

交銀金融

2016年3月號 第93期
逢月初發行

環球金融市場部

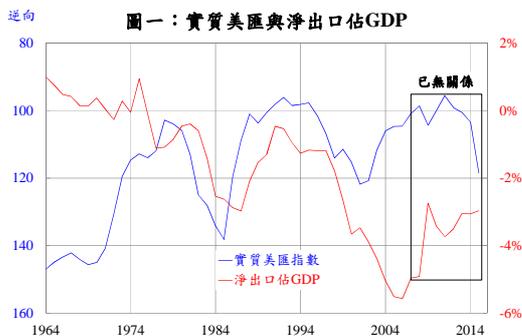
-
- 一、經濟篇 • 傳說強元、加息和新興冧市將拖累美國經濟，當真如此？
 - 二、樓市篇 • 樓市跌勢與1998年及2008年相去不遠，將踏入危機之門
 - 三、股市篇 • 日、港、歐三大股市年初至今跑輸，技術面差，後市續淡
 - 四、利率篇 • 市場甚不看好美國加息前景，聯儲局展望可能向市場靠攏
 - 五、匯市篇 • 美元整固市下眾貨幣無勢可行？未必，日圓及商幣成焦點
 - 六、商品篇 • 美元暫無方向，但金油比率終有啟示，油價將可先作反彈
-

【一、經濟篇】

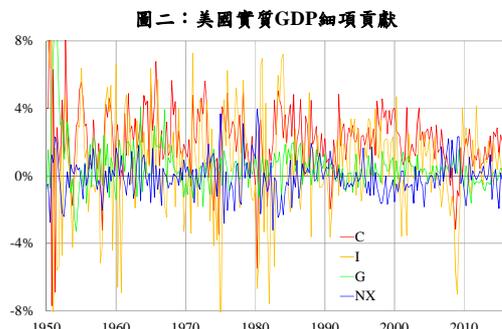
強元加息新興 對美影響不深

近期美國經濟有轉弱跡象，連聯儲局亦指單是憧憬加息已推升美元，不利淨出口，加之新興市場危機屢現，令美國的前景變得更不明朗。然而，這些說法站得住腳嗎？

圖一為實質美匯與美國淨出口佔GDP，可見1970至2000年代兩者呈清晰的反比關係，不過在海嘯後至今似乎消失了。近代貿易皆以供應鏈運作，既然只是加工，匯率效應自然會在進、出口兩邊相消。

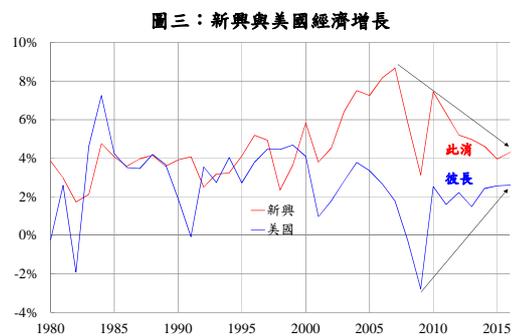


常說強元打擊美國淨出口，但到底這又佔美國經濟增長幾多？圖二將經濟增長按私人消費、政府消費、投資、淨出口拆開四項的貢獻，可見經濟增長一直以私人消費拉動；淨出口的貢獻素來最低且浮沉於零線上。



既然淨出口在水平上佔比不大，增長上亦貢獻低，那麼強元不利美國又從何說起？於此，在去年3月《信報》的「強元無損美經濟 誰說收緊股樓危」一文中已詳論及。

另一說是：新興市場衰退將拖累美國。沒錯，油價等商品價格大瀉確會拉低通脹。不過價還價、量還量，量似乎沒怎受影響。圖三顯示兩者的此消彼長關係：在2000年科網泡沫爆破時，美消新興長；但2008年海嘯後反而是新興消而美長。其實1980、90年代兩者增長相若，現在只是分久而合。



既然美國追上接軌，到底美國是受新興所累，還是搶回新興的份額？這值得參詳。



最後，有曰加息不利投資。不過，若以實質利率與美國投資佔GDP看看關係，則圖四所見兩者竟然成正比。原因？暫未想到，但這關係不似是偶然。無論如何，息升不利投資（若計水平，當然要有個基準，如GDP）在數據上未見支持，起碼現有是相反證據。

今文看過三個不利美國經濟的論據，但實證不太支持。美國前景毋須太悲觀吧。

羅家聰

【二、樓市篇】

本港樓市步向危機走勢

近月港股大幅下挫，較去年中高位累跌最多三成六，確認進入熊市；另一方面，本地樓價已跌逾一季，會否一如 2012 年初和 2014 年中來一個小陽春，回氣再上？

從跌勢看，機會不大。目前樓價連跌四個月後，已由去年 9 月歷史高位回落近百分之九；以跌幅及跌速計，在 2003 年至今整個週期中，已超過 2004 年、2005 年、2011/12 年及 2013/14 四次調整。換言之，今次跌市應已超出一般調整之界限，起碼邁向 2008 年的較深調整。

從土地註冊處的住宅樓宇買賣合約數字看，今年 1 月份的合約成交宗數已跌至 2,000 宗邊緣，打破了去年 11 月所創下的 2,826 宗 1998 年以來低位；按年跌幅近七成，未跌穿低位，但也與 1998 年和 2008 年接近。合約金額總數和按年變幅雖未創新低，但同樣回到 1998 年和 2008 年相若的危機水平。

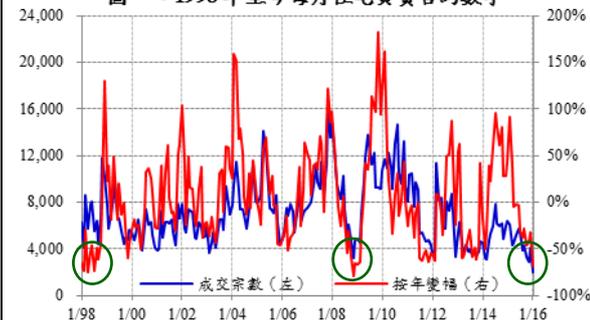
自 2003 年樓市復蘇至今，樓價指數按年變幅已高位跌至低位，往往需時一年或以上；2004 年的一次更需時約兩年。目前按年變幅由高位起計僅跌了四個月，但已倒跌 2%，自金融海嘯以來首見按年下跌；2008 年跌勢再現，機會不低。

綜合以上觀察，可以發現，雖然以樓價指數水平仍然顯著高於 1998 年和 2008 年，但下跌動力卻與這兩段時間相去不遠，個別指標更與當時看齊。換言之，本地樓市可能已準備踏入危機之門。

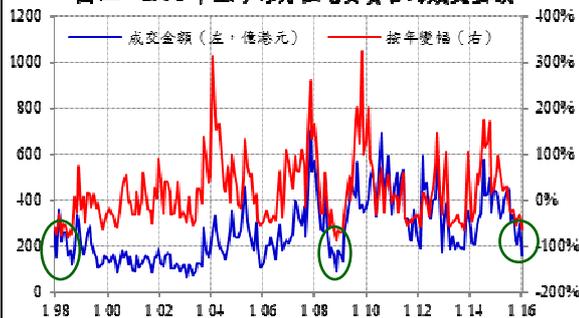
表一：2003 年至今週期內樓價下跌一覽

日期	維時	總跌幅/平均每月跌幅
4/2004-6/2004	2 個月	5.9%/2.95%
5/2005-11/2005	6 個月	7.1%/1.18%
6/2008-12/2008	6 個月	17.2%/2.87%
6/2011-1/2012	7 個月	4.4%/0.63%
8/2013-3/2014	7 個月	1.1%/0.16%
9/2015-12/2015	4 個月	8.9%/2.23%

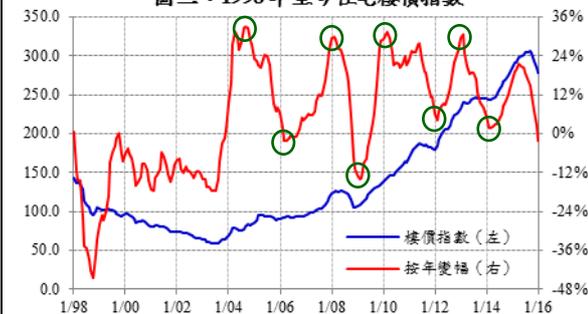
圖一：1998 年至今每月住宅買賣合約數字



圖二：1998 年至今每月住宅買賣合約成交金額



圖三：1998 年至今住宅樓價指數



何文俊

【三、股市篇】

日、港、歐股後市看淡

2016年第一季未過，全球股市已呈現驚嚇走勢。以主要成熟股市計，美股僅跌4%已相對硬淨，重災區順序為日股、港股及歐股，分別跌14.2%、12.2%和11.9%。這三大重災區的後市發展如何？技術面似有啟示。

日股方面，日經平均指數已經跌穿2012年底炒作安倍政府即將上場而開展的中期升軌；換言之，從股市角度看，「安倍經濟學」敗象初呈。更不幸的是，日本央行為力挽狂瀾而在1月底出人意料祭出的負利率奇招，不僅無法令日股跌勢逆轉，反而刺激指數在短時間內完成後抽，然後再度急跌，完全符合技術分析上的標準「破軌後抽」走勢，意味後市將出現單邊下跌。

日經平均指數現時在日線圖上出現的下降通道相當陡峭，反映跌勢相當急勁，反彈急而短，挾倉居多。下方最大支持位於13,000點至14,000點區域，即日本央行2014年底QQE前的整固區域；一旦失守，回到安倍升市起步點9,000點不是夢。

港股方面，恒指既跌穿2008年底至今的中期大升軌，亦由期內高位下跌逾三成，已進入熊市無疑。熊市維時一般以年計，由年幾至三年不等，視乎政府救市動作為何。

因此，以去年第二季恒指見大頂計，熊市至少維持至今年第四季乃合理展望。從黃金比率看，現價已跌穿中期大升浪的0.5倍目標，下個支持要看0.618倍，即17,500點左右，再穿要看15,000點大關了。

圖一：2012年至今日股技術走勢



圖二：2008年至今港股技術走勢



圖三：2008年至今歐股技術走勢



圖片來源：彭博

歐股方面，STOXX 50指數由2014年10月歐央行開始買債量寬的上升軌已穿，市場開始質疑政策效果，不無道理；上月跌至2011/12年歐債危機至今升軌後反彈，意味當前情況仍較歐債危機時理想。不過，歐債危機得以緩和，有賴歐央行強力救市；若然市場繼續質疑甚至開始不信任其政策，歐洲經濟和金融市況是否仍然支持得住，令人懷疑。由是觀之，歐股再跌逾一成至2,500點水平，並不驚訝。

0 何文俊

【四、利率篇】

市場看淡 美國加息路難行

踏入3月，又是聯儲局議息的日子。按照去年12月的利率展望及局方多番強調的「循序漸進加息」論，今個月本應是2016年首個可能加息的月份。不過，年初至今全球股市狂瀉，歐、日等央行分別出口術及奇招托市，市場揣測聯儲局不會添煩添亂，因此對加息預期急急降溫。

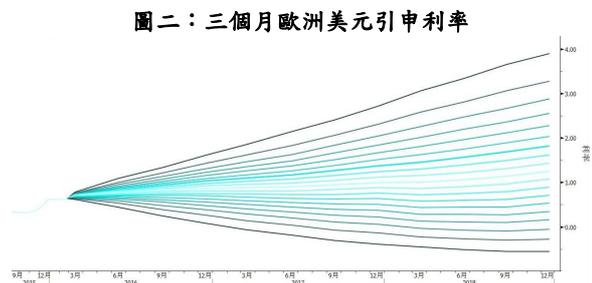
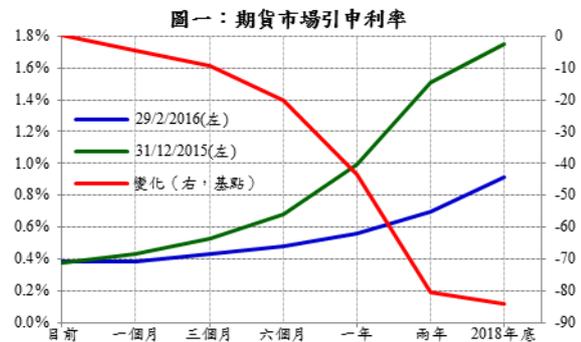
市場揣測實有道理。去年夏季聯儲局官員相繼發聲暗示9月開波加息；結果第三季市場大幅波動，局方終將首次加息時間由原本預期的9月延至12月。今回波動市況重現之餘，環球經濟數據亦普遍差於當時，聯儲局1月份會議紀要亦表明市況波動令經濟前景變得不明朗，下行風險可能增加，看來延後甚至暫緩加息，機會高唱入雲。

其實，情況可能不止延後或暫緩那麼簡單。從聯邦基金利率期貨走勢看，市場固然預期本月無息加，連本年內加息的機會也僅得一半，與擲毫無甚分別，上月中甚至一度跌至一成。明年呢？2月會議加息的機會預計與今年12月相若。換言之，市場預期聯儲局未來一年內加一次息的機會僅一半半。

除了加息時間可能略為延後外，市場預期未來幾年的加息路徑亦將顯著趨平。聯儲局官員雖然繼續強調循序漸進加息，但與今年初相比，目前由利率期貨市場引申的三十日聯邦基金利率曲線已大幅下移，六個月至三年檔期已大幅下調20至80基點不等；由三個月歐洲美元期權引申出來2018年底的聯邦基金利率亦僅約1.25厘，比半年前大跌近半厘。

表一：利率期貨引伸聯儲局今年內加息機會

會議	加息機會	0.50-0.75厘	0.75-1.00厘	1.00-1.25厘	1.25-1.50厘
3月16日	10.0%	10.0%			
6月15日	35.1%	30.3%	4.5%		
9月21日	42.7%	34.3%	7.6%	0.8%	
12月14日	52.7%	38.0%	12.4%	2.1%	0.2%



聯儲局在12月會議後公佈的利率展望顯示，今年底的利率中位數維持於1.375厘，2017年及2018年則分別為2.875厘及3.375厘。

雖然此等利率展望水平仍然大幅高於市場引申水平，但觀乎過去一年聯儲局的展望幾乎每季均向下調，向市場預期靠攏，反映市場預期具指標性；加上全球市況大幅波動及經濟前景極不明朗，本月議息後大幅調低利率展望的機會極大。

何文俊

【五、匯市篇】

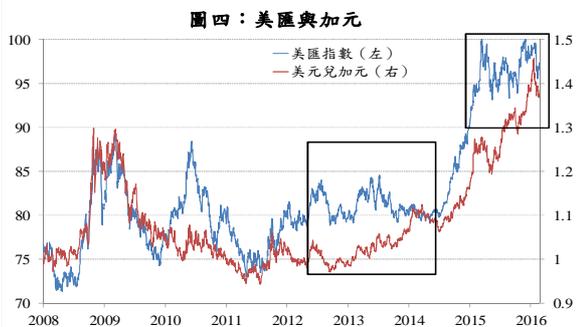
美元上落無得炒？ 一眾貨幣行大運

近年美元走勢「悶到顛」。去年已經大炒聯儲局加息，但圖一見到，美匯指數差不多一整年都只在高位橫行。在下認為今年上半年都仍可能維持這狀況，主因美國數據或可支持加息，但外圍市況卻不然。正反意見爭持下，美元有波幅，無升幅。

就算如此，亦不代表個別貨幣無方向。圖一見到，美匯指數曾於2012至2014年中高位橫行，與現時市況相似。不過，當時歐元卻反而走強。何解？雖然當時仍有歐債危機，但歐洲股市及債市正爆上，顯示資金湧入歐洲。同樣地，相信歐債危機現已不是焦點，加上歐洲數據逐步好轉，圖一見到歐元似做雙底，有重覆2012至2014年強勢的跡象，歐元可逐步看好。

歐元轉強，或許都要拜市況不穩令美國加息卻步所賜，美元因而偏軟，而此情況下亦利好了日圓回勇。圖二見到，2008年至今美元與美元兌日圓走勢同向。雖然坊間都認為2012年安倍經濟學是令日圓大幅回落的主因，但圖中見到，美元走向對日圓的影響亦不可忽視。若美元輕微走軟，日圓將可轉強。更何況，今年風險事件將特別多，避險資金持續流入足以令日圓終於見底。

雖則歐元及日圓在美元上落下可反彈，但筆者仍看淡商品貨幣。圖三及圖四見到，與歐元不同，在美元於2012年至2014年中橫行下，澳元與加元同跌。若今年股市再差點，商品價格再跌點，商品貨幣可在美元無方向下作調整。更何況，澳、紐、加央行頻頻放風減息，商品貨幣難有強勢之理。



劉振業

【六、商品篇】

美元大整固 金油行大勢

商品價格持續在低位運行，這與全球投資氣氛仍差有關，油價弱勢是一大因素。另外，金價近月強力反彈，這固然與避險氣氛有關，而聯儲局未敢加快加息步伐亦刺激金價發展。往時常說金油同向，但如今卻不是這回事。

圖一見到美元與金價走向自金融海嘯後不一定是反向，尤其在2008至2011年金價見頂前，金價狂抽而美元只是大幅波動。同樣地，在2012至2014年中的美元橫行間，金價卻大幅下滑。由此可見，就算美元無方向，金價照升或照跌可也，而且幅度可以超乎想像。在美元如今再次高位橫行下，金價確實可以再次起動，問題只是上還是落。

同樣地，油價與美元走向於2014年前亦不大呈反方向，只是在2014年中美元急升油價才大跌。而在2012至2014年中的美元橫行間，油價則由75美元低位慢慢上升至100美元以上，升幅尚算可以。故此，與金價一樣，就算美元仍於高位整固又如何？油價仍可大上大落。

基本上，油價與金價現時都呈反向走勢。無他，聯儲局不會加快加息步伐，對已跌多年的金價反而是好事。反之，由於環球經濟形勢不穩，就算美元回落，對油價而言仍無支持作用。

圖三見到，現時金油比率再次上升至近年高位。圖中見到以往油價大跌令到金油比



率狂抽有三段時間，一是金融海嘯，二是2014年中的大跌市，三是由去年高位62美元再下跌至今的三段跌市。不約而同地，其後金油比率的下跌，都是由油價的超賣反彈帶動，而金價則有升有跌。總括而言，筆者認為即使美元或仍於高位整固，但估計金油價格可能出現大勢，當中油價更可能出現死貓彈才再跌過。至於金價，今年市況差，當然以買上為主。

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。