

# 交銀金融

2019年5月號 第131期

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 日本新年號舊氣象：股、匯、債預示日本經濟增長續低迷

---

  - 二、樓市篇 • 地產股縱上升，但新增按揭宗數低迷下，本港樓價難大升

---

  - 三、股市篇 • 恒指近期估值合理，但只有工商股抵買，料後市反覆回落

---

  - 四、利率篇 • 套戥鐵律下，港息大幅偏離美息之異常現象難以持續下去

---

  - 五、匯市篇 • 紐元短線受壓，但紐美失業率走勢相若，長線料區間上落

---

  - 六、商品篇 • 需求增長雖然放緩，但仍比供應增長快，料油價反覆慢升
- 

全球主要經濟增長未見明顯改善，多國央行自年初以來均下調經濟增長預測。縱使如此，美國經濟增長料仍比其他國家好，反之日本經濟則貼近萎縮水平。

雖然股市造好及發展商開價貼近二手市場帶動本港樓價回升，但要留意新增按揭成交宗數未有明顯上升，加上長短息差顯示環球經濟增長放緩，料樓價維持上落市格局。

正值業績期，美股三大指數反覆破頂，不過始終經濟增長面臨放緩風險，上升空間有限，估計標指、納指及道指分別上試 2,980 點、8,290 點及 27,280 點。恒指、滬深三百及上證指數則分別下望 28,240 點、3,700 點及 2,990 點。

年初以來全球皆鴿，但隨着歐美等先進體系的衰退指標未再預警，加上油價回升，通脹已在升溫。當市場發現經濟未如預期般差，之前過鴿的看法有望於未來數月逆轉。料美國的年底減息預期將會收斂，甚至轉看明年加息。歐元區的量寬憧憬亦將淡化。

美國數據理想，暫時未見減息需要，相反歐元區及澳紐央行有可能進一步放鴿，這將會支持美匯指數於 97 至 99 附近上落。內地數據好轉，人行暫時未有必要加推寬鬆政策，但技術上美元兌離岸人民幣升穿下降趨勢線阻力，料後市於 6.70 至 6.80 上落。

油組會否於下月延長減產成關鍵，不過需求增長仍高於供應增長，紐油短線 60 美元有支持，後市反覆上行。金價在避險情緒偏低下，料下試 1,260 美元。

## 【一、經濟篇】

## 日本新時代 經濟無起色

日本本月起迎來新天皇，在令和時代下，日本經濟走向如何？會否出現轉機？

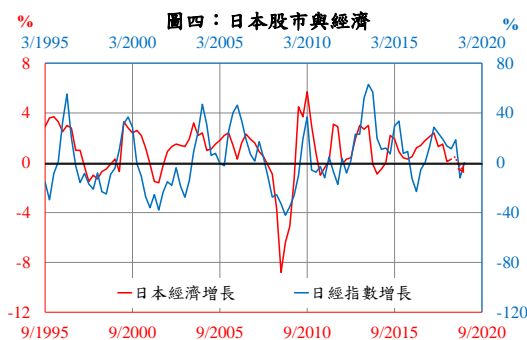
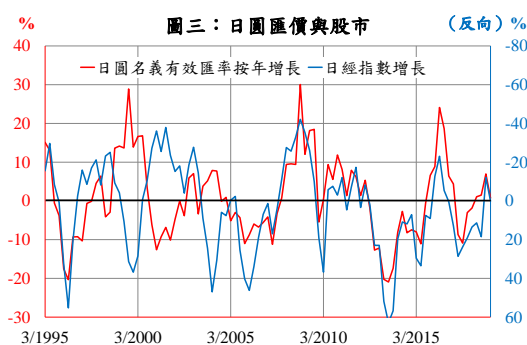
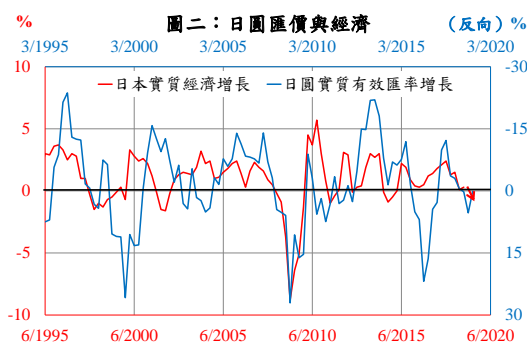
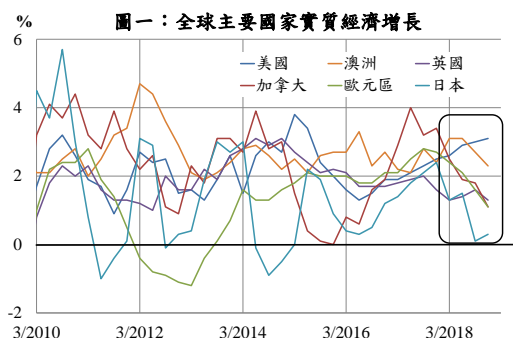
綜觀目前全球經濟增長狀況，圖一可見除了美國外，其他國家近兩年開始回落，其中日本近季更接近無增長。加上日本近期公佈的經濟數據如消費信心及直接投資流入等均回落，可見日本經濟增長動力仍然疲弱，短期內甚至有跌進收縮區的風險。

再看日本資本市場情況。圖二顯示日圓匯價按年增長與經濟增長走勢明顯反比，前者領先後者約一季。由於日圓具避險性，因此在政局出現波動時，匯價與經濟增長呈短暫背離。目前全球政局尚算穩定，加上市場缺乏新焦點，料兩者關係緊密反向。若按圖中紅箭預示，推測日本經濟增長本季繼續回落。

日圓升值間接影響出口，而出口企業帶動股市及經濟，因此日圓匯價與股市應有密切關係。圖三顯示日經指數按年增長與日圓名義有效匯率按年增長同樣反比，尤其是在近十年關係最為明顯，不過兩者同步。

再看圖四，可見日股增長反映著兩季後的經濟增長去向。過往兩年日股增長在日圓升值下回落，按紅箭預示，日本經濟將在未來兩季繼續放緩，與圖一及圖二推測的結果脛合。

由是觀之，日本基本面疲弱，資本市場也反映經濟增長放緩風險。看來在新年號下，經濟增長難見新氣象。



袁沛儀

## 【 二、樓市篇 】

本港樓價難再上

各地樓市明顯轉弱之際，本港樓市卻意外地強勁，部分屋苑的呎價更突破去年歷史高位。

對於樓市前景，市場意見非常分歧，看好後市的其中一個原因是地產股走勢強勁。圖一顯示本港樓價及恒指地產股的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約兩個月，似乎樓價有上升壓力。

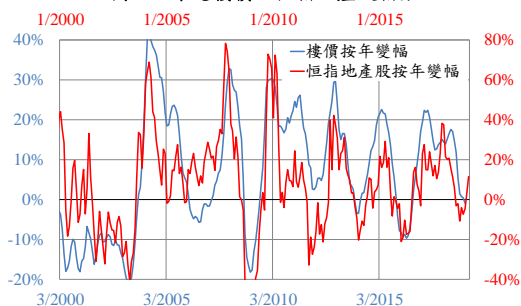
不過，淡友認為今次樓價只是短暫回升並非不無道理。圖二比較本港樓價跟廣義貨幣 M3 的按年變幅，兩者自金融海嘯後關係密切，後者領先前者約兩個月，結果顯示樓價未有回升的跡象。

圖三比較本港樓價的按年變幅及新增樓宇按揭，兩者走勢同向，後者領先前者約四個月，同樣顯示樓價難有起色。

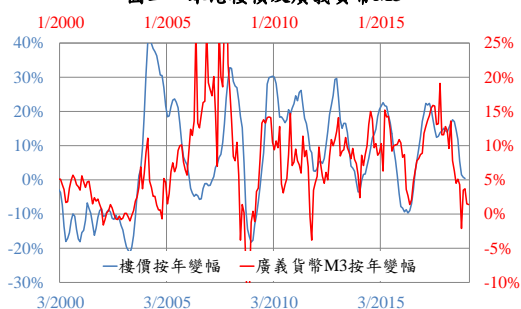
由於上述三個因素均未能對樓市前景提供一致的答案，因此只好用迴歸分析拆解各大因素對樓價的影響，如表一所示。有兩點值得留意：第一是一個月及兩個月前廣義貨幣 M3，迴歸係數分別是 0.18 及 -0.14，這代表兩者接近互相抵消，反映 M3 對樓價的影響不大。

第二是地產股的迴歸係數只有 0.04，即代表即使 3 月份地產股按年上升 11%，對樓價的推升只有 0.44%，作用非常有限。因此，投資者應將焦點放在新增按揭貸款。以現時新增按揭不足 7,000 宗的情況下，樓價進一步上升的難度甚大。

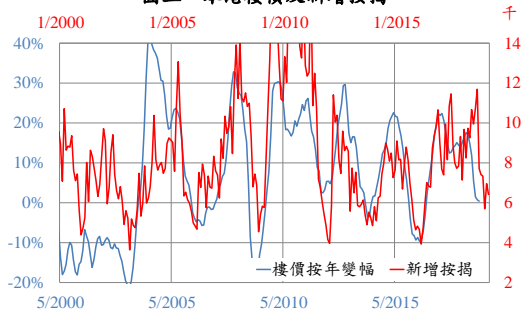
圖一：本港樓價及恒指地產股指數



圖二：本港樓價及廣義貨幣 M3



圖三：本港樓價及新增按揭



表一：本港樓價按年變幅的迴歸分析（2009年1月至今）

	迴歸係數	標準誤差	p 值
截距	-0.73	0.67	0.28
樓價變幅（一個月前）	1.42	0.07	0.00
樓價變幅（兩個月前）	-0.57	0.06	0.00
地產股變幅（一個月前）	0.04	0.01	0.00
新增按揭宗數（千）（三個月前）	0.21	0.06	0.00
廣義貨幣 M3 變幅（一個月前）	0.18	0.06	0.00
廣義貨幣 M3 變幅（兩個月前）	-0.14	0.06	0.02

梁志麟

## 【 三、股市篇 】

估值合理不吸引 後市乏力難再上

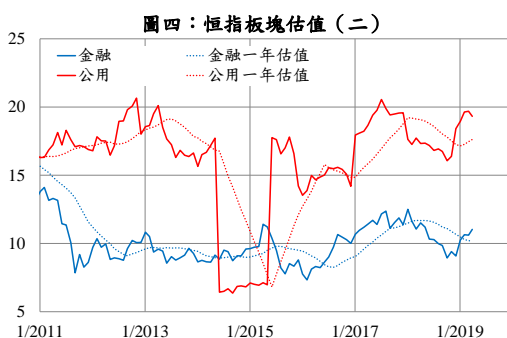
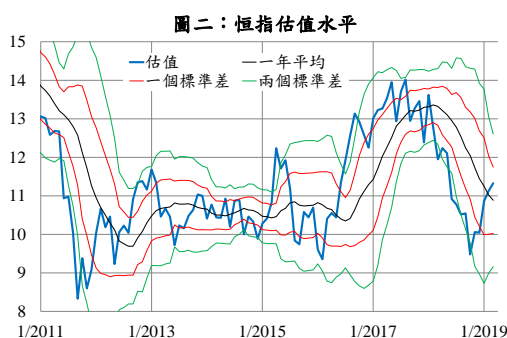
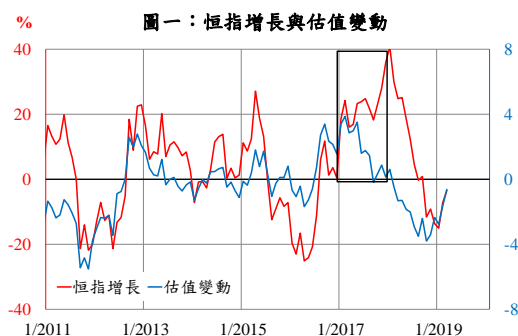
港股自今年初表現不錯，更收復大部分去年自6月起形成的裂口位，可見市場對後市有一定信心。不過，問題是港股是否仍值得高追呢？

直接看估值，參考恒指自金融海嘯恢復期後的數據，圖一可見其按年增長與市盈率變動大致同向，唯獨2017年踏入牛市（黑框），盈利急速上升，不過幅度更大於股價，導致估值暴跌，兩者走勢一度背離，同時反映不健康的升市；因此隨後很快便於2018年中出現調整。然而近幾個月恒指增長與市盈率變動走勢吻合，因此初步估計目前估值算是合理。

恒指市盈率自去年初明顯回升，目前表面上看似偏貴。不過若以短線投資為前提，參考一年移動平均估值，圖二顯示該水平自金融海嘯至今處於9至14倍之間，而目前處於11倍左右，即仍在一個標準差內，再次證明目前恒指整體估值是合理。

再看恒指四大板塊估值，得出圖三及圖四。其中可見，唯獨工商股目前估值低於過往一年的平均估值；然而公用股目前估值則較過往一年的平均估值高。

由是觀之，恒指從估值看其實並不太吸引，不過若然堅持入市，只見工商類比較抵買，至於其他板塊則未見有值得再追的理由。技術上，按去年3月至11月形成的跌勢而言，恒指目前已經反彈至0.618的黃金分割水平，料上升空間有限，短線反覆下望28,240點。

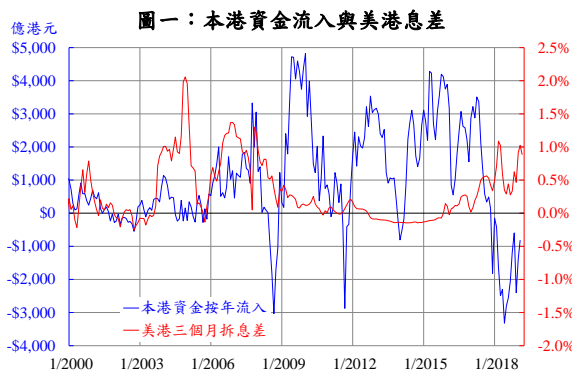


袁沛儀

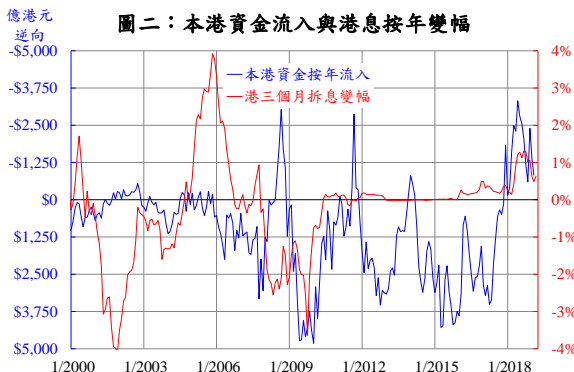
【四、利率篇】

一價定律發功 異常息差告終

近幾個月來，港元拆息大幅波動，尤其不跟美元拆息。聯儲局早已放風暫停加息，美元拆息由去年底起回落，近月橫行。相反港元拆息仍升，有說因為年結、季結，有說資金入市買貨抽走銀行體系資金，畢竟港股也算強勢。到底實情如何？看看資金流吧。

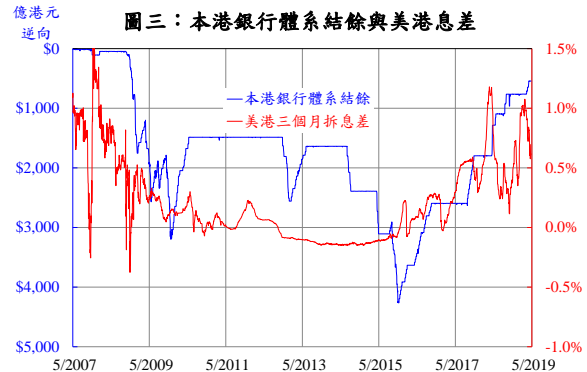


按照金管局的計法，本港資金量由貨幣基礎 (monetary base) 和淨外匯資產 (net foreign assets) 兩者組成。圖一顯示這資金量的按年變動與美港三個月期拆息差。從圖所見，資金自去年底起按年流走，儘管目前流走速度有所放緩。觀察對應的美港息差，可見自去年初起至今兩者走勢脗合。因此，港息近月抽升多少確因資金流走所致。

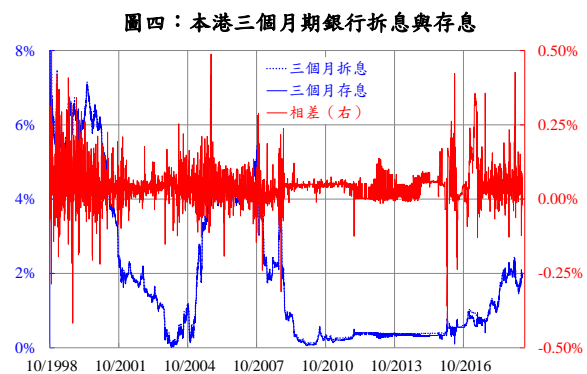


圖二將美港息差換上港息變幅，而左軸轉為逆向。同自去年初起至今，當資金按年流走時，港息按年上升。這再次印證，近月港息趨升確因資金流走，儘管股市仍強。

港匯經常性觸弱方令金管局入市抽走銀行體系結餘，這又是否推升港息的因素？看來不是。圖三顯示銀行結餘與美港息差，可見結餘愈少（留意左軸逆向），息差愈闊，即港息相對美息愈低。其實邏輯可能倒轉，息低（息差闊）是因，結餘是果：當資金如2007年時水浸體系，港息受壓，息差擴闊，結果當局抽走體系結餘，甚至達零水平。



最後一問：拆息趨升，緣何存息不加？其實並無此事。若看較穩定的三個月期息，圖四所見，拆息和存款息（皆彭博報價）的走勢極為一致，相距多不超過1/8厘；而至於存息仍稍高的原因也關乎處理客戶成本。



記得一價定律 (Law of One Price) 嗎？同是同檔期的同類利息，理應不會長時間有大差別。不尋常的現象不會永遠維持。現在港股乏力，是各息趨同、正常化的契機。

羅家聰

【五、匯市篇】

中長線紐元上落市

紐西蘭儲備銀行意外轉鴿，加上第一季通脹數據欠佳，令市場預期央行6月份減息的機會率升至七成，紐元因而急跌。圖一顯示紐元兌美元的日線圖，匯價於0.6950附近形成三頂，並跌穿收窄楔形通道，似乎短線匯價仍然疲弱。

不過中長線而言，紐元再下跌的空間可能有限。影響匯價的重要因素之一是就業數據，可以留意紐西蘭及美國的失業率變幅差距。圖二比較紐元及紐西蘭跟美國的失業率按年變幅差，後者領先前者約三季，金融海嘯後兩者的相關係數絕對值達0.7，反映兩國失業率對匯價的重要性。

先談紐西蘭失業率。圖三顯示當地失業率及實質零售銷售的按年變幅，兩者走勢逆向，後者領先前者約一年。隨著實際零售銷售升勢放緩，紐西蘭失業率按年變幅有機會由跌轉為持平。

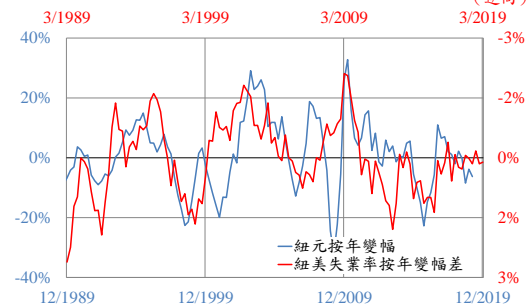
至於美國方面，圖四顯示當地失業率及領先指標的按年變幅，兩者走勢同樣逆向，後者領先前者約五個月，結果同樣顯示美國失業率按年變幅由跌轉為持平。兩地失業率同樣缺乏方向的情況下，預示紐元中長線將缺乏明顯方向。

總括而言，技術上紐元跌穿收窄楔形通道，預期匯價有機會逐步接近去年低位0.6450，但中長線紐美失業率的走勢未有明顯差異，因此估計匯價於0.64至0.67區間上落。

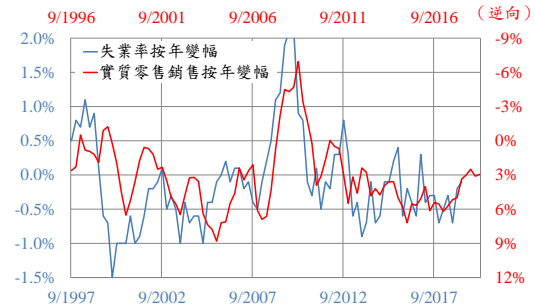
圖一：紐元兌美元日線圖



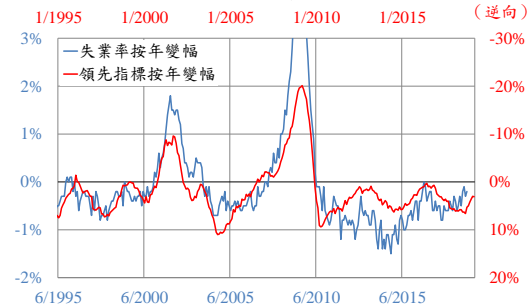
圖二：紐元及紐美失業率變幅差 (逆向)



圖三：紐西蘭失業率及實質零售銷售



圖四：美國失業率及領先指標



梁志麟

## 【 六、商品篇 】

## 油價穩步上升

CRB 商品指數增長年初開始回升，究竟這情況還能持續多久？而且哪個商品還有上升空間？

參考表一，可見能源表現普遍較金屬及農產品好，其中紐油升幅更高達四成；不過農產品跌幅也只見一成左右。另外，前瞻指標 Sentix 商品信心指數按年增長近月也回升，可見商品仍有一定的投資者支持，估計商品短線繼續造好，尤其是油價；不過上升空間很多麼？這又未必。

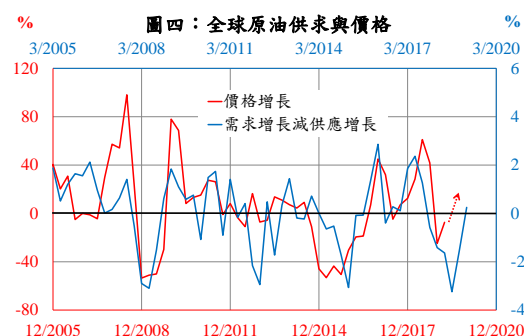
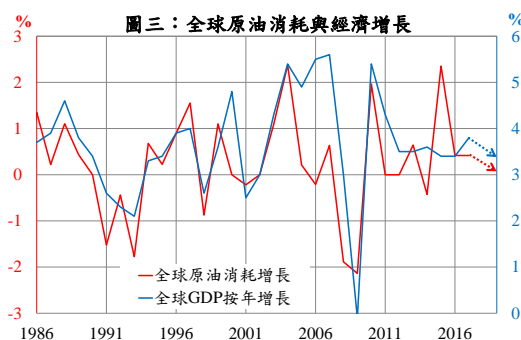
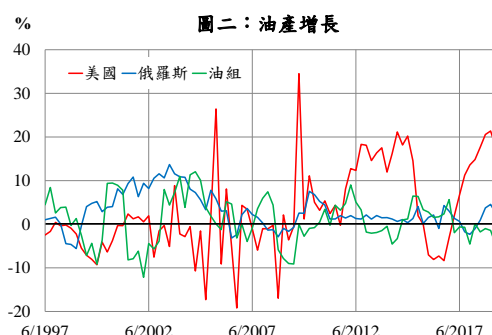
再看供求。供應方面，圖二可見三大主要產油國的油產增長狀況。不難發現油組自2016年起遵守減產協議，不過回落幅度不大（不到一成）；而俄羅斯產油量增長近季雖然略為放緩，但仍處於正值；至於美國，反而在油組開始實行減產時大幅增產（高達兩成），限制油價升勢。

至於原油需求，可參考消耗增長走勢。圖三顯示其走勢與全球經濟增長同升同跌。然而參考 IMF 預測，基於貿易放緩，料未來兩年全球經濟增長略見放緩至 3.3%（藍箭）。按此推測，其實原油需求增長在未來兩年也回落，更接近零水平。綜合可見，其實無論需求增長或供應增長均放緩。

在這前提下，可對比兩者跌幅而推測價格增長。圖四顯示需求增長與供應增長差，其走勢領先價格增長約三季。參考過往三季，需求增長開始追上供應增長，按紅箭預示油價增長於今年底應達 20%，即 72 美元，重返 2018 年 5 月高位。

表一：主要商品年初至 4 月底變幅

商品	變幅	商品	變幅
紐油	43%	鋁	1%
布油	38%	黃金	0%
鐵礦	29%	白銀	-3%
鎳	15%	黃豆	-3%
銅	7%	玉米	-7%
棉花	7%	咖啡	-10%



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。