

交銀金融

2015 年 12 月號 第 90 期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 歐元區復蘇動力不俗，豬國勢頭猶勝德法，量寬大可不必
 - 二、樓市篇 • 本地樓價創新高，但按年變幅及對租金比例出現見頂之兆
 - 三、股市篇 • 環球股市成也聯儲局敗也聯儲局，成熟、新興後市均不妙
 - 四、利率篇 • 聯儲局 12 月加息應無懸念，來年加息步伐則繫於油價升幅
 - 五、匯市篇 • 恐襲未震散歐元，但央行或因此而大幅放水，歐元仍偏弱
 - 六、商品篇 • 黃金投資需求底部抽升，聰明錢有入市跡象，金價不太淡
-

【一、經濟篇】

豬國復蘇理想 量寬理據薄弱

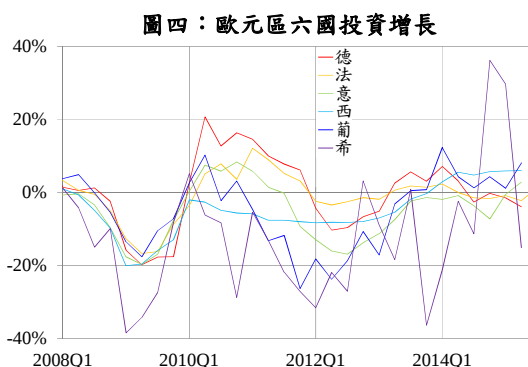
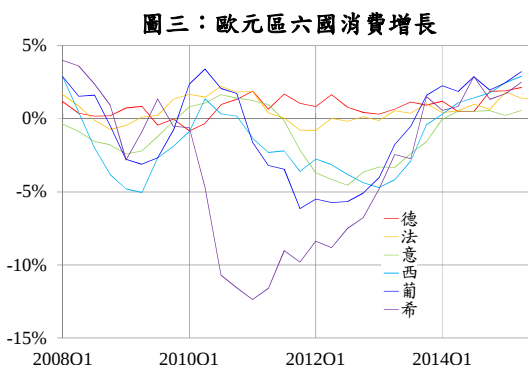
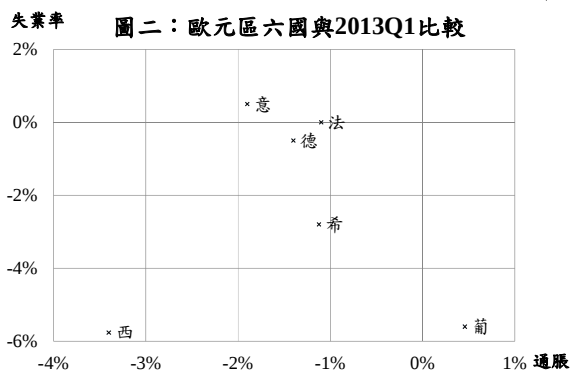
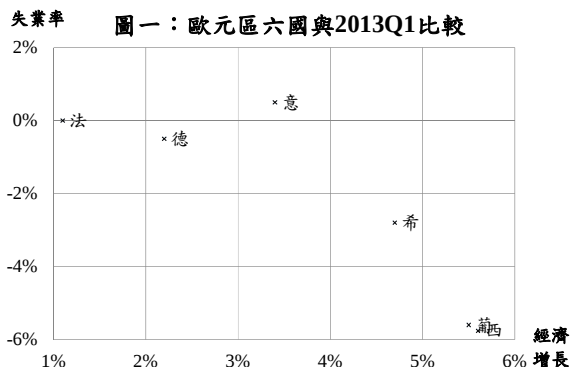
歐洲要加碼量寬，但除通脹低了點外，實在看不到歐元區有何不妥，搞到要量寬。歐元區 GDP 由 2013 年首季收縮 1.1%改善至上季增長 1.6%，同期失業率則由 12.1%直線跌至 10.8%，復蘇步伐可謂相當理想。

量寬是遷就弱（豬）國嗎？看數據吧。今文看德、法、意、西、葡、希六國數據，頭四者依次為區內四大國，後四者為歐豬國（即頭兩者狀況較佳）。圖一將六國最新的 GDP 增長與 2013 年首季（即最差時）比，縱橫二軸分別為失業率及 GDP 增長，變相驗證奧根定律（Okun's law）有否彰顯，即 GDP 增長改善之際失業率有否跌，或是否偏近圖一右下方。圖一所見，西、葡兩豬國其實表現最好，GDP 增長大升失業率大跌；反而法、德這兩偏左上方的表現相對差。

圖二將 GDP 換上 CPI，變相驗證菲臘普斯曲線（Phillips curve）是否奏效；同樣，愈偏近右下，通脹愈升愈能換來失業率跌。觀圖所見，葡國表現最好，其他則一般。

圖三、四為六國的實質私人消費及投資增長。如圖所見，西、葡、希的消費增長均強勁，猶勝德、法；至於投資，除希臘較為反覆之外，勢頭上同樣是豬國勝過大國。

由是觀之，量寬加碼為弱（豬）國之說也不成立。要是打正旗號通脹目標谷物價，央行買石油好過買債了。復蘇之下無通脹，即菲臘普斯曲線失效，此乃全球皆然現象，谷也未必谷得來。畢竟有復蘇就可以了。



復蘇如斯，央行量寬大可不必。這亦不意味歐元區很不濟；相反，復蘇得不錯哩！

羅家聰

【二、樓市篇】

本港樓市見頂之兆

本月美國加息機會極大，加上港股見頂、美匯走強，多個影響本地樓市情緒的因素同時於年內出現，加上減價、蝕讓消息開始見諸媒體報導，樓價必升的預期似起變化，樓市是否已經見頂？

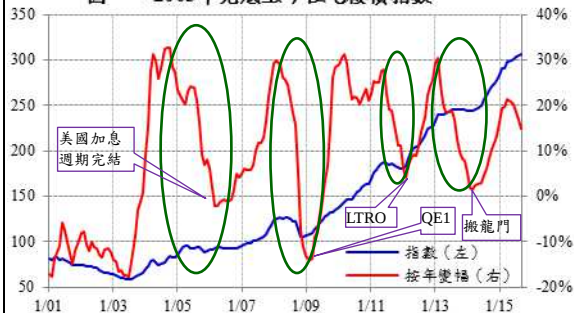
單純從差估署公佈的樓價指數看，雖然 9 月港股跌至兩年低位，但樓價卻再創歷史新高，看來本地樓市並未受環球資產市況波動影響，未知是否受到聯儲局當月暫緩加息所影響。

不過，從樓價指數的按年變幅看，見頂情況卻相對明顯。由 2003 年樓價見底回升至今，每次按年變幅見頂後，回落時間介乎一至兩年，而且起碼跌至單位數增長甚至收縮。今趟見頂時間為今年 4 月，按此伸算，數價在未來半年持續錄得按年變幅向下的機會很大。

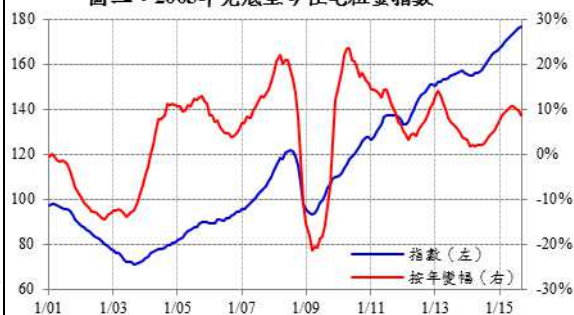
要注意的是，過去幾次按年變幅突然見底回升，均與央行的大型寬鬆動作或預期有關，例如 2006 年中美國加息週期結束、2009 年初 QE1、2012 年初的 LTRO，以至 2014 年初聯儲局無視失業率即將達標而搬龍門等。倘若當時歐、美央行無此等重大的寬鬆動作或預期，樓價按年變幅能否止跌回升，尚屬未知之數。

除了樓價外，租金的按年變幅亦有類似情況，更呈現一浪低於一浪的形態；由 2008 年金融海嘯至今，整個波動區間的高低位均遠低於樓價指數。將樓價指數除以租金指數，可見樓價由 2003 年見底至 2008 年見頂期間，兩者比例大部分時間在 0.8 至 1.2 間波動間，2004 年起更跡近橫行，即租金大致與樓價拍住上；2009 年後，受惠於全球放水救市，樓價急升，但兩

圖一：2003 年見底至今住宅樓價指數



圖二：2003 年見底至今住宅租金指數



圖三：住宅樓價指數及其對租金指數比例



者比例卻跟隨樓價單邊抽升，意味租金跟不上樓價升幅，買樓回報率漸漸被樓價拋離，資本增值的預期成為支持樓市天價的最大因素。

由是觀之，現時樓價必升的預期似乎已經逆轉，租金回報在多年跑輸下亦難以支持樓價不跌，按年變幅確認見頂是重要訊號，樓市後向不容樂觀。

何文俊

【 三、股市篇 】

加息預期轉 新興市場亂

踏入第四季，全球股市主要受聯儲局的政策預期所牽動。10 月初美國公佈的非農業新增職位遠差於預期，引發市場炒作聯儲局年內難以加息，確認股市見底回升；到了10月底，聯儲局議息聲明強烈暗示12月可能加息，全球股市升勢隨即止住。

從各板塊的走勢亦可看出加息預期變化的痕跡。在整個10月，反映全球成熟市場的MSCI世界指數大升近9%，在升幅榜三甲中除了資訊科技這升市常客外，竟見原材料和能源股這兩大息口敏感板塊亦升約一成，與前者並駕齊驅。不過，議息過後，MSCI世界指數卻回吐近1%，但原材料和能源股卻雙雙跌回，前者更與電訊服務及公用股並列榜尾，恰巧後兩者的收益性質亦不喜加息環境。

新興市場指數表現更差，在10月炒作不加息期間，雖然一度以近一成的升幅跑贏成熟市場的8.6%升幅，能源亦一支獨秀升逾一成。不過，在聯儲局議息後，即使有歐央行的加碼量寬預期，但新興市場的亢奮氣氛仍無以為繼，指數至今倒跌近3%，大輸家正是電訊服務、公用及原材料股。

值得注意的是，雖然11月加息預期180度轉軸，但市場仍然普遍相信聯儲局只有條件加息一次，然後收檔，甚至可能要掉頭減息，只有少數大型投行估計加息步伐快於市場預期。不過，現時聯邦基金利率期貨已預期明年加息兩次的機會超過六成；此預期一旦成真，新興市場顯然首當其衝，百分之二、三的跌幅料難以埋單。

表一：10月初至聯儲局議息前世界指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
資訊科技	11.2	非必需消費品	7.4
原料	10.7	必需消費品	7.2
能源	9.9	金融	7.1
電信服務	8.4	醫療保健	5.6
工業	8.4	公用事業	4.7

表二：10月底聯儲局議息後世界指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
工業	0.5	必需消費品	-1.3
醫療保健	-0.3	金融	-1.7
資訊科技	-0.3	電信服務	-2.1
非必需消費品	-0.4	原料	-2.3
能源	-1.0	公用事業	-4.3

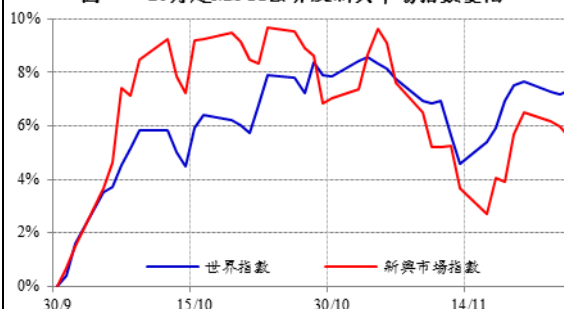
表三：10月初至聯儲局議息前新興指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
能源	10.2	醫療保健	6.6
非必需消費品	9.3	公用事業	6.5
金融	9.0	工業	6.1
資訊科技	8.5	必需消費品	5.9
原料	8.0	電信服務	3.0

表四：10月底聯儲局議息後新興指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
資訊科技	-0.2	金融	-3.4
能源	-1.3	工業	-3.8
非必需消費品	-2.0	電信服務	-4.3
必需消費品	-2.3	公用事業	-4.9
醫療保健	-3.1	原料	-7.2

圖一：10月起MSCI世界及新興市場指數變幅



假如新興市場大幅波動，成熟市場又能否獨善其身？今年8、9月的市況或許能給投資者一點啟示。

何文俊

【 四、利率篇 】

加息無懸念 明年息口看油價

今個月可謂是自 2009 年金融海嘯後最重要的一個月，因為聯儲局極大機會由以往寬鬆貨幣週期進入緊縮政策階段。

加息機會如此大嗎？耶倫在任聯儲局的鴿大媽態度人人皆知。本來大家預今年中開始加息，但結果 6、7、9、10 月均不加。然而，10 月份會議紀錄（見表）表明 **appropriate to raise the target range at its next meeting**，明確地以 raise 一字來對市場發出加息訊號，連鴿媽都轉軚，看來今次是認真了。

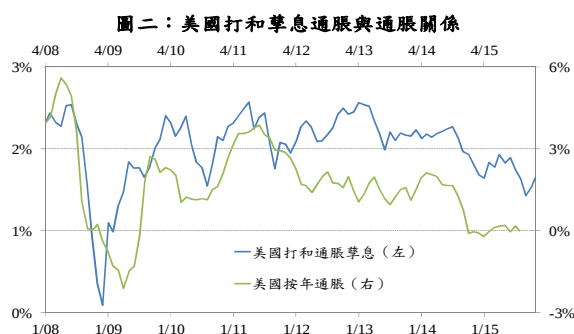
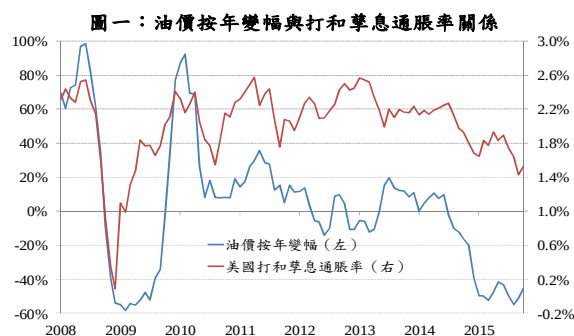
當然，加息是有條件的。第一，聯儲局指出 **unanticipated shocks do not adversely affect the economic outlook**。12 月會有大事爆鑊嗎？天曉得。至於勞工市場及通脹兩大因素上，前者持續復蘇已無懸念，後者則是維持 2% 的中期通脹目標。但既然是中期，即短期低於 2% 是無問題下，加息似無懸念。

12 月加息如箭在弦，但明年呢？現時市場仍有重大分歧。根據就業與通脹兩大因素，前者已經持續復蘇，故通脹前景已主宰聯儲局來年的加息路線圖。圖一及圖二皆見美國打和華息通脹率（美國十年期債息減抗通脹債券息）與油價按年變幅有正向關係，而圖二的打和華息通脹率領先通脹一季。這即油價影響通脹預期，繼而領先通脹。故聯儲局來年會否加多幾次息，油價是關鍵。

其實大家要弄清楚，坊間常言今年原油已供過於求，故油價大跌乃理所當然。非也。事實是原油需求自 1982 年已求過於供，

聯儲局議息聲明

建議	The Committee decided to indicate that, in determining whether it would be appropriate to raise the target range at its next meeting
條件	Unanticipated shocks do not adversely affect the economic outlook and that incoming data support the expectation that labor market conditions will continue to improve and that inflation will return to the Committee's 2 percent objective over the medium term.
憂慮	However, a couple of members expressed concern that this wording change could be misinterpreted as signaling too strongly the expectation that the target range for the federal funds rate would be increased at the Committee's next meeting.



2011 年則達至高峰的 500 萬桶短缺，近年亦處於此水平上落，故供過於求只是炒作藉口。只要大家認清事實後，難保油價來年會有一陣的大反彈，到時通脹回勇下，不要旨意耶倫年年都做大鴿媽了。

劉振業

【 五、匯市篇 】

巴黎恐襲震歐元 央行放水推歐元

11 月中法國遭遇不幸的恐襲，全球為之震驚。不過，市場對恐襲亦不過於驚嚇，港股於隨後的星期一只是跌了三百多點，而翌日亦立即反彈三百多點，似乎大家未有被嚇怕。

今次大家普遍都拿美國 911 事件作對比。不過，兩者始終有點分別。匯市上，圖一見到，2001 年 9 月美匯由 911 事件發生後的一週內由最高位 115.10 跌至低位 111.31。但圖二見到，巴黎恐襲後的星期一，歐元開市由高位 1.0774 開始下跌，踏入歐洲市續跌至 1.0687，但一週後低位仍在 1.06 以上，可見市場尚未恐慌，故已可判斷市場對 911 事件與巴黎恐襲的反應是有分別。

匯市反應不同，央行反應亦有所不同。911 事件後數天，聯儲局召開特別會議並於 9 月 17 日減息半厘，然後於 10 月例會再減半厘。但歐洲央行呢？截至 11 月底還未有行動，而事發後至今亦少有歐洲央行官員對事件表態，驟見歐洲央行還是以不變應萬變。

但歐元至今仍處弱勢，似乎大家都估歐洲央行於 12 月不單會放水，更可能加大規模以應對巴黎恐襲的影響。本來筆者對歐洲央行 12 月放水與否仍抱懷疑，主因多月前已在經濟篇講過，無論以失業率跌幅或經濟增長勢頭來看，歐洲豬國及德法大國等表現著實不錯。

但恐襲一到，對整個局面可能改變。雖然歐洲央行未有對事件作全面表態，但恐襲或已令法國國內人減少出外消費，國外旅客

圖一：2001年9月11日美國遭恐襲美匯走向

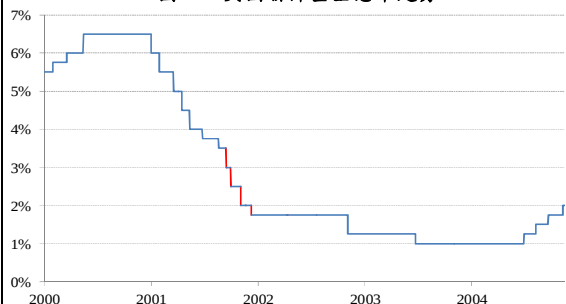


圖二：歐元恐襲事件後走勢



圖片來源：彭博

圖三：美國聯邦基金息率走勢



客卻步，可能連前往歐洲旅遊的意欲都下降下，恐襲對法國以至歐洲經濟都定會帶來負面影響。

再者，當整個歐洲逐漸被恐襲籠罩下，歐洲央行以不怕一萬、只怕萬一的態度來放水，歐元的跌幅或會比想像中大。

劉振業

【 六、商品篇 】

投資需求底部抽升 金價終於有運行？

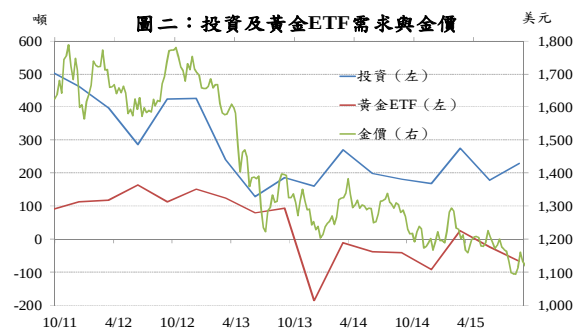
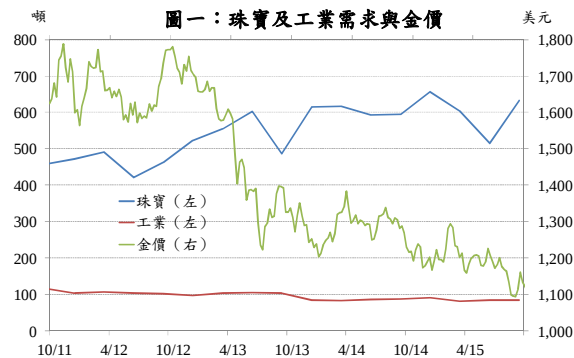
金價再破位而下，坊間有人估會跌穿 1,000 美元。以技術圖分析，以先前在 1,921 美元的季線圖超買水平，1,000 美元不是夢，而且剛好是 50 季平均線水平。

如果真的跌到 1,000 美元，大家應如何部署呢？撈，來年應可反彈。先看看基本因素，圖一見到，2011 年第三季至今（金價於 2011 年 9 月中見頂），佔黃金需求最多的珠寶首飾需求一直平穩地上升，至第今年第三季已上升至 631 噸，高於 2011 年第三季的 472 噸，可見對珠寶首飾需求較大的大媽們是愈低愈買，可能是覺得好抵吧。

不過，若看看圖二，與實質需求不同，投資需求一向對金價走向似乎較敏感，例如藍線的總投資需求近年都隨著金價下跌而減少。同時間，在 ETF 的黃金需求，當金價於 2013 年年底跌穿 1,300 美元後，一眾 ETF 不斷減持，與圖一一眾大媽愈低愈買的情況大相徑庭。

故此，圖一及圖二已見大媽與聰明錢的分別。當然，聰明錢亦不算特別聰明。起碼不是在金價大跌前散水。不過，對比大媽們，都已經好好多。

如果大家信這些聰明錢的話，那就要看清楚圖二了。圖二見到總投資需求在 2013 年已經見底，隨後已經逐步增加。同時間，一眾黃金 ETF 亦在減持速度上稍為放緩，今年第一季更曾從新增持黃金，可見全球投資者對金價亦不是想像中淡。



大家可能有疑惑：近年金價仍一直下滑，他們不夠聰明。說句公道話，自 2013 年開始，圖三見到，金價的回落幅度及速度均已減慢。2013 年的高位在 1,433 美元，低位則在 1,180 美元。若他們真的能在 1,200 美元以下撈底，那他們真有點小聰明吧。若這些真是聰明錢，看來低位撈金的機會已經不遠。

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。