

# 交銀金融

2017年9月號 第111期

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 本港次季增長不錯，拆細數字揭示漸以內需主導，是好事

---

  - 二、樓市篇 • 加拿大樓市供應上升但需求保持穩定，樓價升勢或見放緩

---

  - 三、股市篇 • 歐元升值不利歐洲各地各行業指數，相反小型股能夠受惠

---

  - 四、利率篇 • 加拿大通脹持續走低，奈何與美通脹差上升，增加息壓力

---

  - 五、匯市篇 • 地緣政治緊張短線仍無間斷，避險情緒較利好日圓及澳元

---

  - 六、商品篇 • 庫存及往績支持天然氣價格反彈，待技術突破才趁低買入
- 

雖然本港次季 GDP 增長得頗為均勻，但投資還以建樓帶動，一旦樓市逆轉，經濟勢必大受影響。孳息曲線預示歐美等先進體將放緩，這或會觸發新興市場出現危機。

美國房屋動工及建築許可增長回落，料新樓供應繼續放緩，不過新屋銷售按年增長同時見下滑可見需求回落，料樓價按年增長在低水平徘徊。英國脫歐為當地經濟帶來不確定因素，拖累投資氣氛，估計樓市繼續疲軟。

美國政府停擺風險、朝鮮政局緊張及歐美央行收水，料限制美股表現，預期道指在 21,500 點至 22,100 點橫行。中資股業績理想料支持港股跑贏美股，料恒指上試 2015 年高位的 28,600 點，國指則在 11,100 點至 11,700 點上落，上試頂部的機會較高。

八大央行同樣在 9 月議息，市場料全部維持目前官方利率不變。其實除了日本明確表態堅持寬鬆貨幣政策不變外，其他央行偏向收緊貨幣政策。聯儲局及歐洲央行分別有意縮表及退出量寬，料全球債息將見抽升。

美國內需持續上升，為通脹帶來支持，加上 9 月國會復會，料美元後市走勢較為波動，但 91 見短線支持。歐元區相比下較少焦點事件，市場已消化歐洲央行有意退出資產購買計劃，未正式宣佈何時實行前，歐元 1.21 見阻力。

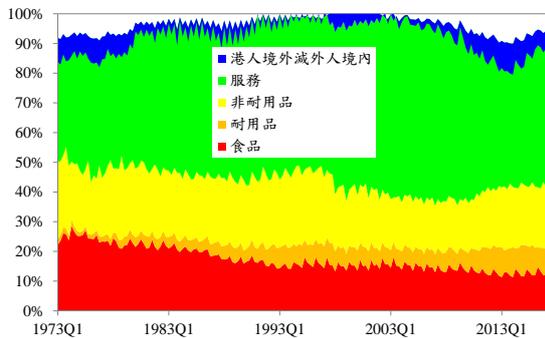
颶風吹襲美國對油價的影響有限，預期美國原油庫存持續減少利好油價，料油價在 44 至 50 美元整固。市場逐漸對朝鮮政局免疫，料金價在 1,280 至 1,330 美元上落。

【一、經濟篇】

內需主導好現象 外圍衝擊可減卻

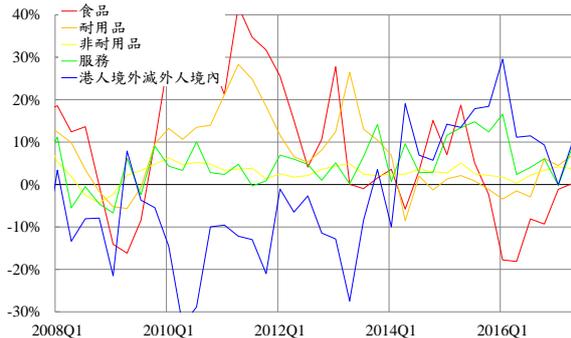
眾所周知，GDP (Y) 分私人消費 (C)、投資 (I)、政府開支 (G) 和淨出口 (NX) 四項，大多地方都以頭兩項佔最多。去年，本港私人消費佔 GDP (C/Y) 66%，投資佔 GDP (I/Y) 22%，單這兩項已佔達 88%——數字很容易記。而且，這兩項表現很好。

圖一：本港私人消費分佈



今年次季 GDP 增長 3.8%，雖稍較首季 4.3% 回落，但私人消費和投資增長分別達 5.3% 和 8.0%，相當高速；而兩者同時高速更是近年罕見。須知這兩是內需 (C+I+G) 之重，如斯亮麗為何商家仍怨生意難做？

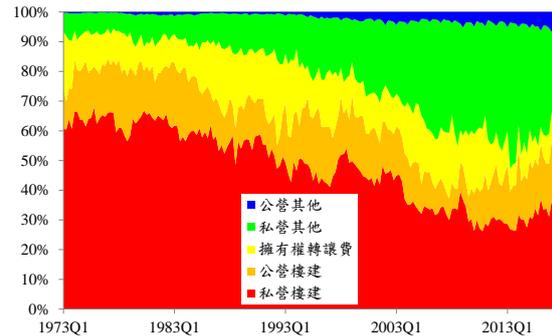
圖二：本港私人消費各項增長



圖一為私人消費的百分比分佈，當中有一欄是港人在外消費減外人在港消費，類似進出口般，實佔不多，但這或已包括大多陸客在港的零售消費。的確，此數近年縮減，這部分的商家確受影響。不過佔最多的服務消費已填補其流失比例；服務也者，理髮、用餐時所享受的招呼是也，算入 GDP 的。

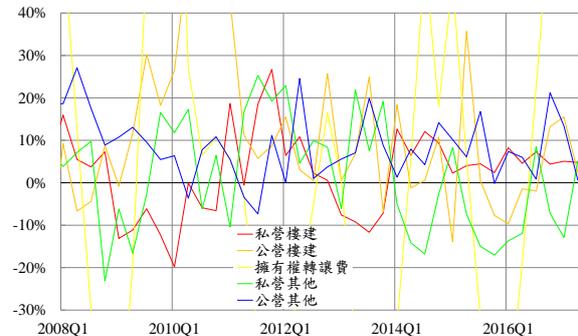
圖二為各項消費的按年增長，可見佔比最大的服務消費增長 (綠) 似見谷底反彈；加上其餘佔比不多但穩定的三餘項亦增長加快，故編織出亮麗的整體消費增長了。

圖三：本港固定資本形成分佈



增長更快的投資呢？圖三所見，不計轉讓費，投資主要分樓建和其他所有投資，而這兩類又再各分公、私兩辦。圖中所見，投資以私營的兩類最多；而近年樓市熾熱，私營樓建擠壓其他投資，未必是好現象。

圖四：本港固定資本形成各項增長



增長方面，圖四所見，數字相當波動，不易看出趨勢。然而波幅大是投資的本質，故非穩定的增長元素。要穩定還靠增長低的消費。香港是先進、成熟體，應走此路。

單單拆開 GDP 細項是測不到未來的。但由此我們知道經濟由外向主導轉為更多倚賴內需，他朝外圍出事，也將好過一點。

羅家聰

## 【二、樓市篇】

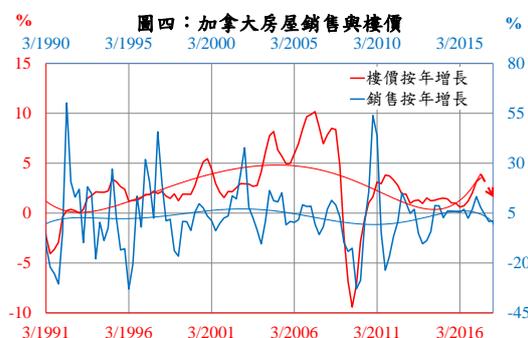
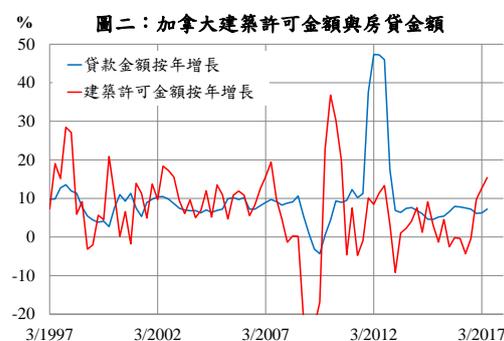
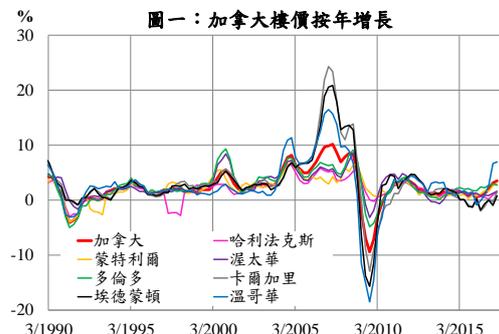
## 需求穩定供應增 加國樓價將放緩

加拿大樓市一直是投資者關注的話題，據當地地產協會公佈最新數據，7月樓價創2008年以來最大按月跌幅，樓市是否接近牛市尾聲？圖一可見加拿大樓價整體按年增長處於穩健升市（除了金融海嘯時期），其中溫哥華升幅最為明顯並拉動整體價格上升。

從整體供應面來看，圖二顯示加拿大建築許可批出的金額按年增長在今年第一季明顯反彈，近五年整體走勢均處於增長，可見未來供應仍然上升，而且升勢有所加快。至於需求層面，圖二藍線顯示加拿大房貸金額按年增長自2013年開始保持平穩，這間接反映買家負擔能力一直保持溫和增長。

其實加拿大政府在樓價飆升時，已經專門針對外國買家實施稅收等降溫政策，而當地央行7月更意外加息，成為首間跟隨聯儲局踏入加息週期的央行。圖三可見，加拿大貸款利率與官方利率走勢近乎同步，抵押貸款利率上升會增加買樓成本，然而該央行繼續有意進一步收緊貨幣政策，估計貸款利率將繼續上升，進一步減低買樓意欲，相信能為樓價帶來下行壓力。

銷售方面，圖四可見加拿大房屋銷售及樓價呈正比及先後關係——樓價按年增長走勢反映一年前的銷售按年增長走勢，因此從紅色虛線推斷樓價按年增長應在今年尾有回落壓力。再綜合以上，在需求增長速度平穩，而供應升幅急速的情況下，加拿大樓市升勢應見放緩。



袁沛儀

【三、股市篇】

歐元不利歐股 唯小型股受惠

市場憧憬歐洲央行收緊量寬政策，令歐元由年初時的 1.04 升至 1.20，究竟匯價上升對歐股是利還是弊？我們從地區、行業及企業規模入手。

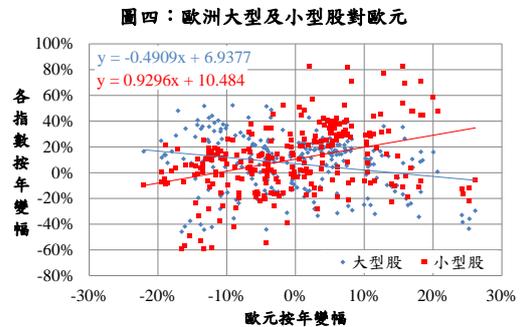
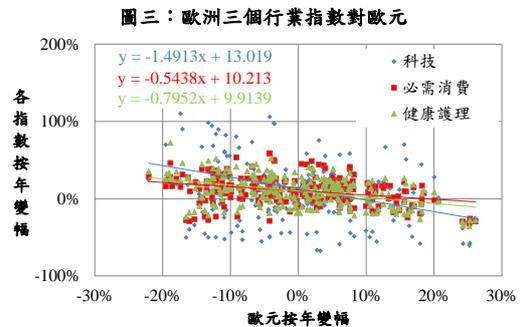
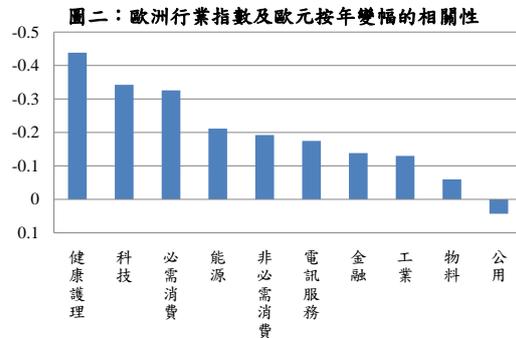
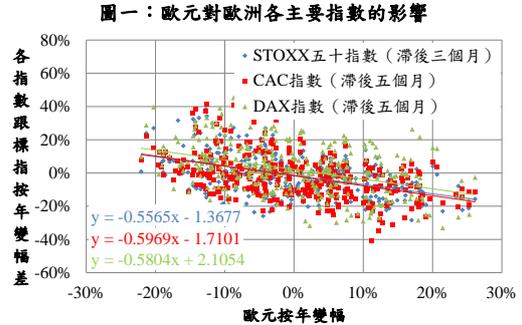
圖一顯示自 1988 年起歐洲各指數和美股按年變幅差，跟歐元的關係，結果顯示歐元領先各指數約三至五個月及呈相反方向。如果將歐元現價代入迴歸算式，STOXX 五十、CAC 及 DAX 指數分別得出 3,258 點，4,811 點及 11,607 點，較現價低 3 至 4%。

圖二顯示自 1995 年起歐洲各行業指數跟歐元的相關性，結果顯示歐元升值對科技、必需消費及健康護理股有較大負面影響，相反對公用及物料股的影響較低。

圖三將歐洲科技、必需消費及健康護理股跟歐元作比較，並將歐元現價代入至迴歸算式中，得出科技、必需消費及健康護理股指數分別為 90 點、271 點及 262 點。跟現價相比，科技股有 9% 的調整壓力，相反必需消費及健康護理股有 7 至 8% 升值潛力。

圖四顯示自 1996 年起 MSCI 歐洲（英國除外）大型及小型股指數跟歐元的關係結果顯示，歐元跟大型股的走勢呈相反方向，跟小型股卻相同方向，其中原因是大型股的海外收入的比重較高，歐元升值間接拖低海外收入，影響股價表現。

總括而言，歐元升值不利歐洲股市，個別行業所受的影響更為明顯，不過小型股的收入來自本土，反而受惠於歐元。



梁志麟

【四、利率篇】

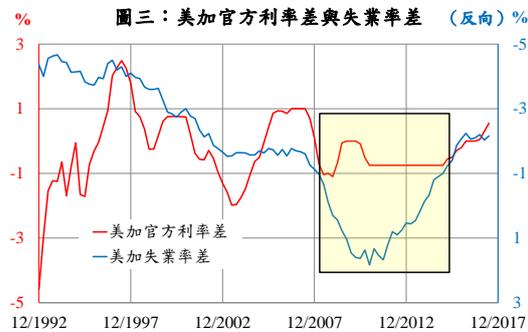
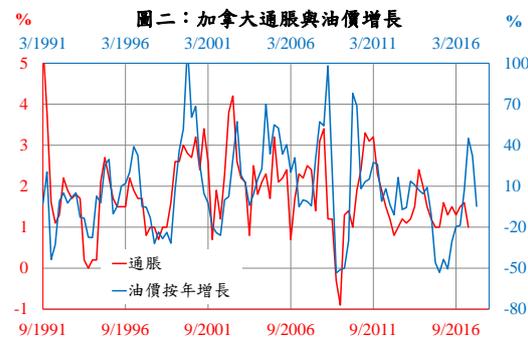
不理通脹疲 加息緊貼美

踏入9月，全球八大主要央行均舉行議息，美國加息步伐或較原定緩慢，歐洲及英國加息意欲比上季回落，澳紐儲備銀行均表示短期內維持官方利率不變，日銀堅持推行寬鬆貨幣政策無疑，然而目前利率期貨顯示最快可能再加息的，竟然是加拿大銀行。

先看基本面條件。論通脹，其走勢主要受食品及油價按年增長影響。圖一顯示，加拿大通脹近期明顯回落，而食品價格按年增長約領先通脹一個季度，目前前者繼續下行，相信通脹仍面臨下行壓力。換上油價，圖二可見其按年增長領先加拿大通脹約兩個季度，同樣預示通脹未見升溫壓力。基於通脹層面來看，加拿大其實沒有加息壓力。

因此較大可能是加拿大銀行想緊隨聯儲局踏入加息週期，從兩者官方利率與息口調整兩大指標——失業率及通脹的分別或有進一步啟示。圖三顯示美加官方利率差與失業率差的走勢，可見兩者關係不大，尤其是自金融海嘯後，更出現背離（黃框）。

再換上美加通脹差與官方利率差比較，圖四可見兩者關係明顯比圖三強。美加通脹差近季出現回落，由於美國核心通脹繼續下行而加拿大核心通脹升溫，推使加拿大就算在整體通脹面臨下行壓力下仍在7月意外率先加息。由是觀之，推斷加拿大央行加息與否，是基於加拿大通脹相對美國通脹而定，而非加拿大自身通脹水平。因此，若然本月美加通脹差進一步下跌，相信加拿大銀行最快如市場預期般10月加息1/4厘。



袁沛儀

【五、匯市篇】

風險回升利商品 澳加幣或見反彈

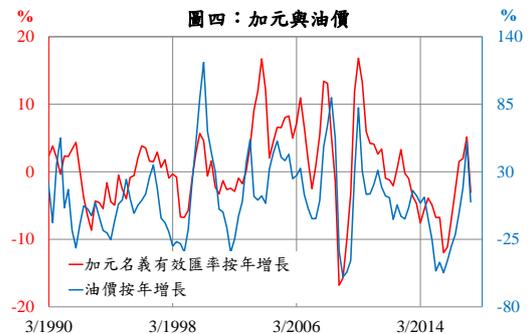
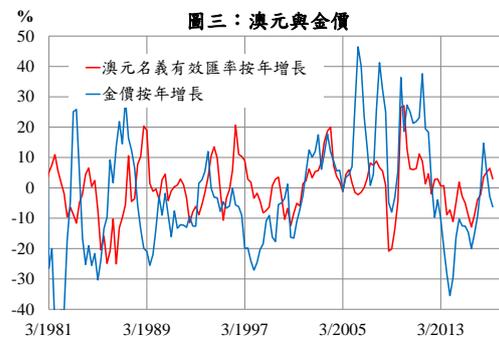
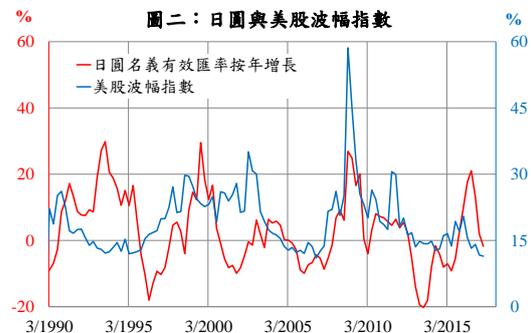
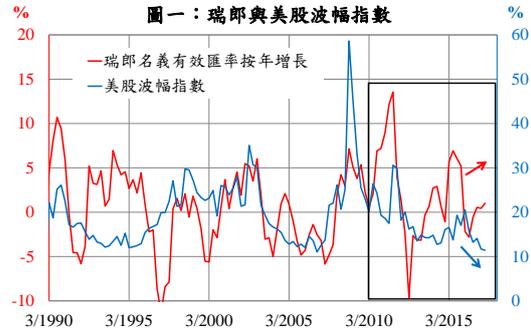
北韓多次發射導彈，料地緣政治局勢緊張在未來無間斷發生，市場避險情緒回升，利好一眾避險資產及商品，間接影響匯市短線走勢。

先看傳統避險貨幣——瑞郎及日圓。圖一可見瑞郎名義有效匯率按年增長與美股波幅指數走勢在金融海嘯前大約一致，但兩者關係在金融海嘯後漸失，近年兩者走勢更見背離。由此推斷瑞郎走勢漸不受避險情緒主導，料美元兌瑞郎在 0.95 與 0.97 區間上落。

再看日圓。圖二可見日圓名義有效匯率按年增長與美股波幅指數呈更密切正比關係。縱使日銀維持寬鬆貨幣政策，但在短線地緣政治風險下，日圓下行空間有限，料美元兌日圓 111 見重要阻力。

風險回升利好商品價格，尤其是黃金，間接利好商品貨幣。圖三可見，澳元名義有效匯率按年增長與金價按年增長大致上同升同跌。在金價前景看好下，料其按年增長回落將見放緩，間接利好澳元。縱使澳洲儲備銀行暗示短期內維持貨幣政策不變，但在金價帶動下，料澳元兌美元有機會重返 7 月高位 0.81。

至於油價，其按年增長與波幅指數只出現階段性同向，因此避險情緒回升對油價暫時沒有直接影響。不過利比亞最大油田關閉，估計油組油產量大幅下降，利好油價反彈。在圖四顯示加元名義有效匯率按年增長與油價按年增長呈正比關係下，料美元兌加元試破 1.24。



袁沛儀

## 【 六、商品篇 】

## 留意天然氣價格反彈

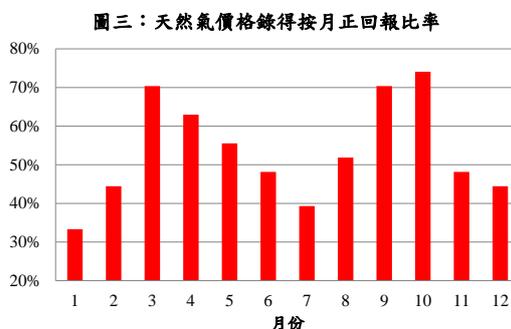
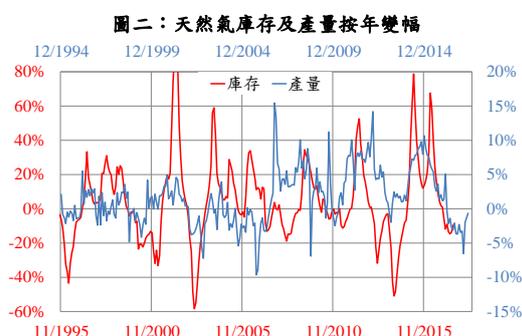
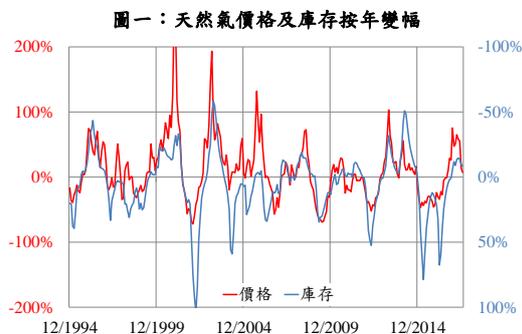
近年各國講求潔淨能源，令天然氣的需求上升，但今年天然氣價格累積下跌 20%，落後基本金屬及其他能源價格，究竟天然氣價格能否收復失地？讓我們從基本面、往績及技術上分析天然氣價格前景。

要分析天然氣價格走勢，當然先將價格及庫存作比較。圖一顯示天然氣價格跟美國庫存的按年變幅，兩者走勢同步及呈相反方向，似乎庫存升跌是決定天然氣價格的重要因素。

要預測庫存升跌，很自然會將天然氣供求作比較，不過市場上的需求資料有限，只好將庫存跟產量比較，圖二顯示產量按年變幅跟庫存升跌成正比，並且領先約 11 個月。這情況下，天然氣庫存有機會出現先跌後回升，價格亦將會出現先升後回。

從往績上，天然氣價格的確有短線回升的機會。受到氣井及輸氣設施定期維修的影響，自 1995 年至今，價格於 9 月及 10 月份錄得正回報的機會率超過 70%，當中 9 月份單月升幅最高曾錄得 63%，而最大虧損只有 10%，10 月份亦曾錄得 47% 最大升幅，最大跌幅為 13%，似乎往績上 9 月及 10 月份買天然氣價格反彈是值得一試。

至於技術走勢方面，圖四顯示天然氣價格自去年年底起一直受制於下降趨勢線。如果投資者有意投資天然氣，不妨先等待價格突破下降趨勢線確定轉向，才作趁低吸納。



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。