

交銀金融

2015 年 7 月號 第 85 期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 聯儲局每年首季的經濟增長展望並不可靠，今年料不例外

 - 二、樓市篇 • 英國樓價反彈，供求兩邊展望均樂觀，後市或有再上空間

 - 三、股市篇 • 上半年股市東風壓西風，主要政策使然，下半年情況料續

 - 四、利率篇 • 歐元區雖受希臘困擾，但整體基本連技術因素均料息趨升

 - 五、匯市篇 • 紐國央行加息變減息，直盤穿位無運行，交叉走勢更暗淡

 - 六、商品篇 • 金屬原材料勢仍差，下半年整體商品不宜樂觀，鈀金更淡
-

【一、經濟篇】

大紅燈籠高高掛 經濟或較展望差

經過首季令人失望的表現後，聯儲局終於更新了其經濟展望。圖一所示，3月至今年短短三個月間，局方已將今年的經濟增長展望中值大幅調低 0.6%。按理局方在 3 月開會應大概知道首季經濟表現不濟，因此 6 月下調展望顯然不是「如夢初醒」，而是「優良傳統」使然。

表一所示，在 2008 年至 2014 年間，聯儲局在每年的最後一次展望均大幅低於首次展望，意味局方在年初傾向過度樂觀，然後「覺今是時而昨非」向下修訂，終於在年底修訂至最接近實際數字。雖然如此，但在經濟增長較低的幾年如 2008 年、2009 年、2011 年及 2013 年，仍然傾向高估；而且要在 12 月才公佈，指標作用不大。

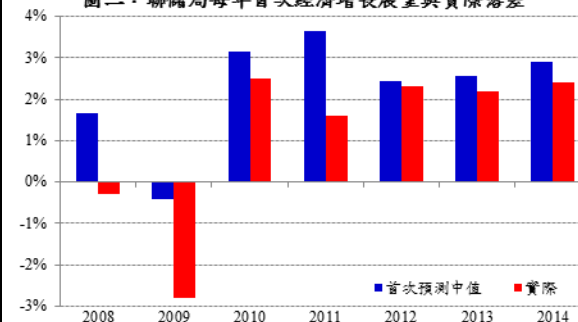
由此可知，聯儲局每年首季的經濟增長展望並不可靠，第四季的展望方較具參考作用，皆因局方近年在展望經濟時往往過度樂觀，尤以壞年頭為甚。上月最新展望基本延續過去幾年這「優良傳統」，首季大幅高估，到了次季已需顯著調低展望。

鑒於現時未有第四季展望，本期暫僅能以首季展望作為預測指標。由 2008 年至 2014 年間，聯儲局的首季中值全部高於全年實際數字，幅度介乎 0.15% 至 2.4% 不等，平均高估幅度為 1.15%，而今年首季的展望中值為 2.5%。既然「大紅燈籠高高掛」，今年的實際數字可能低於 2.5%；鑒於今年首季實際數字為 2.9%，意味餘下三季美國經濟增長可能持續放緩，而這亦符合聯儲局上月會議時調低全年展望的舉動。

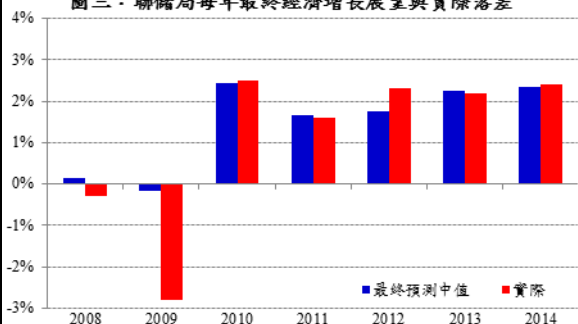
表一：聯儲局調低當年經濟展望的「優良傳統」

年度	首次展望 (%)	最終展望 (%)	實際 (%)
2008	1.3-2.0	0.0-0.3	-0.3
2009	-1.3-0.5	-0.4-0.1	-2.8
2010	2.8-3.5	2.4-2.5	2.5
2011	3.4-3.9	1.6-1.7	1.6
2012	2.2-2.7	1.7-1.8	2.3
2013	2.3-2.8	2.2-2.3	2.2
2014	2.8-3.0	2.3-2.4	2.4

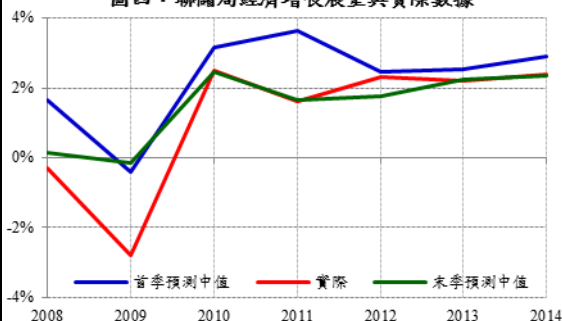
圖二：聯儲局每年首次經濟增長展望與實際落差



圖三：聯儲局每年最終經濟增長展望與實際落差



圖四：聯儲局經濟增長展望與實際數據



何文俊

【二、樓市篇】

英國樓市發力再上

今年1月，本篇指出英國樓市後勁略有不足，掉頭跡象初現，加上大選在即，投資者宜小心觀察。半年過去，大選結果已塵埃落定，英國樓市現況有何變化？

先看發展商的領先指標。新建私樓訂單及整體房屋動工去年雙雙回落，但前者幅度相當輕微，近季趨向平穩；後者去年下半年一度急跌至2012年低位，但今年首季快速反彈，甚至突破金融海嘯後高位，按年變幅同時見底反彈，意味發展商對樓市前景轉趨樂觀。再者，兩項數據僅截至今年首季，並未反映大選不明朗因素消除之利好情緒。

從潛在買家的情緒看，亦見積極訊號。由英國皇家特許測量師學會編製的樓價預期指數及新買家查詢指數均於今年首季出現見底回升的跡象，反映潛在買家對後市同樣轉趨樂觀，入市意欲亦逐步回復。不過，兩項指數距2010年及2014年的高位仍然相去甚遠。

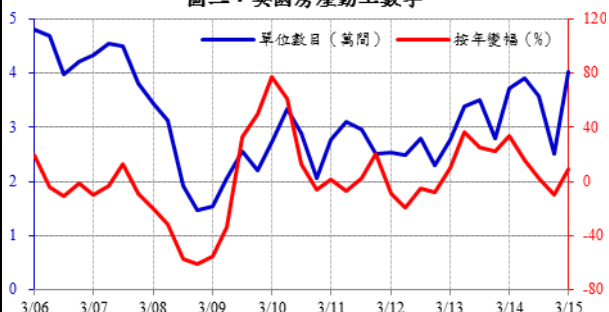
供求兩邊展望樂觀，實際樓價表現自然向好，指數近月進一步創出歷史新高，拒絕下跌。樓市銷情逐漸回復熾熱，近月全國住宅樓宇交易宗數已擺脫年初弱勢，重新逼近10萬宗。不過，與2005年樓市起步時比較，目前仍然是價高量低，成交能否支持樓價進一步破頂，值得注意。

由此可見，英國樓市經過去年下半年至今年首季的整固後，有重新展步之勢。從潛在買家態度及交投量看，現時市場氣氛仍未算十分熾熱，樓價或有再上空間。

圖一：英國新建私樓訂單數字



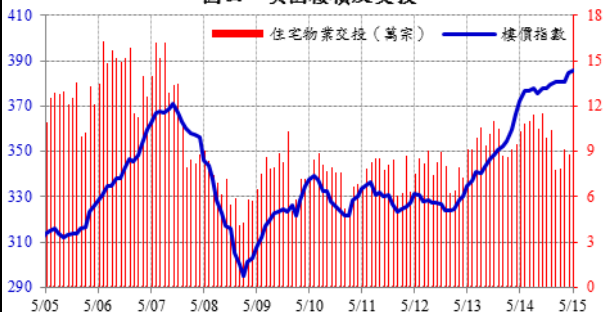
圖二：英國房屋動工數字



圖三：英國樓市情緒指領先指標



圖四：英國樓價及交投



何文俊

【三、股市篇】

上半年東風壓西風

2015年上半年剛過，全球股市異常波動，發達市場上下波幅逾7%，新興市場更高近約14%；反映市場情緒的VIX波幅指數一度高見22以上，每月平均水平高達15.1，高於去年全年的平均水平14.2。

不過亂中還是有序。從主要市場分類看，成熟略勝新興，前者歐洲跑贏北美，後者亞太跑贏拉美，不論成熟市場或新興市場，均見東方壓倒西方；更準確地說，是歐亞大陸跑贏美洲大陸。兩個大陸表現分歧，其中一個原因相信與貨幣政策有關。

概括而言，歐亞大陸主要股市所在國家的貨幣政策趨向寬鬆，美洲大陸則趨向收緊；在環球經濟增長和通脹同時偏低之下，資金似乎逐政策而投。

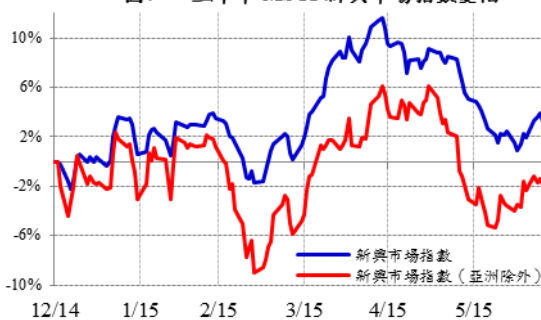
從板塊看，成熟市場十大分類八升兩跌，明顯跑輸為能源和公用事業；前者固然受油價低迷拖累，後者則是美國加息預期所致。值得留意是，隨著聯儲局首次加息時間愈來愈近，公用事業板塊的跌幅在第二季顯著擴大，意味市場對政策動作愈來愈關注，預早作出投資準備。

新興市場情況點有不同。雖然公用事業同樣跑輸大市，但跌幅遠低於成熟市場；相反，能源股卻一枝獨秀，以逾一成一的升幅大幅跑贏其他新興板塊，而且與成熟市場的醫療保健板塊並駕齊驅，莫非油之於新興市場，相等於藥之於成熟市場。

圖一：上半年 MSCI 世界指數變幅



圖二：上半年 MSCI 新興市場指數變幅



表一：上半年世界指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
醫療保健	11.7	原料	3.1
非必需消費品	8.6	必需消費品	2.5
電信服務	6.1	工業	2.4
資訊科技	4.1	能源	-4.1
金融	3.8	公用事業	-7.5

表二：上半年新興市場指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
能源	11.4	金融	2.6
資訊科技	5.7	非必需消費品	1.2
醫療保健	5.0	電信服務	1.1
必需消費品	3.4	原料	0.1
工業	3.0	公用事業	-4.3

展望下半年美國政策因素將繼續主宰市場情緒，預期全球股市的波動性、地域分歧與板塊表現將會延續上半年的格局。

何文俊

【 四、利率篇 】

美息將向上 歐息豈會弱

希臘危機峯迴路轉，市場認定聯儲局的加息日程愈推愈遲，歐洲有過無之不及？

市場不是你我任講，真金白銀賭的價格才算數。圖一顯示，截至6月底的三個月期 EURIBOR 期貨引伸趨勢預示，目前歐元區利率應已見底，未來兩年更會拾級趨升。

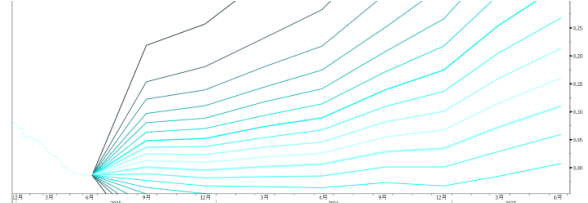
豈會如此？沒錯，希臘的確麻煩，但這並非新聞，多年來講到厭，可做的都做了。畢竟佔歐元區八成以上的頭幾大國家持續復蘇，加上油價見底回升下通脹壓力漸現，歐息隨美息升乃遲早事，市場已作反映。

圖二所見，目前歐元正如四年幾前般，由低位見底回升。歐元兌美元強，正好反映美息在升，歐息升得更快。說希臘危機恍如四年半前一點也沒錯，因從圖三所見，目前希臘十年債息跟四年半前軌跡幾乎一樣。

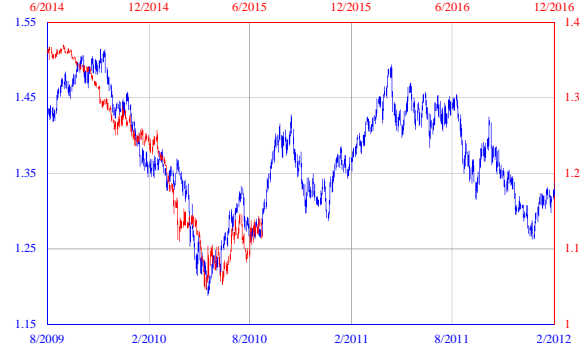
不只如此，圖四所見，四年半前的德國十年債息也能拼圖，只是今天水平比當時低 2 厘矣。不敢講歐元會如圖二般預示升穿 1.30，在債市極有可能牛轉熊下，亦不敢講德債息會如圖四預示般繼續浪低一浪、彈後必散，但當下的匯、息短線續升應可期。

其實不經不覺，歐元區失業率儘管目前仍雙位數，但已由兩年前高位回落了 1%；而最惡劣的通縮 0.6% 亦回升至通脹 0.3%；至於經濟增長亦持續慢熱向上。由此可見，其實整個歐元區並非坊間所唱般差，而印象不應被小小的希臘（佔區內 1.8%）蓋過。

圖一：三個月期 EURIBOR 利率期貨引伸價



圖二：四年十個月前後的歐元



圖三：四年半前後的希臘十年債息



圖四：四年半前後的德國十年債息



利率包括債息走勢，不外乎都是經濟、通脹預期的反映。無論是拼圖等技術因素，還是基本因素，均起碼短線上看好歐息。

羅家聰

【五、匯市篇】

紐元直盤無運行 交叉走向有排煩

美匯指數由3月中於100見頂後至今，紐元同期由近0.77跌至前低位0.68，其餘主要貨幣幾乎全線向上，僅紐元逆市大跌。

息口是影響匯率走向的重要因素，尤其是方向上轉變，前幾年有市場炒英倫銀行加息轉減息，英鎊由1.70急挫至1.50以下，先前有澳洲儲備銀行的減息週期可能告一段落令澳元於0.75喘定，現時則輪到紐元由0.88見頂回落。圖一見到當近月炒紐元減息後，其跌勢相當明顯。

如是者，沽紐元的勝算便大增。先看圖一，圖中見到紐元已經跌穿近年形成的長期通道底部，反映後市有機會出現大跌浪，加上美國下半年應加息，紐元試0.60絕不出奇。

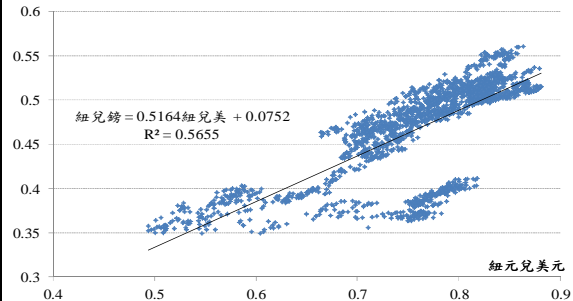
紐元直盤趨跌應是常態，至於交叉盤上，亦可能出現如此新景況。由2007年9月聯儲局減息計起並以相關係數計算，圖二及圖三見到紐元直盤與紐元兌英鎊及與歐元的交叉盤相關性最高，達0.79至0.80。亦即是，紐元強弱在此些交叉盤有強烈的主導性，當中紐元兌英鎊與歐元更要值得留意。在市場開始翻炒英倫銀行加息下，加上歐債危機或告一段落，紐元直盤應與紐元兌英鎊及兌歐元開始直墜谷底。

於主要貨幣上，紐元直盤與紐元兌澳元的相關性最低，只有0.19（見圖四）。話雖如此，筆者亦建議今次大家既沽紐元直盤外，亦可試沽紐元兌澳元，主因澳洲儲備銀行於今輪減息週期或暫時完結，澳元會比紐元強，紐元兌澳元應跌至0.85水平。

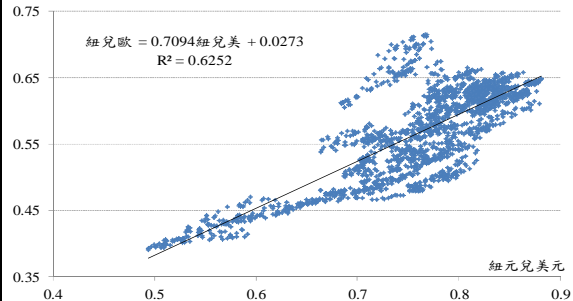


鳴謝：彭博

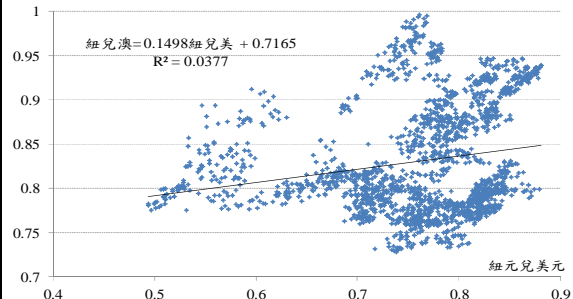
圖二：紐元兌美元及兌英鎊關係(9/2007至今)



圖三：紐元兌美元及兌歐元關係(9/2007至今)



圖四：紐元兌美元及兌澳元關係(9/2007至今)



劉振業

【 六、商品篇 】

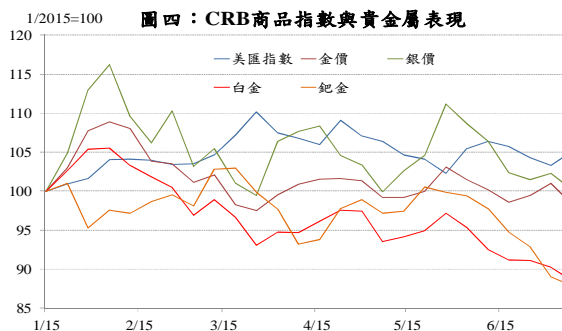
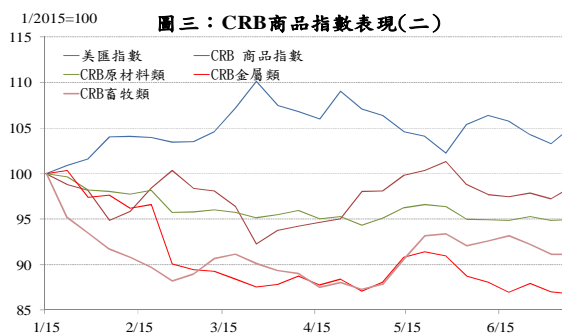
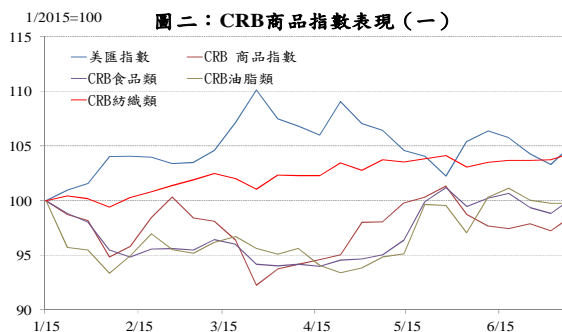
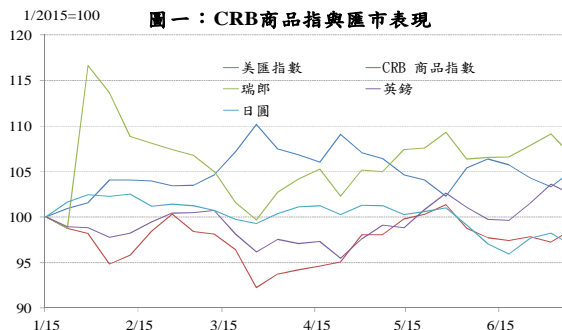
強勢美元壓商品 資金換馬挫鈀金

2015年過了一半，是時候回顧與展望。圖一見到，年初至今美元尚算錄得升幅，但圖中見到CRB商品指數只跌約1.8%。相對於G7貨幣，商品表現只僅次表現最佳的瑞郎及英鎊。大家不要忘記，上半年油價曾大插至42美元，當時坊間刮起通縮風，如斯市況下商品於上半年亦算是穩定。

下半年由於美國可能在9月加息，相信美元亦會偏強，這或令商品偏弱。至於在圖二及圖三的CRB分類表現上，雖說總體商品表現未能錄得正回報，但其實食品、紡織及油脂類的表現已算是理想，跌的只是金屬、原材料及畜牧類，即是商品價格下跌未有全面反映在各類商品上，意味商品走勢未必如想像般弱。

不過，筆者對於下半年商品市場看法仍較淡。第一，圖三見到與經濟週期較相關的原材料及金屬類表現較差，前者於上半年更大跌17%。當然，這可能由於年初因油價大跌令大家對未來經濟表現轉為保守而影響需求。但在現時環球國家都處於寬鬆貨幣政策下，可見多國央行對未來經濟前景仍感不穩，對商品需求未必太大。再加上美國或將加息，美元將會再次走強下，商品可能仍無運行。

最後在貴金屬上，上半年表現只是好壞參半。但留意往年強勢的鈀金大跌逾一成，而落後的金銀價則轉強，驟見資金換馬，下半年鈀金價格走向不容樂觀。



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。