

交銀金融

2015年9月號 第87期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 本港貨物貿易已無增長，一旦服務業亦如是，則衰退近矣
 - 二、樓市篇 • 樓市走勢受不現實的價格預期影響大，欲知後向先觀情緒
 - 三、股市篇 • 環球主要股市紛下試甚至跌破中期支持，豈止調整般簡單
 - 四、利率篇 • 美國年內加息僅時間問題，中期利率展望再度下調機會大
 - 五、匯市篇 • 從亞洲貿易走向估計，星紙前景不明朗，印度盧比或較強
 - 六、商品篇 • 金油比例已經升至近年高位，金價或再跌，油價反彈可期
-

【一、經濟篇】

服務環節 最後防線

隨着港股大跌，坊間開始懷疑全球即將步入衰退，包括本港。做實業的不會意外，因為早已感覺到生意欠佳，且非一日之寒。只是經濟數據似乎未能夠反映真像而已。

圖一為本港實質經濟增長，及其分項。整體而言增長穩定，且佔 GDP 大半份額的消費增長更加快。真的？有人感覺不到。

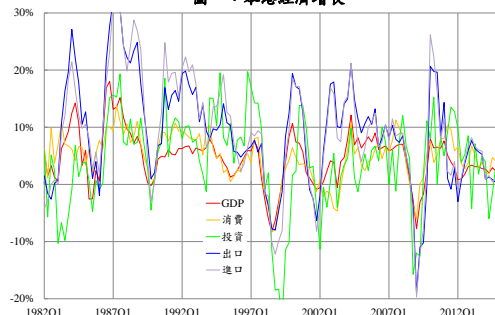
圖二為另一套生意數字，有對內貿易即零售銷售及對外貿易即進出口。一眼即見，兩套共三個數字的按年增長已連跌數年，且近年已跌至瀕臨衰退的 2008 年零增長區。

圖三、四分別為再另外一套數字：業務展望。數字分十個行業，當中不單服務業，還有第二產業。不過除金融保險及通訊外，海嘯後至今的展望均多跌近零水平。誠然，這個已很接近 2008 年急插水前夕水平。

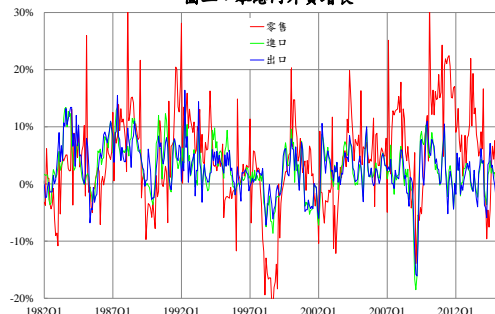
緣何 GDP 及私人消費數字這麼亮麗，但內、外貿及行業展望卻又那麼差呢？這要拆解消費數字了，當中分為食品、耐用品、非耐用品及服務四類，加上外客在港消費再減去港人在外消費。後兩者近年變動不大，而前四類中又以服務消費為最大數，近季仍多有 3、4% 增長。加之食品消費相對穩定，且耐用品消費偶有雙位增長，無怪乎最接近零售的非耐用品消費瀕臨收縮亦無大礙。

由此可見，本港消費先由服務再由飲食撐住，而這兩類多不會算入「實買實賣」的貨品；故只做實物買賣的便相對吃虧了。

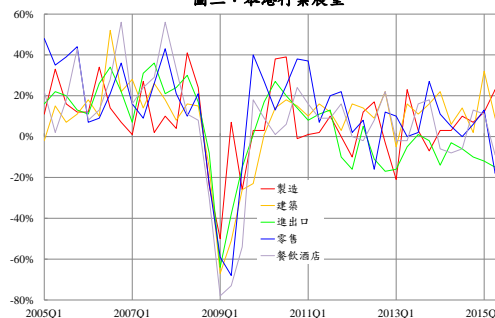
圖一：本港經濟增長



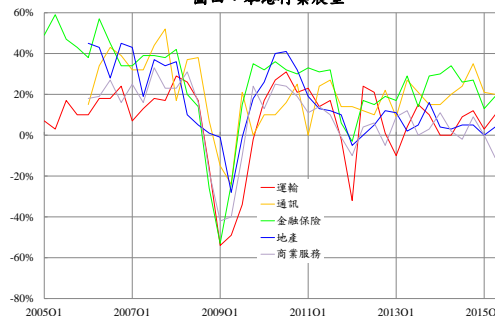
圖二：本港內外貿增長



圖三：本港行業展望



圖四：本港行業展望



不過重溫圖三、四，即使服務業界對其前景亦不寄厚望，例如商業服務便很黯淡。一旦服務消費也撐不住，香港便衰退了。

羅家聰

【二、樓市篇】

樓市估頂 情緒秤先

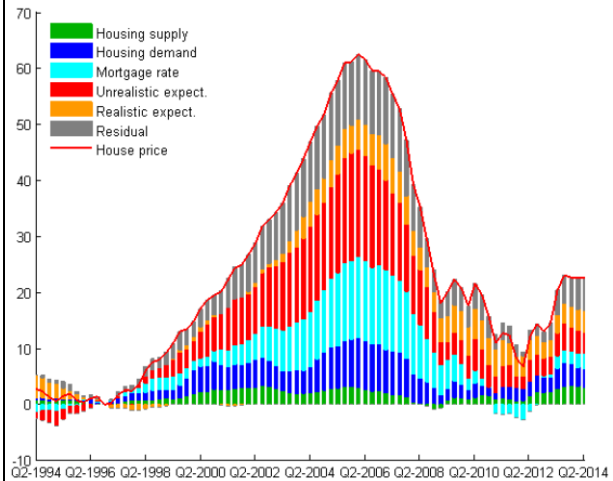
近月環球股市大幅波動，多國經濟增長明顯放緩甚至收縮，但各地樓市仍然居高不下，無視基本因素及其他市場表現的技術性因素。為了揭開樓市長升長有之謎，IMF 人員對 1996 至 2006 年美國樓市進行了研究（註），終於有所發現。

研究員首先分析了供求、按息和預期等衝擊（shock）對樓價、住宅投資、按揭息率、空置率及貸款對樓價比率等多個樓市指標的影響，結果發現樓價預期對樓市的影響最全面。

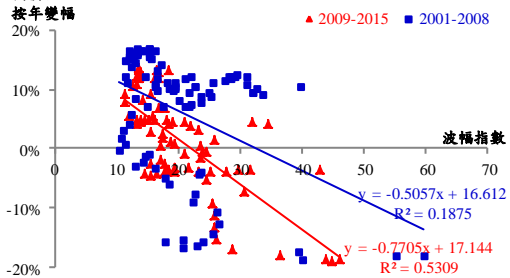
所謂預期衝擊，定義為一般家庭與樓市投資者對未來樓價預期的轉變，其對實際樓價的影響在於：對未來能以更高價格賣樓的預期將導致當前的樓價上升。這種對樓價的預期可分為現實（realistic）與不現實（unrealistic），前者為對未來樓市基本因素新資訊之反應，後者指非關基本因素的投機性預期。

研究發現，由 1996 年末季至 2006 年首季，美國樓市約七成升浪可由四大衝擊解釋，當中最大部分（約三成）由樓價預期推動，其次為按息，約佔兩成半。再者，在樓價預期中，以不現實預期的影響遠高於現實預期，其於 2002 至 2007 年的影響力甚至高於其他任何一項基本因素，直至 2008 年金融海嘯爆發後，市場重返現實，不現實預期的影響大幅收縮，與現實預期的影響大致相若，但整體預期的影響仍然高於供求等基本因素。因此，研究的結論是，樓市大升主要由不現實預期推動。

圖一：四大衝擊對樓價變化的影響佔比



圖二：美國樓價指數與波幅指數迴歸



既然如此，要預測樓市走勢，觀察市場情緒變化可能比研究基本因素更為關鍵。在美國，市場普遍通過 VIX 波幅指數量度市場情緒；計算之下，原來波幅指數與 Case Shiller 樓價指數按年變幅的負相關性逾 0.5，意味股市情緒愈好（波幅指數低），樓市表現亦佳，反之亦然。由 2009 年初至今，兩者的負相關性更高逾 0.7，意味樓價與市場情緒變化的關係更大。近期市況大幅波動，波幅指數一度抽上 40，其對樓市的影響，將逐步浮現。

註：Pascal Towbin, Sebastian Weber, "Price Expectations and the U.S. Housing Boom," IMF Working Paper WP/15/182, July 2015.

何文俊

【三、股市篇】

股市列陣抗熊

上月本篇提到，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。一個月後，全球股災爆發，果然「好嘅唔靈醜嘅靈」；糟糕的是，多個主要股市均下試甚至跌破中期支持，意味今回跌市技術上不止調整，可能是中期轉勢。

從恒指看，中期就是指2008年金融海嘯大底至今年4月的災後大升浪；這升浪的底部約位於23,400點，現價已跌離約1,500點。除非恒指於短期內戲劇性地繼續反彈多1,500點重回升軌之上，才可視今輪下跌為假突破，否則，從技術角度看，恒指應已告別金融海嘯後全球央行聯手救市的升市，未來幾年將由上升通道進入下降通道。

從黃金比率看，恒指現已跌穿2008年底至2015年中整段升浪的0.382倍回調目標（21,746點），下個目標分別是0.5倍的19,632點和0.618倍的17,519點。換言之，除非恒指短期內重上21,746點，否則，後市下試甚至跌穿20,000點的機會相當大。

美股方面，亦見道指一度跌穿2009年至今上升軌，現正在升軌上爭持。過去幾年美股持續強勢，自從上升軌在2011年第四季建立以來，道指未嘗下試，遑論跌穿。以指數現水平計，其跌穿二百五十天線的幅度亦為2011年以來最大，意味美股正呈現過去幾年少見的弱勢，即使並非大跌市，至少可預期一個具規模的調整。從黃金比率看，道指調整的最低消費應為升浪的0.236倍，約位於15,550點；0.382倍的話，則位於13,800點水平左右，尚有可觀的下跌幅度。

圖一：2009年至今恒指技術走勢



圖二：2009年至今道指技術走勢



圖三：2009年至今歐股技術走勢



圖片來源：彭博

歐股方面，受2011年歐債危機拖累，升軌平緩得多，現價未有耐到。以黃金比率計，0.382倍的3,045點及0.5倍的2,800點齊頭位均屬射程範圍，潛在跌幅最多10%左右，較港、美股市溫和，也許全賴歐央行量寬之力。

何文俊

【 四、利率篇 】

今年加息機會在 未來收緊步伐緩

踏入9月，正是聯儲局在「今年稍後」可能加息的首個月份。上月初，阿特蘭大聯儲總裁表明支持本月加息，令市場一度預期本月議息會議加息的機會超過五成。不過，近兩週全球股市狂瀉，市場揣測聯儲局不會添煩添亂，因此對本月加息預期急急降溫。

市場揣測並未無道理。2013年第二季美國經濟復蘇明顯加速，促使聯儲局發出收水預期；結果在市場大幅波動下，局方將公佈收水決定的時間由原本預期的當年9月延至12月。今回市況波動比兩年前更甚，亞特蘭大及紐約兩家聯儲銀行總裁亦先後因應金融市況而公開緩和市場對本月加息的預期，看來延後一季加息，重演2013年收水歷史的機會不低。

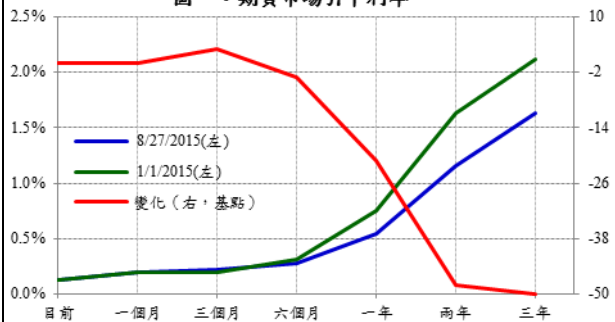
事實上，從聯邦基金利率期貨最新走勢看，本月加息機會已跌至不足四成，再度趨向年內低位，10月加息機會近五成。不過，在本月加息機會下降的同時，卻見12月的加息機會相對平穩，接近六成，意味聯儲區官員認為年內加息為合理之舉的看法，仍對市場產生影響。

除了加息時間可能略為延後外，未來幾年的加息路徑亦將顯著趨平。聯儲局官員固然就此再三發言，而與今年初相比，目前由利率期貨市場引申的聯邦基金利率曲線，雖然六個月以內的短端變化不大，但一至三年的長端已分別下調20至50基點不等；由三個月歐洲美元期權引申出來2018年中的聯邦基金利率亦僅1.8厘，反映市場認為美國中期利率應持續低於2厘。

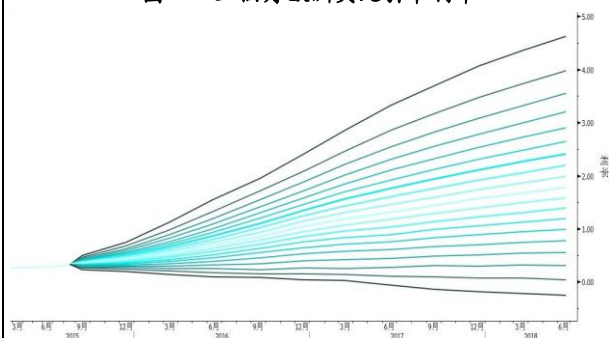
表一：聯儲局今年內加息機會

會議	加息機會	0%-0.25%	0.25%-0.50%	0.50%-0.75%	0.75%-1.00%
9月17日	38%	62%	38%		
10月28日	49%	51%	42%	7%	
12月16日	60%	40%	44%	15%	2%

圖一：期貨市場引申利率



圖二：三個月歐洲美元引申利率



聯儲局在6月會議後公佈的利率展望顯示，2017年底的利率中位數將達2.875厘，長期（三年或以上）更高達3.75厘。雖然當時的利率展望水平仍然大幅高於市場引申水平，但觀乎過去三季聯儲局的展望甚至乎決策有向市場預期靠攏的傾向，加上全球經濟前景不明朗，未來一兩季再次因應市況大幅調低利率展望的機會仍大。

何文俊

【五、匯市篇】

亞洲前景漸轉淡 星紙後市或有難

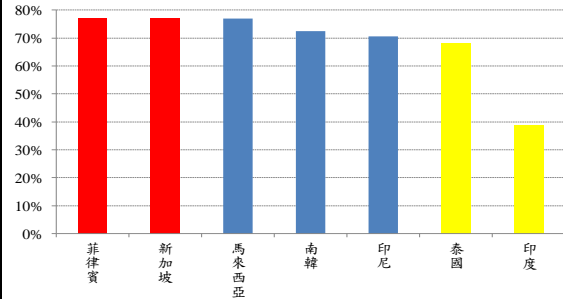
7月歐債危機完結後，美國加息令一眾亞洲新興市場資產大插。現時炒加息已經令投資者先行撤離亞洲市場，這對區內經濟的負面影響不少。過往十多年上，由於亞洲區經濟興起，除了倚賴歐美市場，區內雙邊貿易逐漸變得頻繁。但放諸現時情況，由於炒美國收水，短期亞洲區經濟前景轉淡。要量度亞洲區貨幣的前景，或可從區內出口貿易情況略知一二。

如果亞洲經濟滑落，區內需求將下跌，較倚賴亞洲區需求的國家應會受到影響。以亞洲七大新興國為例，圖一見到大部分亞洲國家都以區內出口為主，出口至亞洲佔其總出口六至七成以上，但惟獨印度只有四成。在此，大家可以想想，若果亞洲經濟不振，哪一隻貨幣最具抗跌力？答案呼之欲出。

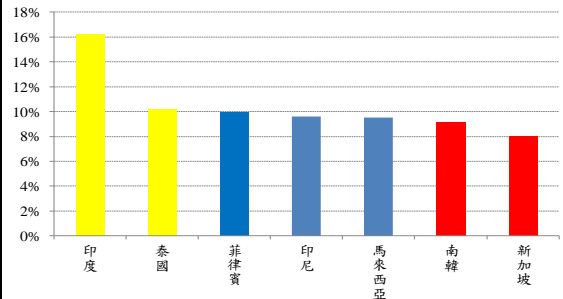
相反，美國加息代表經濟向好，同時間歐洲經濟已在低谷慢慢復蘇，故與歐美貿易較密切的地區貨幣應有較大抗跌力。圖一至圖三見到，星紙前景最暗淡，因出口至歐美的佔比最低；相反，處於中亞的印度盧比，因與歐洲的貿易較密切，故或能抵擋今輪亞洲資產的衝擊潮。

最後當然要看看近年亞洲幣走向，以2008金融海嘯低位為準，現時已有三隻貨幣跌穿多年前低位，而筆者估計當中仍以星紙前景較差，因為剛巧現時仍未跌穿金融海嘯低位。逆向思維想想，這或代表星紙仍有一大段下跌空間。反之，印度及印尼在出口至亞洲、美國及歐洲的佔比較平均，其貨幣在今段洗倉市間或有較強抗跌力。

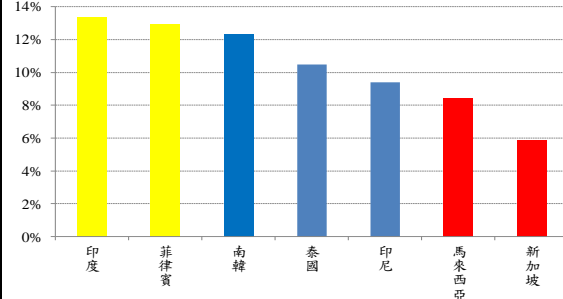
圖一：亞洲新興國出口至亞洲區佔其總出口



圖二：亞洲新興國出口至歐洲佔其總出口



圖三：亞洲新興國出口至美國佔其總出口



亞洲貨幣是否已經跌穿金融海嘯低位？

印度盧比	是
澳元	不是
南韓圓	不是
印尼盾	是
泰銖	不是 (但接近)
馬來西亞令吉	是
星紙	不是
菲律賓披索	不是

劉振業

【 六、商品篇 】

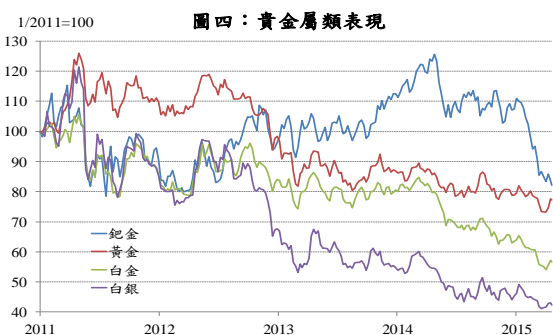
金油比例見高位 沽金不如沽白銀

全球股市於8月跌至四腳朝天，金價就來個死貓彈，但油價卻曾跌穿40美元水平，一升一跌，用炒股術語：炒品不炒市。

股市大跌，商品與油價亦無運行，惟獨金價受避險資金流入而推升。圖一見到，一上一落下，金油比例再次上升至金融海嘯以來高位。但要留意了，圖一與圖二都見，自2008年以來，三次金油比例達到高位後都總會見油價或金價轉向，例如2011年金價見頂及2015年油價觸底而反彈，2009年則兩者同時見底。今次呢？若今輪金油比例見頂的話，那應該是金跌油升，還是有其他情況呢？

首先，大家先要假定今輪金油比已達高位。其實這也不是沒有論據，縱使長期股市或仍淡，但中短期或現技術反彈，金價在現水平見頂回落亦不出奇。圖三見到，現時金價已經上升至由2013年形成的下降軌，穿頂的話代表幾年來的金價跌浪已經完結。但此時此刻，在年內美國仍可能加息下，金價是否已經見底仍存極大疑問。反之，股市作技術反彈下，避險資金或流出，金價或先行回落，油價亦因市況反彈而向上。故此，若金油比例將於現水平見頂亦不出奇，同時或預示今輪金價將見頂，油價可反彈。

不過，大家是否因此而沽金呢？圖四見到，由2011年起的美元升市中，白銀及白金是四大貴金屬類中表現最差。故此，若大家仍炒美國加息的話，比起沽金，沽白金或白銀或者更有油水。



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。