

交銀金融

2018 年 1 月號 第 115 期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 美投資及零售升幅減慢拖低職位增長，失業率將見底回升
 - 二、樓市篇 • 美國經濟、工資及房屋銷售增長均回落，今年樓價應放緩
 - 三、股市篇 • 央行目標利率與股市關係高，料美股升勢放緩歐股追落後
 - 四、利率篇 • 日本薪金增長慢，料通脹續疲弱，央行難以收緊量寬規模
 - 五、匯市篇 • 以通脹、增長、息差等基本因素連拼圖，美匯下半年始跌
 - 六、商品篇 • 美國原油需求隨經濟回落，而印度則見上升，料油價橫行
-

環球經濟繼續穩步增長，唯要留意美國失業率將於今年初見底回升；日本經濟改善，但通脹未見起色；加拿大無論經濟、通脹及就業數據均領先澳紐，料強勢將會持續。

美國樓價按年增長將見放緩而香港樓價增長出現橫行，隨著外圍貨幣政策日趨收緊，本港按息隨上，料供樓成本漸升，樓市升幅趨向放緩。相反，澳洲央行已表明利率暫時不會上升，與主要央行背道而馳，料其樓價繼續見上升空間。

美國終於通過稅改方案，為美股帶來支持，料納指上試 7,060 點，道指及標指亦將分別上試 25,100 點及 2,710 點。市場重炒內房股，支持港股繼續上揚，料重返 30,000 點。內地醫藥股及物流股走軟，拖累滬深三百表現，料下試 3,870 點。

以現時各國的基本面，估計加拿大央行最有條件於年初加息，聯儲局則於 3 月加息。歐洲央行於去年 10 月宣佈縮減量寬規模，預期要到今年年中才會檢討貨幣政策。其他主要央行受到低通脹及家庭負債高企的問題困擾，料短期內難以加息。

美匯在過年前破位向下，技術上本月料先試 9 月低位 91 邊。鑒於基本因素未變，美匯仍以過去半年上落區間作預測藍本，換言之，本月料先低後高，上方阻力 93。

油組延長減產協議，但美國頁岩油繼續增產，全球原油需求未見明顯反彈，料紐約期油升勢有限，63 美元見主要阻力。美元下行壓力較大下，料金價上試 1,300 美元。

【一、經濟篇】

美失業率將見底回升

去年美國就業市場強勁，失業率更跌至2001年以來新低，成為聯儲局縮減量寬及加息最有力的理據。踏入2018年，就業市場的強勢可持續嗎？

看失業率前，當然要先分析非農職位增長。圖一比較美國非農職位及私人投資的按年變幅，結果顯示兩者走勢呈正相關性，私人投資領先約一個季度。隨著投資增長逐步放緩，短期非農職位增長亦將跟隨放緩。

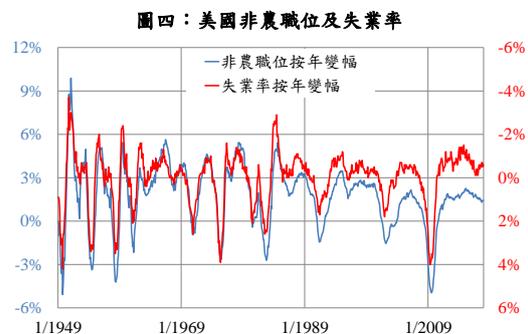
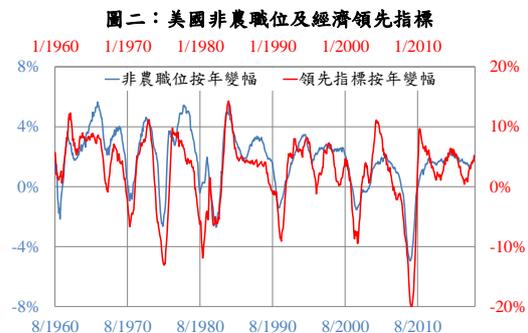
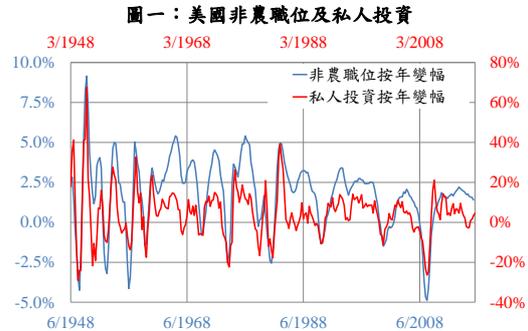
圖二顯示非農職位及經濟領先指標的按年變幅，兩者走勢呈相同方向，經濟領先指標領先非農職位約七個月。由於領先指標的升幅出現反覆下跌趨勢，估計非農職位增長將繼續放緩。

圖三顯示非農職位及零售銷售按年變幅，兩者關係比圖二更為明顯，零售領先非農職位約六個月。由於零售銷售增長明顯放緩，預期非農職位增長將跟隨下跌。

既然上述結果均顯示非農職位增長減慢，那什麼時候才反映在失業率上？

圖四顯示美國非農職位及失業率按年變幅，兩者走勢呈相反方向及同步。如果綜合上述四圖的關係作推算，得出失業率有機會於第一季回升至4.5-4.7%。

總括而言，非農職位增長放緩下，失業率將於今年第一季見底回升，投資者要有心理準備就業數據轉弱將對其他數據及息率預期所帶來負面影響。



梁志麟

【二、樓市篇】

美國樓市今年將放緩

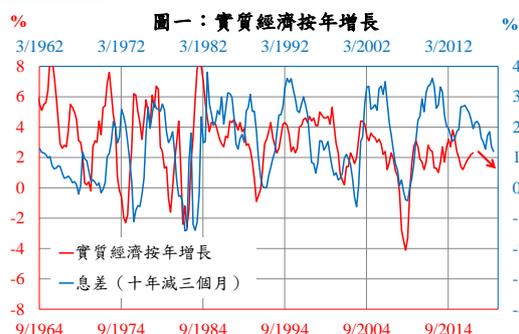
美國長短國債孳息差在去年第四季開始向下，市場擔心經濟前景轉淡，那麼樓市也會受影響嗎？

先從宏觀角度看。市場常用長短息差來預示未來經濟增長去向，而圖一可見，美國十年減三個月國債孳息差走勢領先實質經濟按年增長約五季。目前而言，息差日漸收窄，料美國實質經濟按年增長在未來五季將見下行。

再看圖二，可見美國經濟與樓市關係密切。實質經濟按年增長領先樓市按年增長約三季，不過兩者週期不同，因此圖中可見其關係間中出現短暫背離但整體大方向均見依然同向。然而美國實質經濟增長處於近年低位，加上圖一預測未來經濟放緩，可見樓價按年增長在未來三季仍可輕微上升，但隨後將會回落至少兩季。

轉看市場買樓意欲。投資者消費意欲與財力固然有關。圖三可見售樓按年增長與工資按年增長關係密切；後者領先前者約十個月。美國勞工市場雖然接近全民就業但工資未見明顯增長，在近兩年更出現放緩。由此推測，售樓按年增長在今年見放緩甚至收縮。

售樓情況影響樓價，因此圖四可見美國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。再綜合圖三可見，樓價按年增長應在未來二十個月繼續下行。由是觀之，宏觀環境或市場意欲均顯示美國樓市按年增長今年及明年均見放緩。



袁沛儀

【三、股市篇】

多國央行已加息 唯獨歐股追落後

去年全球股市造好，圖一可見其升幅接近兩成，是2016年回報的四倍。這受惠於投資者炒作美國稅改能帶動經濟前景，以及其經濟基本面保持穩健，尤其是勞工市場及樓市保持明顯增長。

然而圖二顯示聯儲局目標利率按年變動與美股按年增長呈正比關係。聯儲局加息次數由2015年及2016年各一次到去年增至三次；較快的加息步伐吸引資金流入美國，股市升幅也最為明顯。

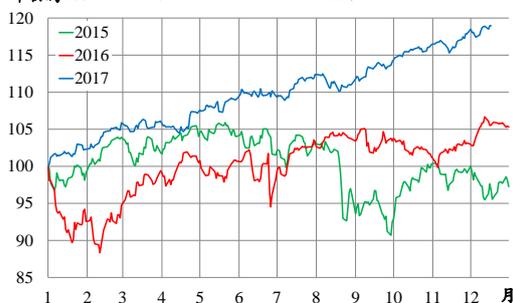
不過美國經濟開始出現放緩跡象，料今年聯儲局加息步伐與去年一樣甚至更慢，因此推斷美股今年升幅比去年小但仍高於2016年。

那麼歐洲又如何？用同一方法換上歐洲撇除英國的數據得出圖三，可見也呈同向，然而歐洲這對的關係比美國更為密切。圖四顯示，歐洲股市去年升幅只達半成左右，表現遜於MSCI全球股市指數。

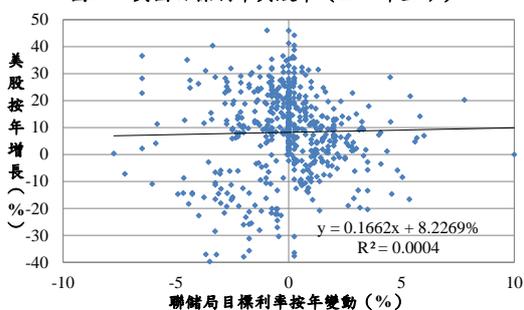
其實去年多個主要央行也隨美國收緊貨幣政策，包括英國、加拿大、甚至南韓，然而歐洲央行在經濟前景仍有不確定因素下只減少買債規模而維持利率不變，因此表現較差，而整年走勢料與2016相若；相信該行完全退出買債計劃才加息，因此推斷歐股今年表現繼續平穩。

綜合可見全球股市今年升幅應見放緩，投資策略可與去年相若但相信歐股不是大熱之選。

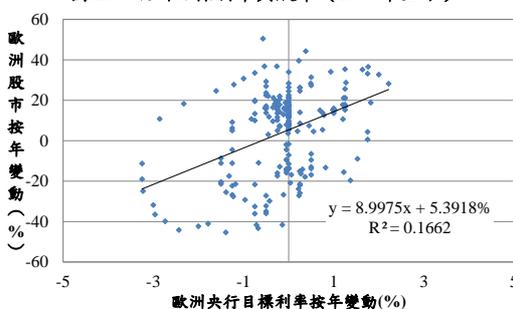
年初為100 圖一：MSCI世界指數表現



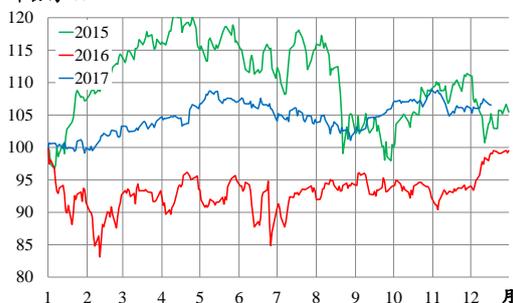
圖二：美國目標利率與股市（1980年至今）



圖三：歐洲目標利率與股市（1999年至今）



年初為100 圖四：MSCI歐洲指數



袁沛儀

【 四、利率篇 】

日本無條件收水

歐美兩大央行已開始收緊量寬及加息，估計今年政策方向維持不變，相反日本央行仍維持量寬規模。隨著環球通脹回穩，日本央行今年有條件收緊量寬嗎？

日本央行一直寄望薪金升幅加快將帶動通脹回升。圖一顯示日本薪金升幅跟通脹，兩者走勢同步，因此「薪金升幅加快，通脹自然升」的期望相當合理。

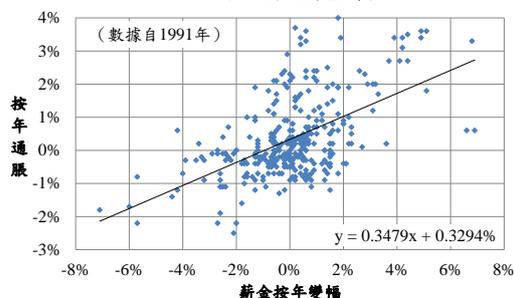
不過，短期內薪金增長未見上升壓力。圖二顯示日本薪金及產業活動指數的按年變幅，兩者關係密切，而且後者領先前者三個月。去年10月份產業活動指數按年上升1.5%，若將數字代入迴歸算式，得出今年1月份按年薪金增長只有0.05%。

至於中長線，日本薪金增長未見明顯好轉。圖三顯示薪金及經濟領先指標的按年變幅，兩者方向一致，後者領先前者約七個月。去年10月份經濟領先指標按年上升5%，若將數字代入圖中的迴避算式，得出5月薪金增長只有0.3%，對通脹支持有限。

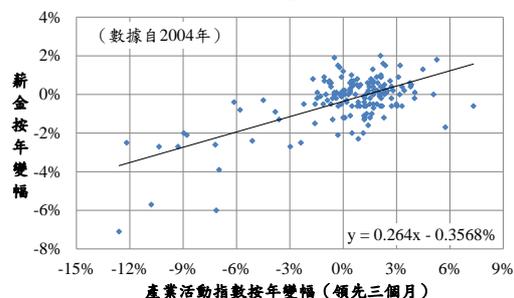
圖四顯示日本薪金及短觀大型製造業指數按年變幅，兩者方向一致而後者領先前者約兩個季度。最新去年第四季大型製造業指數按年上升15%，將數字代入迴歸算式，得出今年第二季薪金按年增長只有0.2%，對通脹的影響非常輕微。

總括而言，日本薪金在今年中前未見好轉，難以帶動通脹明顯上升，因此預期日本央行未有條件縮減量寬規模。

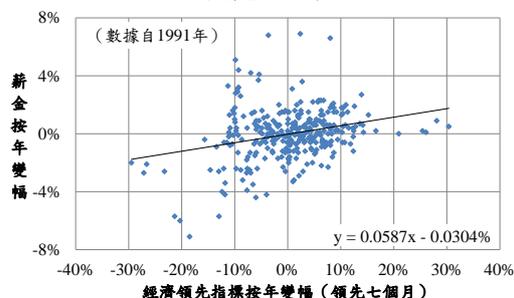
圖一：日本物價及薪金增長



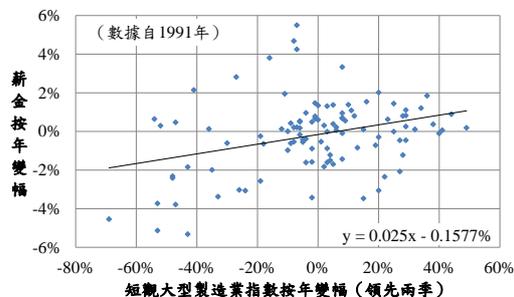
圖二：日本薪金及產業活動指數



圖三：日本薪金及經濟領先指標



圖四：日本薪金及短觀大型製造業指數



梁志麟

【五、匯市篇】

一八下半年 美匯跌勢現

記得踏入 2016 年時，美元由升轉跌，美匯指數在 100 掉頭；到踏入 2017 年時，美匯指數也由升轉跌，但稍高至 104 掉頭。現踏入 2018 年了，美匯會否也由升轉跌？

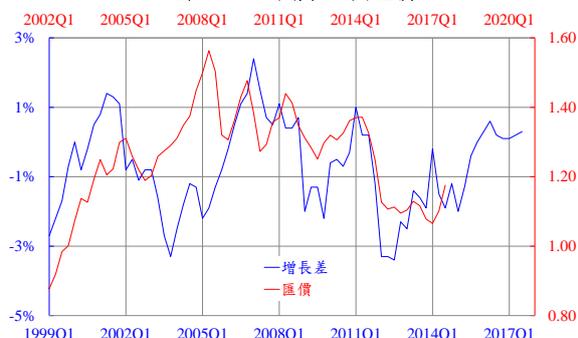
歐元佔美匯指數權重逾半，故問美元，變相是問歐元。歐美息差固然是基本因素，但兩幣息差一般不會領先於匯價（其實應是同步），故無助於測市。由於匯價本已反應甚快，因此以另些市價測此市價不是辦法；是故要測市，必須以更基本的因素出發。

圖一：歐美通脹差與匯價



如果（政策）息口取決於通脹，那息差的基本因素便是歐美的通脹差。圖一所見，通脹差領先歐元廿二個月，測程甚遠，不過相關係數僅 0.16，不高。圖料未來一、兩年匯價將於 1.00 至 1.20 間上落，先低後高。

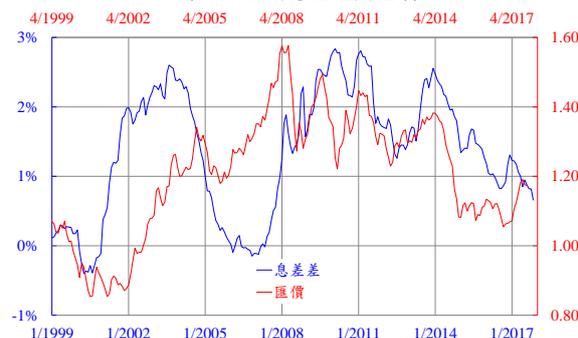
圖二：歐美增長差與匯價



另一角度是息口取決於經濟；這也不無道理。圖二將歐美的經濟增長計算差距，

計算顯示這領先匯價三年，但相關係數高達 0.37。圖料歐元將先行整固至明年中，之後才發力飆上，更上一層樓至 1.30/40 水平。

圖三：歐美息差與匯價



眾所周知，長短息差是經濟增長的領先指標，先達五季，將上述增長差換上這長短息差之差，豈非測得更遠？然而圖三顯示，息差差僅領先歐元一季，相關係數也 0.36。此法測市無甚着數，只知來季歐元稍回。

圖四：十六年半前後的美匯指數



圖四為我們經典的美匯拼圖，行之多年有效。圖料美匯在高位捱多一輪後便要跌，開始急跌的準確時間為 2018 年下半年。

無獨有偶，無論基本、技術手法，同皆料美匯在 2018 年上半年上落（歐元亦然），下半年美匯將顯著下跌（即歐元升）。既然如此，其他外幣的大勢亦不難推斷了。

羅家聰

【六、商品篇】

美印原油需求各異 油價增長或將放緩

油組去年正式落實減產協議，更兩度延長其計劃，可惜油價去年按年增長只見一成左右，表現遜於金屬。油價今年能否突破63美元？

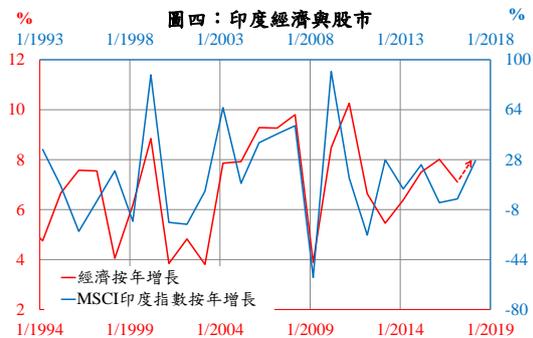
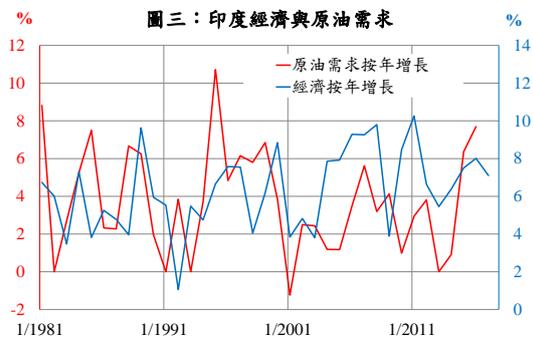
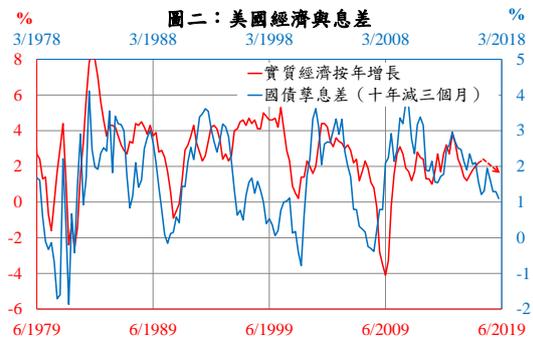
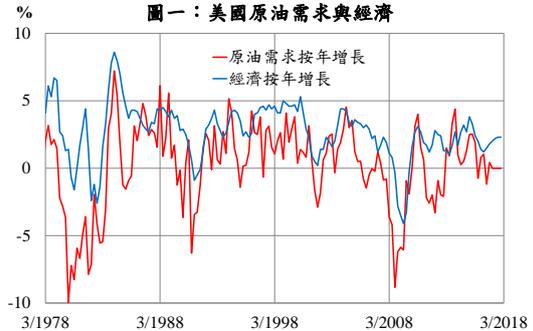
全球原油用量最高的國家非美國及印度莫屬。原油是國家經濟的基石，燃料及交通運輸應用間接反映業務，然而經濟好壞也會影響企業對原油的需求。因此圖一可見，美國原油需求按年增長與經濟按年增長在過往三十年來同升同跌。

那麼推測經濟去向應能推算原油需求去向，最直接的指標非息差莫屬。圖二可見美國長短息差下行，料未來五季其經濟年增長也下行。綜合圖一推測，美國原油需求按年增長在今年見放緩，而且收縮。

再看印度，把圖一換上印度數據得出圖三，可見其原油需求按年增長及經濟增長同樣呈密切正比關係。那麼印度經濟如何？由於印度債市不及美國般普遍，因此轉用股市來預測其經濟去向。

圖四可見，MSCI印度指數按年增長領先其經濟按年增長約一年，因此相信印度今年經濟增長應見反彈，並接近一成左右。在這前提下，印度原油需求按年增長應見進一步上揚。

由是觀之，需求面而言，兩大原油消費國今年的原油需求升幅應難見一致；供應面而言油組減產效力低，相信油價今年表現繼續橫行，2015年高位63美元仍是關鍵阻力。



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。