

交銀金融

2017年7月號 第109期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 股債市場顯示美國經濟增長短線均放緩，歐洲經濟卻靠穩

 - 二、樓市篇 • 英加澳紐四國建樓數字預示樓價即將放緩，儘管泡沫未勁

 - 三、股市篇 • 美國科技股未算昂貴，股價向下調整將提供趁低吸納機會

 - 四、利率篇 • 食品價格及工資增長弱，加國沒通脹壓力，料央行難加息

 - 五、匯市篇 • 美元勢弱，直盤主要行上落，可留意交叉盤如商幣兌日圓

 - 六、商品篇 • 油價回落將拖低工業金屬價格，但黃金的防守性仍然不減
-

全球經濟增長短線步伐不一，不過在德國及法國積極推行歐盟財政改革下，料歐元區經濟於未來一年在一眾重要經濟體中前景較為明朗。

在主要貨幣體寬鬆政策悄然轉緊下，多個英語國熱炒的樓市已見降溫，連大中華區樓價亦然。各地樓價不排除短期內再爆升，但慎防未來兩季內這些樓市會同時逆轉。

過去美國科技股一直是升市火車頭，現時市場關注科技股估值過高，料科技股整固將限制美股表現，預期標指於 2,390 至 2,460 點上落。恒指受到外圍因素影響，料後市先行在 25,000 至 26,000 點整固，國指在 10,100 至 10,730 點上落。

綜觀主要經濟體，只有美國在收緊貨幣政策。雖然英倫銀行及加拿大均有官員發表鷹派言論，但全球通脹受油價按年增長回落影響，料主要央行今年沒有收緊貨幣政策的急切性，方向與聯儲局出現明顯背離。

聯儲局計劃在短期內開始縮表，不過規模比市場預期小，加上近期美國經濟數據遜於預期，美元欠缺上升動力，料在 96 附近上落。觀望英國脫歐進程下，料歐元 1.15 見阻力，英鎊受制於 1.30。商幣接近超買，料澳元下試 0.7550，紐元下試 0.72。

油價疲弱將引發油組干預，料紐約期油在 39 美元有支持，後市在 40 至 46 美元整固。金價於 1,190 至 1,250 美元上落，白銀在 15 至 16 美元上落，兩者走勢偏淡。

【一、經濟篇】

股市債市看經濟 美歐走勢見分歧

2017年已經過了一半，多個會影響市場或經濟長遠發展的事件，如特朗普施政步伐、歐洲未來的領袖取態及英國談判進展等等已經一一揭曉。那麼主要經濟體前景如何？觀察股市及國債長短息差或見啟示。

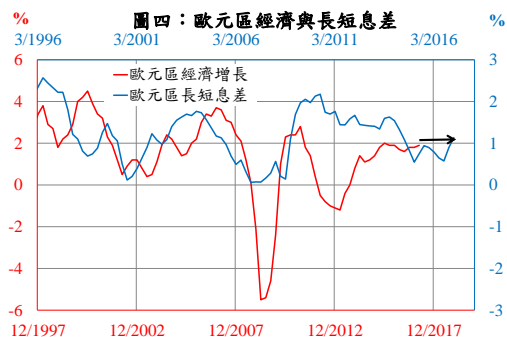
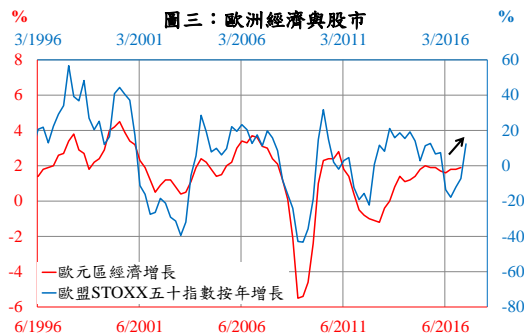
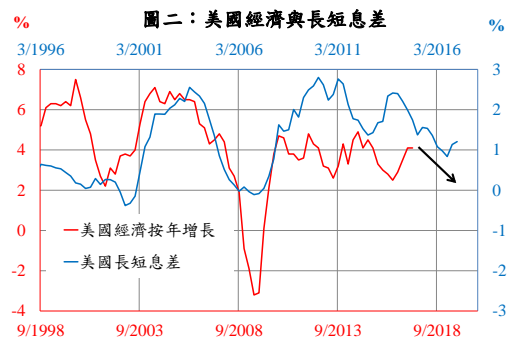
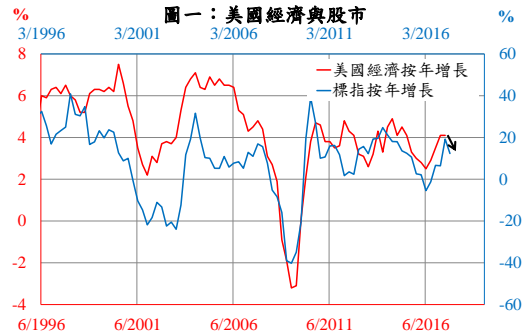
先看美國。圖一顯示美國經濟按年增長與標普指數按年增長關係密切，當中股市行先兩季。美國股市年初以來一直處於牛市，日創新高，不過目前開始出現調整，料短線繼續回落，美國經濟增長短線亦將放緩。

再看長短國債孳息差，圖二可見美國十年國債孳息減兩年國債孳息反映著約六個季度後的美國經濟增長，因此推測美國經濟增長在未來一年多亦會面臨下行壓力。那麼歐洲經濟前景也是如此麼？

近年歐洲經濟正在復蘇，圖三可見其按年增長反映著約一個季度前的歐盟 STOXX 五十指數按年增長。其實歐洲股市升勢比美國強勁，支持歐洲經濟增長短線繼續上揚。

然而從圖四可見，歐元區十年國債孳息減兩年國債孳息反映著約六個月後的經濟按年增長走勢，因此推測歐洲經濟繼續見增長但步伐平穩。

綜合以上觀察，加上下半年沒有特別重要政治事件干擾下，美國經濟增長目前處於較佳水平，料年內將見放緩，而歐洲經濟增長雖然緩慢，但走勢卻與美國相反。



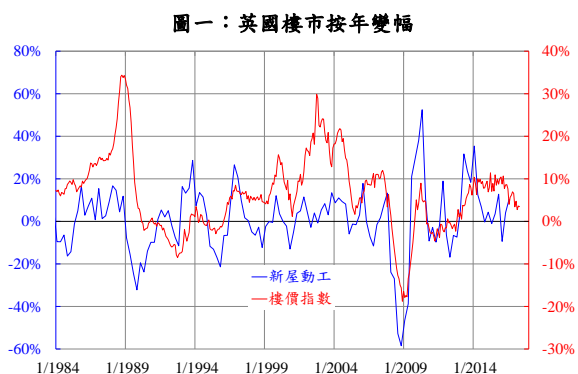
袁沛儀

【二、樓市篇】

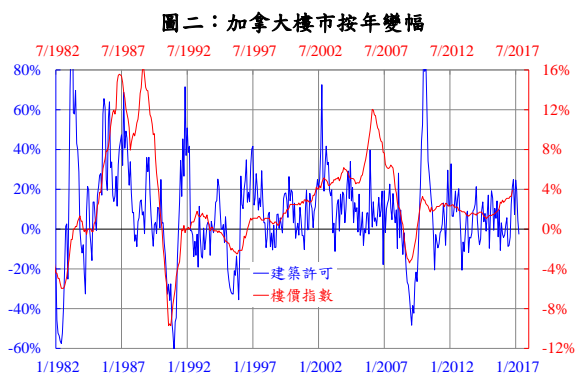
英加澳紐 樓價回頭？

港樓炒到極貴，近年不少人轉炒海外。不過炒了幾年，海外樓也炒貴了。危嗎？

華人愛買的海外樓市，主要不外乎會說英語的美、英、澳、紐、加五地。美國樓價早幾年才大跌過，現在未貴。餘下四地呢？今文配上動工或許可等建樓數據看樓價。

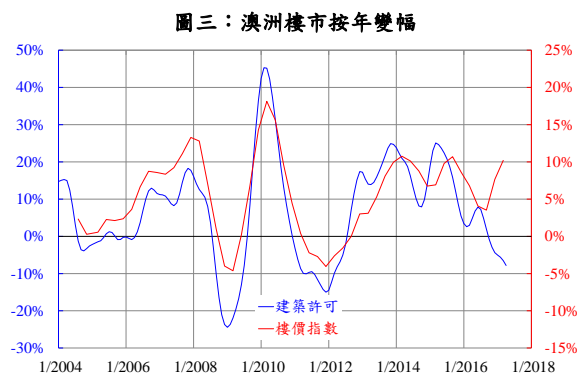


先看圖一的英國。驟眼所見，新屋動工和樓價的按年變幅無大先後之別，但兩者皆見轉弱，尤其樓價升幅已放緩至近零水平。上次 2005 年放緩至此後，縱再彈亦後散。

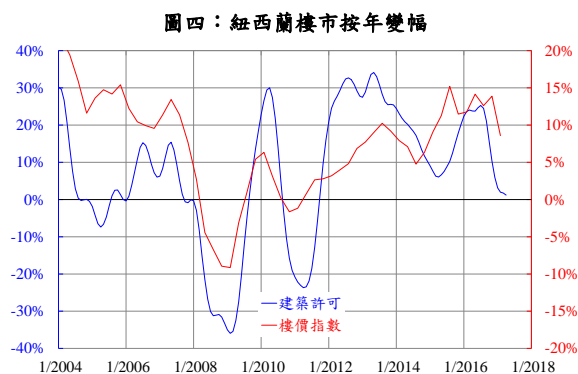


轉看加拿大。圖二所見，建築許可大概領先樓價約半年。觀乎建築許可近幾年升幅穩定，樓價升幅照理應將收窄；但若實際上樓價升幅繼續加快、並偏離許可升幅的話，情況便如 1987 和 2006 年般預示泡沫將爆。

輪到太平洋這邊了。圖三為澳洲情況，建築許可增長與樓價增長多年來同向，但自去年底起，前者收縮後者卻背馳加快擴張。誰將最終屈服而掉頭呢？從 2013 年起至今所見，許可增長稍為領先樓價增長。看來許可對樓價具啓示性，後者增長或急放緩。



最後為紐西蘭樓。圖四顯示，建築許可與樓價增長如英國般同步，未見明顯時差，但亦如英國般兩者同趨回落。許可增長現已放緩至近零水平，樓價增長「未跟」，但按十年前的經驗，終歸都會跟的——回落。



綜觀四國，樓市升幅較以往不算很高，說不上很泡沫化，但增長放緩卻在所難免。尤其英、加，目前樓價增長已在低單位數，再放緩的話，便隨時陷入按年收縮區域。

羅家聰

【 三、股市篇 】

美國科技股未算貴

有大行報告指出，美國科技股的盈利及現金流層面上估值過高，導致股價由6月高位下跌接近4%。

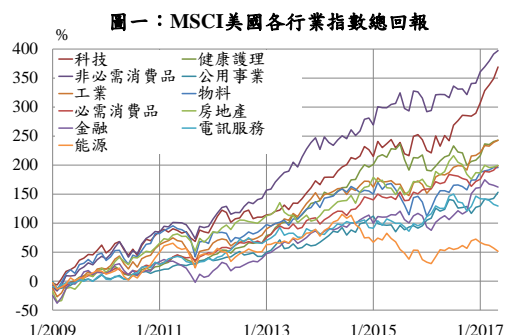
投資者「先走為敬」可以理解。圖一顯示金融海嘯後至今，美國非必需消費品股及科技股的總回報跑贏其他行業指數，而科技股的總回報更在去年起急速上升，令投資者出現「畏高」的不安情緒。

面對負面指控，投資者應冷靜分析指控是否合理。先觀察盈利，表一顯示，撇除能源及房地產股，科技股的市盈率是一眾行業指數中最高，但比較市盈率相對盈利增長比率(PEG)，科技股卻比必需消費品、工業及公用股為低，顯示科技股市盈率高企，是反映企業盈利的高速增長。

至於現金水平，表二顯示，科技股的自由現金流比率跌穿金融海嘯後的平均值，但這情況同樣在大部分行業指數中出現。而事實上，如果現水平跟其他行業比較，科技股的自由現金流仍處於合理水平。

再觀察各行業的淨負債(即長短債減去現金及現金等價物)，表三顯示科技股是唯一行業的淨負債水平低於零，並跟金融海嘯後的平均值相若，反映科技股的財政狀況非常健康，沒有明顯轉弱的跡象。

總括上述分析，大行對科技股的指控理據不太充分，除非未來的基本面明顯轉弱，否則今次的回調將提供趁低吸納的好機會。



表一：MSCI美國各行業指數市盈率及相對盈利增長比率

	市盈率(倍)	市盈率相對盈利增長比率
必需消費品	22.7	5.6
工業	21.4	4.1
公用	19.0	3.9
科技	25.0	2.8
非必需消費品	21.9	2.0
健康護理	20.7	1.8
物料	20.2	1.1
金融	14.8	0.5
能源	69.0	-1.9
電訊服務	16.4	-5.1
房地產	43.9	-52.3

表二：MSCI美國各行業指數自由現金流收益率

	自由現金流收益率(%)	08年後平均值
金融	8.2	15.2
健康護理	5.6	6.7
非必需消費品	5.0	4.9
科技	4.8	6.6
必需消費品	4.4	5.3
電訊服務	4.1	9.8
物料	4.0	4.6
工業	3.3	5.7
能源	1.2	0.7
房地產	0.5	1.0
公用	-2.3	-0.6

表三：MSCI美國各行業指數淨負債

	每股淨負債(美元)	08年後平均值
科技	-11.7	-11.4
健康護理	23.1	9.3
電訊服務	29.4	22.6
金融	30.6	78.3
必需消費品	33.6	25.2
工業	40.9	20.7
非必需消費品	43.7	28.5
物料	50.2	41.0
能源	60.9	43.7
房地產	79.8	117.4
公用	113.3	89.4

梁志麟

【 四、利率篇 】

加國通脹沒起色 短期轉鷹有難度

加拿大央行將於本月 12 號議息，早前該行副行長曾表示，基於國家經濟增長穩定，目前在考慮是否還有必要進行貨幣刺激政策，市場開始猜測加拿大會否在短時間內加息。

拆解最新加拿大整體通脹結構，圖一顯示房屋、運輸及食品價格佔比較大，主導了整體通脹水平。再看圖二，這三者走勢各異：房屋通脹走勢較為穩定，而運輸通脹在過往兩年升勢強勁，不過整體通脹受制於食品價格下滑。

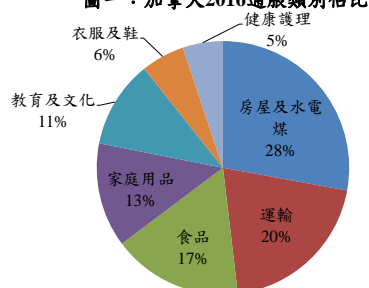
那麼撇除這些比較波動的類別，通脹走勢又如何？細看核心通脹，圖三可見其走勢一直在 2% 以下水平靠穩，黃圈可見近年更現跌勢。

因此，在這些前提下，加上燃料仍然供過於求，估計油價持續在低位徘徊，料運輸通脹也將見回落，整體通脹難以達到央行 2% 的目標。

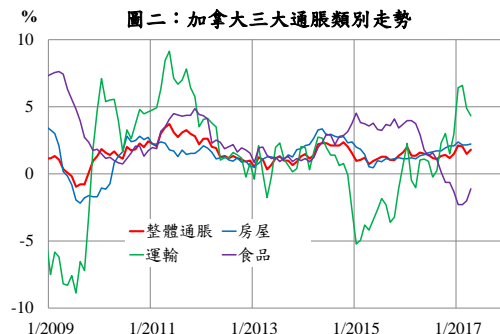
然而在消費的源頭來看，圖四可見工資按年增長與整體通脹關係密切，前者走勢領先後者約一個季度。工資按年增長在 2015 年期間開始出現放緩，因此料通脹在未來一季也將降溫。

由是觀之，無論加拿大央行論調如何偏向鷹派，即使經濟穩步增長、失業率下滑以及房產市場繼續火熱，只要核心通脹沒有起色，料今年內加拿大央行都難以加息。

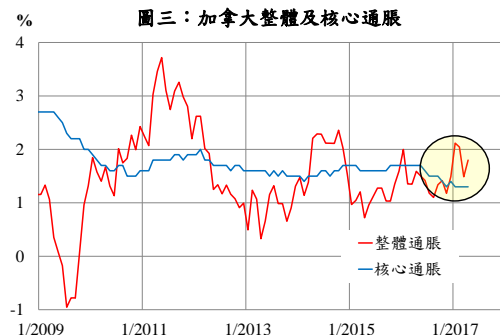
圖一：加拿大2016通脹類別佔比



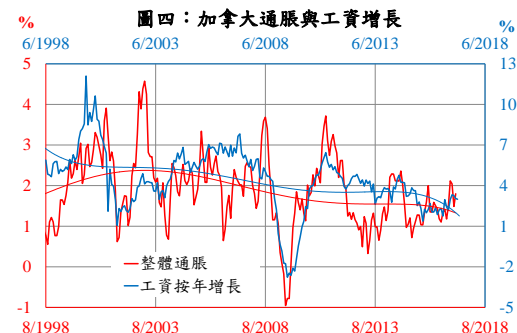
圖二：加拿大三大通脹類別走勢



圖三：加拿大整體及核心通脹



圖四：加拿大通脹與工資增長



袁沛儀

【五、匯市篇】

美元升勢慢 交叉盤吸引

匯市近月走勢沉悶，市場一早消化了美國的加息步伐，而縮表規模比投資者想像中小，經濟增長保持溫和下，美元難見大方向，因此留意交叉盤或見投資機會。

主要非美貨幣中，從表一可見大部分在第二季繼續上揚，其中商品貨幣之一紐元表現最好，可作為交叉盤的其中一邊。再看歐系貨幣，隨著英國與歐盟正式展開脫歐談判，由於還有很多不確定因素，料歐元及英鎊波幅較大，因此不作考慮之選。餘下選擇，便是避險貨幣之一的日圓。

圖一顯示，日圓名義有效匯率與反映市場風險的波動指數方向一致，目前波動指數處於近年低位，加上相比年初，環球政治及地緣風險回落，估計避險情緒繼續降溫，料日圓進一步轉弱。再者，美日貨幣政策嚴重背離，料日圓有進一步下跌空間。

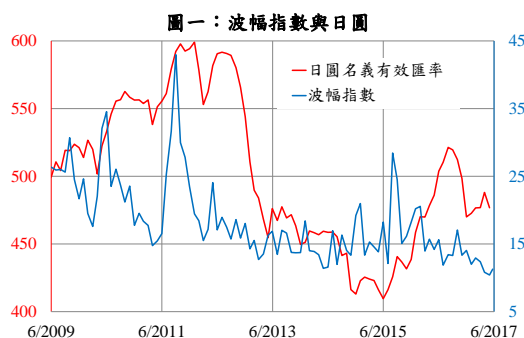
綜合以上，可留意商幣兌日圓的交叉盤，由於油價波幅較大，因此與其相關的加元也不在考慮之選。

現看紐元及澳元。奶價創近年新高，支持紐元走強。因此，圖二可見紐元兌日圓在年初升穿下降軌，料在後市繼續上揚，短線上試第一阻力位 84 水平。

至於澳元，澳洲儲備銀行維持寬鬆政策，經濟增長維持穩定下，料澳元後市靠穩。從圖三可見，澳元兌日圓也是在年初升穿下降軌，料短線上試短期阻力 87 水平。

表一：主要直盤貨幣第二季價格表現 (%)

紐元	10.0	日圓	1.9
澳元	5.7	加元	1.3
歐元	2.9	英鎊	-8.9
瑞郎	2.8		



袁沛儀

【 六、商品篇 】

油價下跌無損黃金的防守性

上期提及到，美國原油產量上升將會增加油價的下行風險。如果油價真的下跌，哪類商品資產會受到較大影響？

跟油價密切相關的，很自然會聯想到是天然氣。圖一顯示，油價跟天然氣價格有明顯的正相關性，若油價按年變幅升1%，天然氣價格按年變幅將升0.66%。

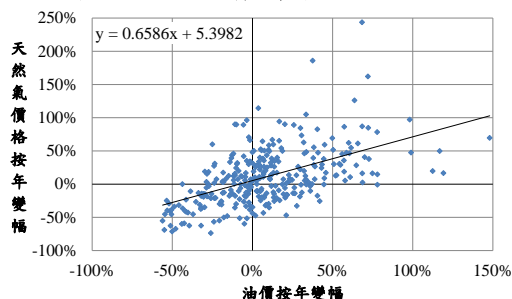
至於與工業金屬價格方面，兩者的關係卻出現有趣的變化。圖二顯示，在2009年前，工業金屬價格跟油價的迴歸系數約為0.27，但自2009年起，兩者關係變得密切，迴歸系數升至0.71，即油價按年變幅每升1%，工業金屬價格按年變幅升0.71%。

奇怪的是，這個現象沒有在金價出現。圖三顯示，在2009年前，金價及油價的迴歸系數只有0.14。即使自2009年起，兩者的迴歸系數亦只是輕微上升至0.23，反映黃金的防守性沒有因為時代變遷而減少。

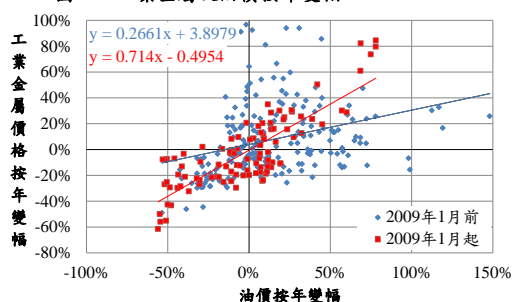
那為何工業金屬及油價關係在金融海嘯後出現變化？最大可能是聯儲局量寬政策，令美元的角色出現變化。圖四顯示，在金融海嘯前，美元跟工業金屬及油價曾經一同上落（如紅圈所示），但2009年起，美元跟工業金屬及油價走勢大致是相反方向。

隨著聯儲局逐步收緊貨幣政策，美元的角色將再次出現變化，有機會令工業金屬及油價的關聯性逐漸回復至金融海嘯前水平，投資工業金屬要密切留意！

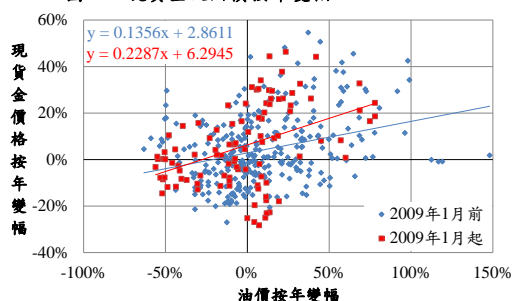
圖一：天然氣及油價按年變幅，1991—2017



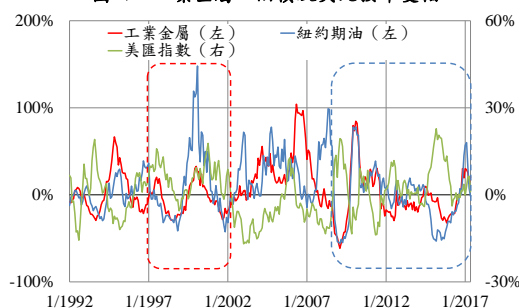
圖二：工業金屬及油價按年變幅，1992—2017



圖三：現貨金及油價按年變幅，1984—2017



圖四：工業金屬、油價及美元按年變幅



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。