

# 交銀金融

2012年2月號 第44期  
逢月初發行

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 本港留用進口及對內地出口仍強，大勢由外轉內、西向東

---

  - 二、樓市篇 • 本港零售物業市場理想，港島貴過九龍新界，料南水北調

---

  - 三、股市篇 • 圖論八地股市，美股最佳，A股有危有機，港股則處中游

---

  - 四、利率篇 • 歐債似好非好，料2至4月再轉壞，半年內減息 $\frac{1}{4}$ 或半厘

---

  - 五、債市篇 • 拉美債買得過嗎？本篇從經濟、息匯、風險角度全面剖析

---

  - 六、匯市篇 • 歐元直盤反彈，目標1.35/36；交叉盤看，則選歐、澳二幣

---

  - 七、商品篇 • 今回金價調整猶如08年時，內地大手掃金，締造入市良機

---

  - 八、產品篇 • 人幣利率產品發展漸見雛形，深化步伐還看離岸拆息市場
-

【一、經濟篇】

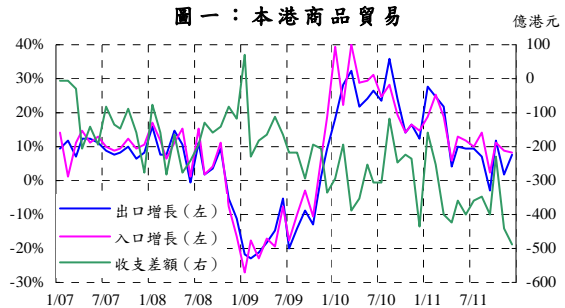
經濟自保法 由外至內西向東

全球經濟環境與金融市場不穩，今年香港經濟面臨困難的機會愈來愈大。本文將聚焦經濟下滑的重災區——對外貿易，看看在能否在危局中尋出機遇。

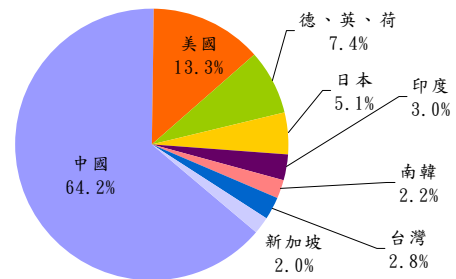
以本港商品出口貨值計，其指數雖然於今年8月見頂，但增幅卻早於一年前已見頂，其後不足半年已由36%急降至2%，在去年9月更一度錄得3%減幅，為2009年下旬復蘇後首見（圖一）。影響所及，本港有形貿易逆差在去年11月和12月連續兩月突破400億港元，全年埋單共4,273億港元，破盡歷史紀錄。

出口急遽下滑，主要受到中、美、歐需求放緩影響，畢竟意料之中；但亞洲市場卻表現不俗，下半年印度、台灣和越南增幅顯著。事實上，與2010年比較，本港整體出口貨值增幅約一成，但輸往美、英、荷三大歐洲市場的出口貨值卻不升反跌，而德國的增幅亦僅與整體相若；以十大出口市場計，歐美的份額更跌至20%之下（圖二、三），可見「本港出口歐美」之說法，已經落伍。

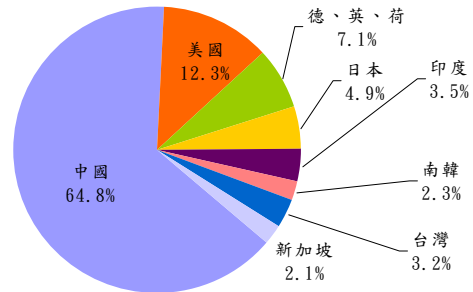
貨物進口方面，去年增長10%，但佔整體進口近三分之一的留用進口卻顯著躍升17%。受惠於本地消費及旅客開支暢旺，消費品的留用進口更增長大升逾40%，佔整體進口比例亦由22.7%上升至27.7%（圖四），反映本地內部零售消費市場向好；去年第三季歐債危機爆發期的服務輸出淨值增長（17%）及零售



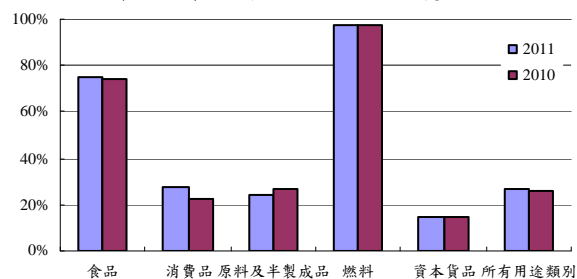
圖二：2010年本港十大出口市場



圖三：2011年本港十大出口市場



圖四：本港留用進口佔進口變化



業總銷貨值增長（27%）亦印證了同一現象。看來，在外圍經濟不穩下，調整產品市場，將出口對象由西向東、經濟引擎從外轉內，將是本港自保之道。

何文俊

## 【 二、樓市篇 】

## 南水向北調 零售物業投資潮

本期「經濟篇」提到，在留用進口、服務輸出淨值及零售業總銷貨值均錄得增長下，今年本港經濟引擎將從外轉內，以內需內銷為自保之道。

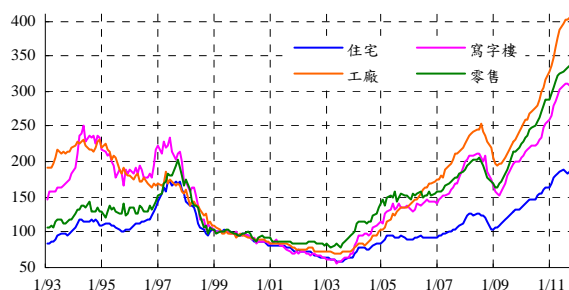
事實上，從本地物業數據，亦可看出端倪。以全港四類主要物業計，不論售價（圖一）抑或租金（圖二），零售業樓宇均明顯高於1997年，自2000年起更大部分時間穩居首兩位，排名遠較住宅、寫字樓和分層工廠穩定，足證零售業近十多年的表現理想，對本地經濟的貢獻舉足輕重。

再看港、九、新界分區零售物業數據，當可發覺，近四、五年港島區零售物業租金明顯貴遍全港而新界區則持續低水（圖三），即使在去年下半年歐債高危機期亦持續高企，相信與名店效應及供應較少有關。

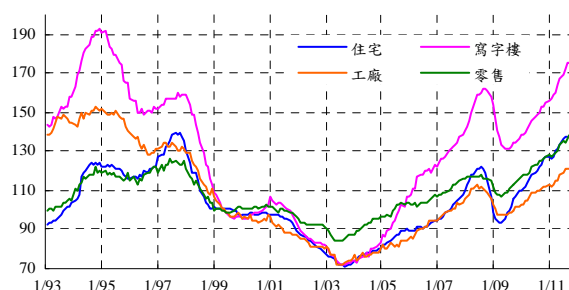
然而，零售物業的價格走勢卻另有啟示。圖四可見，港島區的零售物業價格原來早於去年2月見頂，並於11月回落至全年最低水平，相反九龍與新界區的物業價格卻在供應相對較多的情況下展現綿延升勢，雙雙於11月創出歷史高位。

按照「樓價領先租金」的規律，港島區與九龍、新界區零售物業租金與價格的反差將不會持久。租貴趕客，加上未來大型住宅項目的新供應主集中在九龍和新界區（特別在鐵路沿線），零售業租戶由港島轉戰九龍、新界區的趨勢將愈趨明顯，另類「南水北調」料成為今年本地零售物業市場的主題。

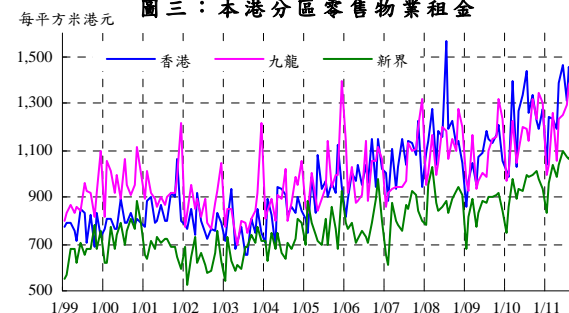
圖一：香港物業售價指數



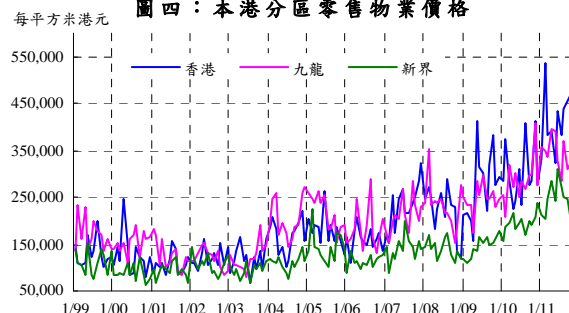
圖二：香港物業租金指數



圖三：本港分區零售物業租金



圖四：本港分區零售物業價格



何文俊

【三、股市篇】

美股行運一條龍 A股能否由蟲變龍？

踏入2012，中、港股市皆回勇，全球股市表現亦不錯。若大家今年要低位撈貨，可選哪個股市呢？

估市升跌可用不同指標，如P/E或其他基本分析，不過，今次筆者就主要以圖表來分析各主要股市走向。先以走勢最差的股市為起點，圖一可見，日本及法國自2000年來都是處於下降軌道，走勢上明顯差於其餘六地。兩者中，又以法國股市表現稍差於日本，主因是日經指數仍緊貼自2007年所形成的下降軌道頂部，突破在即，但法國CAC指數則仍在三角形底部整固，形勢較差。

日、加兩地仍處下降軌，其餘六地又如何？圖二至圖四可見，英、加、德及香港四地自2000年來便處大型三角中。細看之下，英、加形勢較佳，兩地股市貼近三角頂部，反之，德國及香港股市則只處三角中間。故此，英、加兩地比德國及香港就更值博。

最後就是美國及大陸，這兩地股市雖分別處下降軌及大型三角中，不過筆者未有把之納入以上分析，主因兩地已作明顯的突破。圖四可見，道指已升穿下降軌頂部，大陸股市卻已明顯跌穿三角底部。兩者比較下，就簡直有天壤之別。

不過，再細看上證指數，現時反彈又似想爆上三角的另外一端（頂部約2,448點），若最後衝破此水平，上證又可能有另一番新景象，故今年上證可謂危中帶機。

總括而言，論技術，美國道指已確認破



位，值博率絕對大於其餘七地。而且，美國在樓市、製造業或就業市場皆有造底跡象，去年道指跑贏其他主要地區已可見一斑，故此，今年穩陣之選，非美股莫屬！

劉振業

【 四、利率篇 】

2至4月轉壞時 歐息再減一兩次

歐債危機似見紓緩，不過幾個月以來，基本因素無大改變，變的或許僅市場情緒。

從歐元三個月期拆息與隔夜指數掉期（EURIBOR-OIS）息差所見，踏入2012後回落至80基點以下，趨勢上看似乎不錯。

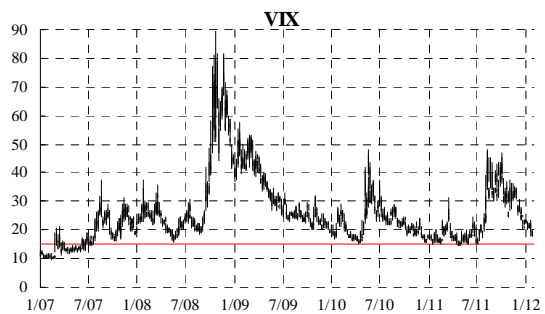
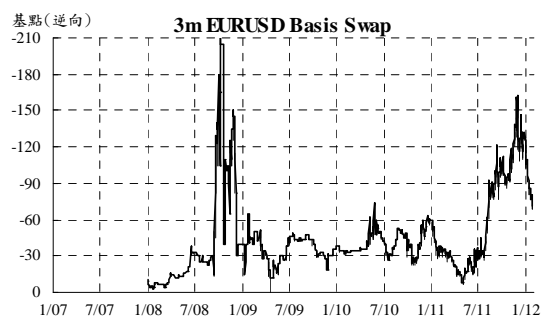
然而，EURIBOR-OIS 反映「肯借短、不肯借長」，歐元兌美元的基準掉期（basis swap）則反映「要美元、不要歐元」之況。圖中所見，基準掉期也大大收窄至70基點以內，純粹以勢論勢，目前的確不錯。

不過，勢是會轉的。何時轉，當然要看何時再「爆鑊」。爆鑊猶如突發新聞，無法預知，但從近年觀摩數據的經驗，卻見每當VIX跌至15即圖中紅線時，便跌不下去。這是2007年好景過後的「新常態支持位」。

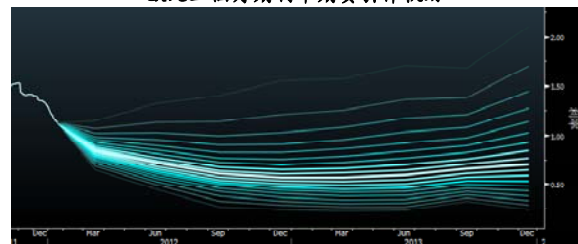
固然，每次升幅各異，而跌至該位後亦不一定即升，但通常頂多只捱兩個月。線性外射（extrapolation）推算，2月10日左右便達15，換言之，2月中至4月中最危險，所有信貸指標可會再度惡化；而我們也知，2至4月是意大利國債到期的全年高峯。

歐洲央行面對如斯環境，新總裁甫上任即掉頭減息，現息1厘。圖中所見，以歐元三個月期利率期貨引伸出來的軌跡，由現時至年底，政策指標利率還有望再減半厘。

歐元區整體通脹頗受油價影響。布蘭特期油價近期雖直逼70美元，但跌勢減慢。油價由2011年初的90餘元升至2月中的



歐元三個月期利率期貨引伸軌跡



133美元後見頂回落，故油價按年變幅應於今年2月見底。看來通脹2月後難大跌。

這樣的話，歐洲央行可能仍繼續減息，但未夠膽如聯儲局般一減至零。半年內減多1/4或半厘，機會最大。

羅家聰

## 【五、債市篇】

拉丁美洲債市具投資價值嗎？

拉丁美洲，一般以巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥及阿根廷等地區為主，其中巴西佔拉丁美洲不論經濟比重及債市均舉足輕重。要分析該地區可從幾方面着手。先說經濟，拉丁美洲對比歐美仍有優勢，國基會預測今年增長為 3.5% 至 4%，但以新興市場來說，相比其他地區如亞洲則不見得突出。

歐洲風險敞口來說，當地銀行持有歐債比重不高，而歐資銀行於當地業務比例不算高，其中如西班牙銀行更有意出售當地資產，有淡出迹象。

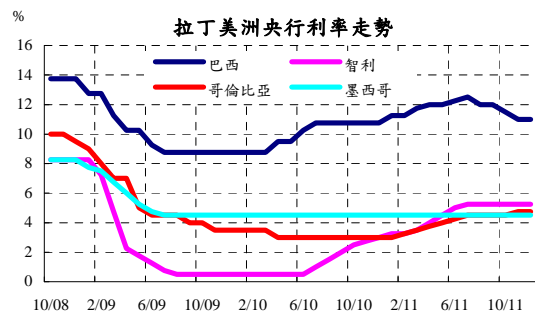
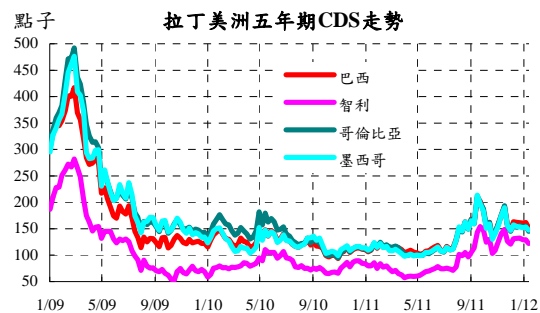
至於央行政策，去年歐債危機某程度上影響實體經濟，引發不論債市及股市，均有資金外流，迫使央行減息，以及放寬資本管制，其中巴西至去年第三季已着手減息，市場相信今年仍有兩厘減息空間。此外，巴西去年底亦削減針對企業債的外資金融交易稅，以防資金進一步外流。

匯市方面，2011 年當地貨幣表現較差，普遍跌逾 7%，其中巴西雷亞爾及墨西哥披索跌逾 11%，差於亞洲貨幣平均表現。不過，有危則有機，正因如此，市場認為若歐債受控的話，反彈力度有望高於一眾亞洲貨幣。個別債券市來說，巴西本地貨幣債券方面，當地通脹放緩增加央行減息空間，利率下跌有利本地貨幣債券表現，以一隻 4 年期債券為例，孳息下跌 200 點子的話價格升幅逾 6%。

不過要留意，若央行減息出手過重將影響匯價表現，因有拆套息盤機會，將可能抵銷部份債券升值表現。

投資於拉丁美洲債券（不論美元/歐元/本幣債）的機遇，總括來說，有較多發行人信用評級被上調機會，有利信貸投資，令債券資本增值。此外，由於其過去一年表現差於亞洲貨幣，今年市場重新 risk on 的話，反彈力度有望高於一眾亞洲貨幣。另外，今年債券到期不多於 400 億美元，且預計債券發行量不算太多，不會對債市信貸息差構成重大壓力。

不過，外圍風險因素尤在，不宜過份進取。



朱永進

## 【 六、匯市篇 】

## 交叉現反彈 歐、澳可跟彈

於股市篇上，筆者已用各地股市圖表跟大家分析後市去向。於此匯市篇上，在下亦再次使用圖表法看匯市走勢。

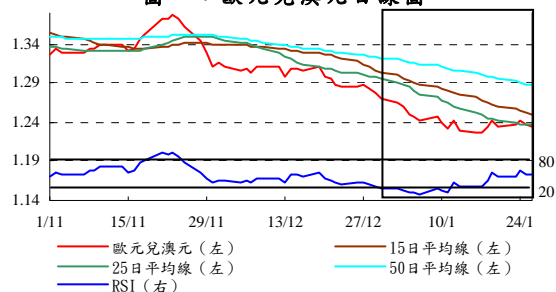
論歐元，可先看圖一至圖三，歐元交叉盤（兌澳元、紐元及加元）正處超賣反彈期中，若果2月份仍是 risk on 市的話，照道理歐元升勢將勝過商品三幣。至於目標價上，自去年中歐元見 1.4940 後（見圖四），可由當時起劃出三條下降軌。現時歐元已經突破第一下降軌頂部（1.29），下一目標將會直指第二下降軌 1.35 至 1.36 水平。

不過，大家又可能懷疑歐元能否升至此目標。按圖而言，先前歐元雖未跌至超賣（約 22 左右，20 才為之超賣），不過按照以往歐元就此超賣水平作反彈來看，大多都能升至 25 週平均線，而現時此線就是位於近 1.36。

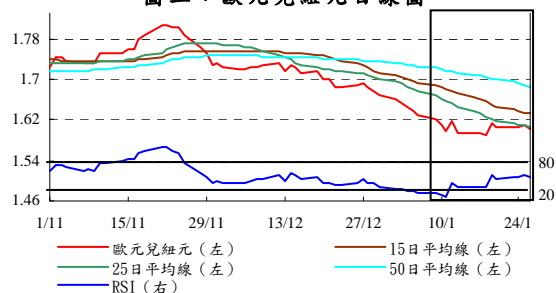
歐元目標是 1.35 至 1.36，商品貨幣又如何？上文已言歐元交叉盤正處反彈期，觀乎以往走勢，超賣反彈大多最少可達 50 週平均線，以此看，歐元兌澳元可見 1.2500 至 1.2520，兌紐元則 1.6290 至 1.6330，兌加元則 1.3380 至 1.3400。

最後，把歐元及與之交叉盤計一計，澳元最終可見 1.0880 至 1.0940，紐元則 0.8360 至 0.8400，加元則 0.9830 至 0.9780。由此可見，比較澳、加兩幣，紐元上方的油水稍為不足，主因是紐元已早於歐元及加元破位（約一月初）。至於澳、加兩幣中，筆者傾向選擇前者，主因 risk on 市上，澳元彈力普遍勝於加元。故此，歐、澳元將是 2 月焦點所在。

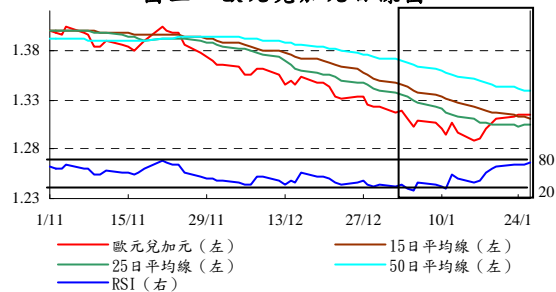
圖一：歐元兌澳元日線圖



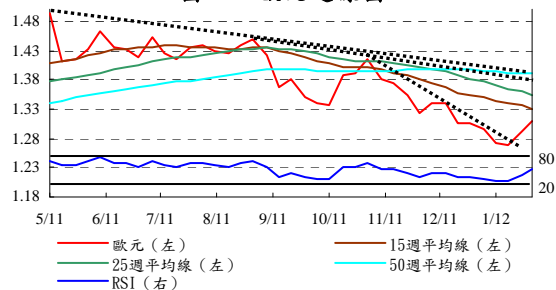
圖二：歐元兌紐元日線圖



圖三：歐元兌加元日線圖



圖四：歐元週線圖



劉振業

【七、商品篇】

金價調整日 新興大國低吸時

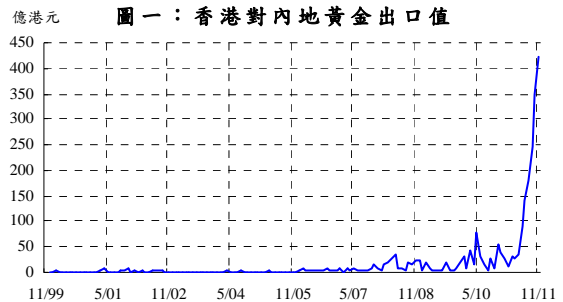
自從金價於去年9月初見頂後，走勢一浪低於一浪，令不少市場人士慨歎黃金已失去避險資產的光芒。

可是，就在去年第四季金價被一致看淡之際，身為全球最大黃金進口國兼第二大黃金需求國的中國，於11月經香港輸入的黃金量再創歷史新高，共進口逾10.2萬公斤黃金，比10月份的8.6萬公斤急增了18.6%。圖一可見，對內地的黃金出口值近422億港元，較前年同期增加約7.5倍（同期金價升幅僅約26%），較1999年底更暴增約2,375倍（同期金價升幅僅約5倍）。

觀圖可見，黃金出口值爆升始於去年6月，幅度維持每兩個月升一倍，無視金價於9月初見歷史高位後急速回落之弱勢，可見金價調整對市場投機情緒或有影響，但對真正用家和大買家卻是低吸良機。

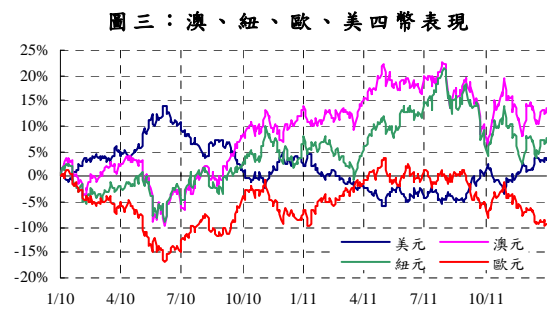
事實上，在市場動盪甚至危機爆發期，金價短期的急速調整，往往為隨後的上升鋪路。細看2008年下半年的金價表現，以及其10天、20天與50天移動平均線的交叉情況，應可發覺，當年今日竟出奇地相似。當時金價由2008年3月貝爾斯登爆煲時的1,032美元，一度急回34%至10月雷曼兄弟爆煲時的682美元，調整幅度比現時有過之而無不及，結果成就一段綿延有力的升勢（圖二）。

再看與金價走勢高度相關的澳、紐兩幣（表一），在美匯指數強勢突破80大關的情



表一：2010年初至今金價與各資產相關系數

銀價	0.81
澳元	0.55
紐元	0.51
油價	0.48
恒指	0.42
標普500指數	0.30
歐元	0.26



況下，表現竟然毫不遜色（圖三），不僅兌美元直盤上破250天移動平均線，兌歐元交叉盤更屢創歷史新高。在基本因素、技術走勢與相關資產價格的支持下，金價再展升浪，指日可待。

何文俊

## 【 八、產品篇 】

人幣利率產品 還看拆息市場

筆者於上期介紹了與外匯有關的人民幣理財產品，今期將會為大家介紹與利率有關的人民幣對沖產品。截至去年 11 月底，在港人民幣存款有 6,273 億人民幣。隨著離岸人民幣資金池愈來愈大，外匯對沖及理財產品於過去一年快速發展，料今年人民幣利率產品會急起直追。

現時，市場上利率對沖產品以人民幣不交收利率掉期合約（CNY Non-Deliverable IRS）的交易較多。交易雙方協定在未來的一段時期內，按交易合約上所訂的固定息率、浮動息率和有關條款，定期互相交換所涉及的利息金額。雙方並不會對調名義金額，而利息只會作淨額結算。此外，利息金額以可交割貨幣（如美元）作結算。浮動息率標的多以國內上海銀行間同業拆息（SHIBOR）或七天回購利率（7-Day Repo）。透過此產品，浮動利率借款人可以利用利率掉期將債務中的浮動利率轉為固定利率，而固定利率借款人可以利用利率掉期將債務中的固定利率轉為浮動利率。

隨着離岸人民幣市場的深度漸升，對可交收人民幣利率掉期合約（CNH IRS）亦慢慢發展起來。與不交收人民幣利率掉期合約不同的是，此產品的利息淨額以離岸人民幣（CNH）交收，並沒有不交收人民幣利率掉期合約所帶來的外匯風險。可是，可交收人民幣利率掉期合約的流動性卻比不交收的要差，畢竟現時美元流動性比其他的貨幣高。雖然是以 CNH 交收，但浮動息率標的仍是以國內上海銀行間同業拆息或七天回購利率為多。

筆者相信本港離岸人民幣市場的地位會進一步深化，隨著中央進一步放寬內地企業來港發債和資金回流渠道，點心債市場的產品種類將豐富起來。基於目前本港人民幣借貸息率仍比國內低，誘使部分國內企業的境外公司來港借人民幣貸款，增加市場人民幣資金的需求，從而激活人民幣拆借市場。兩者的持續發展將帶動利率產品的需求。除現時較流行的利率掉期合約外，料屆時如人民幣利率上限及下限期權（Interest Rate Cap/Floor）亦會得到充分發展。前者可為其浮息利率的負債（如人民幣貸款）提供利率上限的保障，後者則為其資產（如點心債）提供利率下限的保障。

至於理財產品百花齊放的時間尚早，料以利率掛鈎的存款產品（Interest Rate Linked Deposit）為主。可是離岸人民幣拆借市場的孳息線只漸見雛形，故標的可能以其他息率為主。以區間高息存款為例（Daily Range Accrual Deposit），如目標息口在預設的上下限區間內浮動，投資者可賺取較普通定存高的回報，而回報通常按該目標息口在預設範圍內波動的日數累積計算。

由於大多浮動息率標的仍以國內的 SHIBOR 為主。相信待本港人民幣拆借市場再深化，會使用更貼近市場的標的，如離岸人民幣同業拆息，屆時離岸人民幣利率產品又會有新一番景象。

**【 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。