

交銀金融

2017年3月號 第105期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 美國通脹雖上，但消費類通脹呆滯，經濟強弱需時間證明

 - 二、樓市篇 • 多國樓價升溫，但澳洲放緩，遏抑需求比增加供應更有效

 - 三、股市篇 • 英國脫歐在即，料只出現短暫震盪，後市繼續隨美股向好

 - 四、利率篇 • 澳洲就業充滿不確定性，零售業低迷，央行仍將維持低息

 - 五、匯市篇 • 日圓兌加元現明顯艾略特波浪走勢，料短線見第三浪下降

 - 六、商品篇 • 油金雖可短線看好，但眾商品中仍有暴跌和欠因素支持者
-

美國、歐洲、英國及日本於近月均上調經濟增長預測，反之澳洲及紐西蘭則稍調低今年經濟增長的預估，這或暗示鄰近亞太地區的澳洲及紐西蘭有機會受到亞洲經濟增長放緩而受到牽連，而這亦會影響年內不同央行的貨幣政策決定。

全港私人住宅售價指數重拾上升走勢，更升破2015年高位，料本月走勢繼續上揚，然而住宅租金指數雖然也拾上升走勢但升勢較慢，料短期內上試2015年9月高位。

英國在本月將進行脫歐程序，參照去年脫歐公投當日及後市走勢，料英國股市也只出現短暫震盪，然而後市走勢繼續隨美股方向上試7,340點，反而歐洲股市表現會遜於英國股市，料歐盟STOXX五十指數下試3,200點。

3月一眾大國央行將議息，澳洲儲備銀行於1月未放風減息，在經濟形勢穩定下，今個月央行未必會暗示減息。歐洲央行亦要留意在歐洲政局不穩下可能會發放鴿派訊號，而聯儲局多個官員在上月底及本月初大吹加息風下，**本月加息機會頗大。**

全球等待美國新政府推出有關稅改及基建計劃細節，美匯指數在101附近呈膠著局面。3月歐洲及英國政治風險較高，料避險貨幣造好，美元兌日圓下試111.60。

鑒於過去一年油價上升帶動的滯後通脹效應料仍於未來數月持續，這會反過來刺激商品價格再上。料油價上試60美元之前年密集區，金價上試1,300美元之下降軌頂。

【一、經濟篇】

通脹雖正爆上 消費類仍落後

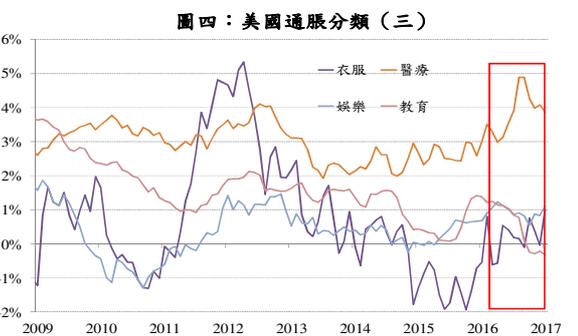
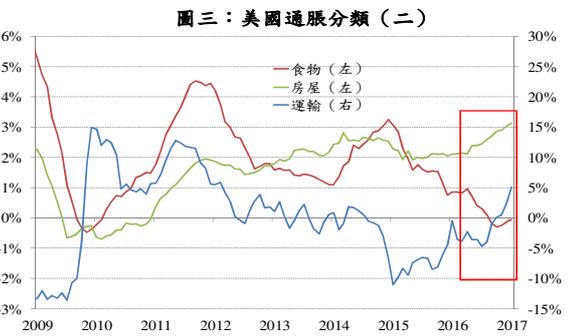
美國按年通脹達 2.5%，比起去年 1 月的 1.4% 高出甚多，而歐元區現時按年通脹亦達 1.8%，高過去年 1 月的 0.3%，日本亦有同樣情況出現，似乎環球通脹正在升溫。

通脹向上有多個原因，簡單而言就是由實體經濟或油價帶動。看看圖一，美國按年總體通脹由 2015 年開始回升，核心通脹亦然。不過，去年至今，核心通脹已經橫行，但總體通脹仍升，什麼原因？油價作怪吧。

當然，筆者並不排除美國核心通脹可以再上，但在下已經講過，美國經濟增長，尤其是勞工市場已經放緩，當中以零售市場更為明顯下，核心通脹可以再上？看看吧。

上述結果在通脹分類上都可得出類似結論。在圖二的耐用品及非耐品分類上，可以見到後者與能源類通脹同升同跌，但耐用品就不然。代表什麼呢？結論與圖一一樣，現時通脹主要由油價帶動。

當然，筆者亦不是指美國經濟增長很差，只是提醒大家近月通脹的爆上也不一定代表美國經濟核心如消費類表現很好。圖三見到頭三個於計算通脹上比重最大的分類上，運輸與房屋類通脹確升，但食物類處於通縮。圖四就見到其他分類通脹上（佔比較低），消費類別如衣服及娛樂等通脹也是處於低水平，這在圖三及圖週四的紅框內，即整體通脹向上而核心通脹橫行間（圖一），都見消費類通脹表現不算突出。如斯情況下，現時美國通脹向上能代表其經濟很好？穩定就是了，但難言很好吧。



劉振業

【 二、樓市篇 】

澳洲調控樓價 過需求較有效

全球樓市升溫，觀看主要發達經濟體，圖一可見澳洲樓市走勢在 2015 年中明顯放緩，有指這是受惠於低貸款率，但這情況真的如此？

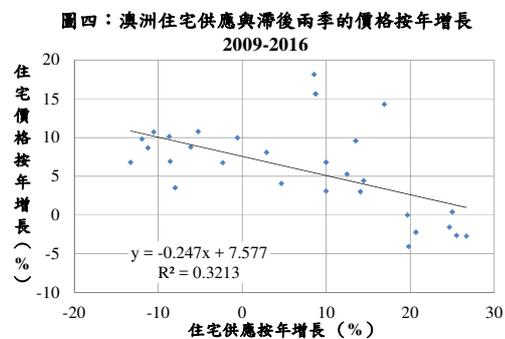
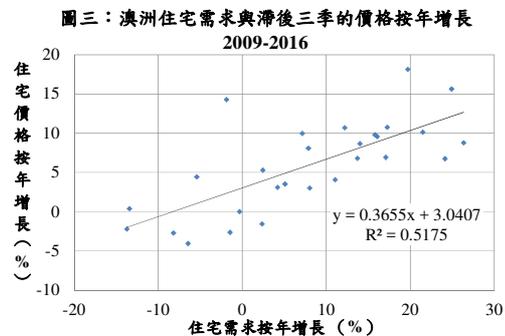
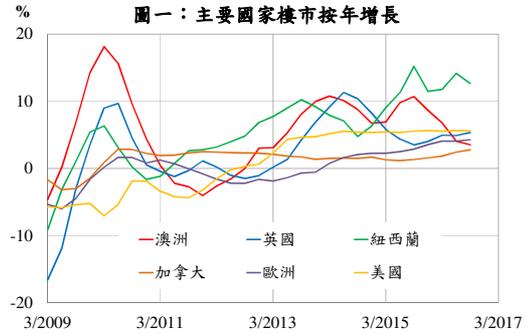
圖二可見貸款率按年變動與住宅價格按年增長呈正比及先後關係，不過貸款率走勢是隨著兩個季度前的住宅價格走勢。換言之，貸款率不是影響樓價的因素，反而是樓價影響貸款率。

其實澳洲政府為了打擊樓市，近年積極推行雙辣招，向海外買家徵收申請費及收緊海外投資者買樓限制，打擊大量外國投資者，不過這走勢似乎難以延續。

用供求角度來看，政府推出的辣招內容旨在從需求方面入手，希望遏抑需求從而拉低樓價。房貸按年增長能反映市場對房屋需求，從圖三可見住宅價格按年增長與房貸按年增長關係其實偏高，不過價格滯後需求三季。

然而，若觀察住宅價格與供應關係，圖四可見住宅價格按年增長與建築落成量按年增長除了成反比關係外，相比需求，供應與價格的相關係數較大，而價格滯後供應兩季。

由此可見，若然政府想快速令樓價回落，鼓勵地產及發展商增加房屋供應能更快見效，但長遠來說，遏抑需求才是改善樓價比較有效的方法。



袁沛儀

【 三、股市篇 】

英國脫歐在即 股市短線震盪

踏入3月，市場焦點放在英國能否順利啟動脫歐程序、荷蘭大選及法國初選選情。一連串風險事件將會為歐洲股市帶來什麼影響？

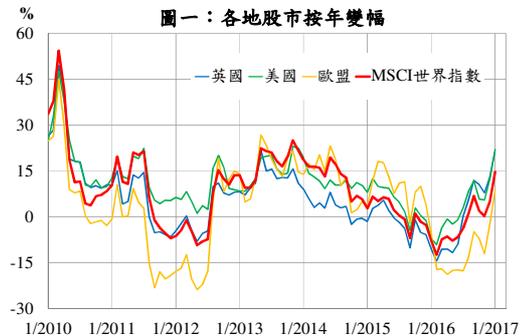
圖一可見各地股市自金融海嘯後走勢大致相同，然而於2016年開始，主要股市衝高，圖一顯示全球股市按年增長更達一成半。美股道指按年增長自去年一直領先，不過英國縱在去年經歷脫歐公投，但富時一百指數按年增長自去年9月開始超越美股。

細看英股，參照去年公投脫歐當日及後市走勢，圖二紅圈可見富時一百指數當日急挫，不過一日後隨即反彈，收市更高於公投前，隨後也重拾上升軌，這反映英國前景其實並非如報道般劣。

然而圖二藍圈可見，歐盟STOXX五十指數當日也同步大跌及一日後反彈，不過唯一不同的是收市卻低於英國公投前，其隨後的上升力度也不及英國。

板塊方面，觀看佔兩地股市比重較大的銀行股，圖三可見英國富時銀行指數走勢優於歐元區銀行指數，縱使英國舉行公投意外脫歐，但股市反映歐元區受更大打擊。

年初至今，由於德國銀行受美國要求支付巨額罰款，市場看淡歐洲銀行業前景，圖三箭嘴顯示英歐兩地股市走勢開始出現明顯背馳。其實英國銀行體系整體比歐元區強，多間歐洲銀行尤其是意大利，正面對不



良貸款率高、盈利難以改善、衍生產品風險過高、壞賬處理能力弱以及政府債務拖累等問題，可見歐元區銀行壓力測試結果也較英國差，其銀行股表現自然較差。

綜合以上初步推斷，加上英國經濟基本面良好，若3月能順利啟動脫歐程序，估計該股市頂多出現短線震盪，而後市依然跟隨美股走勢向好。不過中長線會否出現大逆轉，真的要看文翠珊和各歐盟成員國協商進展是否樂觀才能定奪。

袁沛儀

【 四、利率篇 】

澳洲零售業不穩 貨幣政策仍寬鬆

今年年初市場都估澳洲儲備銀行或會發放減息信號。先看看圖一，澳洲失業率由2010年開始回升，澳洲儲備銀行就於稍後時間減息，故見到減息的其中一個理由就是就業市場不振。然而，現時澳洲失業率已由2014年高位6.3%回落，表面看似沒理由再炒減息，但實情是，澳洲經濟仍然不穩。

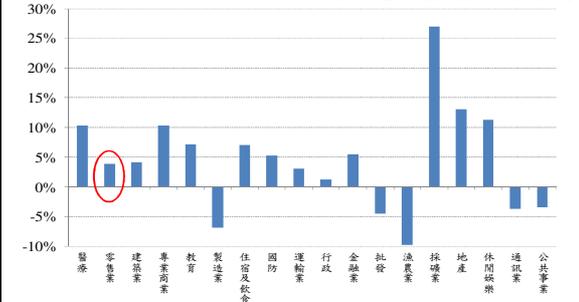
澳洲一向是商品大國，但自2013年阿博特政府執政時就開始計劃經濟轉型，積極發展房屋、零售業等行業。以零售業為例(全澳第二大行業，以就業人口計)，當2010年澳洲減息後至2014年10月(失業率第一個頂)，對比其他行業，零售業就業人數增長並不顯著(見圖二，左至右由行業的就業人口排序)。而更重要的是，圖三見到2014年10月至今，就算失業率持續回落，零售業的就業人數亦一同回軟，跟其他主要行業的就業人數上升大相徑庭。

經濟轉型不是一朝一夕之事，而且近年商品價格極之波動，令澳洲等商品大國經濟更為起伏，零售業市道仍然不振可能已經成為澳洲儲備銀行減息與否的重要因素。

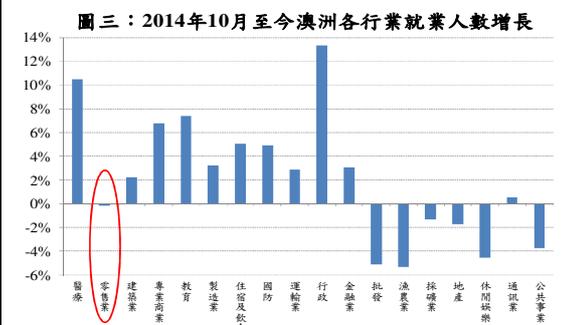
此外，圖一見到在第二階段失業率回落下，央行仍然減息，這或許與商品價格大跌有關(見圖四)。筆者估計，若果商品價格回穩，澳洲再減息的機會確會較低。但商品價格升得了嗎？有點難度，起碼美國年內將加息幾次下，美元較強勢會限制商品價格升幅。更重要的是，新興市場經濟增長仍放緩下，商品需求會好強？未必了，故此市場翻炒澳洲儲備銀行再減息也不是沒有理由。



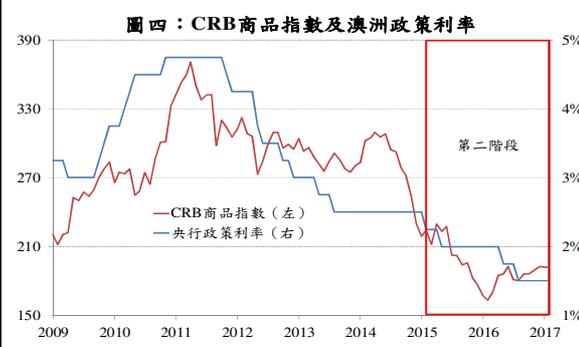
圖一：澳洲失業率及政策利率



圖二：2010年12月至2014年10月澳洲各行業就業人數增長



圖三：2014年10月至今澳洲各行業就業人數增長



圖四：CRB商品指數及澳洲政策利率

劉振業

【五、匯市篇】

匯市靜局下的機遇

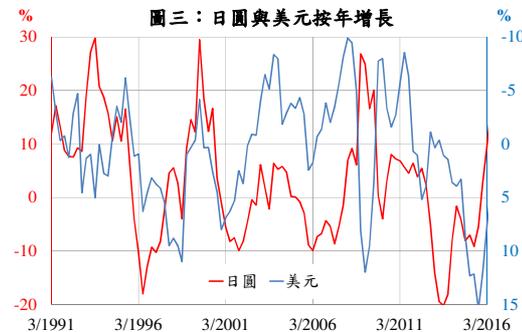
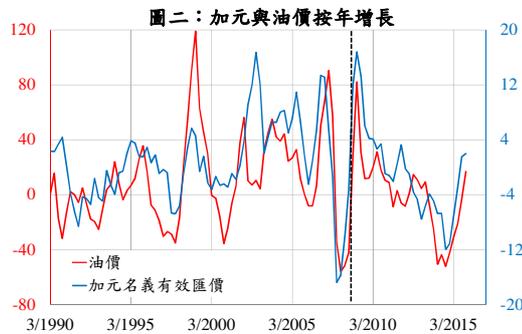
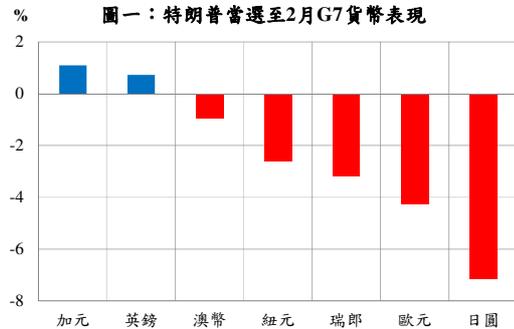
近月匯市主題圍繞著特朗普新政及加息步伐。美國新政府上任剛滿一個月，雖然積極推出多項行政命令，但最具影響力的減稅政策細節未明，而基建計劃更推遲至2018才推出，加息預期沒大變動下，匯市直盤基本上呈膠著狀態。要在這麼靜局下找機遇，不妨留意一些與美元關係較低的貨幣兌美元關係較高的貨幣做交叉盤。

首先圖一可見，特朗普當選初期，美元受市場憧憬其刺激政策而上揚，因此除了加元及英鎊，其餘G7貨幣表現回軟。不過市場似乎對特朗普新政過分樂觀，目前美元乏力再上，美元中線後向如何市場仍在觀望中，此時或可多加留意加元。

相比美元，加元與油價關係更高，圖二可見，加元名義有效利率按年增長與油價按年增長呈明顯正比關係，然而兩者關係自金融海嘯後更強。受油組落力實行減產，市場憧憬油價向好，短線看好加元走勢上揚。

與美元關係較高的貨幣如日圓，圖三顯示美元與日圓名義有效匯率按年增長呈明顯反比關係，可見日圓走勢主要受美元影響多於自身經濟狀況及貨幣政策變動。

那麼綜合以上，再觀看日圓兌加元交叉盤，圖四可見該走勢自12月初呈明顯艾略特波浪走勢。根據該基本理論可見五浪上升，然後三浪下降，由此推斷每百日圓兌加元短線見回落，料下試1.14。



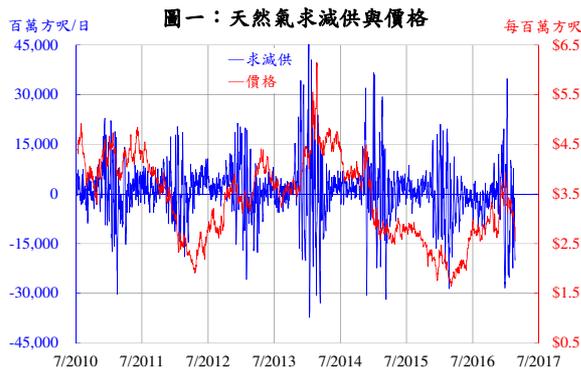
袁沛儀

【六、商品篇】

有些商品跌不少 供求技術皆不妙

油價、金屬價格（貴賤皆然）普遍在2015年尾、2016年初已見底回升。黃豆、咖啡、糖和棉花價亦差不多同期見底回升。不過，仍有幾類商品價格週期偏離大市。

油價雖已較低位高逾一倍，但同屬能源的天然氣價卻自過年後暴跌至今，高位計起累跌四成。圖一顯示天然氣每日的求減供，可見整體趨勢不明，儘管近期稍遜。單以此似乎不足以解釋近期價格暴跌，而坊間認為近期天氣偏暖、取暖需求減來作解釋。技術上看，若穿2.5元則起碼再跌至2.0元。



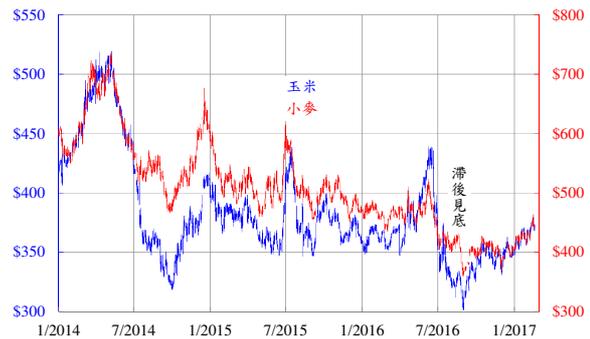
另一近期暴跌的商品是可可。跌市其實已半年了，累積跌幅也四成，近期才喘定。可可未見全球消耗數字，而從圖二的年產量增幅所見，產量增幅反而因應價格而變。



可可價的圖表相當惡劣，再破而下者，支持位在1,400美元，較現水平再低三成。

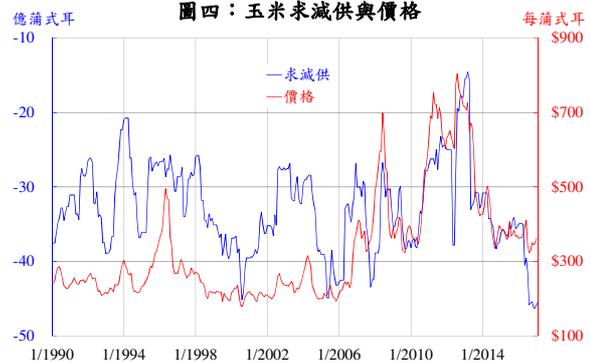
暴跌的商品雖然不多，但其餘的也不是全部皆於2015年尾、2016年初見底回升。農產品中最主要的二員——玉米和小麥，如圖三所見低位便遲至去年第三季才出現。

圖三：玉米與小麥價格



較諸上述的其他商品，玉米價格是較受供求關係所影響的。圖四顯示玉米的求減供和價格，可見呈現應有的正比關係。其實，近期供過於求程度為有紀錄以來最勁，較諸2000和2005年更甚。照計玉米價早應重返200餘元的十多年前水平，但現在尚未。

圖四：玉米求減供與價格



今文所見，一些近期暴跌的商品，技術走勢仍甚惡劣；而滯後見底的玉米卻仍嚴重供過於求。其實，較主流的油價、貴金屬價近期升勢亦見疲態。多國核心通脹不高下，食品和能源等非核心通脹又可偏離多久？目前商品價格上升的「通脹概念」又可續炒多久？大眾商品不跟，單單油價升得幾遠？

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。