

# 交銀金融

2019年10月號 第136期

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 德國工業生產無起色，經濟有倒退風險，但就業市場仍穩

---

  - 二、樓市篇 • 幾個領先指標皆預示本港住宅樓價增長跌，但跌幅暫克制

---

  - 三、股市篇 • 脫歐對英國股市影響微，但企業信心回落則利淡股市表現

---

  - 四、利率篇 • 亞幣升利銅價，金價超買後勢回，料銅金比率升利美長息

---

  - 五、匯市篇 • 市寬指標估計美股將繼續跑贏日股，並令美元兌日圓受壓

---

  - 六、商品篇 • 估計三大風險事件及美元走勢利好金價，上望 1,560 美元
- 

環球經濟走弱，各國央行減息未能提升消費及商業信心。美國經濟相對穩定，但要留意消費有回落風險。本港經濟弱勢才剛起步，慎防股樓再跌進一步打擊信心。

本港住宅樓價或已轉熊，但儘管頭尾跌幅可達三分之一至三分之二，一年內的跌幅亦多在一成上下。故說年底前跌半至一成，絕對是合理的推測。外圍樓市看法相若。

整體市場缺乏新消息，投資者繼續觀望中美貿易及英國脫歐談判進展，估計大市短線無單邊。不過技術上標指 MACD 呈轉弱訊號，料下試 2,850 點。滬深三百指數保持中性，預期在 3,750 與 3,940 點區間上落。港股在外圍影響下，料下試 25,240 點。

雖然聯儲局官員再減息的意慾不大，但基於市場壓力及外圍經濟欠佳，料年底前有機會再減 1/4 厘。澳紐基本面未見起色，似乎年底前再減息的機會大。日本央行為免日匯價再上打擊出口及通脹，料當局將跟隨外圍於年底前加推量寬規模。

聯儲局減息壓力較其他主流國家為低，料可支持美匯反覆上試 99.5。英鎊後市要視乎脫歐發展，料政局不明朗令匯價回落 1.21 水平。澳紐減息壓力大，料澳元及紐元分別下試 0.65 及 0.61。美元偏強下，料美元兌離岸人民幣可逼近上月高位 7.20。

美國原油存庫上升，加上油組無意進一步減產，而需求隨全球經濟增長放慢而回落，料油價在近月低位 56 美元橫行。金價在股市技術調整下有望上試 1,560 美元。

## 【一、經濟篇】

## 德國 GDP 有倒退風險

將卸任歐洲央行總裁德拉吉日前表示，擔心工業弱勢蔓延至其他行業。事實上，德國7月份工業生產按年下跌4.2%，已連跌九個月。究竟工業會否持續弱勢？筆者先從鋼鐵生產及生產景氣指數分析。

圖一顯示德國工業生產及鋼鐵生產按年變幅的迴歸分析，後者領先前者約兩個月。撇除金融海嘯後急升（圖中紅點），若將最新數字代入圖中的算式，得出德國工業生產按年微跌0.3%。

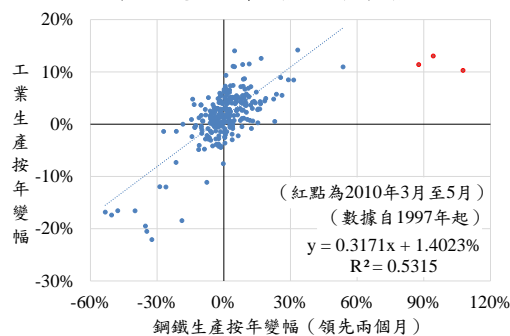
圖二比較德國工業生產及工業景氣指數的按年變幅，後者領先前者約四個月。若將真實數據代入圖中算式，將得出工業生產按年下跌5.2%。綜合圖一及圖二的結果，似乎工業生產未有回升跡象。

工業生產疲弱下，德國經濟有機會步入衰退。圖三比較德國按年GDP及工業生產按年變幅，兩者同步同向， $R^2$ 更高達0.87。若將圖一及圖二結果代入圖三的算式，分別得出按年GDP為+0.9%及-1%。

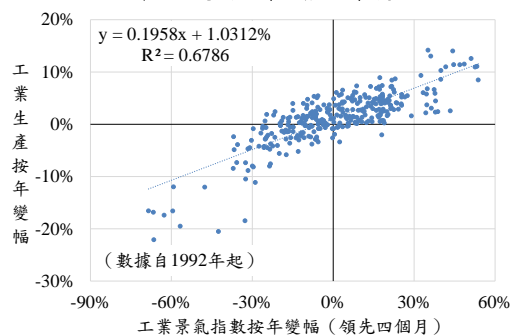
不過就業市場的情況較為受控。圖四比較金融海嘯後德國失業率及工業生產的按年變幅，後者領先前者四個月， $R^2$ 更高達0.77。若將圖一及圖二的結果代入算式中，將得出失業率微跌0.2%及持平。

始終德國工業佔GDP的比重最大，在工業生產未見起色下，按年GDP有倒退風險，但預期對就業市場的影響不大。

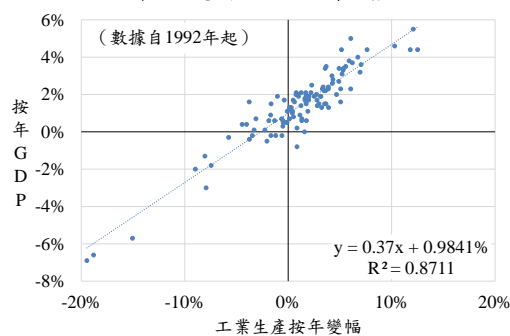
圖一：德國工業生產及鋼鐵生產



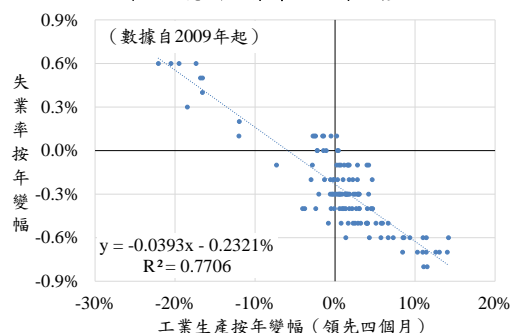
圖二：德國工業生產及景氣



圖三：德國GDP及工業生產



圖四：德國失業率及工業生產



梁志麟

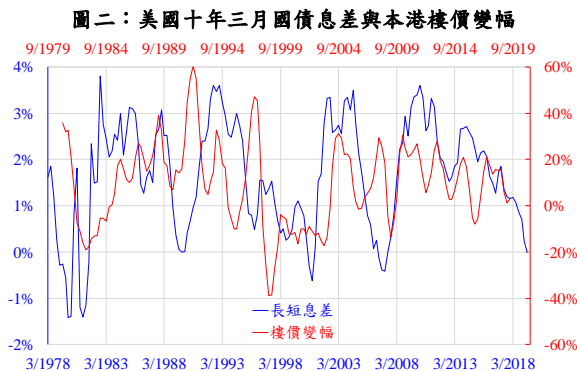
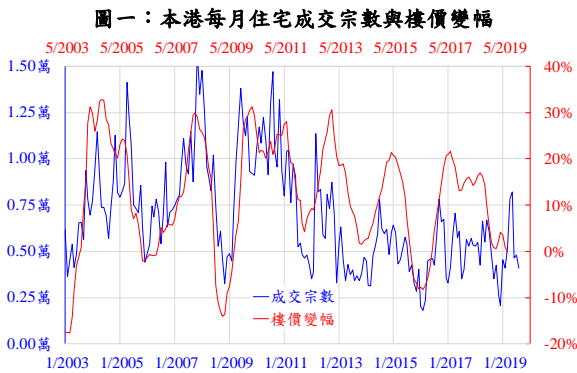
【二、樓市篇】

本港樓價 開始向下

在7月號，本篇已指寫字樓市不正常，租金將跌。一季過後，住宅市場也現跌勢，且是動輒一、兩成地劈價。樓價怎看呢？

住宅「供應不夠」歷來如是，即使1997年也不夠——不然當年就不會有「八萬五」之主張。所以，供應夠不夠並不是升或跌的理由。正如近十年來哪裏樓價不雞犬皆升？難道又各處都如香港般地少人多不夠樓？

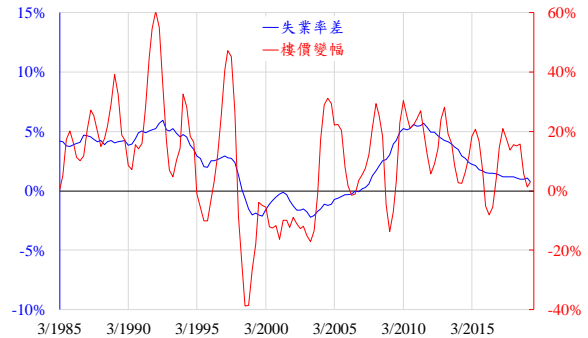
短線展望先可參考成交，正如買股票也會看看成交一樣，在較靜態的市場上，成交（量）往往會稍為領先價格的，這好比消費領先物價（量）、就業領先工資般的道理。圖一可見，成交先樓價四個月，如圖所料，樓價變幅或先升夾高然後回落至按年縮。



第二方法是基於樓價與經濟增長長線相關，故測到經濟便測到樓價。眾所周知，

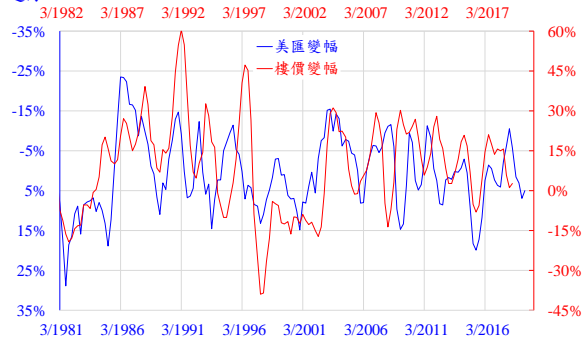
長短債息差能測幾季後的經濟增長，故這亦可測幾季後的樓價變幅，圖二的實證發現為相差六季。以此推測，樓價會在年半後擴大跌幅至按年兩成。這其實亦非很大的跌幅。

圖三：美港失業率差與本港樓價變幅



一些靜態、滯後的數據如失業率差等，有無用呢？圖三可見，美港失業率差能解釋但不能預測樓價變幅趨勢，只可作確認。

圖四：美匯指數與本港樓價變幅



要作預測，難免要重返市場數據裏找。除利率外，另一素來跟樓價相反的是美元。圖四可見，美匯變幅行先樓價變幅約一年，目前同樣預示樓價增長續跌，即穿零線。

這樣看來，本港住宅樓價短線的展望跟坊間現在轉軚後的看法相若，同樣是看跌，但幅度不大。由於衰退也料溫和，今次樓價跌應似1980年代初般，或稍差如1960年代香港暴動那次般，頭尾跌幅料四成上下。

羅家聰

## 【 三、股市篇 】

## 英股受企業信心影響

踏入10月，市場關注英國在約翰遜帶領下能否順利脫歐，其中關鍵是能否不用補底方案下，雙方可解決關口問題。在這前提下，英國股市去向如何？

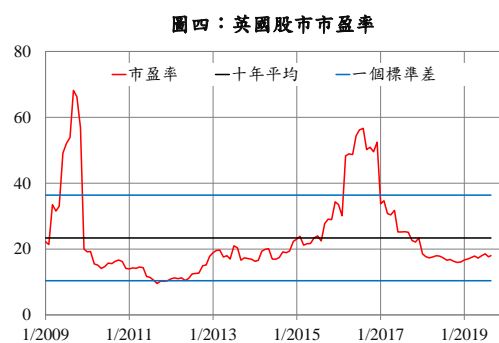
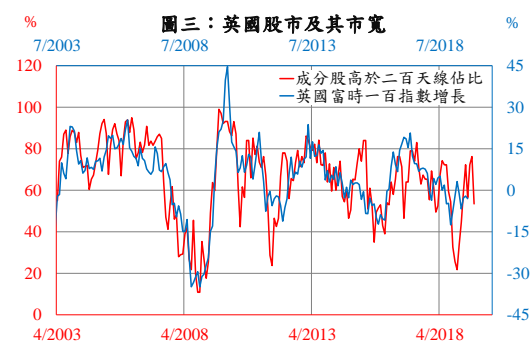
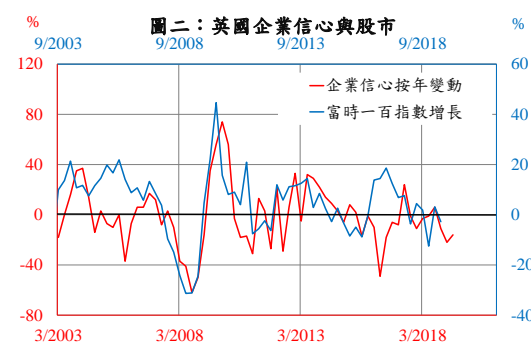
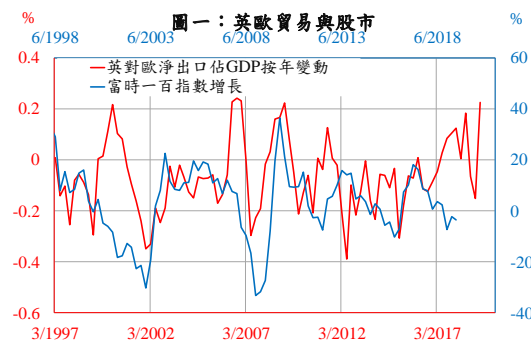
自英國脫歐公投以來，投資者擔心英國若失去歐盟單一市場，將打擊英國經濟及其金融市場地位。不過參考英國向歐元區淨出口佔GDP比例的按年變動，對上英國富時一百指數增長，得出圖一。雖然兩者相關係數在五季時差下較高，但整體而言關係時有時無，因此斷定因英國脫歐後將影響股市表現難以成立。

不過脫歐少不免會影響市場信心。參考企業信心按年變動與富時一百指數增長，從圖二可見前者略領先後者兩季。企業信心在過往兩季先跌後回，料股市增長雖在未來半年有下行壓力，但空間有限。

再參考技術指標。以成分股高於二百天線佔比對上股市增長得出圖三，可見前者領先後者約三個月。市寬近月只見上落，料股市維持在近月的按年下跌水平。

最後看估值。圖四顯示，其市盈率自2017年明顯回落，而去年至今的走勢尚算穩定，目前仍處於近十年的一個標準差內。

綜合而言，估計英國股市後市下行壓力主要因信心而非受歐盟貿易影響。在估值偏低下，料正式脫歐後，在後市趨向明朗，將再吸引投資者入市。



袁沛儀

【 四、利率篇 】

美長息可低位回升

早前市場擔心環球經濟步入衰退，大量資金流入債市避險令美國十年期債息急跌，但未有跌穿支持區 1.31 至 1.38 厘（圖一紅框）後反彈。展望後市，究竟十年期債息是見底回升，還是小漲大回？

要預測長息前景，投資者可留意銅金比率的表現。圖二比較銅金比率及美國十年期債息的按年變幅，兩者走勢同步同向，金融海嘯後的相關系數更接近 0.7，因此散戶只要得知銅價及金價的前景，即可推算出長息的表現。

對於銅價的前景，由於亞洲是主要銅材的消費地區，而亞洲貨幣反映該區經濟，因此得知亞幣前景便可掌握銅價後市。圖三比較亞洲跟環球國債指數按年變幅差跟亞幣按年變幅，兩者走勢呈相反方向，結果顯示亞幣及銅價將止跌轉升。

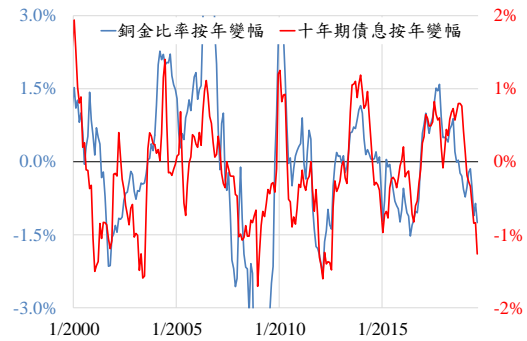
至於金價方面，縱使避險需求增加帶動黃金一度升至 1,560 美元，但要留意技術上週線圖高於 80，屬於嚴重超買。過去若投資者出現此情況時沽空並持有兩週、四週、八週、十二週、十六週及二十週，均得出正回報，如圖四所示，反映金價有高位回落的壓力。

總括而言，銅升金回反映銅金比率將由低位反彈，由於此比率跟美國十年期債息走勢同步同向，因此預期十年期債息不會跌穿 1.31 至 1.38 厘，並可在年底前回升至 2 厘之上。

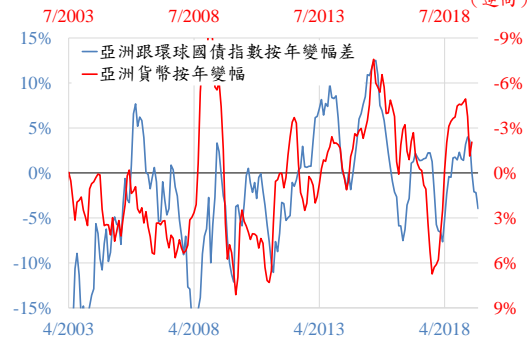
圖一：美國十年期債息週線圖



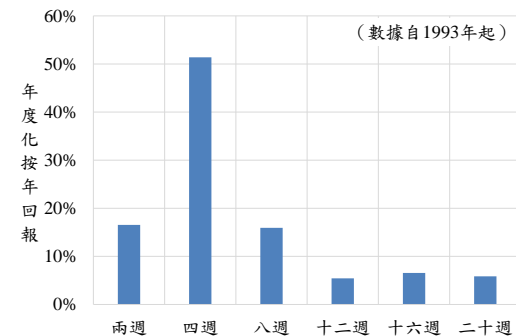
圖二：銅金比率及美國十年期債息



圖三：亞洲跟環球國債指數及亞幣 (逆向)



圖四：金價週線圖超賣後沽空所得回報



梁志麟

【五、匯市篇】

美元兌日圓料受壓

有些散戶完全抗拒技術分析，認為背後缺乏理據支持。不過美元兌日圓近期的走勢卻似有無形之手，匯價一度跌穿重要支持 104.60 後急彈。究竟匯價可進一步向上，還是再次試底？

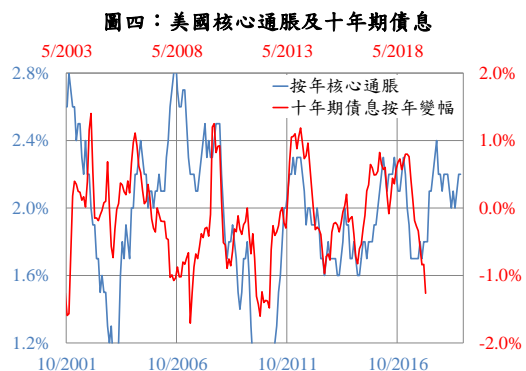
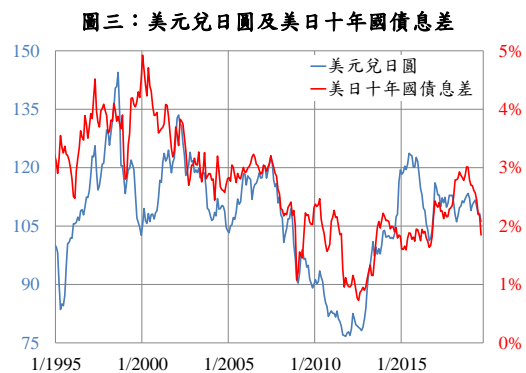
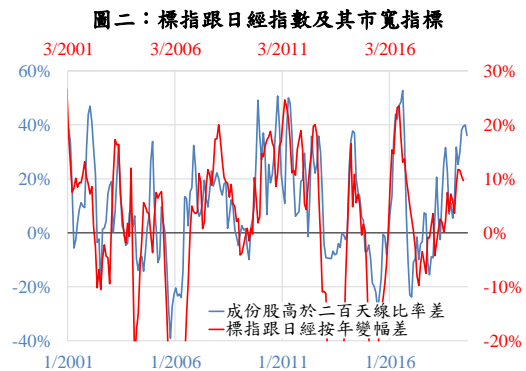
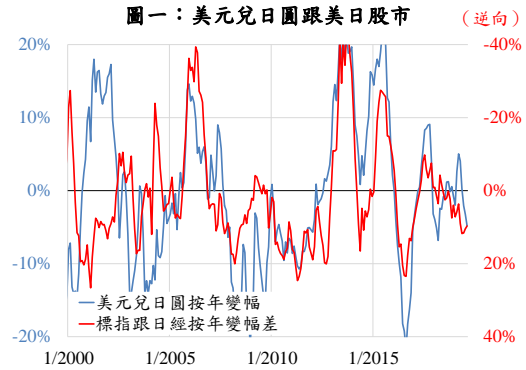
從股市的角度分析，圖一比較美元兌日圓按年變幅及標指跟日經指數按年變幅差，兩者走勢逆向，代表若散戶掌握美日股市前景，即可估計美元兌日圓的表現。

圖二比較標指跟日經指數成份股高於二百天線比率差及按年變幅差，前者領先後者約兩個月，結果顯示標指後市領先日經指數，將利淡美元兌日圓的表現。

從債息的角度，日圓卻有回調壓力。圖三顯示美元兌日圓跟美日十年期國債息差，結果顯示兩者走勢同步同向，代表投資者若可掌握兩國長債息率的前景，即可推算美元兌日圓的表現。

由於日本央行已將當地十年期債息目標定為零水平，那麼關鍵將會是美國長息表現。圖四比較美國按年核心通脹及十年期債息按年變幅，前者領先後者約一年半，結果美國十年期債息將由低位反彈，美日息差回升將帶動美元兌日圓反彈。

那麼最終的結論是什麼？若將上述因素作迴歸分析，結果顯示美日股市跟隨匯價關係密切，但長債息差的  $p$  值高於 0.05，反映跟匯價的關係不明顯。這情況下，代表美元兌日圓可能受壓。



梁志麟

## 【 六、商品篇 】

## 從股匯債測金價

踏入10月，相信市場將有較多風險事件，如中美貿易再次會談、英國脫歐限期將至、歐洲經濟增長面臨較大下行壓力等，但市場目前避險情緒仍不太高，金價是否待彈？

與其預測難測的風險事件，倒不如分析其他資本市場如何影響金價，從而推算其後市方向。按圖一顯示，美股按年增長與金價按年增長的反比關係。參考美國消費及企業信心指數近月略回落，估計將影響企業表現，未來一季業績應未如理想，限制美股表現，故料避險情緒略升將利好金價。

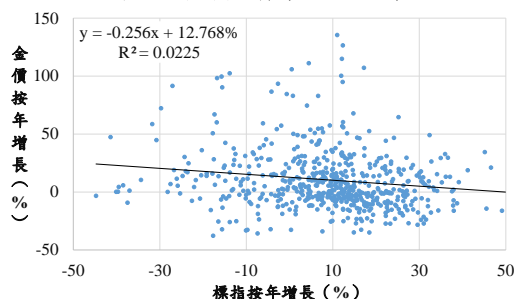
再換上美元按年增長數據得出圖二，可見同樣呈反比關係，然而無論匯價增長的相關性及決定性均高於股市增長。故在推測金價走勢上，參考美元比參考股市走勢好。

外圍基本面偏軟，尤其是歐元，利好美元造好，加上聯儲局貨幣政策不是過分寬鬆，相信美元短線仍能在近月高位徘徊，但基本因素無明顯改善下，料升穿100的機會偏低，因此金價的弱勢有限。

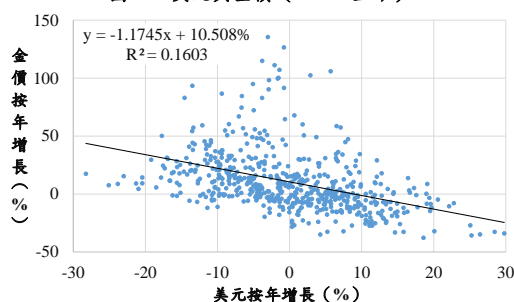
最後換上美國十年國債孳息數據，圖三可見無明確關係，加上其決定系數卻是在三類金融市場內最低，因此難以透過長債息率解釋及預測金價增長，參考價值較低。

技術上，圖四可見其實金價自今年第三季衝高，估計下半年能穩守1,485美元以上。再加上上述基本市場前景而言，估計金價可重返1,560美元。

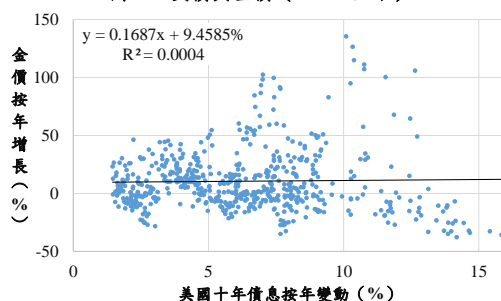
圖一：美股與金價（1/1971至今）



圖二：美元與金價（1/1971至今）



圖三：美債與金價（1/1971至今）



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。