

交銀金融

2019年8月號 第134期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 一眾領先指標預示本港經濟增長仍有跌壓，但短線未太差

 - 二、樓市篇 • 股及港息均顯示本港舖價下跌，料樓價同跌但幅度較溫和

 - 三、股市篇 • 參考估值與市寬，預示英股短線值博，不過盈利增長有限

 - 四、利率篇 • 油價穩及美經濟強利好加拿大貿易，當地暫未見減息壓力

 - 五、匯市篇 • 從通脹差及廣義貨幣供應差分析，預期歐元兌英鎊可再上

 - 六、商品篇 • 股市預示新興經濟增長仍向好，估計銅價追落後的機會高
-

年初至今，本港 M3、內外貿等增長持續低迷，料第三季經濟縱不收縮亦近無增長。外圍亦有類似現象，美國增長料見頂放緩，歐元區的續於 1% 浮游，大陸則暫可保 6。

連串示威有機會引發信心危機，加上零售市道疲弱，料本港舖價逐步下跌，難免拖累樓價。縱使減息週期展開，但預期經濟放緩的影響浮現，減息對樓價的利好作用不大。

美國基本面穩健，難支持急速減息，跟市場預期有出入下，估計美股短線只小幅回軟，標指下試 2,910 點。全球經濟增長放緩，估計股市上升空間有限，本月只在高位徘徊；料恒指在 27,490 與 28,630 點區間整固；國指在 3,750 與 3,940 點區間上落。

聯儲局即將減息，但始終就業及零售仍強，股市處於歷史高位下，相信只會於年底前再減息一次。歐洲央行將跟隨其他央行減息，但估計重推量寬的任務將留待下任總裁決定。澳洲本土及外圍均疲弱，料年底前再減息一次；紐西蘭的情況亦相似。

各大央行的貨幣政策未見差異，料難有個別貨幣明顯跑出。美匯指數有機會升穿阻力 98.4，但突破 100 機會不大。預期英鎊受脫歐消息主導，料匯價於 1.21 附近有支持。加元減息壓力較細，可繼續跑贏澳、紐元。美元兌加元則整固後再試 1.30。

原油市場消息淡靜，美伊關係反覆，料紐油及布油分別在 58 美元及 65 美元附近窄幅上落。股市整固，加上主要央行的貨幣政策同步邁向寬鬆，料金價在 1,400 美元回穩。

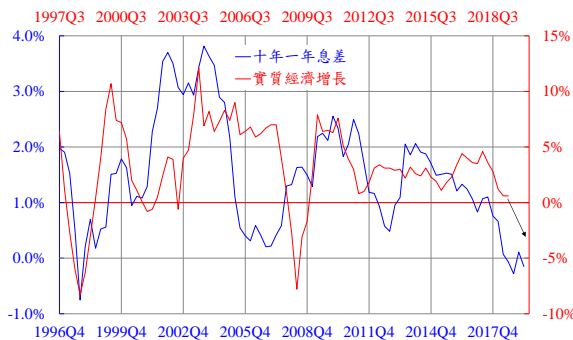
【一、經濟篇】

本港經濟 暫未太曳

本港剛公佈第二季經濟增長，或可僅僅避過收縮（實質按年，下同）。第三季呢？外圍數據似壞非壞，有時更有驚喜；不過，內有反政府外有貿易戰，現仍未虞樂觀。

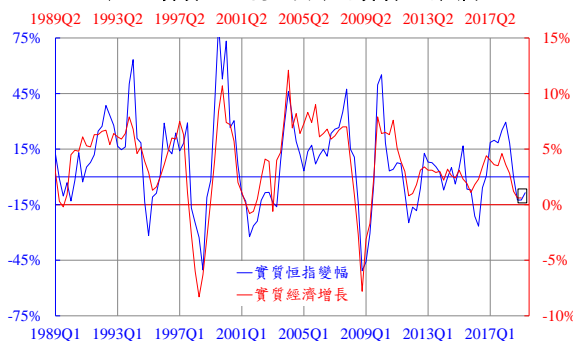
經吾等在報章寫過十多年後，時至今日路人皆知測經濟用孳息曲線（首於2006年初《信報》發表）；本港有外匯基金票息。測試發現，十年、一年息差預測能力最高，領先經濟增長三季。如圖一料，本港未來三季增長仍有跌壓，隨時陷收縮區成衰退。

圖一：本港十年一年息差與實質經濟增長



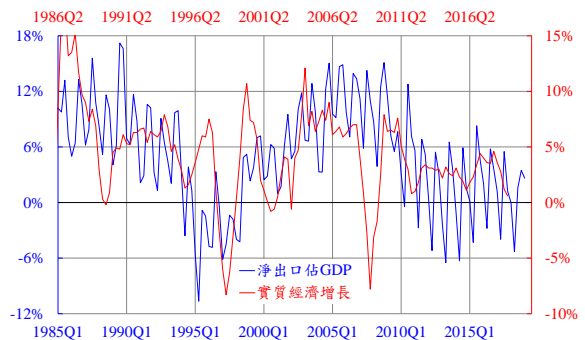
另一眾所周知、領先經濟的指標，就是股市。可惜一如其他市場，股市領先不多，僅一季矣；美股亦如是，別道聽途說以為可領先兩、三季，實證上絕無如斯遠的測程。的確，如圖二框示，港股測經濟十分之準，惜第三季未過，第二季港股頂多能測第三季經濟增長，後者應有改善，但幅度有限。

圖二：實質恒指變幅與本港實質經濟增長



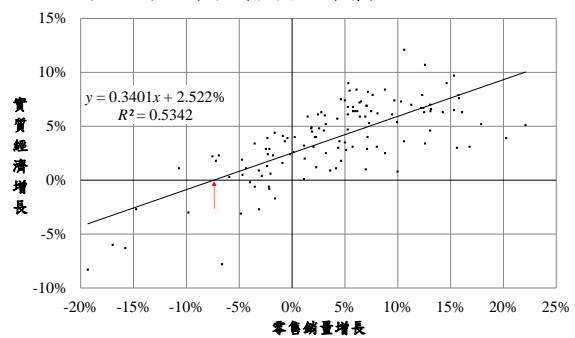
吾等近月的研究發現，本港淨出口佔GDP竟有不俗的預測能力；此乃緣於歷來這比例收縮時（由1961年起年度數據計），本港樓價便告大跌。現以季度但較短的紀錄計出，淨出口佔GDP領先經濟增長達五季之長，猶勝以長短息差預測（僅先三季）。

圖三：本港淨出口佔GDP與實質經濟增長



圖三所見，由於季度數字無經季調（經季調的卻沒這麼悠久歷史），雜音頗多，但亦隱約能見近幾年來趨跌，儘管跌速不快。是故，對應的未來五季經濟增長或亦如此。

圖四：本港零售銷量與經濟增長，1988-2019



最後從零售銷售入手看看。正路而言，這是消費，應是同步指標（不具領先性）。測試所見果然如是。雖然同步，但不同幅。圖四所見，零售銷量跌逾7、8%才對應經濟收縮（1988年起兩者最為相關）。目前銷量跌不得多，故本港經濟短線應還未太差。

羅家聰

【二、樓市篇】

港舖價將反覆下跌

來港旅客消費模式改變，加上各區出現多場大型示威，嚴重打擊本港零售市道，品牌發展局主席黃家和更預期全年零售銷售出現雙位數跌幅。零售市道疲弱下，商舖價格的前景如何？

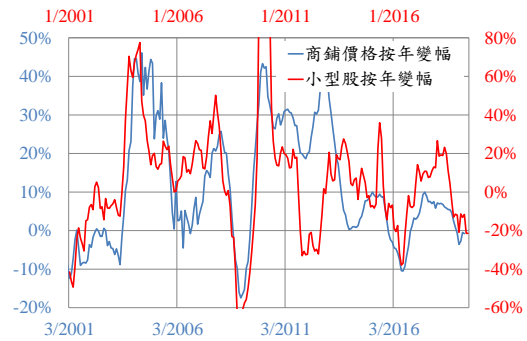
理論上零售市道轉弱，中小企應首當其衝，因此圖一比較商舖價格及恒指小型股指數的按年變幅，後者領先前者約兩個月，結果顯示商舖價格短期將會持平甚至出現輕微收縮。

至於長線而言，投資者可留意港元長短息差，因此舖價跟GDP及個人消費息息相關，而長短息差被視為最準確的長遠指標。圖二比較本港商舖價格按年變幅及港元十年期減兩年期債息，後者領先前者約一年半，結果顯示舖價跌幅將擴大。

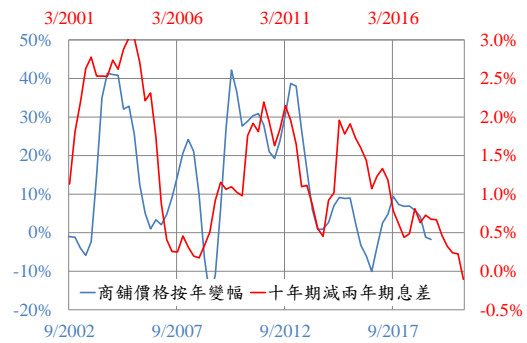
舖價下跌似乎難以避免，那麼什麼時候才會反映在租金及樓價身上？圖三顯示本港商舖租金及價格按年變幅的迴歸分析，後者領先前者約兩個月。圖四比較本港樓價及商舖價格的按年變幅，兩者走勢同步同向，不過要留意迴歸系數低於1，反映樓價的跌幅較舖價溫和。

總括而言，小型股顯示舖價將會持平或輕微按年下跌，長遠而言港元長短息差顯示舖價將進一步走弱，舖租將滯後舖價兩個月反映弱勢。至於市民關心的樓價，估計會跟隨舖價一同下跌，但由於迴歸系數低於1，跌幅將較舖價緩慢。

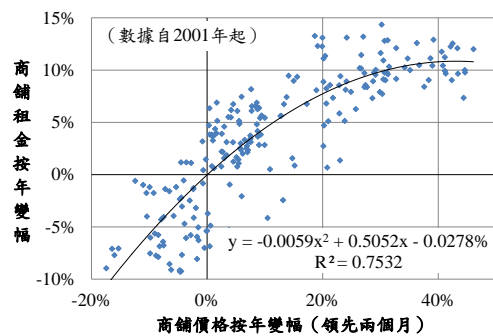
圖一：本港商舖價格及恒指小型股指數



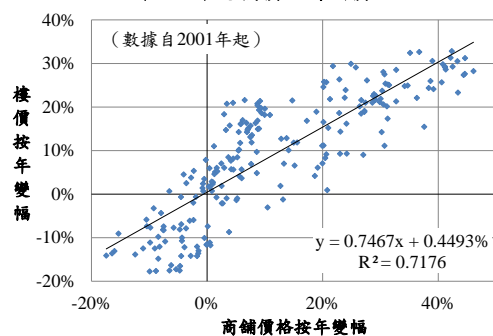
圖二：本港商舖價格及港元長短息差



圖三：本港商舖租金及價格



圖四：本港樓價及商舖價格



梁志麟

【三、股市篇】

英國股市短線值博

英國近週面對政局變動，脫歐前景仍不明朗下，究竟當地股市短線走勢如何？目前仍有投機機會嗎？

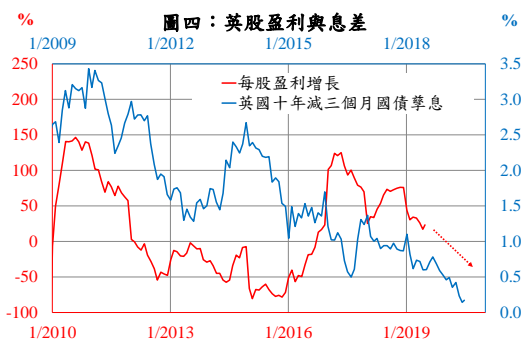
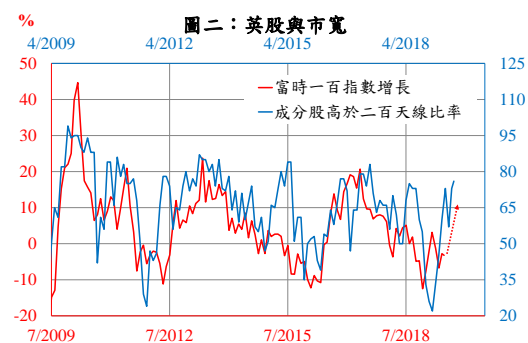
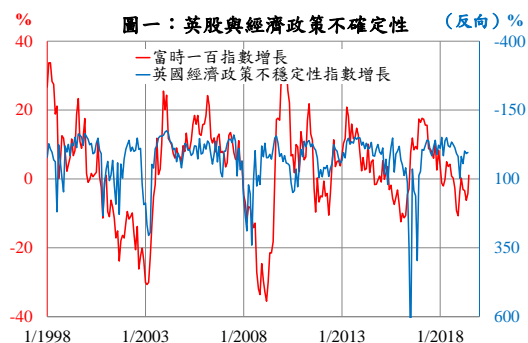
先從政局不穩角度觀察。參考圖一，英國富時一百指數增長與英國經濟政策不穩定性指數增長反比關係密切，但沒有前瞻性。然而估計市場已消化硬脫歐消息下，縱使經濟政策不穩定性指數增長回升但空間不大，料若英股增長回落，幅度亦偏小。

短線而言，參考技術分析或有更明確啟示。圖二顯示，富時一百指數成分股高於二百天線比率與該指數增長關係緊密，前者領先後者三個月。然而成分股高於二百天線比率於上季明顯抽升，按紅箭預示，料英股在未來三個月繼續反彈。

再看其他指標。圖三顯示富時一百指數現市盈率低於近二十六年來的平均水平，更處於一個標準差內，估值尚算便宜。

至於每股盈利，可參考長短息差。圖四顯示，英國十年減三個月國債孳息與英股每股盈利增長同向(除了2016年脫歐公投時)，前者領先後者一年。近年長短息差回落，按紅箭預示料英股每股盈利增長將回落。

由是觀之，參考市寬及估值，可見英國股市短線前景仍不錯，尚見入市值博機會，不過每股盈利增長有限，因此只適合作短線投資策略，長線策略則不值博。



袁沛儀

【 四、利率篇 】

加拿大未見減息壓力

各大央行已率先或即將展開減息週期，加拿大是少數未有明顯減息壓力的國家。不過央行正密切留意事態發展，在議息聲明提及到，特別關注能源價格及貿易不明朗對經濟及通脹的影響。究竟上述因素會否逼使央行跟隨其他國家減息？

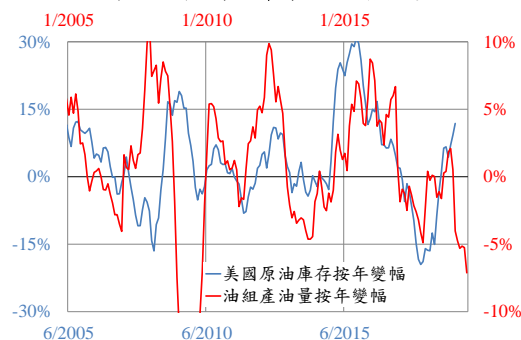
先談能源價格，油價前景受到美國原油庫存的升跌影響，因此圖一比較美國原油庫存跟油組產油量的按年變幅，後者領先前者約五個月，結果顯示原油庫存將明顯減少，估計對油價有支持作用。

油價造好除了利好通脹外，對加拿大貿易亦有正面作用，始終能源產品佔出口有一定比重。圖二顯示加拿大貿易總額及紐約期油的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約四個月，結果顯示當地的貿易市道大致平穩。若未來原油庫存減少可帶動油價上升，加拿大出入口將會受惠。

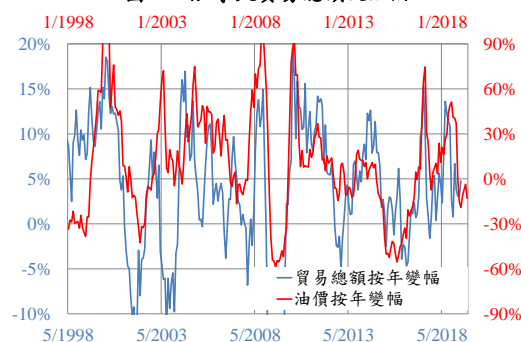
另一方面，投資者亦要留意美國經濟前景，始終美國佔加拿大出入口超過一半。圖三比較加拿大貿易總額及美國領先指標的按年變幅，結果顯示雖然美國領先指標增長放緩不利加拿大出入口，但似乎未出現倒退風險。而事實上，即使加拿大貿易總額出現持平或輕微倒退，圖四顯示當地經濟仍可維持穩定增長。

總括而言，雖然外圍經濟不明朗，但加拿大央行最為關注的能源價格及貿易市場未有明顯轉弱風險。除非特朗普對加拿大作出貿易制裁，否則暫時未見減息壓力。

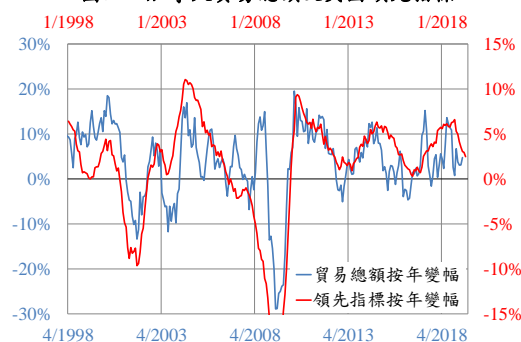
圖一：美國原油庫存及油組產油量



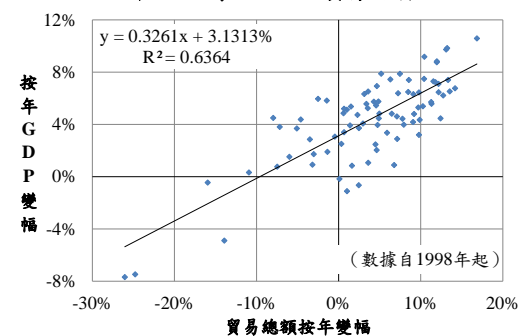
圖二：加拿大貿易總額及紐油



圖三：加拿大貿易總額及美國領先指標



圖四：加拿大GDP及貿易總額



梁志麟

【五、匯市篇】

歐元兌英鎊可再上

在英國硬脫歐及減息憂慮下，英鎊走勢較歐元疲弱。圖一顯示歐元兌英鎊的日線圖，匯價已升穿阻力 0.91（圖中紅線）。展望後市，究竟歐元兌英鎊會否進一步向上挑戰阻力區 0.93 至 0.94（圖中紅框），還是掉頭回落？

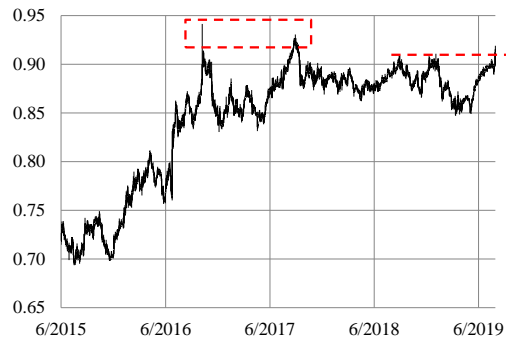
從基本面看，匯價似乎有機會進一步上升。圖二比較歐元兌英鎊按年變幅跟兩地按年通脹差，兩者自金融海嘯後關係密切，後者領先前者約一年，結果顯示匯價將進一步上升。

長遠而言，受到 GDP 增長落差的影響，估計兩地通脹差將由高位回落。圖三比較歐元區跟英國的按年通脹差及按年 GDP 差，兩者走勢逆向，後者領先前者約三年，結果顯示按年通脹差將先跌後反彈，限制歐元兌英鎊長遠的上升空間。

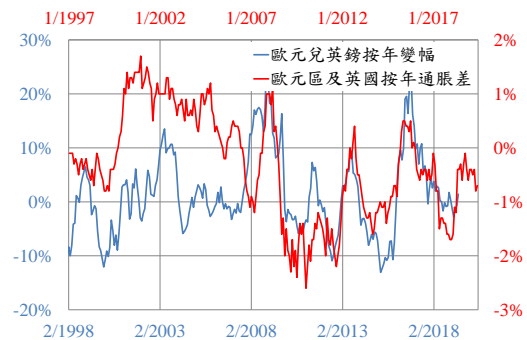
兩地貨幣供應同樣顯示歐元兌英鎊有上升壓力。圖四比較歐元兌英鎊按年變幅及兩地央行廣義貨幣供應 M3 的按年變幅差，後者領先前者約兩年，結果同樣顯示歐元兌英鎊將進一步上升。

總括而言，歐元區及英國的通脹及貨幣供應 M3 均顯示歐元兌英鎊可進一步向上，不過要留意兩地 GDP 數據顯示按年通脹差將回落，將限制歐元兌英鎊長線的上升空間。技術上，匯價有機會逐步接近阻力區 0.93 至 0.94，但要留意 RSI 出現超買，料短線再向上突破有一定難度。

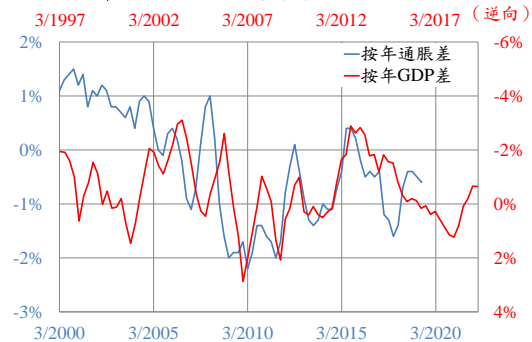
圖一：歐元兌英鎊日線圖



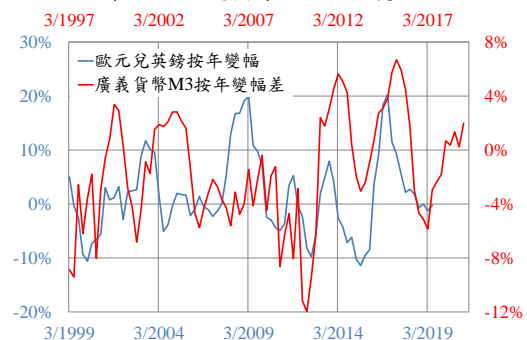
圖二：歐元兌英鎊及兩地通脹差



圖三：歐元區跟英國通脹差及GDP差



圖四：歐元兌英鎊及兩地M3變幅差



梁志麟

【六、商品篇】

銅價短線再上

商品市場年初至今走勢反覆，不過金屬類尤其黃金及白銀普遍較能源類造好，而基本金屬走勢各異，其中被市場廣泛應用的銅只見上落，那麼短線會否追落後？

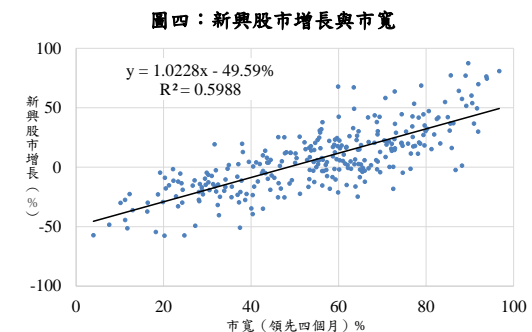
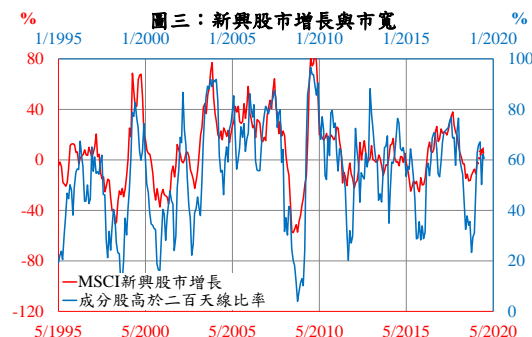
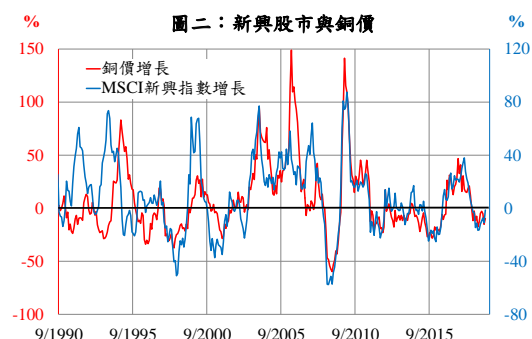
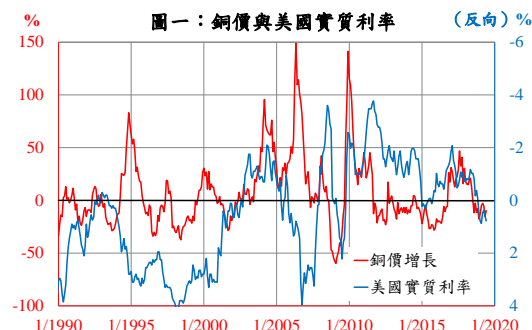
商品作為另類投資產品，因此可參考影響借貸成本的實質利率。圖一顯示銅價與美國實質利率（官方利率中值減通脹），可見兩者走勢反向，關係在金融海嘯後更為密切，不過兩者沒有時差。市場相信聯儲局將踏入減息週期，在通脹緩慢下行下，料實質利率短線在近月高位徘徊，因此可推測銅價增長下行空間有限。那麼會見反彈麼？

新興國家是銅的主要生產及消費市場，其經濟增長將影響銅的供求，而經濟增長屬於滯後數據，因此用上預測其走勢的股市數據。圖二顯示 MSCI 新興指數增長與銅價增長同升同跌，關係同樣地自金融海嘯後更為密切。

然而 MSCI 新興指數成分股高於二百天線比率領先指數增長四個月。該比例自 2018 年 10 月抽升，至今仍在高位徘徊，按紅箭預示，料新興股市增長將回升。

把圖三換成散點圖得出圖四，並把市寬數據套上回歸分析上，得出新興股市四個月後的合理增長為 12%。

由是觀之，套上圖二得出的關係，料銅價增長在未來四個月上升 12% 左右；按去年 11 月平均銅價為 6,193 美元，料四個月後銅價應上試 6,940 美元左右。



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。