

交銀金融

2019年3月號 第129期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 紐西蘭樓價未見下行壓力，估計經濟及就業市場大致平穩

 - 二、樓市篇 • 本港樓價指數仍高企，但成交量背離，料樓價短線見橫行

 - 三、股市篇 • PMI、長短息差與聰明錢增長回落，美股後市調整壓力大

 - 四、利率篇 • 金管局縱買港元，但美股後市落後港股，料兩地息差仍闊

 - 五、匯市篇 • 對比歐美經濟、失業率及通脹分別，預期歐元將先升後回

 - 六、商品篇 • 油、金的期貨曲線能道出合理價，但兩者的應用方法相反
-

雖然股市回升將帶動經濟領先指標由低位反彈，但整體趨勢仍然預示全球經濟增長逐步放緩，對就業市場的負面影響將於年中浮現，不過現階段未有衰退的跡象。

本港樓價指數雖然回升，不過經濟增長有放緩風險，投資者入市態度審慎，成交量回落，可見樓價處於乾升狀態，估計短線橫行。外圍樓市走勢預料大致相若。

全球股市自去年底反彈至今，目前升勢已放緩。在全球經濟前景不明下，市場投資氣氛淡靜，股市未見明顯推升動力，料再進一步上升空間有限，估計標指、恆指及滬深三百指數分別在 2,940 點、29,520 點及 3,850 點見阻力。

油價近期由低位反彈，縱使略為紓緩全球通脹放緩壓力，但卻明顯不足以支持各大央行加息，估計各央行將維持現時觀望態度至年中。內地貨幣政策轉趨寬鬆，已帶動 A 股反彈，但對經濟數據的影響仍未浮現，估計寬鬆政策將維持一段時間。

匯市消息淡靜，市場已消化央行貨幣政策取態將較去年轉為寬鬆，料各幣上落空間有限。唯獨商品貨幣因油價及金價短線波動而見造好，料美元兌加元反覆下試 1.3060，澳元下試 0.7050。美元兌人民幣在 6.6460 與 6.7380 區間整固。

美、英油價均已反彈了去年末季下跌的 50%，現價尷尬，在無大 risk-on 或-off 下，料後市窄幅牛皮。反而金價勢如破竹，看升觀點不變，1,360 元有顯著阻力但料終破。

【一、經濟篇】

紐國基本面大致平穩

紐西蘭儲備銀行早前公佈議息結果，當局在政策聲明認為低息及政府開支將利好今年經濟。不過鄰國澳洲卻明顯相對悲觀，指出樓價急跌將衝擊消費及經濟。究竟紐西蘭會否面對同樣的問題？

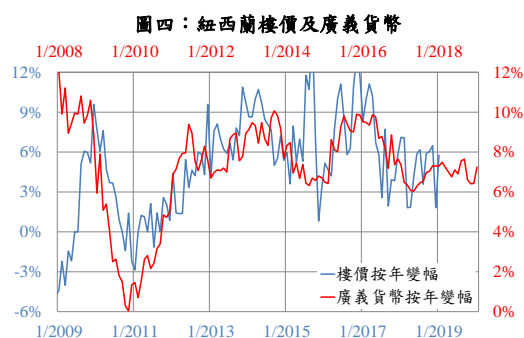
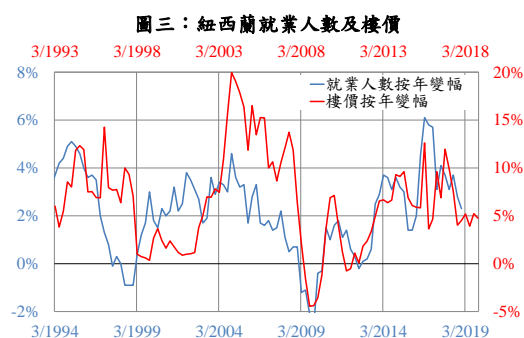
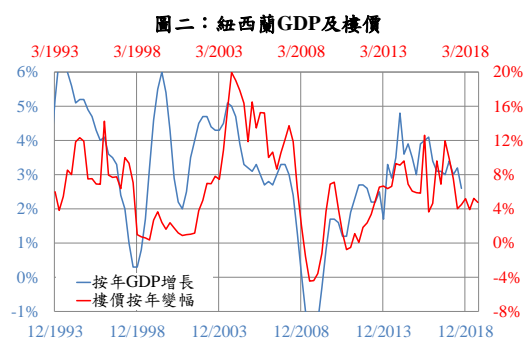
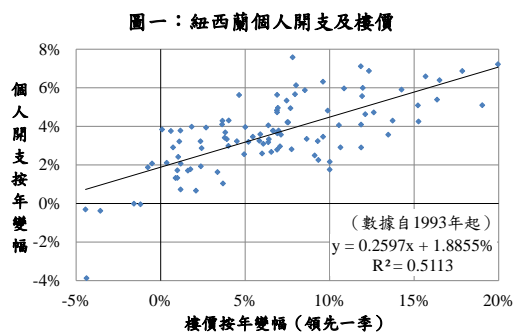
先觀察鄰國澳洲最擔心的個人消費。圖一比較紐西蘭個人開支及樓價的按年變幅，兩者呈正相關性，後者領先前者約一季。若將數字代入圖中迴歸算式，得出第一季個人開支按年增長為 3.1%，增幅只是輕微低於去年的平均值，似乎當地的個人消費未有明顯的下行風險。

至於對整體經濟的影響，圖二顯示紐西蘭 GDP 及樓價按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約三季，結果顯示 GDP 增長同樣先跌後平穩。

就業市場同樣受到樓價的影響。圖三顯示紐西蘭就業人數及樓價的按年變幅，兩者自 2004 年起走勢同向，後者領先前者約一年，結果同樣顯示就業增長未有明顯轉弱。

這情況下，似乎若知當地樓價，便可掌握當地基本面的趨勢。那麼未來樓價的走勢又會如何？

圖四比較紐西蘭樓價及廣義貨幣的按年變幅，兩者自金融海嘯後走勢同向，後者領先前者約一年。由於廣義貨幣近年走勢穩定，估計樓價亦會跟隨穩定增長，反映當地經濟、消費及就業市場同樣平穩。



梁志麟

【二、樓市篇】

香港樓市吹淡風

多個發達國家的樓價均見回落，包括港人熱門投資市場如英國、澳洲及加拿大。回到本地，究竟目前香港樓市如何？

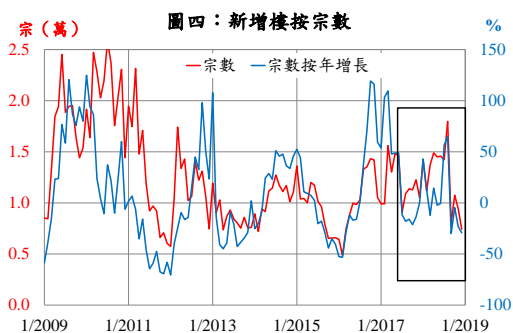
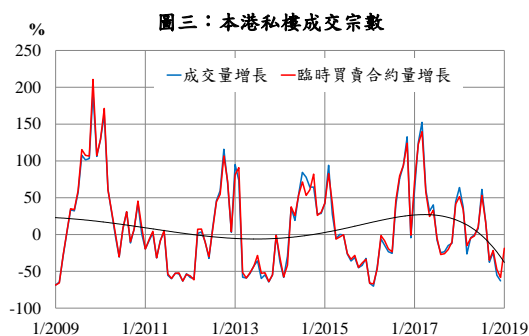
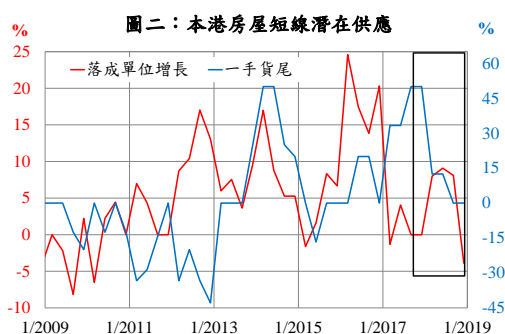
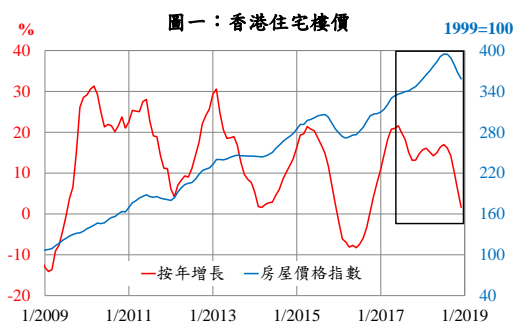
本港住宅價格自去年暑假開始回落，但目前抵買麼？圖一可見，價格雖然回落但仍處於近兩年的高位。不過，按年升幅已在 2018 年前後見頂，目前增長已重返 2014 年的低位，若然真的有需要置業亦無可厚非。

本港樓市在吹淡風麼？先看供應。圖二顯示，無論已落成或是一手貨尾單位增長近月明顯回落，兩者均跌至收縮，短線供應前景疲弱。

其實，地產商會按市況來決定建樓計劃，因此圖二也間接反映了市場景氣疲弱。若再看較直接反映需求的數據。圖三顯示，無論臨時買賣合約或是成交宗數增長均自 2017 年走勢下滑，目前也重返 2014 及 2016 年較低水平及處於收縮，可見需求薄弱。

再看樓按批核情況。同樣地，無論整體數字或是按年增長均明顯回落，兩者水平也重返 2014 年低位，再次反映需求疲弱。

綜合可見，本港樓市目前與 2014 年相似。樓價處於高位，但成交情況背離，可見目前樓市是處於有價無市的情況。在這前提下，相信本港樓價短線仍然處於膠著狀態。



袁沛儀

【三、股市篇】

美股將再現調整

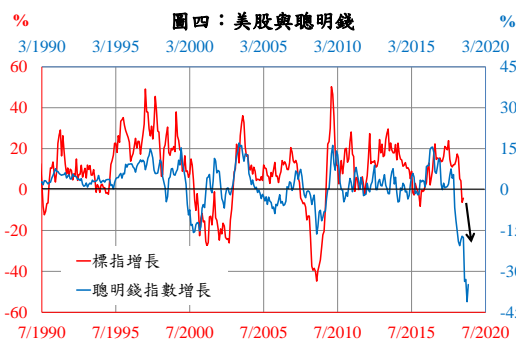
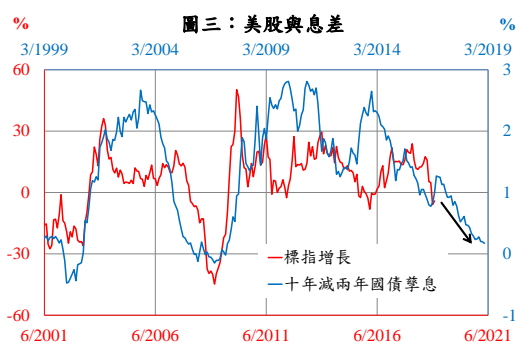
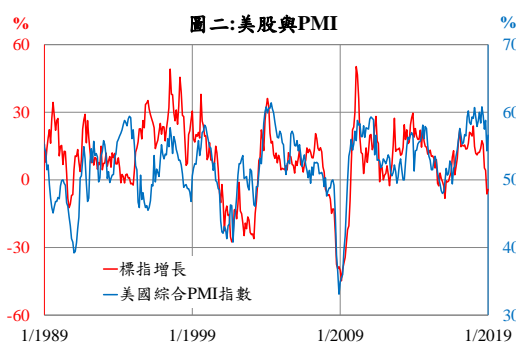
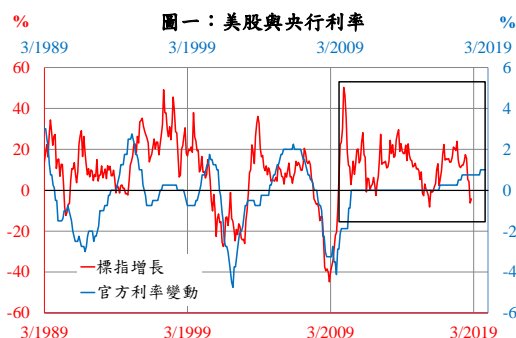
美股年初以來走勢造好，收復去年11月至年尾的調整。然而市場上開始有不少聲音搶著唱好將見牛市，究竟前景是否如此樂觀？

細看市場上不少「理由」均基於聯儲局將放慢加息步伐，有利銀行股。不過參考圖一，可見兩者其實呈明顯正比。標指增長領先官方利率變動約四個月；不過兩者關係在金融海嘯後便消失（黑框部分）。因此，若基於貨幣政策來推測中線股市難見方向。

股市反映市場投資氣氛，因此直接參考市場景氣或見啟示。的確，圖二可見標指增長與美國綜合 PMI 指數同向關係密切，但兩者未見時差，因此難以預測前景。不過 PMI 近年回落，可見股市增長目前有放緩壓力。

那麼再看基本面，可參考經濟前瞻指標，如長短息差。圖三顯示，美國十年減兩年國債孳息領先股市增長九季。按黑箭預示，標指增長在未來兩年多將持續放緩，更見萎縮。

最後當然看大型機構投資者的資金流向。圖四顯示，美股增長與聰明錢指數增長關係密切，後者走勢跟隨著前者四個月前的方向。按黑箭預示，標指增長在未來四個月將見急速回落。由是觀之，料美股目前上升空間有限，中長線還是見明顯下行壓力。



袁沛儀

【 四、利率篇 】

美港息差將保持高企

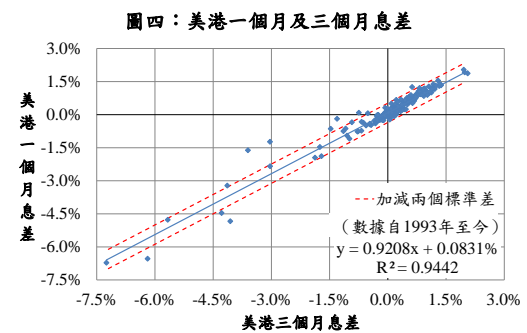
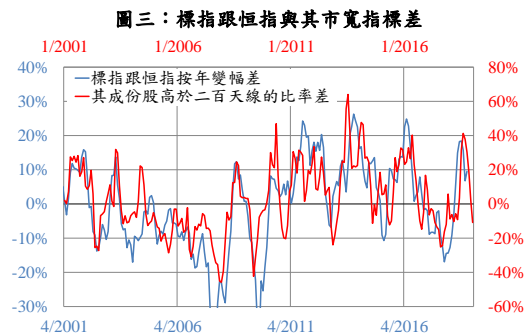
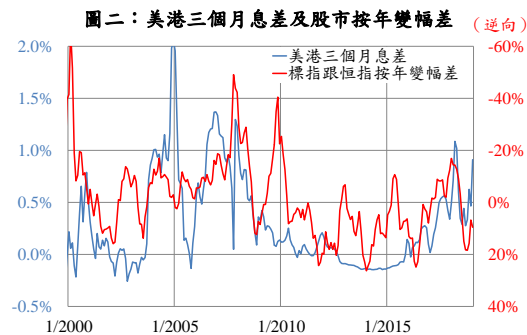
去年金管局入市買入港元，令美元跟港元三個月息差一度最低見 0.15 厘，如圖一所示，但其後美港息差再次擴闊至 1 厘。由於美電接近強方水平，金管局買港元將限制息差上升，但展望將來，息差會否收窄至 2010 年至 2017 年時的水平？

美港息差的前景，其中一個因素取決於兩地股市的表現。圖二顯示美港三個月息差及標指跟恒指按年變幅差，兩者自 2008 年後走勢逆向，這代表一旦美股跑贏港股，美港息差便會收窄。

從市寬的角度，美股未來一季的走勢有機會落後港股。圖三顯示標指跟恒指的按年變幅差，及兩者成份股高於二百天線的比率差，兩者走勢同向，後者領先前者約一季，結果顯示標指未來一季將落後於恒指，將對美港三個月息差有正面作用。

不過投資者要留意，美港一個月息差的上升空間可能不及三個月息差。圖四比較 1993 年至今美港一個月及三個月息差。現時美港一個月息差為 1.57 厘，高於圖中趨勢線加兩個標準差，這代表即使美股走勢較港股落後，利好美港息差，但一個月息差的上升空間較三個月息差有限。

總括而言，標指及恒指的市寬指標顯示美港息差將保持高企，但要留意一個月息差已遠高於過去的合理平均值，似乎進一步擴闊的空間有限。估計美息未來將保持平穩，港息則因為金管局入市而略為回升，美港息差未來仍難以收窄。



梁志麟

【五、匯市篇】

歐元有望扭轉弱勢

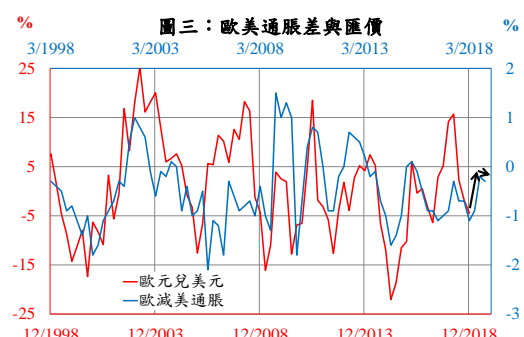
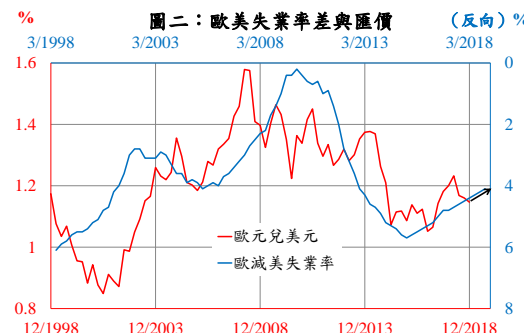
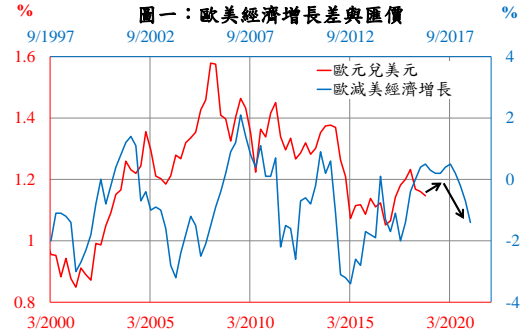
主要貨幣近期在消息淡靜下，只見窄幅上落。美元自去年10月中至今仍然受制於95與97.5區間，歐元相對在近月低位徘徊。究竟匯市何時能突破這場悶局？

美國及歐元區消息淡靜，因此今文主要從外圍對比尋匯市方向。最直接可參考兩地經濟增長差。圖一顯示，歐元區減美國經濟增長領先歐元兌美元約十季。參考過往兩年多，歐元區經濟增長比美國強勁，不過自2017年起，美國增長快速追上並拋離歐元區增長。按黑箭可見，歐元兌美元在未來四季略見上升空間但隨後將見回落。

再看其他基本面，如就業市場。圖二顯示歐美失業率差與歐元兌美元整體反向，前者領先後者約三季（比經濟增長時差短）。歐元區失業率近四年跌速較快，然而美國已達全民就業，兩地失業率差日漸收窄。因此若按黑箭預測，料歐元兌美元短線上升壓力大。

至於物價方面，圖三顯示歐美通脹與歐元兌美元增長同向，前者也領先後者三季。若按黑箭預測，料歐元兌美元增長在未來兩季也將見回升，不過速度仍然不及2017年底的水平，然後增長略見回落。

由是觀之，可見歐元兌美元短線將見回升，不過上升空間有限，而中長線將回落。技術上，歐元兌美元五十天線將升穿一百天線，與上述根據基本面得出的結果吻合。估計歐元未來兩季將緩慢試穿近月高位1.1570，因此匯市在未來半年可破悶局。



袁沛儀

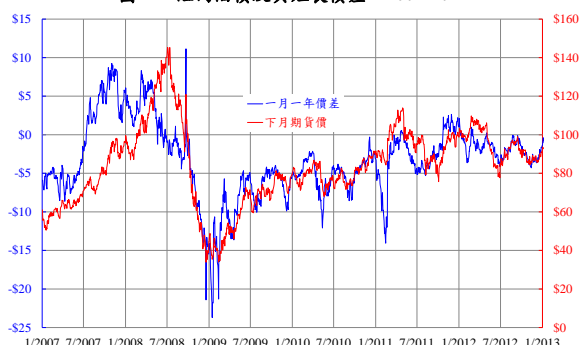
【 六、商品篇 】

期貨測市 油金各異

油價、金價為商品市場中交投最活躍，當然，這些價格除了受外圍（宏觀）和商品供求（微觀）因素影響外，市場因素自然亦佔一席位。但到底市場因素怎影響價格？

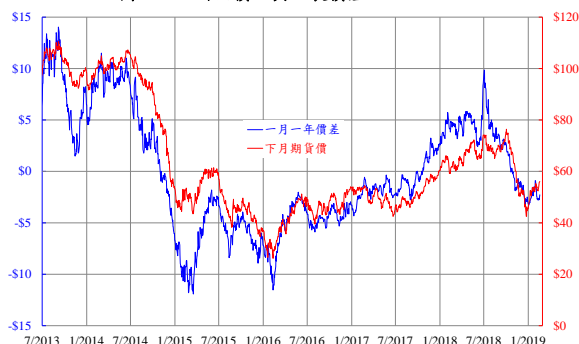
在油市裏有 Contango 和 Backwardation 兩個現象。網上查過，兩詞似無統一的中文譯法，但意思是 Contango 為較遠的期貨價高於較近的期貨價，Backwardation 則相反，姑且分別稱之為「正價差」和「負價差」。

圖一：紐約油價及其短長價差，2007-2012



在油市裏，不難發現在大多數日子下，油價與「下月付運價減下年付運價」成正比。換言之，愈是 Backwardation 或價差愈負，油價愈升。由 1986 年有紀錄起至今，只有 2003 至 07 年見不到此象，其餘日子都有。

圖二：紐約油價及其短長價差，2013-2019

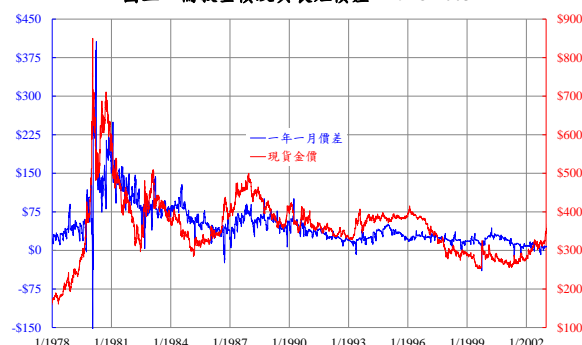


另外，不同時期的平價（par，或零價差）所對應的油價均不同，2007 至 12 年為 100 美元，但 2013 年至今則為 60 美元。

價差雖不一定領先市價，但通常升市時價差會「偏高」（藍線高於紅），跌則偏低。目前兩線纏擾亦貼近平價水平（60 美元），可見油價升跌壓力均不大，後市牛皮居多。

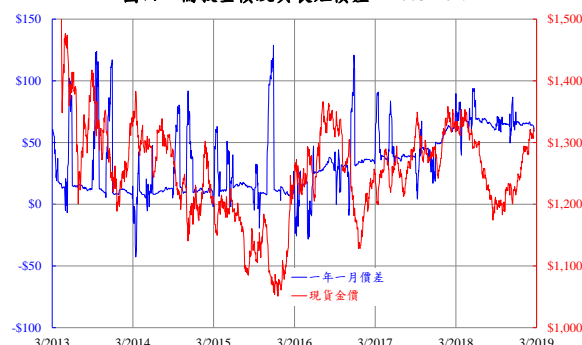
金價也可作類似分析。不過，現貨金價卻是跟一年期貨價減一月期貨價（長減短）正比，與油價的「短價減長價」剛剛相反。這顯示油價或呈均值回歸（mean-reverting）現象，而金價偏向發散性（diverging）的。

圖三：倫敦金價及其長短價差，1978-2003



然而，期貨價差與現價關係亦曾在 2004 至 13 年間失準。由此可見，無論油、金，當價格大上落時（海嘯前後），期貨價差與市價關係便會失常，應用時宜留意這點。

圖四：倫敦金價及其長短價差，2003-2019



近六年來，金的平價對應 1,200 美元。目前價差與現價對應，意味現價大致合理，儘管藍線高於紅預示金價尚有稍升壓力。

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。