

-
- 一、經濟篇 • 製造業轉弱對 GDP 影響輕微，料美經濟增長放緩但非衰退

 - 二、樓市篇 • 美國中線樓市銷售情況不太弱，但宏觀環境拖累樓價增長

 - 三、股市篇 • 央行資產及市寬預示英國股市短線仍造好，但中線將回落

 - 四、利率篇 • 澳洲失業率上升及通脹中長線走弱下，料央行年中再減息

 - 五、匯市篇 • 美匯上半年缺明確方向，下半年歐幣回落可帶動指數回升

 - 六、商品篇 • 油價向好，加上料美國實質利率回落，利好金價繼續慢升
-

各國領先指標止跌回穩，加上美國長短息差重新擘闊，反映經濟步入衰退的機會已降，但預期維持低增長格局。要留意日韓出口數據未見明顯改善，亞洲經濟仍然未明朗。

全球經濟增長未見明顯好轉，料樓市投資氣氛只見溫和。美國新屋或二手樓銷售增長略回落，但仍在近年高位，料樓價增長見 4.5%。本港的房屋銷售增長也放緩，短線需求略回落，料樓價增長維持 3% 以下。

投資者觀望中美貿易談判細節，兩地關係好轉下支持大市氣氛，技術上市寬預示美股在未來兩季增長上升，料標指反覆上試 3,310 點；港股亦然，恒指上望 28,620 點。

油價回升支持美國通脹，加上經濟大致平穩，料聯儲局上半年維持利率不變，可支持兩年期債息回升至 1.80 厘，美股慢牛亦可利好十年期債息逐步上試 2.10 厘。其他央行上半年將維持觀望態度，唯澳洲就業及通脹前景欠佳，有機會於年中減息。

全球主要央行一同處於觀望態度，料匯市缺明顯方向，預期美匯指數於 96.2 至 97.5 上落。現時炒作硬脫歐似乎言之尚早，料英鎊於 1.2830 有支持。市場已預期內地有機會下調存款準備金率，估計對匯價影響不大，料美元兌離岸人民幣於 6.93 至 7.05 上落。

原油需求增長比供應增長快，推測紐油中線偏強，上望 64 美元。通脹將見上升壓力，料實質利率回落下，利好金價反覆上試 1,530 美元。

【一、經濟篇】

美國經濟放緩但非衰退

各大分析員已發表 2020 年美國經濟前景的看法，普遍持審慎樂觀，抱樂觀的可算是少之又少。有人問美股反映經濟前景，既然指數再創新高，為何分析員對經濟前景仍然傾向保守？

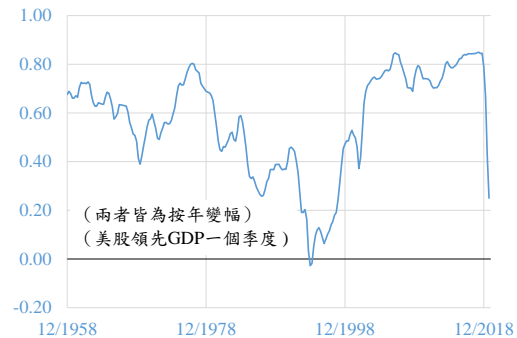
過去美股的確是經濟的重要指標，但近年兩者關聯性出現明顯變化。圖一比較美股按年變幅跟按年 GDP 變幅的十年移動相關係數，近年由 0.80 急跌至只有 0.30 左右，反映美股指標功能有失效的跡象。

有樂觀自然有悲觀，有人擔心美國製造業疲弱，將打擊全年經濟前景。圖二顯示美國按年 GDP 變幅及 ISM 製造業採購經理指數按年變幅的迴歸分析。若將數據代入圖中算式，得出今年上半年 GDP 增長為 1.6% 至 1.8%，顯示製造業縱使疲弱，但不足以導致經濟倒退。

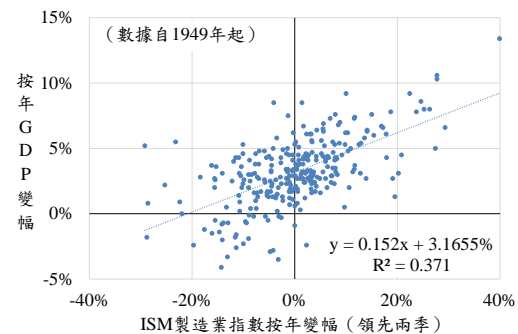
要估算經濟前景，最傳統當然是透過長短息差。圖三顯示美國十年期減兩年期國債息差及按年 GDP 變幅，長短息差均準確測出最近三次的經濟衰退，參考上述經驗，經濟增長很大機會放緩，但息差始終沒有出現倒掛，經濟倒退的可能性不大。

圖四由紐約儲備銀行編制的經濟衰退機會率亦得出類似的結果。除了 1991 年外，過去當經濟衰退機會率升至 40%，經濟均出現明顯放緩甚至倒退。現時衰退機會率由 35% 明顯回落，似乎經濟將出現放緩，但倒退機會相對較低。

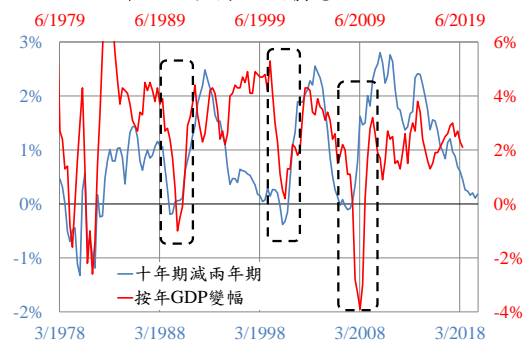
圖一：美股跟美GDP十年移動相關係數



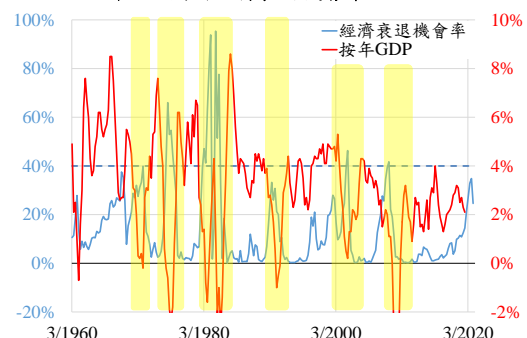
圖二：美國GDP及ISM製造業指數



圖三：美國長短國債息差及GDP



圖四：美國經濟衰退機會率及GDP



梁志麟

【二、樓市篇】

美樓價格增長持續放緩

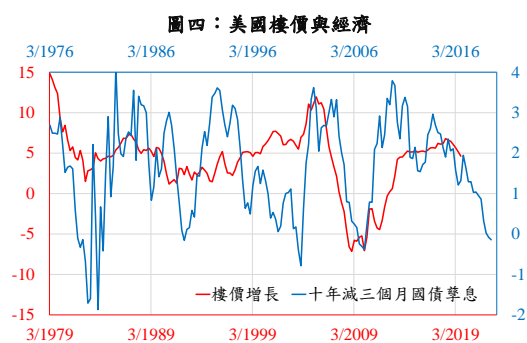
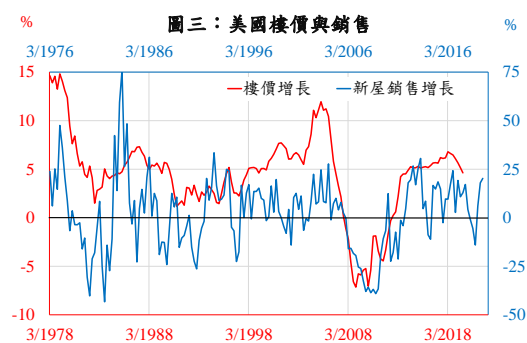
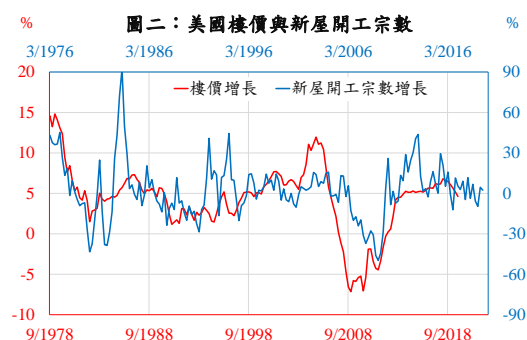
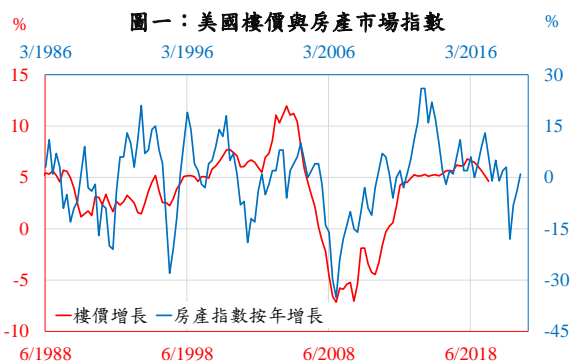
踏入新一年，美國樓市前景如何？參考美國住房建築商協會房產市場指數，反映市場評估當前和未來半年樓市狀況。圖一顯示，房產市場指數按年變動與樓價增長同向，前者更領先後者九季。雖然樓市景氣按年變動在近季於低位回升，不過仍未擺脫自2018年第二季以來形成的下行走勢。

另外，參考新屋開工宗數。圖二顯示，新屋開工宗數增長與樓價增長長線呈正比，前者領先後者十季。而新屋動工增長自2015年開始反覆回落，近兩年增長波幅開始收窄，料樓價按年增長在未來十季持續放緩，但幅度不大。

再參考銷售情況，圖三顯示美國新屋銷售增長領先樓價增長兩年。雖然前者自2013年第二季開始緩慢放緩，但過往六年平均水平仍能處於5%左右，按圖預示，樓價增長在未來八個季度反覆下行。

至於宏觀因素。美國長短息差能反映經濟增長，而圖四顯示可見，美國十年減三個月國債孳息差去年明顯下滑。對上樓價增長，可見前者領先後者兩年。由於兩者週期不同，因此圖中可見其關係間中出現短暫背離，但整體大致同向。按圖中預示，料美國樓價升幅在未來兩年回落。

由是觀之，雖然銷售情況不太弱，但在市場景氣及宏觀環境影響下，美國樓價按年增長有放緩壓力，不過下行空間與金融海嘯時的水平仍有一段距離。



袁沛儀

【三、股市篇】

英股短線仍向好 但中線增長放緩

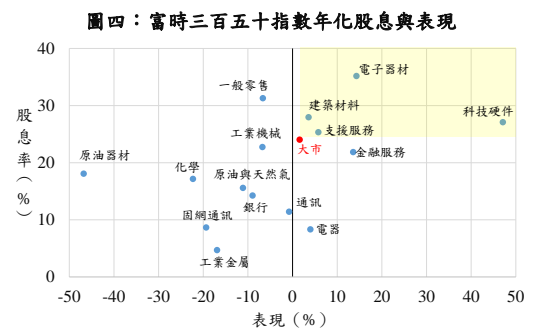
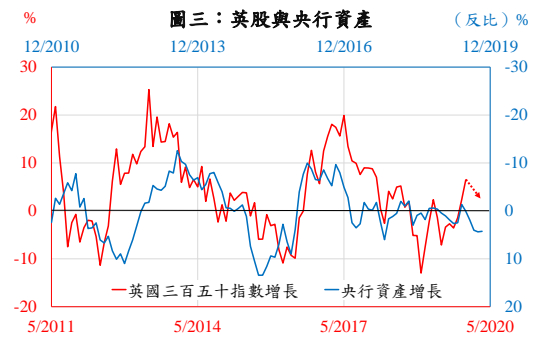
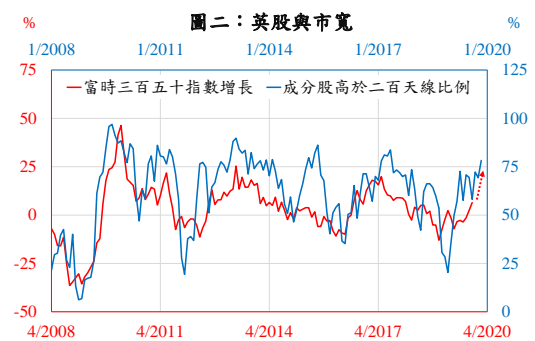
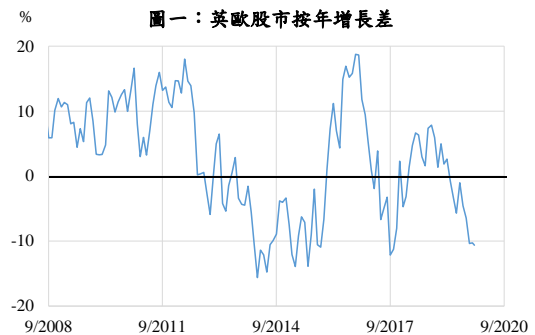
中美貿易關係略見好轉，加上市場缺乏新的風險事件，市場投資氣氛仍然向好，其中英股於上月抽升接近一成，而未來焦點離不開脫歐。投資者難免擔心若今年底英國脫離歐盟單一市場，各方面會否受衝擊。其實目前推測還言之尚早，皆因需要觀望兩地談判進程及細節。

不過短線而言可先參考技術指標。圖一顯示英國富時三百五十指數增長與歐洲STOXX 五十指數增長差，可見英國股市自2018年表現開始遜於歐元區，近月更重返2017年較低水平但開始回穩。

參考市寬指標。以成分股高於二百天線佔比對上市市增長得出圖二，可見前者領先後者三個月。市寬近月回升，料股市短線仍見明顯增長。

另外，若最終觸發金融環境轉弱，銀行業從央行借款的金額理應持續上升，英倫銀行資產規模需要提高，而企業表現將反映在資本市場上。因此圖三顯示，英倫銀行總資產按年增長領先英股升幅約五個月。英倫銀行資產在過往五個月略見回落，料英股增長中線漸放緩。

富時三百五十指數覆蓋的企業種類繁多，約十五類。圖四顯示各分類指數自金融海嘯後的股息及表現比較。從黃框可見，科技硬件、電子器材、建築材料、支援服務類，無論表現及回報均跑贏大市，前景仍然不明確下，料投資者值得考慮穩守投資這些板塊。



袁沛儀

【 四、利率篇 】

澳洲年中重啟減息

市場將留意各國未來數月的經濟數據，以評估哪間央行最有機會重啟減息。參考利率期貨數據，市場預期澳洲儲備銀行有高達八成機會於年中前減息。究竟市場有否誇大澳洲減息的可能性？

央行根據就業及通脹前景制定貨幣政策，先看就業數據。圖一顯示澳洲商業景氣招聘指數及失業率按年變幅，兩者走勢逆向，前者領先後者約三個季度，結果顯示失業率有上升壓力

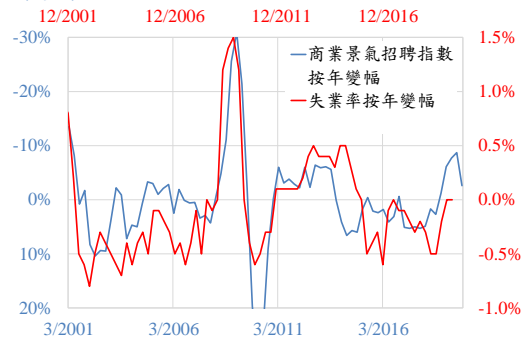
圖二比較澳洲資本開支（撇除礦業及製造業）及失業率按年變幅，除了金融海嘯期間，兩者關係密切，結果同樣顯示失業率有上升壓力。

至於通脹，圖三比較商品價格指數按年變幅及澳洲按年通脹，前者領先後者約一季，結果顯示通脹短線輕微上升。

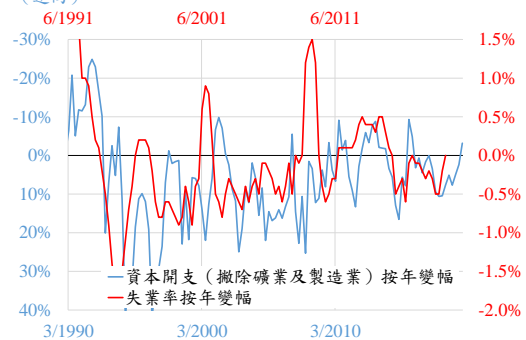
但通脹中長線卻面對下行壓力。圖四比較澳洲消費景氣指數按年變幅及按年通脹，前者領先後者約六個季度，結果顯示按年通脹先升後回落，甚至有機會於今年底跌至 1% 水平，通脹下行風險將逼使當地央行進一步推行寬鬆貨幣政策。

總括而言，招聘意慾及資本投資均顯示失業率有上升壓力，消費景氣指數顯示通脹中長線有機會下跌，預期澳洲儲備銀行很大機會於年中時重啟減息，於下半年時甚至有機會炒作負利率或量寬措施。

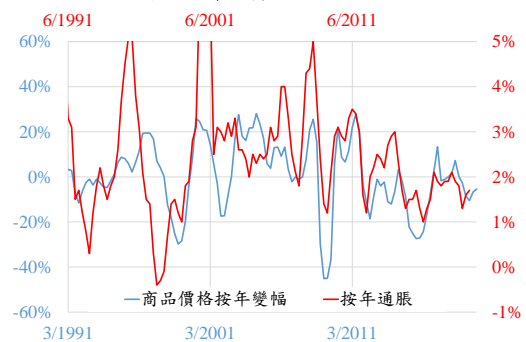
(逆向) 圖一：澳洲商業景氣招聘指數及失業率



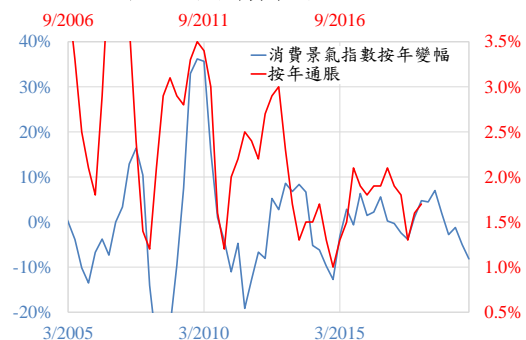
(逆向) 圖二：澳洲資本開支及失業率



圖三：商品價格及澳洲通脹



圖四：澳洲消費景氣指數及通脹



梁志麟

【五、匯市篇】

美匯年中後重現升勢

展望全年匯市，散戶最關心當然是美匯指數。美匯由多個貨幣組成，當中歐元、日圓及英鎊分別佔指數 58%、14% 及 12%，因此若散戶掌握上述匯價的表現(特別是歐元)，便可推算美匯的表現。

我們先談歐幣。要推算歐元的表現，可留意比較歐美通脹的表現。圖一比較歐美按年通脹差及歐元的按年變幅，兩者走勢同向，前者領先後者一年，結果顯示歐元按年變幅持平後回落。

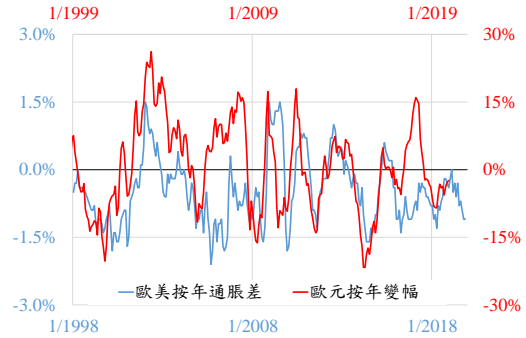
至於英鎊，圖二比較英美按年通脹差跟英鎊的按年變幅，前者領先後者約八個月，兩者自金融海嘯後關係密切，結果顯示英鎊先升後回落的格局，似乎歐幣走勢顯示美匯指數整固後升。

日圓方面，由於日本低通脹環境已持續一段時間，因此美日通脹差未能推算日圓的前景，唯有參考美股跟日股的前景以推算日圓的表現，如圖三所示。

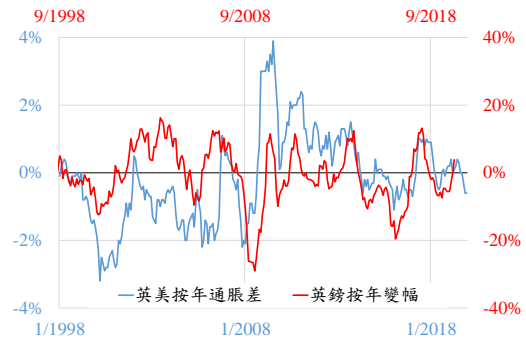
至於美日股前景，圖四顯示標指及日經指數按年變幅差，跟兩者成份股高於二百天線比率差，後者領前者約兩個月，結果標指及日經的表現趨向同步，將令美元兌日圓按年跌幅收窄甚至持平。

總括而言，歐幣及日圓在今年初相對個別發展，但今年中後歐幣回落下，估計美匯指數將重現升勢。

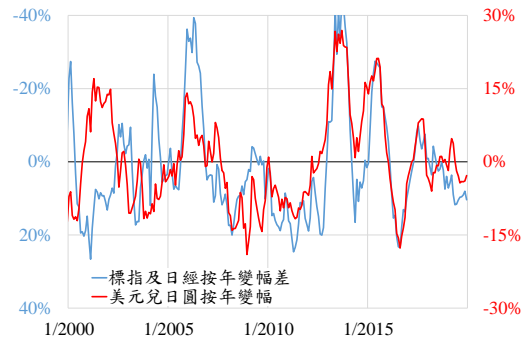
圖一：歐美通脹差及歐元



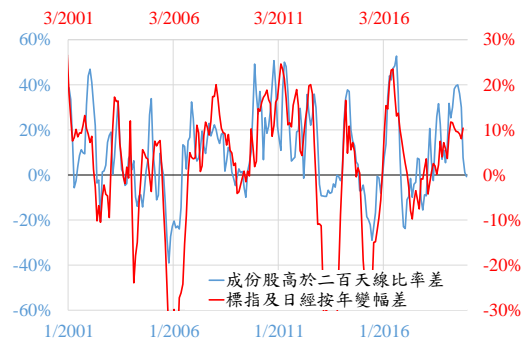
圖二：英美通脹差及英鎊



(逆向) 圖三：標指及日經變幅差跟美元兌日圓



圖四：標指及日經變幅差跟其市寬指標差



梁志麟

【六、商品篇】

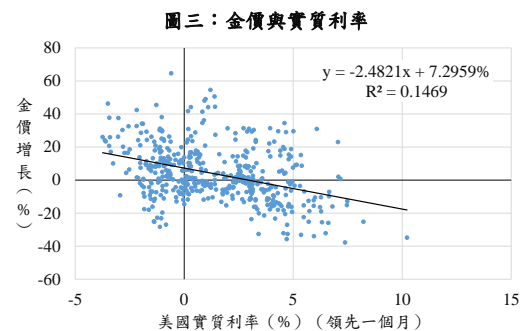
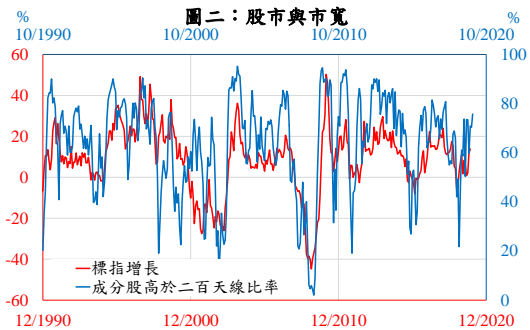
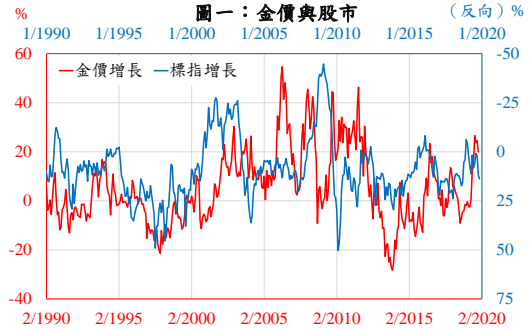
金價繼續慢升

金價作為傳統避險資產，要預測其前景難免會先觀看近期風險事件。中美貿易關係雖然好轉，英國大選也算順利，但能否年內與歐盟達成貿易協議仍需觀望，與其預測事件結果，倒不如分析其他因素如何影響金價，從而推算其後市方向。

先看股市。按圖一顯示，美股按年增長與金價按年增長明顯反比，前者略領先後者一個月左右而已。因此要預測更遠金價，要先預測美股。參考市寬，圖二顯示，標指成分股高於二百天線比率跟標指增長同向，前者略領先後者兩個月。按藍線可見，標指成分股高於二百天線比率自去年初以來反覆上升，目前更接近八成，估計標指增長短線仍有上升空間，前景未見太淡，但升幅難重返2018年高位。因此初步推測金價增長將放緩。

若資金放在銀行存款或無風險的國債能穩取的利息減少下，持有黃金自然相對吸引，因此金價走勢可參考利率前景。圖三顯示，實質利率與黃金增長呈反比，前者只領先後者一個月。然而圖四可見油價增長領先通脹一個月，若按紅箭預示油價增長將上升，料美國通脹在短線將見反彈。再綜合聯儲局傾向短期維持利率不變下，估計實質利率將回落，利好金價增長。

綜合上述，參考資本市場預示金價在未來兩個月按年升幅不明顯，估計仍受制於去年高位1,560美元。不過投資者可觀望中線，在實質利率下行壓力頗大下，支持金價2020年重拾明顯升勢。



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。