

# 交銀金融

2012 年 1 月號 第 43 期  
逢月初發行

環球金融市場部

- 
- 一、**經濟篇** • 歐債問題並不局限歐元區福利國，2012 或現新焦點：英國

---

  - 二、**樓市篇** • 2012 年有三大類高危業主，港九新界五類單位，價藏玄機

---

  - 三、**股市篇** • 2012 港股密碼就在 250 週移動平均線，歷史有何啓示呢？

---

  - 四、**利率篇** • 伯南克文獻揭示聯儲局已黔驢技窮，2012 短息料升近一厘

---

  - 五、**債市篇** • 2012 整體債市焦點，料仍將是非金融企業債及亞洲主權債

---

  - 六、**匯市篇** • 東歐貨幣升跌皆勁；美元轉強，2012 宜回歸傳統 G7 貨幣

---

  - 七、**商品篇** • 整體商品與澳日交叉一致，個別商品則金屬領先食品滯後

---

  - 八、**產品篇** • 2012 人民幣結構性產品料有兩個新焦點：digitals 與 strips
-

## 【一、經濟篇】

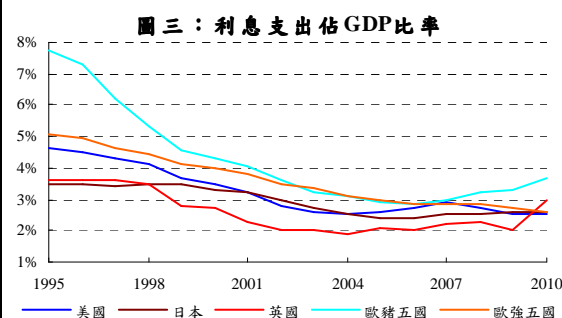
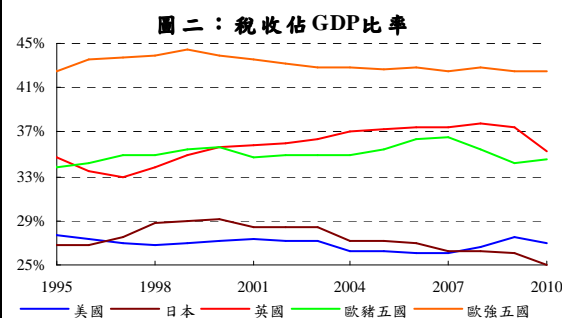
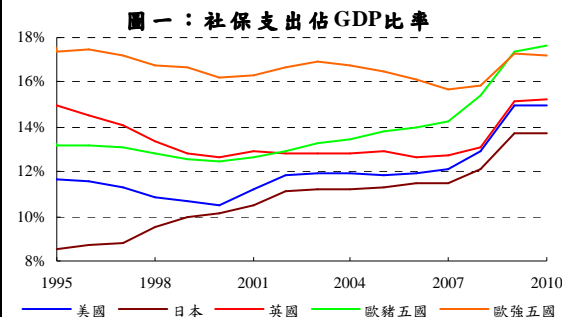
## 誰是豬國 未有定案

德、法今年惹禍上身，此乃歐豬之過。鄰國的英國亦好不了哪裡，債務比率（佔GDP）達75.5%，只比德、法兩國（83.9%及82.3%）低一點。地球另一邊，日、美兩大債仔更到了臨界點（220.0%及94.4%）。常言英、美、日債不會爆煲。不過，今年初又有誰會想到歐債會炒至德、法兩國？既然德、法可炒，為何來年不可炒英、美、日？

國之債，源於要吸水救國。為何要吸水？原因只有兩個，一是政府漏水（支出過多），二是國民缺水（稅收過少）。先看前者，圖一可見，德、法及歐豬國在社保支出一向高於英、美、日，主因歐洲工會勢力一向強大，其政府津貼及福利亦優厚，故有此象不奇。不過，看其水平之餘，亦要看其趨勢。圖中可見，近年德、法在控制社保支出方面算是得宜，但英、美、日卻有如坐直昇機，當中英、美更是叮嚀馬頭。此三國不是傳統社福主義大國，出現此象，並不尋常。

其次，再看稅收比率，以水平計，吸水大國（高稅收）歐國自然高人一等。再看趨勢，除英國外，其他國家於稅收上只屬平穩。另外，在此一提，意大利亦屬稅收國之前列份子，不過，因其債已達臨界點，故爆豬與否，與稅收多寡關係不大。何況，英國稅收亦只比豬國好一點，炒爆英國不難。

最後，要舉債就要付息，付息多寡會直接影響國家財政。圖三可見，論水平，豬國利息之高無人能及，故不值一提。至於其他國家，歐洲五強與美、日兩國近十多年來的利息支出持續下降，就算金融海嘯及歐債危



機，其利息支出亦未見大幅向上。反之，英國的利息支出近年卻有撲向歐豬國之勢，勢頭一時無兩。利息支出向與國債息頗有直接關係，英、美、日債息連年新低，本應可減其QE之苦，不過，英倫銀行QE後又QE，而且英國亦不是傳統避險大國，就算現時債息有多低，最後恐又自食其果。總括而言，英國與歐豬情況分別不大，社保與利息支出快速增長，稅收前景卻不怎明朗。來年大家看歐豬或美、日如何爆煲之餘，英國亦不可走漏眼！

劉振業

## 【二、樓市篇】

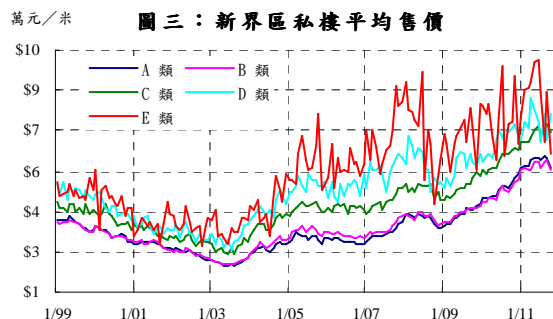
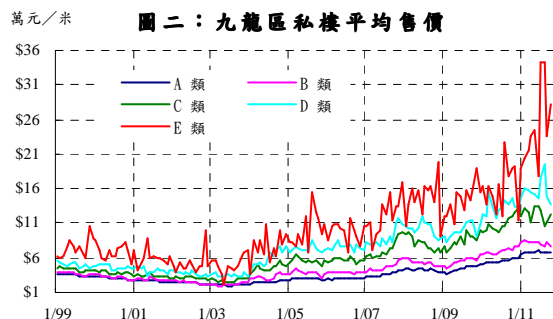
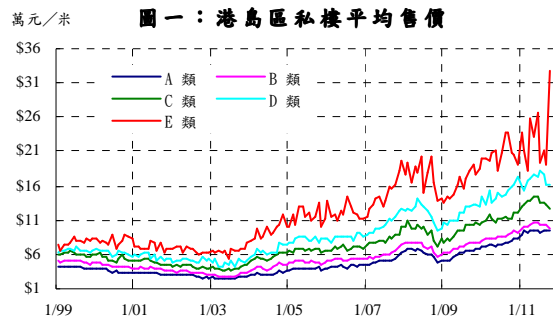
## 2012年的三類高危業主

半世紀前，英國地產大亨 Harold Samuel 曾經說過，“There are three things that matter in property: location, location, location”，這句話後來成為地產界的金科玉律，而物業所在區域亦被市場視為釐定物業價值的最重要因素之一。事實上，如以區域配合物業類型進行分析，的確可以看出不一樣的樓市風景。

圖一顯示，在港島區的私樓市場，特大單位（E類）售價近月顯著跑贏大市；最小單位（A類）跌勢則相對輕微，防守力較佳。最受樓市調整打擊的，是中至大面積單位（B、C、D類）。這幾類單位售價近月回落甚速，估計與其業主結構（主要為僅夠能力上車及經濟負擔最重的中產或夾心階層）有關。

九龍區的情況略有不同。大型單位（D、E類）售價時而急升時而暴跌，波幅偏高，反映九龍區大型單位業主的持貨能力未必太高，是故大型單位售價似強非強，並不硬淨，反而中小型單位（A、B、C類）樓價走勢相對偏穩，意味這類業主持貨能力較強，市場較為穩定。

新界區的情況與港島區剛剛相反，特大單位（E類）售價回落甚速，波幅亦大，料與新增供應及國內資金流走有關；中小型單位（A、B類）高位調整，整體走勢與大市一致。最值得留意為中大型單位（C、D類），樓價走勢相對硬淨，估計與近年不少年輕中產階層於新界置業，為該類物業帶來源源不絕的購買力有關。



註：根據差餉物業估價署定義，A類單位為40平方米以下、B類單位介乎40至69.9平方米、C類單位介乎70至99.9平方米、D類單位介乎100至159.9平方米、E類單位為160平方米或以上

由此可見，同一類私樓單位在不同區域的投資潛力皆有所不同，對業主及擬入市者的風險與回報大有影響。觀乎外圍動盪、經濟放緩，2012年本港樓市向下幾無懸念。在整體跌勢確鑿下，持港島區中大型單位（B、C、D類）、九龍區大型單位（D、E類）或新界區大型（E類）與中小型單位（A、B類）的業主或投資者，宜格外留神。

何文俊

## 【 三、股市篇 】

## 2012年港股密碼

在國內經濟放緩及外圍債務危機的衝擊下，港股 2011 全年跌逾兩成，在發達經濟體股市跌幅中數一數二，令人不無意外。

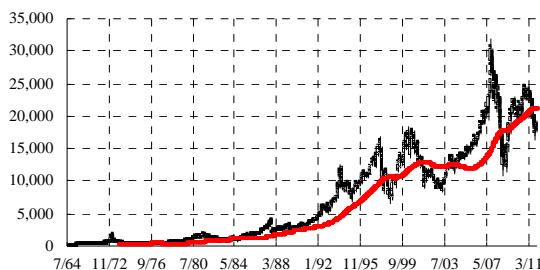
更值得注意的，是 8 月份恒生指數曾在七日內由高位 22,808 點急挫近 4,000 點至最低 18,868 點，跌破 2010 年以來的大型上落市底部；更要命的，是指數跌穿當時的 250 週移動平均線 21,111 點，預示更大跌幅，尚未出現（圖一）。

從表一可見，1964 年至今近半世紀以來，恒指曾五度在嚴重政治經濟危機的拖累下，跌穿 250 週移動平均線，繼而出現一段既深且急的可觀跌勢，幅度介乎 19% 至 59% 不等，然後最短也要九個月時間（最長四十七個月），方能正式重上 250 週移動平均線，確認轉勢。

恒指在 2011 年 8 月確認跌穿 250 週線後，雖然在 10 月初進一步跌至 16,250 點的低位，但不論從時間計（兩個月）或跌幅（17%）計，均未符合過去五次穿位的最低消費。結合今次歐債形勢之壞、經濟放緩地域之大，以及政治局面變化之快，恒指的跌幅顯然未完全反映現況，意味 2012 年下破 16,250 點的機會仍在。

巧合地，恒指在 8 月初破位而下時，在 21,725 點至 20,643 點之間遺下了一個闊 1,082 點的巨形下跌裂口。該下跌裂口的中位數為 21,184 點，與當時的 250 週移動平均線 21,111 點相當接近，足證該指數位的關鍵性。

圖一：恒生指數 250 週移動平均線



表一：1964 年至今恒指穿 250 週線記錄

確認跌穿	確認升穿	確認升穿需	跌穿後最大跌幅*
1/3/74	20/1/78	47 個月	59%
1/10/82	14/12/84	26 個月	19%
1/5/98	5/3/99	10 個月	34%
6/7/01	20/8/04	37 個月	35%
3/10/08	10/7/09	9 個月	33%
5/8/11	?	?	?

\* 以跌穿當週收市價計

對一般投資者來說，在亂世中捕捉大市短期見底時機入場短炒，未嘗不可，但始終屬火中取栗、刀口舔血的高風險之舉。較穩妥的做法，還是靜待大市回穩，確認大市轉勢後放膽入市，勝算較高。事實上，從圖一可見，指數在 250 週移動平均線以下運行的時間不長，一旦確認重上該線，往後升幅相當和味。

現時恒指的 250 週移動平均線處於 21,040 點，正好位於前述的巨型下跌裂口內，投資者宜盯緊這組港股密碼，伺機去馬。

何文俊

【 四、利率篇 】

儲局黔驢技窮 拆息升勢洶洶

外界關注聯儲局會否自新一年度起引入更具透明的議息過程，與及有否新招數。其實，只要重溫伯南克的舊作，即有答案。

伯南克與 Vincent Reinhart(即 *This Time is Different* 其一作者 Carmen Reinhart 之夫) 早於 2004 年於頂級期刊 *American Economic Review* 題為「Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates」(Vol.94, No.2, pp.85-90) 一文已載超低息時的四招：

- I. Shaping Interest-Rate Expectations
- II. Altering the Composition of the Central Bank's Balance Sheet
- III. Expanding the Size of the Central Bank's Balance Sheet
- IV. Sequencing and the "Costs" of Low Interest Rates

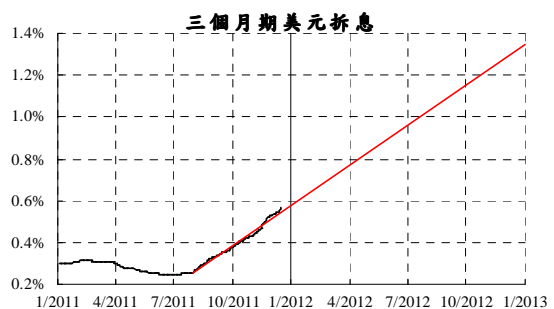
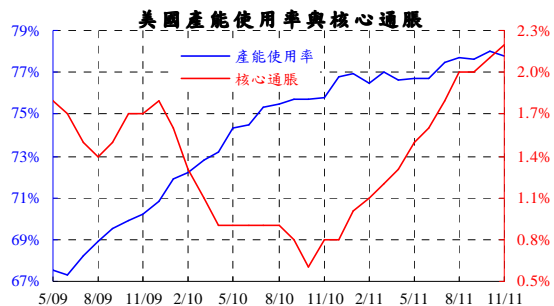
我們由最尾的一點講起。關於第四點，所指的是 alternative policies while maintaining the overnight rate somewhat above zero，這是非零息的政策，現時顯然不是這個環境。

第三點是擴大資產規模，即坊間所指、近年當局所做的 QE。至於第二點，所指的是 shifting the composition of its holdings, say, from shorter- to longer-dated securities，顯然這就是數月前推的 OT。關於這點，文中也提到 extreme example ...is the announcement of a ceiling on some longer-term yield below the prevailing rate——這就是為長息封頂，聯儲局早輪確曾放風會做，但暫未推行。

到第一點。文中寫道：An unconditional commitment is a pledge by the central bank to hold short-term rates at a low level for a fixed

period of calendar time... An alternative is to make a conditional policy commitment that links the duration of promised policies not to the calendar, but to economic conditions。

當局今年 8 月承諾超低利率維持至 2013 年中，顯然是「有條件」承諾。重溫該聲明：The Committee currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013，紅線部分就是這些條件。不過這兩條件究竟有幾成立，數據是騙不到人的，自己看看：



三個月期短息直線上升，至明年底相當於加息<sup>3</sup>/<sub>4</sub>至 1 厘；這還未計可能出現的其他危機。聯儲局招數幾近盡出(只差未為長息封頂)，也難阻短息趨升。 羅家聰

## 【 五、債市篇 】

2012年焦點是非金融企債或亞洲主權債

踏入2012年，QE3仍會是市場焦點，不過筆者認為第一季推QE3可能性不大，就算推，目標是否購入美國國債尚未可知。美國國債息已見歷史新低，十年期曾低見1.72厘，年底近1.90厘，看來跌不下去。

過去，美元計價債券因美國債息下跌而抵銷了部份因信貸息差擴闊而造成的債券價格損失，對於追求總回報（即看孳息而非純看信貸息差）的投資者尤有幫助。

不過，這個緩衝於2012年將不復再，因美國國債孳息進一步下跌的空間真的很小，這對追求總回報來說，是壞消息。

信貸環境

信貸市場方面，預料過去兩季的波動會延續至2012年上半年。歐債主導市場投資情緒毋庸置疑，而目前市場共識是歐洲官員並無單一解決方案應對歐債危機。即是說，危機仍然會繼續擾亂市場，至於危機發展到何種地步，目前仍說不準。

目前只能說，歐元瓦解以至歐洲主權連環違約這種極端情況，仍未形成市場主流意見。相信大多數投資者會繼續以假設最終能解決危機為主的情況進行投資策略。不過，一旦市場認為這個假設不再成立的話，結果會很災難性的。那屆時索性什麼都不用幹，一如現金為王（非歐元本幣）。

為何會建議持現金而非造空呢？因為於此種災難下，「沽」所需的技巧及信念甚高。一來處於當時情況，市場訊息會非常混亂，短期內產生的波幅足以趕絕投機者，二來危機形成令系統性風險上升，從而導致不同資產類別的相關系數上升，**就算是看準息差大幅擴闊，繼而沽信貸違約掉期，仍要留意交易對手風險同時升溫。**

2012年整體債券信貸息差特別是金融機構債，相信仍大有可能擴闊；原因有二：一是金融機構持有歐元區主權債引發市場質疑其資產質素；二是評級下調空間仍在。

債券市場方面，上半年整體債市流動性可能持續疲弱，主要是去槓桿化及種種監管措施下，料進一步削弱大型造市商的能力。

不過，相對於二手市場來說，一手市場交投仍會活躍。一來企業對融資需求仍在，因資金成本上升而導致銀行貸款利率的情況下，自行發債會是企業的另類選擇。此外，下半年亦觀察到發行人通常於高於二手債券的風險溢價吸引投資者，促進銷情。

建議

**持有債券宜以防守而非進取性為主，非金融企業債（亞洲區及南美）投資級別及亞洲主權債（非本幣計價）在評級上具優勢。**

朱永進

【 六、匯市篇 】

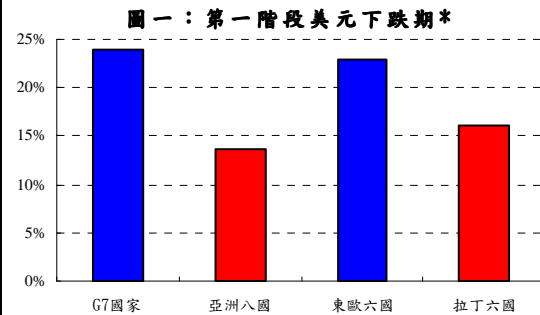
Risk-on risk-off G7 最惡

年關剛過，當然要來個大回顧與來年展望。坊間多論新興市場是全球最耀眼之地，來年定必又爆升。此話當真？

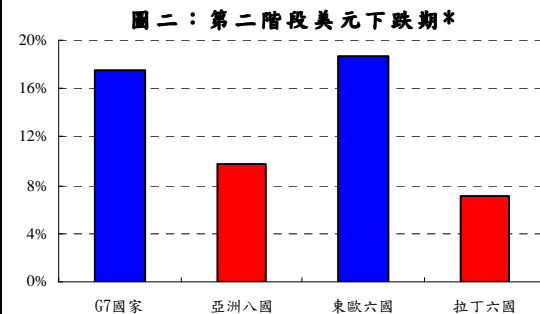
若以美元為主軸，自金融海嘯後，美元出現兩跌兩升。先講前者，美元兩大跌分別在 2009 年金融海嘯及第一次希債危機後。美元大跌，市場大玩 risk on。比較全球主要貨幣下，驟然發覺，此兩階段下，大升的皆不是散戶至愛東南亞或是拉丁貨幣，而是較冷門的東歐及傳統七幣。而此兩階段中，G7 貨幣升逾 24.1% 及 17.5%，但同期的東南亞貨幣只升約 17.4% 及 9.7%，升幅足足被拋離一大截。

Risk on 市既如此，risk off 市又如何？美元兩次大升市皆與歐債有關，第一次在 2010 年初，第二次則在今年 5 月初至 12 月中。結果與上文有點不同，跌最多的，首推東歐七國，兩階段跌逾 13.9% 及 17.0%。至於拉丁及東南亞貨幣卻表現不一，首輪前者只跌約 1.2%，後者更於美元逞強下微升 0.2%，兩者並列最佳表現貨幣。不過，至第二階段，兩者卻跌逾 7.2% 及 6.0%，比 G7 貨幣更差一點。

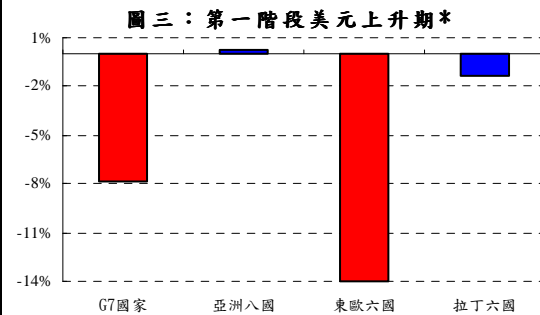
坊間常言新興市場魅力無窮，星光閃閃。不過，看過上文後，要買新興市場概念者，看來只有東歐幣可選。不過，升得勁，跌得亦勁，risk off 時，東歐幣隨時可以跌至四腳朝天。至於東南亞及拉丁幣？有空閒錢才玩玩吧。要選穩陣而又有利可圖的，來年似乎又只是 G7 貨幣。



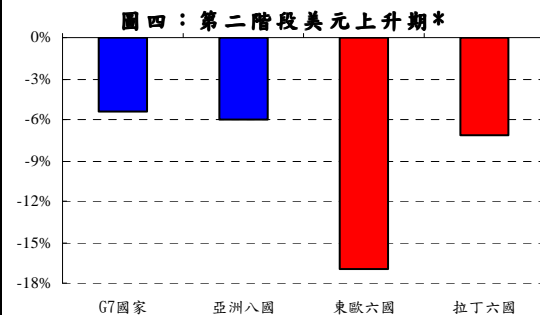
\*：2009 年 3 月 6 日至 2009 年 11 月 27 日



\*：2010 年 6 月 11 日至 2011 年 5 月 6 日



\*：2009 年 11 月 27 日至 2010 年 6 月 11 日



\*：2011 年 5 月 6 日至 2011 年 12 月 14 日

亞洲八國：菲、泰、馬、南、新、印尼及印度  
 東歐七國：保、捷、羅、土、波、匈  
 拉丁六國：秘、阿、智、巴、墨、哥

劉振業

【七、商品篇】

炒商品看澳兌日 炒個別選金屬類

近月商品大起大跌，大家要撈點油水，實在不易。多個月前，筆者已分享商品與各國經濟的關係，今回再跟大家研究商品與各相關資產的關係性，看看什麼資產才可作為商品走向的指標呢？

炒商品，可炒整個指數，亦可炒個別。先講前者，上月跟大家分享油價與各資產之關係性，今回則以 CRB 商品指數取而代之，而結果亦與上回相若。先計 2001 年 7 月美元見頂至 2008 年 3 月見底一刻，商品與美元、澳兌日圓及金價相關系數達 0.90 至 0.88，即是既炒商品之餘，亦可齊炒其餘三者。炒時缺任何一者，就一定若有所失。

至於自 2008 年 3 月美元見底後，上述三類指標中，就只剩澳兌日圓較最具預測性（相關系數仍高），其餘都已不值一看。故此，若大家是炒指數的話，就要緊盯澳、日兩幣走勢。至於為何商品與澳兌日圓相關係持續高企而其他資產則下滑，箇中原因請翻閱上月一文。

不喜炒指數的朋友則可炒個別商品。不過，商品種類繁多，故以分類指數作準則較為合理。而方法上，亦非用如上文看哪一資產具指標性，主要原因是 CRB 分類指數與 CRB 商品指數走向大致相近，把其走勢與各資產作相關性計算，只是把上文重複一遍，結果亦無甚意思。

故此，筆者反比較金融海嘯至今各分類之表現，當中有兩啟示。第一，於商品兩升兩跌市中，**金屬類通常在升市中（或跌市）**

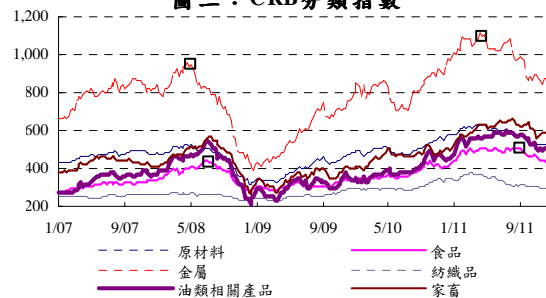
2001 年至今 CRB 與各資產相關系數

	7/01-3/08	澳兌日圓	3/08-12/11
美匯指數	0.90	澳兌日圓	0.87
澳兌日圓	0.88	美匯指數	0.79
金價	0.88	恒生指數	0.67
恒生指數	0.64	VIX 指數	0.47
VIX 指數	0.60	金價	0.19

圖一：澳兌日圓及商品指數



圖二：CRB 分類指數



CRB 分類指數兩次跌浪表現（高低位）

	2008 至 2009 年		2011 年至 12 月
金屬	-44.2%	金屬	-25.3%
家畜	-45.0%	紡織品	-24.4%
原材料	-37.6%	原材料	-19.0%
油類相關	-37.0%	油類相關	-17.3%
食品	-34.5%	食品	-15.9%
紡織品	-17.0%	家畜	-12.4%

最先見頂（或見底）的商品。反之，最後見頂（見底）的是食品類。第二，以兩次商品大跌市中（2008 年後），大跌的都是金屬類，小跌的又是食品類。以此看，現時食品類已跟跌，商品中期調整已確定。要活者，定選金屬類商品。要選安全的（只是相對安全），選食品類。

劉振業

## 【八、產品篇】

**產品新焦點：Digital and Strip**

隨著在港人民幣存款愈來愈多，並超過6,000億人民幣，本港的人民幣對沖及理財產品得到快速發展。本文將集中介紹與外匯有關的人民幣理財產品；至於與利率相關的，可於下期再跟各位探討。

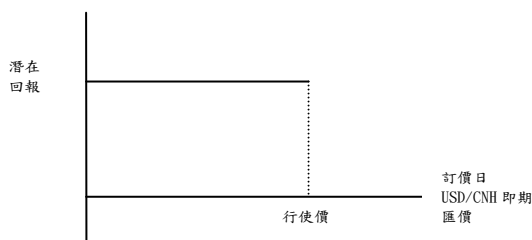
早期的人民幣外匯對沖產品以人民幣不交收遠期合約（CNY NDF）為主。交易雙方以事先協定的遠期匯率在協定日期進行交易（如美元兌人民幣）。唯交易並不涉及本金的實際交收，即是說以可交收貨幣（如美元）結算，只交收協定遠期匯率與結算匯率計算出的差額淨值；一般以中國外匯交易中心早上公布的人民幣匯率中間價作結算匯率。

隨着離岸人民幣市場的深度逐漸提升，市場對離岸人民幣可交收遠期合約（CNH DF）作對沖亦有一定需求。與CNY NDF不同的是，此產品涉及本金的實質交收，標的是離岸人民幣匯率（CNH），並非在岸人民幣。基於上述分別，就算是同年期的遠期合約，CNY NDF跟CNH DF的價格亦可不同。

展望2012年，在中央的繼續支持下，筆者相信本港離岸人民幣市場的地位會進一步深化、且更趨成熟。在港人民幣資金池不斷擴大，投資出路亦慢慢增多，因此人民幣理財產品的需求會更多元化。除現有的人民幣掛鈎外幣結構性存款（Currency Linked Deposit）外，相信人民幣數位期權（Digital）結構性存款這種結構相對簡單的產品會較易受投資者青睞。

人民幣數位期權結構性存款就是當某資產價格在定價日升抵或跌至行使的價格時，投資者可得到固定回報。假設投資者持有人民幣，並相信未來一年人民幣升值，敘做一年期美元認沽/人民幣認購數位期權結構性存款。如行使價比當日的現價低1%。一年後，訂價日某特定時間點美元兌人民幣現貨價低於行使價，投資者可得到潛在回報利息及本金；相反只可得到本金（見圖一）。此類產品的潛在收益率一般比普通定存為高，亦可設計成保本，但要注意的是並不保收益的。

圖一：人民幣數位期權



外匯對沖產品方面，相信市場對於一些較為複雜的產品如槓桿不交收人民幣外匯遠期（Non-Deliverable Strips）的需求會上升。此合約容許買方以一個固定的匯價分若干期買入/沽出人民幣。而每一期與一般不交收外匯遠期無異，交易並不涉及貨幣的實際交收，而是以可交收貨幣（如美元）作結算。在結算時，結算盈虧以協定遠期匯率與結算匯率計算的差額淨值。另合約可加入槓桿倍數以換取較佳的固定的匯價，但同時亦增加風險。此類產品較適用於有定期人民幣收入或支出的客戶。

唐振皓

**【 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。