

交銀金融

2019年1月號 第127期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 股市跌，貨幣供應減，本港經濟勢轉弱，失業率料溫和上

 - 二、樓市篇 • 本港甲級寫字樓租金繼續見增長，整體寫字樓價均會上揚

 - 三、股市篇 • 無論聰明錢或成份股高於二百天線的比率，均顯示美股弱

 - 四、利率篇 • 美國今年通脹勢必低於聯儲局預期，全年加息兩次難達到

 - 五、匯市篇 • 炒匯先要判斷美元大勢，若跌，則非美表現亦風水輪流轉

 - 六、商品篇 • 美股前景頹，加上聯儲局將暫停加息步伐，利好黃金反彈
-

油價急跌勢必令全球通脹增長放緩，股市下跌反映全球經濟轉弱，唯對就業市場的負面影響相對溫和。英國硬脫歐風險日增，料當地的商業信心指數將進一步向下。

全球主要樓價增長面臨放緩壓力。其中美國一手及二手樓成交量均見回落，可見在經濟增長放緩下，投資者對樓市需求也回落。本港樓市亦如是，但未見大跌市。

全球股市已累積一定跌幅，技術上出現超賣，短線見技術反彈。但參考大型機構投資者陸續離場，料股市前景繼續黯淡，估計標指再試上月低位 2,350 點；本港恒指隨外圍回落下試 24,540 點；滬深三百下望 2,820 點。

聯儲局仍然預期全年通脹達 2%，但油價急跌及美元偏強利淡通脹，有機會逼使當局只能於第一季加息 1/4 厘。歐洲各領先指標顯示經濟未見起色，料今年內難以加息。縱使加拿大基本面仍強，但預期當地的加息步伐跟美國同步，避免加元升值打擊出口。

美元加息近尾，相反非美尤歐、日等悄悄退市。鷹的趨鴿、鴿的轉鷹，美元應跌；十六年半週期拼圖亦如是看，但跌的契機是要市況回穩。料首季美匯下試但守於 90。

油組雖然繼續減產，但規模比去年小，料紐油 50 美元見阻力，布油在 50 與 55 美元區間上落。市場避險情緒回升支持黃金上試 1,300 美元，白銀上試 16.10 美元。

【一、經濟篇】

本港經濟放緩 失業率溫和升

恒指自 10 月初持續走弱，按年跌幅約一成，加上環球經濟轉弱及中美貿易戰陰霾下，究竟香港經濟前景如何？而一般打工仔的裁員風險有多大？

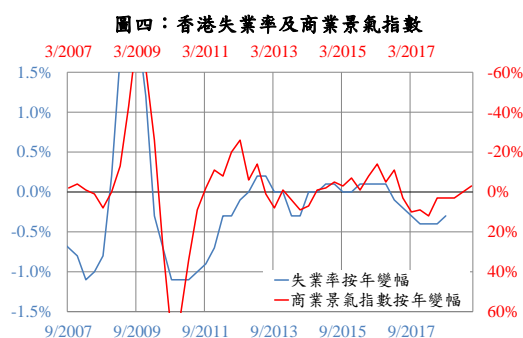
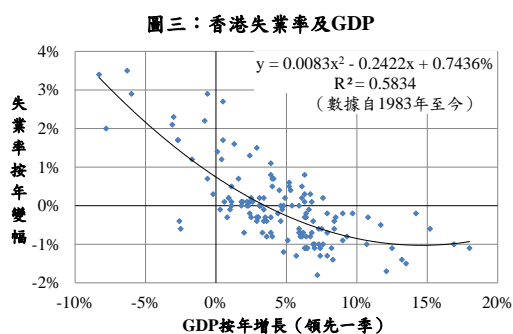
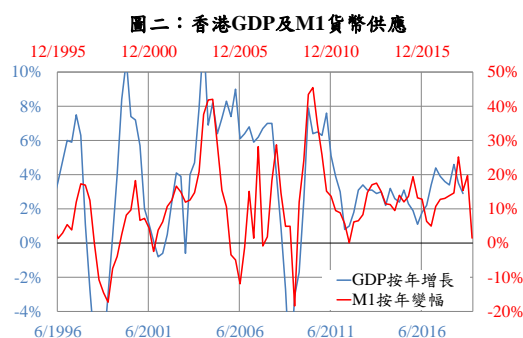
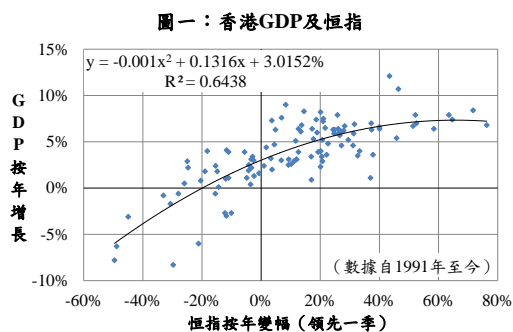
圖一比較 1991 年至今香港 GDP 及恒指的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約一季。恒指去年第四季較前年同期下跌約一成，若將實際數字代入圖中迴歸算式，將得出今年第一季經濟增長只有 1.6%，遠低於去年第三季的 2.9%。

至於從貨幣供應的角度，香港經濟增長低於 2% 並非無可能。圖二比較香港按年 GDP 及 M1 貨幣供應按年變幅，兩者自金融海嘯後走勢同向，後者領先前者約兩季，結果顯示經濟增長放緩為大勢所趨。

那麼打工仔的職位今年能否保得住？圖三比較 1983 年至今香港失業率按年變幅及 GDP 按年增長，兩者呈反比，後者領先前者約一季。若將圖一的 1.6% GDP 增長代入圖三的迴歸算式，得出第二季失業率較去年同期上升 0.4% 至 3.2%，升幅尚算溫和。

最後圖四顯示失業率及商業景氣指數的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約兩季，結果反映失業率升幅跟圖三得出估算相若。

總括而言，恒指及貨幣供應均顯示本港經濟增長將明顯放緩，但從 GDP 及領先指標卻顯示失業率的升幅相對溫和，打工仔不用過分憂慮。



梁志麟

【二、樓市篇】

本港寫字樓價續升

近期樓價增長放緩。的確，本港私人住宅價格增長確已回落不少，但其他環節如寫字樓的前景又如何呢？今文看看。

圖一可見，本港寫字樓整體按年增長趨勢自金融海嘯後漸放緩，然而自2017年開始明顯重拾升勢，其中甲級核心寫字樓價格更急速反彈（黑圈）。

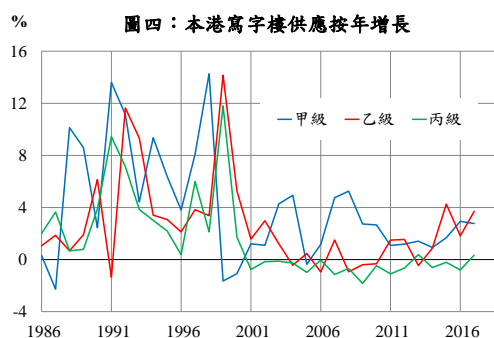
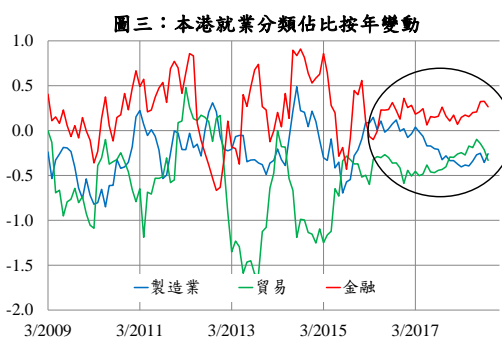
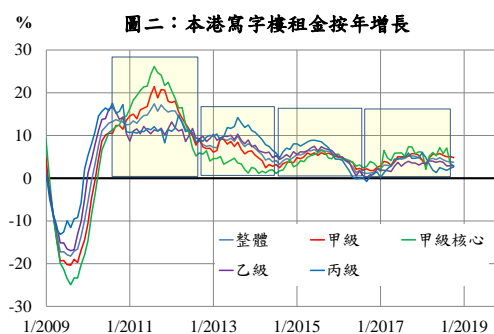
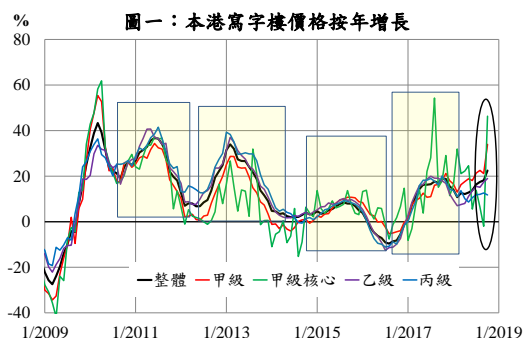
再細看下，黃框可見價格增長呈週期性，為期約兩年左右，而目前似乎正在新週期初段，由於在未來一年將接近週期高點，因此料價格仍有進一步上升空間。

至於租賃市場方面，圖二可見整體寫字樓租金按年增長趨勢自金融海嘯後同見放緩，其上落也如樓價般呈約兩年週期，不過近月增長略見放緩，其中甲級寫字樓的租金按年增長依然為各類中最高，唯有增長最低的丙級寫字樓才見改善勢頭。

另外從圖三可見，近年金融就業增長穩定，對比下，製造和貿易就業仍然處於萎縮（黑框）。由此可見，香港寫字樓租賃市場的穩步發展主要受惠於金融機構。

至於供應層面，圖四可見各類寫字樓庫存按年增長各異：甲級增長靠穩，乙級增長凌厲，而丙級增長橫行。

由是觀之，在企業的需求支持及金融就業見增長下，加上甲級供應增長穩定，料寫字樓價格及租賃市場仍能保持溫和增長。



袁沛儀

【三、股市篇】

美股前景黯淡

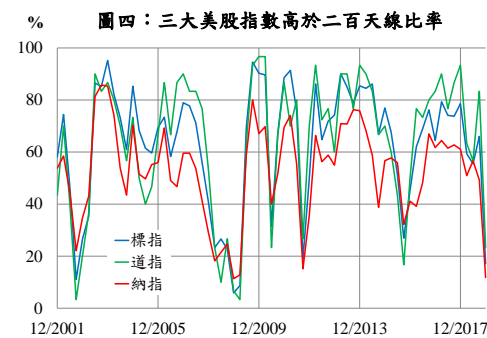
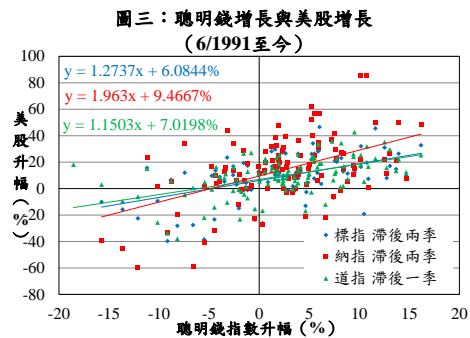
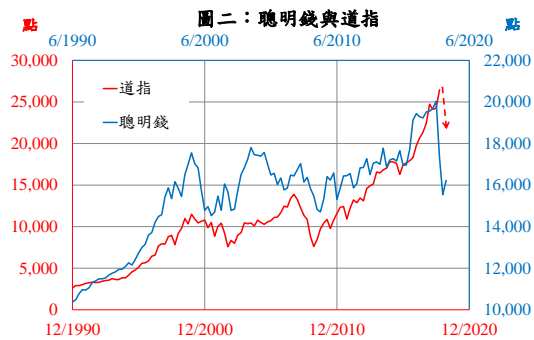
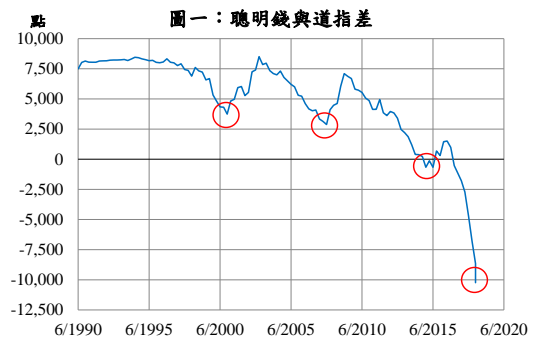
美股自去年10月初回落，那麼今年還會持續該跌勢麼？參考聰明錢流向指數——昨日指數減去開市首半小時價位再加收盤前一小時價位，以撇除散戶雜音，從而有效反映機構投資者對市場的看法，推測大市走勢。

圖一顯示，聰明錢走勢與道指其實自2016年6月起出現背離，情況漸見嚴重，可見大戶一早陸續離場，不過散戶仍然高追。

參考過往類似情況，如紅圈顯示2000年尾、2007年尾及2015年中，均見股市隨後出現明顯調整，分別為科網股爆破、金融海嘯及油價危機。目前聰明錢與道指背離程度驚人，可見美股前景黯淡。

圖二顯示，聰明錢流向指數領先道指約兩季。按上兩季度聰明錢流向跌幅約19%及18%，那麼按圖三推算出標指及納指在未來兩季的合理跌幅分別為三成及四成六左右，道指未來一季的合理下跌幅度約兩成八，幅度頗為驚人。現在再用其他前瞻指標反覆核對。

參考三大美股指標成份股，觀察高於二百天線的比率作比較，得出圖四。其中可見，目前水平創七年新低，更接近2008年金融海嘯時的水平，可見美股來年（至少未來兩季）整體前景偏淡。其實美股去年創下有史以來的最長牛市，升市期高出歷史平均值接近九成，因此筆者相信將見較大調整實屬正常。



袁沛儀

【 四、利率篇 】

油跌不利美通脹 加息兩次難度高

上月聯儲局宣佈加息 1/4 厘，並將今年加息次數預測由三次下調至兩次，結果符合市場預期，但令筆者意外的，是當局仍然預期今年 PCE 按年通脹為 2%，跟 9 月的估算一致。

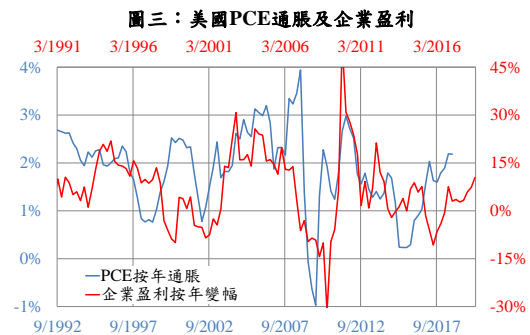
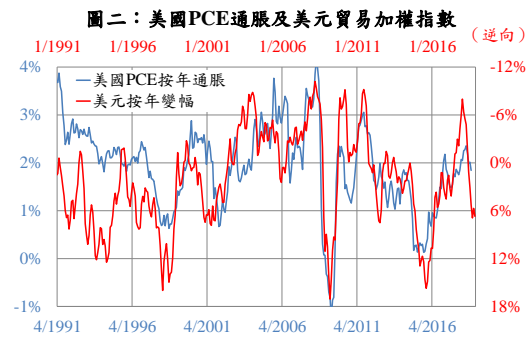
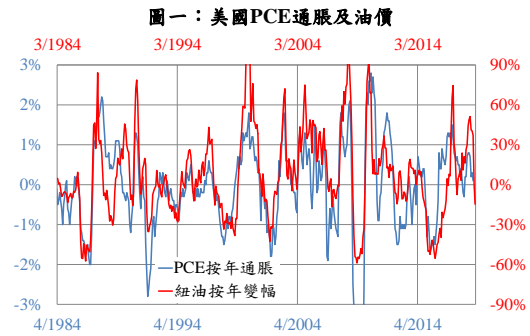
聯儲局未有下調通脹預測，似乎未有考慮油價急跌所帶來的負面影響。圖一比較 PCE 按年通脹及紐油按年變幅，後者領先前者約一個月。近期油價持續走下，通脹放緩將在所避免。

另一方面，美元造好亦對通脹帶來負面影響。圖二顯示美國 PCE 按年通脹及美元貿易加權指數按年變幅，兩者走勢逆向，後者領先前者約三個月，結果顯示通脹有放緩壓力。

不過，近期美國企業盈利增長強勁，對通脹有利好作用。圖三顯示美國 PCE 按年通脹及企業盈利按年變幅，兩者自 1995 年起走勢同向，後者領先前者約六個季度，結果顯示通脹將反覆向上。

綜合上述因素作迴歸分析，得出表一。若代入實際數字作推算，得出去年第四季 PCE 按年通脹仍可維持 2% 增長。不過，若將上述通脹再作推算，得出今年第一季 PCE 按年通脹只有 1.1%，而現時油價未有起色，通脹前景未見樂觀。

總括而言，油價疲弱及美元造好將令通脹低於當局預期的 2%，勢必逼使聯儲局暫緩加息，全年加息兩次的難度甚高。



表一：美國 PCE 按年通脹的迴歸分析（1995 年第一季至今）

	迴歸係數	標準誤差	P 值
截距	0.96	0.16	0.00
PCE 按年通脹 (一個季度前)	0.38	0.10	0.00
紐油按年變幅 (一個季度前)	0.01	0.00	0.00
紐油按年變幅 (兩個季度前)	-0.01	0.00	0.01
美元按年變幅 (一個季度前)	-0.03	0.01	0.01
企業盈利按年變幅 (六個季度前)	0.02	0.00	0.00

梁志麟

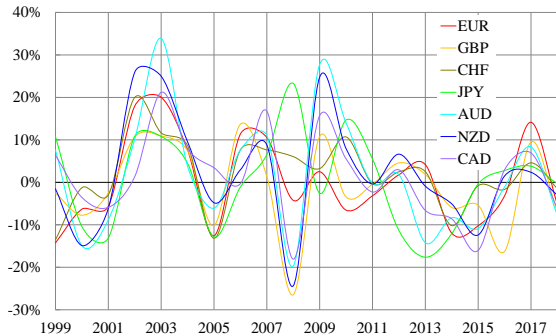
【五、匯市篇】

大勢看美元 小勢輪流轉

看匯原則一般先看美元大勢，然後才看各幣走勢。美匯已近百，加息週期亦近尾，看來跌或橫行的機會較續升為大。美元升，買什麼外幣都輸；但美元跌或橫行則不同，各幣可各有表現。今次就由這角度分析。

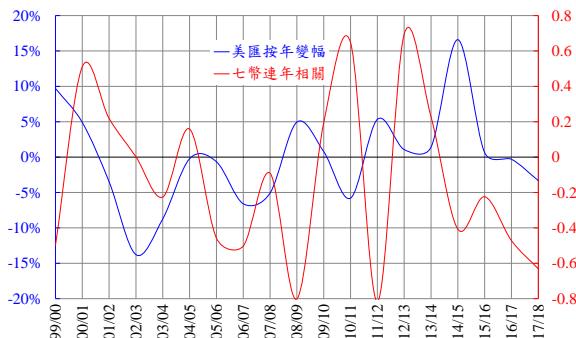
首先，一如基金例牌的風險聲明般指：過去表現對未來沒有啓示。的確，世上不少資產價格的表現都如是的，原理倒也簡單，去年大升到貴的，今年資金自然轉炒平的。圖一為七大外幣兌美元直盤價自歐元面世起每年的表現，可見年年跑出的都不同。

圖一：七大貨幣兌美元年度表現



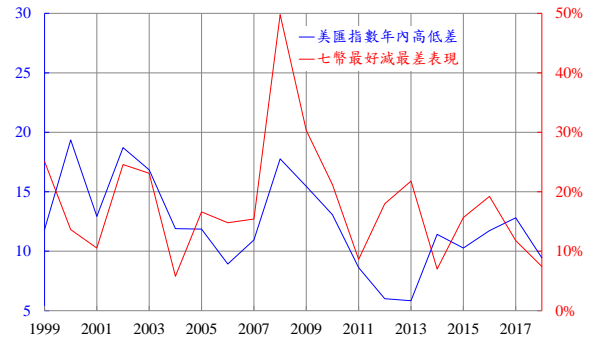
某年的表現與翌年有無關係？圖二就計算了歷來連續兩年七幣表現的相關係數（紅線），可見負相關的日子佔多。因此，去年表現差的今年表現好的機會較大，反之亦然。另外，這相關度亦跟美元升跌有關：若美元跌，七幣鬥表現下便傾向負相關。

圖二：美匯按年變與七幣表現連年相關度



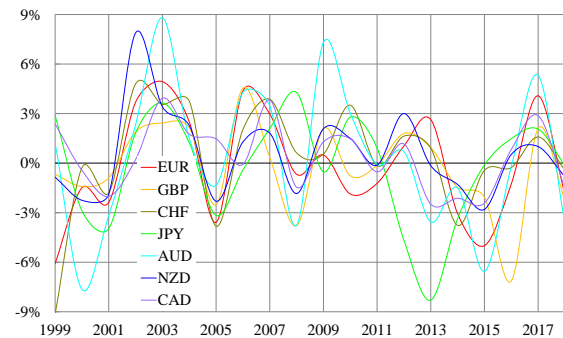
雖說七幣表現各異，但表現差距卻年年不同。如圖三所見，去年七幣最好、最差的僅距不足一成，相當窄幅。這參差程度又跟美元的上落幅度有關：若美元的高低差窄，則各幣表現的分別也小，同樣反之亦然。

圖三：美匯年內高低與七幣表現差距



看了這麼多複雜分析，到底怎揀貨幣？圖四比較七幣歷年的回報對波幅比例，後者以各幣美元匯價標準差除以其平均值，以將波幅「標準化」（如日圓 110 的標準差要跟瑞郎 1 算的比，便要先除以其本身匯價）。如圖所見，跑出的多是澳、紐、歐元，不過澳元偶爾也會包尾。跌市之下，暫以日圓、瑞郎等避險幣最為領先，澳元又見包尾。

圖四：七大貨幣兌美元年度回報對波幅比例



看罷上述，各幣表現其實風水輪流轉。目前澳元、英鎊最差，說不定來年最風光。固然，若上半年仍避險主導，則這風光日子或要下半年才見到了。

羅家聰

【六、商品篇】

金價後市續升

去年金價表現雖稍微下跌，不過相比油價已經算不錯。那麼今年金價會否見改善呢？這可從幾個市場焦點來分析。

今年資本市場相信聚焦股市，然而圖一可見，標指增長與金價增長明顯反比，前者更領先後者一個月左右。參考標指增長上月回落，料本月金價增長將見回升。

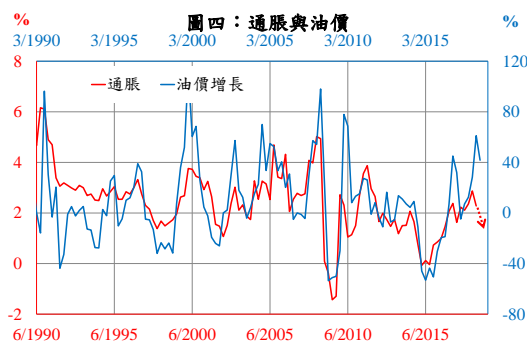
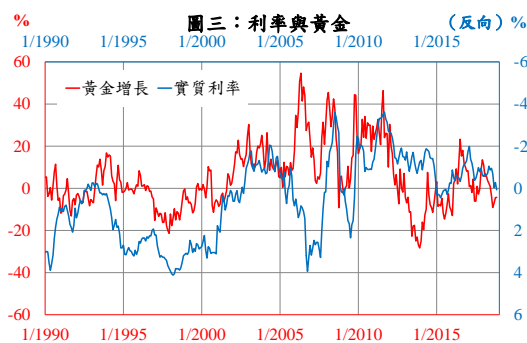
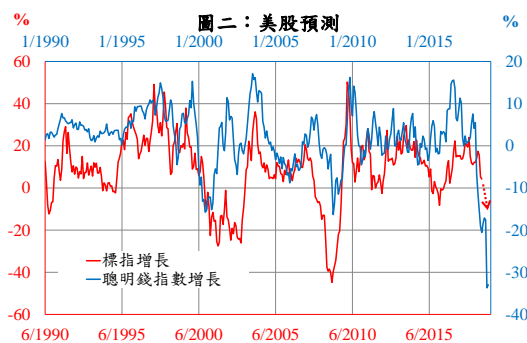
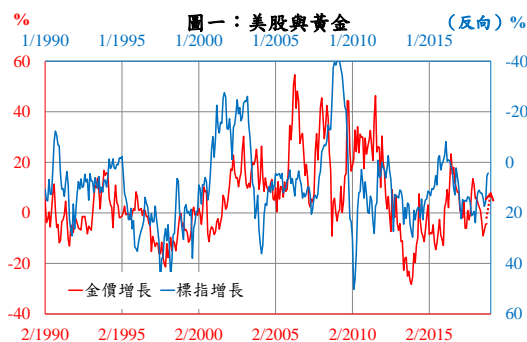
若要預測更遠金價，則要先預測美股。參考今期股市篇，得出美股前景黯淡預測，另圖二顯示聰明錢指數增長領先標指增長五個月，按紅箭預示，美股增長至少在未來五個月繼續回落。將之套進圖一，可進一步推測金價增長在未來六個月內加快。

市場另一個焦點離不開聯儲局將暫停加息步伐。在這前提下，資金放在銀行存款或無風險的國債能穩取的利息減少下，持有黃金自然相對吸引。因此圖三顯示，實質利率與黃金增長呈反比，但沒有先後關係。

要測實質利率，可參考通脹去向。圖四可見油價增長領先通脹一季。美國原油庫存仍處於高水平，加上油組減產規模不大下，油價中性偏軟；若按紅箭預示，美國通脹在未來一季有放緩壓力。

另外，聯儲局將於今年停止加息下，實質利率料將回落。那麼對應圖三，料金價增長在未來一季上升。

從這兩大焦點均利好黃金下，料金價將重上去年6月高位1,300美元。



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。