

交銀金融

2019年4月號 第130期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 英、歐、美零售銷售增長均回落，將帶動失業率短線回升

 - 二、樓市篇 • 英國建屋及需求平穩，領先指標受壓，預期樓價持續呆滯

 - 三、股市篇 • 日股估值縱吸引，但出口及信心顯示收入下降，不宜吸納

 - 四、利率篇 • 亞洲經濟尚算穩健，加上聯儲局無意加息，政策無需寬鬆

 - 五、匯市篇 • 港匯應由股（港股）、息（美港息差）、匯（美匯）來解釋

 - 六、商品篇 • 物料股未見上升動力，亞幣受壓，估計銅價上升空間不大
-

全球主要經濟增長見放緩風險，料美國經濟增長放緩至3%以下、歐元區則回落至1%以下；同時美、歐、英失業率將見回升風險。儘此，對比下美國經濟仍較外圍好。

雖然股市首季回升帶動樓價出現小陽春，而環球央行亦轉趨鴿派，但長短債息倒掛反映環球經濟出現放緩壓力，置業意慾降溫將限制樓價較去年高位低約10%。

市場已消化各利好因素，在基本面未有改善下，料環球股市出現調整。估計標指及納指分別回落至2,700點及7,400點。市場已消化內地推出的刺激經濟措施，料滬深三百指數可跌穿3,650點，確定雙頂已見並下試3,520點，恒指則回落至27,700點。

全球通脹無升溫壓力，各大央行遂維持目前利率不變，聯儲局更無意於今年加息；料美元兩年及十年國債孳息分別在低位2.4及2.5厘徘徊。英國受脫歐前景不確定而令十年長息急跌，料繼續下望0.97厘。日本十年國債孳息繼續下試-0.1厘。

美匯指數近兩季於平頂三角內運行，突破位可遲至今年第三季，料本月於96.2至97.7間上落。英鎊在硬脫歐陰霾下料波幅擴大，兩端分別可試1.24和1.36。人民幣有轉趨橫行跡象，本月上落區間介乎6.60至6.80。美港息差再擴，料港元仍貼弱方行。

油組減產對美國原油庫存將逐步浮現，但同時市場氣氛轉趨保守，將限制紐油於58至62美元整固。央行轉鴿及經濟前景不明朗，料支持金價接近阻力區1,350美元。

【一、經濟篇】

英歐美失業率將齊升

多個主要經濟體的就業市場貌似穩定，失業率更創屢創新低，究竟這情況還會持續一段時間麼？

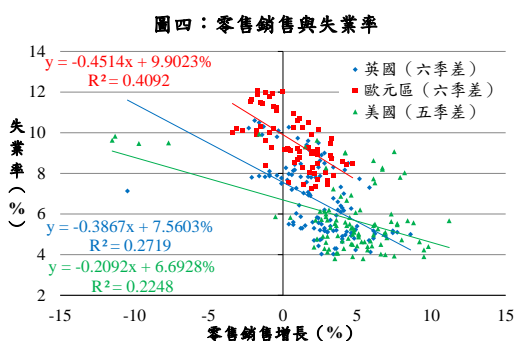
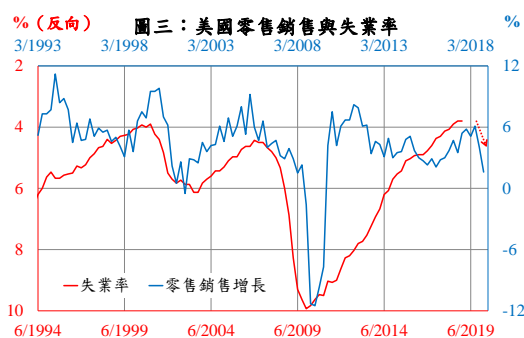
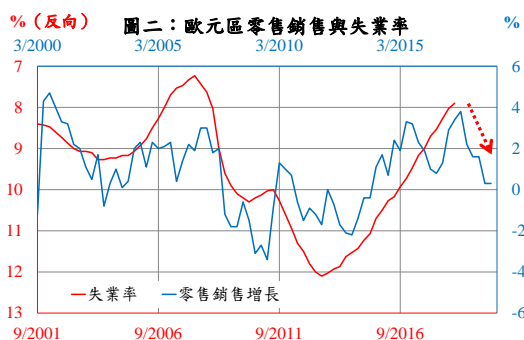
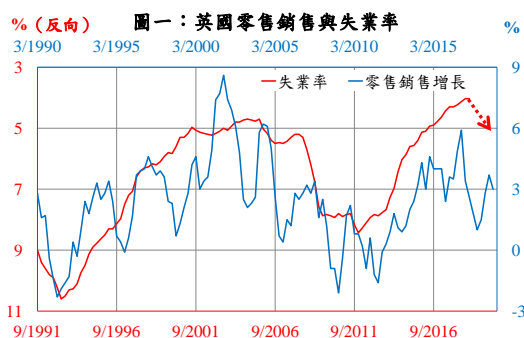
由於主要發達經濟體均側重於第三產業，市民自然偏向投身服務業職位為主，而零售銷售表現將會影響企業盈利及聘請狀況，進而影響失業率。今文看看英、歐、美的零售銷售與失業率走勢。

先看英國。圖一可見，其零售銷售按年增長與失業率走勢有著密切反比關係，而零售銷售按年增長的影響更反映在六季後的勞工市場上。英國內需於2016年放緩，雖然近年略見回升但幅度有限，按紅箭預示，料英國失業率第一季見底並將回升。

換上歐元區數據，得出圖二。零售銷售按年增長走勢同樣領先失業率反向水平六季。歐洲內需自2017年回落，按紅箭預示，料歐元區失業率也於第一季見底後回升。

不過若換上美國數據，圖三可見當地零售銷售按年增長走勢領先失業率反向水平約五季，但兩者關係於金融海嘯後開始背離。可見美國就業市場過熱，失業率日後有回升壓力。

由是觀之，料英、歐、美失業率將見底回升。套上圖四算式，料英、歐元區失業率於2020第二季的合理值分別為6.5%及9.8%，而美國2020第一季合理失業率為6.4%。若與目前水平相比，歐元區失業率回升幅度相比英、美略小。



袁沛儀

【二、樓市篇】

英國樓價未有上升跡象

正所謂「有危便有機」，近期脫歐發展困擾當地投資意慾，但有部分人視之為入市良機，始終事情總有解決的一天，屆時氣氛好轉將推高樓價。不過這個如意算盤，又是否可以如願地打響？

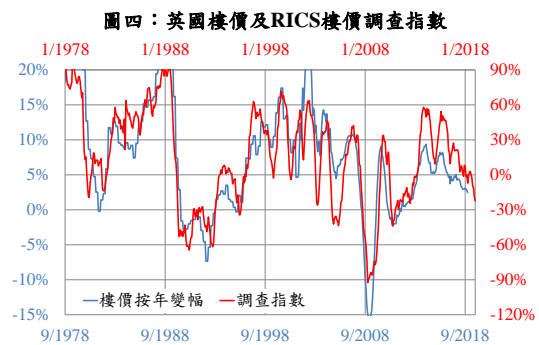
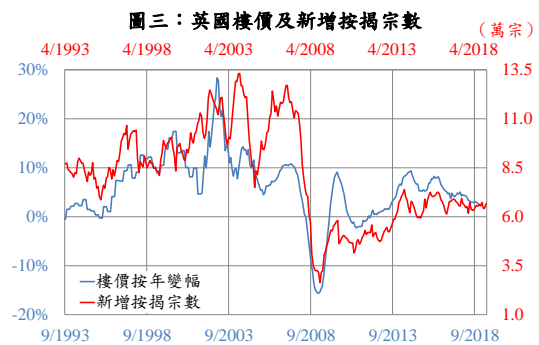
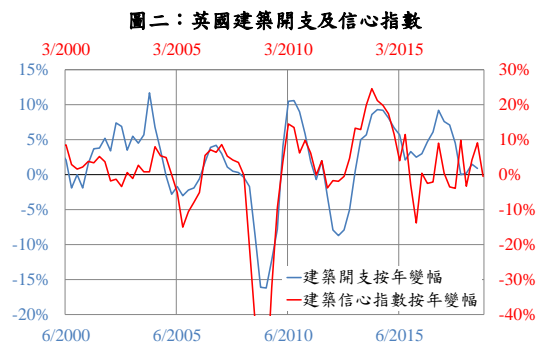
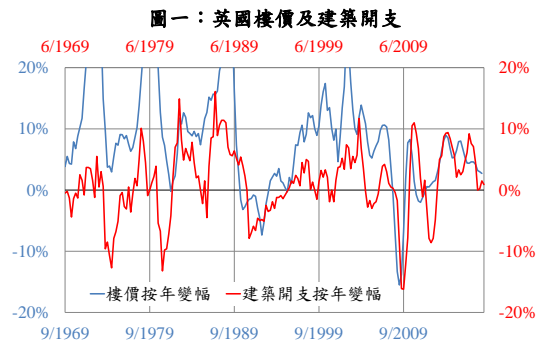
圖一顯示英國樓價及建築開支的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約一季。隨普建築開支接近零增長，估計樓價按年走私持平。

圖二顯示英國建築開支及信心指數的按年變幅，兩者自2005年開始關係密切，後者領先前者約一季。縱使當地建築開支的按年增長跌近零水平，但建築信心缺乏方向，似乎相關開支再下跌的空間不大，反映當地樓價保持穩定。

從需求角度，似乎英國樓價大致平穩。圖三比較英國樓價按年變幅及新增按揭宗數，後者領先前者約五個月，結果同樣顯示當地樓市大致平穩。

不過從領先指標的角度，似乎當地樓價有下行壓力。圖四顯示英國樓價按年變幅及皇家測量師學會（RICS）的樓價調查指數，後者領先前者約八個月，結果反映當地樓價的升勢將逐步轉弱。

總括而言，英國建屋及需求數據顯示樓價大致平穩，領先指標更顯示樓價有回落壓力。對於視脫歐為入市時機的朋友，要有心理準備當地樓價將呆滯一段時間。



梁志麟

【 三、股市篇 】

日股後市不明朗

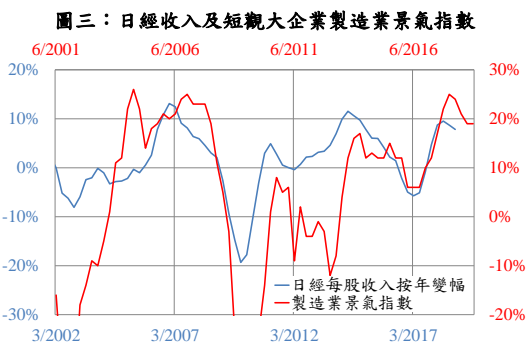
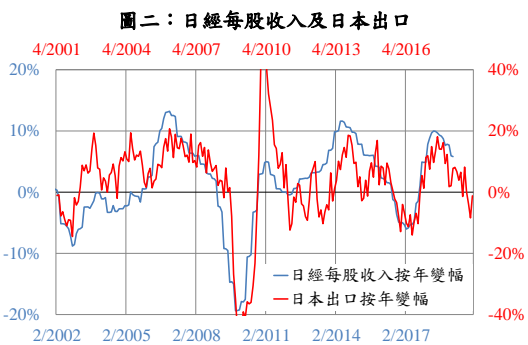
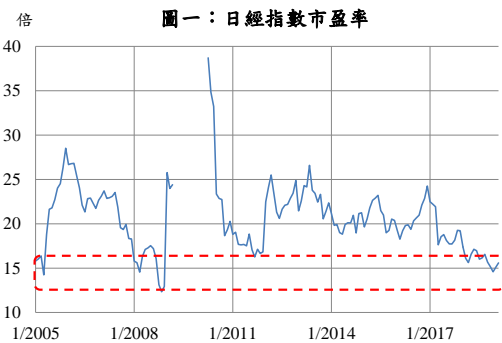
今年首季各地股市均由低位反彈，不少指數的市盈率已回升至過去十年的平均值，反映估值已回復合理水平；日股是少數估值仍然吸引的指數。圖一顯示日經指數的市盈率，縱使近期股價跟隨外圍反彈，但估值仍處於低水平，甚至未有見底回升跡象。隨著環球投資氣氛改善，日股是否有機會追落後？

圖二比較日經指數每股收入及日本出口的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約十個月，結果反映日企收入將進一步轉弱。隨著亞洲經濟顯著放緩，日本出口將保持弱勢，估計企業盈利增長亦將進一步放緩，甚至收縮。

企業信心亦反映當地基本面有下行壓力。圖三顯示日經每股收入按年變幅及短觀大企業製造業景氣指數，兩者走勢同向，後者領先前者三個季度，結果同樣顯示收入增長有放緩風險。

因此，面對出口放緩及企業信心轉弱的衝擊，估計日企收入將進一步走弱，縱使日股估值非常吸引，但現時趁低吸納有機會墮入價值投資陷阱，投資者不宜憧憬日股可追落後。

至於技術上，圖四顯示日經指數日線圖，指數已由去年底低位反彈超過一成，但在盈利缺乏增長動力下，估計指數將受制於二百天線 22,000 點及早前的橫行區阻力 23,000 點，並出現回調。



梁志麟

【 四、利率篇 】

亞洲經濟不太弱 政策無需轉寬鬆

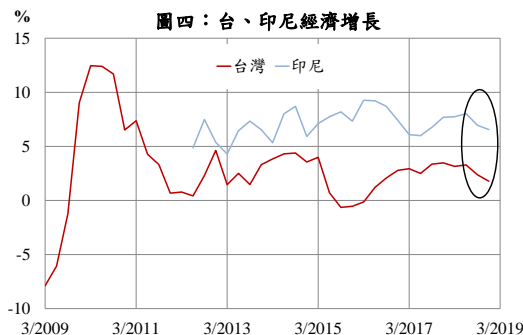
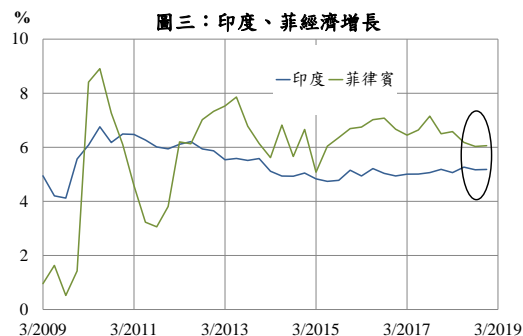
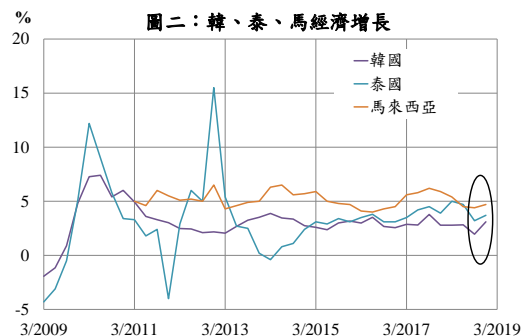
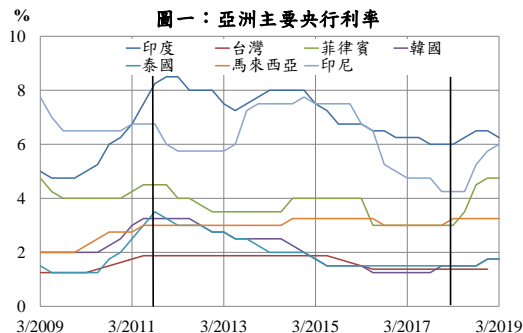
今年首季，主要經濟體的央行均有意把今年貨幣政策轉向寬鬆——聯儲局今年料不加息、歐洲央行打算年底前再推出TLTRO及加拿大央行也放鴿。在這前提下，亞洲央行的貨幣政策會否也跟隨寬鬆？

圖一可見，金融海嘯後亞洲主要央行的官方利率大致可分三部分——首先是2009至2012年的同步加息週期，其後是減息週期，然後2018年開始再見略加息。

不過亞洲央行的息率走勢會否轉淡？先將亞洲各地經濟增長分成三類——圖二至四顯示經濟略見回升的有韓國、泰國及馬來西亞；表現穩定的有印度及菲律賓；而開始轉弱的有台灣及印尼。不過，留意這兩地的增長自2015年起開始谷底反彈，目前水平未有如想像般差。

再次對上圖一，可見印尼及菲律賓去年加息受外圍因素影響。在主要受非美貨幣拋售潮中，印尼盾及菲律賓披索損失嚴重，因而迫使央行大幅加息以防資金外流。除此之外，其他亞洲主要央行貨幣政策則維持不變，其中，南韓央行更強調目前減息仍言之尚早。

由是觀之，其實近年大部分亞洲地區的經濟增長表現算是穩定下，估計今年亞洲央行貨幣政策無需轉向寬鬆，但料同樣隨主要經濟體下調經濟增長預測；若見減息亦應該只因外圍不穩的個別考慮。



袁沛儀

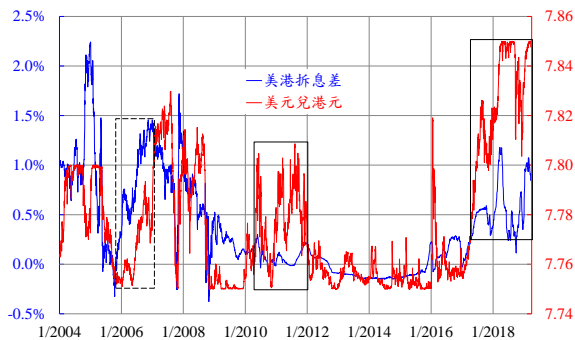
【五、匯市篇】

美匯港股乏力上 港匯自然會轉強

美元兌港元（美電）貼住上限（或港元的弱方保證）行已一整個月，說法來來去去都只兩個：美港息差太闊吸引套息，買美元沽港元下推高美電；第二是資金流走，或是流出本港，或是從銀行體系流到股市等。

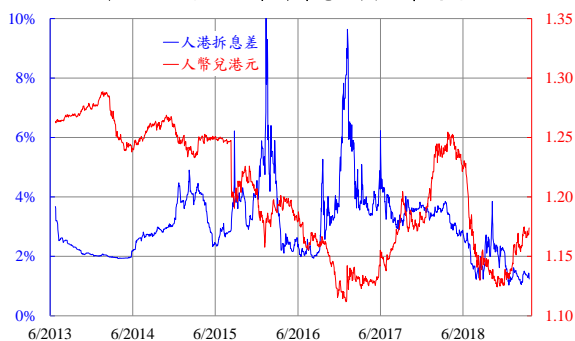
純粹套息是否足以解釋美電貼上限？看來不夠。圖一比較了美港拆息差與美電，若以2004至2016這十三年間的關係為準，那末近兩年來半至1厘息差所對應的美電該為7.78至7.80，而非7.85。誠然，美電高於息差所引申的應有水平在2010至2012年也出現過，其時息差僅0至¼厘，比現在低逾半。顯然息差不足以解釋全部現象。

圖一：美港三個月期拆息差與美元兌港元



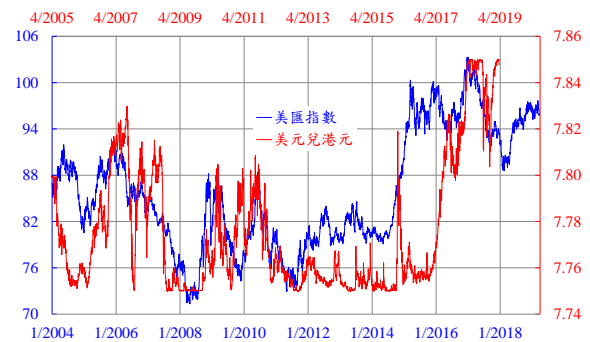
那又關不關中港之間的資金流事呢？如果關，那末人幣與港幣間的拆息差與匯價也應如美港關係般成正比，但從圖二所見，兩者未見正或反比關係。可見此路不通。

圖二：人港三個月期拆息差與人幣兌港元



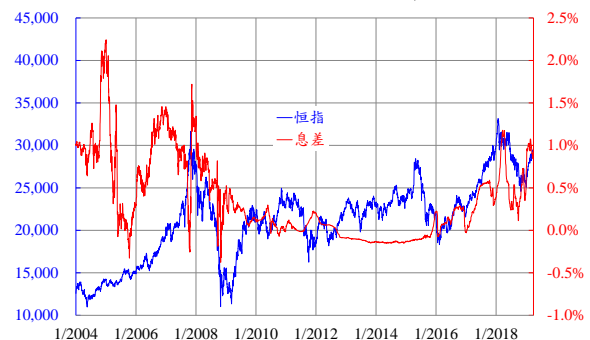
除息差外，另一正路解釋是匯價入手。匯價怎樣解釋匯價？雖然港元掛美元，不過美元兌港元本身還是可以小幅上落(7.75至7.85)，而美匯的大圍上落會影響美電的。圖三顯示美匯指數與美電，短線偶有出入，但中長線而言，美電多少仍會跟美匯行。

圖三：美匯指數與美元兌港元



既然息差解釋美電一部分，美匯又解釋一點，加起來或已接近解釋的全部。美匯是外圍話事的，但息差方面本港有話事權的，關鍵就在股市。圖四所見，恒指與美港息差自海嘯後關係密切，2016年起更為緊密。除非恒指直上四、五萬點，不然調整一來，港息即夾而美港息差亦旋即收窄，美電亦會因拆倉而重返中值附近，甚至7.80以下。

圖四：恒指與美港三個月期拆息差



總結而言，港股主導息差，連同美匯已很大程度上解釋了美電的上落。美匯已無力再上，當港股也無力時，就是美電回頭時。

羅家聰

【 六、商品篇 】

銅價再升機會不大

環球投資氣氛改善帶動銅價造好，三個月期銅價格升穿去年9月高位 6,380 美元，技術上確定早前於 5,730 美元形成雙底，但銅價未有進一步上升，過去一個月於 6,400 美元附近橫行。展望後市，銅價將整固後向上，還是再試之前的低位？

圖一比較三個月期銅價格及亞洲貨幣指數的按年變幅，兩者自金融海嘯後走勢同向，因此亞洲貨幣的上落左右銅價後市。始終亞洲是銅材的主要入口地區，因此銅價跟亞幣走勢一致亦無可厚非。

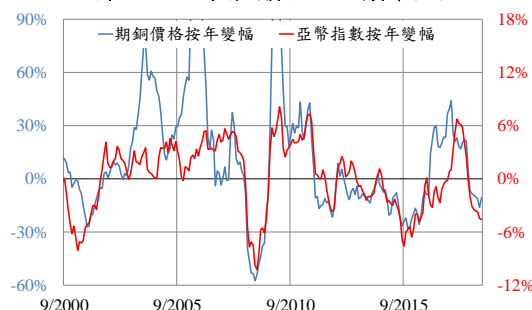
至於亞洲貨幣後市，圖二比較亞洲貨幣指數按年變幅及亞洲跟環球國債指數的按年變幅差，兩者自 2008 年後走勢呈相反方向，後者領先前者約一季，結果反映亞洲貨幣仍然疲弱，將限制銅價表現。

從股市的角度，圖三比較期銅價格按年變幅及 MSCI 環球物料股跟大市的按年變幅差，兩者自 2005 年後走勢同向。

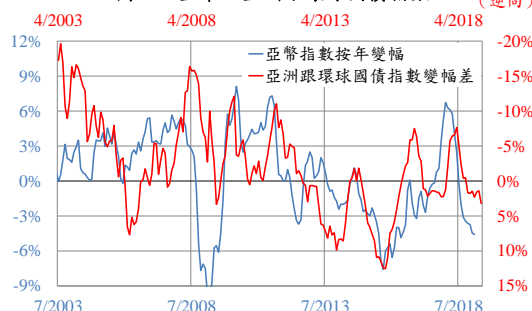
圖四比較 MSCI 環球物料股跟大市的按年變幅差，及兩者成份股高於二百天線的比率差，兩者走勢同向，後者領先前者約一季，結果顯示物料股未有跑贏大市的跡象，反映銅價後市難以進一步上升。

總括而言，雖然三個月期銅升穿阻力，確定早前已形成雙底，但環球物料股顯示銅價未有上升跡象，亞洲貨幣甚至顯示銅價有回落壓力，散戶不宜對銅價寄予厚望。

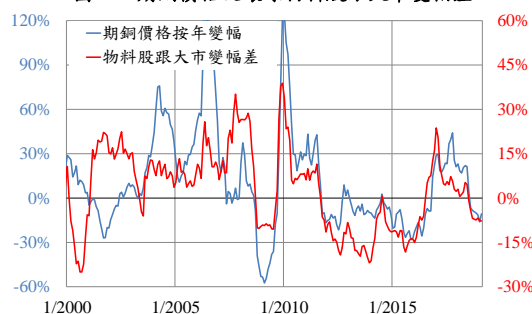
圖一：三個月期銅價格及亞洲貨幣指數



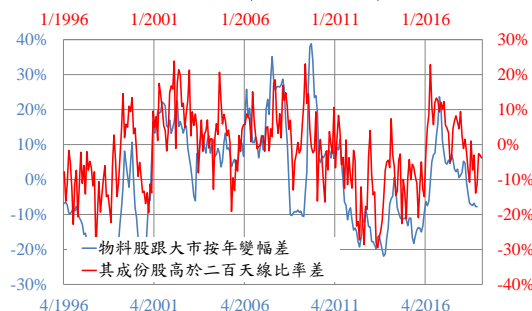
圖二：亞幣及亞洲跟環球國債指數 (逆向)



圖三：期銅價格及環球物料股跟大市變幅差



圖四：物料股跟大市變幅差及其市寬指標差



梁志麟

【 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。