

交銀金融

2015年8月號 第86期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 四大經濟體的息差早前顯著收窄，預示明年全球經濟放緩
 - 二、樓市篇 • 加國樓市年初呈不穩，央行連番減息如及時雨，立竿見影
 - 三、股市篇 • 加息在即，投資者紛紛換馬至防守性股份，迎接波動市況
 - 四、利率篇 • 油價與加拿大經濟關係密切，央行低息政策或已成新常態
 - 五、匯市篇 • 加國央行再減息，直盤穿位固然無運行，交叉走勢更暗淡
 - 六、商品篇 • 中印的珠寶需求仍在，但投資需求仍弱下，金價將試低位
-

【一、經濟篇】

息差預示明年放緩

正當美國準備加息之際，數據開始轉弱了，零售銷售按年增長跌至近海嘯前水平。非美體系的情況更不妙，歐、日都在量寬。到底未來一、兩年的經濟前景如何呢？這將直接影響各地股市表現及貨幣政策方向。

展望經濟沒新方法，還靠十年、兩年期國債孳息差，來預示兩年後的經濟增長。

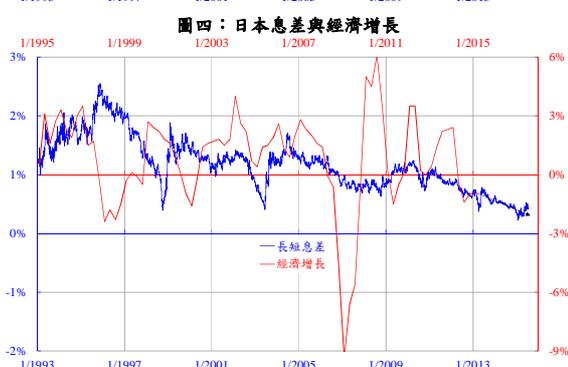
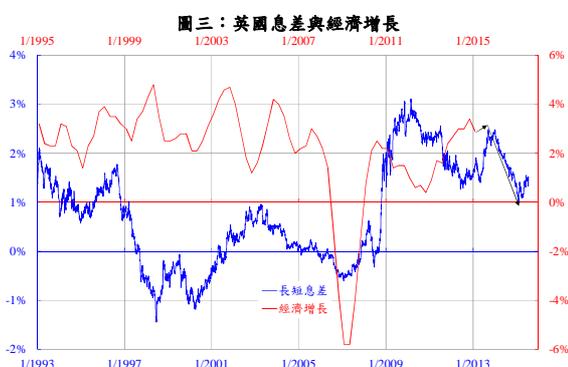
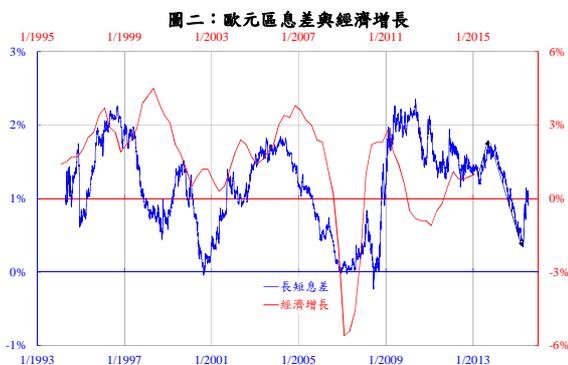
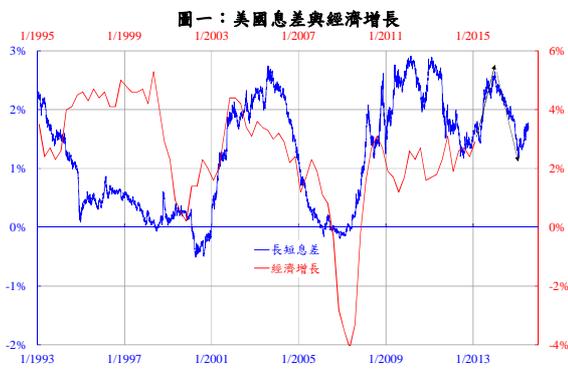
圖一為美國情況，可見息差預示今年下半年經濟增長仍可看好，但明年全年則大幅收窄，情況猶如 2011 年中至 2012 年中息差收窄預示 2013 年中至 2014 年中的增長放慢一樣。鑒於今輪息差最窄也逾 1 厘，未見逆向，故明年經濟很可能僅放緩而非衰退。

圖二為歐元區情況，可見早前息差急跌至近零，縱未逆向亦意味今年底後該區經濟增長將大幅放緩，一如 2000 年的情況般。

圖三為英國息差與經濟增長關係，可見歷來兩者縱在調整時差後，關係亦不太強。儘此，息差預示英國經濟明年全年放緩。

最後，圖四為日本的息差與經濟關係。其實，日本 GDP 已連續三季按年收縮了。然則息差卻預示該國經濟連今年下半年連反彈也乏力，而要繼續進一步收縮下去。

從四大體系的息差預測，可以推算得到明年全球經濟應較今年顯著放緩，有些增長本已較低的國家更有機會衰退。以時間計，2009 年至今的復蘇長達六年，為時不短，縱有經濟逆轉，亦絕對是在預計之中。



羅家聰

【二、樓市篇】

加國樓市遇上及時雨

半年內，加拿大央行兩度減息，同時大幅調低今年經濟增長展望。當地過往幾年被譽為神話的樓市現況如何？

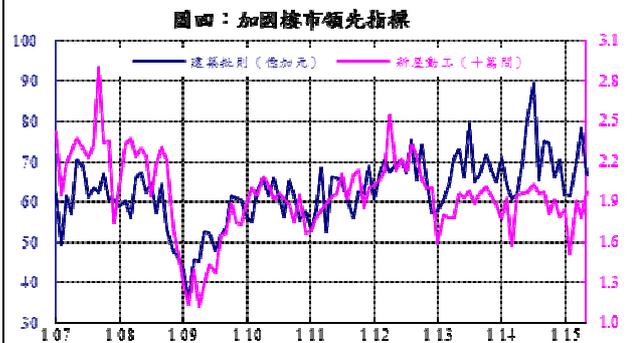
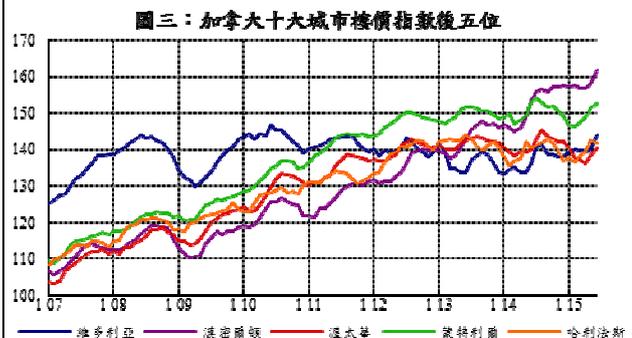
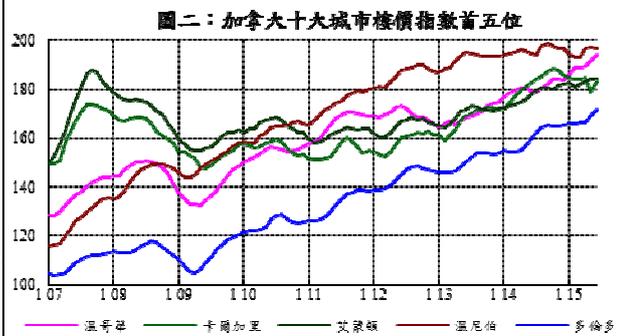
從新樓樓價指數看，雖然整體仍處於升勢中，但放緩跡象益發明顯。按年變幅自2013年4月跌穿2%後，持續走低，今年上半年最低更跌至1.08%，是近五年來最低，驟看情況不妙。

不過，細看十大城市樓價表現，卻見近月升勢突然加速；多個熱門城市固然連番破頂，個別本來明顯見頂回落的城市更突然拗腰抽上。從時間上看，如斯戲劇性發展顯然與加國年初戲劇性減息有關。

領先指標亦見配合。建築批則金額仍於近年的相對高位附近波動，但新屋動工自今年2月初卻明顯由近五年的位低反彈，反映發展商對後市看法樂觀。

雖然樓價上升，但以擁有住宅總成本除以住戶稅前總收入所得的住宅負擔能力指數計，去年底處於42.7水平，表現平穩，今年季度數字尚未發佈。不過，鑑於加拿大央行半年間減息兩次，貸款利率下降一定程度可抵銷樓價上升所帶來的額外負擔，預料住宅負擔指數不會大升。

半年前，本篇認為加國減息反映當地樓市有隱憂；半年後所見，減息顯然是一場及時雨，令樓市重新熾熱起來。不過，在油價軟弱無力、經濟愈趨放緩下，單靠減息是否就能延續樓市神話？值得關注。



何文俊

【 三、股市篇 】

股市投資者擺陣迎加息

甫踏入下半年，即見全球股市走勢分化；成熟市場基本持平，新興市場則顯著下跌。驟眼看，成熟與新興表現兩極，但比對兩個市場各分類指數上下半年的表現，會發現幾個共通處，對後市饒有啟示。

首先是公用事業。踏入 2015 美國加息年，不論是成熟市場與新興市場，均見公用事業敬陪末席，大幅跑輸。期內雖有歐洲量寬及希債危機等有利因素，但無法阻止資金撤出公用板塊。進入下半年，隨著希債談判達成協議及美國加息迫在眉睫，此板塊應一沉不起才是。

豈料 7 月剛過，已見公用板塊在成熟和新興市場同時發力，進佔升幅榜第三位。雖然新興市場所有版塊均見紅，但公用板塊仍然跑贏大市，可見全球市場對集所有不利條件於一身的公用板塊，突然改變看法，積極吸納。

其次，在成熟和新興市場排名頭三位的分類指數，除了公用事業外，其餘兩名均為醫療保健和必需消費品。從微觀經濟角度看，兩者的需求彈性較低，往往被市場認為是防守性較高的板塊。

在落後板塊方面，隨著商品價格急跌，原材料和能源股跑輸並無疑問，值得關注的是新興市場能源股。3 月油價反彈，這板塊在上半年表現亮麗，完勝成熟市場的同儕。不過，隨著油價再度滑落，新興市場能源股即由天堂墮進地獄，僅僅一個月便已將上半年升幅跌凸。

表一：上半年 MSCI 世界指數分類表現

| 股類 | 變幅(%) | 股類 | 變幅(%) |
|--------|-------|-------|-------|
| 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 MSCI 新興市場指數分類表現

| 股類 | 變幅(%) | 股類 | 變幅(%) |
|-------|-------|--------|-------|
| 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 |

表三：下半年至今 MSCI 世界指數分類表現

| 股類 | 變幅(%) | 股類 | 變幅(%) |
|--------|-------|------|-------|
| 必需消費品 | 4.3 | 金融 | 1.1 |
| 醫療保健 | 3.2 | 電信服務 | 0.2 |
| 公用事業 | 2.9 | 工業 | -1.2 |
| 資訊科技 | 1.9 | 原料 | -6.5 |
| 非必需消費品 | 1.3 | 能源 | -6.5 |

表四：下半年至今 MSCI 新興市場指數分類表現

| 股類 | 變幅(%) | 股類 | 變幅(%) |
|-------|-------|--------|-------|
| 醫療保健 | -3.9 | 非必需消費品 | -7.9 |
| 必需消費品 | -4.4 | 資訊科技 | -8.0 |
| 公用事業 | -6.0 | 金融 | -9.4 |
| 電信服務 | -6.4 | 原料 | -10.7 |
| 工業 | -7.5 | 能源 | -12.5 |

由是觀之，才進入下半年短短一個月，環球投資者已紛紛換馬至防守性股份，對後市未必是好兆頭。再者，新興能源股殞落，連同成熟能源股與上半年同樣一沉不起，市場如何看加息前後的油價走勢，可思過半。

如無意外，聯儲局將於數月內加息，從環球的投資者的陣勢看，市況波動似乎難以避免。

何文俊

【 四、利率篇 】

油價經濟有關係 加國低息新常態

紐西蘭減息就到加拿大，加拿大央行於7月中宣佈減息0.25厘，是今年第二次。近年商品大國紛紛減息撐經濟，其中一個原因與商品價格不振有關。至於加拿大，油價持續低企似乎對其經濟打擊不少。

首先，筆者翻查了2000年至今加國央行每段減息期的議息內容。因為篇幅眾多，故只取每段減息期的第一份議息聲明之重點來說明當期減息的主要原因。2000年至今加拿大共有四段減息期。基本上，無論2001、2003或2007年（版位問題未能列出，與金融海嘯有關），減息都與自身及外圍經濟有關。大家可能奇怪：央行減息大概都因為這兩因素，有什麼討論價值？如果細心看看今年兩次的議息內容，就會發現兩次聲明內有大量關於油價及能源價格的字眼，即央行今次是十分關注油價低企所帶來的影響，而在先前幾次減息上是沒有太多提及油價的。

加拿大央行如此看重油價對經濟影響亦不無道理。附圖可見，由2001年的減息期開始至今，油價與加拿大經濟的相關性及走向大致相同，可見油價升跌對加國經濟以至息口都有重大影響。由於現時油價仍低企在50美元水平，與以往在80至110美元大有分別，故油價對加國經濟影響實在不容忽視。不過，大家是否認為這只是短期影響？看怕不是。現時隨著近年替代能源崛起，雖不至能一下子取代石油，但長遠對原油需求定有負面影響。如上文所言，油價以往都在100美元間上落，如果往後油價的新常態是在50至70美元上落的話，加國的低息政策便可能成為未來的新常態了。

表一：2001年1月議息聲明

| | |
|------|--|
| 加國經濟 | Over recent months the underlying momentum of the Canadian economy has remained solid, bolstered by stronger-than-expected growth in domestic demand, and the economy has been operating close to full capacity. |
| 外圍經濟 | U.S. economy has weakened more abruptly than had been anticipated. This development, together with other information received since the Bank's Monetary Policy Report last November, suggests that growth in Canadian output this year is likely to slow to a rate close to potential growth |

表二：2003年7月議息聲明

| | |
|------|---|
| 加國經濟 | In recent months, there have been a number of unanticipated developments that bear on the outlook for inflation and economic activity in Canada. Both inflation and inflation expectations have declined more rapidly than the Bank had expected. |
| 外圍經濟 | Foreign demand for Canadian products has also been weaker than earlier anticipated. |

表三：2015年1月議息聲明

| | |
|------|---|
| 加國經濟 | There is considerable uncertainty about the speed with which this sequence will evolve and how it will be affected by the drop in oil prices. Business investment in the energy-producing sector will decline. Canada's weaker terms of trade will have an adverse impact on incomes and wealth, reducing domestic demand growth. |
| 外圍經濟 | Oil's sharp decline in the past six months is expected to boost global economic growth, especially in the United States |



劉振業

【五、匯市篇】

加國減息有排煩 直盤交叉無運行

自7月初歐債危機後，聯儲局主席耶倫對未來息口有更確實說法，指年內加息勢在必行。相反，歐洲仍然QE，澳洲減息前景未明，而紐元及加元更於7月中相繼減息，前者走勢已於上月分析過，今次就跟大家看看加元年內走向。

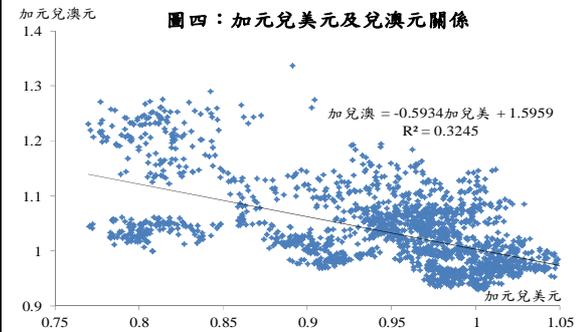
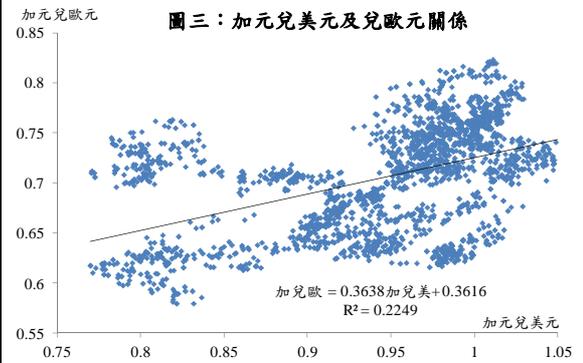
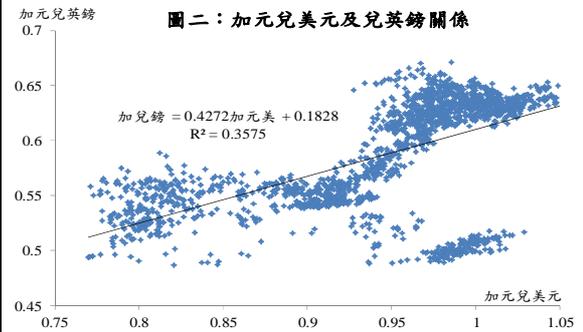
常言道息口是影響匯率的重要因素。故此，加元年內已兩次減息，加元弱勢有跡可尋。同時間，油價雖在低位反彈，但由於下半年美元仍然強勢，油價反彈力將受壓制，加元未必有運行。技術上，美元兌加元亦已升至金融海嘯後低位。萬一成功突破，加上近年的大圓底，配合上文的基本因素，年內美元兌加元試1.35至1.40不是夢。

如是者，今年除了沽紐元，沽加元的勝算亦不俗。然而，除了加元直盤外，交叉盤亦應有油水。由2008年計起，並以相關系數計算，圖二及圖三見到加元直盤與加元兌英鎊及與歐元的交叉盤相關性最高，達0.60至0.48。亦即是，加元強弱在此交叉盤有強烈主導性，當中加元兌英鎊與歐元更要留意。在加國減息而英倫銀行或加息及歐債危機亦告一段落，加元兌英鎊及兌歐元應會展開長期弱勢，加元兌英鎊及兌歐元將分別跌至0.38及0.50。

最後，筆者亦想提提加元兌澳元的交叉盤。眾G7貨幣中，加元直盤與兌澳元的交叉盤之負相關性最高，達-0.57。亦即是，沽加元直盤就要買入這交叉盤。若年內澳洲儲備銀行的減息速度高於加國下，澳元比加元或更弱，加元兌澳元反之抽上亦不奇。



鳴謝：彭博



劉振業

【 六、商品篇 】

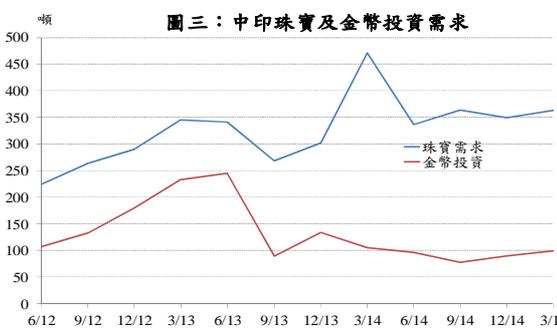
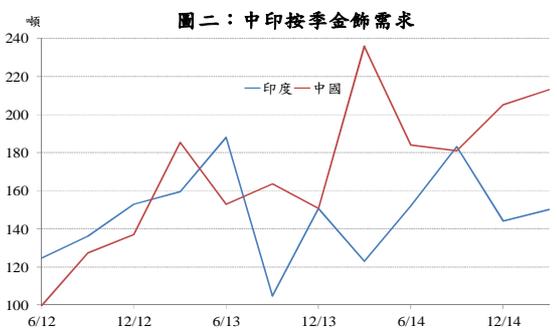
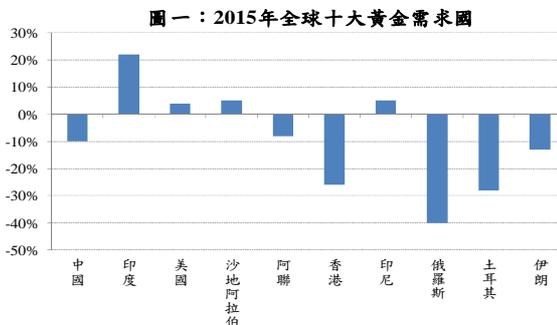
中印需求未振 金價有排頭痕

金價上週再穿位而下。在年內聯儲局將加息下，金價似乎都無運行。然而，除了美元外，基本因素亦對金價有影響，今回就看看中國及印度兩大黃金需求國情況來判斷金價後市走向。

根據世界黃金協會數據，中、印仍是全球需求量最多的國家。圖一見到，截至今年首季，中、印的按年黃金需求增長情況不同，前者下跌一成，後者則大升兩成，驟見近年金價跌勢稍緩是因為來自印度的需求。話雖如此，大家亦要知道黃金的需求主要來自金飾的實際需求及金幣的投資需求，圖二見到2013年至今來自中、印的金飾需求算是有持續增長。雖然坊間指出過去一年內地股市興旺應可帶旺需求，但圖中就未見太大升幅。平心而論，對比2012及2013年低潮，現時中國對黃金的需求算是有不俗增長。

然而，在金幣的投資增長上，中、印兩國的需求近年持續走低，截至今年第一季已低至只有100噸，走勢上亦不及來自珠寶的金飾需求。故此，就算中、印人民仍然買金作以嫁妝等用途，但或由於市況不明朗，故投資需求仍弱，令金價反彈乏力。

基本因素未有明顯好轉，技術又如何？圖四見到美元與金價反向，故年內美元仍強下，金價應無運行。但留意一點，去年6月至今美元爆升下金價未見明顯跌勢，彷彿金價開始消化美國加息因素。故此，筆者估計年內金價仍因美元強勢而下跌，但跌勢可能開始減弱，年底目標1,000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。