交通銀行
BANK OF COMMUNICATIONS
始於1908 您的財富管理銀行

交銀金融

2018 年 11 月號　第 125 期　　環球金融市場部

一、經濟篇 • 投資、貿易及消增長回落，本港經濟增長在未來一季放緩

二、樓市篇 • 地產股、亞洲貨幣及貨幣供應轉弱，料本港樓價增長轉弱

三、股市篇 • 芬佬股佬話估值平，要小心了，問題不在平貴而在其定義

四、利率篇 • 美國通脹放緩，加上市場避險情緒回升，長息難升破 3.3 厘

五、匯市篇 • 美核心通脹上升拉闊美日長債息差，長遠利好美元兌日圓

六、商品篇 • 小麥與原油表現強勁，但新興股、匯預示油價增長將放緩

全球股市及主要樓市近月表現回落，美國及英國的消費者信心指數只見橫行；其實美國、歐元區及英國經濟增長已經開始放緩，包括本港，但未見衰退風險。

環球樓市均處於調整期，香港面對地產股下跌、供樓成本上升、亞洲經濟轉弱等衝擊，樓價難以置身事外，加上樓價嚴重偏離港人收入，估計調整期將持續一段長時間。

一如所料，年頭至今美股造了雙頂，確認轉熊，A 浪行完。現至年底料窄幅上落，標指徘徊 2,700 點。恒指亦有望跟隨反彈，27,000 點不難，年底前更有望穿 28,000 點，明年才再大跌。參照近十九年前日股走勢，上綜逆市續跌，12 月才反彈但受制降軌。

股市出現調整，投資者轉向債市避險。美、德、英、法長息均回落，唯獨意息在預算案未能通過下上升，料十年債息短線維持 3 厘以上。至於拆息，市場對聯儲局 12 月加息預期不變，料美元三個月拆息緩慢上試 2.32 厘，六個月拆息則上試 2.85 厘。

美國基本面理想可支持聯儲局繼續加息，加上避險情緒升溫，料支持美匯指數於 95.7 至 98.0 整固。雖然鐵礦石價格回升，但亞洲股市疲弱令市場擔心澳洲經濟前景，料澳元下試 0.69。人民幣受壓未有引發官員干預，料美元兌離岸人民幣可上試 7 算。

市場避險利好黃金及白銀分別上試 1,250 美元及 14.91 美元。美伊的緊張局勢將主導油價本月去向的因素，加上油組產量消息反覆，料油價比較波動，反覆試穿 71 美元。

【 一、經濟篇 】

香港經濟增長動力放緩

外圍若干經濟體已轉弱，本港情況如何？

全球股市上月開始明顯回落，港股也不例外。圖一顯示，**港股增長領先本地經濟增長約一季，按紅箭預示，初步估計香港經濟增長在未來一季放緩壓力大。**

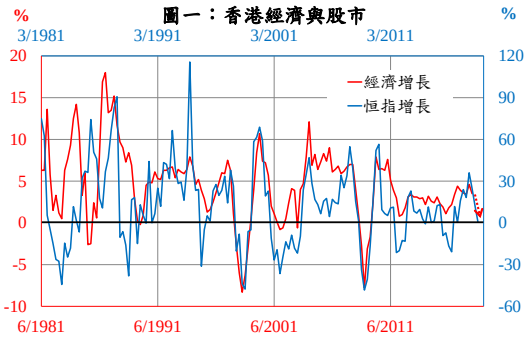
再細看推動經濟的主要因素——投資、貿易及消費。圖二顯示香港直接投資主要來自中國，不過自 2012 年下旬開始，其投資規模只見橫行，反而在亞洲企業轉向英屬維爾京群島架構下，其規模日漸增加。**不過若按總值來看，直接投資香港的資金增長自 2011 年開始放緩，目前更接近零水平，可見推動本港經濟增長的動力減弱。**

至於貿易，根據世銀資料，**圖三可見本港整體出口按年增長減整體入口按年增長自 2015 年起開始下行走勢，意味著出口增長速度低於進口增長**；去年起更處於負值，可見貿易動力也見放緩。

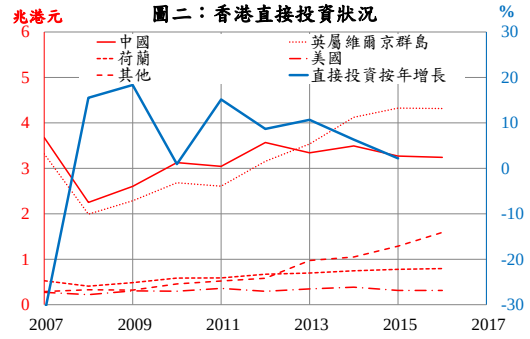
最後再看消費。圖四顯示本港各類零售銷售增長狀況。雖然可見整體增長自 2016 起回升，不過細看下，其實大部分零售銷售類別增長均見回落，其中耐用品類最為明顯，只有珠寶首飾銷售增長明顯加速才帶動整體增長溫和上升。

由是觀之，上述三大推動經濟增長動力回軟，**其中大部份零售類都跌至接近收縮邊緣，料香港經濟難維持過去幾年高增長，結果與股市啟示吻合。**

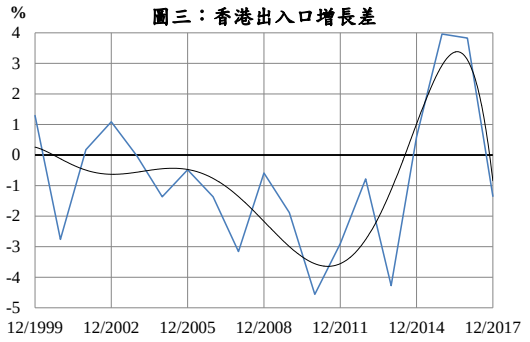
圖一：香港經濟與股市



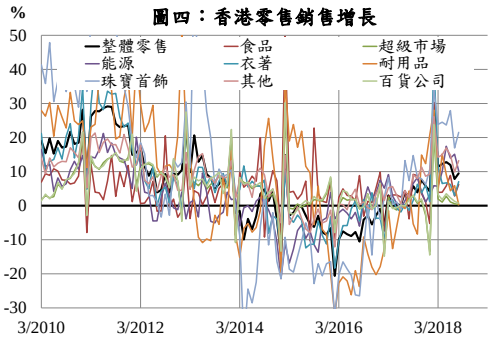
圖二：香港直接投資狀況



圖三：香港出入口增長差



圖四：香港零售銷售增長



袁沛儀

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

交通銀行 BANK OF COMMUNICATIONS
始於1908 您的財富管理銀行

【 二、樓市篇 】

本港樓價增長放緩

港股持續走下，已開始影響本地樓宇成交，新成交的二手樓樓價普遍回落至年初水平。究竟樓價會否進一步下跌？

要估算樓價，可先留意地產股表現。圖一比較香港樓價及恒指地產股的按年變幅，兩者走勢正比，後者領先前者約兩個月。**隨著地產股走弱，料樓價升勢放緩的機會甚大。**

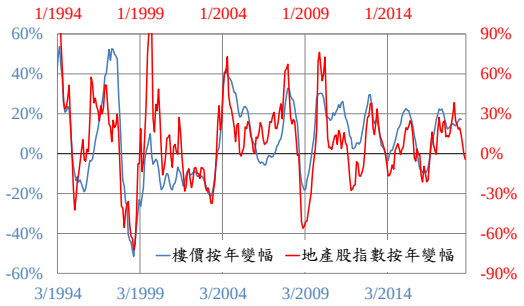
另一方面，亞洲貨幣的貶值亦會不利本地樓市。圖二顯示香港樓價及彭博亞洲貨幣指數的按年變幅，後者領先前者約兩個月。**由於亞洲貨幣反覆走弱，將對樓價帶來負面影響。**

投資者亦要留意貨幣供應對樓價的影響。圖三比較香港樓價及 M3 的按年變幅，後者領先前者約兩個月。**近期 M3 增長有明顯放緩的趨勢，同樣反映樓價增長將進一步轉弱。**

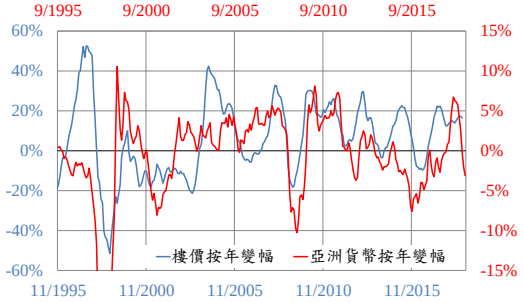
展望將來，投資者要留意每個月底公佈的新增按揭宗數。圖四顯示香港樓價按年變幅及新增按揭宗數，後者領先前者約半年。**要留意最新 9 月份的新增按揭宗數跌至約八千宗，是去年 12 月以來最低。若這個情況於未來幾個月未有改善，樓價增長放緩將持續至明年中。**

總括而言，地產股、匯價及貨幣供應均顯示樓價增長放緩，若未來新增按揭宗數減少，樓市將要面對較長的調整期。

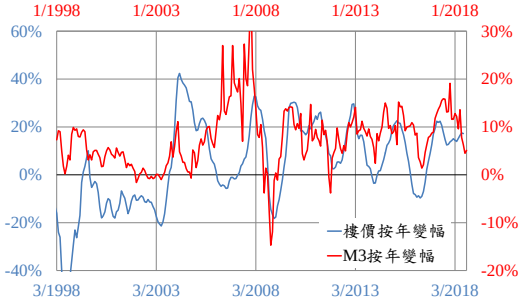
圖一：香港樓價及恒生地產股指數



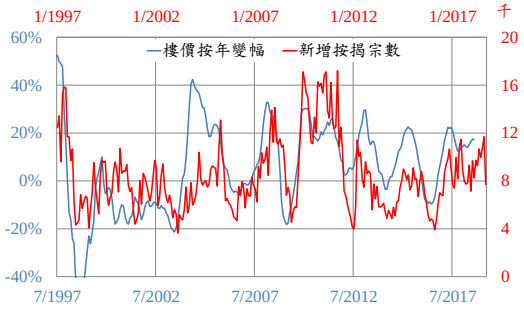
圖二：香港樓價及亞洲貨幣指數



圖三：香港樓價及M3貨幣供應



圖四：香港樓價及新增按揭宗數



梁志麟

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

交通銀行 BANK OF COMMUNICATIONS
始於1908 您的財富管理銀行

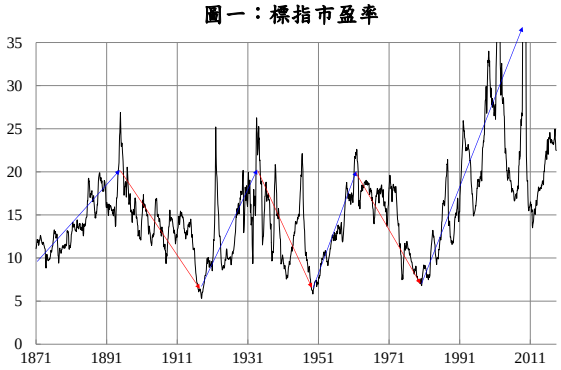
【 三、股市篇 】

估值陷阱　迷信之病

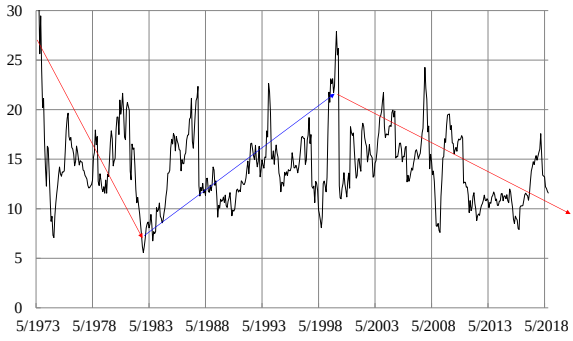
何謂估值陷阱？愚見認為很簡單：**以為便宜但買貴了。**（反過來，以為貴但買平了卻非什麼陷阱。）**估值本身一般無甚爭議，**市盈率就是了，縱預測市盈率可各家各說，但歷史市盈率卻只有一個。**所以，陷阱永遠在於何謂平、貴。**坊間傳統有個習慣，就是 10 倍便宜 20 倍貴。可惜，這個陋習會令你做錯決定。現且舉四個市場為例說明之。

先看美股，市盈率由諾獎得主席勒（Robert Shiller）編制，這裏所取的不是他發明的經週期調整之市盈率（CAPE），而是沒經週期調整的最簡單市盈率。圖一所見，市盈率的平均值根本不是常數（constant），而是隨時而變。譬如趨勢一上一落，已有三、五十年。人一生的投資期有幾多個三、五十年？貴或平的準則竟在半生上移、半生下移！信錯現象，就錯了一生（的投資）。

圖一：標指市盈率

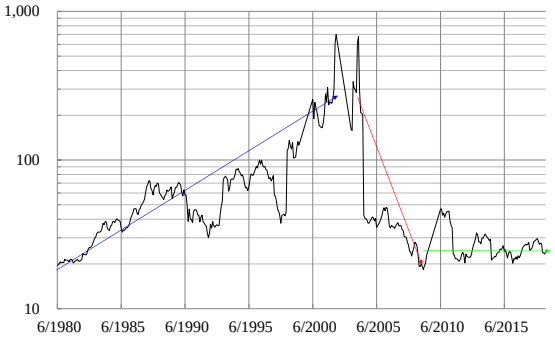


圖二：恒指市盈率



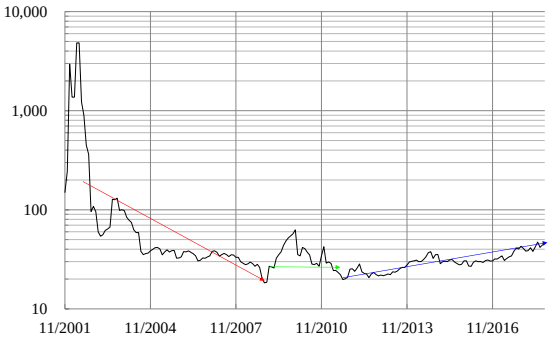
圖二換上了恒指，1973 和 1999 年兩場股災前後，恒指的市盈率可能是 20±8 倍。不過在 1983 和近年間，則可能是 13±8 倍。同樣±8 倍，但以 13 或 20 倍為中值則相去甚遠了。現約 10 倍，平嗎？假使 13–8=5 倍才是底，豈非還要再跌一半？想清楚吧。

圖三：東證市盈率



圖三換上日本東證指數，故事的教訓是市盈率長週期不一定要升跌輪替，長期橫行都可以的。只有在此情況，均值才是常數，低（20 倍）買高（30 倍）賣才有意思的。

圖四：納指市盈率



最後看看納指。圖四所見，納指市盈率呈長週期趨升，雖然短線頗淡，跌回三分一至一半不奇，但未來仍是科技的世界。觀圖所見，市盈率的上落區間已上移到 40 至 50 倍，跌至或穿 30 倍不易，亦是入市時機。反之港股雖不足 10 倍，但未必見底。**由此亦見，市盈率絕不能跨市比較，無意義的。**

羅家聰

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

交通銀行 BANK OF COMMUNICATIONS 始於1908 您的財富管理銀行

【 四、利率篇 】

美國長息升勢將放緩

美國長息上月一度抽升並處於近七年高位，究竟後市再進一步抽升的壓力大麼？基本而言，長息反映通脹前景，加上債市具有避險屬性，那麼參考通脹前景及市場避險情緒去向或見啟示。

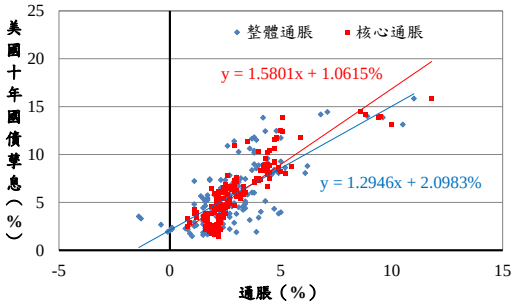
直接比較美國通脹與債息得出圖一。其中可見，**核心通脹與美國十年債息關係比整體通脹與美國十年債息關係更高。**然而樓價佔美國通脹最大比例，因此可再參考樓市前景再而推測通脹去向。

圖二顯示樓價增長與私人住宅營建及家居裝修支出增長同向，然而後者領先前者約三季。住宅營建支出增長明顯放緩，預示需求面臨下行壓力。**若按紅箭推測，料樓價增長在未來三季放緩。因此美國核心通脹也應見回落，長息亦如是。**

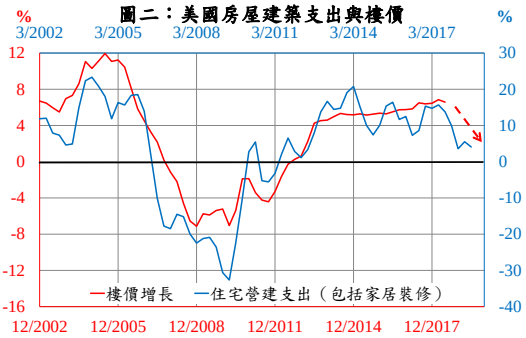
再看市場避險需求。當股市出現調整，投資者轉向 risk off 投資模式時，利好債市而支持債息上揚。**因此圖三顯示標指增長與美國十年債息按年變動呈明顯同向關係，前者領先後者一個月，觀乎上月美股領跌，料美國十年債息按年變動本月也將回落。**

要預測長遠一點的股市進而推測債息，可參考聰明錢去向。圖四顯示聰明錢流向指標（機構投資者買賣情況）領先標指約六個月，因此料股市前景黯淡，市場避險情緒將見明顯回升，料投資者進一步轉向債市，為債息帶來下行壓力。**綜合而言，無論參考通脹或市場避險前景均料美國十年債息將見回落，要升破 3.3 厘難度較大。**

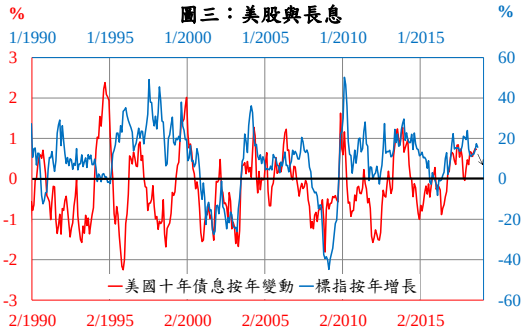
圖一：通脹與債息（1981年至今）



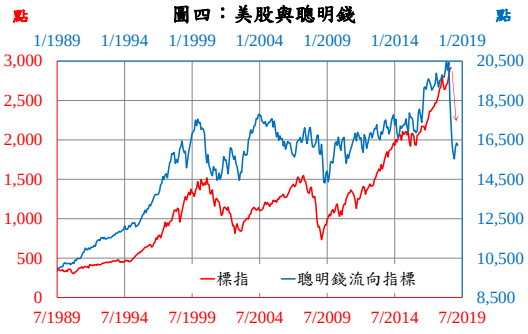
圖二：美國房屋建築支出與樓價



圖三：美股與長息



圖四：美股與聰明錢



袁沛儀

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

交通銀行 BANK OF COMMUNICATIONS
始於1908 您的財富管理銀行

【 五、匯市篇 】

美元兌日圓長遠向上

近期日圓走勢飄忽。早前日經指數升穿年初高位，推升美元兌日圓至 114.60，但避險情緒急升又令匯價由高位回落。

雖然如此，但匯價技術上卻有向上突破的跡象。**圖一顯示美元兌日圓的週線圖，近日已升穿收窄三角的頂部，長線可突破 2006 年高位 125.90。**匯價曾於 2008 年跌穿收窄三角的底部後進一步下跌，可見突破收窄三角技術上甚可靠。

從基本面角度，美元兌日圓長遠也有上升壓力。圖二顯示美元兌日圓及美日十年期國債息差，兩者走勢同步。眾所周知現時日本央行將十年期債息目標定於 0 厘，並多次重申將維持寬鬆貨幣一段長時間，加上現時通脹遠低於 2%目標，日本央行將難以收緊量寬政策，**美國十年期債息成為左右美元兌日圓的關鍵。**

圖三顯示美國十年國債息率按年變幅及按年核心通脹，兩者自金融海嘯後呈相同方向，後者領先前者約年半，結果顯示美國十年債息將先回後上。

長遠而言，圖四顯示**美國零售按年升幅加快，帶領核心通脹進一步上升，將利好美國十年期債息及美元兌日圓匯價。**

總括而言，美元兌日圓技術上已升穿收窄三角阻力，加上美國零售增長加快將利好核心通脹及美國十年期債息，美日長債息差擴闊將支持匯價上升。

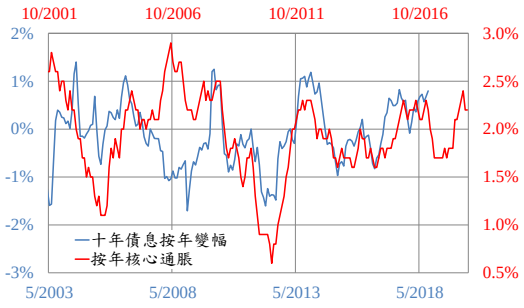
圖一：美元兌日圓週線圖



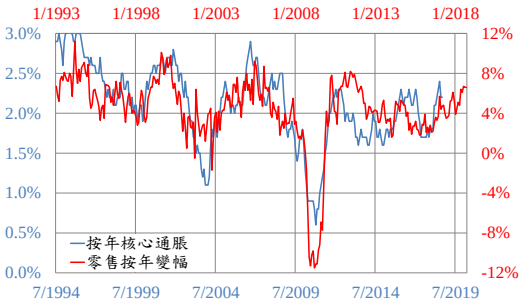
圖二：美元兌日圓及美日十年期國債息差



圖三：美國十年期國債息率及核心通脹



圖四：美國核心通脹及零售銷售



梁志麟

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

交通銀行 BANK OF COMMUNICATIONS
始於1908 您的財富管理銀行

【 六、商品篇 】

小麥繼續造好 油價升勢放緩

年初至今整體商品表現只見上落；表一顯示小麥與原油表現大幅拋離其他商品。

小麥價格增長接近兩成，受惠於小麥出口國（如美、澳）遇乾旱天氣影響收成，料短時間未能解決供應回落問題，小麥後市能守穩每蒲式耳 468 美元。同樣地，油價還能繼續向好嗎？參考新興市場或有啟示。

新興國家企業主要依賴原油業務，因此參考其股市去向或見油價去向。圖二顯示 MSCI 新興股市指數按年增長與紐約期油增長長線同向，前者更領先後者約一季。**參考過往一季新興市場股市下跌，加上目前全球股市正在調整，投資氣氛淡靜，料新興股市前景同樣偏軟。按紅箭推測，油價增長至少在未來一季放緩。**

再參考新興匯市與油價關係。圖三顯示兩者整體也同向，前者領先後者約一季。在美元強勢加上地緣政治緊張，觸發市場年初至今拋售新興貨幣，自今年中更開始萎縮。**參考過往一季新興貨幣表現持續疲弱，按紅箭預示油價按年增長也在未來一季放緩。**

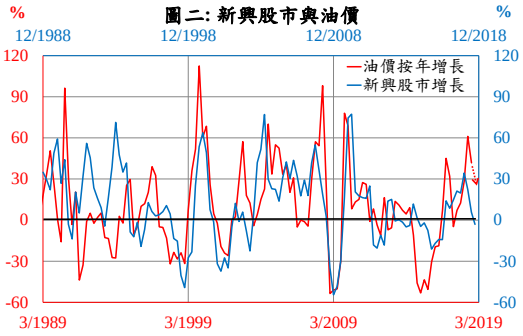
技術上，油價自 2017 年起重拾明顯升勢，幅度一度達八成。若套上黃金分割分析線，料短線反覆下試 0.618 分割線。有趣的是，**由於油價去年第三季基數較低，而今年第三季按年增長大幅飆升，因此今季增長將放緩也屬正常現象。**

消息面上，市場觀望美國再次制裁伊朗，原油供應或回落，料油價守穩 64 美元。

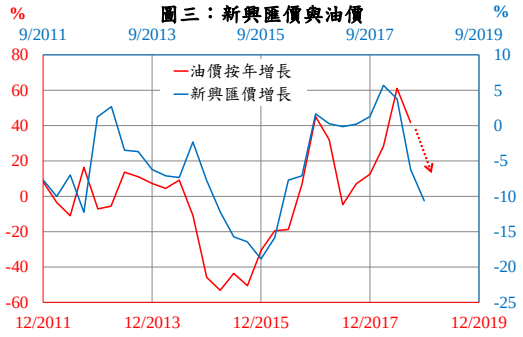
表一：商品年初至 10 月底表現

商品	年至今表現	商品	年至今表現
原油	11%	小麥	18%
黃金	-6%	黃豆	-12%
白銀	-14%	咖啡	-9%
銅	-15%	糖	-11%
玉米	4%	棉花	-2%

圖二: 新興股市與油價



圖三：新興匯價與油價



圖四：油價2017年初至今走勢



袁沛儀

【 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。

電郵：treasury@bankcomm.com.hk
交通銀行 BANK OF COMMUNICATIONS 始於1908 您的財富管理銀行