

# 交銀金融

2019年2月號 第128期

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 英國零售銷售增長放緩，利淡就業市場前景，失業率回升

---

  - 二、樓市篇 • 置業意慾回升及按揭利率回落，將支持澳洲樓價低位回穩

---

  - 三、股市篇 • 德股估值不吸引，加上盈利有倒退風險，現階段不宜吸納

---

  - 四、利率篇 • 英國內、外因素預示通脹放緩，減少英倫銀行追加息壓力

---

  - 五、匯市篇 • 澳洲消費信心及就業數據勝美國，預期中長線澳元可回穩

---

  - 六、商品篇 • 金價取決於美元、利率與通脹，其二與金均如卅餘年前般
- 

綜觀多項經濟增長前瞻指數，如股市及長短息差，均預示全球經濟增長放緩。美國商業及消費指數回落，估計就業市道也將受拖累，失業率中線溫和回升，英國亦然。

雖然媒體形容一手樓市回復小陽春，反映市場仍有一定需求，但主因是各大發展商大幅下調銷售價格，甚至低於同區二手樓，因此估計今年本港樓價將略為下跌。

美股短線已累積一定反彈，在經濟前景不明朗下，估計標指及納指分別於 2,710 點及 7,160 點附近有阻力。恒指技術上形成大雙底，料整固後可反覆上試 29,000 點，當中部分行業受惠內地政策可跑贏指數，例如 5G 股、家電股等。

全球主要經濟體的核心通脹仍在近年高位徘徊，但受油價增長於上季回落下，整體通脹均面臨回落風險。不過目前油價回穩，料通脹下行幅度有限，估計主要央行只見放慢收緊貨幣政策步伐，但沒有減息或再次放水的壓力。

聯儲局轉趨鴿派，但同時其他國家難以收緊貨幣政策，美元縱弱但跌勢緩慢，美匯指數可下試 94.8。硬脫歐風險雖減，但最終結果仍有不明朗因素，料英鎊於 1.30 整固後再上。美中十年期國債息差稍為回落，料限制美元兌離岸人民幣跌至 6.66。

金價半年看升（詳見內文），料 1,300 美元浮游期將完，下一目標為去年高位 1,360 美元水平。銀價同樣看好，料短線再上試 17 美元之裂口位，最中線表現平平不及金。

## 【一、經濟篇】

## 英國零售轉弱 就業市道料隨

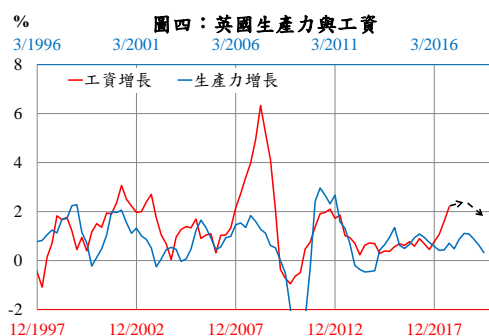
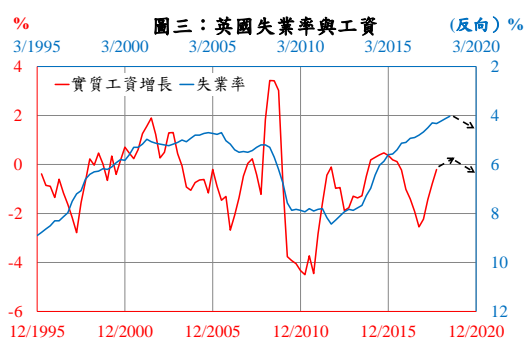
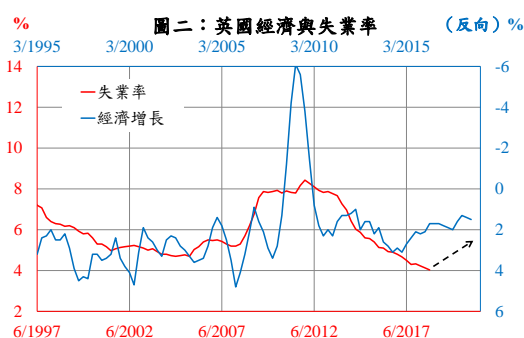
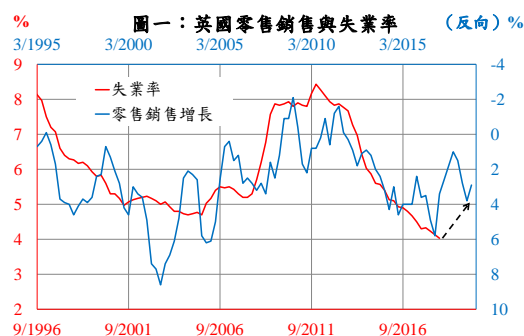
距離英國正式脫歐只有一個月，此前不少企業已經有意把總部搬回歐元區。不過撇除政治因素，究竟英國就業市場實況如何？

主要發達經濟體近數十年側重於第三產業，而勞動人口的職業以服務業為主，當中零售銷售表現較影響企業盈利及聘請狀況，再而反映在失業率上。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；前者領先後者約五季。英國零售銷售增長在2016年開始放緩。按此預計英國失業率目前處於低位，料在未來五季回升。

經濟環境同樣影響企業表現，再而間接影響聘請狀況。因此圖二可見，英國經濟增長與失業率也呈反比及先後關係；前者領先後者約九季。英國經濟增長在2015年開始放緩，因此其失業率在未來兩年見上升壓力，這與圖一結論吻合。

那麼實質工資增長又如何？圖三顯示失業率與工資增長呈反比，但關係並不強，因此只可作方向參考。前者領先後者約一年半，加上圖一及圖二得出失業率將回升，料實質工資增長在未來一年多見頂後回落。

若把失業率換上生產力增長得出圖四，可見兩者關係密切。英國生產增長在近季略見回落，因此料工資增長在未來一年多有放緩壓力。綜合推測英國失業率將回升，而實質工資增長將放緩，無論脫歐前景如何，基本面而言整體就業市場也將回軟。



袁沛儀

【二、樓市篇】

澳洲樓價勢回穩

環球樓價回落可算是不爭的事實，而更嚇人的是上月澳洲公佈去年11月的建築許可錄得按年下跌33%，為金融海嘯以來最差，究竟數據對當地樓市有多大影響？

圖一比較2004年至今澳洲樓價及建築許可的按年變幅，兩者走勢呈正比，但可惜建築許可只是跟樓價同步。若將最新數據代入圖中迴歸算式，估算去年第四季樓價錄得按年不變。

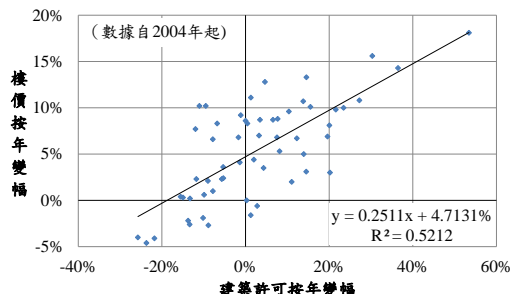
展望將來，投資者不宜對樓價過份悲觀。圖二顯示澳洲建築許可及消費置業信心指數的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約一年，結果顯示建築許可的按年變幅有轉跌為升的跡象，代表樓價可於低位回穩。

另一方面，按揭利率回落亦支持樓價回穩。圖三顯示澳洲樓價及按揭利率的按年變幅，兩者走勢逆向，後者領先前者三個季度。由於按揭利率近期由高位回落，估計對樓價有利好作用。

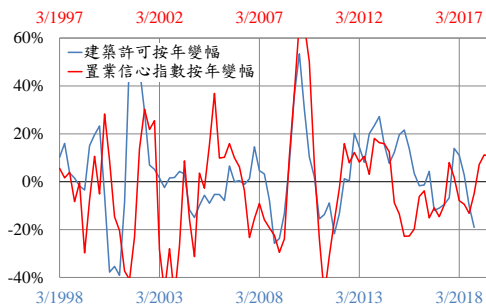
最後圖四顯示澳洲按揭利率及一年期國債息率按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約一季。隨著一年期國債息率轉趨橫行，估計按揭利率回穩有助樓價低位有支持。

總括而言，雖然近期的樓市數據相當嚇人，但預期建築許可轉跌回升及按揭利率回落，將支持樓價於低位回穩。

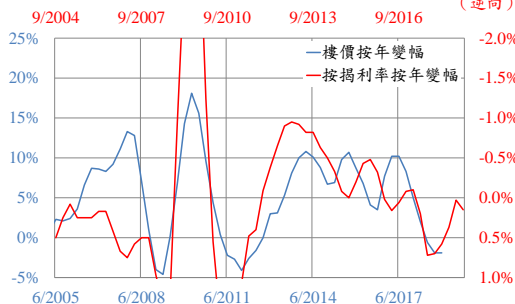
圖一：澳洲樓價及建築許可



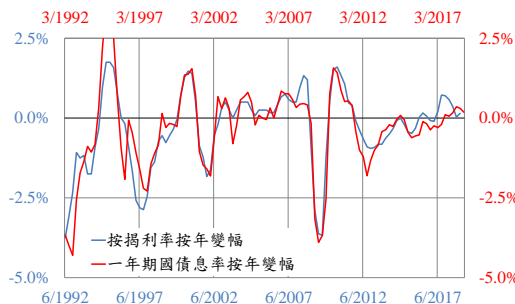
圖二：澳洲建築許可及置業信心指數



圖三：澳洲樓價及按揭利率



圖四：澳洲按揭利率及一年期國債息率



梁志麟

【 三、股市篇 】

德股盈利不明朗

德國 DAX 指數可算是去年走勢最弱的主要指數，技術形態更可以用惡劣形容。圖一顯示指數早前形成大雙頂後持續走弱，直至近日投資氣氛改善，指數反彈並逐步接近早前的頸線。

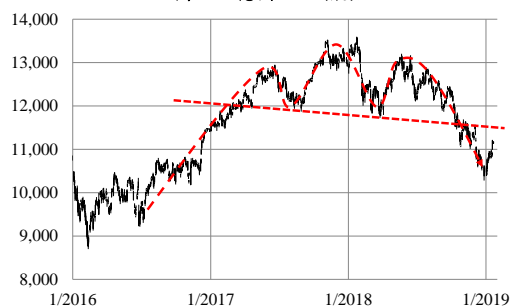
不過，從市寬的角度，投資者不應視今次反彈為轉勢跡象。圖二顯示 DAX 指數的按年變幅及其成份股高於二百天線的比率，兩者走勢同向，後者領先前者約一季，結果顯示 DAX 指數後市仍然偏弱。

至於從基本面角度，卻未能得到一致方向。圖三顯示 DAX 指數每股盈利及德國 M2 貨幣供應的按年變幅，兩者自 2006 年起走勢反向，結果顯示企業盈利增長有放緩壓力。若以迴歸算式推算，將得出今年 7 月的每股盈利增長為 26%，明顯低於去年平均增長 36%。將得出的盈利代入 2010 年後的平均市盈率及其減一個標準差，將分別得出合理值為 18,118 點及 14,439 點，均高於現時指數水平。

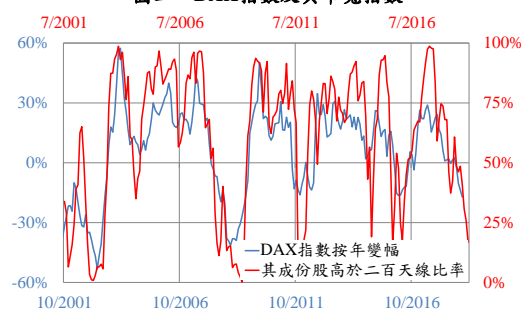
圖四顯示 DAX 指數每股盈利及 IFO 企業前景指數的按年變幅，後者領先前者約十個月，結果顯示盈利增長將明顯放緩。若以迴歸算式推算，將得出今年 10 月的每股盈利按年倒退 14%。

總括而言，市寬指數顯示 DAX 指數未來三個月將仍然偏弱，而盈利增長將出現放緩，甚至有倒退的風險。既然盈利前景不明朗，投資者不如先行觀望再作打算。

圖一：德國DAX指數



圖二：DAX指數及其市寬指數



圖三：DAX指數每股盈利及德國M2貨幣供應



圖四：DAX盈利及IFO企業前景指數



梁志麟

【四、利率篇】

英國通脹將回落 追加息壓力漸消

在眾多主要發達經濟體中，英國通脹水平仍然較高。有英倫銀行官員曾表示，若然經濟繼續增長將繼續加息。究竟英國利率前景如何？

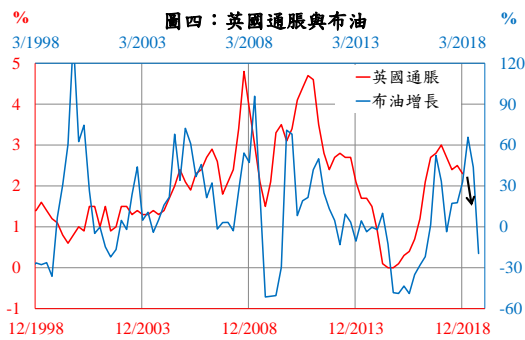
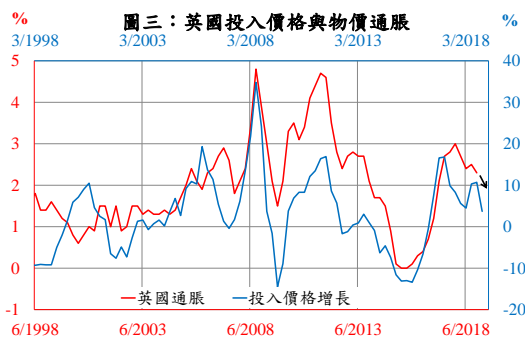
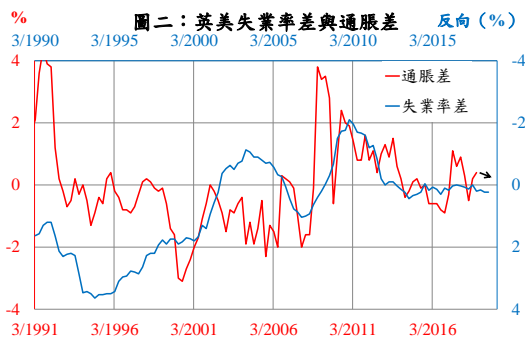
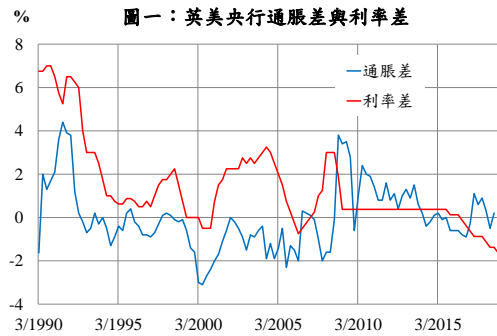
先與外圍相比。圖一顯示英美通脹差與兩地官方利率差在金融海嘯前的走勢近乎同步，可見通脹壓力較大的一方，官方利率相對較高。不過金融海嘯後因救市措施而兩者出現背離。隨著退出救市措施，兩者應再次同步。英美通脹差近年窄幅上落，但對比下英國利率偏低，當局若基於此，其實短線有追加息的條件。

不過，若再對比兩地就業市場，圖二顯示英美失業率差與通脹差呈反比，前者更領先一年。不過英美失業率差在過往一年之間橫行，可見當局在未來一年追加息空間不大。

再看英國本地因素。最直接可參考衡量原材料及中間原料的生產投入價格增長。圖三顯示其升幅領先英國整體通脹約一季，按黑箭預示，英國通脹在未來一季見下行壓力。

最後再參考油價。圖四顯示布蘭特期油按年增長同樣領先英國通脹三季。觀乎油價增長自去年明顯回落，目前更處於萎縮，按黑箭預示，英國通脹將向下。

由是觀之，無論本地或外圍因素均料英國通脹放緩，保守估計，若然英倫銀行再加息也難多於一次。



袁沛儀

【五、匯市篇】

澳元可扭轉近年弱勢

若問散戶對哪隻貨幣最感興趣，相信大部分均會回答澳元，主因是以前澳元貴為高息貨幣，加上美元疲弱，投資澳元可算是價息雙收。不過，自2012年開始，澳元持續走弱，年初一度跌穿2016年低位0.6830後失而復得，如圖一所示。展望將來，澳元會否再次走弱？還是有機會起死回生？

從基本看，圖二顯示澳元按年變幅及澳洲跟美國按年GDP增長差，兩者走勢同向，後者領先前者約一年，結果雖然顯示澳元未有低位反彈的跡象，但至少再出現急跌的可能性不大。

領先指標亦顯示澳元有回穩的跡象。圖三顯示澳元按年變幅及澳美消費信心指標按年變幅差，兩者走勢同向，後者領先前者約一年，結果顯示澳洲的信心指標的升幅跑贏美國，將對澳元有支持作用。

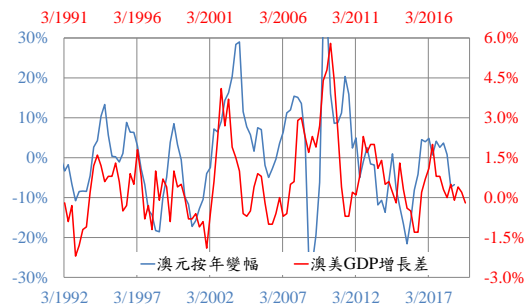
最後圖四顯示澳元按年變幅及澳洲跟美國失業率按年變幅差，兩者走勢逆向，後者領先前者約一年，金融海嘯後的負相關係數更高達0.87。結果顯示澳洲的失業率跌幅較美國為大，將支持澳元由低位回升。

總括而言，雖然澳元近年的走勢疲弱，年初更一度跌穿2016年低位，但要留意澳洲消費信心升幅跑贏美國，加上當地失業率的改善速度較美國為佳，均反映澳元可扭轉過去幾年的弱勢，因此對於鍾情澳元的投資者，不妨在低位分段吸納，到今年底或明年年初可能有意想不到的收穫。

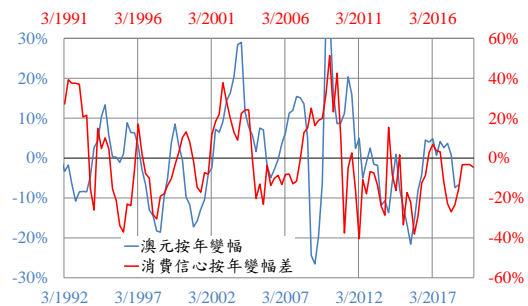
圖一：澳元兌美元週線圖



圖二：澳元及澳美GDP增長



圖三：澳元及澳美消費信心指數



圖四：澳元及澳美失業率



梁志麟

【六、商品篇】

史觀金價因素 上半年仍看好

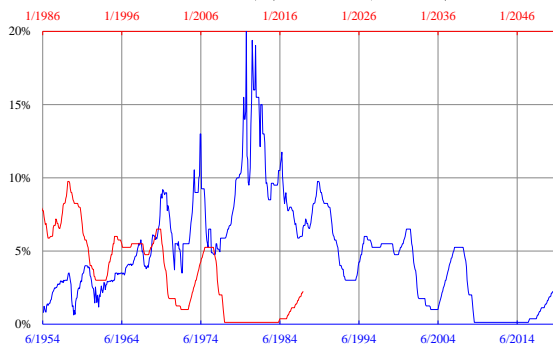
隨着股樓回落，適逢債息卻長線趨升，美元未見方向，幾大資產市場彷彿只剩商品可買，而商品當中油市卻表現不濟，於是，篩選法下便只篩剩貴金屬了。今文講金。

五個月來金價升逾千美元，上到 1,300 美元有點尷尬了，不高不低。後市如何？

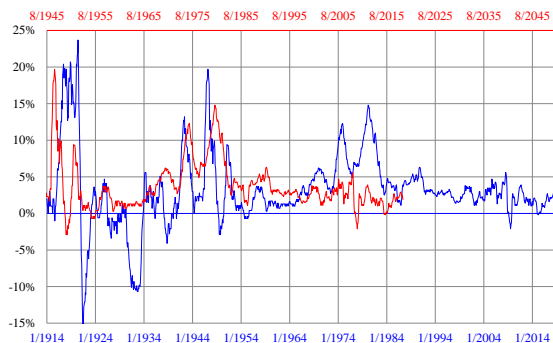
黃金的宏觀因素其實只有三個：美元、利率和通脹。加息利淡金價，通脹則利好，故實質利率（即名義利率減通脹）應利淡。換言之，金價兌美元應跟實質利率反比。

我們知道近卅一年半前後的金價拼圖行之有效，1980 年春高位對應 2011 年秋。但是否可靠？這要看看上述三個金價因素是否也如近卅一年半前後般行。圖一所見，利率就不是了，當年由高跌，今日由低升。

圖一：近卅一年半前後的聯儲基金利率

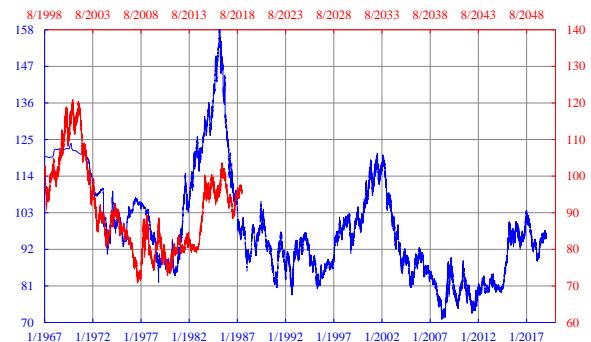


圖二：近卅一年半前後的美國通脹



不過，利率是對通脹的反應，而黃金之有限本質乃對抗紙幣貶值（即通脹），金跟利率的關係其實隔了一重。圖二比較近卅一年半前後的美國通脹，可見大勢還算似。

圖三：近卅一年半前後的美匯指數



美元呢？圖三比較近卅一年半前後的美匯指數，可見整體而言尤轉角位也似。

圖四：近卅一年半前後的金價



三個因素有兩個似，無怪乎金價也有近卅一年半前後之相似了，如圖四示。以歷史角度判斷，金價升市料至年中，可近 1,500 美元，但這還不過是熊市反彈，彈後仍散。

直觀而言，目前通脹尚有升壓但不大，聯儲局尚有加息空間但亦不大，故可見實質利率前景也應變動不大。所以，金價的上升動力只剩美元下跌一途。然則，美國以外的通脹、利率前景也如美國，故美元跌亦慢，而金價升亦有限，於是故仔脗合拼圖了。

羅家聰

**【 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。