



交銀金融

2008年8月號 總第2期

資金部主編

目錄

專題	<ul style="list-style-type: none"> 油價見頂後，全球通脹定必跟隨回落，滯脹憂慮逐變衰退困擾
經濟	<ul style="list-style-type: none"> 歐元區商業信心低迷，下半年經濟將顯著放緩，通脹將持續高企 英國消費信心跌至歷史低位，樓價持續下跌，下半年經濟有機會陷入衰退 日本出口急速惡化，營商信心低迷，下半年經濟將進一步轉弱
樓市	<ul style="list-style-type: none"> 英國樓市泡沫爆破，預期跌勢未完，前景惡劣
股市	<ul style="list-style-type: none"> 美股向下趨勢難改：道指料試 10,000，標普下試 1,200 歐股有反彈無回升：富時 100 料試 5,000，DAX 下試 6,000 奧運效應弱，大市方向難改：上證料守 2,500 - 3,000 港股成交量萎縮，調整後續跌：恒指料續試 20,000
利率	<ul style="list-style-type: none"> 各國經濟放緩壓力大，通脹雖高難言加息 TED 差價難回落，資金緊絀情況料將持續
匯市	<ul style="list-style-type: none"> 歐元：經濟放緩風險高，歐元魅力減，料波幅介乎於 1.53 - 1.59 英鎊：經濟前景暗淡，樓市續跌不止，料波幅介乎於 1.94 - 2.01 瑞郎：同屬歐洲貨幣，短期易跌難升，料波幅介乎於 1.01 - 1.06 澳元：澳紐唇齒相依，難以獨善其身，料波幅介乎於 0.90 - 0.9650 紐元：減息週期已至，將隨息口回落，料波幅介乎於 0.70 - 0.76 加元：油價回落，有望減息刺激經濟，料波幅介乎於 1.00 - 1.05 日圓：套息交易減少，短期窄幅上落，料波幅介乎於 104 - 109 人民幣：通脹回落，升值速度將放緩，料波幅介乎於 6.77 - 6.87
商品	<ul style="list-style-type: none"> 油價見頂回落，戰爭溢價之說並不可靠 金市供大於求，料會繼續跟隨油價回落

【一、專題篇】

油價見頂後……

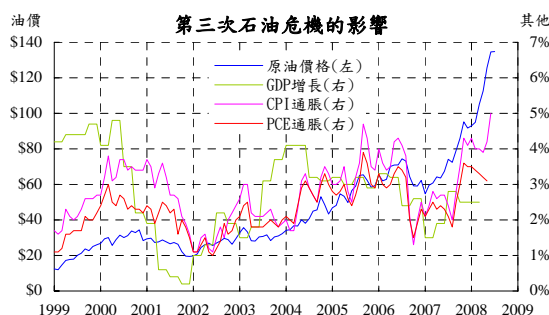
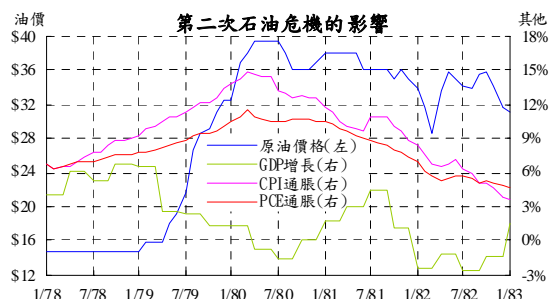
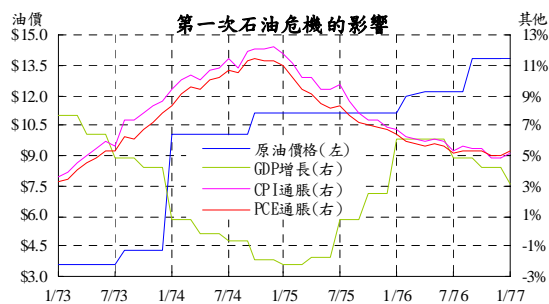
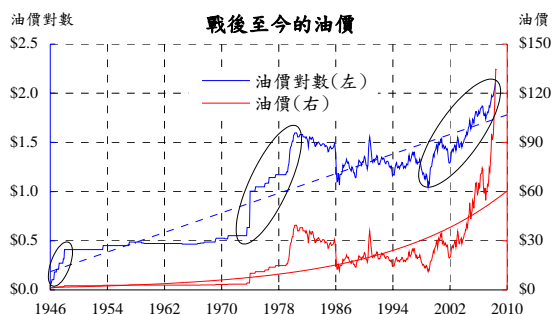
正當油價高企之時，全球高唱通脹。正當通脹高漲之際，全球熱炒加息。如今油價回落，全球的炒作熱潮又會何去何從呢？

大戰後經歷過三輪油價大升，分別是1940年代中、1970年代中及2000年代中，故有每卅年一個大通脹週期之說。不計首次因世界大戰的急升，70年代的油價大升可細分為兩次石油危機。第一次於1973年，油價從每桶\$4以下升至\$10以上，第二次於1979至80年間，油價由\$15升至近\$40。

從數據可見，第一次石油危機結束時，油價自1974年初起升幅減慢，但未見頂，不過美國經濟三個月後開始收縮，通脹亦於當年年底見頂。到第二次石油危機結束時的1980年上半年，經濟即時收縮，通脹亦頓時見頂。第一次石油危機後，油價累升兩倍，兩次危機合計，油價則累升接近十倍。

第三次石油危機呢？以1998年底油價低谷\$11升至早輪頂峯收報\$145計算，至今累升十二倍，實可媲美70年代兩次危機的合共效應。那麼經濟會否即時收縮、通脹會否頓時見頂？很難說，但雖不近亦不遠矣。

固然，上述所謂的油價「見頂」或許是一中期大調整而已；很長遠來說，毫無疑問油價會長升長有。但技術上，油價出現跌兩、三成或以上的熊市並不出奇，一如過去廿年的股市大牛，也曾有過幾次小熊市。



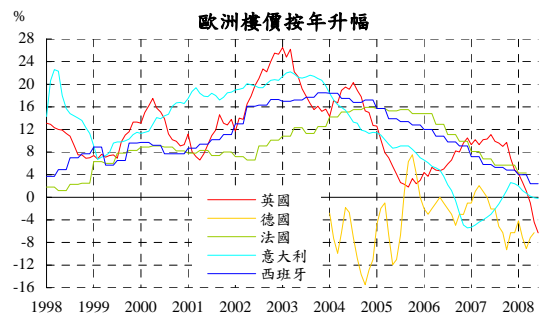
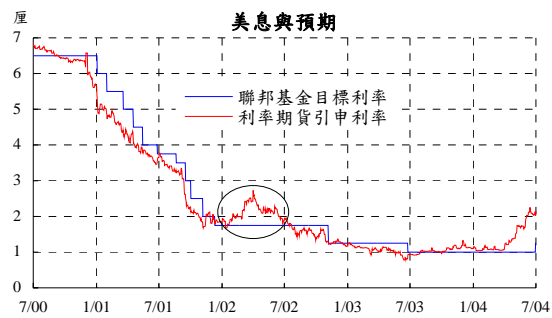
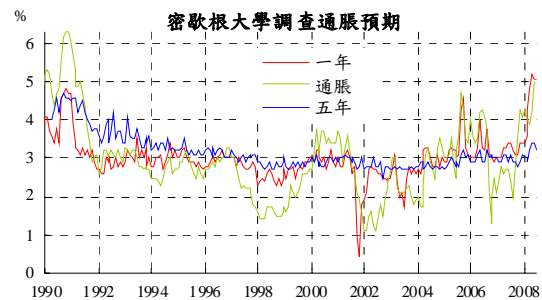
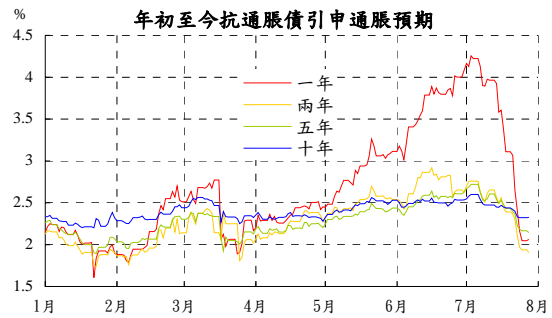
從今輪盛衰週期的角度來看，油價長遠如何其實無關宏旨。近期油價最急升一浪，由去年初的\$50 升至今今年中的近\$150。若以黃金比率推算跌回一半，則\$100 才見支持。不管會否如此，通脹壓力亦必將大為紓緩，而市場對通脹的預期亦必會「另眼相看」。

這從美國抗通脹債 (TIPS) 的引申通脹 (breakeven rate) 可見一斑。自7月初油價見頂至今，反映短期通脹預期的一年期債息急挫至 2%，與聯儲局滿意的通脹水平相去不遠。兩年期的更低，多少反映市場對未來兩年的通脹已變得相當樂觀。只有較長期的五年、十年債息略為偏高，但高極有限。

最重要的，其實還是長遠通脹預期仍然受控，這是聯儲局最關注的。事實上，五年、十年債息於過去半年並未見呈向上趨勢，而通脹預期的另一更有效指標、密歇根大學的通脹預期調查顯示，儘管近月的一年期通脹預期跟隨通脹向上，但五年期的未見失控。

由此可見，當通脹及其預期回落以後，市場的焦點自會轉至經濟，而央行亦再沒有所謂滯脹的兩難了，有的只會是衰退困擾。重溫上次美國減息週期，當中也有一年停於 1.75 厘，當時市場也熱炒掉頭加息。但就業市場惡化，聯儲局結果翻手減息，直至 2003 年中失業率見頂回落，減息週期才告終結。

樓價下跌不只限於美國，另一經濟大體歐洲也同病相憐。廿年數據顯示，歐洲經濟較美國滯後兩年。過去一年於美國發生的，會否於歐洲重演？歐息又將何去何從？



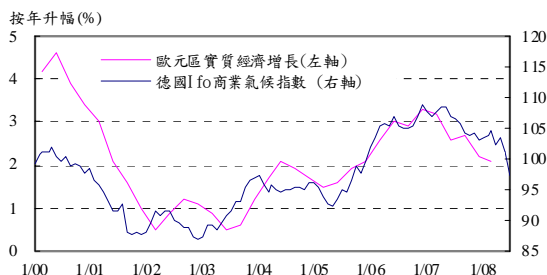
羅家聰
資金部

【 二、經濟篇 】

1. 歐元區下半年經濟將告放緩**德國商業信心跌至三年低位**

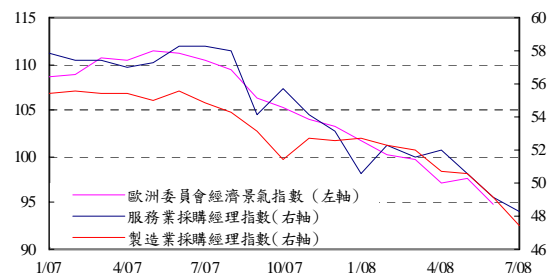
歐元區首季經濟按年實質增長 2.1%，比去年第三季增 2.7% 明顯放緩。首季增長主因是固定投資升 3.5%，私人消費只升 1.2%。雖然過去一段時期歐元呈強勢，但其淨出口首季仍保持正數。德國 Ifo 商業氣候指數 7 月跌至 97.5 的三年低位，反映商業信心低迷，預計投資增長將告放緩。

歐元區經濟增長及德國 Ifo 商業氣候指數

**服務業及製造業活動收縮**

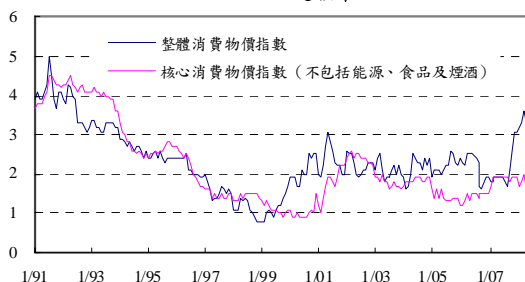
零售銷貨量首季錄得按年零增長，4 月至 5 月平均下跌 1.4%，情況不妙。5 月經修訂後失業率為 7.3%，是 3 年來首次上升。7 月歐洲委員會的經濟景氣指數降至 89.5 點，為 5 年低位。另外，服務業及製造業採購經理指數近月持續下跌，6 月及 7 月均低於 50，顯示有關經濟活動收縮。

歐洲區經濟景氣指數及採購經理指數

**通脹將持續高企**

由於能源及食品價格上升，6 月整體消費物價按年升 4.0%，比歐洲央行 2.0% 的目標水平高一倍，歐洲央行在 7 月議息後將官方利率上調 0.25 厘至 4.25 厘，為自去年 6 月以來首次變動利率。7 月通脹率進一步升至 4.1%，為 16 年以來最高，預計通脹將持續高企一段時期。

歐元區通脹率

**經濟將顯著放緩**

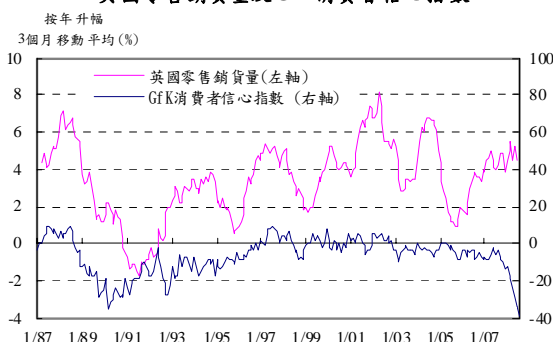
歐元區目前面對不少不利因素，包括強歐元及全球經濟放緩將影響其貿易表現，食品及能源價格高企，等等。上述多項數據反映經濟已告轉弱，預計下半年經濟增長將顯著放緩。

2. 英國下半年經濟有機會陷入衰退

消費信心跌至歷史低位

英國經濟由首季按年實質增長 2.3% 放緩至第二季增 1.6%，按季增長則由 0.3% 減慢至 0.2%，為七年最低。零售銷貨量由首季按年上升 5.5% 放緩至第二季的 4.6%。7 月 GfK 消費者信心指數跌至 -39，為 1974 年有紀錄以來最低。消費信心低迷，加上 7 月 Nationwide 樓價指數比去年 10 月高位下跌 9.5%（註：樓市分析見樓市篇），預期零售銷貨量增幅將明顯放緩。

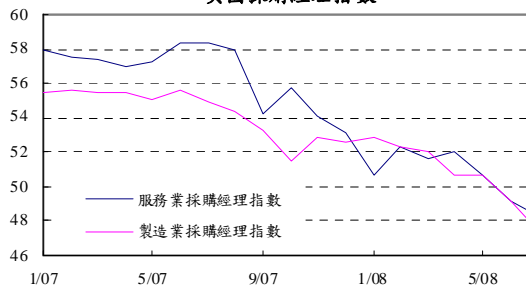
英國零售銷貨量及 GfK 消費者信心指數



服務業及製造業同告收縮

服務業和製造業採購經理指數連續兩個月低於 50 的水平，分別由 5 月的 49.8 和 49.5 跌至 6 月的 47.1 和 45.8，顯示經濟活動進一步收縮。事實上，5 月工業生產按月下跌 0.8%，按年則跌 1.6%，為 2005 年 12 月以來最大跌幅。此外，銀行收緊信貸，對經濟亦帶來負面影響。

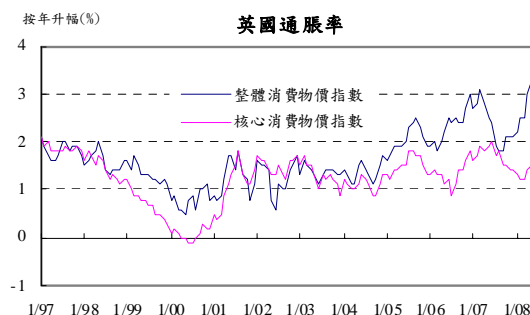
英國採購經理指數



整體通脹將持續高企

6 月整體消費物價指數按年升 3.8%，為 1997 年以來最高，且為連續第二個月高於英倫銀行所定 3% 的目標上限。通脹上升主要由能源及食品價格推動，預期整體通脹將持續高企。然而，核心通脹由首季的 1.2% 稍升至第二季的 1.5%，仍屬溫和，反映內部需求仍相當疲弱。

英國通脹率



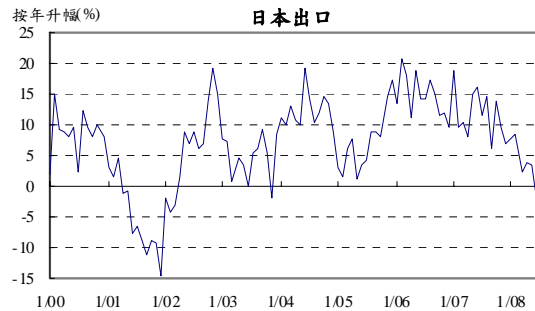
經濟將陷入衰退

由於消費信心低迷，樓價持續下跌，私人消費開支將進一步轉弱，服務業及製造業活動同告收縮。綜合以上因素，預期下半年經濟增長有機會出現按季收縮，經濟將陷入衰退。

3. 日本經濟下半年將進一步轉弱

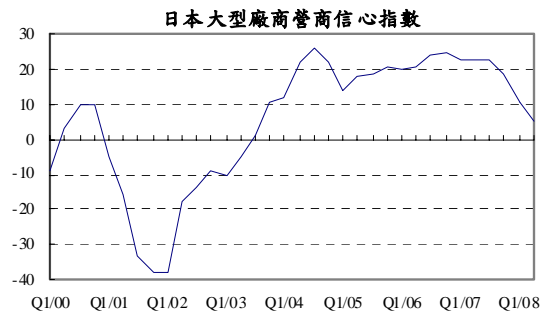
日本出口急速惡化

日本經濟由去年第四季按年實質增長1.7%放緩至今年首季的1.3%，首季增長主要由淨出口所帶動。日本首季商品出口按年名義增長6.2%，4至5月平均增長放緩至3.8%，6月更按年下跌1.7%，為四年來首次，反映全球經濟放緩對日本出口的影響正逐步浮現。未來出口表現並不樂觀，令日本經濟進一步受壓。



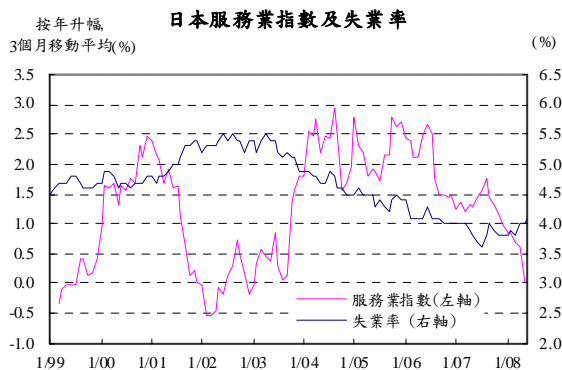
營商信心持續下降

據日本銀行的「短觀」調查，日本大型廠商的營商信心指數由去年9月的23點顯著下降至今年3月的11點，6月進一步下跌至5點，為2003年12月以來最低，預測9月指數將降至只有4點，反映營商信心將進一步低迷。事實上，6月工業生產按月下跌2.0%，預計工業生產表現將非常疲弱。



通脹將進一步上升

近月日本通脹壓力持續上升，主因是食品及能源價格上升。6月整體消費物價指數按年上升2.0%，為1998年3月以來最高，預計將進一步上升。然而，不包括食品及能源價格的消費物價指數則按年只升0.1%，反映內部需求疲弱。



經濟進一步轉弱

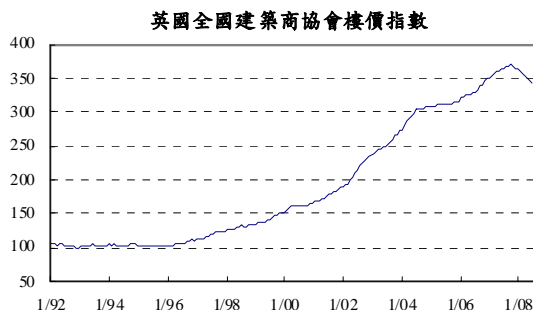
服務業活動指數首季平均按年升0.7%，4至5月升幅放緩至0.3%。勞工市場近月轉弱，6月失業率升至4.1%的近兩年高位，使消費情緒持續下跌，加上上述多項指標均告疲弱，預料經濟將進一步轉差。

劉偉業 郭偉倫
發展策略研究組

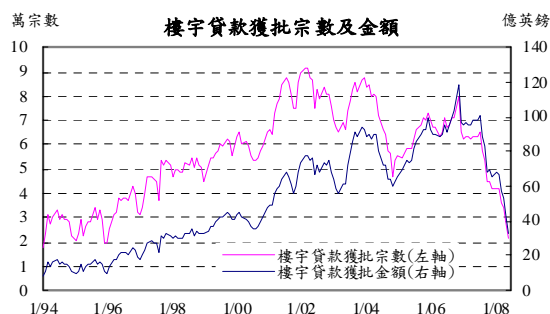
【 三、樓市篇 】

英國樓市前景惡劣樓市泡沫爆破

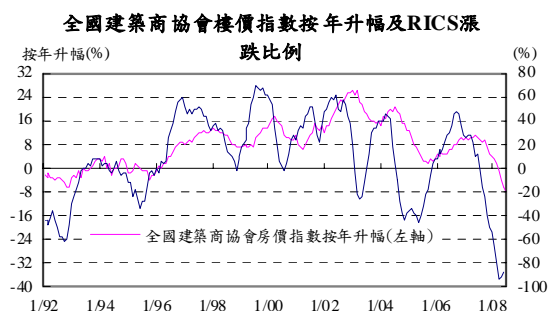
自去年夏天次按風暴爆發以來，銀行明顯收緊信貸，持續上升十多年的英國樓市在去年10月見頂，該月 Nationwide 樓價指數比1995年底上升了2.6倍，複合年增長率高達11.6%，可見樓市泡沫相當大，當泡沫爆破時，樓價跌勢可非常急，今年7月樓價比去年10月便下跌了9.5%。

樓宇貸款跌至多年低位

據英國銀行家協會統計，6月樓宇貸款獲批宗數按年下跌66.9%至2.1萬宗，為1996年1月以來最低；獲批金額則按年下跌66.4%至33億英鎊，為1999年1月以來最低。由於買家較難找到所需貸款，加上對經濟前景缺乏信心，入市意欲下降，需求減少將令樓價進一步下跌。

樓價跌勢未完

7月 Nationwide 樓價指數按年下跌8.1%，為1991年有紀錄以來最大跌幅。另據皇家特許測量師學會 (Royal Institute of Chartered Surveyors) 的漲跌比例，6月為-88.0，即看跌的測量師比看升的多88.0%，該數據被視為樓市的領先指標，預期樓價跌勢未完。

樓市前景惡劣

信貸持續緊縮，買家對經濟前景缺乏信心，加上樓市需求疲弱，綜合以上因素，預計英國樓市前景將相當惡劣。

劉偉業 郭偉倫
發展策略研究組

【 四、股市篇 】

1. 美股向下趨勢難改油價回落，股市反彈非轉勢

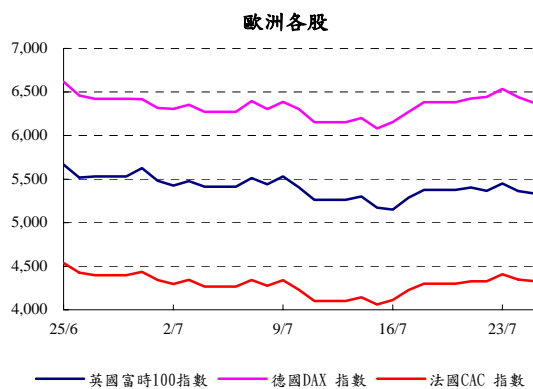
上月美股利淡消息不斷，兩大房貸機構財政受困，加上再有銀行倒閉，道指一如預期跌穿 11,000 點重要支持，單月累計跌幅超過 4%。近期雖受惠於油價回落，以及各大行稍勝預期的業績而止跌回穩，但觀乎歷史，油價並非主導股市方向的唯一因素。目前市場信貸危機陰影未過，假使油價大幅回落亦難有資金大舉流入股市，料短期反彈後仍會繼續下跌。

道指下望 10,000 點

技術上看，美股既曾下破 11,000 點支持，料去年 6、7 月份的 10,700 底部便不難跌穿，短期內會進一步下試 10,000 點整數關口。

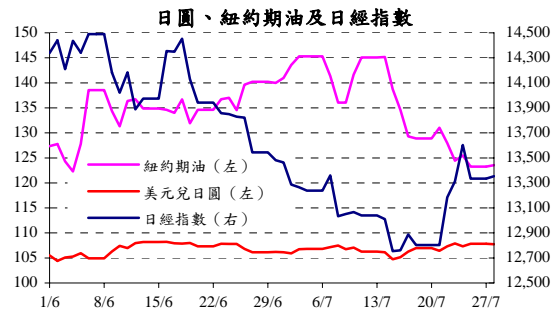
2. 歐股有反彈無回升

歐洲各市走勢一致，在經歷連番下挫後，近期油價回落同樣利好各大股市出現反彈。但好景不長，反彈調整後再齊齊回落。由此可見，全球經濟一體化，股市亦是一樣，全無逆市奇葩可言。加上德國及法國 7 月份企業信心指數跌至三年來新低，各項數據已不只一次暗示了歐洲各國經濟出現放緩的徵兆。英國富時及德國 DAX 指數月內分別下望 5,000 及 6,000 點；法國 CAC 指數則料繼續下試 4,000 點整數關口。



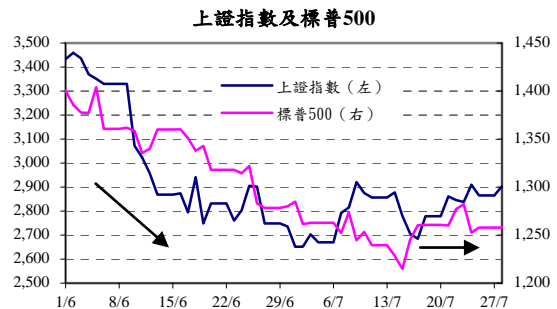
3. 日股風雨過後難見彩虹

近期油價下跌，對資源貧乏的日本來說實是最大的利好因素。加上日圓匯價較上月稍微回落，亦帶動一眾出口股走勢，利好日經指數重上 13,000 點以上。另外，7 月份的最後一週將陸續有企業公佈第二季業績，料短期內於 13,000 點附近會有爭持。惟美股跌勢未完，預計日股月內仍會下試 12,000 點支持。



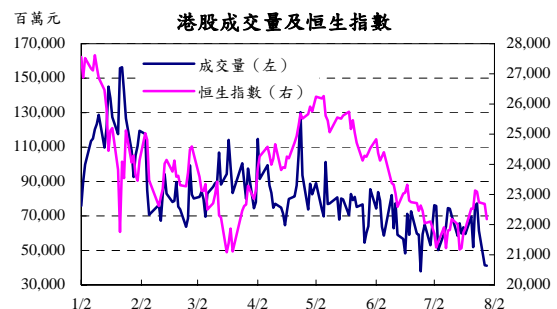
4. 奧運效應弱，大市方向難改

奧運將至，投資者對奧運效應期望很高，更期望奧運期間政府能「與民同喜」，推出救市措施造好股市。回顧以往，所謂的救市措施往往也只是治標不治本，效果短暫，難改大市方向。面對全球經濟一體化，料奧運影響亦是有限，相較其他股市，相信只限於程度有別而非方向有別。料月內上指將於 2,500 至 3,000 點窄幅上落，後市會繼續尋底。



5. 港股成交量萎縮，調整後續跌

港股成交量逐漸萎縮，投資意欲低迷。資金持續流出本港的狀況並未因近期股市反彈而得到改善。全球性信貸收縮仍是主宰港股走勢的最基本因素，在未有出現明顯改善之前，相信港股仍將難擺脫反覆向下的大趨勢。料月內會繼續下試 20,000 點支持。



劉 鑫
資金部

【 五、利率篇 】

1. 主要央行利率展望

美國

截止至七月底利率期貨顯示，有九成多人預期聯儲局會於8月份維持利率不變，息口將繼續橫行。料年底前不會加息。

歐元區

歐洲央行於6月份發表的通脹預測指，今年整體通脹為3.2至3.6%，而明年則為1.8%至3.0%。不過，歐元區6月份通脹達4.0%，超過央行早前預測，亦是上一次加息的主因。不過，考慮到經濟有大幅放緩風險，因此料歐洲央行暫不考慮加息。

澳洲

澳洲儲備銀行行發表的5月份貨幣政策聲明中，預測通脹將於08年12月底的4.5%見頂，並逐步回落至09年12月的3.25%。相信8月份央行利率將維持不變。利率期貨則顯示澳洲儲備銀行將於明年開始減息，而我們也持有相同看法。

英國

根據英倫銀行5月份的通脹預測，通脹最高峰期為08年下半年，而09年通脹很大機會將從高位回落至3%以下，若考慮央行議息時以中期通脹為目標，即是說短期內加息機會不大，甚至會減息。

新西蘭

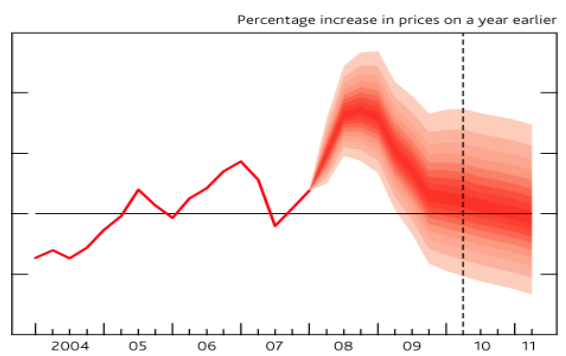
央行已於上月減息¼厘至8厘，似乎再看央行早前發表的季度報告已無甚意義。會後央行明言往後仍有減息可能。三個月票據利率期貨由目前的8.6%跌至一年後的7.1%，反映市場認為一年內仍有1.5厘減息空間，而我們認為減息週期將持續至明年。

日本

日本6月份全國整體通脹按年為2.0%，而核心通脹（扣除食品及能源）僅為0.1%。日本央行發表的4月份經濟展望報告中對08至09年度扣除食品的消費物價指數預測為1%，而央行的理想通脹水平為0至2%，反映短期內加息機會不大。

中國

最新公佈通脹為7.1%，較前期再度回落，似乎地震對短期通脹影響輕微，今年內地仍未加息，由於考慮到中央不想吸引太多熱錢湧入，預料至年底前加息機會極微。



圖片來源：英倫銀行5月份《通脹報告》

2. 信貸情況再度惡化

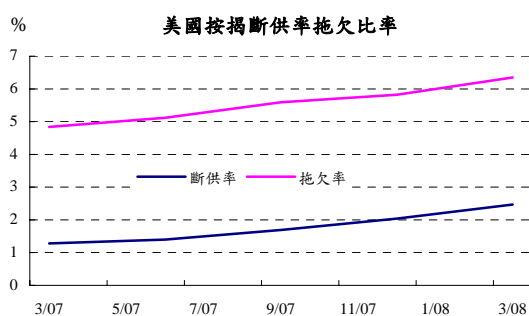
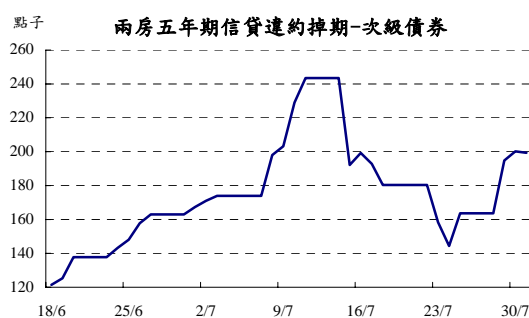
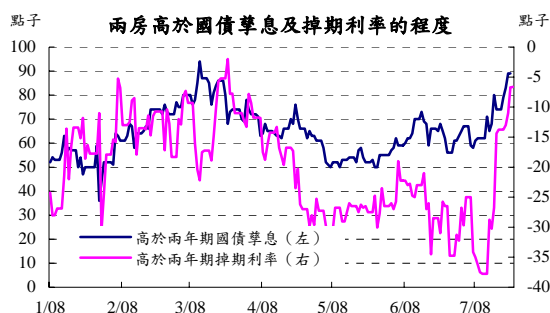
兩房被傳資不抵債令大市波動

上月初傳出資不抵債之兩房，股價亦持續下挫，對美元亦一度造成沉重沽壓。最後要由美國財政部長宣佈三項措施，以穩定市場對兩房以致美元的信心：

1. 必要時買入其股票，不設上限；
2. 財政部直接提供短期貸款；
3. 聯儲局開放貼現窗並提供低息貸款。

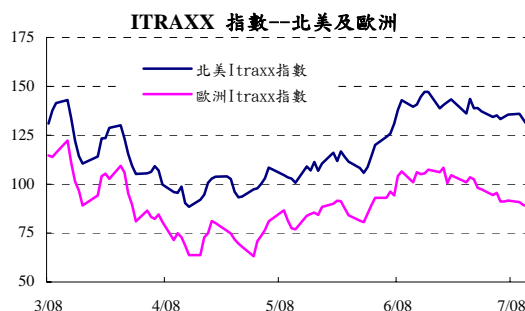
目前兩房股價自年初分別一度下挫達82%及84%，配股集資增加資本充足率已甚為困難。預料兩房集資仍以發債為主，上次發債30億票據錄得超額認購，加上其信貸違約掉期（Credit Default Swap）亦從高位的80點子回落至目前約42點子水平，反映市場信心仍然存在，不過似乎只限於優先債券（senior debt），至於次級債券（subordinated debt），標準普爾已率先表示會考慮調低評級，而兩房次級債券的五年期CDS亦一度由140點子升至250點子。

預料短期內市場信心將逐漸回復，不過房價下跌以及斷供比率（foreclosure rate）持續上升將繼續令兩房持有的按揭資產收縮，前景未明。若作最壞打算，政府將兩房收歸國有，同時為兩房承擔約5萬億美元債務，政府需增發國債以應付債項，屆時國債孳息將上升，而透過增加貨幣供應亦令美元出現沽壓。



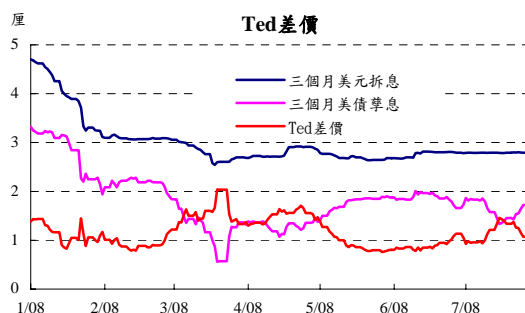
ITRAXX 指數

7月份北美及歐洲投資級別 Itraxx 指數月初由高位逐步回落，反映整體信貸情況輕微改善，相信整體指數要較長時間才能回落至5月份低位。



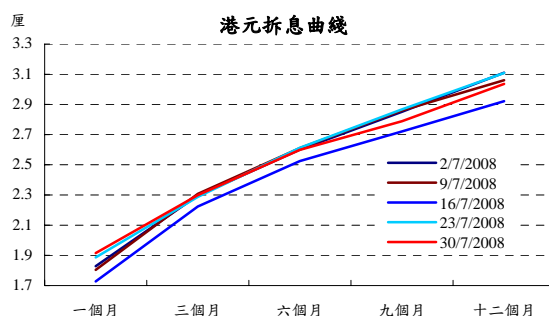
Ted 差價持續擴闊

上月初三個月國債孳息因市場預期加息機會減少，加上美股表現不穩而回落至近 1.40 厘。不過三個月美元拆息則無跟隨回落，反而企穩於 2.75 厘以上水平，導致 Ted 差價擴闊至近 140 點子。及後 3 個月國債孳息重上 1.60 厘以上，Ted 差價即收窄至近 100 點子。不過，由於加息預期減少，料 Ted 差價進一步回落機會不大。



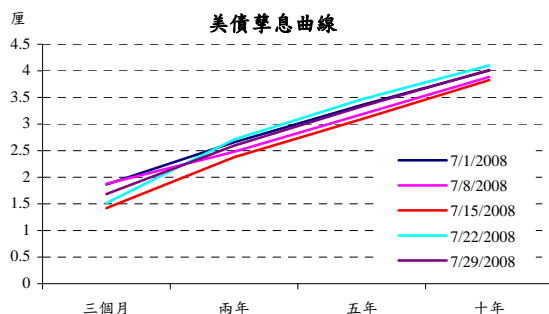
港元短息上，長息落

港元各檔期拆息於 7 月中普遍回落，其中 9 個月以上均回落 10 至 15 點子；不過，7 月底港元 1 至 6 個月拆息普遍回升至月初水平。美元拆息於 7 月份變化不大，形成港美息差先升後跌。港元 1 至 3 個月拆息於月中回升，加上港股成交量於月中後有回落趨勢，估計有資金流出本港。



美國國債孳息

兩年期及十年期美債息普遍回落，息差一度擴闊至 140 點子。股市不穩，市場避險情緒有機會導致短息繼續回落，料有機會回落至近 2.35 厘，而長息方面則因通脹預期高企而下跌空間不大，料於 3.7 至 3.9 厘內。兩檔期息差作為判斷美元息口走向的重要工具，息差愈闊，也預示着減息機會愈大。



朱永進
資金部

【 六、匯市篇 】

1. 市場動態

匯市整體由美元主導

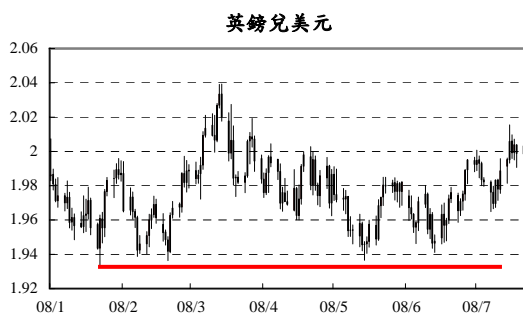
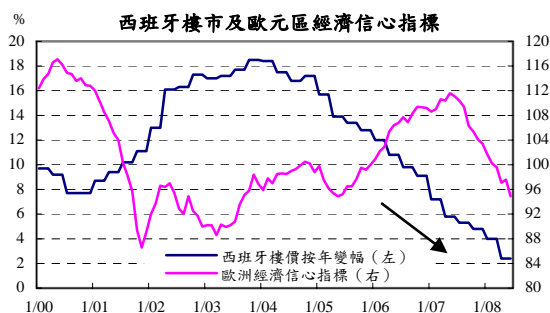
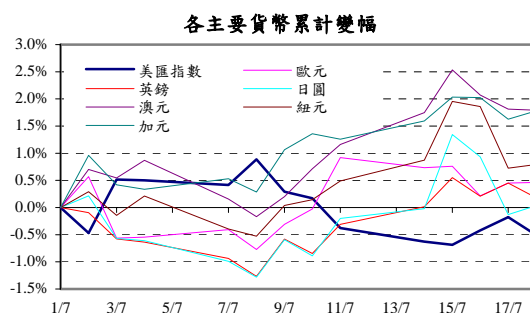
觀右圖不難看出，近期整體匯市仍由美元弱勢主導，與各主要貨幣走勢皆呈背馳。美經濟前景堪憂，雖不利美元，但美元下跌可推高油價亦在間接推高通脹，對各國經濟皆有不利影響。鑒於各大央行以往曾聯手支持弱勢歐元，料美元再大跌的機會甚微。目前油價亦見回落，美元月內仍有機會繼續反彈。

歐元時日無多逢高沽空為上

歐元區經濟每況愈下，上月更有西班牙最大地產開發商之一 Martinsa-Fadesa 申請破產，投資者對歐元資產的戒心也日趨加強。是次歐元上試 1.60 高位後迅速回落便已說明，長期持有歐元資產風險不低，逢高沽空實是上上之策。目前仍持有歐元投資者需多留意市場變化，相信歐元再試 1.60 的機會已經不大。

經濟前景黯淡英鎊看淡不看好

英鎊亦是如此，自身經濟千瘡百孔，缺乏利好因素支持，月中雖跟隨大市升至 2 算，但卻為看淡英鎊投資者創造了大好的入市時機。加上 6 月份零售銷售較 5 月份下跌 3.9%，為 86 年以來最大跌幅，疲弱數據更進一步確定英鎊跌勢。年初至今英鎊曾連番測試 1.93 附近底部，均未跌穿，顯示有不俗支持，建議獲利目標以此為限。



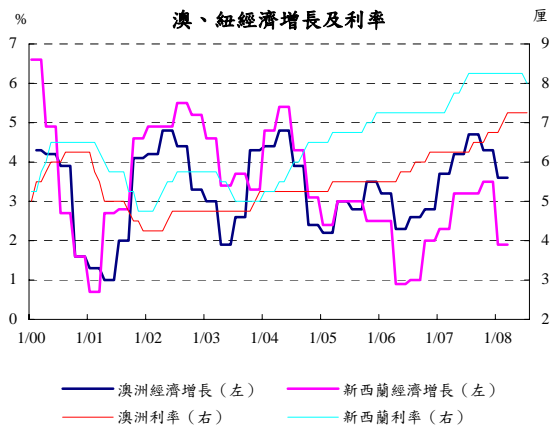
日圓牛皮上落格局難改

熟悉套息交易的投資者都知道，美元兌日圓與美股走勢關係密切。但近期股市雖出現較大幅度波動，日圓走勢卻無甚方向，與股市逐漸脫離關係。實則是股市持續回落，且美日息差逐漸收窄，故吸引力減退，套息交易較以前大幅減少。料在基本因素未有改善之前，日圓難有大幅波動機會，月內仍會維持 104 至 109 內區間上落。



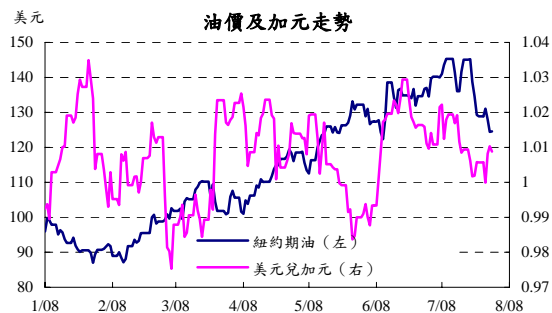
紐元減息回落澳元能耐幾時？

上月新西蘭減息¼厘，無疑為紐元後市的發展點亮了一盞燈，當然燈光是向下照，並非向上。而澳紐經濟一向唇齒相依（見圖），難道就此分道揚鑣？答案當然是否定的。澳洲經濟並非全無啟示，消費情緒跌幅為廿年來最大，回顧以往，每當跌幅超過兩成時，經濟增長必定放緩，料今次亦不例外。既然經濟有放緩風險，跟隨紐元減息也是必然，相信澳元由強轉弱只是時間問題。



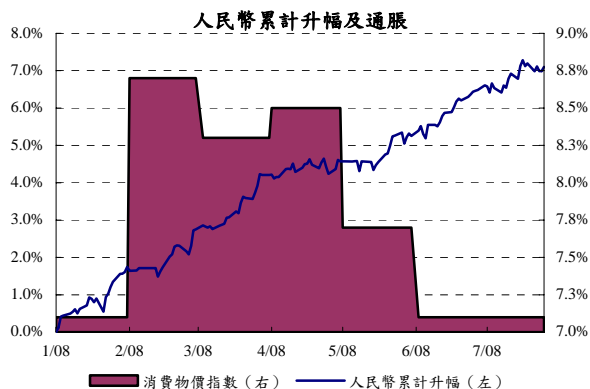
油價回落加元走勢漸明朗

近期油價見頂回落，加拿大是原油出口國，無疑會直接影響加元匯價，還有一點更重要的是，目前各國皆礙於通脹壓力而無法減息刺激疲弱經濟，油價一旦大幅回落，通脹壓力減緩，加國便有減息機會，而這亦是間接利淡加元的一個因素。如油價符預期般持續回落，加元便有望結束近期窄幅上落格局。



通脹回落人民幣升值料將放緩

6月份消費物價指數雖由前期的7.7%回落至7.1%，接連的自然災害並未使得通脹加劇，實是不幸中的萬幸。但今年上半年的平均通脹率仍高達7.9%，和政府所制訂的全年目標4.8%仍有很大差距，通脹壓力仍在。人民幣未來的走勢視乎通脹的改善程度而言，通脹既已回落，人民幣的升值速度料將放緩，料明年上半年將停下來。但截止至本月底，人民幣今年的累計升幅已超過7%，相信全年升幅仍會高於10%，明年最終料達6至6.5。



2. 策略總結

- 歐元：經濟放緩風險高，歐元魅力減，料波幅介乎於 1.53 – 1.59
- 英鎊：經濟前景暗淡，樓市續跌不止，料波幅介乎於 1.94 – 2.01
- 瑞郎：同屬歐洲貨幣，短期易跌難升，料波幅介乎於 1.01 – 1.06
- 澳元：澳紐唇齒相依，難以獨善其身，料波幅介乎於 0.90 – 0.9650
- 紐元：減息週期已至，將隨息口回落，料波幅介乎於 0.70 – 0.76
- 加元：油價回落，有望減息刺激經濟，料波幅介乎於 1.00 – 1.05
- 日圓：套息交易減少，短期窄幅上落，料波幅介乎於 104 – 109
- 人民幣：通脹回落，升值速度將放緩，料波幅介乎於 6.77 – 6.87

劉 鑫
資金部

【七、商品篇】

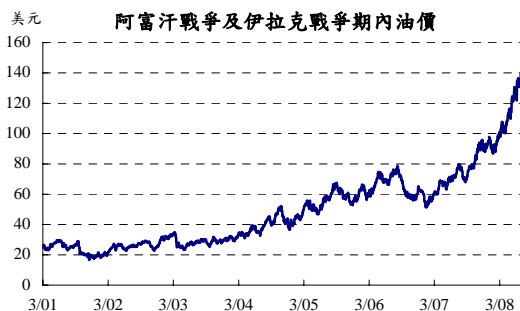
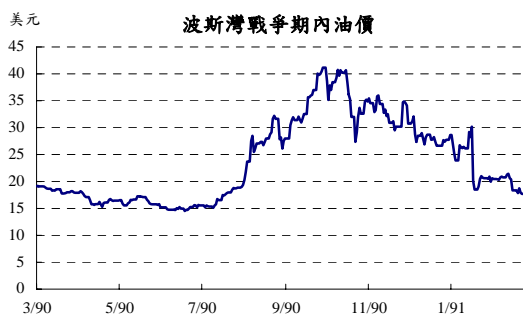
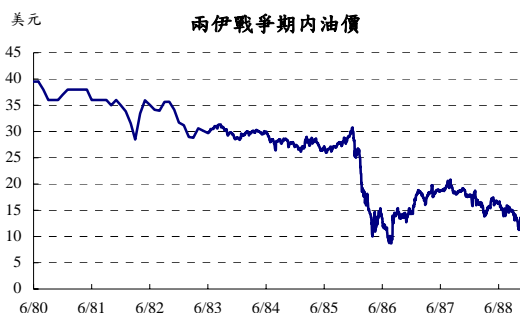
1. 油價

「戰爭溢價」之說並不可靠

戰爭溢價之說是主要基於兩項假設：1. 該戰爭參與國為石油主要供應國，戰爭期間將影響石油供應；2. 其他國家於戰爭前夕或於戰爭期間大量買入原油作儲備。即簡單來說，戰爭會導致油價供應下跌、需求上升，從而刺激油價飆升。過去可作考究的戰爭不多，而其中最具代表性的應是 90 至 91 年的波斯灣戰爭。戰爭期間油價由 17 美元大幅升至 36 美元，升幅逾倍。假設全球每年通脹為 5%，即 18 年後為約 46 美元。而今年 6 月底市場傳出以色列有意攻打伊朗，期間油價由 133 美元一度升至 145 美元，當中升幅僅為 12 美元。信奉「戰爭溢價」者，似乎仍認為油價仍有上升空間。

有分析認為目前油價中約 65 美元是風險溢價，而當中有多少是戰爭溢價則難以考究。回顧歷史，1980-1988 年兩伊戰爭期間，油價由 40 元回落至近 10 元，1982 至 2000 年以阿戰爭（又稱第五次中東戰爭）期間，油價由近 30 美元反覆回落至近 20 美元。認為戰爭時期油價因戰爭溢價必升之說，似乎可被推翻。

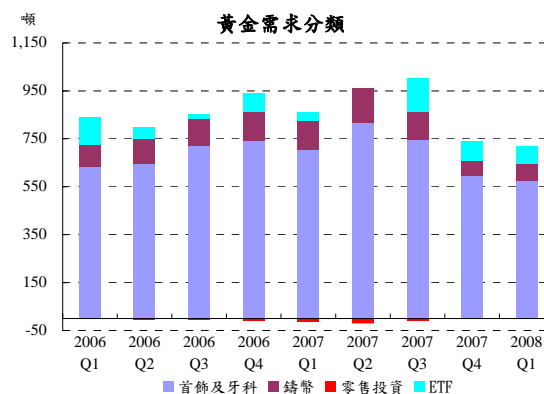
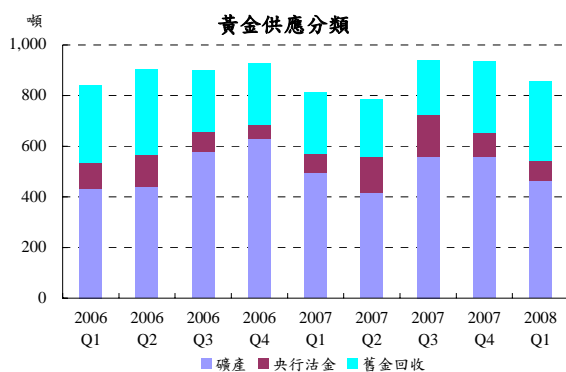
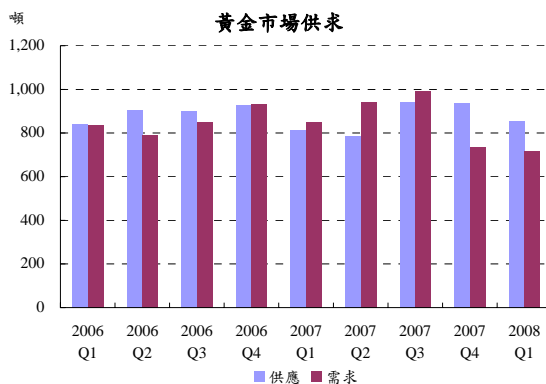
換言之，即使美國再度發動戰爭，油價亦並非必升無疑！



2. 金價

供求不均，泡沫仍在

7月底金價跌穿900美元關口，先油價一步失守重要支持，料後市仍會跟隨油價繼續回落。而金市目前供大於求，於上月刊便已論及。抽絲破繭，金市主要供應來源於礦產及舊金回收，消費方面則以首飾及工業牙科一類的奢侈品佔比最大。市場一般會關心央行沽金，但其實並非最重要的因素，最重要的還是首飾需求。試問，經濟前景欠佳，這些需求還會多嗎？



朱永進、劉鑫
資金部

【 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。