

交銀金融

2017 年 5 月號 第 107 期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 美國內需見改善，日本外貿增長升，美日經濟前景不太弱

 - 二、樓市篇 • 英國樓市升勢似放緩，數據不如想像強，乾升市若隱若現

 - 三、股市篇 • 美股估值高，但仍有上升空間，若投資低風險可考慮港股

 - 四、利率篇 • 美國十年長債息走勢視乎核心通脹，後者穩定前者料難飆

 - 五、匯市篇 • 眾貨幣已臨關鍵水平，5 月美匯或穿位而下，英鎊看高一線

 - 六、商品篇 • 金屬表現勝原油，黃金與白銀比率或下滑，料白銀升勢強
-

全球經濟增長步伐加快，然而美國受制於刺激經濟措施比預計慢，但在內需支持下見小幅上升。新興經濟體如俄羅斯等在商品價格緩慢復蘇下，料經濟增長仍然偏低。

本港樓價再創高位，完全不受美國聯儲局加息影響。再加上聯儲局未如市場預期般加快加息步伐，在樓市尚未十分擔憂美國加息的影響下，料本月走勢仍可穩步上揚。

美股受多家大型企業公佈業績利好走勢，不過目前嚴重超買，料道指上試 21,170 點後升勢放緩。港股受外圍因素氣氛影響呈升勢，料試穿近期阻力 24,660 點，國指上試 10,500 點。A 股當前估值不高，估計短線吸引投資者入市，料上試 3,480 點。

隨着聯儲局說法漸見清晰，市場概已認定今年 3、6、9 月各加 $\frac{1}{4}$ 厘，12 月開始縮表。我們的看法與市場一致。其餘三大非美幣體今年難言縮表，即使加息亦最快要待年底。不過在通脹確在升溫下，三大央行年內收慢甚至停止量寬的可能性，卻是相當高的。

雖然聯儲局可能於 6 月加息，但由於時距仍遠，根據近年加息可見，加息前一個月才會推升美元。在此之前，美元走勢可能仍然較疲弱。美匯於 5 月可能會跌穿上升通道，最差試低至 93.95，歐元或上試 1.1050，而英鎊則上試 1.31。

金屬價格表現較好，尤其是黃金及白銀在全球局勢不穩下將繼續造好，料分別上試 1,310 美元及 18.50 美元；然而油價在美國原油存庫一直高企下走軟，料下試 48 美元。

【一、經濟篇】

內需外貿見改善 美日經濟見好轉

近月主要發達經濟體如美、歐、日等，紛紛有央行官員發出傾向收緊貨幣政策的信號。與此同時，國基會剛上調今年全球經濟增長預測至 3.5%。那麼全球哪些經濟體表現較出眾？

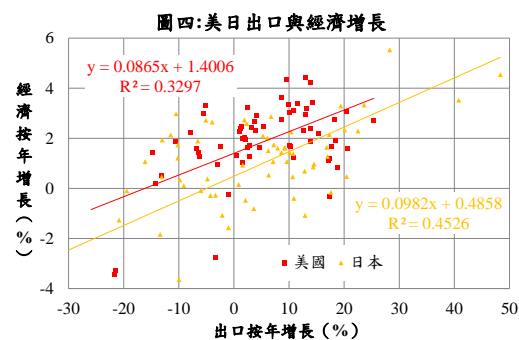
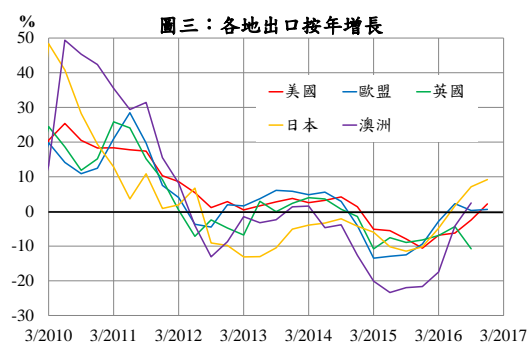
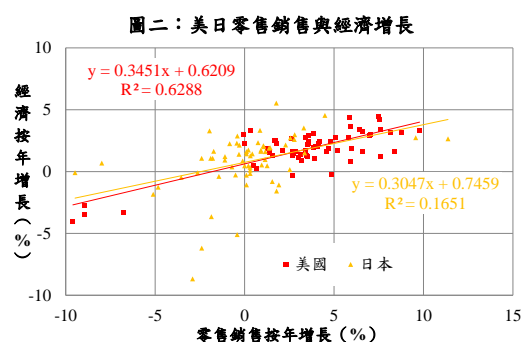
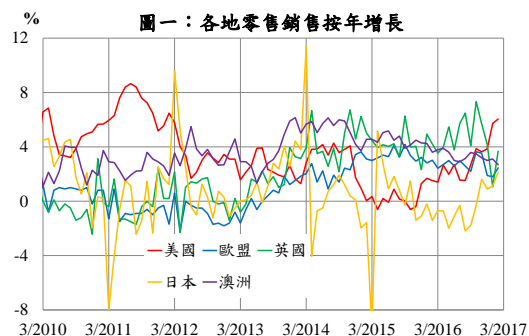
先觀察各地內需。圖一顯示主要經濟體的零售銷售按年增長，歐盟、英國及澳洲保持平穩，雖然美國及日本表現分別為最佳及最差，但兩者均在近年呈升勢。

從圖二可見美國及日本的零售銷售與經濟增長呈正比，同時由於個人消費佔美國 GDP 約七成而日本才五成半，相比下，美國經濟比日本較依賴零售銷售。在內需改善下，料美國經濟增長將持續上升。

再看外貿情況。圖三可見主要經濟體出口按年增長在金融海嘯後持續放緩，不過自 2015 起重拾升勢，除了英國，其他國家出口按年均見增長，當中日本表現最佳。出口造好抵銷圖一顯示較為疲軟的國內消費。

然而圖四可見，美國及日本的出口與經濟增長成正比，相比下，日本經濟比美國更依賴出口。其實日本經濟已經連續第四季出口見增長，估計將穩健擴張，因此也可見日本央行上調了經濟預測，短線也沒有擴大貨幣刺激措施的必要。

綜合以上可見，在內需及外貿增長表現各有優勢下，料美國及日本經濟增長在主要經濟體中較為出眾。



袁沛儀

【二、樓市篇】

英樓市數據轉弱 乾升市小心為上

經過多年放水潮谷起了全球資產價格，樓價仍甚為強勢，當中如香港樓價仍在坐直昇機。於是，不少人都想去他國買樓，其中一個就是英國。

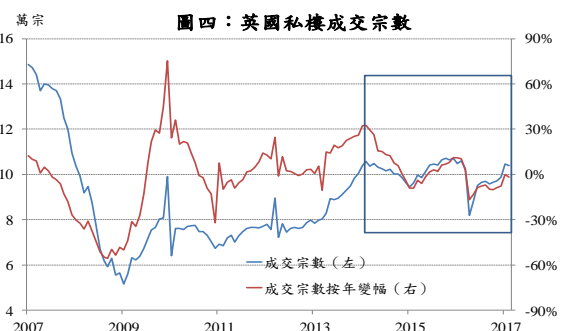
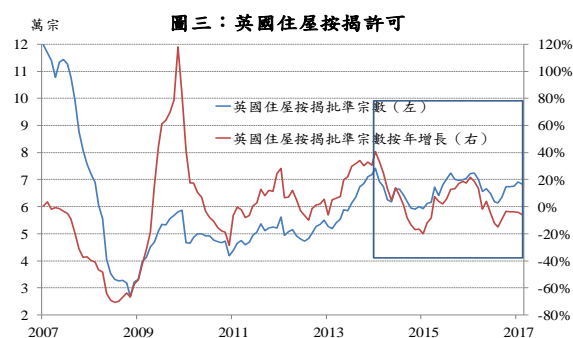
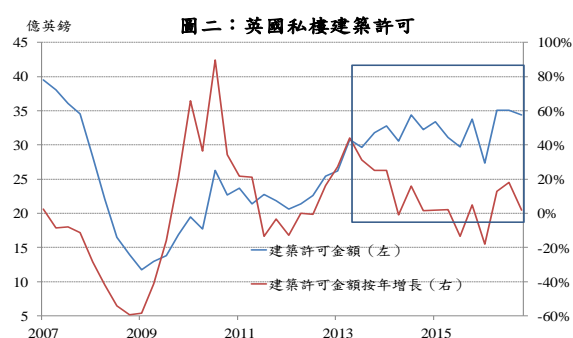
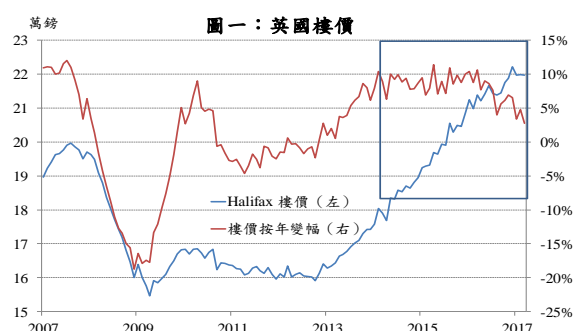
先不論英鎊貶值會否影響回報，但英國樓真的抵買嗎？先看圖一，圖中見到英國樓價由2013年起確實持續向上，但按年升幅已在2015年前後見頂，今年初更見放緩，故需多加留意。

樓價升幅開始變得無力，可由最基本的建築許可開始看。圖二見到，建築許可金額雖一直向上，但同樣地，2014年開始每年都只有約35億鎊的建築許可批出金額，按年計更已在去年底及今年初跌至收縮，情況不太樂觀。

建築許可反映未來建屋供應，那需求又如何？先看看住屋按揭的批核情況。同樣地，整體數字由2013年中起都在下跌，按年計由去年底起亦已收縮。而更重要的是，上月筆者已於本欄寫過香港樓市正呈乾升形態，樓價高但成交量每況愈下。

而圖四見到，英國私樓的成交宗數於2013年中起都持續向下，按年計於去年中亦已收縮。樓價有得升但成交不配合代表什麼？又是乾升。

股市一直炒上至乾升階段，通常都是升市尾段。要炒英國樓的朋友，就不要掉以輕心了。



劉振業

【 三、股市篇 】

美股表現勝歐港 投資港股風險低

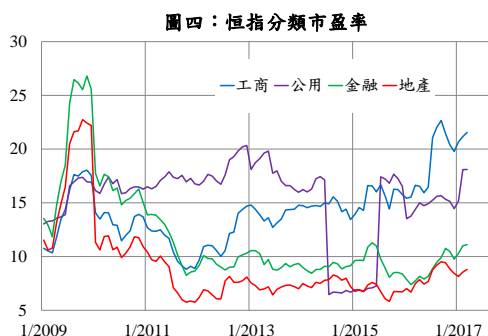
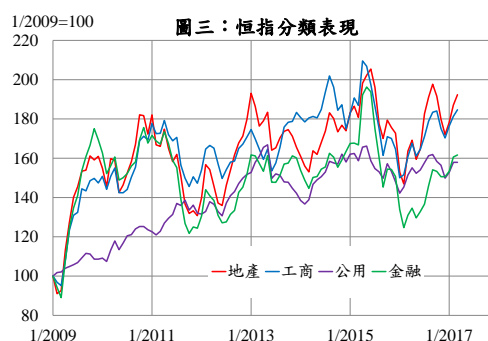
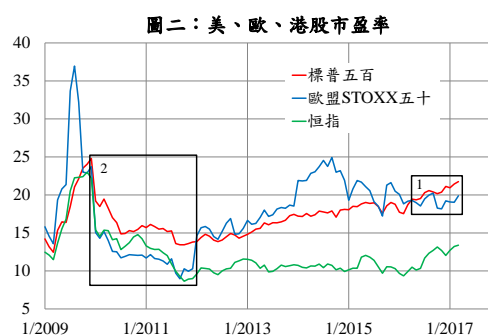
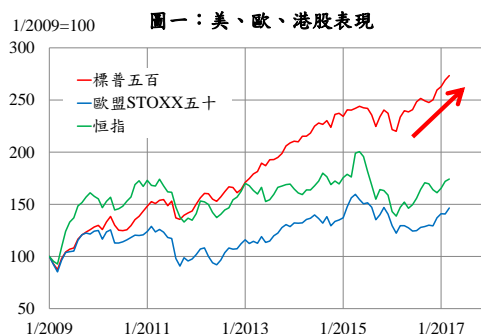
年初至今環球股市一直衝高，連美國聯儲局委員也討論美股偏高的情況。觀看圖一，自金融海嘯後，歐股與港股走勢相近，而美股表現更出眾。不過，特朗普政策令市場失望，美股面臨不小壓力，那麼在全球面臨政治風險下，哪個股市較有投資價值？

美股目前處於高位，市場擔心短期會出現急瀉。從圖二可見三地的市盈率，美股現時估值十分昂貴（黑框 1），接近 2010 年的高位。然而參考金融海嘯後初段，美股估值在三地中也是偏高（黑框 2），不過股價短期內沒有出現急瀉，更一直保持升勢，因此投資者也不用過分擔心美股前景。不過若嫌其估值偏高，或可考慮較廉宜的港股。

港股走勢主要受外圍因素影響，縱使近日在短期高位回落，但其估值便宜相信能吸引一定的投資者。恒指自金融海嘯後呈緩慢升勢，圖三可見其中地產股及工商股表現較好，公用股及金融股表現相對下較平穩。香港樓市火熱，對地產股中線表現有一定的推動力。

再看恒指各分類的市盈率，圖四可見各水平都接近金融海嘯後的平均值，只有工商股估值一直上升，而地產股的估值是各類中最低。

綜合以上，料美股中線仍然向好，不過在環球前景有較多不確定因素下，若不想承受較大的風險，可考慮估值較低的港股及地產板塊，當然，風險低，回報也相對較低。



袁沛儀

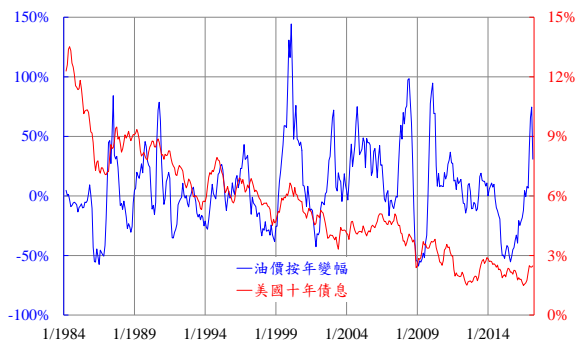
【 四、利率篇 】

核心通脹未虞失控 縮表有序長息難勇

隨着美國十年期國債孳息在上次3月議息時曾短暫升穿2.6厘後，至4月底時已回落了超過¼厘。這個走勢驟看不太似是預示聯儲局今年將加三次息兼開始縮表。

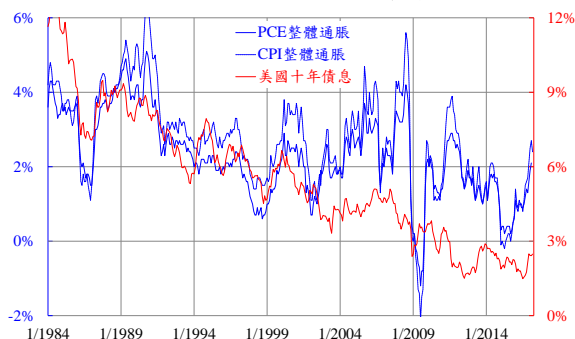
長息的確難測，就連債王都測錯便知其難度。愈遠期的愈不受政策控制。雖然大家都知道長息反映通脹前景，但不是任何通脹指標都解釋到長息的。有誰得又有誰不得？以下看看自1984年大緩和起至今的關係。

圖一：油價按年變幅與美國十年債息



眾所周知，油價概是通脹的領先指標。順理成章，油價按年變幅理應能預示長息?!圖一所見，結果是不行的。起碼趨勢而言，油價變幅橫行而長息趨跌。縱論短線上落，油價的大幅波動亦不吻合上落穩定的長息。

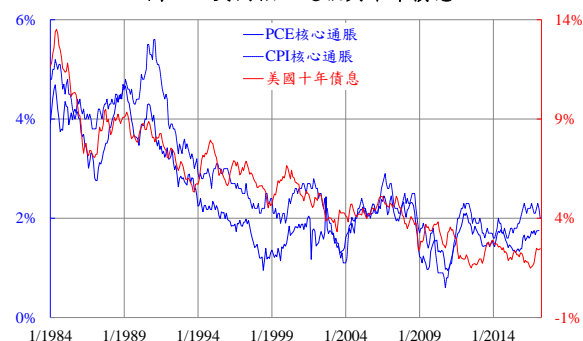
圖二：美國整體通脹與十年債息



換上美國整體通脹，圖二所見，大概在1986至2002年期間，兩者關係還不錯的，但此後兩者卻各行各路。難道通脹無關？

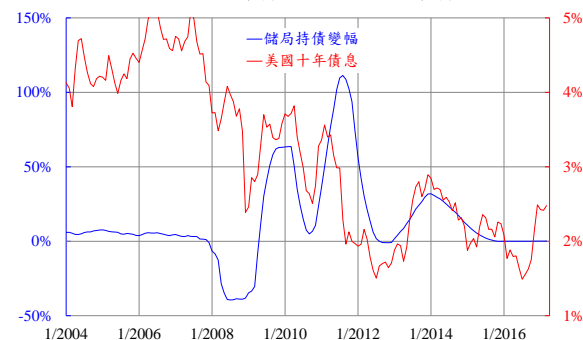
圖三將整體通脹換上核心通脹，在同樣的三分之一世紀下，通脹與長息的關係強得多了。從圖二、三亦可見到，這跟以PCE還是CPI計通脹關係不大，關鍵是核心部分才能解釋到長息。無怪乎屬於非核心部分的油價按年變幅無法解釋長息了（圖一）。

圖三：美國核心通脹與十年債息



通脹屬債市的外部因素。那麼債市內部因素如長債供求，又能否解釋長息呢？又是眾所周知，聯儲局搞量寬，成為長債的最大買家之一。圖四將儲局多年來持國庫債額的按年變幅與長息比較，可見關係疑似是有，但不算很強。而且，債息似乎行先於持債。

圖四：儲局持債變幅與美國十年債息



綜上所見，問長息，變相是關核心通脹前景與當局持債變化（縮表速度）。在多年量寬過後，核心通脹也見升壓，但看來無甚因素會使之急升，更遑論失控。至於縮表，看來也不會很快。故長息會升，但將很慢。

羅家聰

【五、匯市篇】

再炒加息前 美元或穿底

近年匯市大概只有一個焦點：聯儲局加息。縱使如此，筆者仍然覺得匯市難炒。由去年5月美匯指數見91.91上升至今，一眾非美貨幣已經出現一次輪流炒情況。看看附表，去年5月初至今年1月美匯見頂，商品貨幣表現最好，歐洲貨幣較差。但其後至今，澳元表現還好點，眾貨幣中排第三，但紐、加元就包尾，反之去年表現最差的英鎊錄得近半成升幅。難炒嗎？難。

隨了貨幣出現輪流炒情況外，現時部分貨幣已經升／跌至重要支持及阻力。先看美匯，圖一見到美匯已跌至去年初形成的上升通道底部近98至99。穿底會如何？參考2016年初美匯都曾跌穿上升通道底部，其後穿位至低位跌約半成。如果以現時上升通道底部支持約98.90計，穿位後的支持便在93.95。

會穿位嗎？有機會。現時市場估計6月中才加息，通常加息前一個月市場才炒加息，即5月中至5月底美元才可能再升過。更何況，2016年跌穿位是在3月底，見底是在5月3日，相差只約一個月，時間上是足夠予現時美元跌穿位後才再展升浪。

除了美匯外，歐元亦有機會穿位。圖二見到，歐元已經跌至近下降通道頂。2016年歐元亦試過穿位後維持強勢。量度升幅下，歐元或試1.1050。最後不得不提英鎊，圖三見到，比起歐元，英鎊形勢更佳，因為已經升穿位。若美元續回，率先穿位的英鎊將會再升，目標1.31。故此，縱使美元於6月可能再炒加息，但不可低估美元在5月持續調整的可能性。

去年至今 G7 貨幣表現

3/5/16-4/1/17		5/1/17-19/4/17	
紐元	0.3%	日圓	7.9%
澳元	-3.0%	英鎊	4.1%
加元	-4.6%	澳元	3.3%
瑞郎	-6.9%	瑞郎	2.6%
歐元	-9.2%	歐元	2.4%
日圓	-9.4%	紐元	1.9%
英鎊	-15.4%	加元	-0.9%

圖一：美匯指數



圖二：歐元



圖三：英鎊



劉振業

【 六、商品篇 】

商品前景各有異 金屬表現優於油

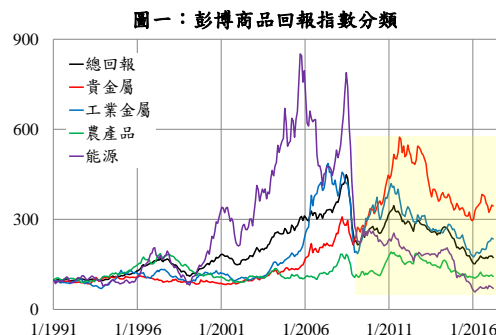
衡量各種商品回報的彭博商品指數自2011年以來錄得連續第六年下跌，是有紀錄以來的最長跌勢。目前商品價格從整體高位回落接近六成。在商品價格低迷的環境下，哪些會表現較好？

從圖一顯示的各類商品回報走勢來看，金融海嘯前只有能源類表現優於整體及最好，其他商品回報走勢則較為一致。然而海嘯後，這走勢出現明顯變化，貴金屬及工業金屬表現跑出，而能源類表現卻較差。

觀看表二商品短線表現，黃金和白銀年至今表現遠勝原油。縱使油組減產執行率達九成，但美國的原油庫存高企下，油價難返超級時代。在環球狀況沒有大衝擊的前提下，料這走勢在短時間內持續。因此估計近年投資商品焦點將放重在黃金及白銀上。

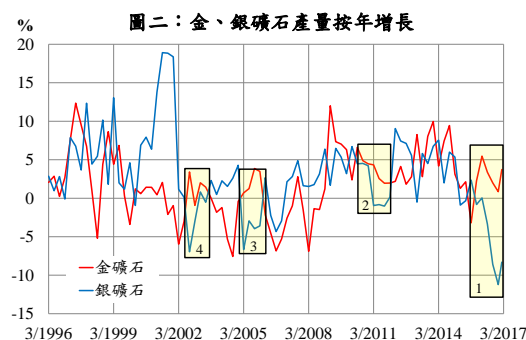
尤其是白銀，其投資價值與黃金相若，不過白銀的應用比黃金更廣泛。圖二可見，金礦石與銀礦石的產量按年增長整體走勢大部分時間相近，不過黃框1可見在近年出現明顯變化，銀礦石供應更顯緊張，相信會推動白銀價格。金礦石按年增長相對下較平穩及見正值，料金價上升空間有限。

再看圖三與圖二數字對應區，可見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。目前這差值高達10%，料黃金與白銀價格比例將大幅下降，相信白銀價格走勢短線能優於金價。



表一：商品年至今表現

商品	年至今表現	商品	年至今表現
原油	-5%	小麥	3%
黃金	11%	黃豆	-4%
白銀	14%	咖啡	2%
銅	0%	糖	-15%
玉米	3%	棉花	-11%



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。