

# 交銀金融

2017 年 11 月號 第 113 期

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 從內需及經濟角度看勞工市場，歐洲就業前景應比英國好

---

  - 二、樓市篇 • 供求及按揭利率均顯示澳洲樓價將轉弱，投資澳樓要審慎

---

  - 三、股市篇 • 恒指破了 7 字尾年 10 月秣的三次宿命，升到幾時升至哪？

---

  - 四、利率篇 • 聯儲局加息預期高，加上料金管局將再抽資，港息將上揚

---

  - 五、匯市篇 • 待紐西蘭政治不明朗因素消除後，料紐元將回升至合理值

---

  - 六、商品篇 • 黃金與美元匯價相關及決定系數高，預示金價前景較黯淡
- 

參考全球股市走勢繼續溫和上揚，料全球主要經濟體經濟增長保持穩健；其中加拿大經濟增長維持較高水平；而日本內需明顯回升，料其經濟增長走勢亦較為顯著。

澳紐加英的樓市均有進一步轉弱跡象，雖然香港一手樓的需求仍然強勁，但要留意港元拆息逐步上升，供樓成本增加將令香港樓市在明年面對下行壓力。

港股無論在基本或技術因素看皆難以大幅偏離現水平，明年初前大跌機會雖不大，但升穿 30,000 點的機會亦不大。美元中短期向好下，美股料同進上落格局但較港股強，道指料在 24,000 點前上落，標指在 2,600 點，而納指則受惠科技概念料逼 7,000 點。

美國通脹溫和上升，支持聯儲局年內再次加息 1/4 厘，相信港息將跟隨美息上升，料一個月及三個月港元拆息分別上試 1.0 及 1.2 厘。相比下，歐洲央行雖然決定減少買債規模但延長購買時限，料利率政策在短期內維持不變；紐西蘭則由中性轉向鴿派。

歐洲央行一如市場預期縮減量寬，但鴿派政策取態將令歐元逐步下試 1.13 水平。歐元轉弱、美國數據理想及聯儲局加息將帶動美匯指數上試 96 水平。雖然近期政治不明朗令紐元急跌，但預期恐慌情緒消化，匯價在 0.68 至 0.70 整固。

全球主要政局回穩，市場避險情緒極低，料金價下試 1,260 美元，白銀下試 16.10 美元。投資者觀望油組本月底會否正式宣佈延長減產協議，油價在 55 美元附近上落。

## 【一、經濟篇】

## 英國就業前景不及歐元區

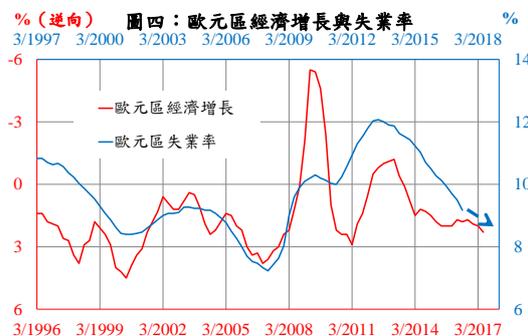
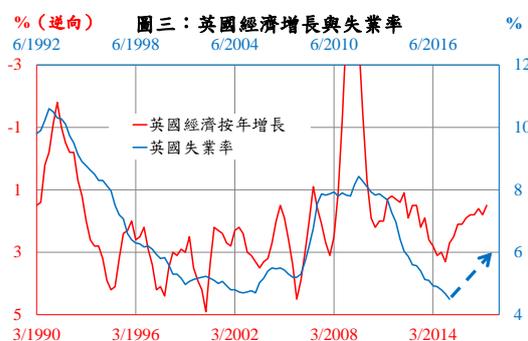
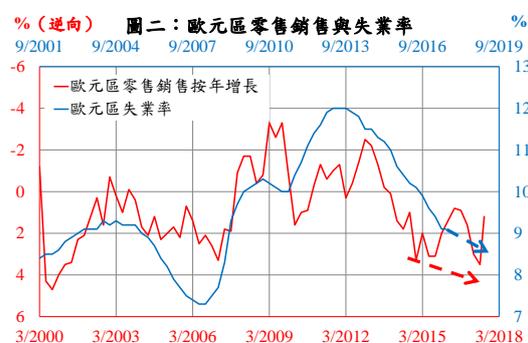
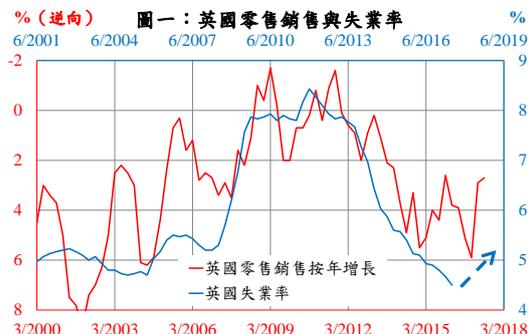
市場近月一直緊貼歐盟與英國脫歐談判進展，雖然經過五輪博弈但仍未見突破。撇除比較難測的政治因素，本文從基本面預測一下兩地的勞工市場前景。

由於重要發達經濟體都是側重於第三產業，市民投身職業自然偏向服務業為主。然而零售銷售表現將會影響企業盈利及聘請狀況，進而影響失業率。因此從圖一可見，英國零售銷售按年增長與失業率走勢有著密切反比關係，而零售銷售按年增長的影響更反映在約五個季度後的勞工市場上。英國內需在近年見小幅放緩，由此預計英國失業率目前處於低位後將見回升。

若然換上歐元區數據，得出圖二。當地零售銷售按年增長走勢領先失業率反向水平約六個季度。歐洲內需見輕微升溫，因此料歐元區失業率在短線仍能繼續探底。

除了內需，經濟環境同樣會影響企業表現因而間接影響聘請狀況。因此圖三可見，英國經濟增長與失業率也呈反比及先後關係，失業率正反映著九個季度前的經濟增長狀況。英國經濟增長在過往三年出現回落，因此其失業率在未來兩年多應見回升。同樣地換上歐元區數據，圖四可見當地的失業率反向走勢反映著四個季度前經濟增長狀況，而歐元區目前處於經濟復蘇期，因此推算失業率將繼續下降。

因此，雖然在脫歐談判無進展下，無論重從內需或經濟增長層面來看，相信歐元區的就業市場前景比英國稍微樂觀。



袁沛儀

## 【二、樓市篇】

## 澳洲樓市有轉弱跡象

澳洲儲備銀行上月發表議息紀錄指出樓價出現回落，並預期房屋庫存升幅將超過人口增長，似乎當局對樓價前景較為保守。

事實上，雖然圖一顯示澳洲當局於2015年收緊按揭規管後樓價按年增長出現放緩，但在悉尼及墨爾本的樓價帶動下，近期整體樓價增長再次加快，不過布里斯班及柏斯的樓價明顯較前者落後。

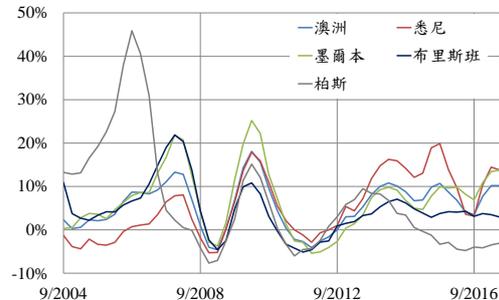
可是樓價升勢似乎難以進一步加快。圖二顯示澳洲樓價及悉尼和墨爾本售樓的按年變幅，結果顯示樓價走勢落後售樓約兩個季度。隨著兩大城市的房屋銷售明顯下跌，澳洲樓價升幅有向下調整的壓力。

另一方面，圖三顯示澳洲樓價及建築許可的按年變幅。縱使近年的調控措施導致兩者的關聯性有所降低，但整體走勢呈相同方向，建築許可領先樓價約一個季度。由於建築許可自2014年減少，加上當地調控樓市政策，這些皆不利澳洲樓市前景。

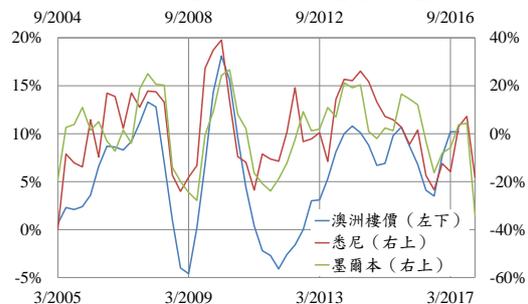
最後，從供樓成本的角度上，樓市轉弱似乎在所難免。圖四顯示樓價及按揭利率的走勢，兩者呈相反方向，按揭利率更領先樓價約三個季度。雖然澳洲儲備銀行暫時未有加息的需要，但近期按揭息率見底回升，這難免限制樓價後市的表現。

總括而言，各項需求、供應及利率指標均顯示澳洲樓價有轉弱壓力。對於持有澳洲物業的投資者而言，是時候考慮獲利離場，轉投資金至其他資產上。

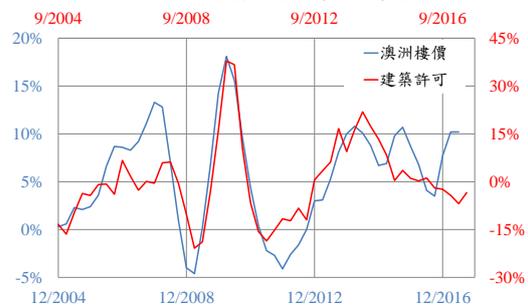
圖一：澳洲及當地四大城市樓價按年變幅



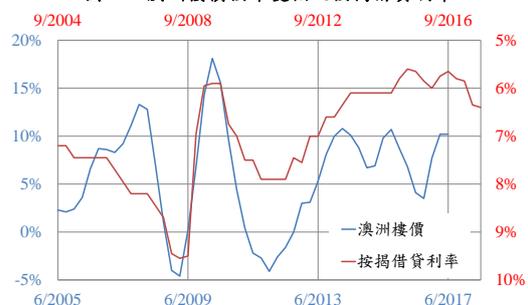
圖二：澳洲樓價及兩大城市售樓按年變幅



圖三：澳洲樓價及建築許可按年變幅



圖四：澳洲樓價按年變幅及按揭借貸利率



梁志麟

【三、股市篇】

三萬點見危 頂多升三季

恒指已臨三字頭，十年前的高位在望。月報討論的是一個月展望，四點萬太遠了。年初至今，恒指尚未出現一次像樣的調整（如去年第四季的）。短線而言有否危險？

圖一：恒指市盈率及其趨勢通道



先看基本因素。恒指歷史市盈率在 15 倍，剛處貪婪的 20 倍和恐慌的 10 倍中間，照理安全，升市只行了一半。但圖一可見，市盈率自科網泡沫至今呈向下迴歸趨勢，以 15 為橫行趨勢中軸的假設其實並不準確。若以跌勢為中軸，取 95% 正負兩個標準差，即見市盈率其實已近約 18 倍的通道上限。這樣看來，恒指已逾偏貴的一個標準差。

圖二：美港息差與美港股商



基本因素呈偏貴，資金因素又如何呢？將三個月期的美元拆息減港元拆息，再配對恒指除以標指比例，圖二可見去年初至今的升市大概吻合資金因素。在加息初期，港息確無跟足美息。不過近期金管局已挾拆息，

港息難以再持續低於美息，甚至反而收窄；事實上過去一季已見此象。未來港股走勢，看來頂多跟貼美股，但卻難以跑贏美股。

圖三：恒指短期對數通道



要看短線有否調整壓力，則可有二法。圖三顯示恒指短期對數通道，因僅涵蓋去年初起的升浪，故直線通道亦不失其準確性。如圖所見，目前已屆通道中軸以上的一個標準差，上限 29,600 點。眾所周知，觸及或升穿通道便有大調整，故 30,000 點上下將出現大調整，跌回通道底部即 26,000 點。

圖四：七年一季前後的恒指波幅



至於時間，則可參考七年許前後的恒指波幅拼圖。圖四顯示，像樣的波幅抽升（即恒指大調整）要待明年中；較近的稍微抽升在明年 2 月。基於調整多介乎一、兩個月，到底恒指短線見頂是於明年 1 月定是 5 月，還是這兩個月皆會見頂調整？拭目以待。

羅家聰

## 【 四、利率篇 】

## 外圍內圍看港息 均見短線拆息升

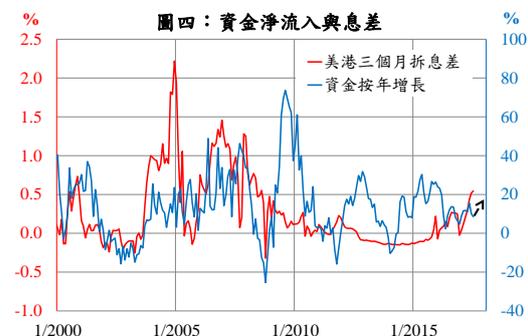
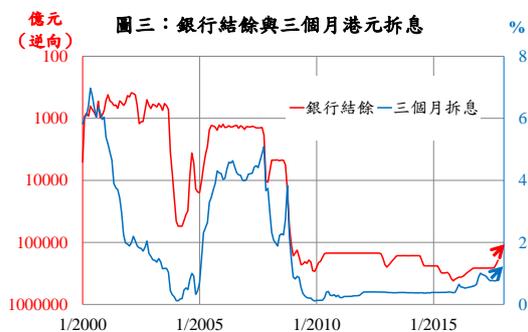
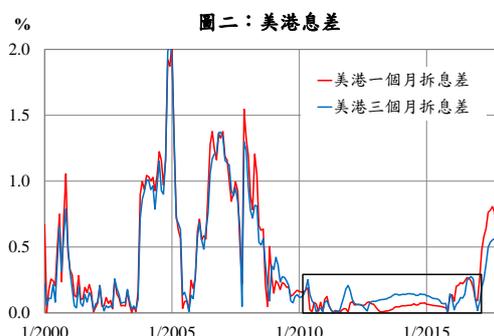
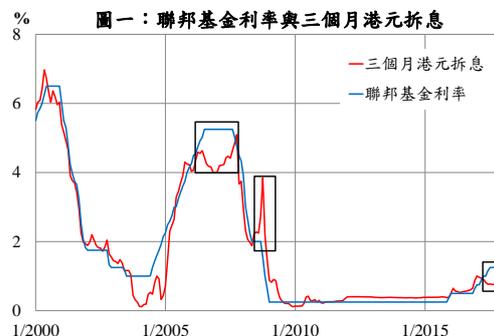
聯儲局於今年3月及6月加息時，港元拆息走勢沒有跟隨上行，然而距離市場預期聯儲局下次加息尚約一個多月，港元拆息去向如何？

先看外圍因素。美國官方利率與三個月港元拆息整體而言走向一致，雖然圖一顯示兩者三度出現背馳，但只屬短線。美國目前處於溫和加息週期，短線而言港元拆息理應穩步上升，但繼續處於近十年的低位。

再看美元與港元拆息差，圖二黑框可見無論一個月或是三個月拆息差，自金融海嘯後一直貼近0%，但由於香港銀行在2015年底資金非常充裕，港元拆息未有跟足美元拆息，兩者之差才見回升。

本地因素而言，金管局於8月及9月均增發外匯基金票據，而圖三可見香港銀行結餘水平與港元三個月拆息只呈明顯反比關係。投資者目前觀望金管局將再次宣佈下批票據發行，料在這預期下，估計香港銀行結餘將階段性重返約三年前的低位，港元一個月及三個月拆息分別邁向1.0厘及1.2厘或更高水平。

另外，香港資金淨流入按年增長與美港三個月拆息差關係密切，圖四可見兩者整體走勢同向。近期港股表現牛皮，相信資金淨流入按年增長放緩，料美港三個月拆息差將見回落。由是觀之，無論內、外圍因素影響下，只要美元與港元掛鈎，美港息差中長線應見收窄，相信港元拆息短線將見回升。



袁沛儀

## 【五、匯市篇】

## 從數據看紐元合理值

紐元近期的表現可用慘不忍睹來形容。圖一顯示主流貨幣兌美元年中至今及本季度的表現，紐元受到早前大選及新政府上場的不明朗因素影響，恐慌情緒急升令紐元持續向下，並逼近今年5月低位 0.6820。作為理性投資者，與其受市場情緒左右，倒不如從經濟數據看紐元合理值。

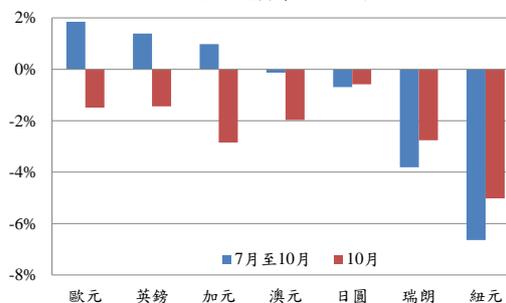
圖二比較自 1988 年紐元兌美元按年變幅及紐美按年經濟增長差，結果顯示兩者呈正相關性，後者領先前者約兩個季度。若將數據代入迴歸算式中，得出本季的紐元合理值為 0.7240，高於現價約 6%。

至於圖三是比較紐元兌美元按年變幅及紐美按年通脹差，兩者同樣呈正相關性，後者領先前者約四個季度。若利用圖中的迴歸算式推算今年底的紐元合理值，將得出 0.7120，高於現價約 4%。

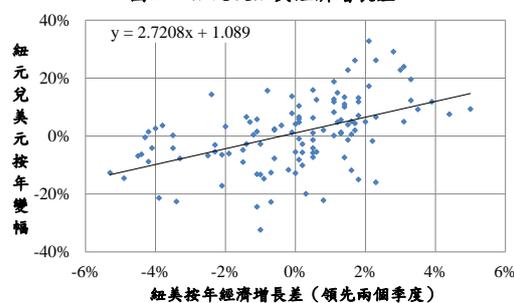
最後，我們將紐元按年變幅跟紐美失業率作比較，如圖四所示。結果顯示兩者走勢同步及呈相反方向。如果將數據代入圖中的迴歸算式，將得出紐元的合理值為 0.7170，高於現價約 5%。

綜合上述分析，無論是從紐美經濟增長差、通脹差或失業率差，均顯示紐元的合理值介乎 0.71 至 0.73 水平。隨著市場逐步消化政治不明朗因素的負面影響，恐慌情緒逐漸降溫下，估計紐元反彈至上述的合理值將指日可待。

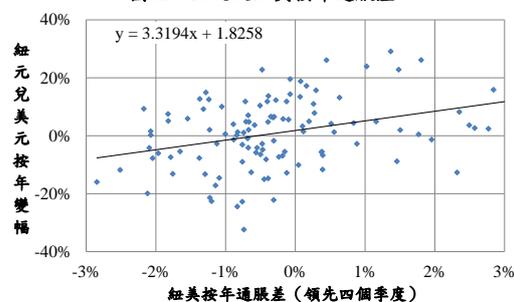
圖一：各主流貨幣兌美元表現



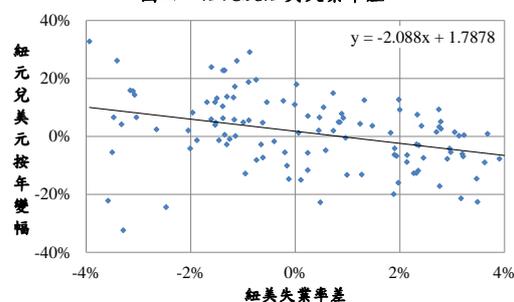
圖二：紐元及紐美經濟增長差



圖三：紐元及紐美按年通脹差



圖四：紐元及紐美失業率差



梁志麟

## 【 六、商品篇 】

## 股匯債市看黃金 金價前景不太強

近期全球雖然發生較多政治風險事件，如西班牙政局、北韓地緣政治威脅、紐西蘭政局出現變化等等，但市場避險情緒不高，金價轉弱。那麼後市將見回升麼？

與其預測難以測準的市場波動，倒不如看看其他資本市場（美股匯債市）的變化如何影響金價，從而推算其後市方向。若根據圖一顯示美股按年增長與金價按年增長的反比關係，在目前美股踏入新一輪業績期，相信仍會處於慢升狀態一段時間，料金價仍面對下行壓力。

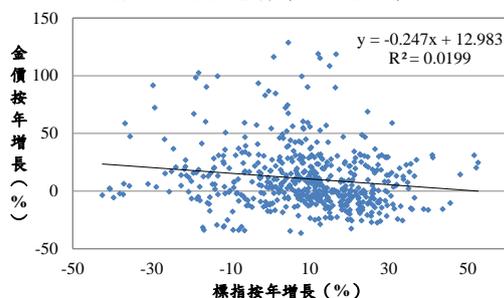
再換上美元名義有效匯率按年增長看金價增長，從圖二可見同樣呈反比關係，值得注意的是無論匯價增長的相關性及決定性均高於股市增長。因此若預測金價走勢，美元匯價走勢參考值較高。

市場憧憬稅改計劃能成功推出，為美元前景帶來提振作用，加上通脹繼續溫和升溫，支持聯儲局穩步收緊貨幣政策，相信美元短線仍能在上升軌內行走。在這前提下進一步利淡金價。

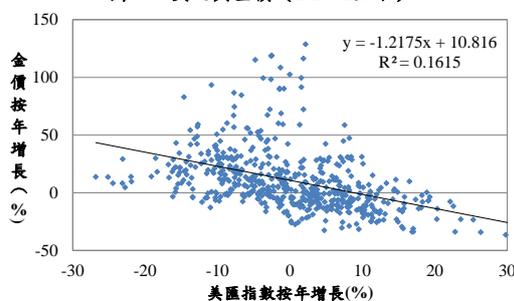
最後換上美國十年國債孳息數據，圖三可見無明確關係，加上其決定系數卻是在三類金融市場內最低，因此難以國債孳息走勢解釋及預測金價增長，參考價值較低。由是觀之，可見金價前景仍然較為黯淡。

圖四可見其實金價年初今呈溫和升勢，技術上料尚有下行空間，估計下試1,260美元，1,310美元見重要阻力。

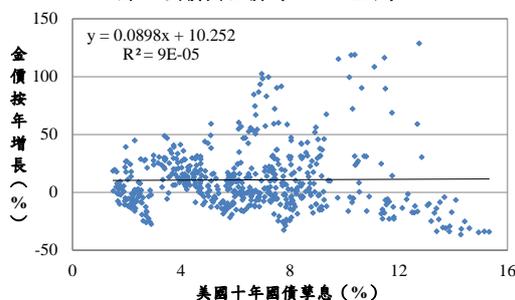
圖一：美股與金價（1/1971至今）



圖二：美元與金價（1/1971至今）



圖三：美債與金價（1/1971至今）



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。