



交銀金融

2009年6月號 總第12期

資金部主編

目 錄

-
- 一、專題篇 • ECRI 預示全球收縮將於本季見底，而經濟水平則尾隨其後

 - 二、經濟篇 • 料內地旅客能保增長，其餘則跌，旅客總數料與去年持平

 - 三、樓市篇 • 本港樓價料再升空間有限，未來將比今年3月再跌約一成

 - 四、股市篇 • 在港元需求未減、成交量仍大及超低息下，港股未虞大跌

 - 五、利率篇 • 通脹預期下歐美澳洲長息皆升，中國亦逐漸轉購美國短債

 - 六、信貸篇 • 在信貸改善及華府的債券擔保計劃下，非擔保債料續暢旺

 - 七、匯市篇 • 澳紐兩幣仍有息差優勢，料續向好；人民幣則料繼續橫行

 - 八、商品篇 • 通脹未至加上多國經濟比美國更弱，金價短期內仍僅上落
-

【一、專題篇】

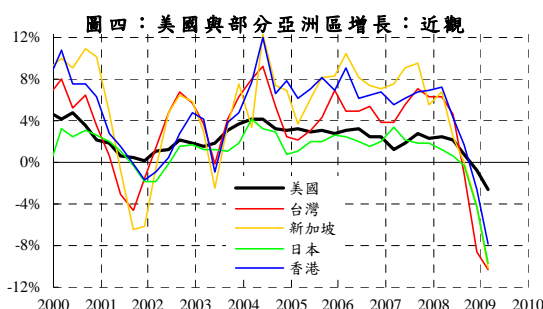
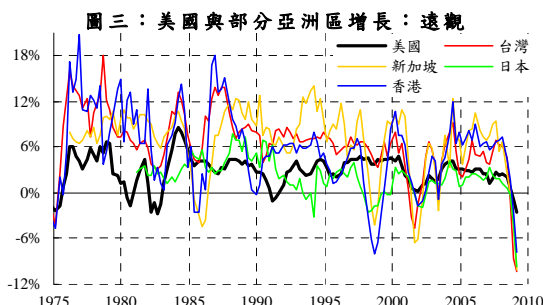
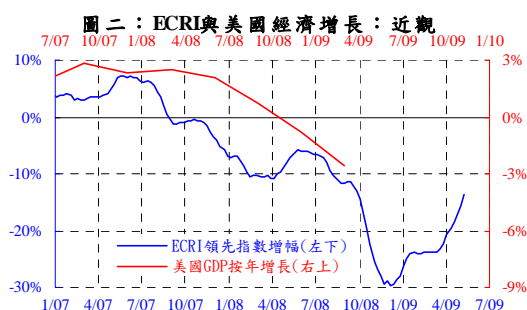
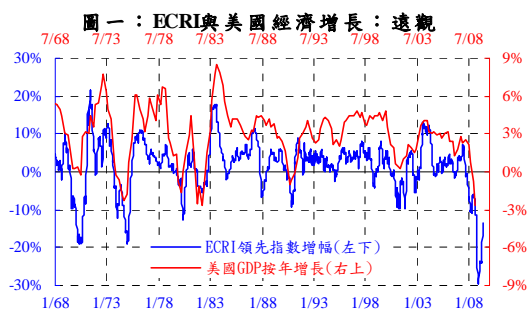
何時見底？

今次探討一下「何時見底」，所指的是經濟增長而非股市。評論指，經濟研究機構（Economic Research Institute）每週公佈的經濟週期研究所（ECRI）指數按年變幅能準確預示經濟，據講該指數自1968年創始至今、逾40年的歷史裏，預測從未出錯。

如斯厲害的指數，那當然要觀摩一下。圖一將每週的ECRI指數按年變幅與每季的美國經濟按年增長比較，相關系數分析顯示前者比後者領先兩季。結果顯示，該指數的預示能力果然神奇，與美國經濟的上落幾乎完全一致！圖二是圖一的近觀放大版，指數似乎正預示今年第二季的收縮應會見底。

亞洲又如何呢？將亞洲第一季收縮最厲害的經濟體包括台灣（-10.2%）、新加坡（-10.1%）、日本（-9.7%）及香港（-7.8%）與美國經濟作全期數據的相關系數分析，則見亞洲經濟與美國經濟同步，沒有季差。從圖三可見，這四個經濟體的確與美國息息相關：美國衰退會拖累亞洲，儘管反之並不亦然——1998年亞洲金融風暴便是一例。圖四顯示，這種相關性近年尤為明顯。

如果美國收縮能於次季見底，那末亞洲亦很可能出現同樣現象。不過，收縮見底後還要一段日子才有增長（數據重上零線），換言之，經濟水平要若干季度後才能見底。這與我們一路指今年後期、明年初會見經濟第一谷底是一脈相承的。基於美國—亞洲的經濟相關度仍高（圖四），美國一旦再陷衰退，相信亞洲可以分道揚鑣的機會不大。



羅家聰
資金部

【二、經濟篇】

料今年訪港旅客大致與去年持平

過去十年香港的旅遊業迅速發展，與旅遊相關的收入相當於本地生產總值的比率從 1998 年的 4.4% 大幅升至 2008 年的 9.5%，對香港經濟日形重要。

雖然去年全球經濟受到金融海嘯的嚴重衝擊，然而去年訪港旅客達 2,951 萬人次，再創新高，比 2007 年上升 4.7%，其中內地旅客為 1,686 萬人次，升 8.9%，佔整體訪港旅客 57.1%，為主要增長來源；去年非內地旅客比 2007 年微跌 0.3%。去年訪港旅客消費額達 1,590 億港元，比 2007 年上升 11.7%。其中過夜旅客的人均消費為 5,439 港元，比 2007 年升 6.2%。今年首季，在內地旅客增長的帶動下，訪港旅客微升 1.8%。

未來對香港旅遊業有利的因素有以下幾點：

雖然全球大部分地區經濟均陷入衰退，但今年中國經濟仍能保持一定增長。今年首季內地訪港旅客上升 12.6%，表現較佳。今年 5 月，特區政府與內地簽署 CEPA 補充協議六，允許內地遊旅社組織持有有效《大陸居民往來台灣通行證》及旅遊簽注的旅客成團，在行程中以過境的方式入境並停留香港。這項措施將有助旅遊業界發展香港及台灣「一程多站」的旅遊安排。另過去數年人民幣累計升值約兩成，加上中央進一步放寬深圳個人遊的安排，預計今年內地遊客能保持一定增長。

去年訪港的俄羅斯旅客超過 3.7 萬人次，比 2007 年上升 13.1%。今年 4 月，特區政府與俄羅斯政府簽署兩地互免簽證協議，雖然現時俄羅斯旅客佔比較少，但該協議對香港旅遊業的穩健發展有利。

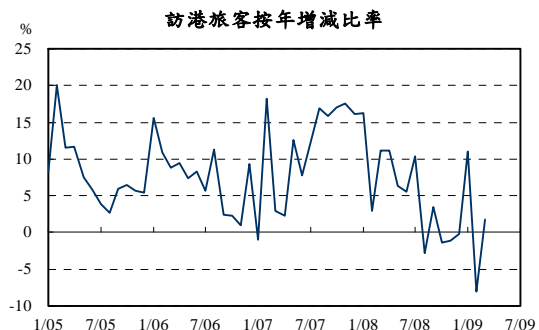
另一方面，目前香港旅遊業面對以下數項不利因素：

受金融海嘯影響，自去年第四季以來，不少來自長途地區市場的訪港旅客數字持續下跌。今年歐美日地區經濟均陷入衰退，今年首季來自美國的訪港旅客減少 18.5%，歐洲下跌 17.5%，北亞則減少 20.7%。預計今年全年有關地區訪港旅客數目將錄得雙位數的跌幅。

受兩岸直航的影響，今年首季來自台灣的訪港旅客減少 9.2%。然而，特區政府進一步放寬台灣居民入境，自 4 月 27 日起，持《台灣居民來往大陸通行證》(俗稱「台胞證」)的台灣居民可免簽證來港，對香港作為台灣訪內地旅客中轉站角色的淡化有緩和作用。

目前全球不少地區爆發豬流感疫情，香港亦有數宗確診人類感染 H1N1 甲型流感的個案，全部均由外地傳入香港。至今沒有國家或地區向香港發出旅遊限制，世界衛生組織亦建議毋須限制外遊。香港市民及旅客在香港的活動均維持正常。雖然如此，香港旅遊業仍將受到負面影響。

綜合以上因素，預計今年內地訪港遊客能保持一定增長；至於其餘大部份地區遊客，今年將告下跌。總體看，今年訪港旅客大致與去年持平。



劉偉業 郭偉倫
發展策略研究組

【 三、樓市篇 】

香港住宅樓價繼續調整

香港樓價從2003年中起逐步回升，至去年中見頂，但未回復至1997年高峯，是次升市持續約五年。去年全球經濟急速惡化，香港經濟亦受波及。去年私人住宅買賣合約比2007年減少22.4%；成交額則跌20.8%，其中下半年跌幅擴大。

去年下半年外圍經濟急速逆轉，本地整體樓價再次下跌，去年底比去年中下跌17.2%。由於去年下半年成交大跌，使市場積聚了一定購買力，在今年首季得以釋放。今年首季住宅成交宗數比去年第四季回升29.8%，成交額則升28.5%，樓價亦告反彈。今年3月，整體樓價比去年底反彈3.1%。今年以來，住宅成交價量齊升，形成一個小陽春。

影響未來住宅價格的利好因素有以下幾點。港元最優惠利率從去年初的6.75厘下降至去年底的5.0厘，至今仍維持在這偏低水平(註：為香港大銀行利率)。由於美國的金融市場和經濟依然有着不少問題，預計今年美國仍會維持利率在甚低水平。另一方面，去年下半年經濟急速轉差，不少住宅的住家和炒家相繼離場，銀行則減少按揭貸款優惠，在樓宇估值方面亦趨保守。然而，在樓價下跌近兩成後，由於銀行敘造按揭貸款的風險相對降低，銀行再度提供按揭貸款優惠以搶佔業務，近期不少銀行再次把按揭利率下調至甚低的水平，對置業人士有利。此外，近期亦有不少銀行推出以拆息加一定息差作為按揭利率，實際利率只有一厘多，比以最優惠利率減一定水平的按揭利率更低，頗受市場歡迎，對樓市亦有利。

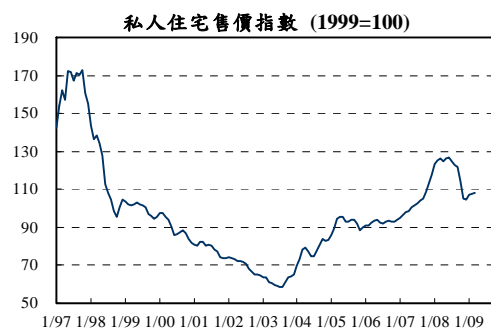
此外，從歷史水平看，目前按揭供款額與家庭月入中位數相比(一般稱負擔比率)屬合理水平；同時，按揭供款與租金

大致相若；加上去年下半年樓價下跌近兩成，對住家和炒家有一定吸引力。今年以來，樓價上升使負資產個案下跌，今年首季為9,553宗，比去年底下跌12.8%。以上因素對樓價有一定支持作用。

另一方面，現時樓市也有數項利淡因素。今年全球經濟陷入衰退，為二戰後首次，未來仍需相當時日作出調整；香港經濟今年首季大幅收縮7.8%，政府預測全年經濟將收縮5.5-6.5%；失業率亦從去年中的3.2%回升至目前的5.3%，預計今年底將進一步升至6-7%，家庭收入將再度下降。基本通脹率從去年第三季的6.2%掉頭回落，今年首季為3.1%，預計今年通脹率將處低水平。整體看，宏觀環境對樓市依然不利。此外，預計今年住宅的空置率難進一步下降，另目前的投資回報率為過去多年的低水平，亦對樓價不利。

過去數月樓價有一定反彈，預計進一步上升的空間有限。一旦過去一段時期積聚的購買力被消化之後，住宅成交將回復淡靜，屆時樓價會再度受壓。

綜合以上因素，未來樓價下跌的機會仍大，若以今年3月作基數，未來跌幅約一成，跌幅超過兩成的機會不大。



劉偉業 郭偉倫
發展策略研究組

【 四、股市篇 】

資金升市暫難了

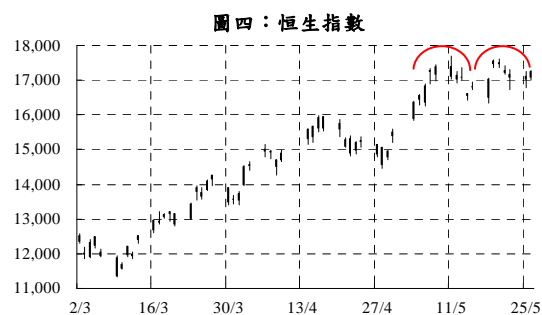
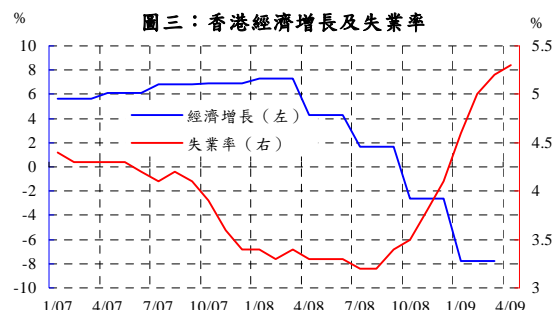
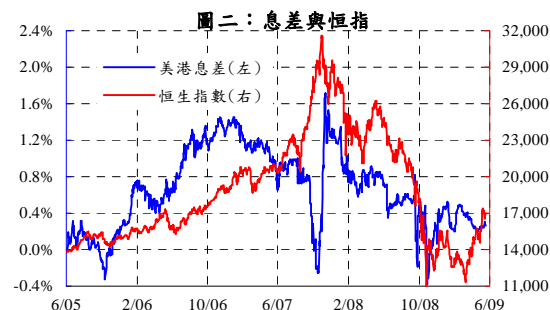
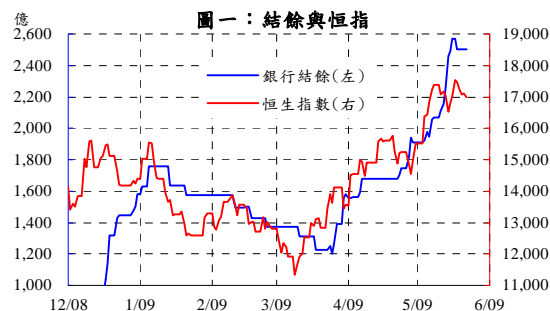
市場資金仍然充裕

全球央行超寬鬆的貨幣政策造就了充裕的市場流動性，以致近期境外資金不斷流入香港，帶動港元需求旺盛，美電現價自3月中持續於7.75的強方兌換保證水平徘徊。金管局因應聯繫匯率機制，多次向市場注資，使銀行體系結餘創下超過2,500億港元的紀錄新高。另外，港美息差持續拉開，亦反映有大批資金湧入香港的跡象。觀圖一及圖二均不難發現，港股與兩者上落形態十分一致，證明近期流入香港的游資亦成為支撐港股反彈的主要動力。

資金市欠基本支持，反彈高位現阻力

雖然在充裕的資金推動下可使資產價格愈升愈高，但同時投資者要面臨的風險也隨之加大。統計處近期公佈的數據顯示，本地經季節性調整的失業率，由今年1至3月的5.2%，上升至2至4月的5.3%，經濟增長更是持續下滑，疲弱的經濟反映股市回升尚欠實質基本因素支持。

與此同時，近期標普調低英國主權評級預期後，令英國股市以及英鎊一度急挫，也足見市場信心尚未能穩定建立，稍有風吹草動便即受影響。另外港股經過多日來反彈，技術上已進入超買狀態，短線於18,000點附近的雙頂阻力雖有機會升穿，但難排除高位將有獲利沽盤出現，故長線要想企穩於18,000點以上料有一定難度。



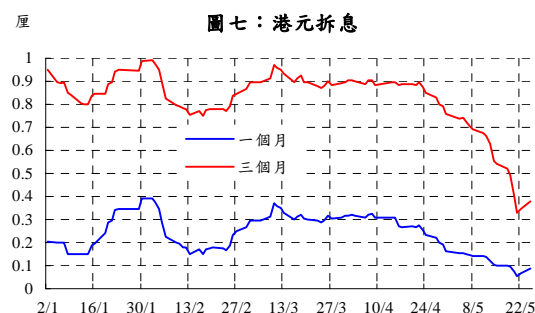
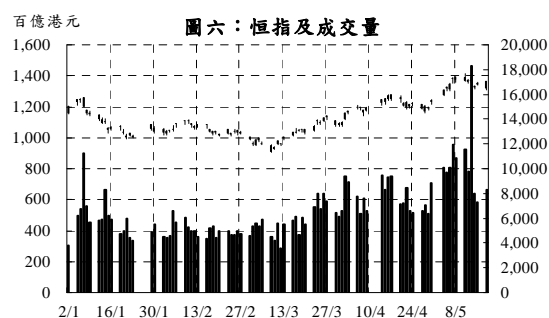
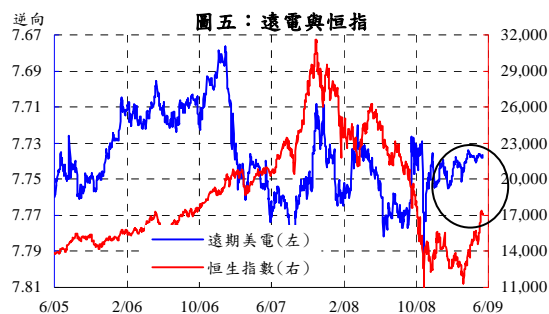
資金無大幅流出風險股市料以上落為主

一如上文所言，當前經濟並非左右股市上落的唯一因素。就目前股市現狀而言，資金會否繼續留於股市才是後市發展的關鍵。筆者認為港股短期內縱有調整，亦難以大幅回落。

原因可以概括為三點，第一點是港元需求未減。觀圖五不難發現，圈中部分雖顯示12個月美電遠期匯率持續強勢，並無轉弱跡象，顯示市場預期港元後市需求仍十分強勁。近期金管局旗下的貨幣發行委員會報告更直指，近月熱錢流入主要與股市相關，可見資金追捧港股的勢頭未止。

第二點是港股近期雖然未能繼續攀升，但卻不乏高成交量配合（見圖六），料短期內在充裕資金支持下仍會於較高水平徘徊。最後值得留意的一點，近期留港資金充裕，銀行同業拆息持續回落（見圖七），同時更有大行調減存款息率至0.001厘。固然，經濟不景下銀行調減款息未必對股市有多大正面影響，但在投資者心理上起到了一定作用，將資金擠進股市。

綜上所述，當前股市表現難掩經濟隱患，而股市長遠走勢亦難偏離基本經濟。因此港股短線未必能再有大幅攀升機會，但只要市場尚未大幅撤資，港股在充裕資金支持下料會繼續高企。最後建議投資者，港股後市雖未敢言淡，但高追風險仍然不低，酌情減持仍是當前上策。



劉鑫
資金部

【五、利率篇】

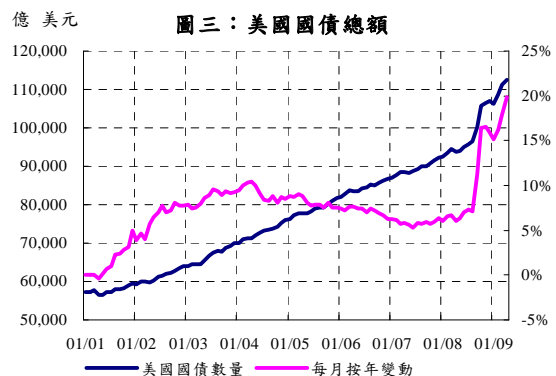
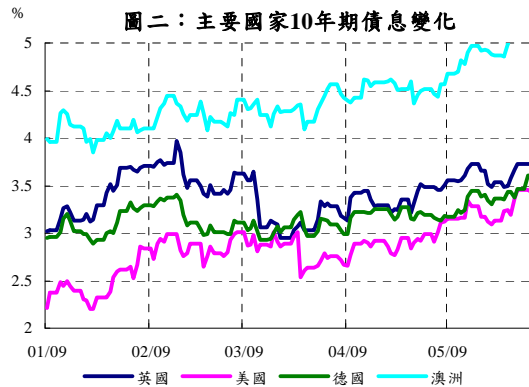
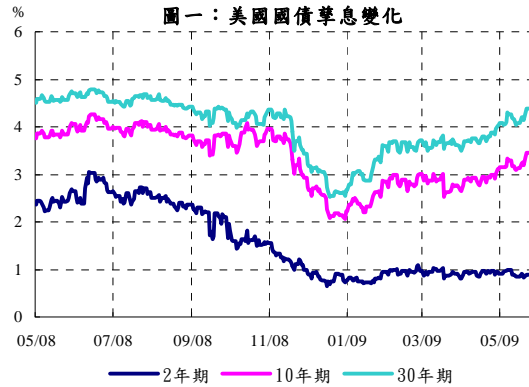
長債孳息仍看上升

近期美元及美債有種種不利消息，如市場熱炒通脹重臨、發債過量及財赤不斷增加。此外，近期市場亦關注長債孳息急升，借此回顧一下過去一年長息變化及探討一下近期長息急升是否與市場拋售美債有關。

回顧過去一年長短債息變化的原因，整體上債券孳息曲線主要受聯儲局減息政策所主導，特別是短息如2年期方面；而長債如10年期及30年期則變化不大。雷曼兄弟於去年9月中宣佈破產後引發金融海嘯，長息顯著急跌，主要是市場避險資金轉投美債，從而推低債息，令10年期債息一度跌至接近2厘水平，創下歷史新低。不過，自今年年初起，由於主要國家積極推出救市措施使信貸情況有所緩和，避險資金開始改投其他資產市場，債息由低位逐步拾級而上。

不過，聯儲局曾於今年3月推出3,000億美元購買國債計劃，令10年期債息一度由3厘回落至2.5厘水平，但影響僅屬短暫。近期個別領先經濟指標有所改善，跌幅亦有收窄迹象，令市場認為經濟最壞的情況已經過去，並憧憬經濟有望復甦、通脹亦隨之重臨，均有助刺激長息上升。

此外，近日標普下調英國主權評級展望為負面，亦令市場憂慮，美國會否因大量增發國債及持續擴大財赤去挽救金融機構及經濟，從而最終被下調評級。

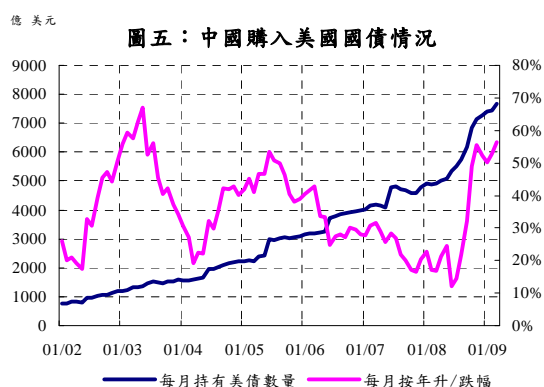
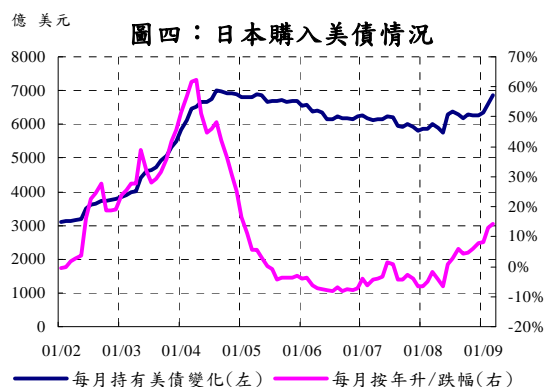


回顧過後，以下將探討一下目前長息急升是否值得憂慮，與過往比較（縱看）是否不正常，而與其他國家比較（橫看）又如何？此外，亦會探討一下自雷曼兄弟破產後，主要國家對購買美國國債有否有減持。

似乎並不是只有美債面對長息急升的情況，從圖二可看出美國 10 年期長息走勢與其他國家如英國、德國及澳洲甚為相似，同樣面對長債息急升的情況。至於升幅方面，由今年的高低位計，英國 10 年期上升 101.6 點子（由 2.95 厘升至 3.97 厘），美國 10 年期上升 125 點子（由 2.20 厘升至 3.45 厘），德國 10 年期上升 71 點子（由 2.89 厘升至 3.60 厘）及澳洲國債升 142 點子（由 3.85 厘升至 5.27 厘），比較之下似乎美長債息升幅並不過急。筆者認為主要是市場的通脹預期主導長債息率上升之故。

至於市場憂慮長債息升的另一原因，是主要國家買入國債的速度追不上美國發債速度，市場憂慮有其道理。直至 4 月底美國國債已逾 11 萬億美元，而 2001 年底約為 6 萬億美元，即 8 年內升了整整一倍！近期發債速度亦有急升情況出現。

不過，似乎中國在購入美國國債速度上更為驚人，至 3 月底中國持有美國國債約 7,679 億美元，較一年前的 4,906 億美元大幅上升 56%！不過在購買美國國債策略上，有數據顯示中國過去一年增加購買短債，並減少購買長債。至於排第二位的日本，截至 3 月底持有約 6,687 億美元國債，亦較一年前的 6,007 億美元上升 14.3%，似乎未有減持跡象。



值得關注的是，中國在購買美國國債政策上作出重要改變，由以往購買長債以獲取高息轉而購買短債。由於近期長債急升令持有長債減值，但短息無甚變化，故由 08 年 3 月底至今年 3 月底以來，中國分別淨購入 1,730 億美元短債及 980 億美元長債。另外，購買短債亦有助縮短整體國債投資盤存續期，從而增加其資產流動性。不排除其他央行亦有同樣想法，外國央行減少對長債的需求，將對長息上升構成一定壓力。

朱永進
資金部

【 六、信貸篇 】

信貸持續改善 非擔保債料旺**銀行今年第一季貸款情況**

美國財政部於5月17日發表的數據顯示，美國21大銀行3月份新增貸款額包括房屋抵押貸款和信用卡貸款都出現增長。

早前需要政府注資的其中21家銀行，於3月份的貸出金額比2月大增26.9%，而1月及2月則分別按月下跌0.7%及4.9%。不過，3月份整體平均貸款餘額（Total Average Loan Balances）比2月卻下跌0.9%至4.38萬億美元，財政部解釋主要是因為借貸人增加提早還款所致。

21大銀行包括美銀、花旗、高盛富國及摩根大通等放貸總額約佔全美逾半，因此對美國銀行整體貸款具有一定代表性。

美國企業第一季發債情況

根據美國證券業及金融市場協會（SIFMA）4月份公佈的數據顯示，今年第一季企業發債情況改善，以不同種類計算，第一季與去年第四季比較有明顯增長。不過，若按年計，其中政府房貸機構債券（federal agency securities）及資產抵押證券（asset-backed securities）發行分別大幅減少66.2%及71.3%。

若以投資級別及高收益級別（或稱垃圾債券）來看，今年第一季投資級別企業債券發行量為4,846億美元，較去年第四季的721億美元增加約6.7倍；高收益債券發行量為108億美元，亦較去年第四季為高。由於去年9月雷曼宣佈破產衝擊金融市場，令投資者失去信心轉移至避險資產，令企業以發行高收益債券來集資十分困難，於去年第四季僅錄得28億美元發行量。

事實上，第一季企業債券發行量有所增加，一來是信貸情況有改善，二來是美國政府推出債券擔保計劃，亦重建市場購入企業債的信心。近期陸續有企業發行非政府擔保債券，其中有高盛、通用電氣、摩根大通及微軟等，由於其孳息率遠較其發行的擔保債券為高，亦往往錄得超額認購。相信在信貸情況持續改善的情況下，企業會繼續考慮改為發行非擔保債券（主要是政府會收取一定費用及對擔保債券的發行有很多限制）。

朱永進
資金部

【七、匯市篇】

外幣反彈尚欠實據支持

在各主要國家實施定量寬鬆貨幣政策後，全球經濟雖仍未有明顯起色，但巨大的流動性被直接擠壓到市場的結果是，環球股市以及外幣均大幅反彈，澳元自3月份開始反彈超過兩成，升至七個月來的新高。紐元同樣反彈兩成，刷新今年以來的最高水平。

就反彈幅度而言，澳、紐居首，原因易明，因為相較其他外幣而言，澳紐仍具息差吸引力。但外幣如同當前股市一樣，其資產價格愈升投資風險也愈大，因為澳、紐兩國經濟數據仍是好壞參半，明顯尚欠基本因素支持。

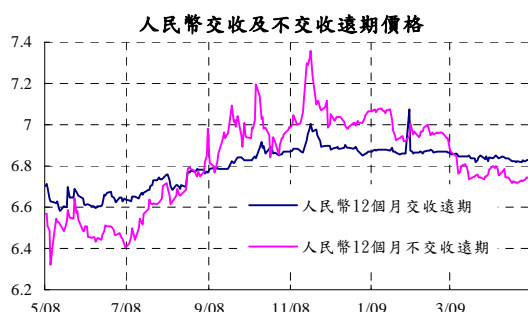
商品貨幣短線走勢看好

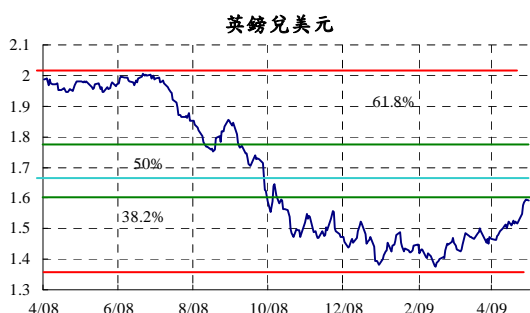
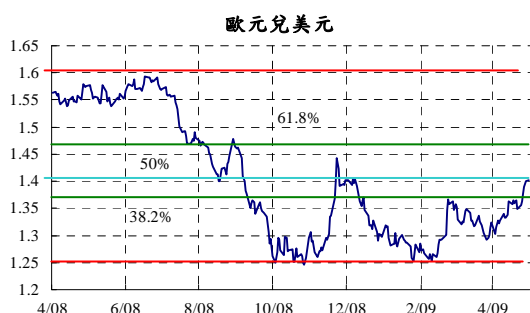
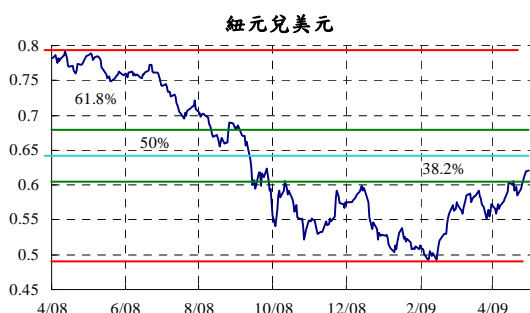
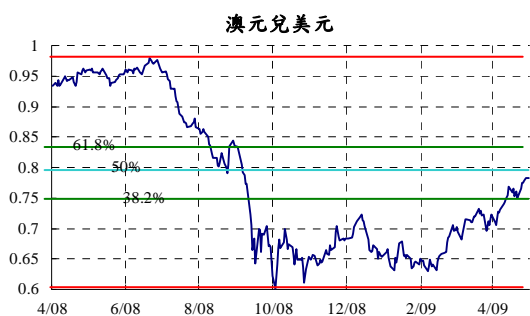
近期利好外幣的消息不絕，當前通縮風險應大於通脹擔憂，但市場似乎開始過早炒作通脹重臨，近期金價升、油價漲，這種預期愈演愈烈無疑利好一眾商品貨幣反彈。

其次是自英國主權評級展望被標普降至負面後，繼而引發市場擔心同樣負債累累的美國會成為下一個被降級的對象。投資者的擔心也同樣反映於各類美元資產價格之上。美債孳息升，美匯指數一度跌穿80整數關口。美元不濟可繼續利好兩幣反彈，澳元升穿0.77後打開向上通道，料進一步上試0.80已非難事。紐元升穿0.61的短線阻力後，有望繼續向0.65關口進發。

人民幣升值預期難持久

從今年2月份開始，人民幣12個月NDF價格出現明顯回落，顯示海外市場對人民幣的升值預期逐漸升溫。原因主要是近期美元回落，以及內地的一系列經濟數據已經初步回穩，諸如發電量反彈、各地樓市銷售量增加及貸款額激增等。不過另一方面，外部需求持續萎縮、出口跌幅仍大、就業形勢嚴峻、工業增長回升乏力、以及外資投資意願低迷等，皆是負面因素。加上我們在過往分析中並不看淡美元後市，綜合各方面而言，人民幣暫時並不具備升值的條件。隨着市場對經濟復蘇的憧憬逐步降溫，料美元兌人民幣NDF價格亦會向現價逐漸靠攏。相信短期內人民幣現價仍會以穩定為主，繼續於6.80-6.85之間窄幅上落。





策略總結

- 歐元：受惠於美元回落，歐元短線料會於 1.43 附近的高位徘徊。
- 英鎊：英鎊近期表現不俗，成功試穿年初高位，短線料繼續反彈，目標 1.65。
- 瑞郎：美元兌瑞郎成功試穿 1.08 後，短線料會繼續回落，短線目標看 1.0650。
- 澳元：短線料可繼續向好，建議以 0.75 為止蝕，逢低吸納目標 0.83。
- 紐元：紐元短線建議以 0.60 為止蝕逢低吸納，目標可上看至 0.67。
- 加元：投資者過早炒作通脹重臨，加元短線料可繼續受惠，建議持有加元好倉，目標看 1.07。
- 日圓：近期市場避險情緒降溫雖不利日圓走勢，但目前各主要外幣息差大幅收窄，套息交易早已不及先前般活躍，即無太多推低日圓的不利因素。短線而言日圓難有明顯方向，月內料會於 90-100 區間內上落。
- 人民幣：人民幣近期雖現升值預期，但當前經濟不確定因素仍多，人民幣短期內仍不具備升值條件，現價匯率料繼續於 6.80-6.85 之間窄幅上落。至於 NDF 價格則可參考其他外幣走勢，短期應會繼續向好，中長線則難有大升空間。

劉 鑫
資金部

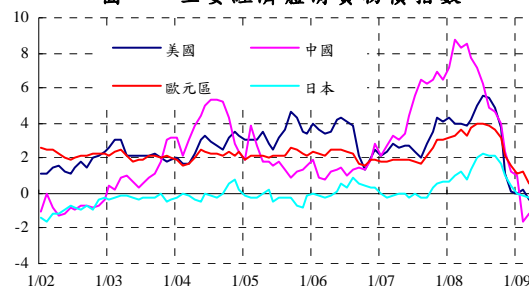
【八、商品篇】

短期內通脹難返 金價難有大升空間

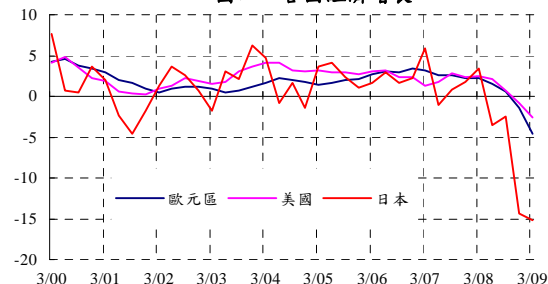
近期經濟復蘇被市場炒作得沸沸騰騰，隨之而來的是股市大幅反彈，各個資金避難所一如美元以及美債價格均出現不同程度回落。金價雖因避險資金流出而一度跌至 860 美元的今年低位，但其後再大幅反彈至 950 美元之上。金價走勢反覆原因無他，因為金價仍以美元計價，美元回落則仍有利金價反彈。美元影響雖屬短期，但市場對黃金後市卻也並不看淡，原因並非認為市場避險情緒可以重燃繼而推高金價，而是因為投資者預期，全球各國的超寬鬆貨幣政策將導致流動性過剩，引發惡性通脹，最終黃金等大宗商品價格可能將被推高到難以想像的地步。

無可否認，聯儲局將基準利率下調至近乎零、並採用定量寬鬆貨幣政策來刺激經濟，包括購買國債以及住房抵押證券，為日後的通脹埋下了伏筆。但基礎貨幣激增並不意味着通脹會短期內上揚，近期各國數據均顯示，目前經濟尚處於通縮的艱難之中（見圖一），故金價短期內沒理由因此大幅攀升。關於美元的分析我們也寫過很多，美元中短期難以因避險資金流出而大幅貶值，加上其他經濟體的經濟衰退情況較美國更為嚴重，不論是歐元區或是日本 GDP、工業生產及出口，均顯示歐洲和日本經濟比美國還差（見圖二、圖三）。在弱對弱的格局下未必會弱美元，因此我們預期金價短期內難有大幅攀升空間，技術上看，仍會繼續於 900-1,000 美元區間內上落（見圖四）。

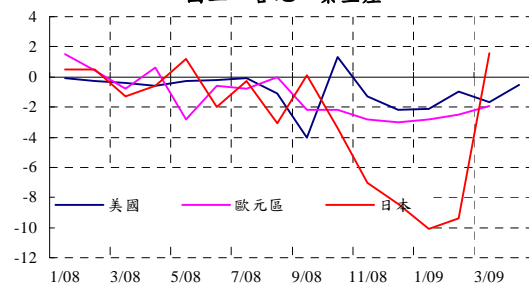
圖一：主要經濟體消費物價指數



圖二：各國經濟增長



圖三：各地工業生產



圖四：倫敦金價

劉鑫
資金部交通銀行 香港分行
BANK OF COMMUNICATIONS HONG KONG BRANCH

11

【 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。