

交銀金融

2019年9月號 第135期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 全球瀕臨衰退，美國未衰是時辰未到還是真能獨善其身？

 - 二、樓市篇 • 本地房屋成交增長放緩，料樓價增長回落，但無大跌風險

 - 三、股市篇 • 納指估值合理，但盈利現倒退風險，宜待指數反彈後離場

 - 四、利率篇 • 對比美港資金流及銀行流動性，息差繼續收窄，港息看升

 - 五、匯市篇 • 歐美通脹差及經濟差回落，料歐元兌美元短線有下行風險

 - 六、商品篇 • 供求及出口數據顯示大豆價格疲弱，其他農產品一同走弱
-

多個先進體系尤其歐、日 GDP，很可能在第三季已連續兩季按季收縮，確認衰退；料亞洲四小龍亦然。第三季數據會陸續於 10 月底前後公佈，料下月起市場反應漸大。

美國一手樓銷售增長回落，但二手樓卻略見回升，料樓價增長只見橫行。至於本港，雖然經濟增長面臨放緩壓力，但資本市場及貨幣供應支持樓價短線仍能保持低增長。

聯儲局減息步伐不及預期及貿易戰憂慮，加上長短債息出現倒掛，將利淡標指回落至 6 月低位 2,730 點，納指料整固後回落至 7,400 點水平。本港經濟很大機會步入衰退，加上樓價下行風險增，料恒指可跌穿去年低位 24,540 點，國指下試上月低位 9,730 點。

聯儲局減息意欲不強，但投資者仍料本月將再減息一次，料短期拆息下行空間有限，三個月美元拆息下試 2 厘。相反，歐洲經濟前景不明朗，料歐洲央行本月將推行較多刺激措施，短期拆息下行速度較快，料三個月歐元拆息下試-0.45 厘。

全球主要央行均轉向寬鬆貨幣政策，匯市難見單邊，料美匯指數在近月高位 98.5 附近靠穩。中美貿易關係反覆，在消息主導下，料美元兌離岸人民幣在 7.1130 與 7.20 區間上落。全球投資氣氛反覆，看好避險貨幣短線偏強，美元兌日圓下望 103.90。

原油需求減少抵消油組減產，料限制紐油及布油分別於 51 至 58 美元及 55 至 62 美元上落。央行減息及避險需求增，料金價上試 1,580 美元，銀價可上試 19 美元。

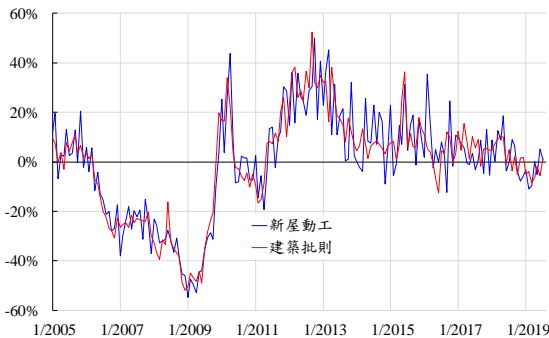
【 一、經濟篇 】

各路數據無異樣 全球衰退美獨強？

全球各地陸續陷入經濟收縮，多是次季縮，而距離連縮兩季的衰退定義亦不遠了。最難答的一問，反而是美國會否衰退。當地有些數字還不錯的，並不像其他地方如本港般辦辦均轉差，因此不容易答；但偏偏美國衰退與否決定着減息速度與及幅度，故了解該國會否衰退比了解其他國家更為重要。

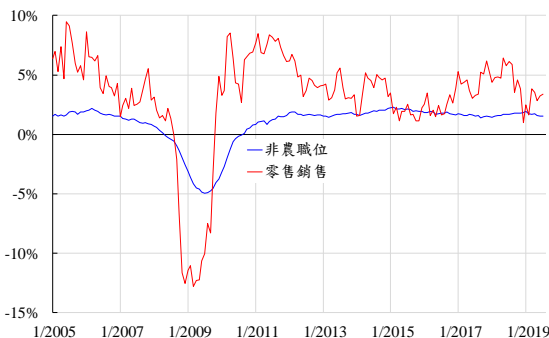
美國的領先類數據如投資般，增長轉弱之勢已甚明顯。圖一所見，美國的建樓數字早自去年已轉升為跌。不過，重溫海嘯前的兩至四成跌幅所見，目前是否真衰退亦不無疑問；以往溫和衰退也跌起碼一、兩成。

圖一：美國建樓按年變幅



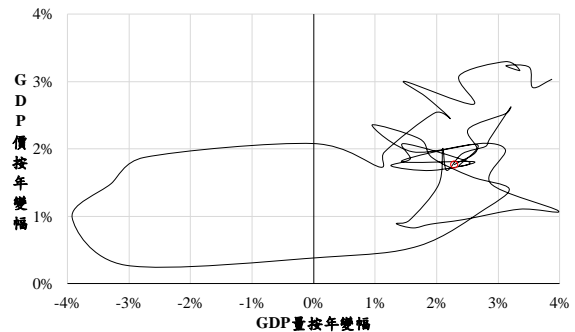
繼投資以外，同步指標更是未見異樣。所謂同步，就是跟 GDP 同步上落的數字，如收入、消費等。圖二顯示的職位和銷售，正屬此類。然而從兩者近期趨勢所見，再比較上次衰退前的情況，目前確不似衰退。

圖二：美國就業與消費按年變幅



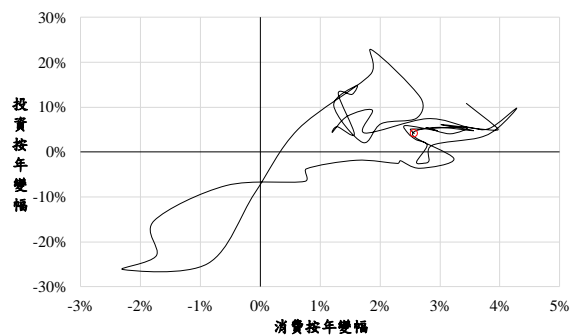
還有什麼角度可判斷未來發展？不妨看看價量動態。圖三為實質 GDP 按年變幅（橫軸）及其平減物價（GDP deflator）的按年變幅（縱軸），可見上次衰退前約 2005 至 2007 年，軌跡大幅向左下（西南）方移。然而今天無論價、量變幅都處約 2% 之理想水平（紅圈），最重要的是軌跡未見異樣。

圖三：美國GDP的量、價變幅動態，2005-2019



同樣的分析也可套上消費與投資兩個度向，這兩分別反映需求和供應兩個方面。圖四所見，上次衰退前軌跡會大幅向左移，即投資先衰而消費後跟。目前則處密集區，未有跡象大幅左移，故也不似衰退前奏。

圖四：美國求、供變幅的動態，2005-2019



這不是說孳息曲線倒掛預示衰退已告失效。相反，曲線倒掛程度輕微且時日短，可能實際上未屬倒掛而已。另外，全球衰退通常美國帶頭，甚少滯後。若然多國已衰但美國無恙，則真的不能排除她能獨善其身。

羅家聰

【二、樓市篇】

本港樓市跌勢有限

樓市一直是較受市場歡迎的投資選項，不過全球經濟增長面臨放慢風險，香港也不例外下，本港樓市將藉勢回落嗎？

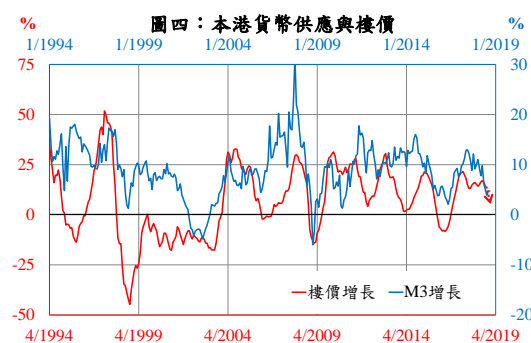
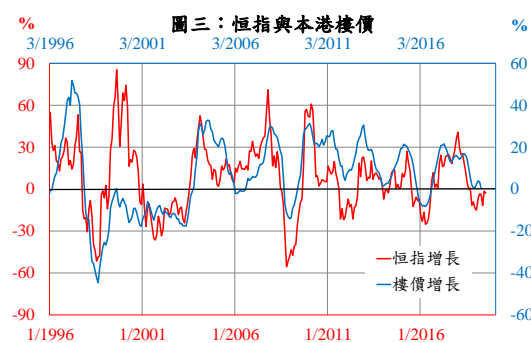
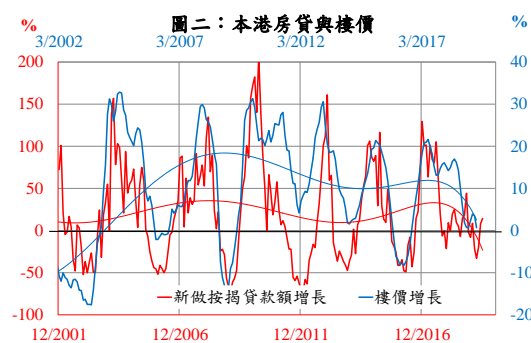
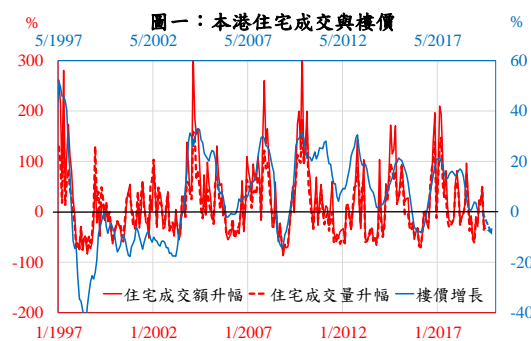
參考市場需求，圖一可見 1997 年以來，本港住宅成交額及成交量的增長與樓價按年增長關係呈明顯正比，前兩者領先後者約四個月。觀乎本港樓市近月交投淡靜，上月住宅成交只有四千八百宗左右，按藍箭預示樓價增長有一定的放緩壓力。

新做按揭貸款額增長也反映市場需求。圖二顯示前者領先後者三個月。新做按揭貸款額增長自 2017 年尾明顯回落，雖然近月見回升，但升幅相對較微，整體趨勢下行但見支持。料樓價增長在未來三個月將見放緩但速度有限。

另外，股市及樓市均反映投資者對市場中長線的預期，但樓市交投需時較股市長，因此圖三可見，恒指按年增長領先樓價增長約兩個月。恒指增長自年初至今回落，但近月小幅反彈，估計樓價增長在未來兩個月只見平穩。

最後再看反映本地資金量的廣義貨幣 M3，圖四顯示其按年增長領先樓價增長約三個月，在 M3 增長近月只見橫行下，料樓價增長在未來三個月亦然。

綜合可見，從成交層面反映本港樓價增長有下行壓力，而參考借貸、資本市場及貨幣供應，可見增長下行空間有限，由是觀之，本港樓市短線應無大跌風險。



袁沛儀

【三、股市篇】

納指盈利有倒退風險

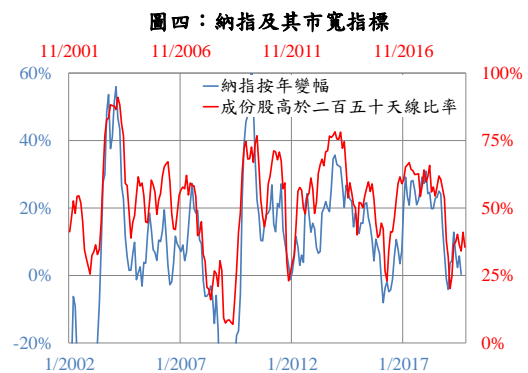
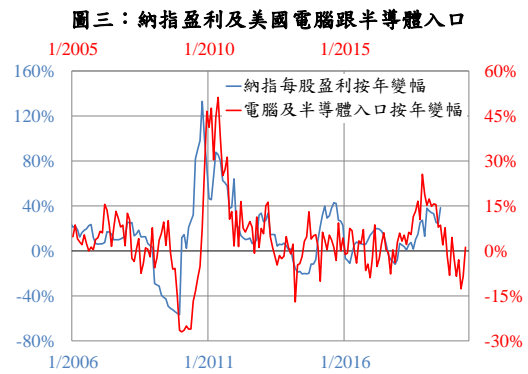
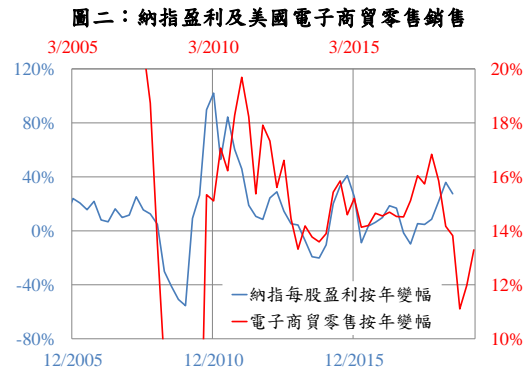
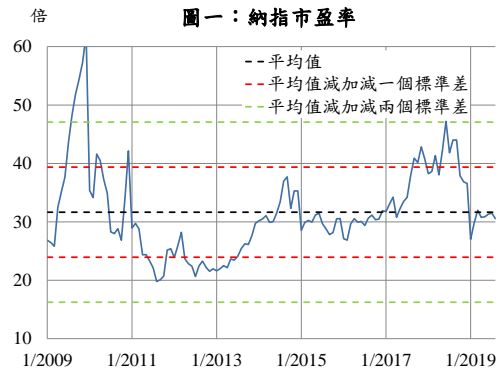
價值投資者終於有機會吸納科技股了。受到盈利增長放緩的影響，加上歐美收緊監管，納指升勢明顯較過去幾年反覆，估值亦回復至合理水平。圖一顯示納指於金融海嘯後的市盈率，現時已回落至平均值水平，似乎適合作中長線投資。但問題是，盈利增長能否重拾升勢並帶動納指回升，還是盈利低處未算低？

圖二顯示納指每股盈利跟美國電子商貿零售銷售的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約三季，結果顯示納指每股盈利增長可能放緩，甚至有倒退危機。

另外，入口數據亦顯示納指盈利的下行風險。圖三比較納指每股盈利及美國電腦跟半導體入口的按年變幅，後者領先前者一年，同樣顯示盈利有倒退危機。

總括而言，雖然納指估值已回落至合理水平，但美國電子商貿零售銷售及入口數據均顯示盈利有倒退風險，因此對於價值投資者而言，似乎現時不是合適的時間作中長線投資。

不過，對於持有大量美國科技股的投資者，現時不用急於清貨離場，因為市寬指標顯示納指暫時未見明顯的下行壓力。圖四比較納指按年變幅跟其成份股高於二百五十天線的比率，結果顯示納指未來一季未見明顯的下行壓力。因此，若投資者有意減持避險科技股，可待短線反彈至8,100點才平倉離場。



梁志麟

【 四、利率篇 】

港息短線仍有上升壓力

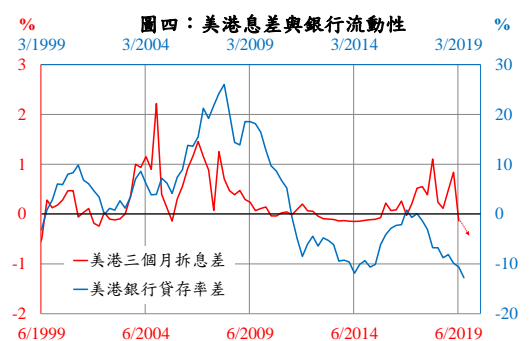
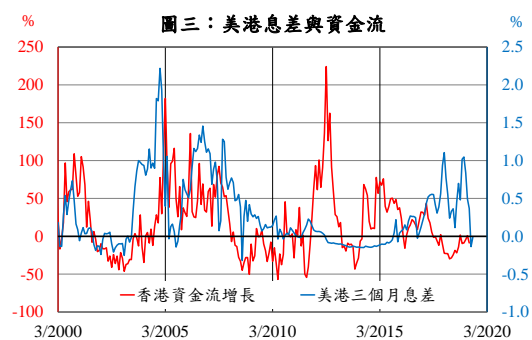
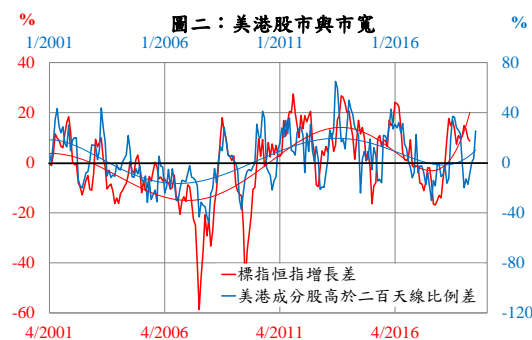
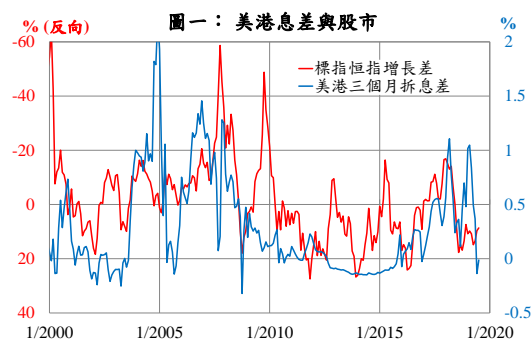
港元短期拆息自 7 月中開始反覆回升，目前更高於美元短期拆息。究竟這情況還會持續麼？

參考兩地投資市場數據得出圖一，可見美港三個月息差與標指對恒指按年增長差走勢反向。然而圖二顯示，標指對恒指成分股高於二百天線比例差，領先指數按年增長三個月，估計美股在未來一季的表現優於港股。在兩地股市增長差上升下，對上圖一得出的關係，初步可推測美港息差短線將會繼續收窄。

再看兩地資金流。參考資金淨流入(即期淨外匯頭寸)，如圖三顯示，其按年增長與美港三個月拆息差長線同向。然而資金流增長與股市增長同向，參考本港長短息差明顯回落，經濟增長將放緩，料股市增長亦然，因此估計本港資金流增長將放慢，美港息差將進一步收窄。

至於兩地銀行流動性，可看貸存比率，按理指標愈高，銀行流動性相對愈低，再而推升拆息。圖四顯示，美港銀行貸存比率差領先美港三個月息差三個月。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小，因此兩者息差進一步收窄。按圖中紅箭顯示，同樣預示美元與港元三個月息差在未來一季繼續處於負值。

美國短期拆息在市場已預期聯儲局減息下慢跌，若美港息差進一步下行，意味港息短期仍有上升壓力。



袁沛儀

【五、匯市篇】

歐元反覆偏弱

全球主要央行同步邁向寬鬆貨幣政策，整體匯市上落幅度不大。美元近月仍然未能突破 99，歐元相對在近月低位徘徊。有傳歐洲央行有意在本月減息同時考慮進一步買債，歐元能穿近月支持嗎？

短線而言，可直接參考技術層面。圖一顯示歐元自 2018 年初至今反覆下行，目前貼近保力加通道底，初步估計短線應見小幅反彈，1.1160 有重要阻力。不過再更長遠走勢如何，仍最好觀察基本面。

對比歐元區及美國數據，圖二顯示歐美通脹與歐元兌美元增長同向，前者領先後者一年。不過歐美通脹差在過往一年先升後回，料歐元兌美元增長在未來上升空間有限，歐元應持續弱勢。

再看息差。圖三顯示歐美三個月拆息差領先歐元兌美元同步，不過兩者關係在金融海嘯前關係較為密切，參考性不足。

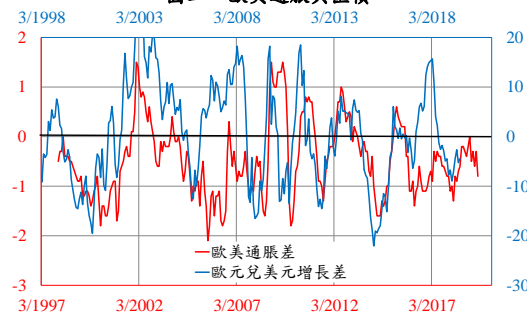
最後看經濟增長。圖四顯示，歐美經濟增長差領先歐元兌美元約三季。參考過往一年，其走勢雖然回升，但幅度頗細，估計歐元兌美元增長短線略回升，不過仍處於萎縮，意味歐元跌勢放緩而已，並未能扭轉弱勢。加上歐元區重要經濟體近期公佈的數據未如理想，料經濟增長回落，進一步利淡歐元。

綜合可見，歐元沒有明顯上升動力，估計未來三季仍未能突破悶局，並反覆偏軟，料未來一季下望 1.0850。

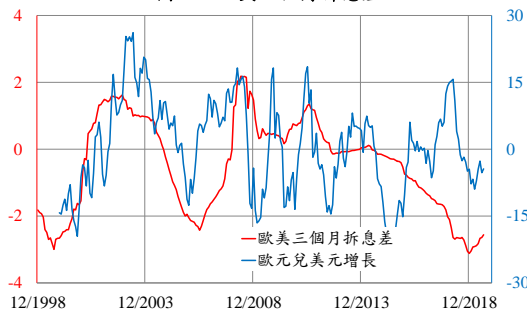
圖一：歐元兌美元



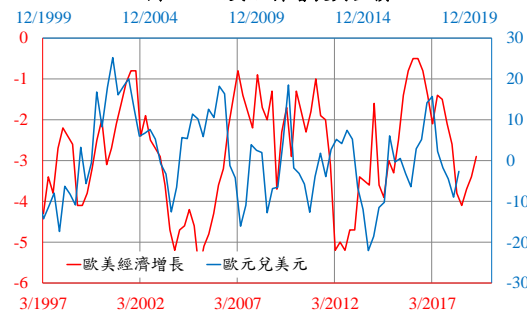
圖二：歐美通脹與匯價



圖三：歐美三個月拆息差



圖四：歐美經濟增長與匯價



袁沛儀

【 六、商品篇 】

大豆價格仍弱

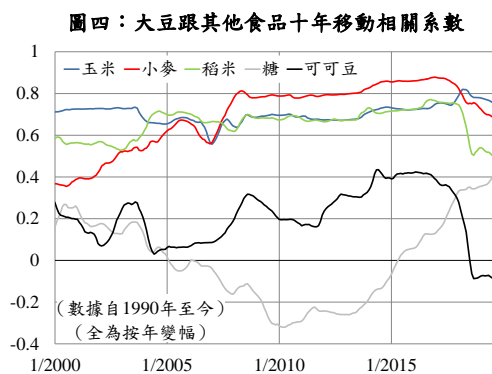
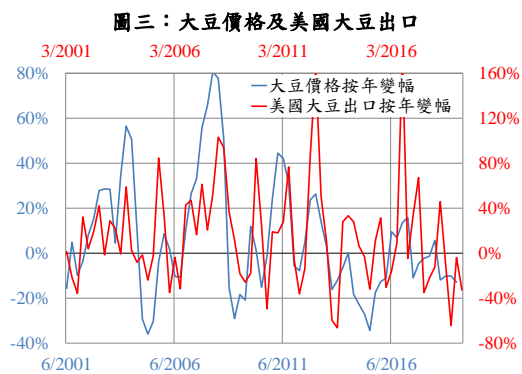
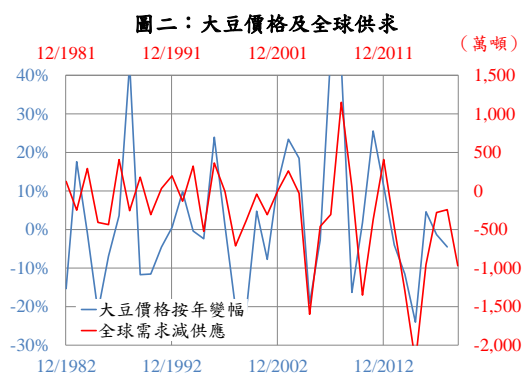
特朗普多次要求中國增加購買大豆，間接反映美國農民的困難。事實上，大豆價格持續走弱，圖一顯示現價較2012年高位累積下跌約半，並一直受制於下降趨勢線阻力，嚴重打擊農民生計。展望將來，大豆價格會否見底回升，還是繼續沉淪？

從全球供求的角度，大豆價格的下行壓力仍大。圖二比較大豆價格按年變幅，及由美國農業部編制的全球大豆供求數據。結果顯示後者領先前者一年，由於大豆出現產能過剩，因此大豆價格有下行壓力。

另外，美國的大豆出口同樣影響價格表現。圖三比較大豆價格及美國大豆出口的按年變幅，後者領先前者約一季，同樣反映大豆價格將反覆向下。因此，除非中國落實向美國購買大豆，否則大豆價格難以回升。

大豆價格疲弱下，其他主要食品價格亦難逃一同下跌。圖四顯示1990年起大豆價格跟主要食品價格的十年移動相關係數，結果顯示玉米、小麥及稻米價格跟大豆呈正相關。有趣的是，糖價跟大豆的相關係數有正轉負，但到2015年開始卻由負轉正。大豆跟可可豆的相關係數過去處於正數，但近年受到可可豆供不應求的影響，導致相關係數回落至略低於零水平。

總括而言，大豆價格自2012年開始反覆走弱，而受到供過於求及美國出口下跌的影響，估計價格將持續疲弱。這情況下，主流食品價格將一同下跌，唯對可可豆價格的影響不大。



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。