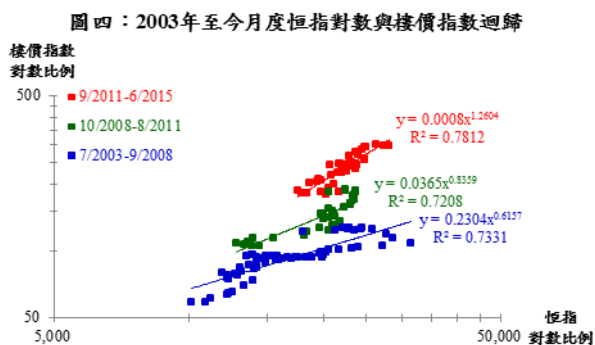
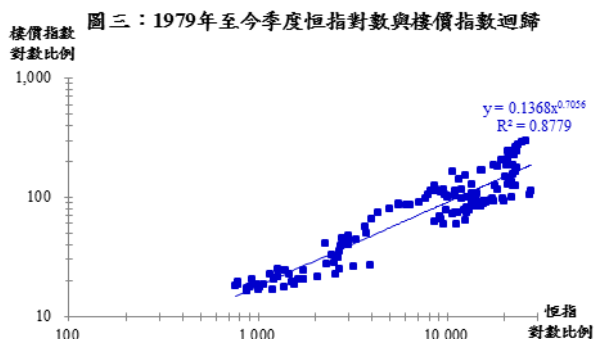
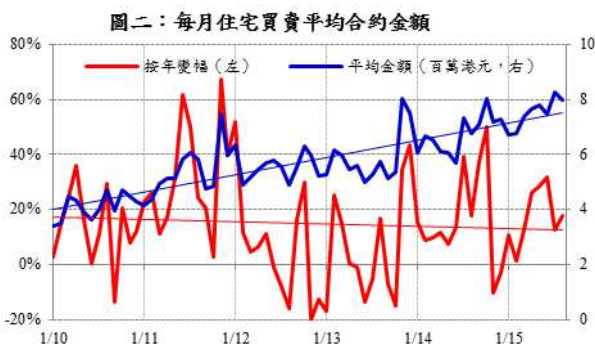
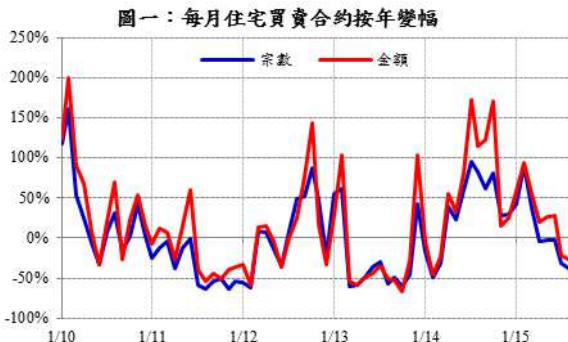
近月港股大幅下挫，並且跌穿 2008 年金融海嘯低位延伸至今的上升軌，確認轉勢；另一方面，本地樓市減價成交消息頻傳。股市大跌下，樓市氣氛有無逆轉跡象？

土地註冊處的住宅樓宇買賣合約數字看，原來在上月股市大跌的同時，成交合約宗數已跌至 4,000 宗以下，正是 2013 年第二、三季市場出現「收水恐懼 (Taper Tantrum)」時的水平；按年變幅更早於今年 2 月見頂，然後短短半年間由按年大增逾九成大幅下滑至按年大減近四成，反映樓價雖然屢創新高，但成交嚴重背馳，入市意欲有轉向跡象。

另一方面，住宅樓宇買賣合約金額亦有同樣情況；如將合約金額除以合約數字，更見所得的每張合約平均金額雖然明顯趨升，但按年變幅卻緩步趨跌，兩者大幅背馳，反映前者升勢可能已到最後期，難以持續。

事實上，歷史數據顯示，由 1979 年第四季至今，差估署的私樓樓價指數與恒指走勢的相關性高達 0.85，呈統計顯著，意味港樓港股一向同升共跌。迴歸分析更顯示，自 2011 年歐債危機開始，恒指走勢可解釋近八成樓市走勢，兩者近年關係愈趨密切。

綜合以上觀察，可以發現，早於股市近月爆落之前，樓市成交已後勁不繼，市場天價承接的意願成疑。隨著市場氣氛逆轉，業主企硬心態漸漸改變，放盤開價議價態度料趨進取，樓價轉角的時間已愈來愈近。



何文俊

【三、股市篇】

跌市能源重災區 爆煲風險不排除

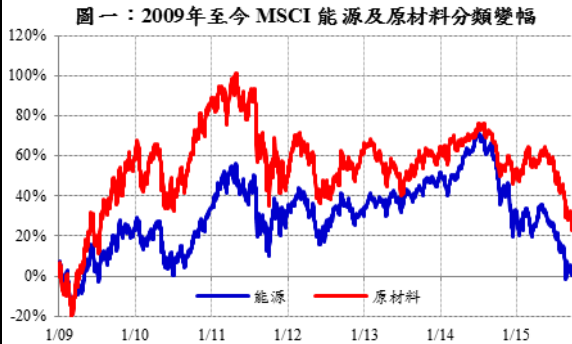
過去一個月，環球股市跌勢持續，MSCI 世界指數單月跌近 3.5%；細看之下，能源及原材料分類指數卻分別大跌 7% 至 8%，毫無疑問是重災區。

不過，單計能源及原材料兩大難兄難弟，前者要比後者難看得多。在 2009 年至今整個復蘇期內，原材料累計升逾兩成，雖已跑輸升逾七成的世界指數，但能源卻幾無變動，更屬嚴重跑輸。換句話說，環球能源股表現已回到 2008 年第四季的危機時期。

事實上，過去二十年來，雖然能源分類對世界指數比例在 2008 年中一度衝上 0.23 的高位，但金融海嘯爆發後該比例其實以一浪低於一浪的形態走低，反映在全球復蘇的同時，能源分類持續跑輸大市。值得注意的是，在 2011 年中全球通脹見頂至去年年中，雖然油價大部分時間在 90 美元上下橫行，但期內能源分類卻一直向下，意味在能源價格仍然高企時，市場已不看好能源分類，為今年的暴跌埋下伏線。

另一方面，油價和股價大跌，已令整個能源分類板塊的信貸風險大升。自從去年 11 月油價跌穿 80 美元起，美洲能源企業的信貸違約價差持續大幅抽升，當中垃圾級別更一度抽至 2011 年歐債危機以來的最高位；投資級別稍好，但價差也大幅拋離其他企業板塊。

油價見頂下跌至今已經五季，相信已對中上游能源企業構成重大壓力；在油價、股價持續不振下，企業爆煲風險絕不能排除。



何文俊



## 【 四、利率篇 】

## 美息短加長減

美國推遲加息，早年的理由是就業尚未滿意，今天的理由卻是通脹仍未稱心。

的確，兩個都是政策目標。不過，到底央行們考慮通脹多些還是就業多些呢，倒要看看數據才有結論。今次取美歐差距為例，這可窺視政策相對合理性，對匯有啓示。

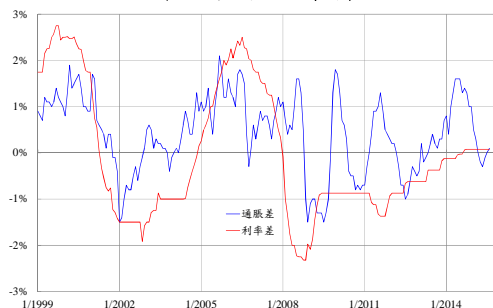
圖一為美、歐的通脹差及政策利率差。自1999年有數據起至今，兩者走勢一致，但難分先後。儘管兩個差距不時互有高低，但目前兩個差距水平相若，即兩地政策大致合理地反映通脹差距，符合通脹目標。

圖二將通脹差換上失業率差。因失業率理論上跟利率成反比，故左軸逆向。如圖所見，目前美歐利率差偏低，未符失業率差。換言之，假使央行政策較重視就業，美國應相對歐元區加息，或歐元區相對美國減息。數據看來，兩地央行政策還較取決於通脹。

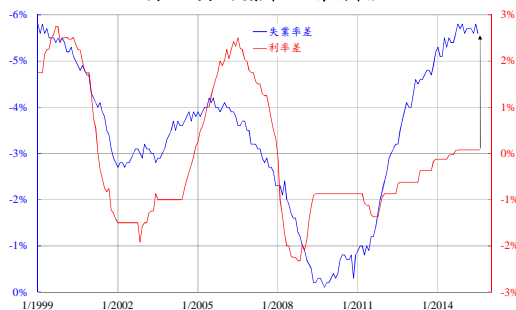
政策利率看過，現轉看十年長債孳息。長息不由央行決定，但卻反映市場的看法。圖三、四將政策利率換上長息來再做一次。一眼即見，長息差較反映的並不是通脹差，而是失業率差。換言之，市場較以實體經濟——失業率——來判斷（相對）長期利率。

緣何早前短債息抽，反映債市預期美國9月加息，結果估錯？原因正是今文所指，市場較從就業角度看息，而央行則從通脹。這結論對一國息口展望未必有用，但對兩地相對息差，或是孳息曲線斜率則甚有啓示。

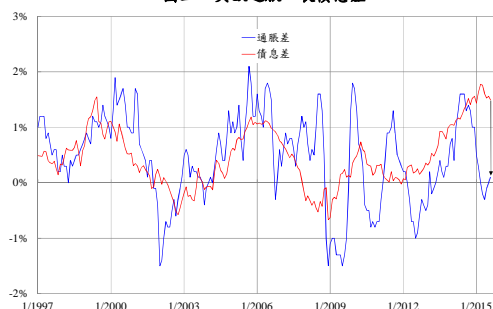
圖一：美歐通脹、政策利率差



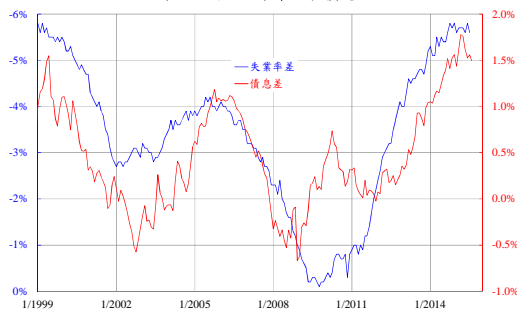
圖二：美歐失業率、政策利率差



圖三：美歐通脹、長債息差



圖四：美歐失業率、長債息差



如圖二、三的判斷正確，則美相對歐的短息應抽、長息應軟。這即是美元孳息曲線相對歐元平坦，是美國加息前的典型現象。

羅家聰

## 【五、匯市篇】

加息利好美元？小心出現反高潮

膽小耶倫就是沒勇氣把息口回歸正常水平。3月因為油價大跌已經延後了加息，今次新興市場問題又令耶倫再次龜縮。筆者估計，聯儲局年內應會加一次息，而加息前美元只會呈上落市，這是由於耶倫模稜兩可的態度。不過要留意一點，近年美元升市或已計及不少加息因素，實在難保美元在加息以後反而會掉頭回落。

筆者有這擔心不無道理，除了要小心因現時美元或已計及加息因素而出現的 buy on rumour sell on fact 外，技術角度上，圖一見到在美匯指數的月線圖上，年初至今已經出現強烈超買，根據往時經驗可見，月線圖出現超買或超賣的情況極之罕見。圖中見到無論 2008 年超賣或 2000 年的超買，其後都出現強勁轉勢。懂技術分析的朋友都知月線圖是屬於較穩定的技術圖象，即出現信號的次數極少，但每次出現信號後，轉向機會皆十分高，此乃大家不得不留意的。

同樣地，歐元形勢亦值得留意。基本因素上，相信自 7 月初談判成功後，年內歐豬再起風雲的機會不大。另外，近年歐洲經濟復蘇速度著實不錯，詳細情況可看經濟篇。因此，筆者不會小看歐洲的吸資能力。至於歐洲央行可能再出 QE 而令歐元弱勢？但大家亦要記得以往曾經試過炒 QE 而撐經濟並令歐元走強。因此，炒歐洲復蘇概念應是市場焦點。

技術上，圖二見到歐元月線圖已出現多年未見的超賣。同樣地，歷史可見在 2008 與 2003 年出現的超買，或 2000 年的超賣皆

圖一：美匯指數



圖二：歐元



圖三：紐元



見大轉向下，現時由 2008 年起的大跌而出現之超賣，實在有可能在年底前出現一陣強勁的反彈。

除了歐元外，部分近期跌得過份的貨幣亦可能開始見到支持，當中以炒減息的紐元更要值得留意。10 月底紐元亦會議息，再減息機會大，紐元或跌至 0.58，但技術上紐元同樣已經在月線圖超賣，估計年內跌勢有機會回穩。須知紐元波幅大，萬一反彈，力度絕對有睇頭。總括而言，年內美元的強勢絕不能過份高估，因為炒加息的概念，或許已經不如想像中好炒。

【 六、商品篇 】

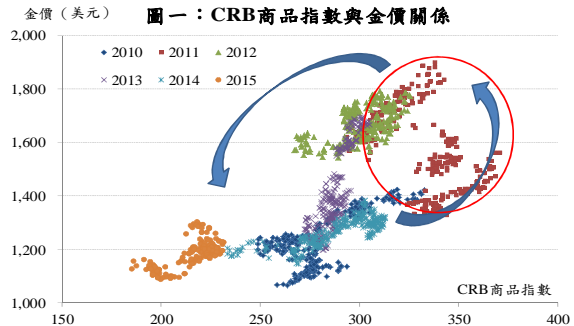
危機爆煲不炒油 金價避險有運行

上月筆者建議大家低位建倉買油，黃金則以靜制動，及後油價即來個大彈。到了今天，這個策略仍然可行嗎，尤其是近月炒新興市場危機下，金價仍會無運行嗎？

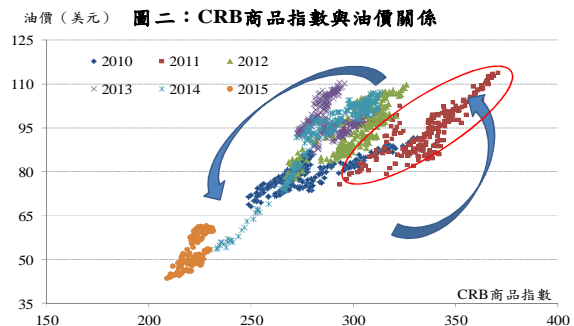
先回顧一下近年商品走勢。2010年歐債危機開始後，圖一及圖二見到，商品價格與金油走勢大致同向。但留意一點，圖一見到，2011年歐債危機爆煲間，商品與金價的正向關係發生變化，跟圖二商品與油價的正向關係稍有不同。再看圖三，2011年金價與油價的關係呈反向，一升一跌，與其餘時間同升同跌情況大相徑庭。

為何要特別提及2011年歐債危機？除了今年7月希臘差點脫歐外，2011年中希臘也差點因還不了債款而遭踢出歐元區，當期恐慌情緒絕不亞於今年7月初。現時歐債危機雖暫緩解，但新興市場走資潮及經濟危機呢？近月股市不振已經說明市場正憂慮下一輪經濟危機將在新興市場發生。2011年歐債危機間，市場擔憂希臘脫歐令金價發揮了避險作用而抽升至歷史高位1,921美元，同時市場亦擔心經濟前景不明朗令原油需求下跌，故油價跟隨商品價格回落。由此可見，大時大節炒經濟危機，金價絕對可與商品及油價有不同方向。

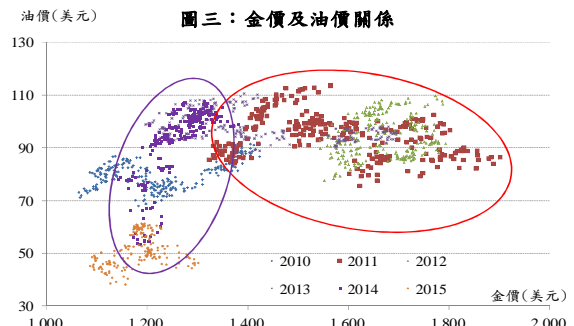
2011年歐債危機大市轉差，而現時亦因新興市場問題而蒙上陰影。圖四見到，2010至2012年商品與全球股市走勢同向，2013至2014則出現了少許轉變，但今年卻好像再次出現同向。若走勢持續，萬一新興市場危機來臨，股市大跌，商品亦將無運行



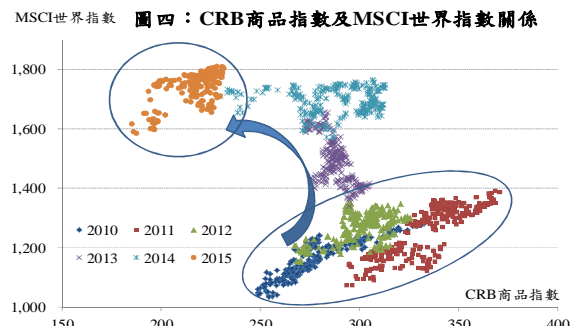
圖一：CRB商品指數與金價關係



圖二：CRB商品指數與油價關係



圖三：金價及油價關係



圖四：CRB商品指數及MSCI世界指數關係

，到時情況可能會如2011年歐債危機般，股跌，商品跌，油跌，但金就升了。

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。