

交銀金融

2017 年 12 月號 第 114 期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 商品價格及信心回升利好澳洲投資，經濟及薪金增長加快

 - 二、樓市篇 • 美國三十年期按息將升，無論一手及二手樓價升勢均放緩

 - 三、股市篇 • 息差收窄將不利恒指大小型股，唯難確定對中型股的影響

 - 四、利率篇 • 儲局看的通脹與就業中，後者較能測利率，明年料加兩次

 - 五、匯市篇 • 日股技術未見轉向信號，加上美日息差拉闊，料日圓偏弱

 - 六、商品篇 • 油組減產拉低美油庫存，但減產無加大，油價再上機會微
-

全球股市造好反映主流國家經濟仍穩步增長；要留意美國非農職位按年增長逐步減慢，失業率再下跌空間不大；日本經濟數據轉好，但薪金增長及通脹未見改善跡象。

美國樓價雖然未見頂，但按年增長有所放緩。隨著貨幣政策日趨收緊，按息隨上，供樓成本增加將使樓市在來年面對更大下行壓力；受亞洲投資者偏好的澳洲、紐西蘭及加拿大樓市在政府陸續推出辣招後，加上外圍因素影響下同樣將見升勢放緩。

雖然內地股市回落不利恒指，但多間行業龍頭股有意分拆業務上市，料支持恒指在 30,000 點附近整固。預期美國年底前通過稅改方案，料支持中小企為主的納指上試 7,000 點，道指及標指亦將分別上試 24,300 點及 2,680 點。

本月 14 日四大央行（美、英、歐、瑞）同日議息。市場當然聚焦美國，但非當日政策而是對日後說法，尤其點圖。估計明年加三次之說法在是次會後不變。此前兩週或以下短期拆息將陸續抽上（美港皆然），議息後整體稍回，但因年結在即故調整有限。

美國本月加息應無懸念，市場消化大部分預期，料美元升勢有限，95 水平見阻力。歐洲本月焦點落在脫歐談判進展，有望推進第二階段，利好英鎊上試 1.36。

油組很大機會延長減產協議，但早已在市場預期之內，參考今年初油組開始減產及 5 月底達成延長減產協議後油價均見頂回落，估計紐約期油將下跌至 53 美元。

【一、經濟篇】

澳洲投資改善 打工仔將得益

澳洲儲備銀行副總裁德貝爾上月發表講話，指出非礦業私人投資正在改善，並將會帶動整體投資上升。究竟澳洲投資前景會如何？會否影響整體經濟及薪金水平？

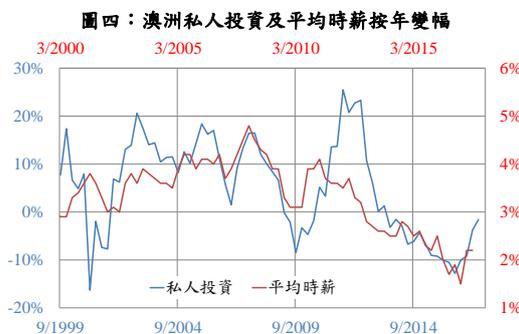
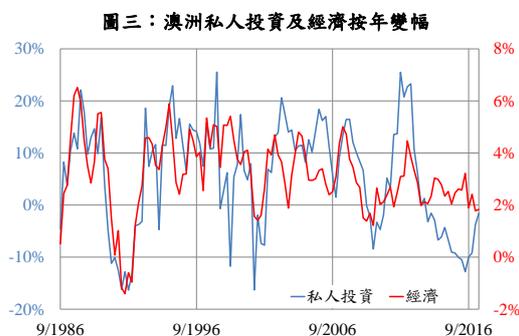
圖一顯示澳洲私人投資及商品價格的按年變幅。雖然礦業開採投資佔私人投資不足2%，高峰期亦只有4%左右，但事實上私人投資及商品價格走勢呈正相關性，商品價格領先約一個季度。隨著商品價格由低位反彈，料對私人投資有正面作用。

圖二顯示私人投資按年變幅及商業信心指數。雖然2012至15年商品價格急跌令兩者走勢出現分歧，但整體數據顯示兩者呈相同方向，而且商業信心領先約三個季度。在商品價格回穩下，商業信心上升將對投資有支持作用。

圖三顯示澳洲私人投資及經濟增長的按年變幅，兩者走勢呈相同方向。隨著圖一及圖二顯示私人投資有回升趨勢，預期澳洲經濟增長將會相應加快。

另一方面，圖四顯示，澳洲私人投資及平均時薪按年變幅，結果顯示私人投資領先時薪增長約兩個季度。隨著私人投資增長將逐步回升，相信薪金增長將逐步加快。

總括而言，商品價格回穩及商業信心上升，將支持澳洲私人投資進一步由低位回升，並將會帶動整體經濟增長加快。另外，私人投資回升亦有助薪金增長，將舒緩央行對家庭收入減少的憂慮。



梁志麟

【二、樓市篇】

美國樓市有轉弱跡象

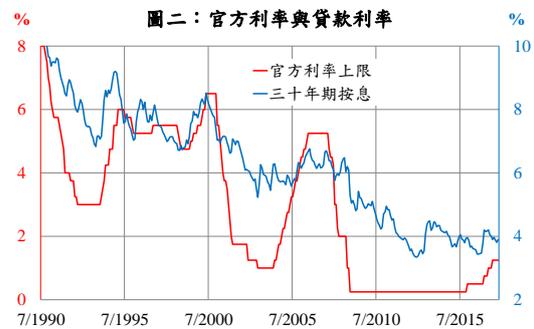
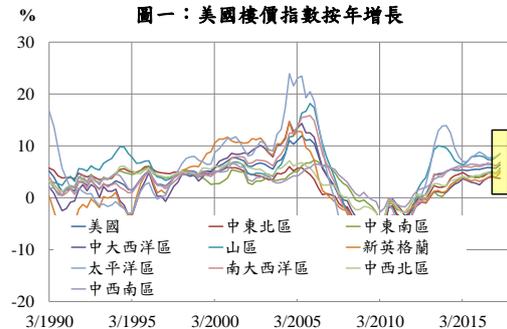
美國樓價按年增長自金融海嘯後兩度急升，但近年增長還未回復至金融海嘯前的水平。圖一可見，雖然近兩年升勢明顯放緩，但近季除了中大西洋區外，各區均見增長加速，這走勢會否延續下去？

圖二顯示，美國長期按息與官方利率整體走勢近乎同步，按息上升自然增加買樓成本，美國去年已經踏入穩定加息週期，基本方面而言，本月中理應加息無懸念，加上通脹有望接近官方目標，市場預期明年有同樣有三次加息機會下，料官方利率將高於 2.25 厘。

初步估計按息在明年將接近 5 厘，重返金融海嘯前的水平，進一步減低買樓意欲，估計為樓價帶來壓力。因此圖三可見，按息與新屋銷售呈反比及先後關係。換言之，加按息後半年，一手樓銷售升幅將會放緩。然而，近年按息呈升勢，料未來進一步上升下，預計至少在未來半年其增長將會放緩。

再看二手樓市場。圖四顯示二手房屋銷售按年增長與樓價按年增長走勢一致更呈先後關係——樓價按年增長走勢反映九個月前的二手樓銷售按年增長走勢，因此從紅色尖嘴推斷樓價按年增長應在未來三季回落。

綜合以上，在聯儲局貨幣政策趨緊下，按息跟隨上揚，為未來房屋銷售帶來壓力，再而限制樓價升勢。雖然如此，但美國樓市在未來半年應未見頂，只是升勢將見放緩而已。



袁沛儀

【 三、股市篇 】

息差收窄不利港大小型股

美國國債息差收窄成為近期的市場顧慮，始終美股估值高企，經濟增長又有放緩跡象，似乎股價調整只是遲早問題。不過規模不同的企業，息差收窄對股價的影響會否不同？港股的反應會否跟美股相若？

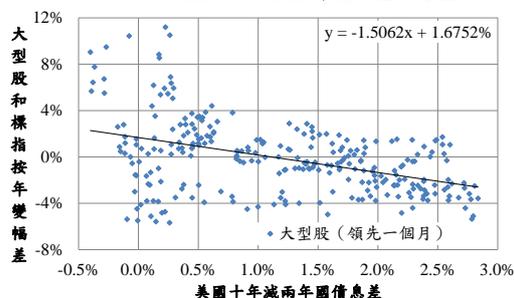
圖一顯示自 1995 年起標指大型股和指數的按年變幅差及美國十年減兩年國債息差，結果顯示兩者走勢呈負相關性，但問題是大型股走勢領先息差約一個月，因此息差收窄未能對投資大型股帶來啟示。

至於中小型股，統計顯示中型股和指數的按年變幅差領先國債息差高達十四個月，但兩者同樣是由市場定價，其中一方大幅領先實不合理。圖二顯示小型股和指數的按年變幅差及國債息差，雖然兩者走勢呈相同方向，但小型股領先息差約兩個月，同樣反映息差變化未能指引投資小型股。

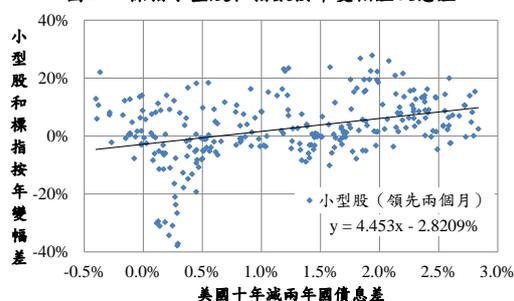
至於港股方面，結果卻跟美股的相當不同。圖三顯示自 2001 年起恒指中型股和指數的按年變幅差及美國國債息差。結果顯示迴歸斜率的 p 值高達 0.58，反映數據未能確定息差收窄對恒指中型股的影響。

圖四顯示恒指大小型和指數的按年變幅差及國債息差。結果卻顯示大型股及小型股跟息差呈正相關性，即代表息差收窄下大型及小型股的表現較大市落後。值得注意的是，小型股跟息差的走勢是同步，而大型股卻落後九個月。因此，息差逐步收窄除了即時影響恒指小型股的表現外，對大型股的負面影響亦將逐步浮現。

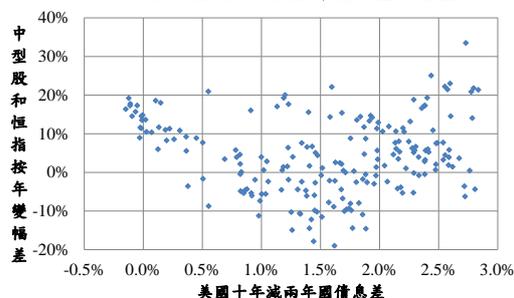
圖一：標指大型股和指數按年變幅差及息差



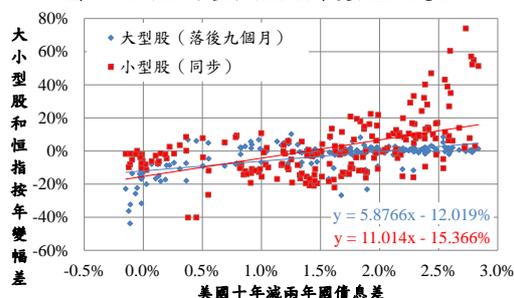
圖二：標指小型股和指數按年變幅差及息差



圖三：恒指中型股和指數按年變幅差及息差



圖四：恒指大小型和指數按年變幅差及息差



梁志麟

【四、利率篇】

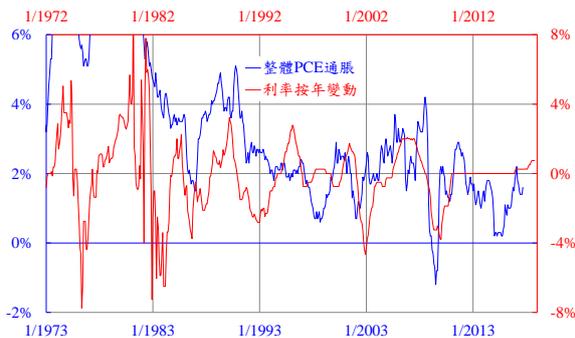
息口問就業 明年仍會挾

美國12月加息已是市場共識。要問，就問明年有幾多次。最新點圖未出，上次的（即9月議息）指明年三次。不過市場總會打個折扣：假使本月中加至1¼至1½厘間，以明年底利率期貨1¼厘計，即一或兩次，為儲局主張次數的一半。到底哪邊較似？

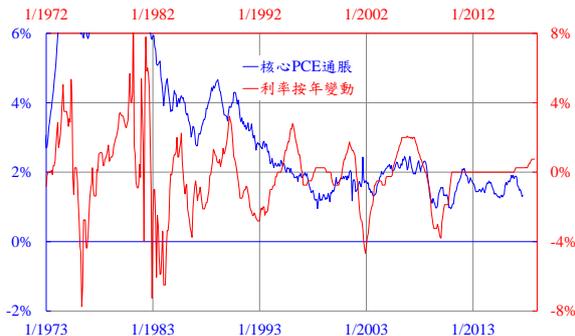
經驗顯示，市場無論股市或利率期貨，視程多在一、兩季內。換言之，市場看明年中前的利率可信，但看明年底的則不可信，意即由現至明年中對明年底的看法會很大機會擺來擺去。看遠，還得靠經濟數據。

PCE 整體通脹已被選為聯儲局的參考目標。不過，若比較這通脹與利率按年變動關係，則見系數僅0.39，且利率變動滯後於整體通脹達一年之久，所以才有政策要參考半年後通脹展望之說，惜通脹甚少測對。

圖一：美國整體PCE物價與利率按年變

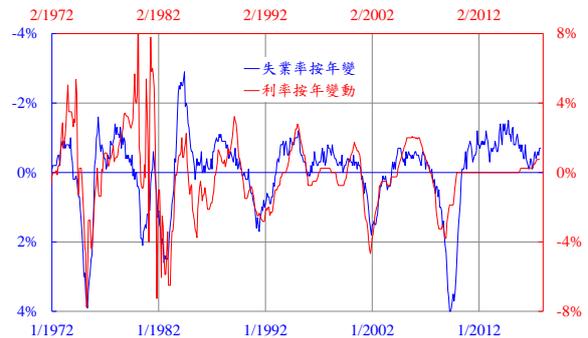


圖二：美國核心PCE物價與利率按年變



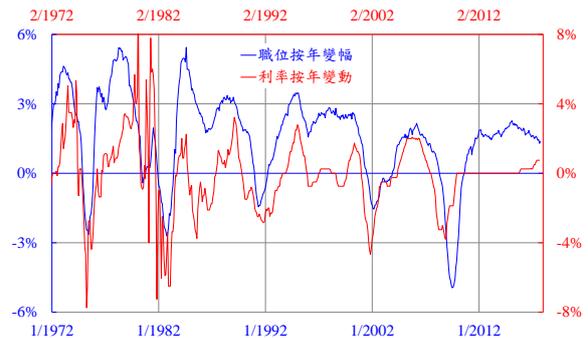
換上較穩定的核心通脹會否好些呢？答案是否定的。換上後，利率變動也是滯後於通脹一年，且相關系數更跌至0.32。由此可見，除非測到年半後的通脹，否則以通脹來測利率，若非緣木求魚便是聊勝於無。

圖三：美國失業率與利率按年變



其實，若要以聯儲局所參考的數據推測利率去向，就業顯然好過通脹。將失業率或職位與利率比較（全皆按年變），相關系數均達0.55至0.60之高，且就業領先利率約一個月。僅先一個月？無啥用吧。且慢。

圖四：美國職位與利率按年變



就業與經濟盈衰關係甚高，就業前景大可由專測盛衰的孳息曲線推出。如此一來，兜了個大圈原來是老鼠嫁女，長息測短息。但長短息差與短息的直接關係不高，故息差僅確認無衰退後，還得以就業測短息。鑒於息差仍正，半年內不虞衰退，失業率按年跌稍轉慢下，推測明年加兩次的機會最大。

羅家聰

【五、匯市篇】

息差股市觀日圓

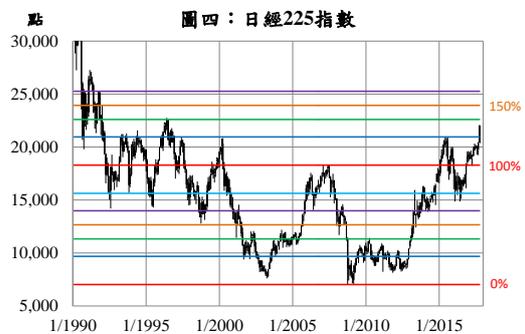
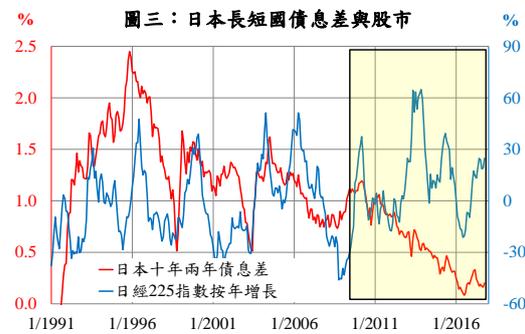
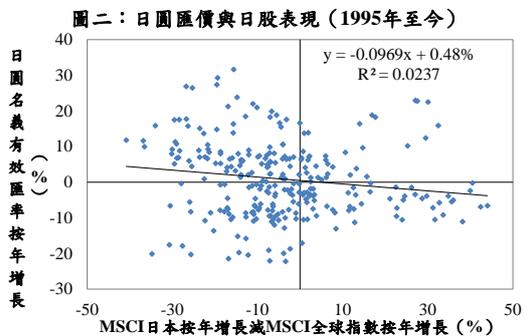
綜觀全球主要央行，日本銀行目前推行的貨幣政策與美國聯儲局的政策差異最大。按道理，日圓理應相對較弱，但有趣的是，其上月表現一枝獨秀，按月增幅更跑贏其他主要非美貨幣。究竟為何會出現這現象？而這勢頭還能持續多久？

先看息差。兩地息差愈大，自然愈吸引資金流向高息國家，然而短息對貨幣政策較為敏感，因此圖一可見美元兌日圓走勢與美元與日圓拆息差同向。聯儲局處於加息週期，日銀堅維持寬鬆貨幣政策下，兩地息差將擴闊，料美元兌日圓中線大方向仍見上升。

若再看股市，圖二可見日圓名義有效匯率按年增長與日股增幅呈明顯反比關係，反映投資者在日本金融市場的交易策略普遍為沽股買匯。因此日股市走勢能預測日圓表現。

孳息曲線同樣反映投資者相對於現狀的長線看法。因此圖三可見日本長短息差與日股按年增長方向一致，不過自日銀在2013年採取無限期的量寬政策，每月購買超過7兆日圓長期公債後，政府干預令息差與股市關係脫節。

那麼重返技術分析，日本股市仍處於二百五十天移動平均水平以上，加上估值處於近年低位，料在其他股市估值仍然偏高下，日股會有進一步上升空間。圖四可見若參考1.5黃金分割回撤線，料日經下一目標上試23,930點，按年增長約兩成半成。由是觀之，在日股前景應繼續表現不錯下，料日圓下行風險較大。



袁沛儀

【 六、商品篇 】

油價再上機會不大

紐約期油由去年低位每桶 26 美元回升至接近 60 美元，油組隨即領功，指出減產令美國原油庫存減少，從而推高油價。

油組的言論是錯亦是對。圖一顯示有紀錄至今油組產油量及美國原油庫存的按年變幅，結果無法證明兩者有明顯的關聯性。

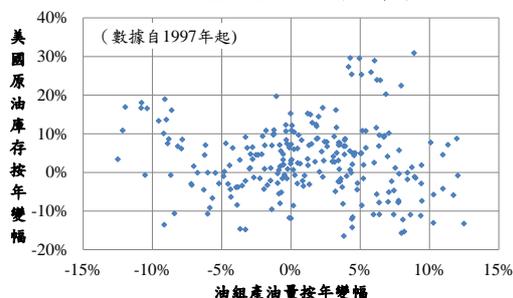
不過，圖二顯示美國原油庫存按年變幅對油組產油量按年變幅的五年移動迴歸係數，結果顯示迴歸係數由過去的大約 0 至 1 水平急升至現時超過 2，反映近年油組減產的確是降低美國原油庫存的主要動力。

隨著油組很大機會延長減產協議，市場焦點將落在三大產油國——沙地阿拉伯、俄羅斯及美國的產油變化。

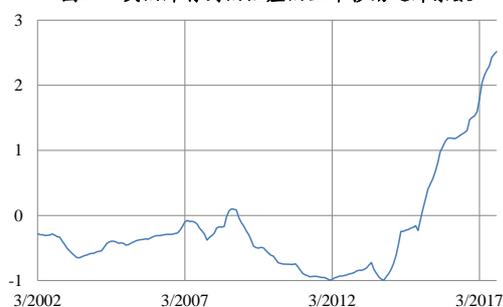
圖三顯示美國及沙地阿拉伯產油量及油價的按年變幅，結果顯示產油量跟油價呈相反方向，反映一旦價格以外的因素令供應減少，將支持油價上升。要留意美國及沙地的產油量分別領先油價六個月及八個月，如果將數字代入迴歸算式中，將得出明年 4 月紐約期油的合理價為 49 美元及 56 美元。值得注意的是，油組無意加大減產即代表沙地阿拉伯產油量的按年變幅將回升至零水平，油價將失去其中一個重要的支持動力。

圖四顯示俄羅斯產油量及油價的按年變幅，有趣的是產油量及油價呈相同方向，很大原因是油價上升吸引俄羅斯增加原油供應。因此，投資者不宜過份著眼於俄羅斯產油量來推算油價的前景。

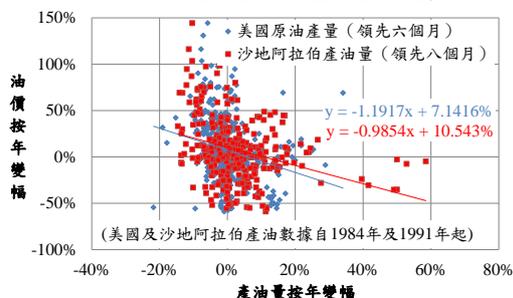
圖一：油組產油量及美國原油庫存



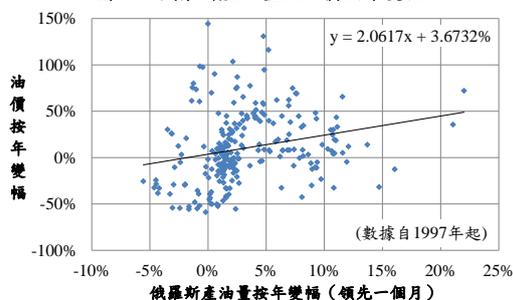
圖二：美油庫存對油組產油五年移動迴歸係數



圖三：美國及沙地阿拉伯產油量和油價



圖四：俄羅斯產油量及油價按年變幅



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。