

- 
- 一、經濟篇 • 股市回軟日圓強，貿易將轉弱，日本經濟繼續維持低增長

---

  - 二、樓市篇 • 英國建築開支、銷售等指標缺乏方向，住宅未見投資價值

---

  - 三、股市篇 • 美國保護主義不利環球企業盈利，唯英國及日本不受影響

---

  - 四、利率篇 • 美歐通脹前景見不一，長息短線繼續升，但中線將見背離

---

  - 五、匯市篇 • 美元轉為上落格局，非美匯價各自發展但亦難以行出單邊

---

  - 六、商品篇 • 油價造好利好白金，美債息上不利黃金，白金有機追落後
- 

貿易戰消息主導近期金融市場情緒，全球股市同步回落；不過主要經濟體的長短息差未見明顯變化，更沒有個別市場明顯跑出，估計全球各地實質經濟增長繼續靠穩。

外圍大部分樓市均出現增長放緩，預期按揭成本上升將繼續不利樓價。雖然近期港股由高位回落，但跌幅不足以導致樓價出現調整，加上供應不足，料樓價維持偏強。

美國調高關稅無疑打擊股市的投資氣氛，但短期再加推政策的可能性不大，將限制股市的下跌空間。估計標指及道指分別下試 2,580 及 23,360 點見支持，納指回落至 7,000 點。港股亦跟隨外圍回落，恒指及國企指數分別跌至 29,600 及 11,680 點。

市場預期聯儲局加息步伐穩定，短息繼續上升；不過始終通脹無明顯升溫壓力，料長息升勢較短息慢，美國十年期債息要破 3 厘需要一段時間。至於其他央行，最有可能加息的便是英倫銀行，料英國短息升勢比其他非美短息較為明顯。

聯儲局新主席未顯鷹派本色，加上美國打貿戰，料淡美元，美匯指數下月料見 85。非美貨幣普遍看好，但以歐幣為升市領軍；商品貨幣則繼續受制商品表現，升幅較小。官方欲港元盡快觸及弱方而回，但市場偏偏不願見到，料 7.84/85 仍可膠着一段日子。

雖然紐約期油技術上突破收窄三角，但在股市受壓下，料突破 1 月高位 67 美元的機會不大。避險需求支持金價，但美元缺乏方向將限制金價於 1 月高位 1,370 美元以下。

【一、經濟篇】

股匯貿易預示日本經濟回軟

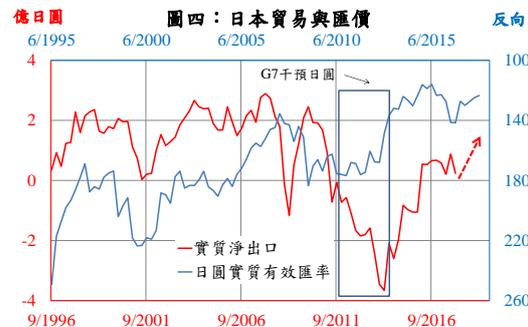
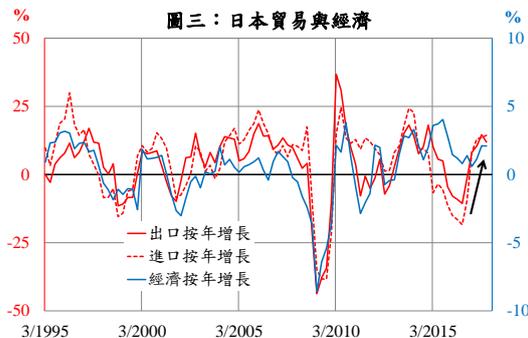
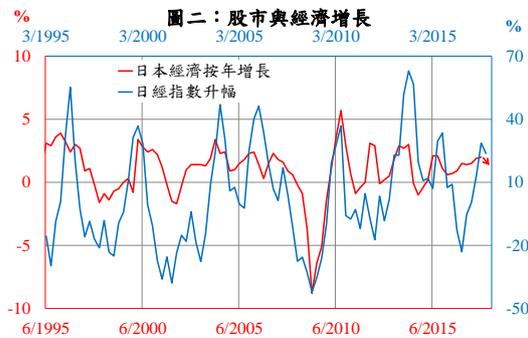
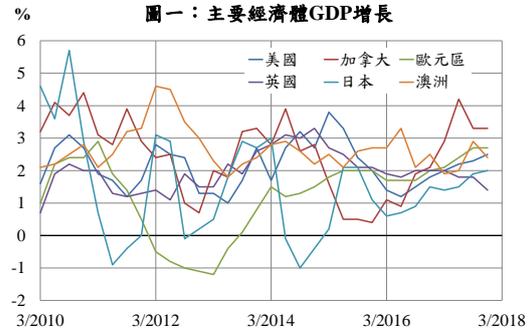
金融海嘯至今已經十年，各主要經濟體均慢慢重拾經濟增長。圖一可見近年加拿大、澳洲及英國經濟增長短線出現放緩；相比下歐元區、美國及日本經濟增長繼續溫和向好。其中，日本經濟增長更處於近年較長的經濟擴張期，但這能持續下去麼？

最直接可先參考股市去向。圖二顯示日經指數升幅與經濟增長方向一致，股市升幅更領先經濟增長約一個季度。全球股市增長自1月底出現放緩，結束近一年多的持續升勢，日股亦然。若按此推算，日本經濟增長在未來一季將見溫和放緩。

那麼再參考推動經濟增長主要的動力——貿易。圖三顯示，日本出口及進口按年升幅在過往兩年明顯抽升，更重返增長水平，支持經濟增長上試2%。有趣的是，其中服務出口增長優於商品出口增長，而商品進口增長優於服務進口增長。

貿易前景如何可參考匯價。圖四顯示除了2011年G7一同干預日圓貶值外，日本淨出口走勢正反映約五個月前的匯價反向走勢。日圓在過往一年多走勢較弱，紅箭預示，日本淨出口將繼續溫和回升，料日本經濟增長在未來五季仍然有支持。

不過日圓自1月開始轉強，加上市場注視特朗普為了爭取連任，必定在11月前頻頻推出與貿易保護主義有關的新政，市場避險情緒將較為波動，料利好日圓中長線走勢。在這環境下，料日本淨出口先升後跌，日本經濟增長在一年多後面臨放緩壓力。



袁沛儀

## 【 二、樓市篇 】

英國房地產未見投資價值

英國是香港人其中一個海外置業的熱門地點，除了歷史因素影響外，子女升學亦是一大原因。不過樓價升幅自 2014 年起反覆放緩，究竟當地樓市的投資前景如何？

我們先從建築開支分析。圖一顯示英國樓價及建築開支的按年變幅，兩者呈正相關性，關係在九十年代初後更為密切，而後者領先前者約一個季度。數據顯示英國近年的建築開支處於上落格局，反映樓價未見增長加快或放緩的跡象。

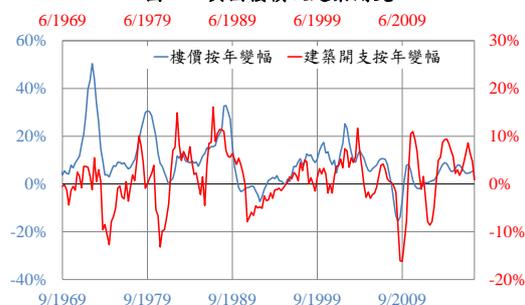
圖二顯示英國樓價及房屋銷售量的按年變幅，兩者同樣呈正相關性，後者領先前者約五個月。同樣地，房屋銷售量按年變幅處於橫行，反映樓價走勢平穩。

圖三顯示英國樓價及銀行家協會編制的房屋貸款價值按年變幅，兩者呈正相關性，後者領先前者約八個月。房屋貸款價值的按年變幅同樣缺乏方向，甚至有輕微偏弱的情況，似乎樓價升勢加快可能性不大。

最後是比較英國樓價及皇家特許測量師學會（RICS）公佈的樓價調查指數，如圖四所示。結果顯示後者領先前者八個月，兩者的相關係數高達 0.8。樓價調查指數自 2003 年起反覆下跌，似乎樓價有轉弱壓力。

總括而言，建築開支及房屋銷售量數據顯示英國樓價大致平穩，房屋貸款價值及房價調查指數均顯示樓價有轉弱，反映英國房地產似乎沒有明顯的投資價值。

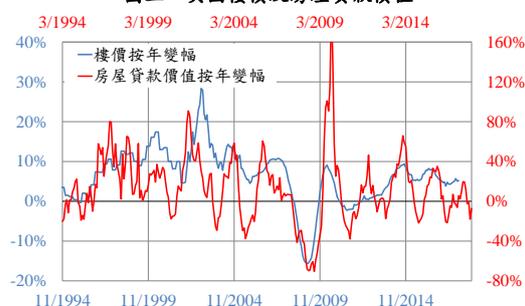
圖一：英國樓價及建築開支



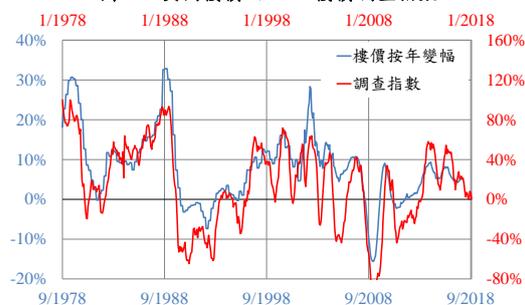
圖二：英國樓價及房屋銷售量



圖三：英國樓價及房屋貸款價值



圖四：英國樓價及RICS樓價調查指數



梁志麟

【三、股市篇】

美保護主義不影響英日股盈利

貿易戰成為市場熱話，究竟一旦美國限制貿易往來，對美國甚至是環球的企業盈利有多大影響？哪個地區所受的衝擊較大？

圖一比較自 1996 年起 MSCI (下同) 環球及美股企業盈利和美國貿易的按年變幅；要注意貿易只包括進出口產品，不包括服務。結果顯示環球及美股企業盈利領先貿易一季，反映貿易戰爆發前，盈利將率先反映。另外，迴歸系數顯示一旦美國收緊貿易，對環球企業的影響較美國為大。

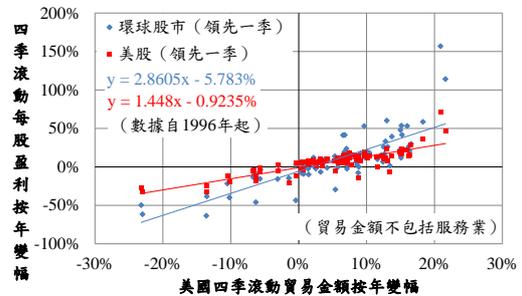
至於對其他國家的影響，圖二比較各地企業盈利跟美國貿易的相關系數，結果顯示新興市場、香港及歐洲企業最受影響，相反英國及日本所受的影響不大。

圖三顯示歐洲、香港及新興市場企業盈利跟美國貿易的迴歸分析，要留意歐洲及香港企業盈利領先美國貿易一個季度，新興市場則為同步。三地的迴歸系數未有大分別，反映美國貿易對三地企業盈利的影響相若。

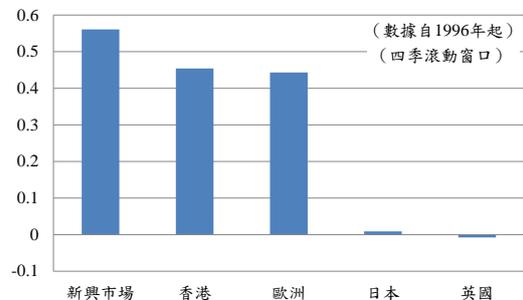
至於港股方面，美國貿易會否對不同規模的企業有不同影響？由於大型股的盈利自 2009 年才有紀錄，資料有限難以分析，只好在圖四比較小型股盈利跟美國貿易。雖然圖中的迴歸系數高達 19，反映貿易對小型股的影響甚大，但  $p$  值及  $R^2$  只有 0.02 及 0.08，反映兩者關係仍有變數。

總括而言，一旦美國保護主義抬頭，只有英國及日本的企業盈利將不受影響，香港小型股亦難逃一劫。

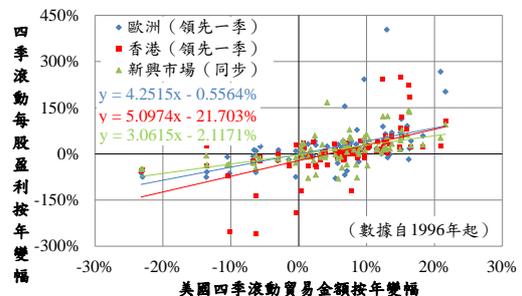
圖一：環球和美國股市盈利及美國貿易金額



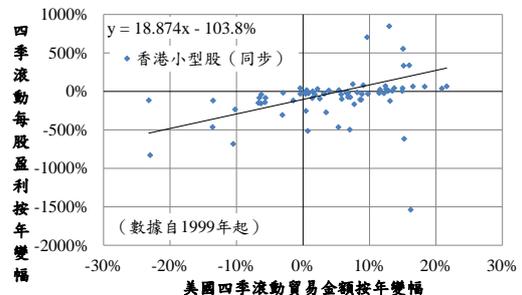
圖二：各地股市盈利及美國貿易變幅相關系數



圖三：三大指數盈利及美國貿易金額



圖四：香港小型股盈利及美國貿易金額



梁志麟

## 【 四、利率篇 】

## 美歐長息繼續溫和上升

全球主要債市於年初時一片慘淡，尤其是多個國家的長息不斷抽升，直至上月才放緩。究竟美國及歐元區長息去向將如何？

債息本是市場前瞻指標，再找能預測其走勢的因素其實不多，其中較有參考價值的離不開通脹。當投資者預期未來通脹上升，孳息也要上升從而補償債券未來現金收益的購買力；因此長息與通脹應見同向。

先看美國，圖一可見其十年國債孳息與核心及整體通脹呈正比關係；不過始終整體通脹受油價波動影響，因此可見長息與核心通脹關係更為明顯。

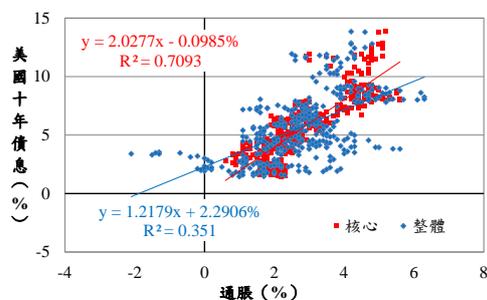
然而核心通脹去向可參考生產物價升幅。圖二顯示生產物價升幅領先核心通脹約八個月；按紅箭預示應見溫和上升。因此推測美國十年國債孳息將見溫和升，未來三季內穿3厘可能性頗大。

換上歐元區數據，圖三可見十年國債孳息與核心及整體通脹也呈正比關係；與美國一樣，歐元區長息與核心通脹關係更強。

再推測歐元區核心通脹去向，圖四可見其走勢正反映約十一個月前的生產物價升幅；而紅箭預示歐元區核心通脹應上試1.5%附近隨後回落；按此推算歐元區長期國債孳息也將繼續上升五個月然後回落。

由是觀之，短線而言，美國及歐洲長期國債孳息應繼續上升，但中線將見背離。

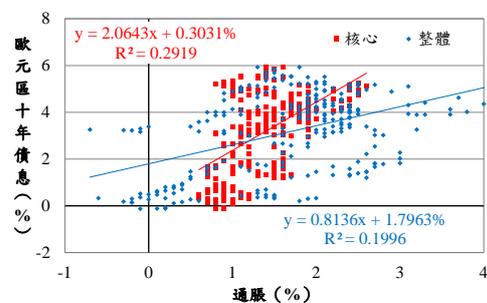
圖一：美國通脹與十年債息（1/1983至今）



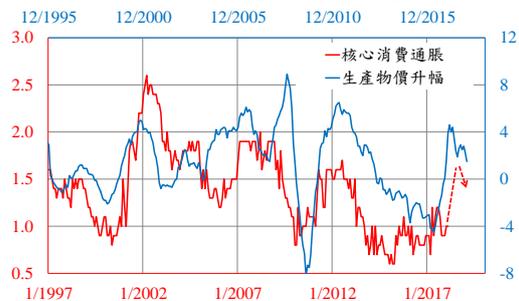
圖二：美國生產物價與核心通脹



圖三：歐元區通脹與十年債息（1/1997至今）



圖四：歐元區生產物價與核心通脹



袁沛儀

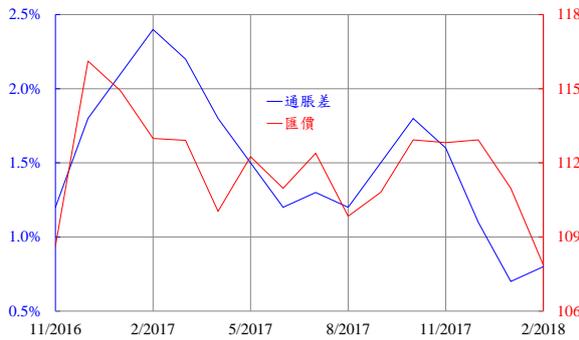
【五、匯市篇】

兩幣強 兩幣弱 難脫上落仍膠著

自1月尾股市調整至今，美匯指數未有方向，在匯價各自發展的同時，有幾隻貨幣見稍為明顯的走勢。今次探討其中四隻。

期內表現最好的，首推日圓。1、2月間股市回落固然是因素之一，但日圓本身也有基本因素支持。查日本最新通脹1.4%，記得去年大部分時間還在0.4%水平，現在「高了一格」，即使日本央行為退市降溫，也無阻市場憧憬。故日圓強亦有理。不過從圖一的美日通脹差與美元兌日圓比較，則見目前匯價概已反映。日圓難再大升，美元兌日圓雖可觸及100，但不似會長久跌穿。

圖一：美日通脹差與匯價



另一隻為加元。加元近年之所以偏強，一有油價回升，二則有本身經濟增長理想。不過，加拿大畢竟行通脹目標，美元兌加元應跟其通脹差。但圖二指，通脹差所預示的加元匯價應是轉弱，跟其樓價放緩一樣。

圖二：美加通脹差與匯價



看過兩隻強幣，現轉看兩隻弱幣，其一為澳元。澳元一路經濟不錯，樓價亦上升，但偏偏通脹不高。澳洲也行通脹目標，而且區間為2至3%，較一般以2%為中值的高。是故澳洲通脹較難達標，加息憧憬亦較淡。圖三所見，目前匯價水平大致符合通脹差。這通脹差已持續於此水平好一段日子，看來澳元亦會穩定於現水平而未有明顯單邊。

圖三：澳美通脹差與匯價



還有哪隻弱幣？遠在天邊，近在眼前，閣下銀包裏都有的。圖四所見，近兩年來的美電現價都可以美港息差（三個月期拆息）解釋。或因北（連帶東南西）水不走，本港資金充裕，美國加息持續推高美元拆息下，港息居然可以不跟。息差擴闊令港元兌美元貶值，有分析指金管局欲將出手干預的責任交回市場，反正錢多，便靜匯價觸及弱方，屆時出手便大條道理。看法？快回頭了。

圖四：美港息差與匯價



羅家聰

【六、商品篇】

金將跑輸白金

金、銀及白金三大貴金屬中，黃金的走勢明顯跑贏，圖一顯示金價對銀價及對白金價格比率，金價對銀價比率再次挑戰 80 水平，對白金的比率更屢創新高。究竟上述的比率會否進一步上升？還是掉頭回落？

普通投資者的直覺可能認為，黃金最能受惠於美元弱勢，因為白銀及白金有工業用途，可能受其他因素影響。圖二顯示自 1988 年三大貴金屬跟美匯指數的按年變幅，圖中的迴歸系數為-0.8 至-1.1 之間，沒有明顯差別，反映美元對三大貴金屬的影響相若。

另一個容易被人聯想到的因素，當然是油價。圖三顯示自 1988 年三大貴金屬跟油價的按年變幅，結果顯示白金的迴歸系數最高，白銀為次，黃金最低，代表油價造好將對白金最受惠。不過近期油價受制於 67 美元，美國原油產量上升，後市要看油組會否對減產原油加大力度。

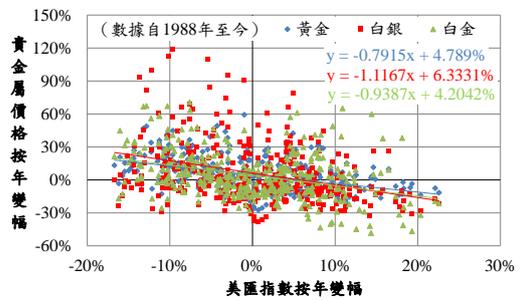
理論上，當息率上升時，由於貴金屬不能派息，投資吸引力下降將導致價格下跌。圖四顯示自 1998 年起貴金屬跟美國十年期債息按年變幅的十年滾動相關系數，結果顯示黃金跟十年期債息的相關系數為-0.4，相反白銀及白金的相關系數分別約為 0 及 +0.2，反映債息上升對黃金最為不利。

總括而言，美元上升對貴金屬的影響沒有明顯分別，而白金較為受惠於油價造好。在債息上升下，黃金將受到較大負面影響。這情況下，金價對白金價格比率有機會由高位回落。

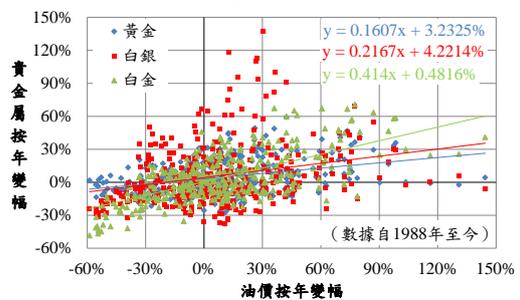
圖一：黃金對銀價及對白金價格的比率



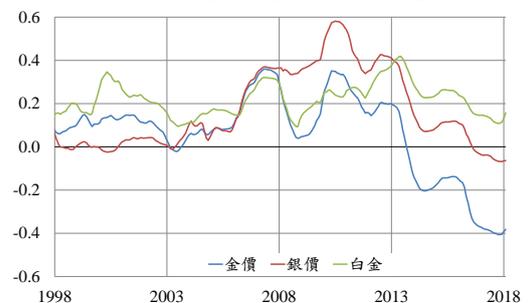
圖二：貴金屬價格及美匯指數



圖三：貴金屬價格及油價



圖四：貴金屬跟美十年債息十年滾動相關系數



梁志麟

**【 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。