

交銀金融

2017 年 10 月號 第 112 期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 英國通脹高企不利經濟，消費、投資、就業及收入將轉弱

 - 二、樓市篇 • 大話怕計數，計計本港樓市供求及其前景，依然難解樓價

 - 三、股市篇 • 環球股市均造好，港股相對估值低，公用股回報優宜吸納

 - 四、利率篇 • 聯儲局縮表對美債拆息影響不大，息率走勢還看基準利率

 - 五、匯市篇 • 待紐西蘭政治不明朗因素消除後，預期紐元將追加元落後

 - 六、商品篇 • 商品價格與美國及新興股匯關係明顯，新興幣參考值最高
-

環球國家將繼續維持穩定增長，當中加拿大經濟將在年底前繼續跑贏其他主流國家。不過受到基數效應的影響，預期明年初歐元區及加拿大經濟增長將出現放緩。

自 4 月起本港樓價按年升幅每月皆達兩成。對上一次按年升兩成是 2015 年中時，持續五個月，再對上一次即 2012 年持續三季。目前已有放慢跡象，料會至單位數。

市場避險情緒明顯放緩，投資者繼續 risk on 投資模式，料道指上試 22,700 點，標指上試 2,570 點。恒指表現優，加上估值低料吸引更多資金流入，上試 28,380 點，國指上試 11,450。十九大會議將於本月舉行，料利好內地股市，滬深三百上試 3,930 點。

貨幣政策正常化逐步漫延至其他主流國家，除了聯儲局及歐洲央行分別於年底前加息及減少量寬規模外，通脹高企亦很大機會迫使英倫銀行於年底前加息。另外，預期加拿大經濟增長強勁亦會支持央行在年底前再加息一次。港元拆息亦料緊貼美元拆息。

聯儲局貨幣政策正常化步伐較市場預期為快，料對美匯指數有支持作用。留意一旦指數突破 94 水平，技術上將確認由年初起的下跌浪已形成底部，美匯指數將逐步上試 96 水平。預期英倫銀行年底加息，英鎊走勢將較歐元為強，料匯價整固後上試 1.38。

土耳其警告切斷伊拉克輸油管，加上油組很大機會延長減產，料支持紐約期油上試 54 美元。美元回穩及市場對朝鮮局勢免疫，料限制金價在 1,260 與 1,310 美元上落。

【一、經濟篇】

英國高通脹不利經濟及就業

英國日前公佈 8 月份按年通脹升至 2.9%，遠高於大部分已發展國家。通脹上升除了迫使英倫銀行有意在未來數月加息外，對經濟會否帶來什麼影響？

經濟學的需求定律，正體現在英國的經濟增長及通脹身上。圖一顯示按年經濟增長及通脹大致呈相反方向，通脹走勢亦領先經濟增長約兩個季度，似乎未來英國經濟增長有進一步放緩的風險。

聚焦經濟增長中的兩大範疇私人消費（C）及投資（I），圖二顯示通脹跟英國家庭消費及投資增長的關係，結果顯示前者領先後兩者約兩個季度，而且是反比的關係。要留意的是，同一通脹上升幅度對投資增長的影響較對消費增長的影響為大。

通脹上升除了不利經濟外，對就業市場同樣帶來負面影響。圖三顯示英國就業增長及通脹的關係，結果顯示兩者走勢呈反方向，通脹並領先就業增長約八個月。隨著通脹上升，英國就業市場亦會面對衝擊。

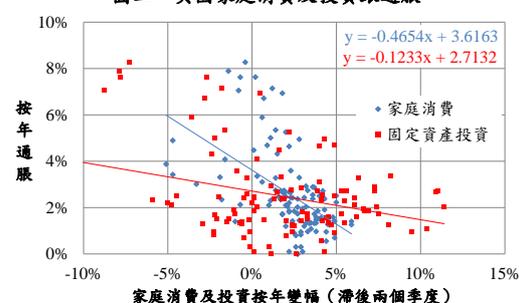
另外，通脹上升亦會打擊英國收入。圖四顯示通脹及平均週薪增長呈相反方向，通脹領先週薪增長約七個月，似乎未來英國收入增長有下行壓力。

總括而言，英國通脹上升所帶來負面影響，將逐漸在經濟、就業及收入上浮現。

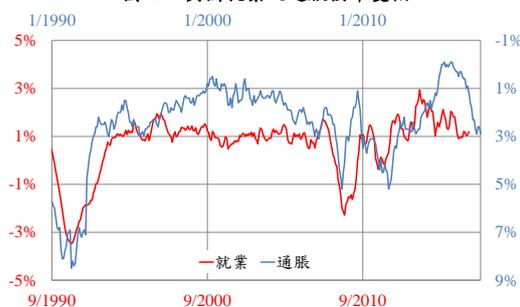
圖一：英國按年經濟增長及通脹



圖二：英國家庭消費及投資跟通脹



圖三：英國就業及通脹按年變幅



圖四：英國平均每週收入及通脹按年變幅

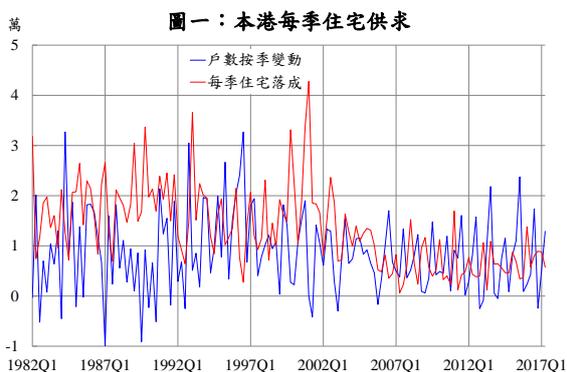


梁志麟

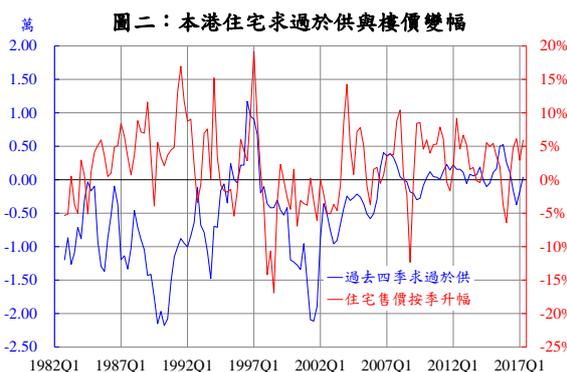
【二、樓市篇】

供求平衡升不斷 他朝過剩怎麼算

本港的樓貴問題困擾多時，有一派會歸咎於供求失衡。曾經指出，本港單位總數與住戶總數皆二百幾萬，但前者多出後者稍逾一成，這廿幾萬，即使扣除計漏的劏房也應是供求平衡而夠數的。不過坊間多不會如斯計存量數字，而反而是着重於流動數據。

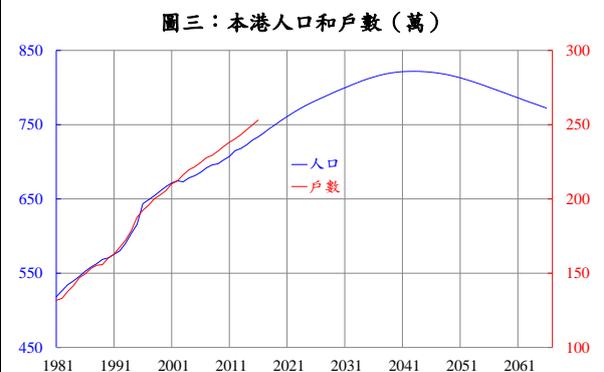


我們也不妨計一計流動數字。圖一顯示本港每季住宅落成，對應戶數按季變動——即供、求數字。驟眼所見，情況不似得1990或2000年代初期般明顯供過於求，目前是供求大致平衡，只是說不上綽綽有餘矣。

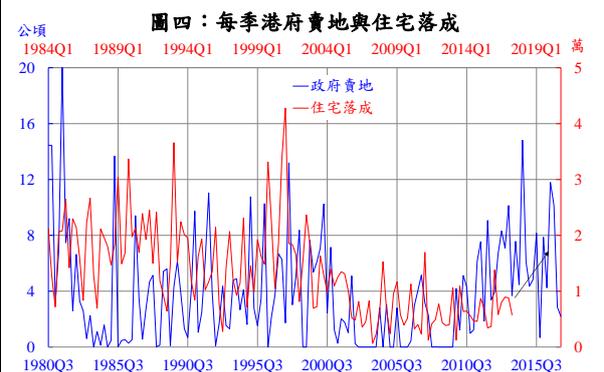


這套供求流動數字照理可解釋樓價，但要稍作計算。圖二將求減供（取四季移動平均以去除波幅）與住宅樓價按季升幅比較，可見過去十年在供求平均平衡下，樓價呈近5%的平均升幅，高於同期平均通脹3.2%。由此可見，純粹供求似乎不足以解釋樓價的升幅，多出升幅可能是投資或炒出來的。

到底，住宅的使用需求還看住戶總數。戶數與本港人口多少有關，後者除以前者是每戶平均人數。近年家庭零碎化，後生的愛「搬出來住」，離婚率升，這都解釋到緣何每戶平均人數經年趨跌。不過，近十年數字顯然跌得慢了，目前已至2.8之紀錄新低，還有幾多下跌空間？當每戶貼近2.0人時，即不生育，人口勢必見頂，正如圖三的官方人口所推算，戶數看來不易突破300萬。



戶數前景一般，但房屋供應卻不見得會很差。坊間常說無地，但從圖四的政府住宅賣地及滯後三年半（建築期）的住宅落成，不難推算，未來兩、三年供應不會太差。



既然需求前景不及供應前景般好，樓價持續高速上升顯然不見得合理。只是不合理的事情可以維持一段頗長時間，才会有目前習非勝是之樓價與供求誤解。

羅家聰

【 三、股市篇 】

港股強勁估值低 公用股值得吸納

全球股市今年一片牛氣，形成近年較罕見的長期升市，縱使近月較多地緣政治局勢緊張的消息，但仍似乎無礙市場 risk on 投資模式。

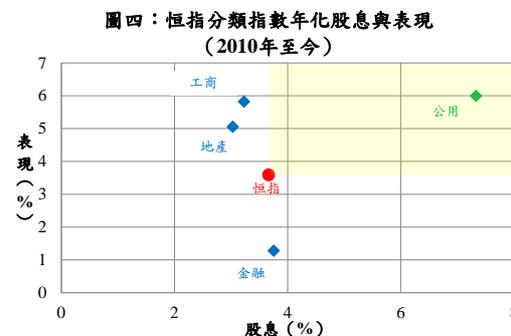
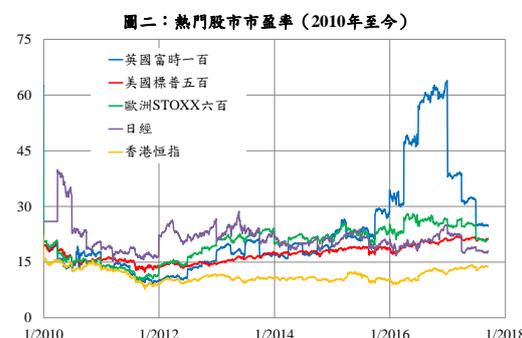
從圖一可見港人較為熟悉的五大股市，大部分穩步上揚，只有本港恒指升勢最為凌厲，大幅拋離美股，年初至今增長高達兩成六，加上港匯近日轉強，資金重返港股。踏入第四季，港股表現似乎能在高位靠穩，分析股市估值及股息或有更多啟示。

論股值，圖二可見五個熱門股市走勢也相近（撇除英國公投脫歐後，英鎊大幅貶值影響估值走勢部份），然而其中港股恒指估值最低，對資金流入有一定的吸引程度。

再看回報。圖三可見港股股息水平竟然與歐英股市非常貼近，相反美股回報沒有那麼可觀。由是觀之，若以投資角度而言，港股相對較抵買，加上回報較高下，港股其實值得吸納。

不過恒指覆蓋的企業種類不多，若細看成份股，圖四顯示其四大分類指數自金融海嘯後的股息及表現比較，可見在樓價瘋癲下的地產股的股息其實不太吸引；相反，核心行業如公用股無論表現及回報均跑贏大市，可值得考慮長線投資這些板塊。

綜觀目前全球走勢，在美國經濟遜預期，國際資金自然到處流竄，香港經濟基本面較為出眾，有利股市繼續跑贏其他熱門股市。



袁沛儀

【 四、利率篇 】

縮表對息率影響有限

聯儲局日前宣佈於10月開始縮表，市場人士擔心美國債息及美元拆息將被推升，究竟縮表對債息及拆息將會帶來多大影響？長息還是短息所受的影響較大？

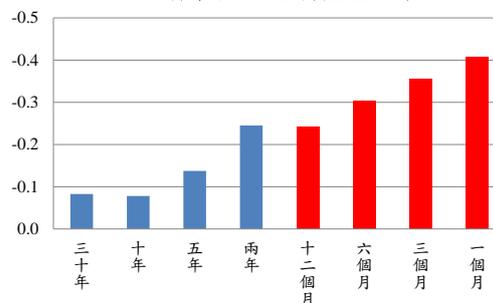
圖一顯示美國債息（藍色）及美元拆息（紅色）跟聯儲局資產按年變幅的關聯性，結果顯示五年期以上的關聯性極低，兩年期或以下的債息及拆息隨著年期縮短，跟聯儲局資產的相關性增加，當中以一個月拆息最為明顯，大約-0.4。

不過直接將一個月拆息跟聯儲局資產的按年變幅作比較，結果顯示整體關係並不密切，如圖二所示，只是在個別時期較佳，例如在2001年及2008年金融海嘯期間。

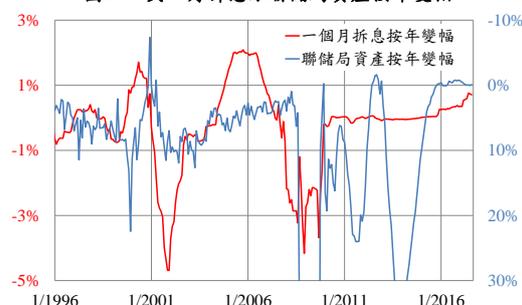
談到美元拆息，讀者可能更關心港元拆息，因為與供樓開支息息相關。圖三顯示港元一個月拆息跟聯儲局資產的按年變幅，除了在2001年至2005年期間兩者的走勢較為密切外（當時相關係數為-0.39），其他時間兩者上落沒有太大關係，反映聯儲局收水不一定推高港元拆息。

如果投資者擔心縮表推高拆息，倒不如回歸基本步，觀察聯儲局基準利率的走勢，始終利率是推動短期拆息的主要動力來源，如圖四所示。在聯儲局最新的息率預測中，成員預期今年底加息一次，明年加息三次，2019年加息兩次，似乎未來一兩年的美元及港元一個月拆息將會上升。

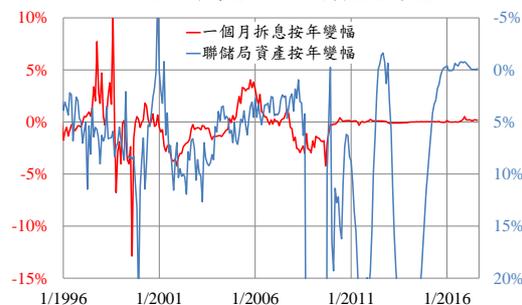
圖一：美債拆息跟聯儲局資產變幅關聯性



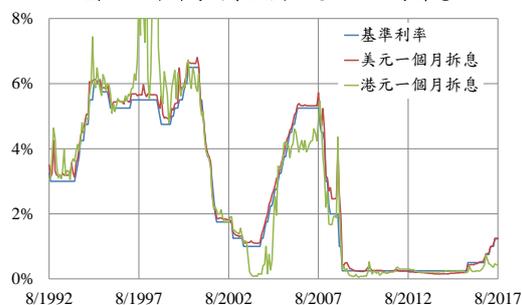
圖二：美一月拆息跟聯儲局資產按年變幅



圖三：港一月拆息跟聯儲局資產按年變幅



圖四：聯儲局利率及美元港元一個月拆息



梁志麟

【五、匯市篇】

紐元有機會追落後

加拿大央行連續在7月份及9月份的議息會議中宣佈加息 25 點子，令市場喜出望外，息率上升令加元近期跑贏澳紐元，如圖一所示。投資者除了留意加元的上升空間外，更為關心是澳紐元會否「追落後」，就讓數據為大家解答。

圖二顯示自 1988 年澳洲及加拿大的按年經濟增長差，和澳元兌加元按年變幅作比較。結果顯示兩者的系數為 1.27，而澳元兌加元的走勢較經濟增長滯後兩個季度。如果將最近 GDP 代入算式中，得出澳元兌加元第三季的合理值為 0.9893，跟現價沒有明顯差距，似乎澳元追落後有一定難度。

圖三比較紐西蘭及加拿大的按年經濟增長差，和紐元兌加元的按年變幅。結果顯示系數高達 1.83，紐元兌加元較經濟增長滯後一季。如果將最近 GDP 代入算式中，得出紐元兌加元第三季的合理值為 0.9221，較現價高出 2.3%。似乎紐西蘭大選過後，待新政府成立令政治不明朗因素解決後，紐元有機會出現追落後的情況。

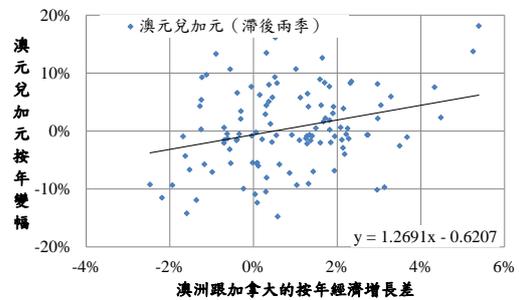
讀者可能好奇，如果將澳洲及紐西蘭的經濟增長差跟澳元兌紐元比較，會得出什麼結果？

有趣的是，如圖四所示，澳元兌紐元領先澳洲及紐西蘭經濟差約一個季度，而並非滯後，因此不能從中推算澳元兌紐元的合理值，相反卻能推算出第三季紐西蘭按年經濟增長將落後澳洲 0.46 個百分點。

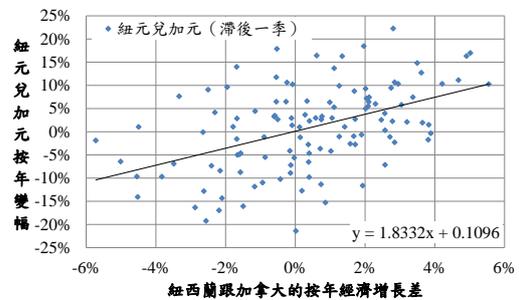
圖一：澳紐加元今年年中至今表現



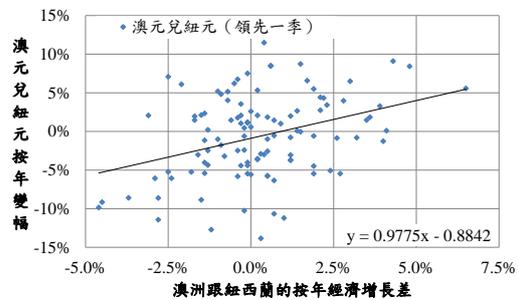
圖二：澳洲及加拿大經濟增長差和匯價變幅



圖三：紐西蘭及加拿大經濟增長差和匯價變幅



圖四：澳洲及紐西蘭經濟增長差和匯價變幅



梁志麟

【六、商品篇】

股匯商品找關係 最強選數新興幣

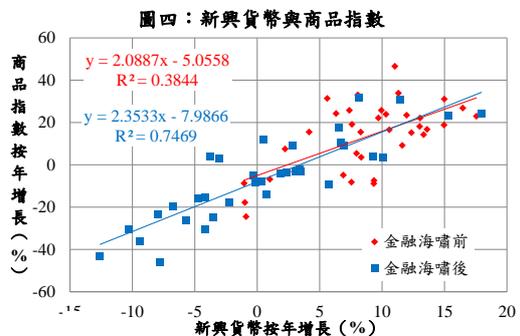
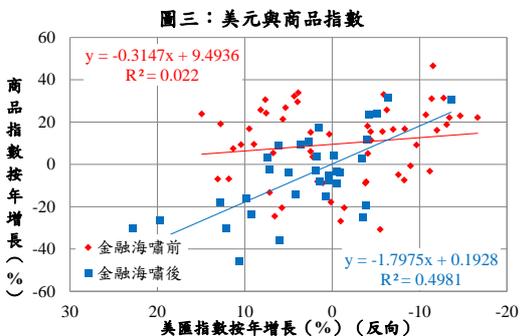
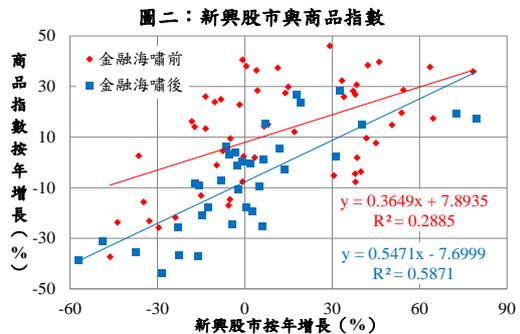
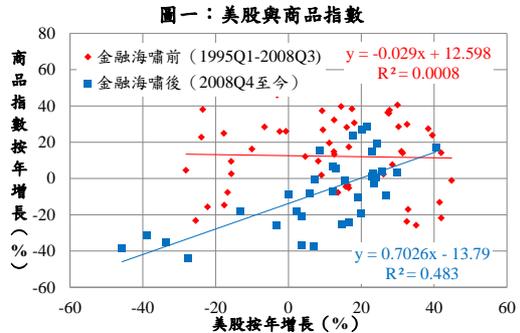
CRB 商品指數年初至今走勢先跌後回穩，其中金屬表現更勝能源及農產品。那麼後市去向如何？今文從股市及匯市尋找商品走勢線索。

先看股市與商品表現關係。圖一可見 MSCI 美國股市按年增長與商品指數按年增長的關係截然不同——在金融海嘯前，兩者關係不太強，然而金融海嘯後兩者才呈較強正比關係。若把美股換上新興股市，得出圖二，可見 MSCI 新興股市指數按年增長與商品指數按年增長無論在金融海嘯前後均呈一致性的正比關係。

再看匯價與商品關係。圖三可見美匯指數按年增長與商品指數按年增長的反比關係在 2009 年第四季才進一步轉強，此現象與圖一美股雷同。至於 MSCI 新興貨幣按年增長，圖四可見在整體觀察期與商品指數按年增長的正比關係及強度幾乎一樣。

綜合四圖可見，自聯儲局及其他央行在金融海嘯後不斷注資市場，熱錢氾濫下資金自然流向商品並作為冒險資產及另類投資，因此各類資產價格同向關係日漸明顯。而新興市場的生產商以金屬原材料為主，因此當商品價格下降，原材料企業利潤減少，股價自然回落，反然亦之。

由是觀之，上述四項均可作商品價格參考指標，不過商品價格與新興市場貨幣的關係最為密切，參考價值最高。新興貨幣年至今增長高達一成，相信商品本年總表現將見造好，CRB 商品價格指數 117 見重要支持。



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。