

交銀金融

2016年6月號 第96期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 英國一旦脫離歐盟，會否真如財政部指般大衰？看數據吧

 - 二、樓市篇 • 近年本地樓市主要由弱者支撐，情況一旦逆轉，難以抵擋

 - 三、股市篇 • 加息預期大幅升溫，新興市場難寄厚望，港股表現可想像

 - 四、利率篇 • 亞洲央行政策傾向寬鬆？不一定，四大央行對前景仍樂觀

 - 五、匯市篇 • 日圓上落未必對新興貨幣有啟示，美元升跌或更具預測性

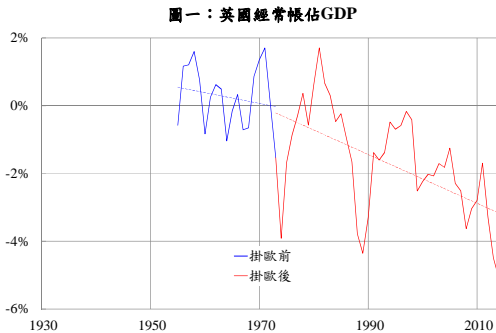
 - 六、商品篇 • 5月商品仍強勢，但若股市及美元見較深調整，商品無運行
-

【 一、經濟篇 】

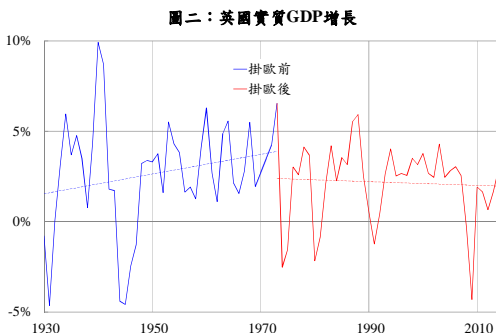
掛歐無助經濟 脫歐無大問題

本月兩大焦點，毫無疑問是美國議息與英國公投。前者已曾論及，本篇只談後者。上月英國財政部發表報告，指一旦脫離歐盟（脫歐）經濟勢必全方位轉壞。嚇鬼乎？

其實關於脫歐，早已在報章專欄指出，英國加入歐盟前後，各方面數據分別不大，故對稱想，沒太多理由相信脫歐影響很大。今次以較長數據比較加入歐盟前後的趨勢之別，讓數據說話總好過大堆假設模擬。

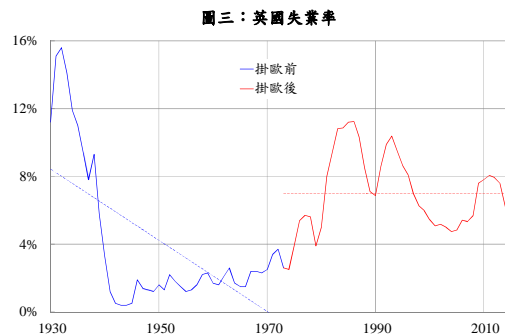


圖一為年度經常帳佔GDP，正盈負赤。英國在1973年加入歐盟，圖一可見，掛歐前英國經常帳是有盈餘的，但掛歐之後轉盈為赤且持續惡化至今。英國頓成淨進口國，脫歐不利英國還是不利歐盟，不說自明。

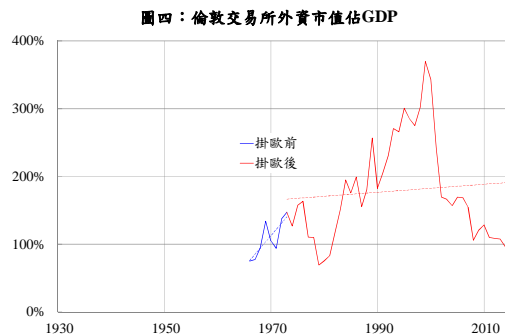


圖二為英國實質經濟增長，數據可追溯至很遠古期，但這裏僅取至1930年，好讓掛歐前後的時期相若。一眼即見，掛歐前的趨勢向上，但掛歐後的卻轉為微微向下。

論脫歐最大好處，其實不多，最大路的便是保護主義，免得歐盟諸國的人可免簽證入境直搶飯碗。然而，英國當年掛歐以後，飯碗是穩了還是裂了？圖三為掛歐前後的失業率：掛前低且趨跌，掛後高且趨升。



至於論脫歐壞處，繼貿易外，另外一大理據是趕外資走，這對英國這國際金融中心是致命性的。話雖如此，但圖四所見，雖然掛歐前的數據不長，且掛歐後的倫敦交易所外資市值佔GDP較高，但其升勢早自掛歐前已見到，且近十餘年沒脫歐下，這佔比已大幅回落。掛歐作用有幾大？實可商榷。



今篇所見，掛歐對於英國好幾方面未見什麼效益。邏輯上講，脫歐理應無甚影響。衰退，每幾年甚或頂多十年八載便會出現。海嘯後復蘇至今已第七年了，脫歐與否其實都會放緩，甚或衰退。嚇鬼，都要符合客觀數據。單靠假設模擬，未免單薄了點。

羅家聰

【 二、樓市篇 】

弱者難轉乾坤 入市戒急用忍

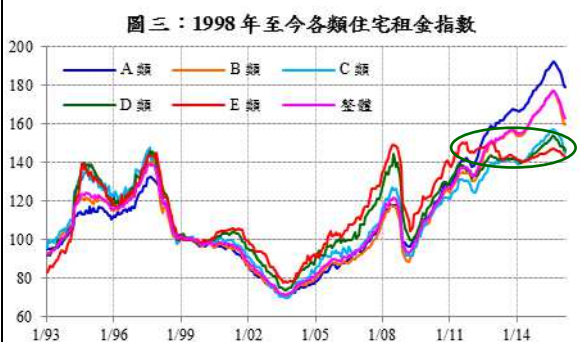
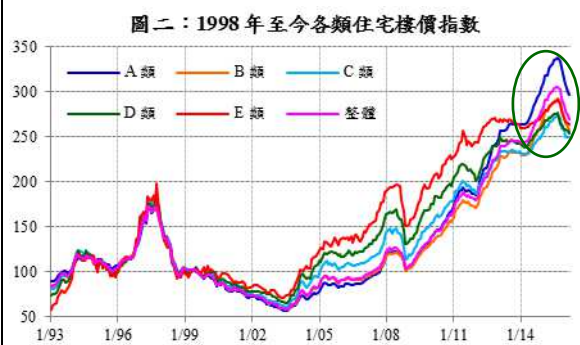
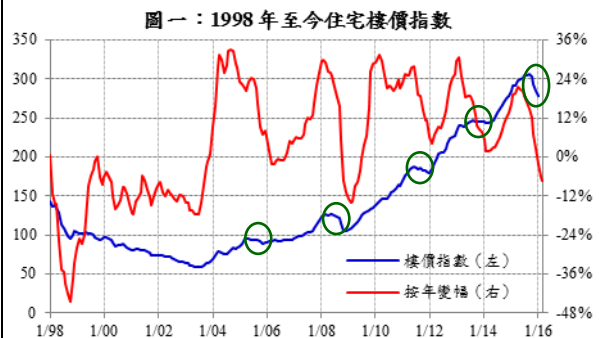
截至今年 3 月，本港私人住宅樓價指數及租金指數錄得六連跌，雙雙回到 2014 年水平；前者累計跌幅逾 10%，後者亦逾 8%，均屬近年少見。今年跌市與近年的調整有何不同呢？

從跌市時間看，樓價連跌六個月後，已大致符合 2004 年至今多次調整市普遍維持六至七個月的規律；不過，從跌幅看，目前整體樓價已跌近 12%，近年來說僅次於 2008 年金融海嘯期的 17.2% 而遠超一般調整的 1% 至 7%。換言之，目前跌市雖然暫時未達危機級數，但已超出調整的水平。

其次，細看各類住宅樓價指數的走勢，可以發現另一特點。2003 年前，不論牛市抑或熊市，各類住宅的樓價升跌步伐大致相同，但自 2003 年樓市復蘇至今，各類住宅的樓價走勢明顯分化，面積愈大升幅愈大，反之亦然，意味整體樓市由大型住宅帶動，小型住宅僅與大市同步，甚至跑輸大市。

不過，2013 年情況突然逆轉，最小型的 A 類單位突然急升，大幅跑贏大市，同時帶動樓市破頂，反而最大型的 E 類單位升勢轉緩，不但跑輸大市，更顯著跑輸 A 類單位，乃過去二十年來從未見過的景象。

租金指數走勢情況更甚，近年固然同樣見 A 類單位大幅跑贏，但更奇特之處是原來 E 類單位租金早已於 2011 年見頂，其後緩步下跌至今，而現水平更低於 1997 年及 2008 年兩個大頂。換言之，在租務市場，E 類單位早已呈現轉角之象。



綜合以上觀察，可知近兩年本地樓市破頂主要由最小型的住宅單位帶動，此乃二十多年來從未見過的現象。如果同意這類單位多屬銀碼較小的上車盤，而且買家多屬財政能力未必太強之用家的話，就表示近年樓市其實由弱者支撐。這種「高處不勝寒」的情況一旦逆轉，絕非弱者所能抵擋，亦即跌市不可能短期內完成，有意入市者只能戒急用忍。

【 三、股市篇 】

加息預期升溫 新興市場先行

踏入第二季，全球股市主要受聯儲局的政策預期所牽動。3月份議息會議發佈的利率展望對今年的加息步伐大幅放緩，引發市場炒作年內只能加息一次，推動股市進一步上升；到了4月底，聯儲局議息後官員紛紛表示今年加息兩至三次均屬合理，全球股市升勢隨即止住。

從各板塊的走勢亦可看出加息預期變化的痕跡。在3月會議後，反映全球成熟市場的MSCI世界指數升近3%，在升幅榜三甲中除了醫療保健這升市常客外，竟見原材料和能源股這兩大息口敏感板塊亦分別升近7%和6%，與前者並駕齊驅。不過，4月議息過後，整體指數卻回吐近0.3%，原材料和能源股雙雙大幅跌回，跌幅逾2%，敬陪最末兩席，更大幅跑輸大市。

新興市場指數表現更差，在3月會議後炒作不加息期間，雖然一度以近3.2%的升幅跑贏成熟市場，能源和原料股亦雙雙跑出。不過，同樣在4月會議後，即使油價再升，但新興市場的亢奮氣氛仍無以為繼，指數至今倒跌近5%，大輸家正是能源和原料股，將前整整一個月的升幅完全輸凸！

雖然目前加息預期大幅升溫，但市場仍普遍認為聯儲局只有條件加息一次。現時聯邦基金利率期貨預期今年年底前加息兩次的機會，已由上月初的不足一成急升至超過三成。此預期一旦成真，新興市場顯然難寄厚望；港股與新興市場走勢相關性高，後市表現如何，不難想像。

表一：聯儲局3、4月會議間世界指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
醫療保健	6.9	非必需消費品	1.1
能源	6.9	公用事業	0.2
原料	6.0	必需消費品	0.0
工業	3.2	電信服務	-0.4
金融	3.1	資訊科技	-0.6

表二：聯儲局4月會議後世界指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
資訊科技	2.8	公用事業	-0.6
必需消費品	0.6	非必需消費品	-0.7
電信服務	-0.3	工業	-1.3
金融	-0.5	能源	-2.3
醫療保健	-0.5	原料	-3.2

表三：聯儲局3、4月會議間新興指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
能源	6.7	工業	2.9
原料	6.4	醫療保健	2.6
電信服務	4.2	非必需消費品	2.5
必需消費品	3.8	金融	2.5
公用事業	3.0	資訊科技	1.8

表四：聯儲局4月會議後新興指數分類表現

股類	升幅(%)	股類	升幅(%)
資訊科技	-0.5	金融	-5.8
必需消費品	-3.1	電信服務	-6.0
醫療保健	-3.9	工業	-6.8
非必需消費品	-4.9	能源	-7.4
公用事業	-5.0	原料	-10.2

圖一：3月會議至今港股與成熟和新興市場變幅



何文俊

【 四、利率篇 】

四個樂觀四個悲 亞洲央行見分歧

近年大家都怕美國加息會令新興市場動盪，當中亞洲市場更是焦點。當亞洲經濟增長持續下滑之時，聯儲局此時加息實在有點麻煩。無論如何，亞洲區內經濟增長逐漸放緩是事實，那一眾亞洲央行於貨幣政策上又有什麼方法應付呢？

首先，最近筆者看過一眾新興亞洲國央行的議息聲明內容，發現不是所有亞洲地區都對經濟前景太過悲觀。首先，在亞洲七大主要新興經濟體上，表一見到，現時馬來西亞、菲律賓及雙印對其經濟前景異常樂觀。例如菲律賓上，雖然他們指出外圍經濟仍不穩定，但對國內經濟如私人消費及投資的前景仍具信心，馬來西亞及印尼亦如是，似乎與大家對亞洲經濟前景欠缺信心的看法有點出入。

看好的繼續看好，看淡的繼續看淡。表二見到，韓國、泰國、新加坡及台灣對於國內及本身的經濟前景卻相對悲觀，例如新加坡指出其核心通脹的升幅會比預期慢，主因油價可能仍疲軟，另外韓國央行亦指外圍經濟仍有不確定性。

由是觀之，在亞洲央行對本身經濟前景的判斷都各有不同下，似乎難以概括亞洲國家的貨幣政策是偏鬆還是偏緊。記得馬來西亞、菲律賓及印尼央行就曾在2015年於其他亞洲央行減息下而加息，令人大跌眼鏡，那已知道亞洲區內央行的貨幣政策可以是南轅北轍。由此引伸，亞洲地區是否一定因聯儲局加息而在息差拉闊下而出現資金外流，這仍難下定論。

表一：議息聲明中對經濟較樂觀的央行

馬來西亞	Going forward, economic activity is expected to improve with domestic demand remaining the key driver of growth. Private consumption is expected to expand further, supported by continued growth in wages and employment
菲律賓	The Monetary Board also recognized that while global economic conditions have become weaker since the previous meeting, prospects for domestic economic activity nevertheless remain robust, supported by solid private household consumption and investment, buoyant business sentiment, and adequate credit and domestic liquidity. Higher fiscal spending is expected to further boost domestic demand.
印尼	Domestic economic growth was projected to accelerate in the first quarter of 2016 with the momentum maintained into the second quarter on the back of more fiscal stimuli.
印度	The uneven recovery in growth in 2015-16 is likely to strengthen gradually into 2016-17, assuming a normal monsoon, the likely boost to consumption demand from the implementation of the 7th Pay Commission recommendations and OROP, and continuing monetary policy accommodation.

表二：議息聲明中對經濟較悲觀的央行

韓國	The Board forecasts that the domestic economy will continue its trend of modest improvement going forward, centering around domestic demand activities, but in view of external economic conditions judges the uncertainties surrounding the growth path to still be high.
泰國	The Committee judged that the Thai economy would continue to expand at a rate close to the previous assessment but face greater downside risks on the domestic front.
新加坡	MAS Core Inflation is likely to pick up gradually over 2016 as the disinflationary effects of Budgetary and other one-off measures fade. However, the increase in core inflation will be milder than earlier expected, on account of a downward revision in the outlook for global oil prices, a reduction in labour market tightness, and weaker consumer sentiment.
台灣	The global economy is still faced with downside risks. The domestic economy is likely to show some signs of improvements but the pace of recovery remains sluggish. Moreover, interest rates across countries have largely trended down following further monetary easing by most of major economies

劉振業

【五、匯市篇】

美元升跌露玄機 新興貨幣勢仍疲

聯儲局本月議息，一旦加息對市場有什麼影響呢？過去幾年所見，美國收水對新興市場貨幣的影響最大。加上今年環球經勢形勢仍差，萬一出現任何經濟危機，新興市場貨幣又怎樣走呢？

首先，近年日圓強勢的其中一個原因是避險。然而，圖一見到近年又不是每一個日圓升浪都會令新興市場貨幣下跌，當中2010至2012年日圓就與新興市場貨幣同升。由此可見，單以日圓強弱來估計新興市場貨幣走向，似乎過於簡單。

然而，除了日圓外，往時都見聯儲局的貨幣政策鬆緊會同時影響美元與新興市場的貨幣走勢，例如近年炒加息令新興市場貨幣大跌，就算在2012年至2013年中美元偏強間，新興市場貨幣都難見強勢，遑論2008年金融海嘯美元扮演資金避難所角色下令新興市場貨幣大幅回落。由此可見，美元強弱或更能影響新興市場貨幣的走向。

由是觀之，今年新興市場貨幣的強弱應會許建基於美元去向。筆者一直認為近年美元一路攀升的走勢應已告終，今年或應迎來一段調整，主因過去幾年市場過度地炒美國收水加息。當今年美國經濟將轉向下時，耶倫加息速度只會有慢無快，有遲無早。如是者，美元將作相對調整。

話雖如此，於一眾大國中，聯儲局貨幣政策仍以緊縮為主，與歐、日等放水政策大相徑庭，故此美元跌起來都有限度。如是者，



，這將對新興市場貨幣仍然構成壓力。

另外，圖三見到，新興市場的股匯向來同向。萬一新興市場出現經濟危機，資金逃離股市下，其匯率都會一同遭殃。故此，今年新興市場貨幣問題，大家仍要加倍留意。

劉振業

【 六、商品篇 】

商品真·強勢？

過去一年，商品價格主宰了環球市場走向，單在油價上落與股市興旺的關係已可見一斑。故此，商品後市走向絕對是今年投資市場的一大焦點。

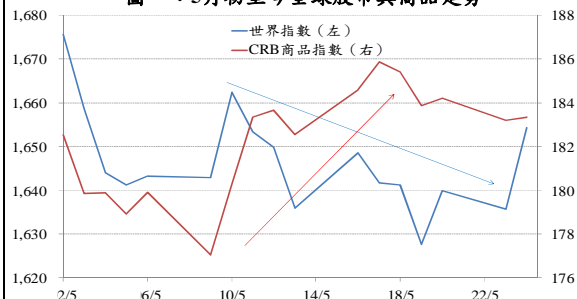
首先，股市近期似乎有所轉弱，但商品不然。圖一見到，月初至今 MSCI 世界股市指數持續調整，但 CRB 商品指數卻反覆造好，與近半年來股市跟商品齊上齊落有別。另外，圖二見到，就算月初至今美元因炒加息而反彈，但商品價格卻不跌反升。故此，由圖一及圖二見到，商品似乎有否極泰來之勢。

不過，這個走勢能持續嗎？首先，筆者先假定今年外圍經濟仍弱，股市或面臨另一次考驗。圖三見到，由 2009 年金融海嘯計起至今，每當環球股市出現一個較深及長期調整，商品價格都會無運行（藍色框）。如是者，若年內再出現一次類似的跌市，商品仍有危機。

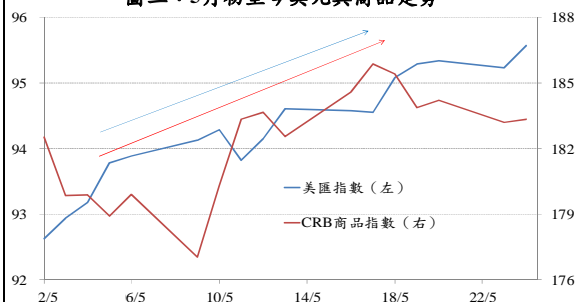
除了股市外，商品走向當然與美元有關。筆者一向對美元的看法都是偏淡，但不會重演圖四 2009 至 2011 年兩次的大跌（藍色線），因為美國始終與其他放水大國仍有息差優勢。不過，若今年餘下時間的美元會像 2013 至 2014 年，或 2015 至今橫行又怎樣？似乎商品都是偏向弱勢居多。

由此可見，若未來股市及美元皆弱的话，商品同樣無運行。如果商品要見真·強勢，可能還要再等等了。

圖一：5月初至今全球股市與商品走勢



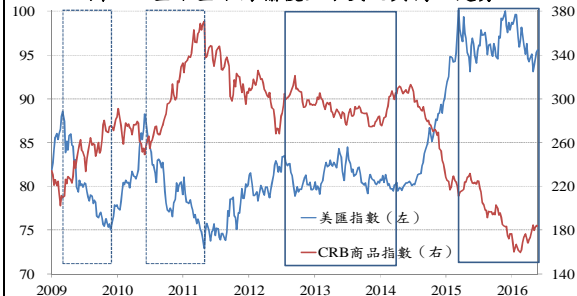
圖二：5月初至今美元與商品走勢



圖三：金融海嘯後至今全球股市與商品走勢



圖四：金融海嘯後至今美元與商品走勢



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。