

林俊泓, CFA
財資研究主管
ryan.lam@shacombank.com.hk
+852 2841 5283

經濟月刊

2021年10月20日

日式能源危機

- 夏去秋來，日圓竟成為空軍攻擊的主要對象。
- G10經濟體中最大燃料進口國，油價急升注定在日本國際收支平衡造成重大缺口。
- 不過，當原油庫存得到足夠補充，日圓將重拾活力。
- 關鍵在原油進口商的活動。一旦日圓回復東京交易時段升值的原來趨勢，這可視為美元強勢暫時終止的首個訊號。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

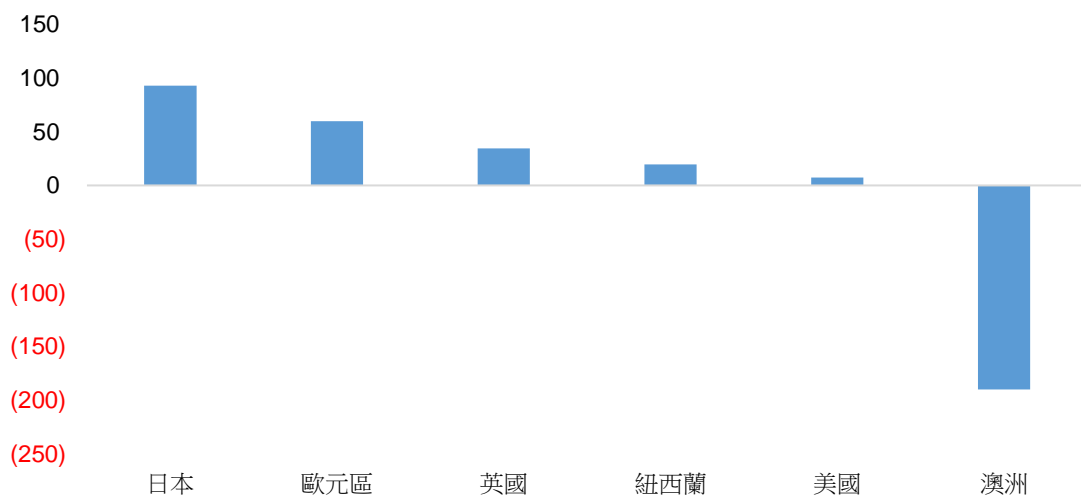
處處為您着想

專題研究

市場對日本首相選舉寄予厚望，在競選前夕，日圓一度重拾多年未見的活力。夏去秋來，事過境遷，日圓竟成為空軍攻擊的主要對象。煤、自然氣、油及汽油價格直上雲霄，通脹不再似暫時性威脅。

而日本則站於悲劇舞台的中央。日本不單在G10經濟體中最大燃料進口國(圖表1)，家庭亦不容易節約汽油及取暖的油耗。欠缺洩壓閥配合，油價急升注定在日本國際收支平衡造成重大缺口，並為日圓帶來沉重沽壓。

圖表 1: 能源淨進口 (佔總耗電量百分比)



資料來源：世界銀行、上海商業銀行

通脹猛於虎。當下，市場沿着能源依賴度的主線運行。這反應完全可以理解，但不能解答核心問題。核心問題是，「原油庫存何時得到足夠補充？我們又如何得知？」故此，關鍵在原油進口商的活動，倘能實時觀察最好不過。

假如讀者並非日資銀行的在任職員，也不必擔心。一般來說，日本出口商主導着東京交易時段，期間美元往往兌日圓貶值。但此一趨勢近期被打破，很可能因為原油進口商需要買入美元以滿足原油訂單。一旦日圓回復原來的日間升值趨勢，這可視為美元強勢暫時終止的首個訊號。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

英國

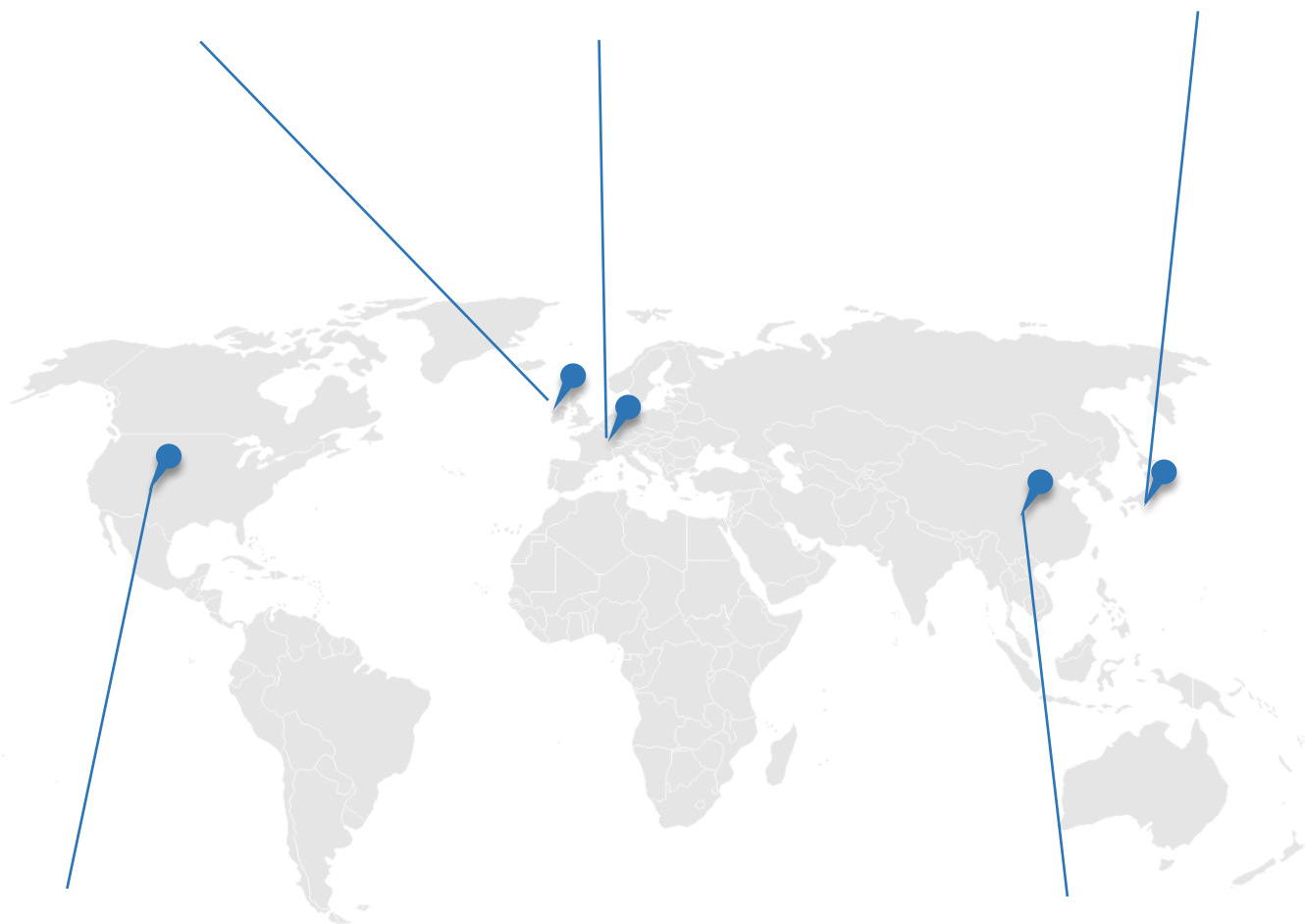
夏季經濟活動有所冷卻。疫情再度惡化、能源危機，再加上退歐阻礙均可令第四季經濟增幅壓低於4%以下。

歐盟

自然氣價急升，企業盈利或被拉低幾個百分點。歐洲央行尚未引導市場形成提早加息的預期，頗感意外。

日本

日本新任首相岸田文雄立場左傾。他計劃提高金融交易稅率，部份解釋日經表現較差的現象。



美國

9月份就業報告為聯儲局帶來混淆訊號。鷹派成員看到薪酬增幅強勁，而鴿派成員則強調新增職位數目滯緩。

中國內地

第三季經濟增幅降至4.9%，遠低於其次的7.9%。面對能源供應緊張、信貸收縮及地產投資低迷的多重逆風，經濟顯著改善還需留待2022年。



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

外匯展望



增持
中性
減持

債息的猛烈升勢似有稍息。除非息口重回升軌，否則考慮到市場早已一面倒看好美元，獲利盤湧現不足為奇。



增持
中性
減持

對於往下突破 1.15 的支持位未能吸引太大興趣。在戰術角度，可考慮短期上望 1.17 的部署。



增持
中性
減持

英倫銀行行長貝利一再發表鷹派言論，支持息口預期重新調整。他警告央行「將須採取行動」(“will have to act”)以抑壓通脹。不過，我們懷疑英倫央行最終能否滿足市場現已變得非常進取的預測。



增持
中性
減持

出口創下紀錄高位，再加上息差之高令人垂涎，人民幣強勢回歸。中、美關係緩和，恒大債務危機也未有進一步發酵，均可支持人民幣走勢維持穩定。



增持
中性
減持

能源危機令日圓承受莫大沽壓。再者，日本央行也不打算加入加息行列。退休基金自 8 月起也停止了拋售海外股票。日圓偏軟料將持續。



增持
中性
減持

澳元直接受惠於景氣的商品市場。只是，澳洲央行同時承諾了在 2 月前不會採取行動，澳元或較難突破 0.75 的 9 月高位。



增持
中性
減持

對市場敏感的紐元仍舊被風險胃納變化所主導。注意到紐元是唯一相對美元被增持的貨幣，倉位轉移的下行風險不可忽略。

- 三個月波幅 >1%
- 三個月波幅 +/-1%
- 三個月波幅 <-1%



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

表 1: 實質本地生產總值增長率及利率預測

	本地生產總值增長率 (%、按年)				關鍵政策利率 (%、年底)			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 預測	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 預測
美國	2.9	2.2	-3.5	5.3	2.25-2.50	1.75-2.00	0.00-0.25	0.00-0.25
歐羅區	1.8	1.2	-6.8	4.0	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50
英國	1.4	1.4	-9.8	4.5	0.75	0.75	0.10	0.10
日本	0.8	0.7	-4.8	3.0	-0.10	-0.10	-0.20	-0.20
中國內地*	6.6	6.1	2.3	7.5	4.35	4.35	4.35	4.35
香港^	3.5	-1.2	-6.1	5.7	5.125	5.125	5.125	5.125

*1 年期貸款利率, ^最優惠利率

資料來源: 彭博、上海商業銀行

表 2: 外匯展望

	目前	年底目標	
		2020 年	2021 年預測
EUR/USD	1.16	1.22	1.15
GBP/USD	1.38	1.37	1.37
USD/JPY	114	103	115
USD/CNH	6.39	6.50	6.45
AUD/USD	0.75	0.77	0.73
NZD/USD	0.72	0.72	0.70

資料來源: 彭博、上海商業銀行



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

近期研究報告

油盡燈枯? 	2021年10月7日
力有不逮 	2021年9月28日
大音希聲 	2021年9月23日
伺機而動 	2021年9月15日
撥雲睹日 	2021年9月6日
潮起潮落 	2021年8月26日
恐懼來襲 	2021年8月20日
天壤之別 	2021年8月16日
萬籟俱寂 	2021年8月5日
初試水温 	2021年7月29日
日久見人心 	2021年7月21日
債息回落的啟示 	2021年7月12日
慣性反向操作殊為不智 	2021年7月2日
隨機應變 	2021年6月25日
不能承受之輕 	2021年6月21日
棄如敝履 	2021年6月17日
如索羅斯一樣把握趨勢 	2021年6月10日
伺機而動 	2021年6月3日
虎口餘生 	2021年5月31日
負息中的黃金 	2021年5月27日
通脹中綻放 	2021年5月24日
就業焦慮 	2021年5月12日
溫水煮蛙 	2021年5月5日
綿裏藏針 	2021年4月29日
向富人徵稅的負作用 	2021年4月28日
甘井先竭 	2021年4月22日
公費埋單 	2021年4月15日
無人之境 	2021年4月12日
洞悉迷局 	2021年3月31日
飽歷滄桑 	2021年3月26日
透視土耳其 	2021年3月23日
波瀾不驚 	2021年3月18日
挑戰極限 	2021年3月15日



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情況。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深股通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議(定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍)，本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯、證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為準確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想