

# 交銀金融

2017年8月號 第110期

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 美國通脹的穩定緩升前景可由貨幣供應、樓價、就業得出

---

  - 二、樓市篇 • 美國債息難跌及新屋動工增長放緩，美國樓價無力追落後

---

  - 三、股市篇 • 資訊科技佔比大，新興股在全球熱炒科技股下後市表現優

---

  - 四、利率篇 • 日本薪金及樓價升幅緩慢，通脹低企令央行收水遙遙無期

---

  - 五、匯市篇 • 息差顯示歐澳元匯價過高，英鎊則過低，但加元難以預測

---

  - 六、商品篇 • 美元超賣將反彈，金價無特別方向，但油價及食品應回落
- 

除日本外，主要經濟體的十年、兩年國債息差在近兩年來皆於1厘水平上落，可見未來一、兩年大多先進經濟體的經濟增長將稍放緩，但未至衰退；通脹前景則靠穩。

多間央行傾向逐步收緊貨幣政策，債息出現明顯下跌的機會不大，加上各國政府的調控樓市政策漸見成效，料全球樓市的投資氣氛將進一步降溫，英語國家將更為明顯。

全球股市繼續造好，美股連升四個月，目前估值過高，小心出現調整。不過美國經濟基本面繼續靠穩，料道指在21,200點與22,000區間上落。港股受到外圍因素影響，料恆指在26,100點與27,500點區間徘徊，滬深三百上試3,760點。

聯儲局及歐洲央行9月份縮減資產負債表及量寬勢在必行。加拿大央行剛於7月加息25點子，料早前油價回升將利好下半年經濟，預期當局在年底前再加息一次。日本通脹仍遠低於目標水平，料日本央行將維持現時量寬政策不變。

市場繼續質疑聯儲局12月份加息的理據，但美匯指數已出現超賣，料美匯指數在低位92至96徘徊。歐洲央行行長德拉吉出席8月底Jackson Hole會議，將進一步暗示縮表動作，料歐元整固後逐步上試1.20水平，美元兌日圓則在109至113上落。

美元目前探底將見技術反彈，料整體商品價格回落。縱使沙特有意延長減產計劃，但減產規模沒有擴大下，估計油價面臨較大下行壓力，下試44美元。對比今年上半年，全球避險情緒放緩，料金價面臨沽壓，下試1,240美元。

## 【一、經濟篇】

## 基本因素論通脹 平穩發展稍上揚

全球都在關注聯儲局如何加息、縮表。但說到底，問題又回到通脹前景將如何了。如何呢？現從四個美國通脹源頭找答案。

最正路的首個源頭，自然是貨幣供應。理論上，廣義貨幣增長直接與通脹成正比。我們幾年前的研究已曾指出，美國 M2 增長（M3 已沒對外公佈）與滯後 33 個月（近三年）的通脹相關。現以跨越海嘯數據重做，圖一所見，滯後程度似乎拉長至四年。如圖推算，通脹將在 2% 橫行，升跌壓皆不大。



另一個通脹源頭是樓市。美國 CPI 裏，樓市佔比超過四成，因此照理樓價與通脹應關係密切。圖二計算顯示，樓價按年變幅亦彷彿領先通脹兩年。以昔日關係推算，近年對應的通脹應達 3、4%，而現時顯然低水。通脹縱未必追回升幅，但按樓價變幅走勢計亦應自現水平起橫行微升而非轉為向下。



另一通脹壓力源頭，是實體經濟好壞。傳統菲臘普斯曲線指通脹和失業率是此消彼長的，一者升則另者跌，儘管兩者同步。那按目前失業率推算，通脹應處哪個水平？圖三所見，應有 3% 的。鑒於現水平失業率已近全民就業，數字難再大跌，故所預示的通脹前景亦同樣難以大升（因兩者反比）。



最後看看縮表會否對通脹有影響。圖四計算聯儲局資產變幅與美國通脹關係，假設貨幣政策傳導至通脹需時兩年，可見 2000 年前後時有關係，但海嘯前後至今卻無——無論資產升幅天高，通脹並無對應向上。



由此可見，縮表應不會帶來通縮效應。真實通脹壓力始終來自書本上早已寫下的貨幣供應，另有 CPI 佔比最重的樓市和菲臘普斯曲線提到的失業率。三者同樣預示通脹前景穩定緩升。息口前景亦不言而喻了。

羅家聰

## 【二、樓市篇】

## 重鎚美樓 博追落後？

上期提到英、澳、紐、加四地的樓價增長有放緩風險，相反美國樓價才剛升穿 07 年高位，是否代表投資者可以「重鎚美樓，博追落後」？

可是根據過去歷史，沒有一個上述國家的樓價可以持續跑贏其餘四國。圖一顯示港人海外置業的主要國家，明顯地各國樓價按年走勢大致同步，沒有一個國家明顯突出，似乎博美樓價追落後並不特別着數。

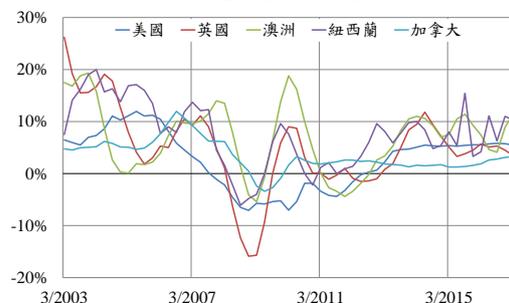
另一方面，美國按揭成本上升，對樓價將有負面的影響。港人按揭置業，供樓利息跟港元拆息掛勾，相反美國當地按揭置業，供樓成本是參考美國十五年及三十年固定按揭息率，而兩者跟美國十年期國債孳息率有相當密切關係，如圖二所示。

可是現在的問題是，聯儲局正處於加息週期，即使當局加息步伐緩慢限制國債長息的上升空間，但在即將縮表下出現掉頭回落的機會亦不大，按揭息率亦難以下跌。

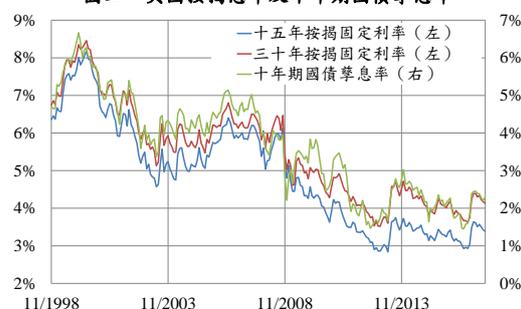
按揭息率不跌下，美國樓價難以出現突破性升幅。圖三顯示，撇除金融海嘯的樓價急跌，美國樓價的按年變幅跟按揭息率呈相反方向，因此美國樓價的升幅亦有限。

再者，新屋動工升幅放緩，更可能對樓價有負面影響。圖四顯示，美國新屋動工跟樓價的走勢相若，並領先樓價約兩年，而現時新屋動工增長自 2013 年起反覆下跌，這將會拖低樓價後市的表現。

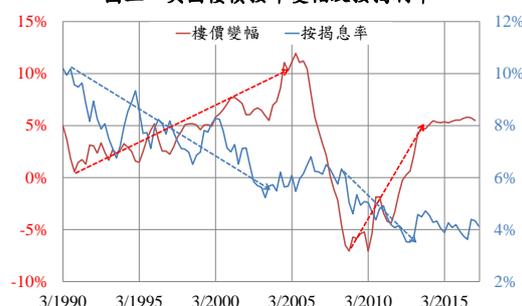
圖一：各國樓價按年變幅



圖二：美國按揭息率及十年期國債孳息率



圖三：美國樓價按年變幅及按揭利率



圖四：美國樓價及新屋動工按年變幅



梁志麟

【三、股市篇】

市場熱捧科技股 新興股市同受惠

美股三大指數屢創新高，MSCI美國指數年初至今已累升近一成。那麼除了美股，投資者還可關注哪些市場？

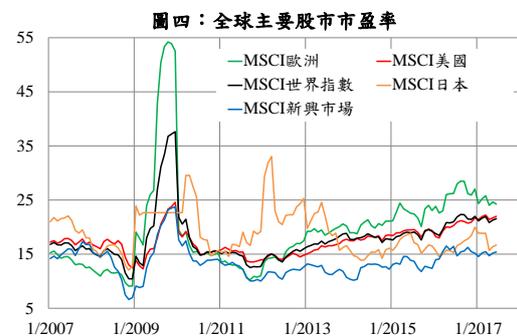
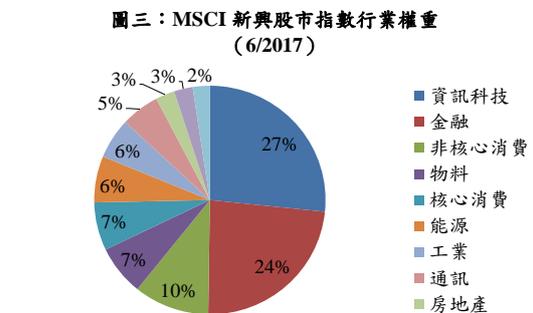
圖一以MSCI世界指數為指標，可見美股一枝獨秀，隨後表現依次為新興、歐洲及日本。那麼新興市場值得投資麼？

由年初開始，投資者預料美元強勢持續、美息上揚及主張貿易保護主義會對新興市場不利，不過到目前為止，新興市場表現未受影響。其實MSCI新興市場市場指數今年累積升幅超過兩成，表現優於多個成熟市場。再看圖二，可見新興股市在技術上已經升穿過往十年的下降趨勢線，料中線走勢開始好轉。

細看MSCI新興股市行業成份，圖三顯示資訊科技股佔比最大，而該行業分類指數今年累積升幅超過四成。其實近年新興市場資訊科技發展漸漸迅速，尤其是開拓線上支付服務領域等等，而且進度已遠遠超前成熟市場國家。以支付平台為例，美國行動支付產業仍處於初期階段。相比之下，亞洲新興國家電子支付平台更為普遍。

再看各主要股市市盈率，圖四可見，歐美股市估值近年一直上升，而新興股市維持較低水平，價格吸引，值得投資者吸納。

由是觀之，基於資訊科技發展是未來全球發展的重心，也是股市近年熱話，相信除了美股外，新興股市亦將因而繼續受惠。



袁沛儀

## 【 四、利率篇 】

## 日本通脹疲弱 量寬政策持續

歐、英、加、澳央行貨幣政策的鷹派程度降低，加拿大央行甚至開始七年來的首次加息，唯獨日本央行卻斯人獨憔悴。

這只好怪日本通脹仍然一片死寂。圖一顯示，多個主流國家的通脹在油價反彈帶動下自去年中起回升，部分更突破 2% 目標水平，但日本通脹只是轉跌至微升，離 2% 目標仍有一大段距離。

對於通脹前景，日本央行預期企業即將調高薪酬，家庭收入增加將會帶動通脹回升。從圖二可見，撇除 2014 年在加銷售稅下的短暫通脹急升，通脹跟薪金增長有密切關係，但兩者關係同步。

那未來薪金增長是否有能力帶動通脹上升？圖三顯示，日本 GDP 增長的走勢跟薪金相似，並領先薪金增長約一個季度。現時日本經濟只維持溫和增長，短期內出現突破性上升的機會亦不大，似乎薪金增長仍要橫行一段時間。

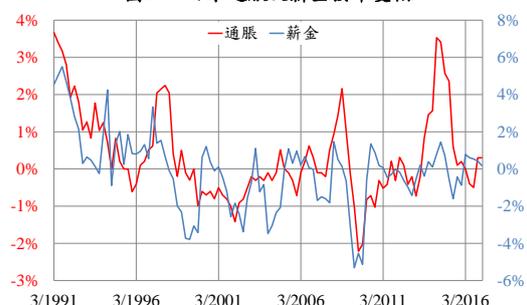
既然薪金增長無望，那麼在日本央行的量寬政策下，樓價上升能否成為通脹上升的動力來源？

根據圖四顯示，即使日本央行在 2014 年加大量寬規模，但同年樓價升勢已逐步放緩。樓價變幅約領先通脹半年左右，而現時樓價未有明顯急升的情況下，通脹仍要橫行一段時間，料日本央行收緊量寬在短時間內難以實現。

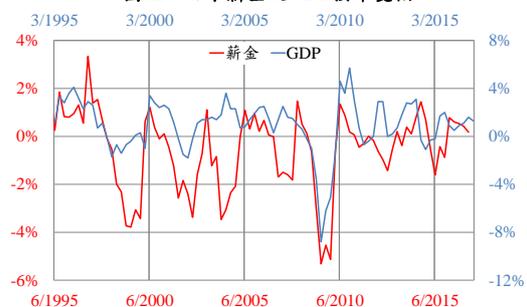
圖一：各國通脹按年變幅



圖二：日本通脹及薪金按年變幅



圖三：日本薪金及GDP按年變幅



圖四：日本通脹及樓價按年變幅



梁志麟

## 【五、匯市篇】

## 息差看匯 現價偏高

歐、英、澳及加央行早前由鴿轉鷹，令上述國家對比美國同期息差擴大。學術上債息及拆息差距擴大利好相關貨幣，事實上是否每個貨幣都能套用？

表一顯示，自2003年1月歐元受狙擊並回穩後，歐元、英鎊及澳元跟息差有一定的關聯性，但加元跟息差的關係卻較為模糊。

撇除加元，如果將國債息差及拆息差相關貨幣作比較，會對匯價有任何啟事？

以歐元為例，圖一顯示歐元跟歐美十年及兩年國債息差的關係，如果將現時三個月拆息、兩年及十年國債息代入迴歸算式，得出歐元的合理值為1.20、1.14及1.16，略低於現時匯價。

至於英鎊方面，如果將三個月拆息、兩年及十年的國債息率代入圖二的迴歸算式中，得出合理值分別為1.49、1.46及1.37，明顯高於英鎊匯價。

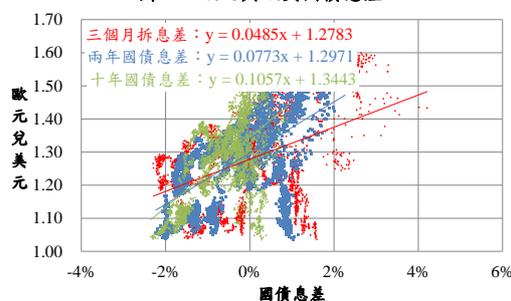
澳元方面，根據圖三的迴歸算式並將三個月拆息、兩年及十年國債息率代入中，我們得出合理值分別為0.74、0.74及0.73，均遠低於澳元現價。

雖然上述估算反映歐元及澳元匯價過高，英鎊匯價嚴重偏低，但不代表匯價短期內出現調整，亦有機會由息差的變動而帶動匯價重合理值水平，投資者需要密切留意。

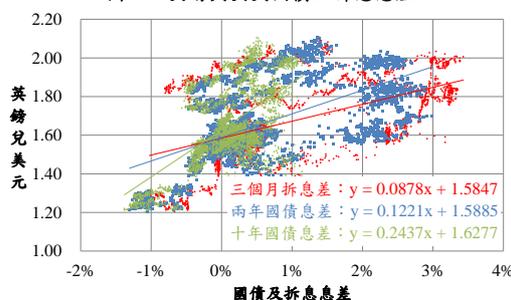
表一：各貨幣與美元息差關聯性

| 貨幣    | 十年國債息差 | 兩年國債息差 | 三個月拆息差 |
|-------|--------|--------|--------|
| 歐元兌美元 | 0.60   | 0.60   | 0.41   |
| 英鎊兌美元 | 0.60   | 0.61   | 0.50   |
| 澳元兌美元 | 0.56   | 0.49   | 0.44   |
| 美元兌加元 | -0.06  | 0.19   | -0.10  |

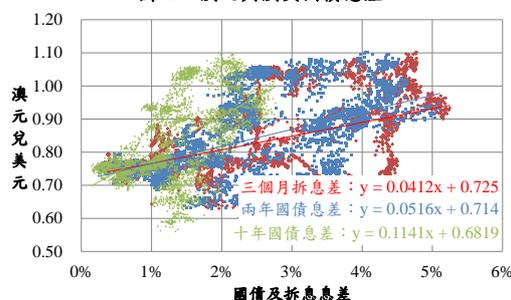
圖一：歐元與歐美國債息差



圖二：英鎊與英美國債及拆息息差



圖三：澳元與澳美國債息差



梁志麟

## 【 六、商品篇 】

## 美元調整下油價食品更勝金

美國經濟基本面未見大突破，加上受外圍因素影響下，美匯指數自年初以來一直弱勢。圖一黃圈可見，以週線圖來看，目前美元技術上貼近超賣，料短線先見技術反彈。那麼主要商品價格如油、金及食品走勢如何？

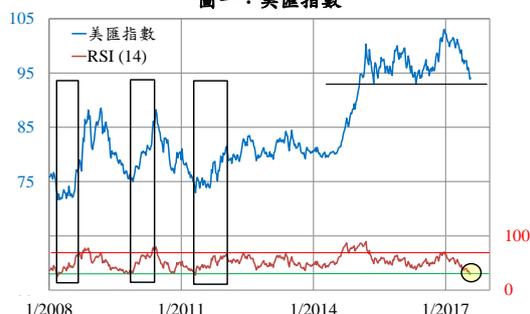
自金融海嘯以來，美元出現三次嚴重超買，分別在2008年3月、2009年9月及2011年4月。圖一方框顯示為過往美元超賣後的調整期，平均七個多月。對應其三段美元超賣調整期，均見三類商品表現不一。

先論油價。其實商品作為另類投資產品，因此與美元應見反向關係，而圖二可見油價在美元超賣後的調整期均出現下跌。油價前景也受供求影響，油市近年處於供過於求，縱使油組於今年初開始減產，但提振中長線油價成效不大。雖然近日沙特有意延長減產協議至明年3月，但始終沒有擴大減產規模，加上美元反彈下，相信油價面臨較大下行壓力，料後市下試44美元。

再看食品價格，圖三可見其走勢在美元反彈期均見下跌。因此估計美元將見回升下，食品價格指數或下試230。

至於黃金本質較油複雜，其走勢主要受多種因素影響，如供求層面、市場避險情緒及聯儲局貨幣政策等等。因此，圖四可見金價在各美元反彈期表現不一，相比油價及食品，金價走勢較難捉摸。不過在全球避險情緒低迷下，料其走勢在1,220與1,300美元區間整固。

圖一：美匯指數



圖二：油價



圖三：食品價格



圖四：金價



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。