

# 交銀金融

2019年7月號 第133期

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 美國金融景氣、匯及股市預示經濟增長回落，但速度偏慢

---

  - 二、樓市篇 • 寫字樓尤中區甲級的租金升得離譜，股市回落或使之轉熊

---

  - 三、股市篇 • 金屬及債市顯示新興股市盈利有倒退風險，散戶不宜吸納

---

  - 四、利率篇 • 對比美港銀行流動性及資金流，估計息差繼續收窄空間小

---

  - 五、匯市篇 • 參考通脹、就業、及油價前景，加元應跑贏其他商品貨幣

---

  - 六、商品篇 • 美國長息有反彈及通脹有下行壓力下，預期限制金價表現
- 

美國淨出口及直接投資規模回落，加上長短息差在低位徘徊，料美國經濟增長緩慢回落。綜觀全球主要央行近期均下調經濟增長預測，料全球經濟增長面臨放緩風險。

央行政策由緊轉鬆，料可短期刺激樓價；但若確認衰退，則樓價中線看淡，而地產泡沫亦或因而戳破。本月樓價料仍未見異樣甚或稍炒上，但相信難以拋離歷史高位。

市場過分憧憬聯儲局減息，預期出現落差將令標指及道指分別回落至 2,850 點及 25,800 點，納指可下試至 7,700 點。各央行減息間接確定環球經濟走弱，加上美股受壓及內地情況未見改善，料恒指可回落至 27,600 點，國指亦下試 10,500 點。

美國通脹在 M2 及樓價增長回落下存下行風向，料聯儲局貨幣政策趨向寬鬆，但步伐應比市場預期慢，美國短息緩慢下行。歐元區基本面沒明顯改善，料歐洲央行貨幣政策也趨寬鬆，估計無論長或短息也繼續下行。

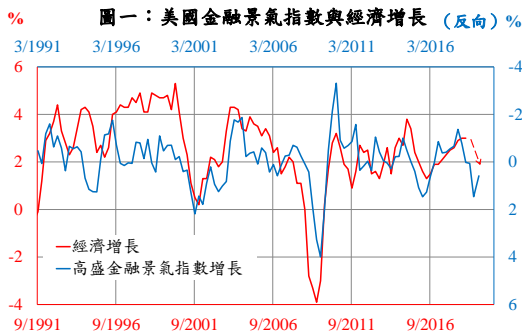
聯儲局減息步伐或未如市場預期般快，料美元上試 97。歐系貨幣消息面淡靜，料歐元及英鎊分別在 1.1350 及 1.2610 附近上落。加元在油價回升下繼續走強，料美元兌加元中線下試 1.2780。估計美元兌人民幣在 6.8370 及 6.9250 區間整固。

政局不穩及憧憬油組減產，可支持紐油及布油分別上試 64 美元及 73 美元，但始終原油需求放緩，油價難再突破。金價雖破位上，但技術上超買，料先於 1,380 美元整固。

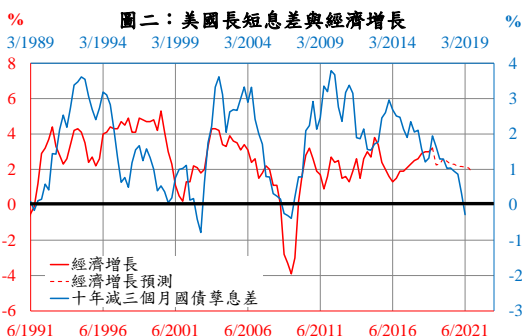
【一、經濟篇】

美國經濟下行空間小

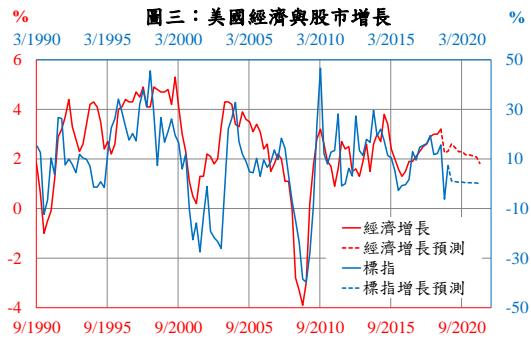
美國經濟增長去向一直受市場關注，究竟前景如何？參考衡量長期公司債券收益率、短期國債孳息、匯價及股市加權總和的高盛金融狀況指數（GSFCI），可較全面反映金融狀況，再而推測經濟增長。



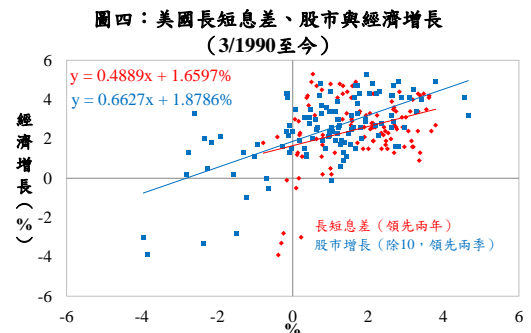
圖一顯示，此指標增長在過往兩年加快回升，意味金融狀況明顯收緊。這主要影響投資活動，不過需時反映在實體經濟上；計算顯示，其增長領先美國經濟增長兩季。金融狀況指數在過往一年由萎縮轉至增長，不過與2008年較高水平還有一段距離，而近季略為回落。因此按紅箭預示，美國經濟增長將見放緩，初步推測或重返2%以下。



若看中長線，可參考市場普遍用的長短國債孳息差。圖二顯示，美國十年減三個月國債孳息差領先經濟增長兩年多，同樣預示經濟增長有放緩壓力，結論與圖一脛合。



再參考另一經濟前瞻指標——股市。按圖三顯示，股市增長領先經濟增長約兩季；加上按圖二可推測未來兩年的經濟增長去向，可按此套上圖三便能倒推測股市增長去向。現先把圖二及圖三換成散點圖（圖四），再把對應數據套進回歸分析算式得出經濟增長預測（圖三紅色虛線）及標指增長預測（圖三藍色虛線）去向。



股市前景繼續偏淡，未來兩年按年增長只見平穩，其中可見美國經濟增長雖然放緩，但兩年後的合理水平為1.8%，仍未處於負值，因此未見衰退風險。

由是觀之，市場近日有不少聲音表示擔心美國經濟將踏入衰退屬過分悲觀，增長前景的確放慢，但下行幅度應該偏小。

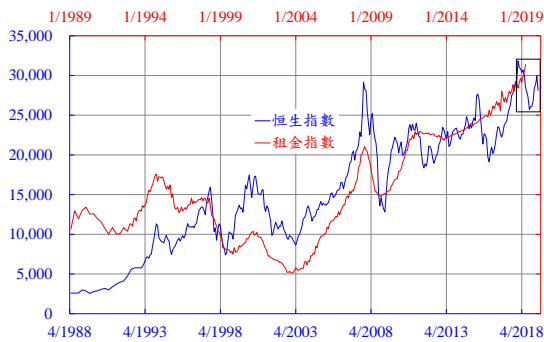
袁沛儀

【二、樓市篇】

經金前景皆不好 中區甲級太貴租

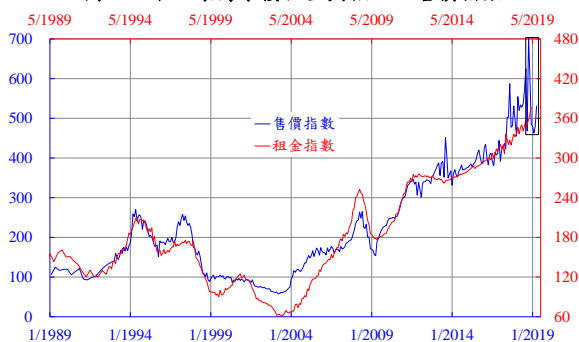
隨着股市回落，一些中資企也鬧違約，盛傳部分已始撤出本港，寫字樓的需求因而轉弱。本港幾類地產當中，住宅寫得多了，工廈老早式微，零售則早已衰退，若寫字樓也市道轉差，則反映整個商界都頗不濟了。實況到底如何？今文只着眼寫字樓租金。

圖一：恒指與中上環寫字樓租金指數



按道理，寫字樓尤核心區市道大概應跟股市共同命脈；不過，股市還應行先些少。圖一可見，恒指的確領先中上環寫字樓租金指數約三季——其實都不算是「些少」了。接近月股市推算，中上環租金至少已見頂。上期我們已看淡港股，以此推測，租金跟隨回落的機會應不小了。以恒指目標 22,000 點計，租金指數料見 250，或跌三分之一。

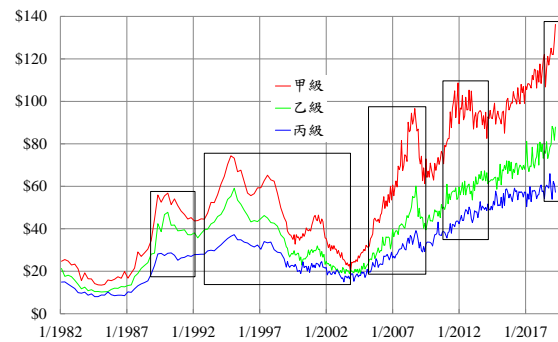
圖二：中上環寫字樓租金與核心區售價指數



另一角度是以價推租金。即使在住宅，樓價也領先租金四個月；圖二的計算顯示，寫字樓的情況一模一樣。近月寫字樓價飆升過後已回，料租金走勢一、兩季內跟隨。

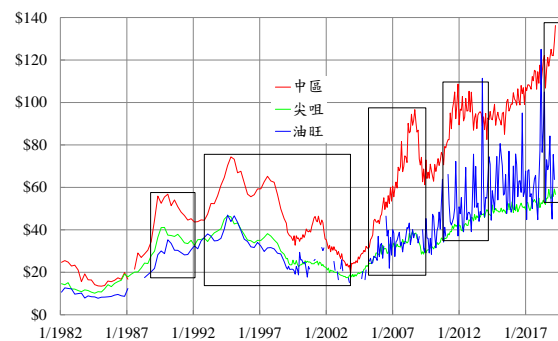
不過且慢，有時股市跌，租金未必跌，譬如上次股市跌，租金就沒跟跌了。怎知道今次跌市是否預示租金跌呢？這便要回歸基本，看看租金本身有否貴得離譜了。圖三比較各級寫字樓歷來的呎租，可見舉凡甲級大幅偏離乙、丙級不久後甲級租金就回落了（見框）。近月甲級又再大幅偏離另兩級，可見回落機會相當大。另外，留意丙級租金已停下來無力再上，這也或是跌市先兆。

圖三：各級寫字樓呎租



另一角度，是從各區而非各級的比較。圖四為中區和九龍的甲級寫字樓呎租，可見當前者大幅拋離後者後不久，中區租金也會跌回下來（見框）。近年油尖旺的呎租也如乙、丙級的般僅橫行，獨剩中區甲級飆升，故一旦外圍、股市等逆轉，隨時大幅回落。

圖四：各區甲級寫字樓呎租



鑒於二、三線級別或地區租金近年沒怎升過，或如圖一股市所料，縱跌亦有限。

羅家聰

【三、股市篇】

不宜吸納新興股市

亞洲經濟轉弱及中美貿易談判破裂，新興市場股市上半年表現跑輸成熟市場。圖一比較 MSCI 新興及成熟股票指數年初至今的表現，成熟市場錄得接近一成半升幅，但新興市場只有 6%。展望下半年，新興市場能否扭轉過去落後的表現？

先從市寬的角度看，圖二比較 MSCI 新興股市及其成份股高於二百天線的比率，後者領先前者約四個月，結果預示新興市場大致平穩，未見明顯下行壓力。

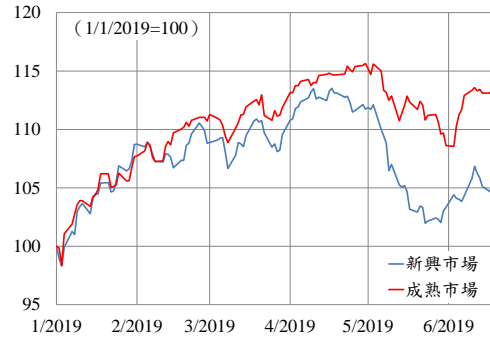
估值方面，現時新興股市市盈率為 12.9 倍，略低於金融海嘯後的平均值 13.7 倍，估值只屬合理。展望未來，新興股市會否出現盈利增長回升帶動估值重估？

圖三比較 MSCI 新興股市每股盈利及工業金屬價格的按年變幅，兩者自金融海嘯後走勢同向，後者領先前者約七個月，結果顯示盈利有機會出現倒退。

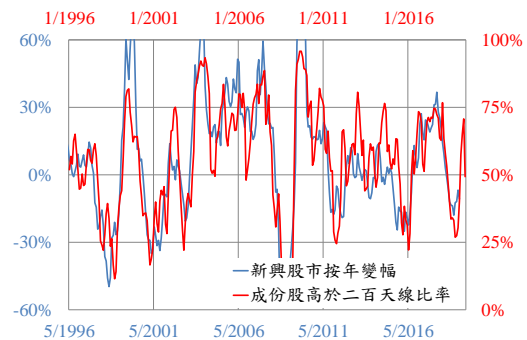
企債信貸息差亦可反映經營環境，因為前景轉弱令企業資金成本上升，同時央行減息應對逆境令無風險利率下降，將導致信貸息差上升。圖四比較 MSCI 新興股市每股盈利及其投資級別債券信貸息差的按年變幅，後者領先前者約七個月，結果顯示每股盈利將出現先跌後回穩。

總括而言，新興股市上半年的表現較為落後，縱使市寬指標顯示股市未見下行壓力，但工業金屬價格及債券信貸息差均顯示盈利有倒退風險，投資者不宜吸納。

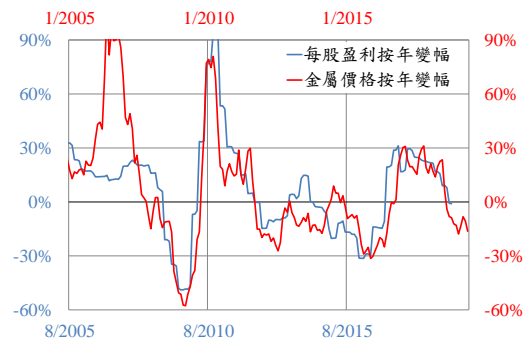
圖一：MSCI新興及成熟股市年初至今表現



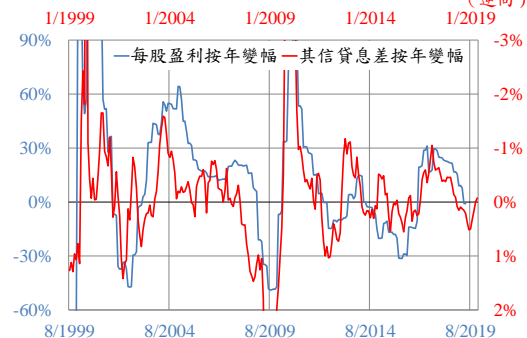
圖二：MSCI新興股市及其市寬指數



圖三：新興股市每股盈利及工業金屬價格



圖四：每股盈利及投資級別債券信貸息差 (逆向)



梁志麟



## 【 四、利率篇 】

## 美港息差短線下行空間有限

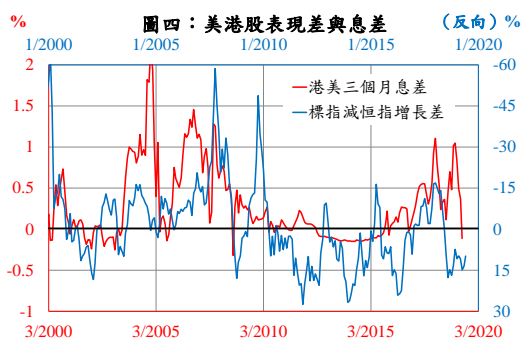
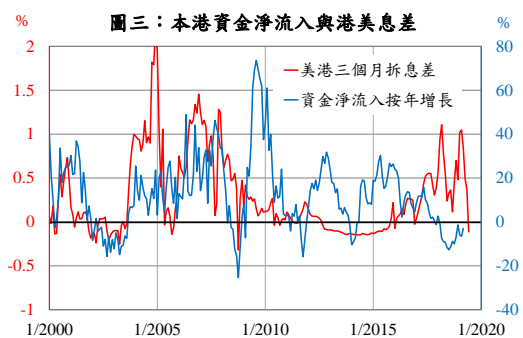
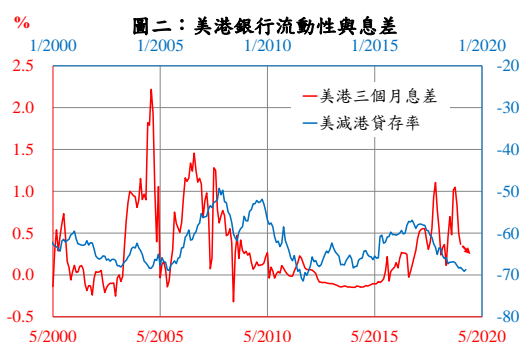
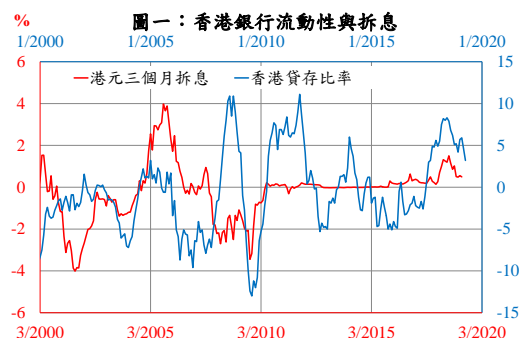
本港短期拆息上月明顯抽升，美港息差終於逆向，市場認為是結合資金流走、半年結、集資活動及政局緊張所致。踏入第三季，息差去向又如何？

短息走勢可先直接看銀行流動性。貸存比率反映銀行貸款對存款總額比例，按理指標愈高，銀行流動性相對愈低，再而推升拆息。不過，圖一顯示，兩者同向關係自金融海嘯後不太明顯，這可能與外圍有關。

圖二換上美港數據。美港銀行貸存比率差與美港三個月息差同向關係較為明顯，前者更領先後者四個月。然而美國銀行貸存比率近月開始比本地銀行低，可見其流動性壓力比本地銀行較小，因此兩者息差進一步收窄。按圖中紅箭顯示，料美元與港元三個月息差在未來一季進一步收窄，不過幅度有限。

另外可看資金流。若直接看資金淨流入（即期淨外匯頭寸加貨幣基礎），圖三顯示其按年增長與美港三個月拆息差整體同向，不過兩者關係在金融海嘯前較為密切。

換上本地兩大熱門投資市場數據得出圖四，可見美港三個月息差與標指對恒指按年增長差走勢呈反比關係，後者更領先前者約兩個月；而兩地股市增長差近月在高位徘徊，暫未見突破下，料港美息差在進月低位徘徊。由是觀之，無論參考銀行流動性或資金流，均預示美港息差短線進一步下行的空間有限。



袁沛儀

【五、匯市篇】

加元短線續強

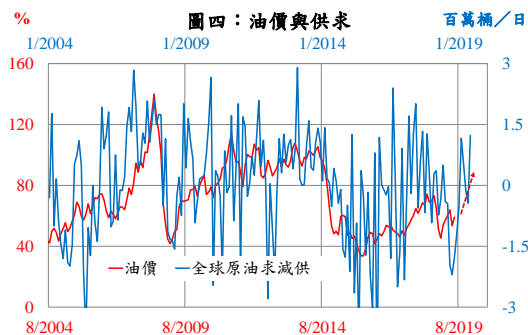
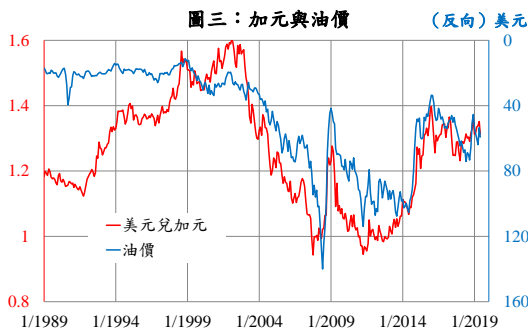
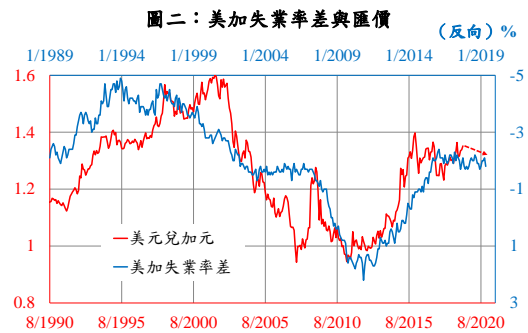
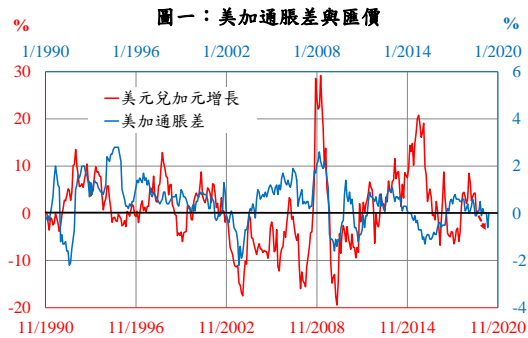
聯儲局上月放鴿，一眾非美貨幣借勢反彈，其中加元表現最好，月內增長見2%左右，未來數月其強勢能持續下去麼？

先看本地基本面，圖一顯示美加通脹差與美元兌加元增長呈正比關係，前者領先後者約十個月。自2017年7月開始，加拿大通脹漸追上美國通脹，若按紅箭預示，料美元兌加元增長在未來十個月回落。

再對比兩地就業情況，圖二顯示美加失業率差與美元兌加元反向，前者領先後者約十九個月。加拿大失業率自2016年初開始回落，目前更創新低，而美國失業率則在低位徘徊。按紅箭預示，估計美元兌加元在未來十九個月季下行。

最後參考油價。圖三顯示美元兌加元與油價反向，不過沒有時差。因此推測油價前景便能知曉匯價去向。商品價格可參考供求狀況。圖四顯示，根據美國能源部數據，原油求減供領先油價約七個月；然而全球原油市場供求自2018年尾開始重返平衡，今年初更見求過於供。按紅箭預示，油價將在未來七個月回升，技術上料可重返2018年10月高位77美元。

再把結果套上圖三，估計美元兌加元在未來七個月繼續下行。加上油組有意延長減產計劃，料美元兌加元短線將跌破第一支持1.3080，隨後在未來七個月繼續下望1.2780，因此可見加元將繼續強勢，估計可跑贏其他商品貨幣如澳元及紐元。



袁沛儀

【 六、商品篇 】

金價再升的空間有限

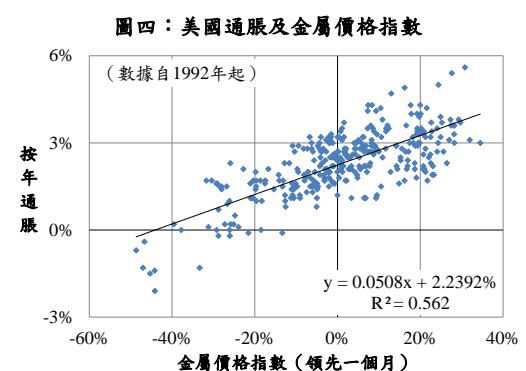
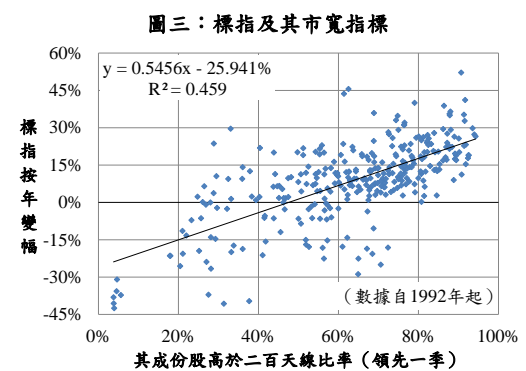
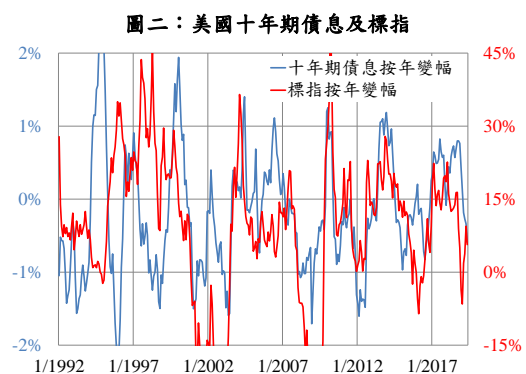
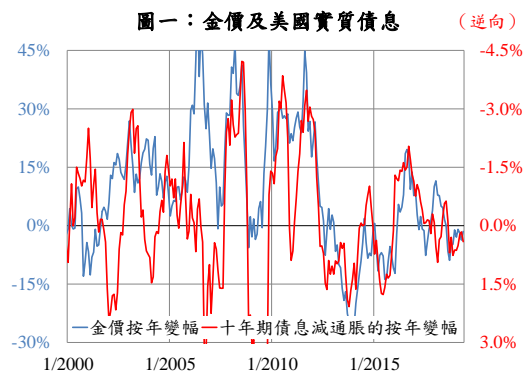
聯儲局放鴿，加上美國長、短息俱下跌，令金價升穿 2016 年高位 1,375 美元，創 2013 年以來新高。若以技術分析看，現價追買似乎理所當然，但從基本面看，追買黃金又是否值得？

對於金價前景，投資者要留意美國實質債息的表現。圖一比較金價及十年期債息減通脹的按年變幅，兩者走勢自 2008 年後呈相反方向，因此金價後市表現將取決於長息及通脹的表現。

雖然近期美國長息持續走弱，但要留意長息跟美股關係密切。圖二顯示美國十年期債息及標指的按年變幅，兩者大部分時間均方向一致。圖三顯示標指按年變幅及其成份股高於二百天線比率的迴歸分析，兩者呈正相關性，後者領前者約一季。若將最新的數據代入圖中的迴歸算式，將得出標指將按年上升 7.8%，代表長息有反彈壓力。

至於通脹前景，將取決於金屬價格的表現。圖四顯示美國按年通脹跟金屬價格指數按年變幅的迴歸分析，兩者走勢同向，後者領前者約一個月。若將實際數據代入圖中算式，得出按年通脹進一步放緩至 1.6%。未來環球經濟放緩勢必打擊金屬的需求，金屬價格下跌將加強通脹的下行壓力。

總括而言，美股的市寬指標顯示指數平穩向上，反映十年期債息有機會回升，同時金屬價格下跌代表通脹將進一步放緩。這情況下，實質債息將有上升壓力，料金價難以站穩於 1,420 美元之上。



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。