

# 交銀金融

2019年12月號 第138期

環球金融市場部

- 
- 一、經濟篇 • 領先指標及樓價預示紐國經濟增長見底，就業市場料平穩

---

  - 二、樓市篇 • 日股、貨幣供應、新屋開工及貸款需求續回落，利淡樓市

---

  - 三、股市篇 • 日股短線偏強，但預期企業收入出現倒退，中長線難再上

---

  - 四、利率篇 • 基本面預示美國通脹先跌後彈，料十年國債孳息走勢如是

---

  - 五、匯市篇 • 加元表現拋離其他 G7 貨幣，油價向好支持其走勢明年續強

---

  - 六、商品篇 • 銅價前景仍弱及長短息差收窄，預示黃金可繼續跑贏白銀
- 

美國經濟平穩，但要留意消費信心高位整固，未來零售增長或放緩。歐元區領先指標止跌，但未有明顯改善的跡象。澳洲經濟仍弱，預期就業市場將進一步惡化。

多國樓市甚至本港的房屋銷售增長放緩，可見需求略回落，其中料美國樓價增長短線維持 5% 以下；加上全球經濟增長未見轉快跡象，料整體樓市投資氣氛繼續保持溫和。

市場已炒作中美貿易談判一段時間，未見其他利好消息可再推升大市氣氛，加上主要央行暫停減息並步入觀望狀態，料標指升至 3,230 點後整固。恒指繼續落後於外圍，不過上月區選有助緩和和政治緊張氣氛，料支持指數於 25,500 至 27,300 點上落。

美國通脹中線將見回升，支持聯儲局維持目前貨幣政策，估計美國兩年及十年期國債孳息分短線分別在 1.7 厘及 1.9 厘靠穩。全球避險情緒偏低，料主要債息均溫和回升，歐元區及英國十年國債分別上望 -0.4 厘及 0.7 厘。

市場消息淡靜，全球主要央行貨幣政策同向，匯市難見單邊，料美元在 98 附近窄幅上落，歐元繼續在低位 1.09 附近徘徊，美元兌離岸人民幣在 6.9910 與 7.0540 區間整固。唯獨商品貨幣，如加元受油價帶動下向好，美元兌加元下望 1.3170。

紐油未有跡象突破 51 至 60 美元橫行區，但中長線預期原油需求回升，對油價有支持。股市氣氛平穩，估計金價可回落至 1,430 美元後整固。

## 【 一、經濟篇 】

紐西蘭最壞情況已過

紐西蘭儲備銀行早前公佈政策聲明，指出受惠於減息、紐元貶值及政府開支增加，明年經濟將好轉。究竟央行對經濟前景的看法是合情合理，還是信口雌黃？

我們先觀察領先指標。圖一比較經濟合作暨發展組織（OECD）編制的紐西蘭領先指標按年變幅及按年 GDP 變幅，兩者走勢同向，前者領先後者約兩季，結果顯示紐西蘭 GDP 增長將喘定回穩。

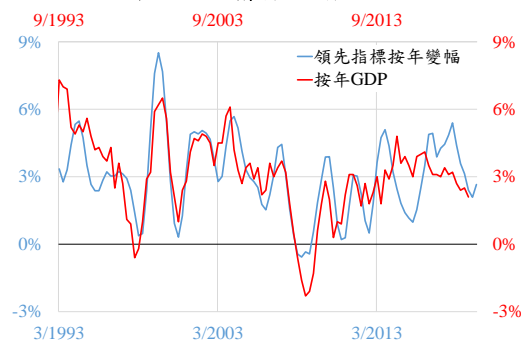
樓價走勢亦可預示 GDP 前景。圖二比較紐西蘭樓價按年變幅及按年 GDP 變幅，前者領先後者約三季，結果顯示經濟增長平穩。若以迴歸分析推算，將得出未來三季 GDP 增長約為 2.5% 至 2.7%。

不過長遠而言，散戶不宜寄望樓價回升可帶動 GDP 增長加快。圖三比較紐西蘭廣義貨幣供應及樓價按年變幅，兩者走勢同向，前者領先後者約一年，結果顯示樓價未見加快增長。

經濟回復平穩下，似乎當地就業市場不會如澳洲般出現惡化。圖四顯示紐西蘭失業率按年變幅及按年 GDP 變幅的迴歸分析，若將圖二得出的 GDP 估算代入圖四迴歸分析，將得出失業率按年變幅持平。

總括而言，紐西蘭最壞的情況似乎已過，未來經濟增長回復平穩，失業率亦未見惡化，不過樓市未見明顯的上升動力下，經濟增長難見加快。

圖一：紐西蘭領先指標及GDP



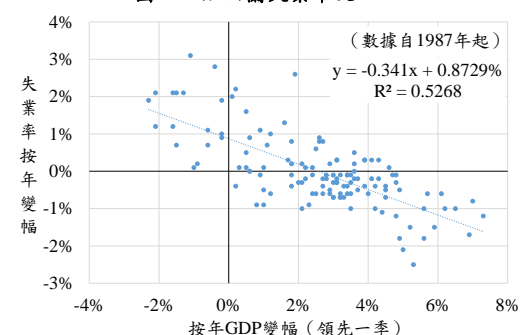
圖二：紐西蘭樓價及GDP



圖三：紐西蘭廣義貨幣供應及樓價



圖四：紐西蘭失業率及GDP



梁志麟

【二、樓市篇】

日樓價格增長持續放緩

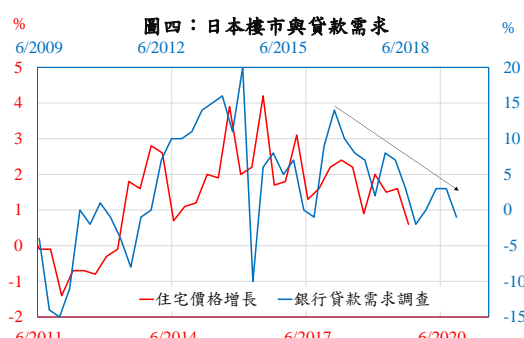
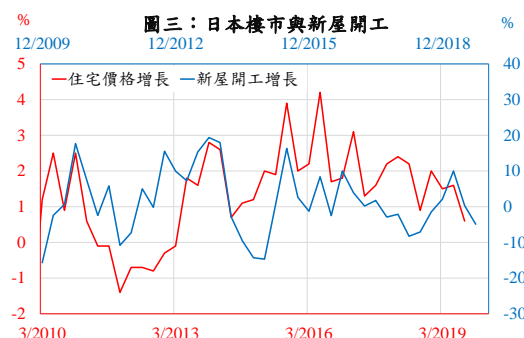
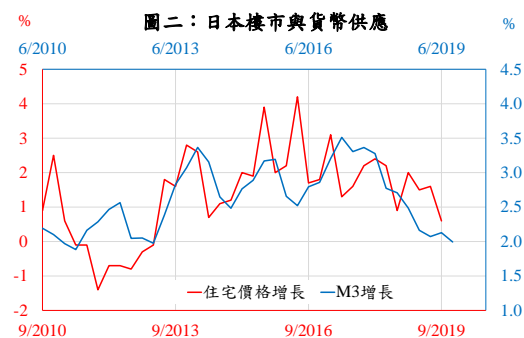
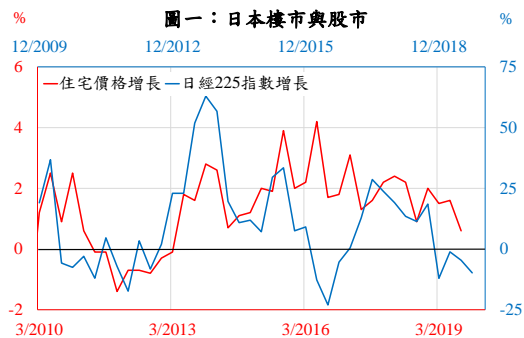
日本是港人其中一個旅遊熱點，近年更有不少人介紹投資日本樓，聲稱回報可觀。不過市場熱潮總有冷卻的一天，究竟日本住宅前景如何？

樓市是前瞻指標，從其他資本市場來推測其前景的數據不多，然而股市同屬領先指標，料比較兩者走勢或見啟示。圖一可見，日經指數增長除了2016年受匯價波動影響下，整體走勢與住宅樓價增長相近，前者略領先後者一季。日股今年初開始萎縮，料日本樓價增長短線有下行壓力。

若從投資角度看，影響樓市因素可參考廣義貨幣增長。圖二顯示，日本M3增長與住宅價格增長整體同向，前者略領先後者一季。日本廣義貨幣增長其實自2016年開始回落，樓價增長也反覆放緩。

那麼參考樓市基本因素數據，如新屋開工。圖三顯示，新屋開工數量按年增長略領先住宅樓價增長一季，不過前者近季開始回落，更見萎縮，重返2017年較低水平，同樣預示日本樓價增長短線仍有放緩壓力，與上述兩圖得出的結論脛合。

最後看貸款需求。圖四顯示貸款需求增長領先住宅樓價增長約兩年，按銀行貸款調查顯示，貸款需求增長自2016年反覆回落(黑箭)，因此估計日本住宅樓價增長在未來兩年持續放緩。由是觀之，無論資本市場或樓市基本面均預示日本樓價增長有下行壓力，市場吹捧有投資價值似乎有點過龍，若屬自住的話價格相宜。



袁沛儀

【 三、股市篇 】

日經中長線難再上

港股受到本地因素而走勢疲弱，但外圍股市卻非常強勁，當中日經指數更升穿4月高位，並接近去年1月及10月所形成的24,000點雙頂阻力區。展望後市，究竟日股挑戰上述阻力，還是掉頭回落？

短線而言，似乎日股仍保持強勢。圖一比較日經指數按年變幅及其成份股高於二百天線比率，前者領先後者約一季，結果顯示日股短線仍然偏強。

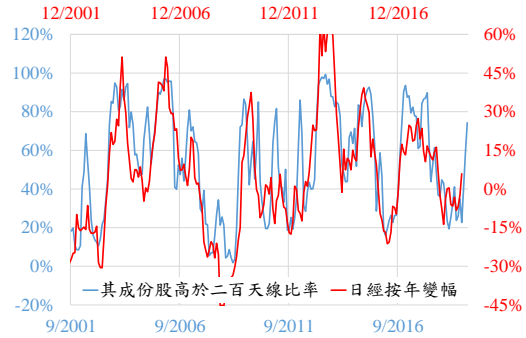
不過中長線日股能否再上，要視乎基本面會否配合改善，但可見將來仍然偏弱。圖二比較日本出口及日經指數每股收入的按年變幅，前者領先後者約八個月，結果顯示收入將出現溫和倒退。

圖三比較日本央行短觀調查報告的商業前景指標及日經指數每股收入的按年變幅，兩者走勢同向，前者領先後者約一年，結果同樣顯示收入出現倒退。

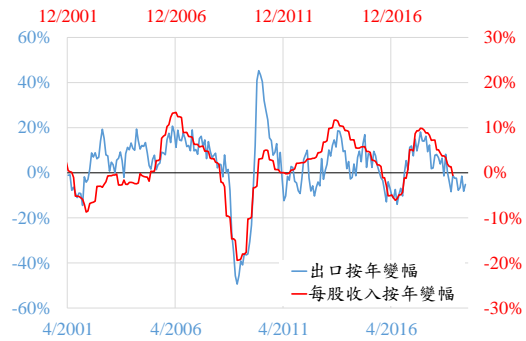
最後圖四比較傳統經濟領先指標的銅金比率及日經指數每股收入的按年變幅，前者領先後者約八個月，結果亦顯示日股收入將出現倒退。

總括而言，雖然市寬指標顯示日經指數短線仍然偏強，但不論日本出口、短觀經濟前景指標及銅金比率，均顯示企業收入將出現按年倒退。基本面未能配合下，日經指數中長線進一步向上似乎有一定難度。

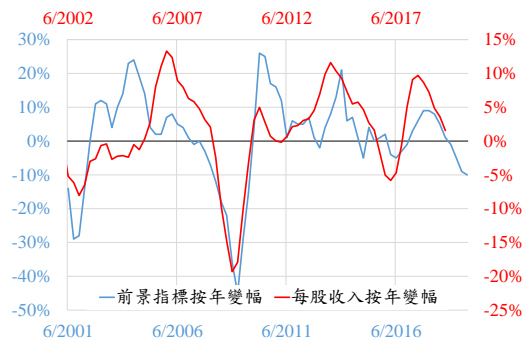
圖一：日經指數及其市寬比率



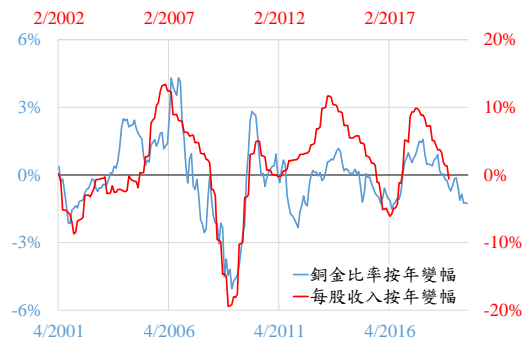
圖二：日本出口及日經每股收入



圖三：短觀商業前景指標及日經收入



圖四：銅金比率及日經收入



梁志麟

## 【 四、利率篇 】

## 美國長息略回落

全球主要長期國債孳息率自 2018 年 10 月回落，不過到今年 11 月開始略見回升。中美貿易關係未有惡化，脫歐前景較之前明朗，加上美股再創新高，目前市場避險情緒在低位徘徊下，長息似乎回穩。那麼後市走勢如何？

其實長息（如十年國債孳息）反映通脹，如圖一顯示，兩者相關係數高，但未見先後關係，因此可從推測通脹前景來觀察長息未來走勢。

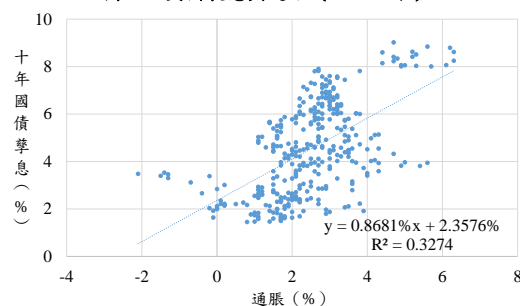
先看佔美國通脹最大比重樓價。圖二顯示樓價領先通脹一年，前者近季開始在高位回落，不過幅度不大。按紅箭預示，通脹在未來一年只見輕微回落。

再參考消費層面，圖三顯示美國消費信心指數增長與通脹關係密切，前者領先後者約五季。美國消費信心升幅近季度反覆回落，但同樣幅度不大，料通脹在未來五季見小幅下行壓力，結論與圖二脛合。

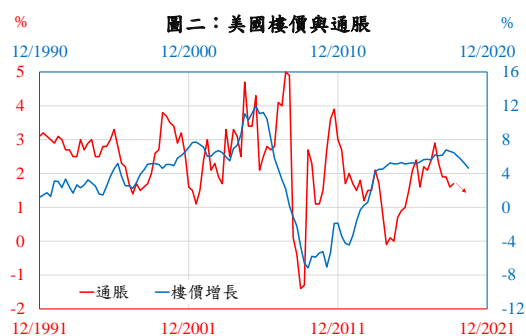
最後看廣義貨幣供應。圖四顯示美國 M2 增長領先通脹約九季。有趣的是，前者自 2016 年開始回落，但在 2018 年第四季回升。由是觀之，按紅箭預示，美國通脹持續回落，但在 2021 年第一季見底回升，可見通脹下行空間有限，更莫論通縮。

綜合而言，料美國十年國債孳息在未來一年仍有反覆下行壓力，但速度偏慢，隨後於 2021 年第一季才穩定回升。

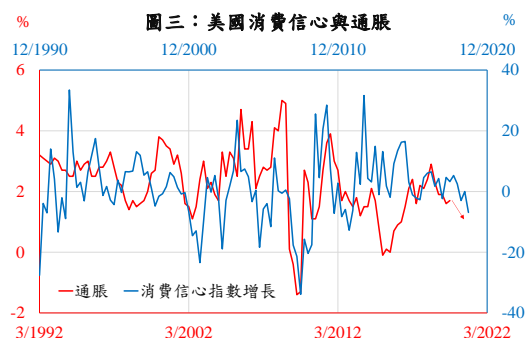
圖一：美國長息與通脹（1990至今）



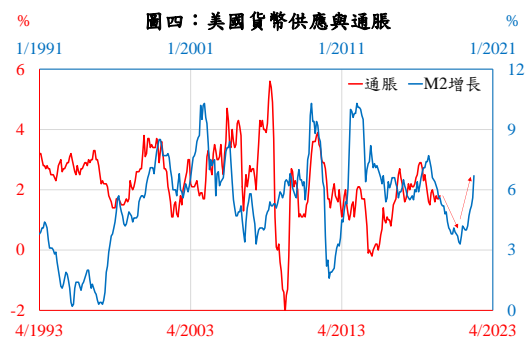
圖二：美國樓價與通脹



圖三：美國消費信心與通脹



圖四：美國貨幣供應與通脹



袁沛儀

【五、匯市篇】

加元明年偏強

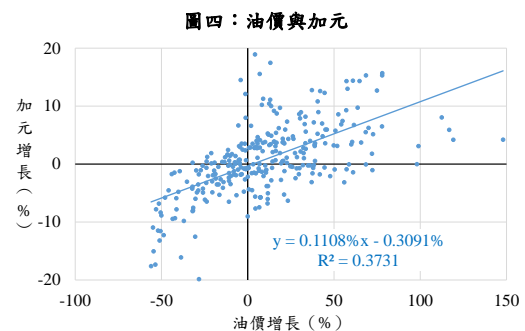
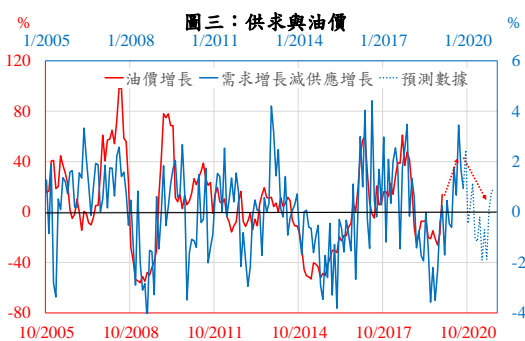
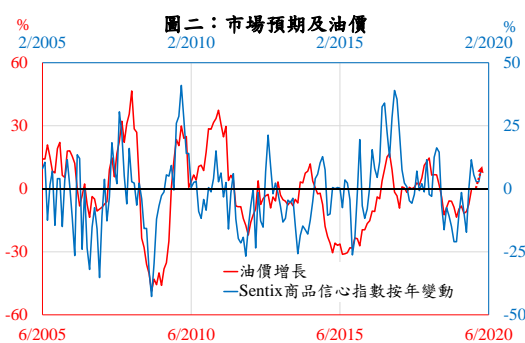
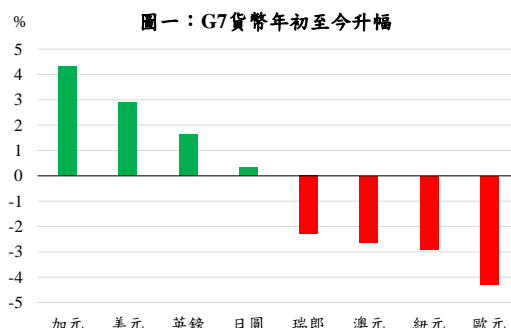
踏入12月，回顧一下今年匯市走勢。圖一顯示年初至今，加元表現優於其他商品貨幣（澳元及紐元），升幅更是在G7貨幣中最高，而歐元則表現最差。加元強勢能否持續到明年？加元與油價關係密切，因此推測後者走勢應有啟示。

參考市場預期，Sentix 商品信心指數按年增長領先油價增長約四個月。前者近月由萎縮水平回升至去年5月高位，因此若按紅箭預示，料油價增長在未來四個月將持續加快。

至於基本面，供求決定價格下，根據美國能源部資料，圖三藍線顯示，全球原油需求增長減供應增長差走勢近月回升，而需求減供升幅差領先油價增長九個月，需求增長今年反覆比供應增長快，因此如紅箭預示，短線油價升幅仍有加快壓力。

不過，美國能源部料需求增長在2020年初開始回落，因此油價升幅應在明年10月再次放緩甚至重返萎縮水平。綜合可見，油價中線其實有上升壓力，但小心為期不超出一年。

那麼加元如是，圖四顯示油價增長與加元增長相關度高。按上述得出原油求減供增長差在明年初見四成升幅，然後於明年底回落至零增長，套上迴歸分析算式上，得出加元於明年10月將見4.1%按年升幅，隨後於2021年增長持平。由是觀之，在油價前景不錯下，支持加元強勢能持續到至少明年10月。



袁沛儀

## 【 六、商品篇 】

## 金繼續跑贏銀

要數今年金融市場的驚喜，黃金可佔一席位，價格升至 2013 年以來新高，同為貴金屬的白銀卻明顯落後，導致金銀比率升穿 2016 年高位 81，如圖一所示。展望將來，金銀比率會否突破 1991 年高位 97 水平？

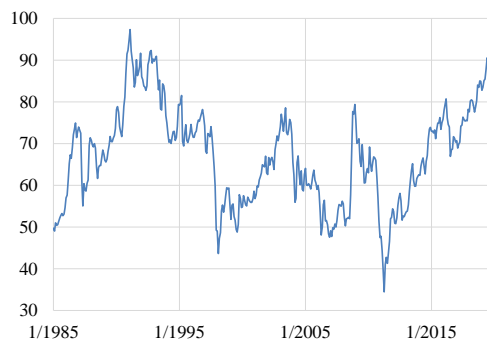
要預測金銀比率前景，可留意美國長短息差的走勢。圖二比較美國十年期減兩年期國債息差按年變幅，及金銀比率的按年變幅，兩者走勢逆向，前者領先後者約三年，結果顯示金價將繼續跑贏銀價。

另外，銅價走勢亦左右金銀比率的表现。一般投資者可能認為白銀由於有工業用途，所以一直以來銀價跟銅價的關係密切。不過事實上，圖三比較金價及銀價跟銅價的十年移動迴歸係數，結果顯示白銀的移動迴歸係數自 2005 年才開始上升並明顯高於黃金，這代表若銅價進一步下跌，銀價將同跌，幅度亦較金價明顯。

因此銅價走勢是左右金銀比率的重要因素。至於銅價前景，可參考物料股跟大市的前景。圖四比較 MSCI 環球物料股跟大市按年變幅差及其成份股高於二百天線比率差，結果顯示物料股表現將繼續落後於大市，即代表銅價亦會走弱，銀價表現落後將支持金銀比率向上。

總括而言，美國長短債息顯示金銀比率持續向上，物料股顯示銅價仍然受壓，代表銀價面對的下行壓力較金價明顯，因此金價後市繼續領先銀價。

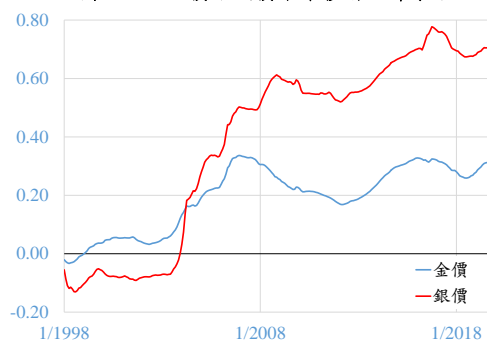
圖一：金銀比率月線圖



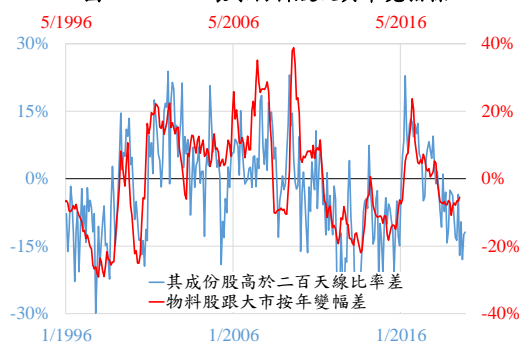
圖二：美國長短息差及金銀比率



圖三：金銀價跟銅價十年移動迴歸係數



圖四：MSCI環球物料股及其市寬指標



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。