

# 交銀金融

2019年6月號 第132期

環球金融市場部

- 一、經濟篇 • 股、貨幣供應及各指標均無起色，預示歐元區經濟繼續弱
- 二、樓市篇 • 一、二手樓銷售及新屋動工增長回落，美國樓價持續放緩
- 三、股市篇 • 港股目前估值合理，但息差預示本港將衰退，故跌市未完
- 四、利率篇 • 市寬指標顯示美股後市有支持，預期可帶動長債息率反彈
- 五、匯市篇 • 澳洲通脹、失業率及經濟增長遜美國，澳元長線繼續下行
- 六、商品篇 • 澳元疲弱及美匯走強下，預期今年銀價走勢繼續落後金價

全球經濟增長持續放緩，當中歐元區及澳洲最為明顯。要留意美國上月公佈的採購經理指數明顯回落，若本月數據維持疲弱，將反映美國或難逃環球經濟放緩的漩渦。

多個熱門樓市如美國、英國、澳洲甚至本港的房屋銷售增長放緩，可見需求略見回落；加上全球經濟增長未見明顯動力，料整體房屋投資氣氛繼續保持溫和。

港股展望見第三篇。納指似造喇叭下跌，形態甚劣，今浪下望 7,000 點。標指對應目標為 2,620 點，道指為 24,300 點。上證易睇，浪低一浪，下望支持線 2,400 點，滬深三百的對應目標為 3,000 點。各路拼圖皆料今年 7、8 月間有短期底部，但熊市未完。

美國基本面尚算穩定，估計聯儲局維持觀望態度至年底。縱使歐元區基本面疲弱，但央行寄望 TLTRO 可帶來成效，加上總裁德拉吉即將退任，料幣策的鬆緊將留待下任總裁決定。澳洲最大機會未來兩個月減息，而多方面的數據疲弱或迫使央行年底再減。

環球股市反覆回落，料利好避險貨幣，美元兌日圓下望 108.50。商品貨幣普遍偏軟，不過唯獨加元在油價支持下偏強，估計美元兌加元下試 1.3350。美電貼近最弱保證方，料將下試五十天線 7.8460。美元兌離岸人民幣上試 6.9350。

紐油跌穿 60 美元，技術上確定去年底開始的升浪於 66.6 美元見頂。經濟放緩令市場憂慮原油需求減少，將令紐油下試 55 美元。金價則於 1,266 至 1,300 美元上落。

## 【一、經濟篇】

## 歐元區經濟續弱

歐元區經濟疲弱，第一季 GDP 按年增長只有 1.2%。雖然當局寄望定向長期再融資操作 (TLTRO) 可帶動增長回升，但個別官員已開始懷疑下半年經濟能否如當局預期般好轉。究竟歐元區經濟今年餘下時間能否扭轉弱勢，還是低處未算低？

股市一向是實體經濟的領先指標，因此我們先從股市分析。圖一比較歐元區 GDP 及 STOXX 五十指數的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約半年。縱使歐股第一季由低位回升，但仍然錄得按年下跌，反映歐元區經濟未有起色。

領先指標亦顯示類似的結果。圖二顯示歐元區 GDP 及商業景氣指數的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約一季，結果同樣顯示經濟未有起色。

歐洲央行每季都會調查企業未來的借貸意慾，亦能反映區內的經濟前景。圖三比較歐元區 GDP 按年變幅及未來三個月企業的借貸意慾變幅，後者領先前者約半年，結果同樣顯示經濟增長仍然疲弱。

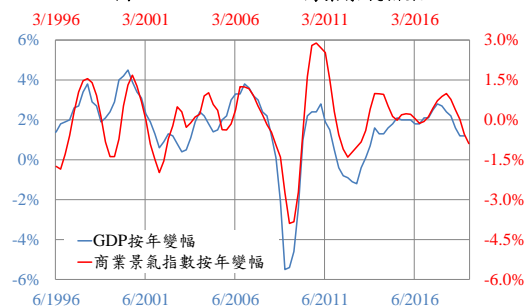
最後圖四比較歐元區 GDP 按年變幅及狹義貨幣 M1 按年變幅，後者領先前者約一年，結果同樣顯示增長未有起色。

總括而言，無論是股市、商業景氣指標、企業借貸意慾及狹義貨幣 M1，均顯示歐元區經濟持續疲弱，今年餘下時間的按年增長很大機會不足 1%。

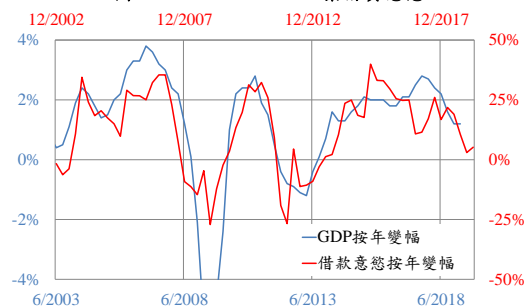
圖一：歐元區GDP及STOXX五十指數



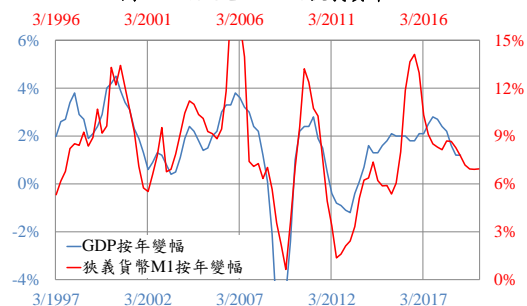
圖二：歐元區GDP及商業景氣指數



圖三：歐元區GDP及企業借貸意慾



圖四：歐元區GDP及狹義貨幣M1



梁志麟

## 【二、樓市篇】

## 美國樓市放緩

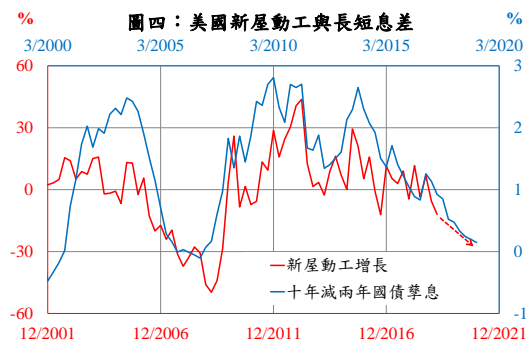
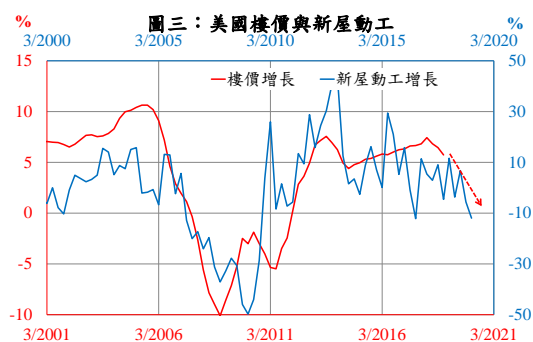
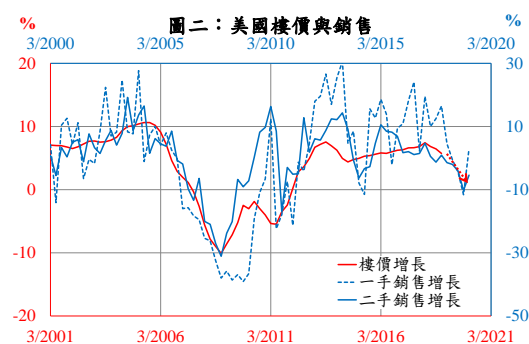
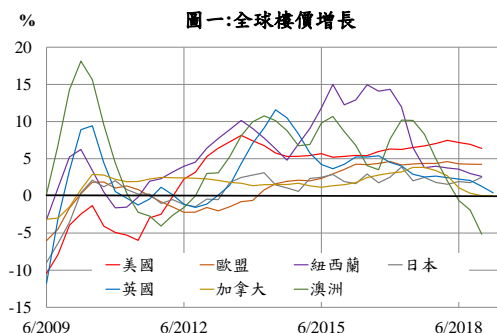
全球主要經濟體樓價增長近年放緩，其中紐西蘭及澳洲樓價增長更見急挫，後者目前更由升轉跌。然而美國樓價增長雖然放緩，速度較慢；但仍高於其他主要經濟體。不過這情況會否一直持續下去？未必。

首先，圖二顯示美國樓價按年增長與一、二手樓銷售按年增長呈正比，後者領先前者約一年。然而近年房屋銷售持續下跌，二手樓銷售增長自上兩季開始萎縮，不過跌勢溫和，料樓價按年增長中線放慢。

再看圖三，可見美國樓價及新屋動工的按年變幅呈正相關，後者領先前者約一年。然而新屋動工增長自2015年開始反覆下滑，目前更由升轉跌；若按紅箭預示，料樓價按年增長在未來一年持續放緩的壓力較大。

若要看更長線，可參考反映實質經濟增長前景的長短息差。圖四顯示十年減兩年國債孳息自2014年起開始下滑，目前更接近零。經濟增長放緩，發展商料投資者對樓市需求回落，因此其走勢可推測新屋動工增長。圖中可見前者領先後者約七季，按紅箭預示，料新屋動工增長在未來七季持續放緩並接近無增長。

把以上結果再次對上圖三，可料美國樓價增長在未來兩年多均持續下滑。由是觀之，美國樓市中長線難見起色。



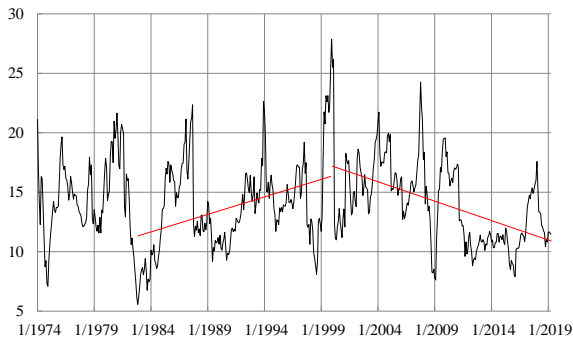
袁沛儀

【 三、股市篇 】

衰退在前 低位未見

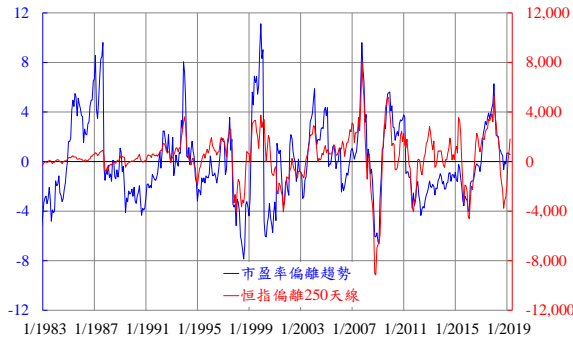
港股跌勢持續，記得在去年11月號當恒指市盈率低見11倍時，此篇題為「估值陷阱 迷信之病」警告切勿以市盈率為常數均值來斷定抵買。半年過了，恒指從未因為市盈率低而重上12倍！路遙就知馬力了。

圖一：恒指市盈率及其分段趨勢



應該怎分析才對呢？圖一重示恒指的市盈率及其分段趨勢。正確做法是將市盈率「去勢」，譬如起碼將之減去其線性趨勢，然後才說市盈率是否相對於趨勢過高/低。

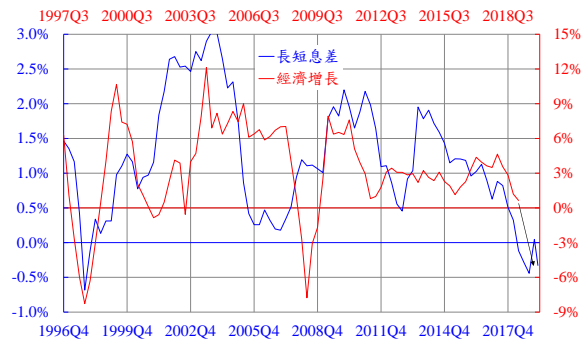
圖二：恒指及其市盈率偏離趨勢



那麼這去勢市盈率該對應什麼好呢？很自然是「去勢」的恒指，譬如將之減去250天移動均值。圖二所見，兩者甚為相關，這樣就可以估值解釋市值了。見嗎？要做對分析其實一點也不難，按常識行事就是了。觀圖所見，最新紅線比藍線稍高，換言之，恒指高於250天線2,000點似太多了，貼水就差不多。5月底時250天線處27,900點，即5月底27,xxx點的恒指水平才算合理。

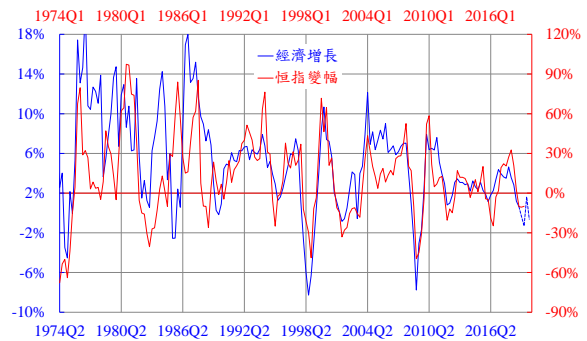
然而，合理歸合理，市況大多日子總會高或低於合理值，而非站於合理值而不動。是故要知未來方向，還得從宏觀面去推斷。

圖三：本港長短息差與實質經濟增長



孳息曲線測衰退在美國已行之有效，那在本港呢？一樣可以。圖三測試了幾個檔期的長短息差後，發現十年、兩年的外匯基金票據息差與滯後三季的經濟增長相關。依此推算，本港經濟即將步入衰退（紅線穿零）。

圖四：本港經濟與恒指按年增長



鑒於歷來港股按年變幅領先經濟按年增長一季，將長短差所預示的未來三季經濟增長軌跡繪出，便大概可測未來兩季的港股按年變幅。如圖四示，下半年港股仍要跌，且按年跌幅有一、兩成。去年第三、四季的恒指均值分別為27,9xx和25,9xx點，跌一、兩成即今年第三季見22,xxx至25,xxx點，第四季見20,xxx至23,xxx點。祝君好運。

羅家聰



## 【 四、利率篇 】

## 料美長債息率反彈

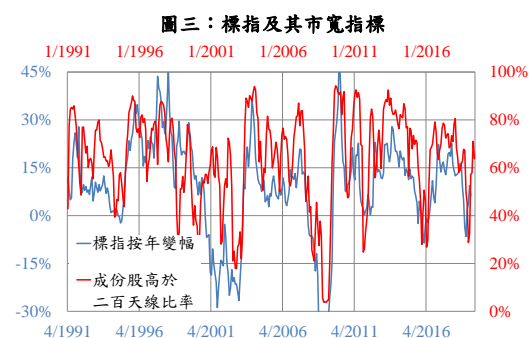
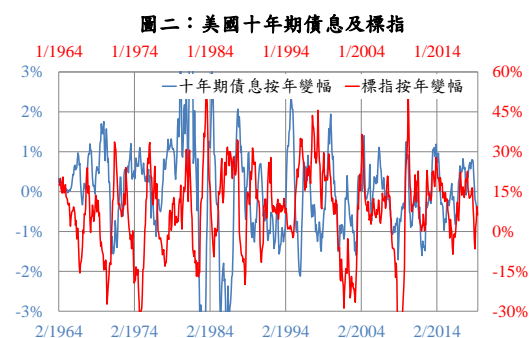
普遍投資者認為，美國長債息率跟美股走勢理應同向，因為當避險情緒上升，資金便由股市流向債市令債息下跌，反之亦然。不過到今年初標指回升，美國長債息率卻進一步下跌，如圖一所示。

雖然投資者對此感到困惑，但參考以往數據，事實上美國十年期債息及標指按年變幅出現同向的機會率只有約半。即使將時間拉長至金融海嘯至今，按年變幅同向的機會率同樣約半。若以按月變幅取代按年變幅，結果亦大致相若，反映美股及長債息率走勢分歧並非什麼怪事。

但這是否代表投資者錯誤認為美國長債息率跟美股的關係密切？較科學的做法是比較兩者按年變幅，如圖二所示，並計算長債息率跟美股迴歸系數的  $p$  值。結果顯示美國十年期債息及標指的按年變幅自2000年開始關係密切，後者領先前者約一個月，兩者之間的  $p$  值亦接近零水平，反映美股對美國長債息率有一定影響力。

因此，長債息率是升是跌，將取決於標指的表現。圖三顯示標指及其成份股高於二百天線的比率，後者領先前者約一季，結果顯示標指將造好，可支持十年期債息由低位回升。

技術上，美國十年期債息已非常接近由2016年低位1.32厘升浪的50%黃金分割，如圖四所示。在美股造好下，預期美國長債息率未來三個月可回升至2.50厘水平。



梁志麟

## 【五、匯市篇】

## 澳元短線穩長線疲

一眾商品貨幣上月走軟，其中澳元及紐元弱勢較為明顯。紐西蘭儲備銀行已經減息，料紐元下行速度放慢；然而澳洲儲備銀行本月減息機會高，澳元跌勢會持續到什麼時候？

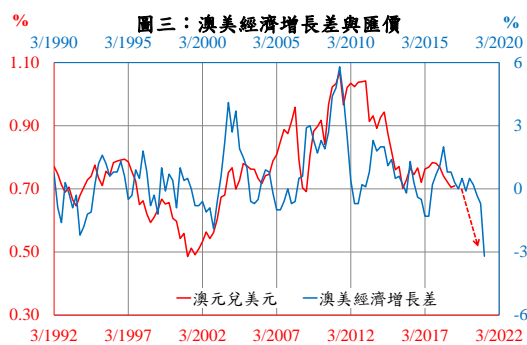
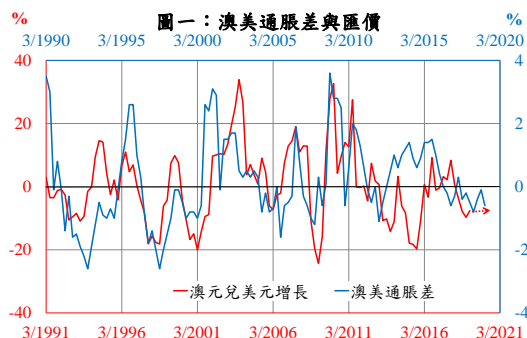
最直接可與美國對比基本面。現先看通脹，圖一顯示澳美通脹差與澳元兌美元增長呈正比關係，前者更領先後者約一年。雖然去年美國通脹仍然優於紐西蘭通脹，不過兩者差距反覆，若按紅箭預示，料澳元兌美元增長在未來一年仍在負區橫行。

至於對比兩地的就業情況，圖二顯示澳元兌美元與澳美失業率差呈反比關係，後者領先前者約六季。澳洲失業率近月略見改善，而美國失業率則持平；按紅箭預示，料澳元兌美元在未來六季應見橫行。

最後對比兩地經濟增長情況。將圖二換上澳美經濟增長差得出圖三，可見其走勢領先澳元兌美元約兩年，雖然不時出現短暫背離，但兩者長線整體方向一致，故可作中長線方向參考。

澳洲經濟增長自 2018 年第三季回落，加上美國經濟增長穩定，並追上及拋離澳洲水平。若按紅箭預示，料澳元兌美元在未來兩年呈先橫行後急跌的格局。

技術上，圖四可見澳元短線 0.6860 有支持，但難突破自去年初形成的下行走勢，料中長線將跌破 0.6740。



袁沛儀

【 六、商品篇 】

銀價料繼續落後於金價

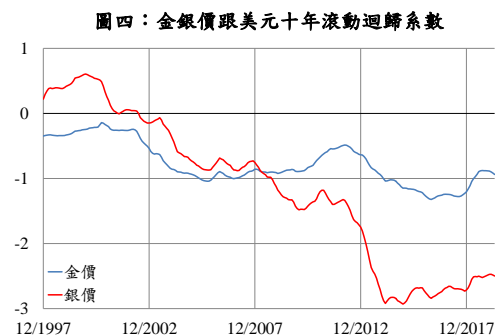
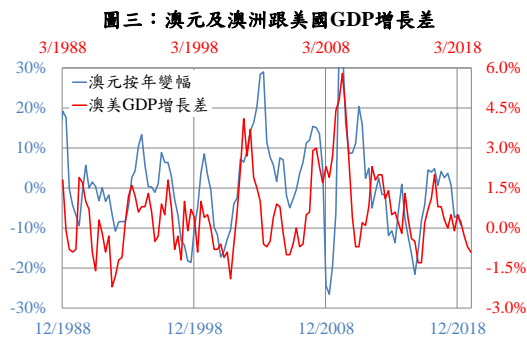
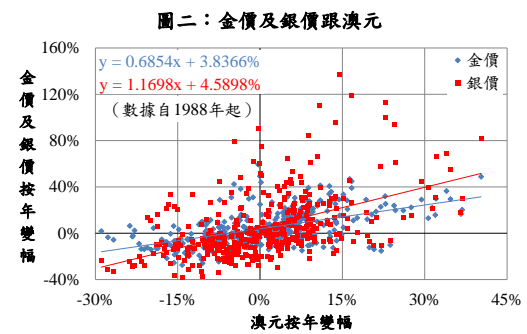
金銀價近年的走勢猶如兩個世界。金價2月時一度接近去年高位 1,365 美元才略為回落；銀價同樣於年初上升，但其後回落並接近 2015 年及 2018 年低位。事實上，圖一顯示金銀價比率，近期已升穿阻力區 80 (圖中紅框) 並反覆上升，反映銀價持續落後於金價。究竟這個情況會否持續？

澳元成為左右金銀價的重要因素。圖二比較金價及銀價跟澳元的按年變幅，結果顯示金銀價跟澳元的走勢呈正比，要留意銀價的迴歸係數遠高於金價，因此澳元的上落對銀價有更大的影響。

對於澳元後市，除了受到減息預期影響外，基本面疲弱將令匯價進一步走弱。圖三比較澳元按年變幅跟澳洲及美國按年 GDP 差，兩者走勢同向，後者領先前者約三個季度，結果反映澳元將反覆下跌至今年底，代表銀價落後金價的情況將進一步惡化。

美元一直是影響貴金屬價格的重要因素。澳紐央行將會及已經減息，歐元區經濟持續疲弱，市場預期加推寬鬆措施令歐元反覆受壓，唯美國基本面平穩，支持美元反覆造好。這情況下，銀價落後金價的情況將進一步惡化。圖四比較金價及銀價跟美匯指數的十年滾動迴歸係數，結果顯示 2010 年後，銀價負淨價迴歸係數明顯跟金價拉闊。在美元偏強下，銀價將進一步落後金價。

總括而言，銀價近年的走勢持續落後於金價，在澳元受壓及美元偏強下，上述的情況將於今年餘下時間持續。



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。