

# 交銀金融

2017 年 2 月號 第 104 期

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 美國工資增長溫和上升，生產力提高，經濟增長速度平穩
  - 二、樓市篇 • 美股看美樓或沒問題，但建屋數據卻已見稍為疲弱的跡象
  - 三、股市篇 • 縱使港股表現未如理想，但炒股不炒市，商品股有力再上
  - 四、利率篇 • 環球基準利率或見背馳，澳洲需要偏向寬鬆，英國偏收緊
  - 五、匯市篇 • 未來美元調整下商品貨幣將行先市場，加元更是當中焦點
  - 六、商品篇 • 通脹與油價關係遠高於金價，通脹轉慢，商品價格趨橫行
- 

主要國家經濟增長保持平穩約在 2% 左右，美國新政府雖然上任，但仍有較多具影響力的政策如減稅及基建還未落實。英國經濟依然比歐元區好，而日本經濟增長繼續見上行走勢。

香港樓價已再次升至 2015 年高位，但租金升勢較慢，距離 2015 年高位仍有一段距離。故此，預料樓價升勢雖仍穩，但租金上升動力不足或令樓價升勢稍放緩。

美股走勢仍強，但論升幅，1 月道指升不足 1%，小心道指出現調整至 19,600 點；相反，近月落後的港股及新興市場錄得不錯表現，留意資金是否由美國轉戰新興，料港股有力上試 23,800 點，國指 9,950 點。

本月美英澳紐先後議息，雖然市場預期基準利率維持不變，聯儲局維持 0.50 厘至 0.75 厘，歐洲央行維持零利率，而日本央行繼續 -0.10 厘。但值得留意各國議息聲明，尤其是英國經濟向好，中期或見有收緊貨幣政策的傾向。

由於特朗普未有公佈更深入的刺激經濟政策，加上短期內聯儲局未必會再加息，美元應會回落，美匯試 98，澳元 0.77 至 0.78，紐元 0.74，美元兌日圓 112 以下。

多國通脹急升下，普遍商品價格將續受惠，不過美元偏強卻將限制商品價格升幅。油、金目前仍呈背馳，料油先回 45-50 美元間，金則可上望 1,250 至 1,300 美元間。

【一、經濟篇】

工資增長助生產 美國經濟不太差

美國經濟增長在金融海嘯後一直維持在 2% 水平，新政府上任能否有效刺激經濟及突破該水平仍需時間觀察，此前可先觀察美國經濟增長的主要來源。

以美國國內生產總值元素來看，消費總額一直佔其最高比例，更見上升走勢，由三十年前的六成，增長至目前的七成。

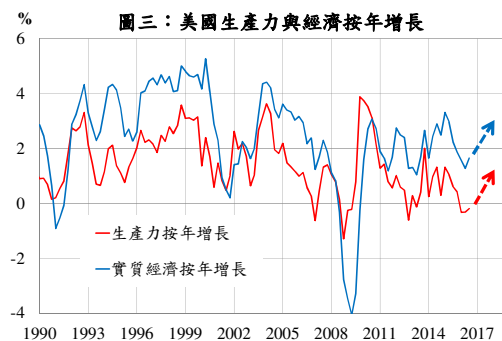
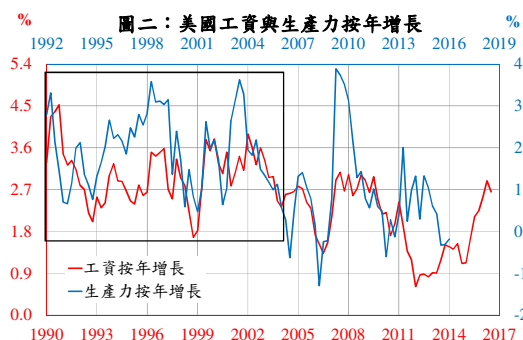
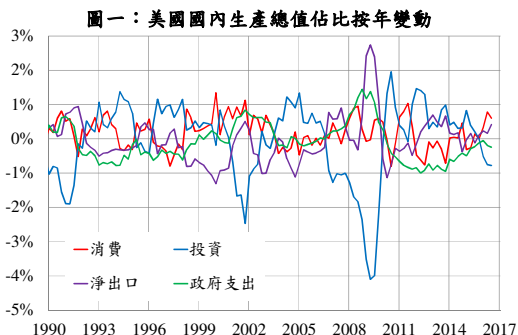
圖一顯示該佔比按年變動更不斷上升，增長速度更是在一眾元素裏為最快，可見消費是經濟增長的主要推動力。

然而，消費能力取決於勞工市場狀況。沒錯，美國失業率目前的確大幅回落至金融海嘯前的水平及維持穩定，表面上勞工市場看似健康。

不過，失業率低不代表工資也會見大幅改善。圖二可見雖然由於工資按年增長在近兩年回升，但整體水平仍難見突破 3%，估計消費力只見溫和上升。

然而工資增長同時影響生產力，兩者因關係時差約兩年半。圖二黑框可見美國生產力按年增長在九十年代一直保持平穩，不過在近八年一直大幅回落，更低於以前水平。雖然以兩者關係來看，可推測生產力未來兩年能見增長，但空間不大。

其實生產力上升表示在同樣的時間內，用同樣的人力創造更多的產品或服務，因此經濟財富和社會效益相對會上升，圖三顯示兩者走勢同升同跌，有著明顯的正比



關係。

再綜合圖二的推論放在圖三上看，在生產力按年增長於未來兩年可見 1.5% 升幅下，估計美國短期經濟增長也能見升幅，不過幅度仍難突破 2%。所以，無論特朗普會如何推出刺激經濟措施，按基本面看估計美國經濟增長速度至少與以往差不多。

【二、樓市篇】

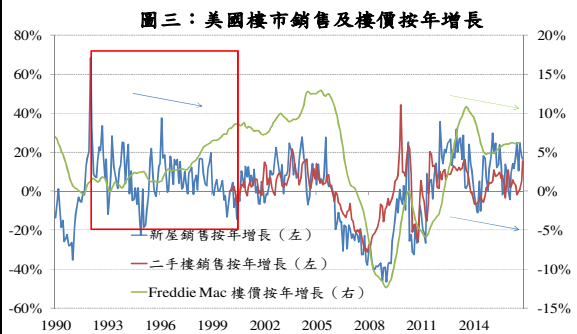
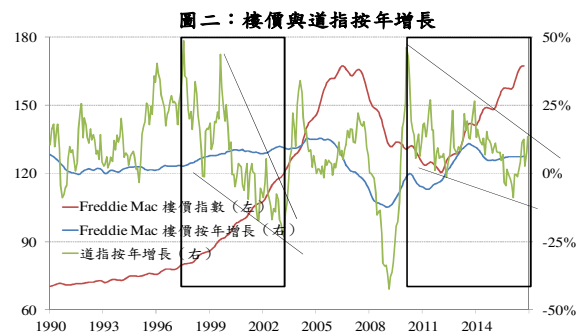
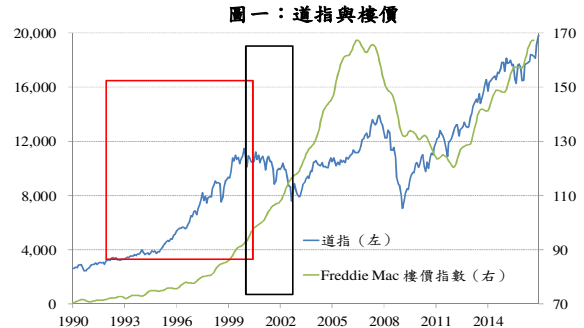
美國樓市仍有隱憂

經濟好買什麼？舉個例，美國經濟好之餘，又可免卻匯兌風險。而且，圖一見到，對比起道指已經升逾 2007 年金融海嘯前高位多時，但樓價卻仍只剛升至 2007 年高位。抵買嗎？或者。

自從特朗普上任後，坊間已盛傳道指會出現調整，更甚者會問：會否出現如 2000 年的中期調整？股市是升是跌不是本篇重點，重點是如果真的出現如 2000 年般的調整，樓市又會如何？圖一見到，就算股市在 2000 年回調（黑框），樓市亦未見跌勢。如果再以按年增長計算，圖二見到，1999 年至 2002 年道指按年增長已經下跌間（黑框），樓價按年增長與指數都仍然穩步向上。由是觀之，就算道指有得跌，也不代表美國樓價會跌。

話說回來，現在才問道指與樓價關係已經有點遲。回望圖二，道指按年增長早已於 2010 年起持續下滑，情況與 1999 至 2002 年相似。但如又何，樓價指數與其按年增長都持續向上。所以，看樓市強弱就不能只看股市走勢。

看樓市，除了由資產市場（如上文的股市）角度去判斷外，最直接就看看其基本因素，當中其銷售量是一大指標。看看圖三，近廿多年來，無論是新屋銷售或二手樓銷售，其走向大都與樓價的按年增長同向。但留意一點，現時新屋銷售及二手樓銷售的按年增長趨勢都下滑。雖然與 1990 年代（紅框）相似，但看清楚，當時樓價按年增長正



在上升中，反之現時樓價按年增長未見穩定的升浪。

總括而言，現時美國樓價形勢頗為複雜。以股市看樓市，問題不大，但以樓市銷售數據判斷後去向，情況又未如想像中樂觀。這次樓市升浪何時完？不知，但既然不是所有指標都預示會升，那就要小心了。

劉振業

【三、股市篇】

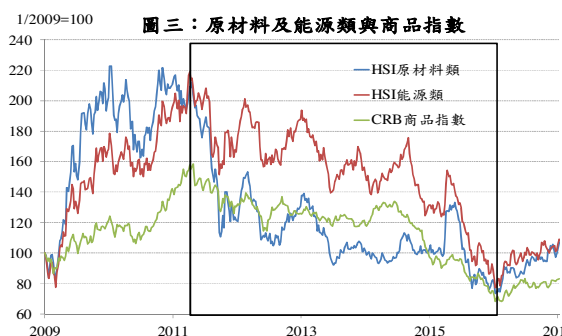
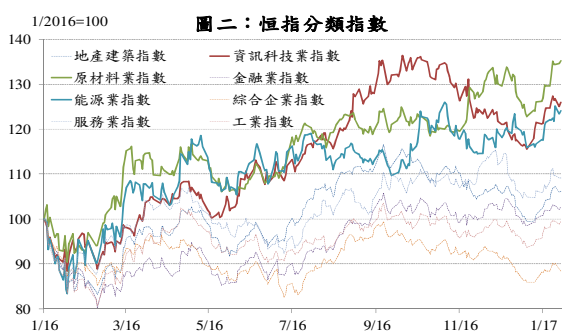
炒股不炒市 商品股大爆發

今年開始，恒指又在 22,000 至 24,000 點浮沉，大家都好像已習慣恒指處於這個水平。無他，自身與外圍經濟前景未明，要升確實有難度。圖一見到去年恒指於英國脫歐公投後確實給予大家期望，但到頭來又是一條蟲。

不過，近年大家都亦習慣了炒股不炒市。圖一見到去年恒指埋單計只升 3% 左右，對比美國道指的一成半實在微不足道。然而，只要你識買，要跑贏恒指又不是太有難度。圖二見到，去年一眾板塊上，大部份埋單計的升幅都只與恒指差不多，而與道指有得比的只有三類板塊，一是升三成半的原材料類，二是兩成半的資訊科技，三是能源類的兩成四，這三個板塊都足足跑贏道指成條街。

這幾年資訊科技股一向都熱炒，相信不用多解釋，反之原材料及能源類等商品相關板塊確實驚人。看看圖三，這類板塊一向都與 CRB 商品指數同升同跌。如果大家相信去年油價已跌得夠殘而今年仍有得升的話，今年資源股要再跑贏其他類別不難。

最後，筆者亦想順帶一提地產板塊。去年底至今大家熱炒特朗普經濟學，經濟上，通脹上，炒加息是主題。其實遠至 2011 年美元見底炒上時，市場都已開始炒經濟復蘇到收水再至加息。不過，附表見到無論是 2011 年美匯見底開始或 2014 年 5 月美匯急抽至今年 1 月 23 日，地產類表現都相對不俗。美國加息利淡地產股嗎？不然吧。



美元強勢下眾板塊表現

6/5/2011 – 23/1/2017		9/5/2014 – 23/1/2017	
資訊科技	184%	資訊科技	69.2%
<b>地產</b>	<b>-1.7%</b>	原材料	14.8%
綜合企業	-6.3%	<b>地產</b>	<b>14.1%</b>
金融業	-9.2%	工業	7.7%
服務業	-29.2%	金融業	5.5%
工業	-35.7%	綜合企業	-11.8%
能源業	-45.7%	能源業	-26.3%
原材料	-46.3%	服務業	-35.8%

劉振業

## 【 四、利率篇 】

## 貨幣政策或背馳 澳洲寬鬆英收緊

過往幾個月市場焦點一直放在美國加息預期上，然而踏入2月，英國，澳洲及紐西蘭也將先後議息，環球貨幣政策走勢短期內會出現分背馳嗎？

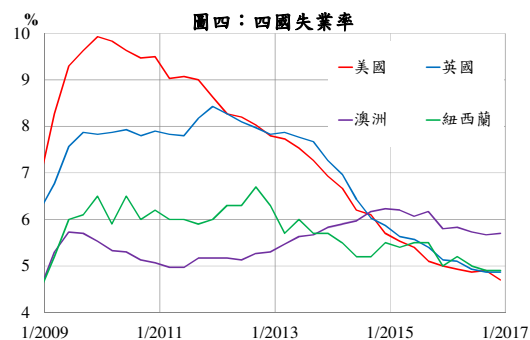
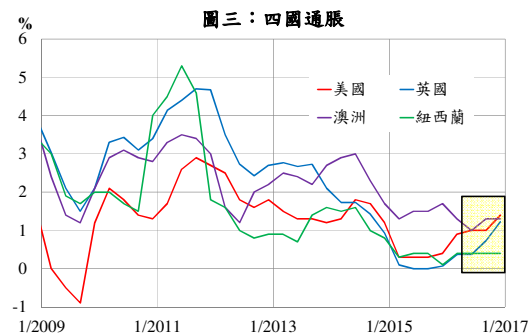
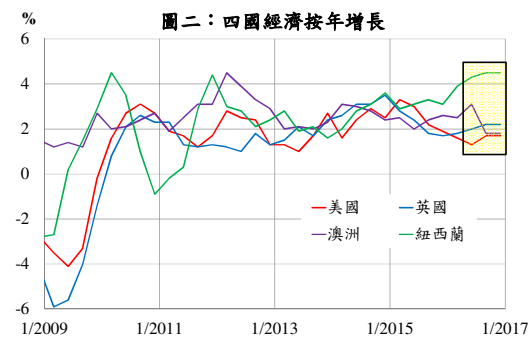
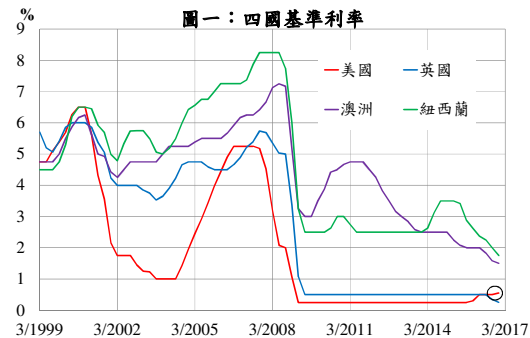
雖然國家的基準利率調整主要視乎國家本身的經濟情況而決定，然而整體來說，圖一可見其實四國的基準利率走勢大致上是一致。不過英、澳、紐在近年都下調基準利率，只有美國踏入加息週期。

再觀看這四國的經濟按年增長，圖二顯示其實在過往五年內大部份主要國家波幅尚算穩定，維持3%以內，而除了澳洲，其餘三國的經濟增長在去年呈上升趨勢(黃框部份)，其中紐西蘭及英國表現更為突出，勝於美國。

然而通脹方面，圖三可見四國整體走勢本來大致相同，不過自去年開始，黃框可見英國通脹追上美國水平，而澳紐通脹卻維持低位及停滯。

勞工市場方面，圖四可見，基本上主要國家在金融海嘯後的失業率已經一直下降，除了澳洲失業率高於金融海嘯時期。澳洲礦業繁榮期已過，取而代之是服務業，職業結構改變與勞動力技能不配下，失業率難以改善。

綜合以上，可見澳洲貨幣政策在來年有偏向寬鬆的需要，然而其他主要國家，尤其是英國，經濟增長上升、通脹急升及勞工市場造好下，貨幣政策將偏向收緊。



袁沛儀

【五、匯市篇】

美元將回調 加元有前景

近月匯市狂炒特朗普經濟學，而這概念往年一直都圍繞市場，圖一見到由2011年起美元與美股一直走上，2015年則齊整固。亦即是，經濟好，利美股；炒加息，利美元。

但留意了，1月中特朗普在一個採訪中曾表示美元過強，及後美元持續回落。留意一點，市場一直認為特朗普的經濟政策會刺激美元向上，但細想想，特朗普對其經濟政策有沒有發表過更深入的内容？沒有。加上上半年在歐洲政治局勢動盪下聯儲局亦難加息，小心美元短期內續跌。

如是者，大家要留意一眾貨幣有機會反彈。表一見到，由去年特朗普當選後至1月27日的G7貨幣中以商品貨幣走勢較佳，排第一是加元，第二是英鎊，第三是紐元。無他，剛才已講過，今年歐洲局勢或較動盪，而商品大國如紐西蘭去年底已聲稱短期內不再減息，所以商品貨幣較強勢是有其道理。

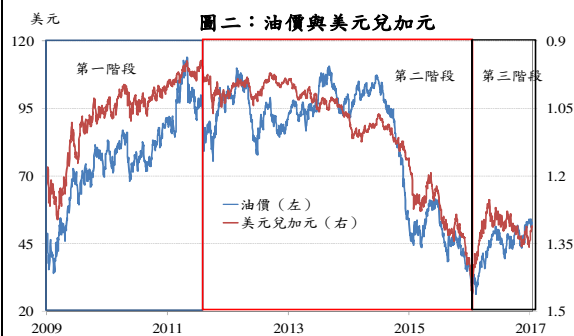
另外要留意加元走向。去年當美元持續走強下，油價都一路走上，加上去年底油組達成減產協議，利好油價走強。圖二見到，金融海嘯後油價與加元都維持同向關係。如果今年上半年市場仍對減產消息有正面反應。無論美元強與弱，油價都應可上行，到時加元都會一同強勢。

最後留意一點，去年1月油價低迷時，央行曾指低油價會影響加國經濟。然而，油價反彈後，年底央行對加國經濟的態度又轉正面。試想想，如果油續上，加國央行會有什麼反應呢？對加元正面影響不言而喻。



表一：去年11月特朗普當選後至27/1/17

加元	2.1%
英鎊	1.2%
紐元	-1.0%
澳元	-2.3%
瑞郎	-2.6%
歐元	-3.4%
日圓	-9.4%



表二：去年1月及12月加拿大議息聲明

1/2016	Prices for oil and other commodities have declined further and this represents a setback for the Canadian economy.
12/2016	Following a very weak first half of 2016, growth in the third quarter rebounded strongly, but more moderate growth is anticipated in the fourth quarter. Consumption growth was robust in the third quarter,

劉振業

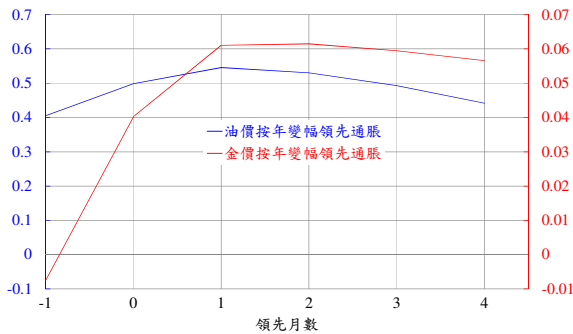
【六、商品篇】

通脹將轉慢 油較金價硬

以最新的CPI通脹計，美國的已升至2.1%，德、英亦緊隨其後，分別達1.7%和1.6%；即使日本亦已擺脫通縮，見0.5%。

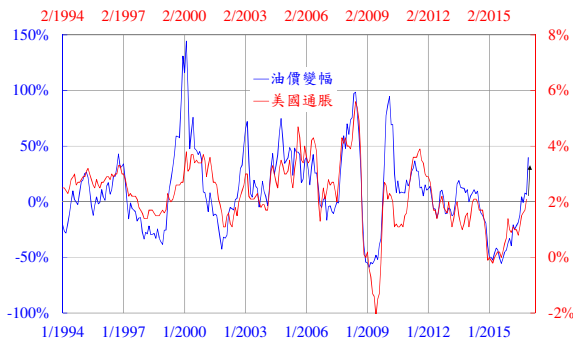
通脹火頭四處現，原因固然拜資源價格尤油價從低位大幅攀升所賜。油價直接計入CPI，而黃金本身因供應有限，是抵抗紙幣貶值的上佳選擇。理論上，油價帶動通脹，通脹則帶動金價。但實際上又是否如此？

圖一：油、金價按年變幅與美國通脹相關系數



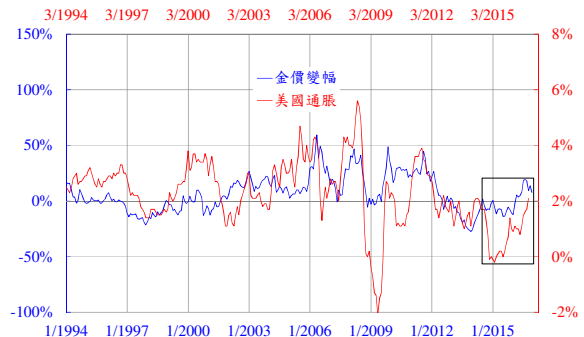
圖一計算油價和金價按年變幅與美國通脹的相關系數，可見油價與通脹的關係遠高於金價（約10:1）；但更重要的，是通脹其實是滯後而非領先於油、金二價。不過，反過來說，通脹上升會帶動通脹預期也升，這會刺激資金炒起商品價格。故有可能是：商品價格先行反映將會上升的通脹，故儘管通脹是因，但計算上它卻滯後而非領先。

圖二：美國通脹與油價按年變幅



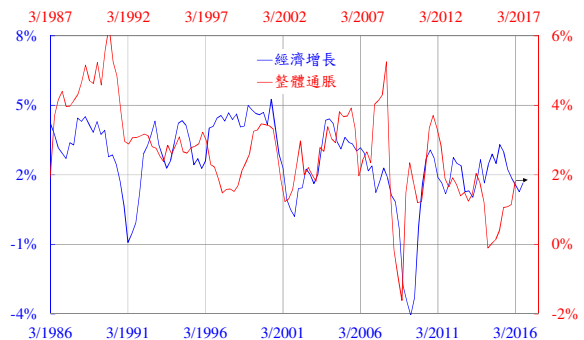
圖二比較油價變幅與滯後的通脹，可見未來通脹應會急抽，而這對油價會有正反饋作用，推升油價。至於金價，圖三見到近年與通脹的關係疏離了不小，反饋未必明顯。由是觀之，一如當前般通脹帶動為主的話，對油價的刺激應大於金價；而事實上，近期金價確在低位浮沉，油價卻在高位徘徊。

圖三：美國通脹與金價按年變幅



要測商品價格前景，看來要先測通脹。在沒有資源樽頸情況（如1970年代般）下，通脹一般由需求主導。換言之，經濟好壞對通脹有方向啓示。將美國GDP與CPI按年變幅如圖一般計時差，得通脹滯後四季。

圖四：美國經濟增長與通脹



按這軌跡，通脹雖或仍升，但動力應將減慢下來。這即是說，油、金二價按年升幅亦將放緩。圖表上看，本月油價介乎45至57美元，而金價則1,130至1,310美元。

羅家聰

**【 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。