

交銀金融

2018年10月號 第124期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 新興接連出事，會否燒到亞洲？比較九七史，有似有不似
-
- 二、樓市篇 • 建築開支及貨幣供應支持紐西蘭樓價升，澳洲樓價可跟上
-
- 三、股市篇 • 日股強，股息與美股相若，估值較港股吸引，可考慮吸納
-
- 四、利率篇 • 歐洲央行結束量寬將推高長短債息，唯短期未見加息壓力
-
- 五、匯市篇 • 通脹及就業數據預示歐元兌英鎊區間上落，技術上則見頂
-
- 六、商品篇 • 原油表現優，但金屬呈探底跡象，估計白銀後市將追落後
-

各地公佈的次季經濟增長普遍參差，先進的不錯但新興的部分轉弱。經歷第三季的市場變化後，不難推斷上述分化現象會深化，背馳更為明顯。香港似介乎兩者之間。

美國不論一手樓及二手樓銷售均下跌，料樓價增長漸見回落。香港銀行調高最優惠利率初期對樓價的影響不大，但新興市場經濟轉弱及港股下跌，將為樓價帶來調整壓力。

聯儲局對經濟前景樂觀，支持企業前景向好，料標指、納指及道指分別溫和上試 2,950、8,290 及 26,840 點。MSCI 正式啟動進一步增加 A 股權重的諮詢，料滬深三百指數重上 3,600 點，估計帶動恒指反覆上試 28,500 點、國指升穿 11,190 點。

港元一個月及三個月拆息已跟美元同檔期的相若，但港元已由弱方水平反彈，金管局暫無需再入市干預匯價，加上未見大型新股上市，料一個月及三個月港元拆息將分別回落至 2 厘及 2.15 厘。銀行只是輕微調高 P 按至 5.125 厘，料年底將跟足美國再加息。

美國中期選舉逼近，估計特朗普的言論將更為激進，不過聯儲局加息後未見明顯因素影響美元，料美匯指數於 93 至 95 整固。脫歐談判將左右英鎊後市，料匯價於 1.29 至 1.33 上落。市場對新興市場的憂慮略為降溫，支持澳元於 0.7140 至 0.7380 整固。

美國不考慮釋出戰略儲油，料紐油上試 75 美元。金屬表現較為疲弱，料金價繼續在低位 1,180 美元附近徘徊，然而白銀將面臨供應收縮下，料見反彈至 15.62 美元。

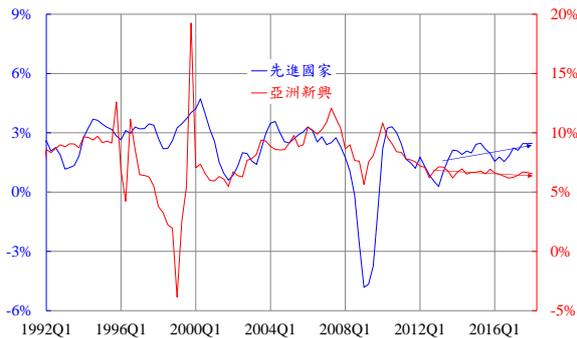
【一、經濟篇】

九七歷史 有幾相似？

近期新興市場接連出事，但暫時仍限於南美、中東一帶。然而，我們總會擔心這波危機會否蔓延至亞洲。今文揀幾個數據看，比較一下先進外圍與新興亞洲狀況，但礙於整區的數據選擇不多，以下盡就人事吧。

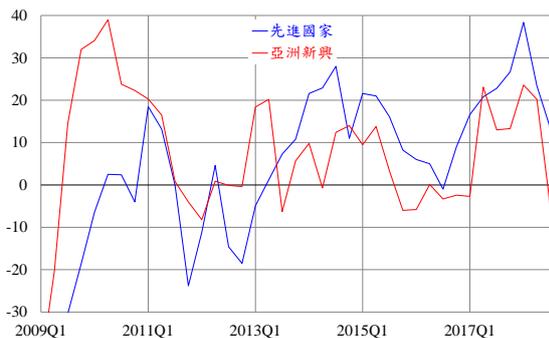
圖一為先進與新興亞洲的 GDP 增長。近幾年先進向上、亞洲向下是人所共知的，亦如 1997 年的情況般。然而，1997 年當時亞洲跌得相當快，不消兩、三年已跟先進的拉得很闊。但今次拖了好幾年仍未見此象，歷史會否未必重演？且再看看其他環節。

圖一：先進國家與新興亞洲經濟增長



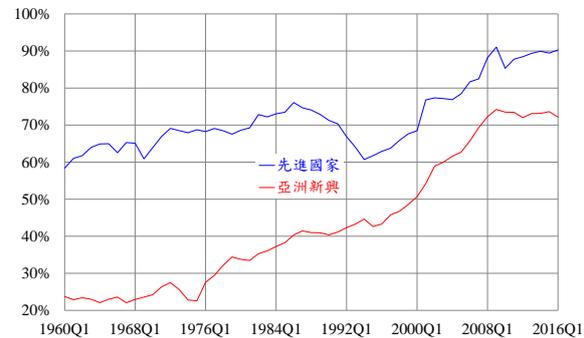
圖二為兩者的 IFO 商業景氣指標，歷史最遠至 2009 年。由 2011 年看起，其實兩者走勢相若，儘管亞洲的較先進的稍低。只是及至今年第二季，亞洲的才急插水至收縮區（負數）。然而，過去幾年也曾數度收縮，結果亦反覆回穩。今次又會否如此幸運？

圖二：先進國家與新興亞洲商業氣候



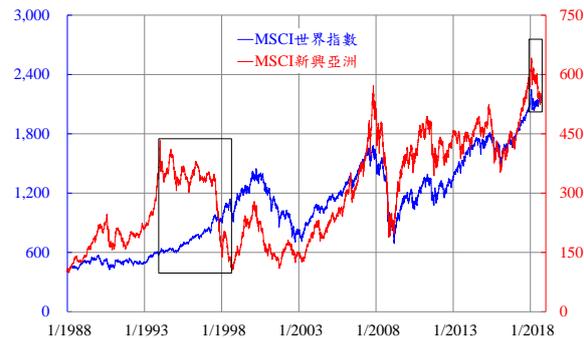
圖三揀來了兩者的廣義貨幣佔 GDP。這既是滯後又是領先指標——貨幣滯後是眾所周知的，但衰退、危機卻總在長期寬鬆後發生的。如圖所見，其實先進、亞洲均在海嘯後煞車，而非如 1997 年前般持續升。至於煞車會否太遲，則此圖卻沒有啓示。

圖三：先進國家與新興亞洲廣義貨幣佔GDP



最後，圖四為兩者的股市走勢。股市是領先指標，儘管先得不多，多僅一、兩季。不過，兩者年初至今的背馳卻多少如 1994 年起的一段般。話雖如此，當年也捱了三年（1994 至 96 年）才出事。還有，目前先進股市亦非如當年般穩升，而是隱然欲跌。

圖四：先進國家與新興亞洲股市



綜合看來，當年今日比較，既有似亦有不似之處。縱有點似，但在幅度、節奏上均有所不同。有無結論？有的。似些不似些，爆發程度很可能不及當年，但不似無事。

羅家聰

【 二、樓市篇 】

紐西蘭樓價平穩回升

早前紐西蘭公佈第二季 GDP 按年增長 2.8%，按季升幅更是一年以來最高。部分人可能憧憬當地樓價將有上升壓力，因為傳統觀念認為經濟好，樓價自然升。

不過事實上，GDP 造好未能對樓價帶來啟示。圖一比較紐西蘭樓價及 GDP 按年變幅，兩者走勢呈相同方向，但樓價領先 GDP 約一個季度，始終資產價格往往先行反映實際經濟數據。

至於紐西蘭的樓價前景，可以留意當地的建築開支。圖二比較紐西蘭樓價及建築開支按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者一個季度，數據反映樓價短線回穩。

至於中長線而言，可以留意廣義貨幣。圖三比較金融海嘯以後紐西蘭樓價及廣義貨幣的按年變幅，後者領先前者約五季。紐西蘭的廣義貨幣按年升幅上升，料對當地樓價有支持作用。

總括而言，雖然紐西蘭 GDP 不能成為當地樓價的指標，但建築開支及廣義貨幣預示當地樓價按年升幅將逐步回升。

有讀者可能覺得筆者不值得花時間分析紐西蘭樓市，始終香港人在當地置業需求較其他西方國家為低。但事實上，投資者可從紐西蘭樓市觀察到澳洲樓市前景。圖四比較紐西蘭及澳洲樓價的按年變幅，前者領先後者一個季度。隨著紐西蘭樓價將平穩回升，料澳洲樓價再下跌空間有限。

圖一：紐西蘭樓價及GDP



圖二：紐西蘭樓價及建築開支



圖三：紐西蘭樓價及廣義貨幣



圖四：紐西蘭及澳洲樓價按年變幅



梁志麟

【三、股市篇】

日股反彈估值低 基建股值得吸納

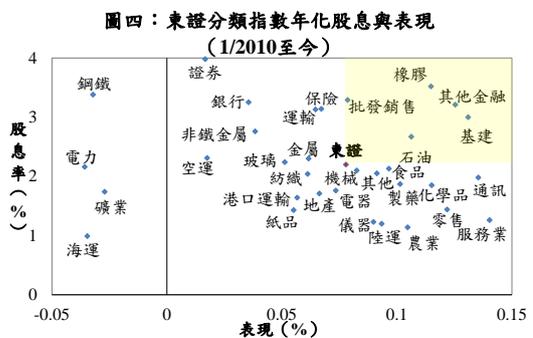
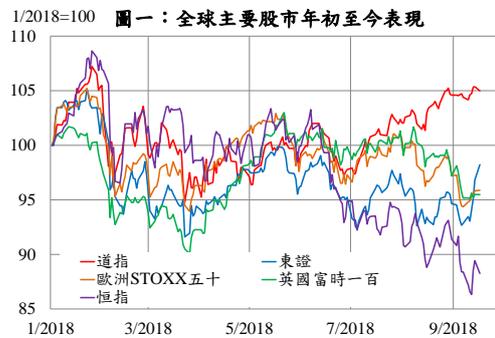
全球股市今年走勢各異，其中港股已經踏入熊市。至於美股，雖然其波幅指數今年平均水平略高於去年，但年內只見橫行，觀乎整體避險情緒不高。以目前情況來看，哪個股市還見投資機遇？

圖一顯示港人較為熟悉的五大股市，大部分年初至年中步伐一致，唯獨下半年開始走勢各異。雖然目前為止，只有美股表現優於年初，但細看下，近月除了美股外，日股升勢最為凌厲，大幅拋離歐、英、港股。那麼日股還值得吸納嗎？對比一眾收益率及股息或有更多啟示。

由於日股東證 2010 年處於虧損，因此沒有市盈率。那麼看其倒數得出收益率；圖二可見，港股恒指與日股東證收益率相對較高，近月更繼續上升。由此可見港股及日股估值較低，近月更持續下降，料日股對資金有一定吸引力。

至於回報，可參考股息率。圖三顯示日本東證股息雖然最低，但其水平多年來保持穩定，而且竟然貼近美股股息水平。由是觀之，美、日股息相若，不過前者估值偏高，若然現在要高追美股，倒不如轉投日股東證，相對抵買。

然而，日股東證覆蓋的企業種類繁多，達三十三種。圖四顯示各分類指數自金融海嘯後的股息及表現比較。從黃框可見，基建、其他金融、橡膠、石油及批發銷售股，無論表現及回報均跑贏大市，值得投資者考慮長線投資這些板塊。



袁沛儀

【 四、利率篇 】

歐洲央行未見加息壓力

歐洲央行於上月開始將每月購買資產金額由 300 億歐元減至 150 億，並已決定今年底前結束量寬，對於歐元區長短債的影響如何？

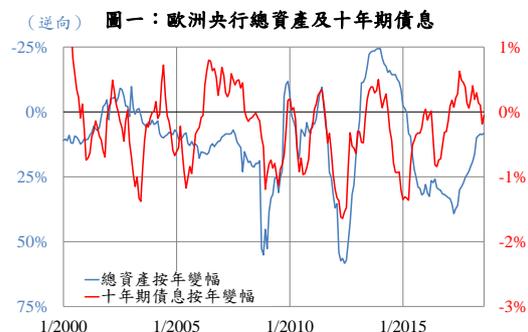
圖一比較 2000 年至今歐洲央行總資產及十年期債息的按年變幅，兩者走勢自 2006 年呈相反方向，反映十年期債息將逐步上升。不過，數據顯示兩者走勢未有先後，這可解釋為何十年期債息仍於低位整固。

圖二比較歐元區十年期債息及歐洲 STOXX 五十指數按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者一個月。在歐股未見明顯方向下，料十年期債息繼續整固。

至於短期債息方面，圖三比較央行總資產及兩年期債息的按年變幅，兩者自金融海嘯後呈相反方向。比較圖一，總資產跟兩年期債息的關係比跟十年期的較為密切，似乎兩年期債息較能反映停止量寬的影響。

至於基準利率方面，圖四分別顯示歐元區兩年期債息及基準利率的按年變幅，前者領先後者約三個月。暫時兩年期債息處於橫行狀態，縱使央行結束量寬將推高兩年債息，但似乎最快要到明年中才可帶動基準利率上升。

總括而言，歐洲央行今年底結束量寬將帶動長短債息逐步上升，但未有跡象顯示短期內將調高基準利率。



梁志麟

【五、匯市篇】

歐元兌英鎊料區間上落

上期提及到近期加元跑贏澳、紐元，數據顯示這個情況於未來三季將持續，但另一邊廂兩個主要歐幣——歐元及英鎊——的走勢卻大致相若，未來兩者會繼續並駕齊驅還是分道揚鑣？

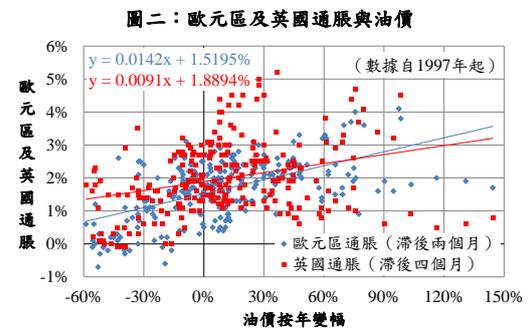
先從基本面看。圖一顯示歐元兌英鎊及歐元區跟英國的通脹差，兩者在金融海嘯後關係密切，後者領先前者約十三個月。近期兩國的通脹差由低位反彈，反映歐元兌英鎊可能先跌後回升。

近期油價造好，對歐元區通脹亦有較大的支持作用。圖二比較 1997 年至今歐元區及英國通脹與油價的按年變幅，迴歸系數顯示歐元區通脹對油價較為敏感，油價上升有助縮短兩者的通脹差。

圖三顯示歐元兌英鎊及歐元區跟英國就業人數按年變幅差，結果顯示兩者走勢呈正比，後者領先前者約六個月。暫時就業按年變幅差只是略高於 0%，反映歐元兌英鎊未有明顯方向。

總括而言，就業數據顯示歐元兌英鎊未有明顯方向，通脹亦只是反映匯價先跌後升，似乎後市上落格局為主。

不過技術上，歐元兌英鎊已跌穿今年 5 月起的上升通道，確定由 4 月低位 0.8620 的升浪於 0.91 見頂，匯價走勢跟 2017 年及 2018 年初相似，配合上述的基本因素，料後市有機會於 0.88 附近建立新的橫行通道。



梁志麟

【 六、商品篇 】

金屬探底銀可低吸

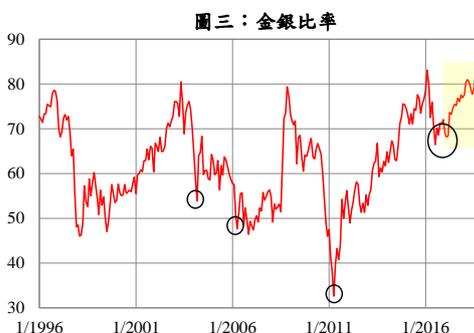
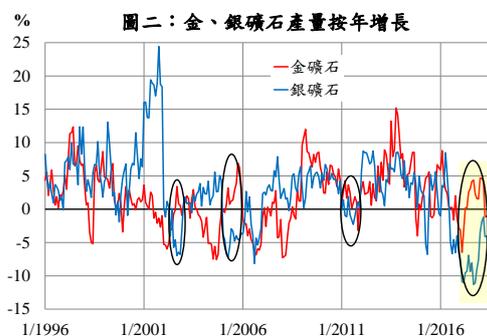
衡量各種商品回報的路透商品指數自2011年以來下跌，不過其跌勢在近兩年明顯放緩，並在低位喘定下來。商品價格是否將見底？哪些商品可趁低吸納？

從圖一顯示主要商品年初至今的走勢表現，可見一開始走勢相若，然而自5月起各自發展：原油類明顯跑出，布油近月表現凌厲；金屬表現相對較差，尤其是白銀價更一直下滑。那麼白銀目前適宜趁低吸納麼？

其實白銀投資價值與黃金相若，不過白銀的應用比黃金更廣泛。圖二可見，金礦石與銀礦石的產量按年增長整體走勢大部分時間相近，不過黃框可見兩者增長在近年出現明顯變化，銀礦石近年創有數據以來最大跌幅，可見供應緊張，相信將推升白銀價格。金礦石按年增長相對下較平穩，因此料金價上升空間有限。

再看圖三與圖二數字對應黑圈，可見以往黃金與白銀價格比例最低的時候，便是銀礦石按年增長遜於金礦石按年增長5%以上。然而近月這差幅高達一成，但圖三黃框顯示金銀比不跌反升，是因去年較多風險事件利好黃金。然而目前避險情緒處於低位，料金銀比應將反映基本面而見調整，相信白銀價格走勢將追落後。

圖四可見，白銀技術上將觸及中線支持，其三年低位13.68美元，因此料下行空間不多；RSI也顯示貼近超賣，料中線將見技術反彈，上試15.62美元。



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。