

交銀金融

2016年12月號 第102期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 美國經濟真的正在轉強嗎？未必，就業市場似有不同答案
 - 二、樓市篇 • 市場無視政府辣招樓價短期難跌，皆因買樓投資多於自住
 - 三、股市篇 • 今年資金炒換馬，包括科技及能源類，但後者有力再上升
 - 四、利率篇 • 聯儲局加息在即，市場利率有何反應？長短息表現各有異
 - 五、匯市篇 • 美國大選扭轉了市場預期，新興幣急貶，眾央行章法大亂
 - 六、商品篇 • 投資需求或稍領先金價，明年金價能否再上視乎珠寶需求
-

【 一、經濟篇 】

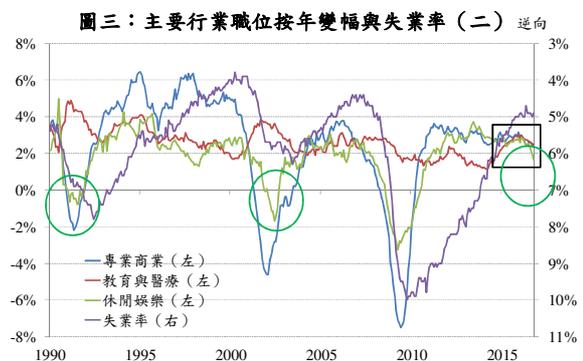
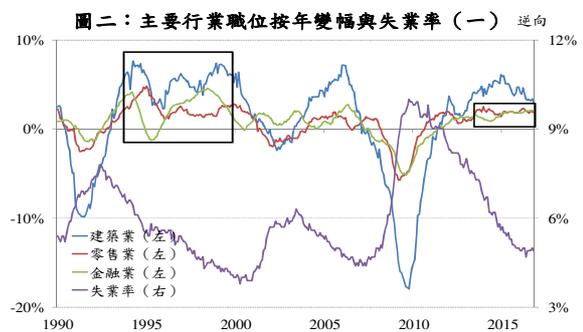
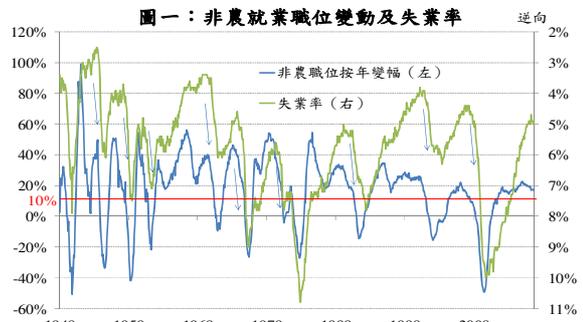
美國經濟正轉強？ 就業市道找答案

市場有人唱美國經濟逐步走強，令聯儲局不得不追回以往落後的加息進度，但事實是否如此呢？

既然聯儲局看重就業市場數據來判斷應否加息，今回筆者就用為人熟悉的失業率及非農就業新增職位來做分析。先看圖一，筆者使用了非農就業新增職位的按年變幅（有別於大家認知的按月變動）來與失業率作對比，結果顯示 1990 年至今非農職位的按年變幅領先失業率一年左右，而近半世紀以來兩者方向都穩定地一升一跌。由此可見，若 2015 年 1 月所見的非農職位的按年變動是已見頂的話，明年初就是失業率見底回升之時。

另外，圖一都見每當非農職位的按年變幅跌至只升 10% 的話，失業率幾可肯定掉頭向上。計一計，如果以最新按月只增 16 萬份職位來計算，明年 3 月起非農職位的按年變幅便會跌至 10% 以下（現時仍有 16% 增長）。美國經濟很好？筆者就不太相信。

當然，筆者明白何解坊間認為美國經濟正逐步走上，因為現時部分美國經濟數據確實仍然較強，例如工資增長向好就是一例，而在分類的非農職位亦有如此情況。圖二見到，在坊間最留意的板塊如建築、零售及金融業中，除了建築業的按年職位增長下滑外，零售及金融業的職位增長仍然向好。須知零售是經濟增長引擎，金融業好壞亦影響投資氣氛。在這兩板塊表現仍向好下，難怪大家認為美國經濟沒問題。



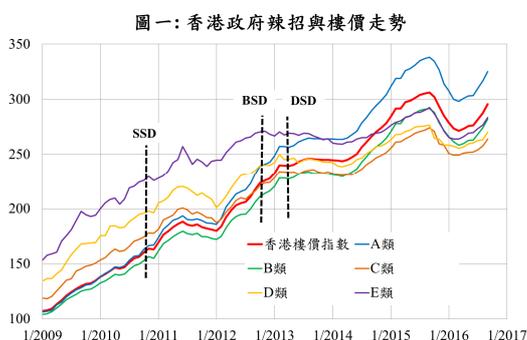
不過，事實上，在非農職位三大板塊中，專業商業、教育與醫療與休閒娛樂的按年變幅似乎已於去年見頂回落（見圖三），當中以消費類的休閒娛樂跌幅最大。圖中亦見如果以最新按月只增 1 萬份職位來計算，明年 6 月休閒娛樂便會按年收縮，而以往都見每當休閒娛樂的職位收縮時，失業率都會由跌轉升。由是觀之，美國就業市場前景較模糊下，大家還是小心為上。

劉振業

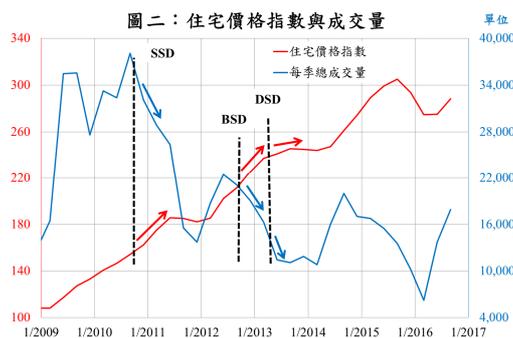
【二、樓市篇】

投資多於自住客 辣招治標不治本

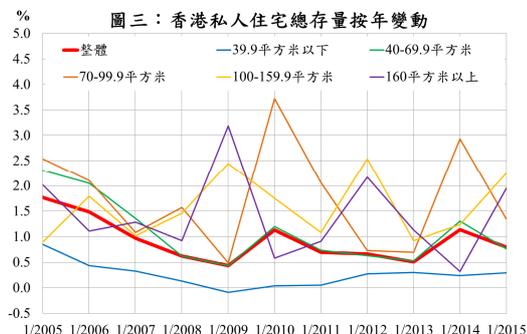
香港供樓負擔為全球最高。圖一可見政府自 2010 年來採取一系列遏抑樓價的措施，樓價指數繼續由 160 點升至近日的 300 點，其中小型單位 (A 及 B 類) 價格升幅更為顯著，唯獨其中推出 DSD 之後，樓價才比較穩定，但情況只維持一年。



加上 11 月初再推新辣招，這些政策無疑令市場上的短炒客暫時離場，剩下購買力較弱的首置用家及對大單位需求較大的換樓客，無因辣招而令客源收窄。不過，圖二可見過往的三次政策推出後，只令樓市交投量下降，但樓價還是有升無跌。何解？



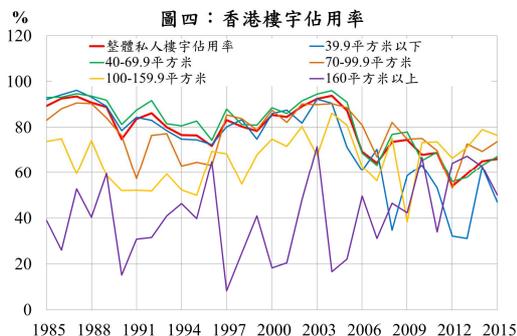
問題在於供應方面，圖三可見私人樓宇整體按年增長回落，尤其是中小型單位。其次，政府土地不多，過去兩年換地申請數目仍然不足。政府目前檢視北區和元朗荒廢農地的用途，料部分土地最早於 2020 年才推出作房屋發展之用。



為了加建住屋，連公園、球場也在改變規劃來建屋。棕地發展受到鄉紳勢力影響，短期內難見成效，綠化地帶更加動不了，未來的供應其實是捉襟見肘。

雖然政府不少報告稱供應將會增加，其實只是將單位改細，令單位數量增加，發展面積並沒有太大改變。

不過真的完全與供不應求有關麼？圖四可見，其實整體香港樓宇佔用率自 2003 年的九成下跌至目前的六成，尤其是小型及超大型房屋佔用率跌幅最大。可見近年買樓的用途有好一部分由自住變成投資。



市場對房屋需求及購買目的隨著時代及經濟環境而轉變，政府多次推出辣招治標不治本，樓價短期難見大幅回落。

【三、股市篇】

資金炒換馬 能源板塊繼續強

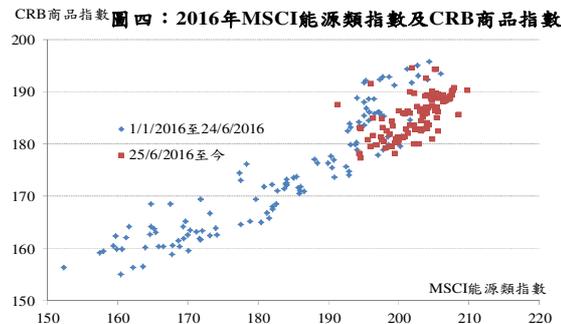
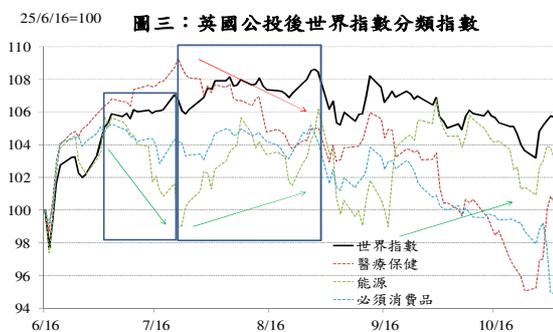
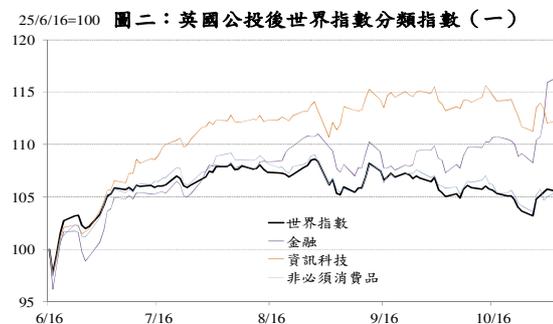
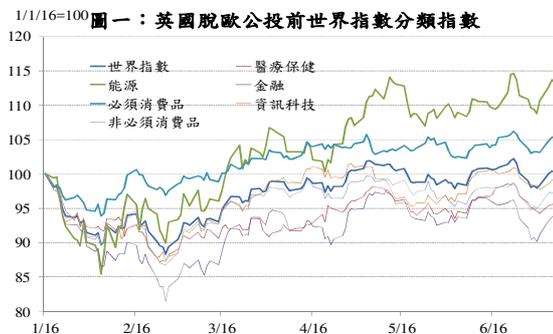
要數今年發生的大件事可數英國脫歐公投以至特朗普當選，又或者年初由新興市場走資潮引起的股市急挫。

不過一眾大事中，都是以年中英國脫歐公投較震撼。以此為分水嶺下，圖一見到上半年（至6月24日英國脫歐公投）環球股市走勢算是平穩。經過年初一輪震盪後，環球股市的不同板塊一同抽上。不過，表現最好竟是往年大落後的能源類，而以往大家熱炒的資訊科技與醫療保健類都處於中下游水平，驟見資金換馬潮。

筆者常言今年是特別的一年，除了圖一外，今年新興市場的股市表現亦一反常態地強勢，與往年持續弱勢有別。究竟是見底回升還是迴光反照，留待2017年再觀察。

上半年始見資金換馬，下半年亂局更甚。圖二見到三類板塊跑贏世界指數，當中再次見到資訊科技類踪影，驟見下半年資金再次換馬。但今年初最強的能源類在哪？圖三見到年中至今跑輸世界指數的板塊，能源類就是其一。不過，年中至今不同時期能源類都與世界指數背道而馳，9月初至今更逐步走上，與世界指數滑落背馳。由此可見，能源類板塊又不怎弱。

如果明年環球資金仍會如今年般輪流炒的話，筆者仍會投能源類一票。圖四見到今年能源類板塊與CRB商品指數走勢同向。如果資金仍炒落後板塊的話，當現時商品價格仍在近年的相對低位下，能源類板塊似乎可有可炒空間。



劉振業

【 四、利率篇 】

預期形成一刻 市場利率已行

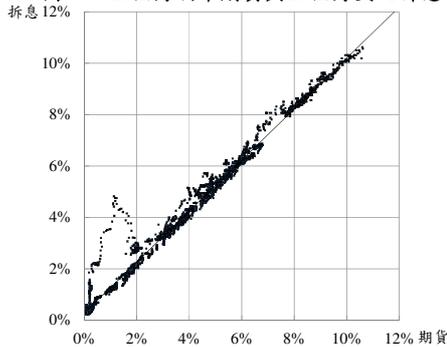
隨着油價回升，通脹重臨，加上特朗普揚言大規模赤字預算刺激通脹預期，市場早已百分百預料12月加息，再無討論價值。

既然早已充分預期，加息影響自然不會到議息日才反映，而是預期產生一刻已見。最直接反映加息預期的，自然是利率期貨。利率期貨一般視野在一、兩季間；再遠的，有價亦不太可信，因將來仍會反覆變化。

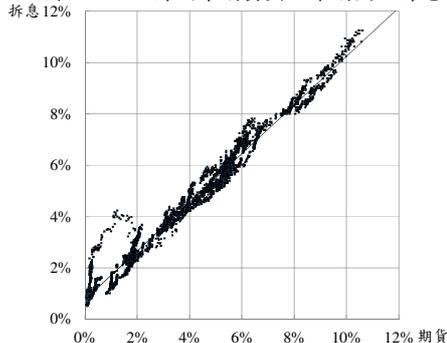
今文要問，是加息預期怎樣影響當前的市場利率。加息預期取三個月期利率期貨，而數據取最遠的1988年底起至上月底止。

圖一為三個月利率期貨與同檔期美元拆息關係，可見長遠而言，兩者呈45°正比關係，即嚴格的一對一。但短期上，拆息可於某一期貨引伸水平上落大半厘至一厘。

圖一：三個月利率期貨與三個月美元拆息

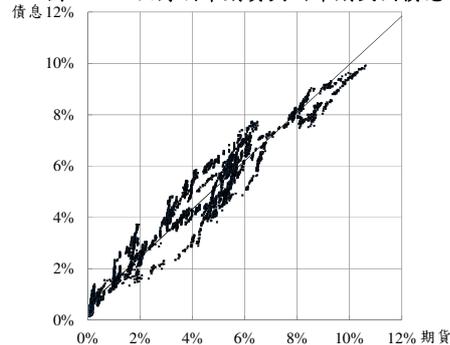


圖二：三個月利率期貨與一年期美元拆息



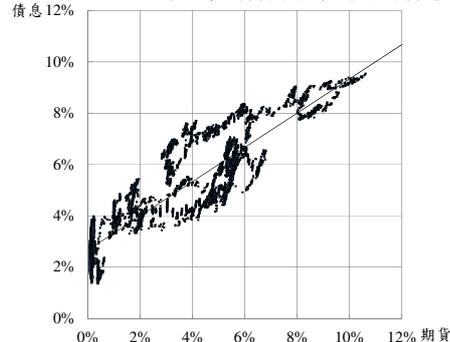
圖二為加息預期與較長的一年期拆息關係，可見仍有幾乎近一對一的正比關係。不過數點較散，即一年期拆息雖然長遠而言仍符加息預期，但波幅卻較三個月的為大。另兩者皆曾在海嘯時偏離趨勢，但屬短暫。

圖三：三個月利率期貨與兩年期美國債息



圖三換上稍長檔期的兩年期債息，可見長線而言，債息也與加息預期一對一正比，不過在某加息預期水平下的債息波幅，卻可頭尾達三厘，即正負厘半。至於再長年期，如十年期債息，則圖四所見，一對一的關係顯然不再。加上數點較散，未形成一直線，符合長息主要不是反映息口政策（而是通脹預期）的書本理論。總括而言有何啟示？

圖四：三個月利率期貨與十年期美國債息



綜上所見，市場預期聯儲局加息幾多，至兩年為止的短期市場利率便行幾多。短的行得貼一些，稍長如一、兩年的則擺動幅度較大，可逾一厘。再長年期則另有因素。

羅家聰

【五、匯市篇】

新興貨幣未貶完 息口政策章法亂

自美國舉行大選後，美匯指數一直平穩上揚，創十四年來新高。加上美國本月加息機會極高，料美元強勢持續。那麼對非美貨幣後市影響有多大？

對比一下主要貨幣在特朗普當選前後的表現可能有發現。圖一可見，基本上大部份G7貨幣表現在特朗普當選後仍保持原勢，唯獨日圓及英鎊出現逆轉。其實大部份新興貨幣表現與年初至今表現相符。

美國新政只是進一步催化新興貨幣貶值走勢。市場熱論國際資金因此撤離新興市場，圖二可見亞洲貨幣指數和新興市場貨幣指數11月以來的跌幅分別接近2%和4%，與去年12月聯儲局加息時跌幅相近。

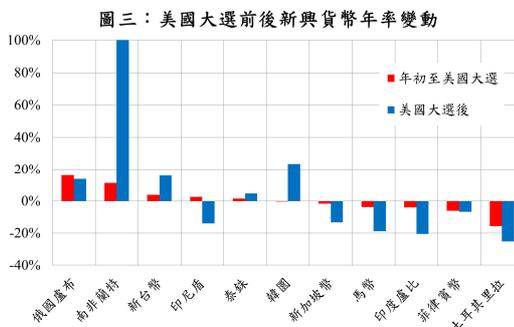
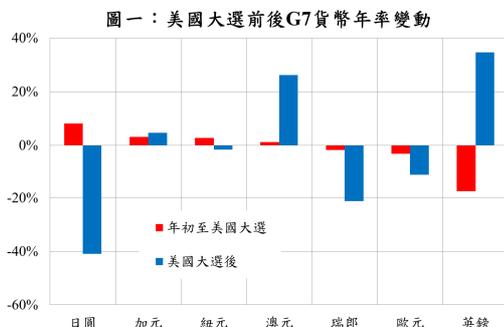
以速度來看亞洲貨幣的影響比新興市場貨幣影響較大。圖三可見此現象是由於南非蘭特升勢較強，而馬幣及印度盧比則進一步貶值。

馬來西亞的經濟增長正停留在七年以來的低點，僅4.3%，而馬來西亞央行本來踏入減息週期，但受此一挫都不敢輕舉妄動，近日議息也維持利率不變，無法繼續減息刺激經濟，同時要求外國銀行停止馬幣無本金遠期外匯。

印度政府目前回收高面值鈔票完全不合時，使市民向銀行存入舊鈔，而印度金商收緊對其客戶買金的查核後，不少印度民眾轉移大舉購買美元，使印度盧比進一步急挫。

圖三可見土耳其里拉嚴重貶值，推使土耳其央行意外加息，為近三年來首次。不過歐洲會議通過暫停土耳其加入歐盟的談判，令該幣前景更淡。

綜合來看，美國新政府為市場帶來了美元樂觀前景，推使新興貨幣貶值，再加上上述不同政策，導致貶值雪上加霜。



袁沛儀

【六、商品篇】

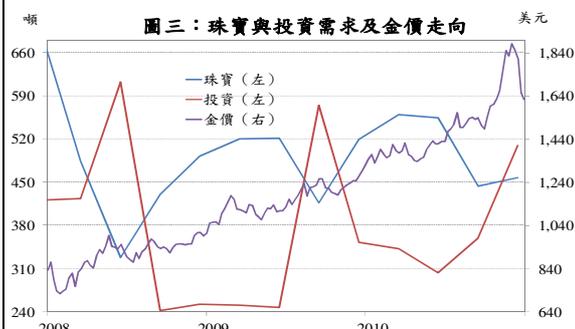
投資需求有支持 珠寶需求成關鍵

金價由今年高位 1,375 美元跌穿 1,200 美元，大家又開始騰騰震。今年以來筆者都叫大家買金，無他，明年美元強勢未必能夠維持下，金價有望反彈。金價有得炒，可以基於不同原因，當中可以觀察一下黃金的需求情況。

根據世界黃金協會的數據顯示，實體需求如珠寶類等佔整體黃金需求達一半，但圖一見到，由 2011 年金價見頂至今，這類需求與金價背道而馳。在去年 12 月金價見底前，珠寶類需求一直下滑。然而，當金價見底反彈至今，這類需求卻一直下跌，或許因為大媽們於金價愈低愈買時令到購買力嚴重下降。當金價見底後，又反而擔心這是否已經是底部。簡單點，這類屬消費需求，價愈低愈買，價愈升時愈謹慎。

不過，圖二的投資需求卻與圖一相反。圖二見到，當金價由 2011 年開始下跌時，投資需求曾短暫地下跌，但 2013 年中後，投資類與 ETF 需求一同見底回升，此時金價跌速亦開始放緩。直至去年 12 月金價見底後，ETF 需求數字更由早年的負變現在的正。故此，可見此類投資需求的變化對金價升跌有着明顯關係。

投資需求似乎領先金價，或因投資需求對未來價格作預測，若認為現價已跌至合理水平而低撈，就會出現需求先於價格的現象。由是觀之，若投資需求真的見底回升，金價後市或仍有運行，而問題只在珠寶需求能否及時回升。近年雖見這類需求下滑，但看看



圖三，2008 年 10 月金價見底初期，珠寶需求都曾回落，但 2009 年後至 2011 年當金價持續回升時，珠寶需求都見底向上，反映這類消費需求或待確定價格已經見底後，購買力才會回歸。

由是觀之，如果金價跌勢真的已在去年 12 月的 1,046 美元見底的話，珠寶需求將會回升，明年將會支持金價的升勢。

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。