

交銀金融

2015年6月號 第84期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 本港貿易幾無增長，貨品赤字服務盈餘下，出路要靠品牌
 - 二、樓市篇 • 紐西蘭央行突然轉軚看減息，移民流入減少下樓市隱憂現
 - 三、股市篇 • 年初以來新興能源板塊走勢領先油價，值得油市好友關注
 - 四、利率篇 • 澳洲減息週期已經完結？未必，就業市場前景仍然難預料
 - 五、匯市篇 • 歐洲國債息抽上可利淡歐元表現？希臘債息或有預示作用
 - 六、商品篇 • 美元跌浪未完，商品或再上，買金定買油？看看金油比率
-

【一、經濟篇】

撐起貿易靠服務 香港品牌是出路

近年本港零售疲弱，月前已曾分析過。繼內貿瀕臨衰退後，近期連外貿也見收縮。大陸最近亦減關稅，影響會否雪上加霜？

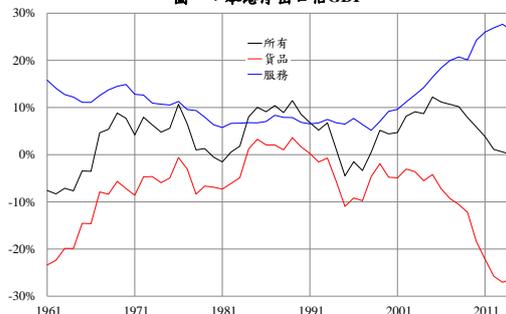
要知實況，首先要了解本港貿易數據。本港 GDP 中其一環節淨出口包括了貨品及服務兩類貿易；每月報道的進、出口數字，其實只屬前者。圖一為自有官方年度 GDP 紀錄至今的淨出口佔 GDP，可見單計貨品淨出口，趨勢其實由 1960 年代赤字到 1980 年代平衡，再到近年赤字惡化。若非有服務貿易盈餘大增作抵銷，經常帳早已失衡。

緣何本港貨品貿易會呈這 n 型衰落？1960、70 年代本港工業起飛，Made in Hong Kong 成為一時佳話，令淨出口佔比趨升。及至 1970 代後期起，大陸開放出口、加上本港產業升級，圖二所見，轉口取代了本地出口。近年連大陸經濟也放慢，佔絕大比例的本港轉口固然受累，解釋了近年趨跌。

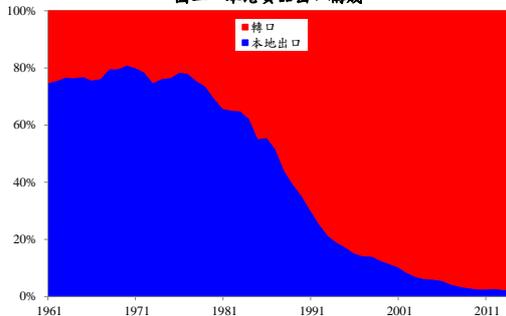
那麼，服務貿易又如何呢？圖三所見，上升動力主要來自商貿及旅遊，換句話說，這都是拜商務及旅遊入境客所賜，由海嘯後 2009 年起升勢加快。然而，數字其實早於 2013 年已見頂，近期的一週一行、減關稅等新政都在其後，故未必是貿易縮的因。

至於持續趨升的「其他」服務淨出口，圖四進一步拆細所見，則主要由金融帶動，但急增都在十年前；近八載以來，佔 GDP 比重未見增加。由此可見，服務輸出的重點還在於商貿及旅遊兩環，其他都屬次要。

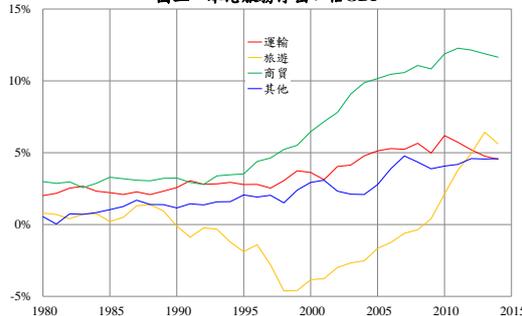
圖一：本港淨出口佔GDP



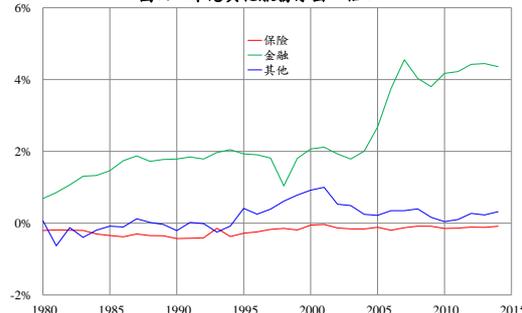
圖二：本港貨品出口構成



圖三：本港服務淨出口佔GDP



圖四：本港其他服務淨出口佔GDP



可惜，這兩環極受外圍經濟週期氣候所主導，短期上可做的似乎不多。長期而言，或許建立 Service Made in Hong Kong 品牌才是最終出路。

羅家聰

【二、樓市篇】

紐國樓市隱憂現

紐西蘭儲備銀行月前突然轉軟，不僅表明現時不再考慮加息，反而可能因應需求疲弱而減息。當地樓市近年相當熾熱，但現況有沒有令紐國央行由鷹轉鴿的理據？

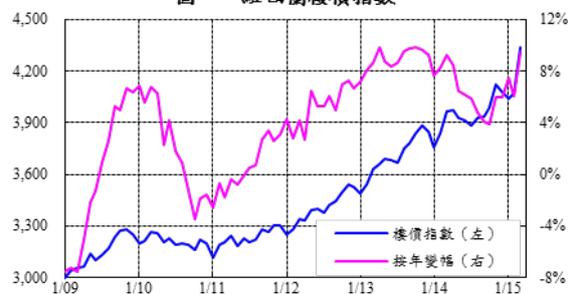
隨著去年紐國連續四次加息，當地樓市在第二季曾輕微調整；不過，自從第三季開始，樓價指數卻急速反彈，目前已再次創下歷史新高。去年第二、三季按年增長一度急挫，反映加息的威力，但其後 V 形反彈，現已回到前年高位。單看樓價，央行似乎不但沒有減息需要，反而應加息穩定樓市。

可是，較為領先的建築批則卻另有啟示。單位數字去年初開始高位橫行，中止了前兩年的持續升勢；按年增長更自前年底起持續向下，今年初更一度無增長。這意味發展商的建樓意欲大不如前，樓市展望不佳。

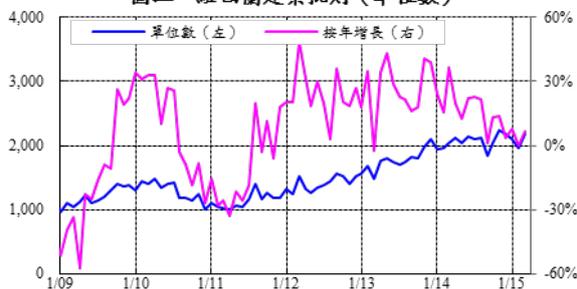
紐西蘭儲備銀行早已明言，近年紐國樓價持續高企的主要動力來自移民淨流入。計算下發現，自 2009 年初至今，兩者的相關係數高達 0.78，迴歸分析亦顯示結果相若，反映近兩年紐國樓價急升，確與移民淨流入有關。

不過，自去年下半年開始，紐國移民淨流入卻有見頂跡象，可能令當地樓市乃至其他資產價格失去一大支持。事實上，年初至今紐元匯價跌幅顯著，奶粉價格亦回落至去年底低位，通脹表現亦不如預期。當地樓價近月的噴射式爆升，會否是大跌市的前奏？紐西蘭儲備行看市往績不差，投資者宜小心盯緊。

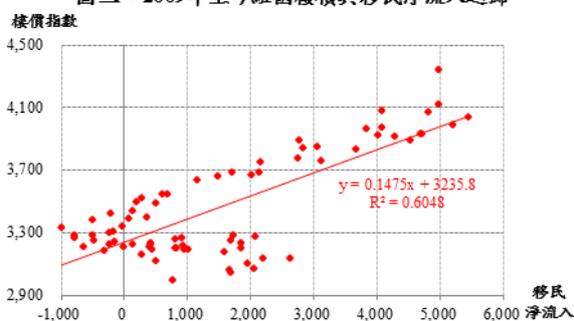
圖一：紐西蘭樓價指數



圖二：紐西蘭建築批則（單位數）



圖三：2009年至今紐國樓價與移民淨流入迴歸



圖四：紐西蘭樓價與移民淨流入



何文俊

【 三、股市篇 】

新興油股不容忽視

年初至今，發達股市與新興股市你追我趕，後者年初帶出，前者在首季下半季一度爬頭，但後者在本季初再次超前，目前以7%的升幅領先前者，反映美國加息預期暫仍無損新興股市。

從板塊看，不論發達還是新興，大輸家均為公用股。理由很簡單，市況炒 risk on，政策炒加息，兩者均對派息穩定而防守性強的公用股不利。除非預期未來半年股市大跌、聯儲局無法加息，否則公用股乃是避之則吉。贏家方面，醫療及科技股於兩個市場同時跑出，前者受惠人口老化而後者受惠科技發展，均屬結構性概念，贏得有理。

值得研究的反而是能源股。油價見底而反彈力度不強，但發達與新興能源股走勢卻南轅北轍：前者跌近2%，僅勝公用股；後者升近15%，大幅跑贏其餘所有板塊。

細看之下，可見新興能源股自年初開始已領先發達能源股，3月初油價再跌穿50美元時優勢一度收窄，但3月中油價見底急速反彈後優勢再次擴大而且愈拉愈遠，意味新興能源股股價對油價反應更為敏感，是看好油價的上佳投資／投機選擇。

進一步來檢視年初至今新興對發達能源指數比例與油價走勢，竟見該比例領先油價一至三星期，意味油價轉角前，已有投資者對新興及發達油企預先作出部署，並以新興油股為操作重心。投資者如果預期下半年油價繼續反彈，新興能源板塊實在值得關注。

表一：年初至今世界指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
醫療保健	9.9	工業	3.7
非必需消費品	7.6	必需消費品	3.0
電信服務	4.8	金融	2.8
原料	4.5	能源	-1.8
資訊科技	4.4	公用事業	-4.2

表二：年初至今新興市場指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
能源	14.9	非必需消費品	5.0
醫療保健	9.7	必需消費品	4.7
資訊科技	9.3	原料	4.2
工業	9.0	電信服務	3.7
金融	7.5	公用事業	0.7

圖一：年初至今新興與發達能源股變幅



圖二：年初至今新興對發達能源股比例與期油



何文俊

【 四、利率篇 】

就業復蘇仍需救 澳洲減息有理由

澳洲儲備銀行自5月初減息後，澳元未有大跌，反而因美元走弱而升至0.8150。美元跌固然是重要原因，但市場看了今輪議息聲明後都覺得年內未必再減息，主因央行拿走了：「Further easing of policy may be appropriate over the period。」

整份議息聲明中，央行對未來經濟看法確實較以往樂觀。如表一所見，在樓市及信貸情況上，4月跟5月聲明都用了不少如「steady」或「stronger」來形容時下情況。另外，表二見到，在勞工市場上，央行亦由4月認為失業率愈升愈高轉為認為就業已有持續增長。配合表一，樓市旺、就業佳，停減息也合理。

回望數據，近來澳洲樓市仍火熱；看就業，全澳就業人口2008年至今升約一成，表面上看似無問題。但圖一見到，把行業分類後，幾年來就業人口增長最多反而是與商品價格下跌有關的採礦業，其次是保健護理。不過，零售及製造業等重要行業在哪？

圖一見到，對經濟重要性較大如金融、建築、零售及製造業等，其就業人口增長全部低於多年來平均值，而圖二更見零售、建築及製造業均是現時全澳主要行業。在這些與經濟週期相關行業的就業人口增長仍然未如理想下，實在難以斷定澳洲央行的減息週期已完結。當零售及建築等行業就業前景仍然難樂觀下，經濟上行動力將較弱。雖然央行略轉口風，但記得往年都曾試過央行於轉口風後幾個月再次減息。再者，失業率仍然高企下，減息週期已完結？未必。

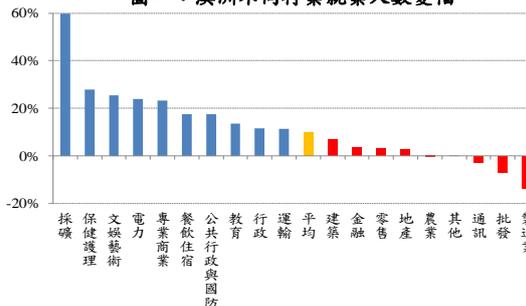
表一：澳洲儲備銀行對信貸及樓市分析

4月	Credit is recording moderate growth overall. Growth in lending to investors in housing assets is stronger than to owner-occupiers, though neither appears to be picking up further at present. Lending to businesses, on the other hand, has been strengthening recently. Dwelling prices continue to rise strongly in Sydney, though trends have been more varied in a number of other cities.
5月	Low interest rates are acting to support borrowing and spending, and credit is recording moderate growth overall, with stronger lending to businesses of late. Growth in lending to the housing market has been steady over recent months. Dwelling prices continue to rise strongly in Sydney, though trends have been more varied in a number of other cities.

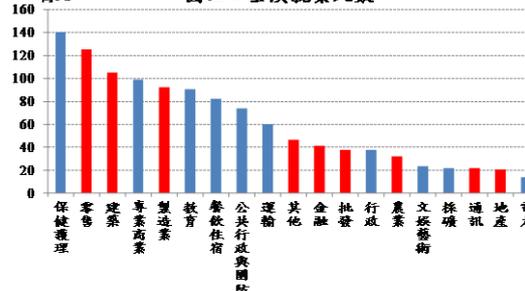
表二：澳洲儲備銀行對勞動市場分析

4月	As a result, the unemployment rate has gradually moved higher over the past year. With growth in labour costs subdued, it appears likely that inflation will remain consistent with the target over the next one to two years.
5月	In Australia, the available information suggests improved trends in household demand over the past six months and stronger growth in employment.

圖一：澳洲不同行業就業人數變幅



圖二：全澳就業人數



劉振業

【五、匯市篇】

希豬債息有路捉 美元彈後再跌過

過去幾個月筆者一直建議大家買入非美貨幣，主因聯儲局幾可肯定延遲加息，先前打賭6月加息的美元買盤應會先行平盤。這段時間下，美元調整，一眾貨幣炒上。

近期美國數據表現算是不錯，估計今年起碼應會最少加息一次，故此9月應是合理時間。話說回來，5月期間全球債息曾經大幅抽上，及後雖已回順，但債息急抽間曾令全球市場為之動盪。筆者認為債息逐漸從低位回升只是時間問題，何解？美國加息是其中一個原因，另外當歐洲經濟持續復蘇下，歐洲央行是否需要擴大QE已成疑問，債息或於年內逐漸回升。

美元受美息影響，但同時因歐元強弱而左右走勢。大家常懷疑歐洲債息回升是否代表資金流出歐元區而令歐元轉弱，以債息差（扣減美國十年期債息）計算，圖一至圖三確見歐元與德、英出現較明顯的同向關係。

德國及英國債向來是避險資金首選，尤其是歐債危機間。不過，要看歐債危機對歐元影響，那不如直接看看希美息差與歐元關係。圖二見到，2011年至今希美息差異常波動。但與德國債不同，希美債息差與歐元走向頗為反向，當中在2011年及2012年歐債危機間，息差大幅抽上令歐元持續回落最為明顯。其後2012年至2014年歐債危機舒緩中，歐元亦由低位回升。另外，當然少不了去年中希臘債息回升對歐元的負面影響。亦即是，於歐債期間，市場對希臘國債的買賣氣氛，或會對歐元產生正面影響。



其實圖一情況亦發生在英國上，因為歐債期間英國債亦曾是資金避難所，故此英鎊與之關係與歐元及德債雷同。由此可見，相比德國及英國與美之息差，在歐債期間，希臘債息差形勢或更能反映歐元去向。至於踏入6月後的美元，由於希豬似乎作亂，希債息或抽上，歐元滑落，美元於6月年初應稍作反彈。不過，筆者估計此輪歐債危機將一如以往不會維持太久，6月美匯指數反彈後仍會調整至90以下。

【 六、商品篇 】

美元調整 炒油不炒金

今年首季美元持續強勢，一眾商品跌至四腳朝天。不過，筆者已言今季美元將會調整。雖然近期美元略有反彈，但卻是低吸商品的良機。首先，商品價格由3月18日起開始回升，與美匯指數見雙頂回落同步。看圖一，先前美匯指數在雙頂間強烈超買。觀乎2008年後美匯亦曾出現兩次強烈超買調整可見，今輪美匯指數的調整浪應未完結。這情況下，先前由低位狂爆的油價與仍然在1,200美元附近整固的金價何去何從？

筆者以2009年、2010至2011年與今年3月中至今的美匯指數超買調整期來量度金價與油價的相對強弱比率（即金油比率），頓然發覺這三段期間都有共通點：油強於金。

圖二至圖四見到三段時間的金油比率及金油價格表現，三圖都見比率持續向下之際，油價表現都強於金。如是者，依據近年金油於美匯跌市表現，若要在金、油中二選其一，油勝於金。

選油不選金在時下形勢更為重要。過往幾年聯儲局收水間刺激美元轉強，金價亦由歷史高位大跌，可見金價對聯儲局貨幣政策的敏感度甚高。反之，油價近年算是強勢，雖然去年至今大跌近半，但全因頁岩氣的炒作而已。當然，筆者亦難保往後仍會出現炒作。但記得當時炒作主題是夾雜了環球經濟持續放緩因素，依照現時美國經濟增長良好、內地放水與歐洲經濟溫和增長下，今明兩季油價反彈至70美元以上應不困難，再加上近年油金於美元跌市下表現，買油吧。

圖一：美匯指數



鳴謝：彭博

圖二：金油比率



圖三：金價



圖四：油價



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。