

交銀金融

2016年11月號 第101期
逢月初發行

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 全球經濟難突破，為何通脹呈膠著狀態？原來油價在作怪
 - 二、樓市篇 • 樓市很慘淡？量跌價不跌下，樓價升跌可能與失業率有關
 - 三、股市篇 • 港股每個牛市皆有不同領軍，但一牛市下卻未見行業輪替
 - 四、利率篇 • 英國脫歐前景黯淡？就業經濟不差，英倫銀行反而會加息
 - 五、匯市篇 • 美國炒加息，美元應強勢，但小心加息後出現貨幣輪流炒
 - 六、商品篇 • 沙特陷財困，堅持減產有道理，但油產博弈過度左右油價
-

【一、經濟篇】

量寬效用走下坡 通脹更低油之禍

全球經濟增長放緩，整體 GDP 按年增長自 2014 年下滑。為了刺激經濟，多國推行低利率及量寬政策。

歐洲央行購買國債已經有一年半，圖一可見經濟在緩慢復蘇，但是通脹仍然低迷，更回到金融海嘯時的水平，明顯地與歐洲央行的目標仍有很大距離，為何這樣？

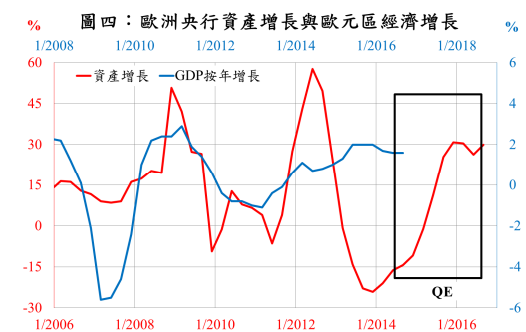
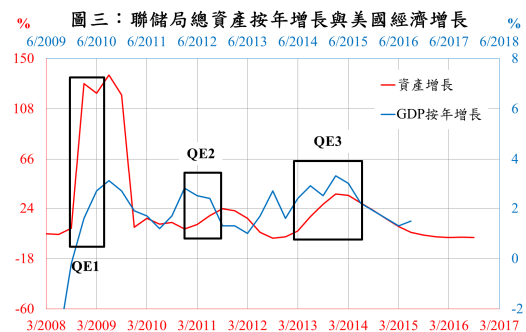
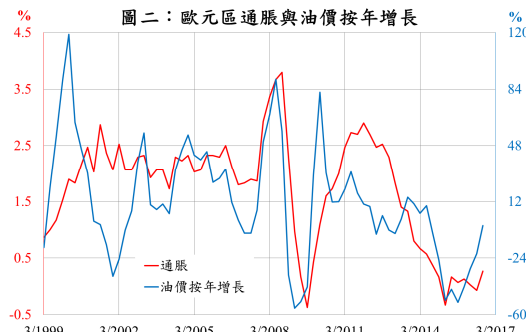
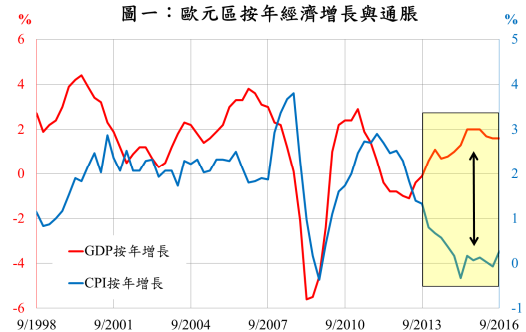
此現象其實是油價在作怪。圖二可見自 2013 年起，通脹走勢隨油價按年變動，推使與 GDP 按年增長距離拉闊。

近月油價反覆，美國及油組更在限產協議前加大力度增產，推使油價走軟，看來歐洲經濟在油價低迷的環境下難以突破。

回望過往三次量寬，可見擴大資產反映在實體經濟增長需時約一年半。第一次推行量寬，經濟增長力度明顯大幅提高，然而第二次推行時，經濟增長力度明顯放緩（圖三黑框）。

相比之下，圖四可見歐洲擴大資產的力度比美國更進取，但計算下，可見反映在實體經濟增長需時接近兩年，比美國長一點。同樣地，刺激經濟增長的效用不見效，近年增長呈膠著狀態。

歐美作為全球主要經濟體，近年雖然推出不同政策救市但沒成效，論短期解決經濟停滯方案，看來各央行再加大政策力度也無補於事，要不想想有突破性的政策和油價造好才有轉機。



袁沛儀

【二、樓市篇】

樓價與就業有關？ 失業大升樓價跌

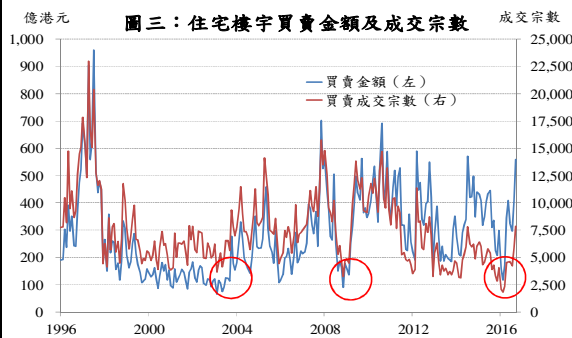
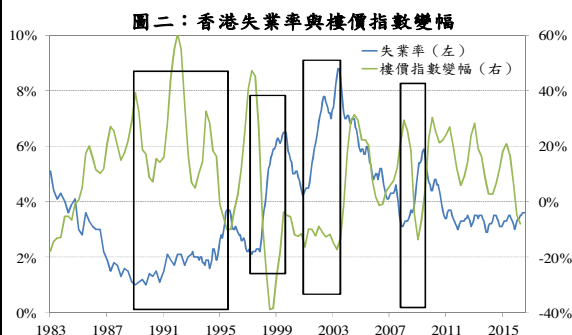
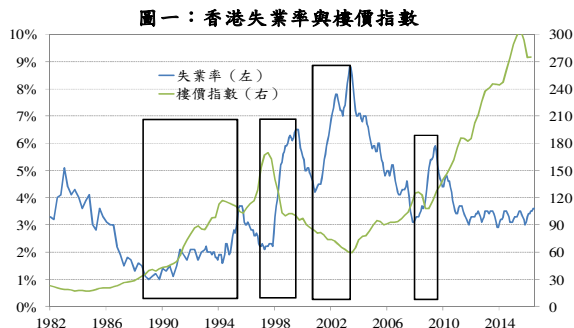
大家都話樓市無得跌，因為有需求。但一句有需求就概括全部，未免太過簡單。

大家是否最終由「想買」變作「真買」基於很多原因。上文所指有大多需求泛指基本需求如結婚或換樓需要。但筆者認為，外圍環境反會影響這類需求。很簡單，若樓價跌是因為經濟下滑，今日 900 萬，明天 850 萬，你還會買嗎？

所以樓價高低，其中一個重要影響因素就是經濟環境。一如美國，失業率是加息與否的一個重要因素。圖一見到，在過去廿多年間，並不是每次失業率上升樓價就跌，最明顯就是 1990 年代初。不過，到了近 2000 年以至其後的失業率上升週期上，樓價大部分時間都會出現調整。

如果再以樓價按年變幅計，除了上述近 2000 年以至較後時期外，1990 年初就見樓價的按年變幅都出現下滑走勢，與現時情況相若，而今次似乎正重演 1990 年初失業率由低位緩緩向上，即使當期樓價按年變幅下滑，但樓價卻仍然緩緩向上。

如果今次正重演 1990 年代初失業率與樓價皆上升的話，那為何有時會聽到不少地產人話市道慘淡呢？很簡單，看看圖三，數據顯示今年的買賣金額與成交宗數確實曾跌至 2008 年金融海嘯與 2003 年的低位，而且走勢上由 2010 年起亦持續下滑。成交宗數只得海嘯時程度，無怪乎大叫救命。



留意一點，只要大家懂計數，成交與買賣金額齊跌並不代表樓價弱。在樓價平穩發展下，成交量下跌都可拉低買賣金額。所以大家應該問：為何成交量會下跌？是否預示樓價將跌？不過，成交量與樓價沒有明顯關係。成交量可以試底後多年才到樓價見頂。

所以，樓價會跌嗎？會，但似乎只會在失業率突然抽升，而且升得很急才會發生（見圖一）。故此，大家應該問，未來香港經濟會否急速轉壞令失業率大升？劉振業

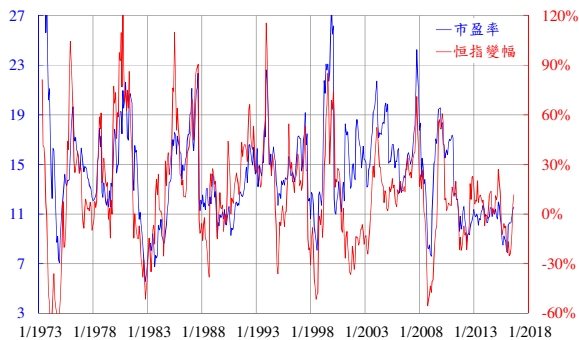
【三、股市篇】

各個牛市各有因 一個週期一領軍

恒指上到兩萬三、四點水平不上不落，買好沽好？大市市盈率在 12 倍許，不貴，比起歷來的 14 倍許均值還可說抵。不過，市盈率卻非圍繞着均值隨機漫步 (random walk)，而是有模式的時而趨上時而趨落。

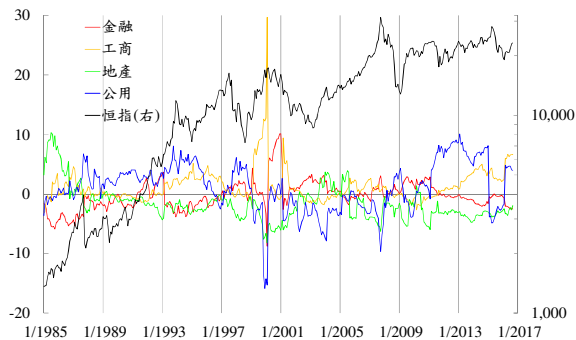
圖一可見，自 2004 年走出沙士以來，恒指市盈率是趨落的，與 1998 至 2003 年的趨上截然不同 (藍線)。股市合理與否可由市盈率判斷，但從無理論指出何謂「合理」市盈率，以前可以是 15，現在可以是 11。無論如何，目前的 11 倍市盈率與不上不落的大市是互相吻合的 (比較圖一左右軸)。

圖一：恒指市盈率與變幅



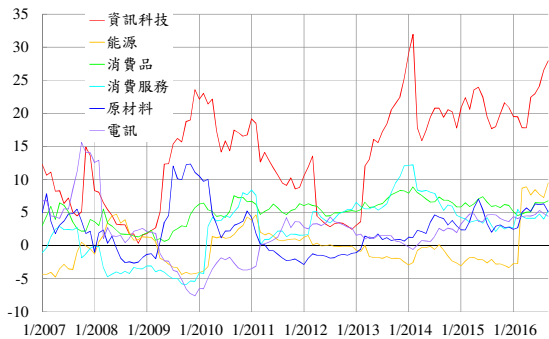
看過整體，現看行業。在四大行業指數市盈率的領先、落後輪替模式上，能否預示大市走勢？圖二將恒指 (對數比例) 與行業市盈率減去大市市盈率比較，有何發現？

圖二：恒指與行業市盈率偏離整體



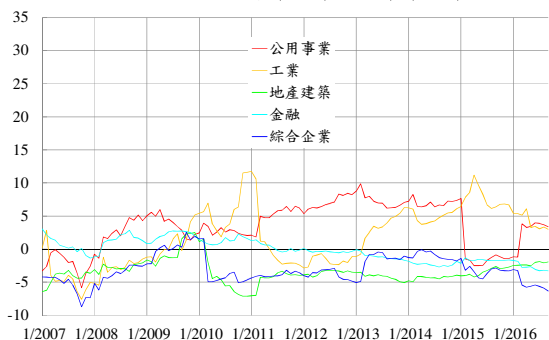
發現是「無發現」的。細看歷來約每七年一度的見頂時，市盈率偏高的行業不一：去年是公用，2008 年金融，2000 年工商，1997 年無一特別高……至於大市見底時，自 1990 年代起則多數是地產市盈率 (綠線) 最低。只不過，現在大市並不是剛見底呢！何況地產市盈率長期低水，低不代表什麼。

圖三：恒指行業市盈率減大市市盈率



若要進一步拆細至十一個行業，則數據僅遠至 2007 年。同樣計各行業市盈率減去大市市盈率的差，圖三、四各示一半行業，由最貴的排起。一眼即見，資訊科技的長期偏高，但仍未見均值回歸；接着貴的是商品消費等類，低水的僅地產建築、金融、綜合企業三類。不過，低水的也是長期低水。

圖四：恒指行業市盈率減大市市盈率



既然平的不跑出變貴，即使後市看升，買平貨亦未必「有數」。反而愈貴的愈升！

羅家聰

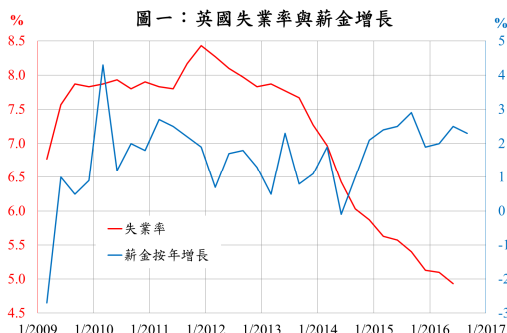
【 四、利率篇 】

就業經濟皆不差 英息不減或反加

踏入11月，新一輪議息週期又來了，英倫銀行會否進一步加大力度減息？該行於今年8月時減息，為七年來首次，當時並表明如有必要，將在年內進一步減息，但不會觸及負利率。

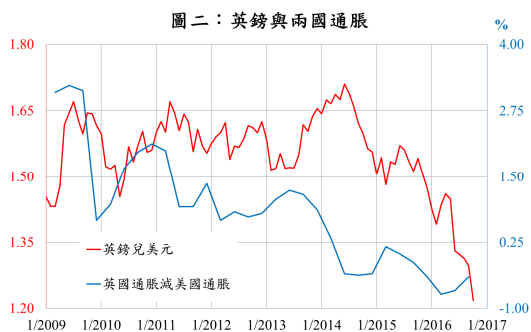
其實英國GDP增長在金融海嘯後迅速恢復至原先水平，但近年增長明顯放緩，推使英倫銀行有急切減息念頭。此舉也反映央行擔憂公投脫歐對英國經濟會造成衝擊。那麼央行會繼續在未來減息來刺激通脹麼？看來未必。

先看英國失業率，圖一顯示基本上就業市場從2012年開始復蘇，目前失業率維持在多年低位約5%，同時工資按年增長回升，可見勞動市場其實造好。



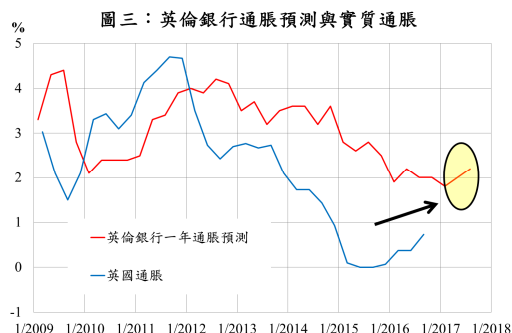
反而隨著脫歐事件繼續發酵，最受影響的是英鎊，匯價急跌顯示投資者對英國前景失去信心。

圖二可見英國通脹隨英鎊弱勢而上升。值得注意的是，別論最後脫歐態度如何，6月公投其實只是意願表態，實質脫歐進程還未啟動，何以談論為經濟層面上的影響呢？



英國第三季度GDP增長好過預期，然而利率期貨市場數據顯示，2017年中之後加息機會高於減息。此前，儘管加息概率接近零，但同時減息概率也低於一成。

另外英倫銀行認為英國經濟2016年下半年基本不會增長，但不認為會出現衰退，並將兩年通脹預期由2.07%上調至2.38%，將三年通脹預期由2.23%上調至2.43%。



圖三可見，參考過往的預期和實質通脹數據，英倫銀行預測的通脹水平比實質水平高，但他們預料通脹在2017年中開始回升（黃圈）。料英倫銀行短期內議息反而會看重受市場情緒影響的匯市，而英倫銀行短期內不會再進一步減息，直至脫歐程序真的啟動後才再作打算。

【五、匯市篇】

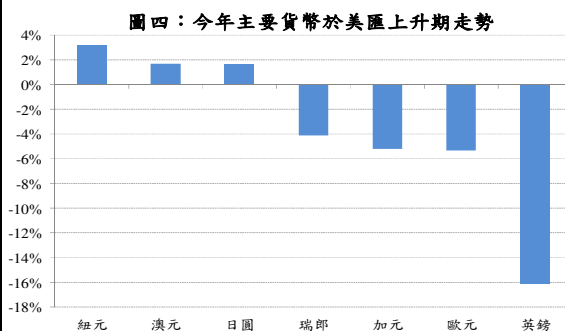
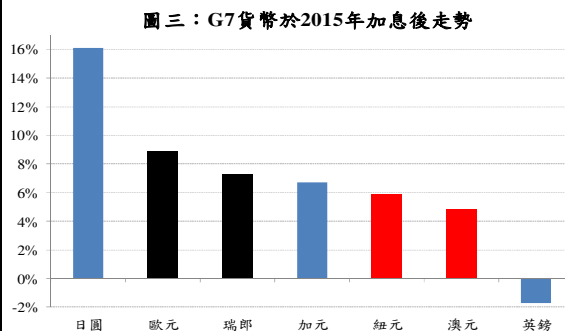
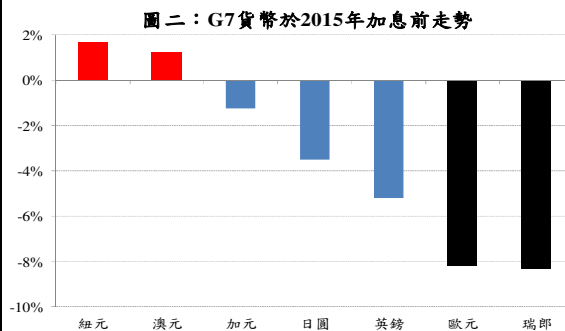
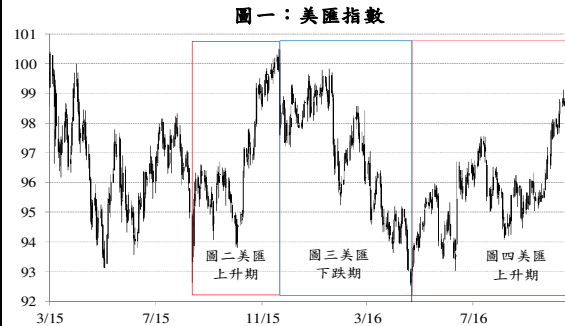
一眾貨幣輪流炒 歐洲貨幣見低撈

美國12月大有機會加息。恰巧去年也是在12月加息，而且美元開始爆上的時間亦與現時相若。去年美匯指數於8月尋底後再次由92.6爆上，今年則在5月1月中旬於91.9找到支持而上升，大家同樣是炒加息。

故此，去年一眾貨幣的走勢值得大家參考。筆者今次量度了去年加息前的美匯升浪及加息後至今年中的跌浪，發現部分非美貨幣出現輪流炒情況。看看圖二的G7貨幣，由去年8月24日美匯爆上間，商品貨幣如紐、加元表現優於其他貨幣，瑞郎及歐元則排最後。不過，圖三見到美匯於12月2日見頂後的跌浪至今年5月3日，商品貨幣卻落後於其他貨幣，歐洲貨幣從後追上。

同樣地，由今年5月3日計起的美匯升浪，都是以紐元及澳元的表現最佳，升約3.6%及2.7%，最差都是歐洲貨幣的英鎊及歐元，分別跌16.2%及5.3%。商品貨幣走勢佳，部分原因是因為市場年內總不信美國會加息，亦迷信新興經濟已經見底。但來年呢？筆者判斷新興經濟增長仍會持續下滑，這對股市及商品貨幣而言是壞事。

反之，筆者較看好歐元及瑞郎會在美元見底回落間再次跑贏大市。就算市場常傳意大利債務問題或德國銀行似有危機，但要承認的是，歐洲經濟近年表現穩定，只要看看歐豬失業率持續下滑就知一二。就算歐洲央行打算延長買債計劃，但放水力度不變下，市場未必大炒歐元再貶。而且美匯指數內佔比最大是歐元，炒美元見頂回落，歐洲貨幣如歐元以至走勢較穩定的瑞郎應是首選。



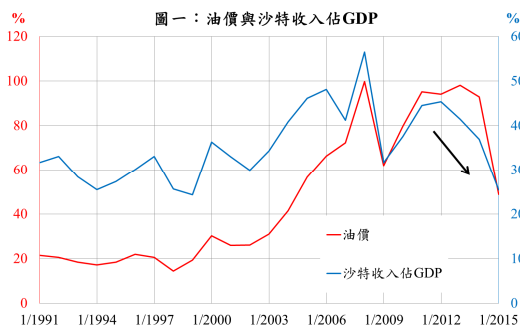
劉振業

【 六、商品篇 】

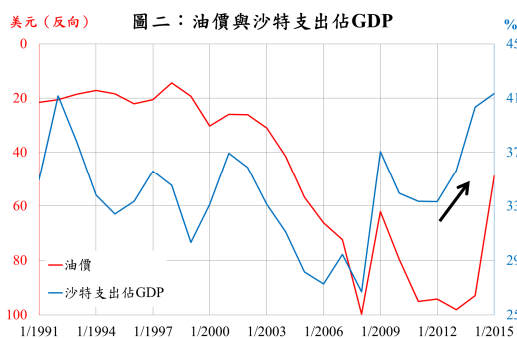
沙特財困無花假 油產博弈觀油價

全球最大兩個產油國沙特阿拉伯和俄羅斯原先同意合作穩定油市，但在下月提出具體措施前，後者現已立場不穩，不利油價。那麼沙特也會改變立場，推使油價再度下挫？未必。

油價近年持續低迷，拖累主要產油國沙特阿拉伯的財政收入。目前石油產業佔政府約七成預算收入，圖一可見隨著油價下滑，收入佔該 GDP 已回到 1998 年低位。

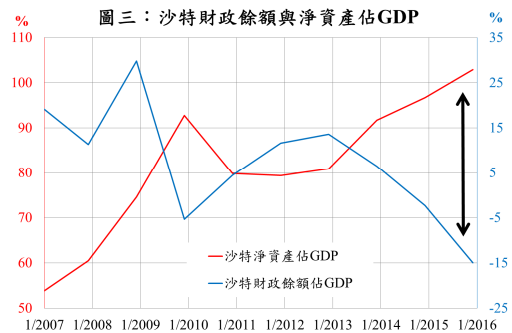


然而，圖二顯示沙特近年支出急劇上升，佔 GDP 超過四成。

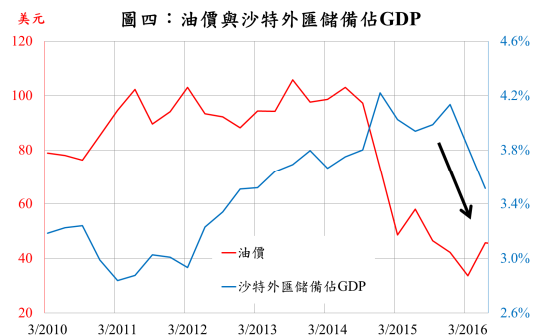


兩者影響下，財政失衡明顯惡化。圖三可見目前該值已創新低，接近-20%。加上資產佔 GDP 比例急速下降，兩者差距日益擴大，推動沙特突然轉向支持限產。

政府維持支出以支撐經濟，但不得不動



用外匯儲備。因此油價大跌同時外匯儲備也急降。圖四可見沙特外匯儲備在 2015 年高達 7,460 億美元，不過今年 7 月底時，已剩下 5,500 億美元。



因此，沙特被迫有史以來第一次向國外發債，更集資 175 億美元，創了新興市場國家紀錄。

若不調整目前的財政路線，而油價仍只在每桶 50 美元附近徘徊，按目前速度來看，沙國的國庫會在三年內耗盡，前景令人擔憂。基於財政問題已十分嚴重，雖然第二大油組成員國堅持豁免減產協議，但料沙特也會同意並堅持限產。不過沒有非油組支持限產下，油價升幅自然有限，難見大突破。

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。