

-
- 一、經濟篇 • 多個領先指標顯示英國通脹將回，估計實體經濟有望回升

 - 二、樓市篇 • 澳洲建築許可雖然反彈，但按息持平下，樓價料平穩增長

 - 三、股市篇 • 美國科技股失勢，宜轉投資估值回落的非必要消費品板塊

 - 四、利率篇 • 怎測息口？通脹？就業？都是滯後指標。有無領先指標？

 - 五、匯市篇 • 從債息、工業金屬及奶價走勢展望，澳紐元差距勢將收窄

 - 六、商品篇 • 美國原油需求回軟，加上市場看淡後市，油價升幅將回軟
-

全球經濟增長繼續靠穩，多個主要經濟體 GDP 增長處於 2.5% 以上；美國經濟數據好壞參半，料經濟增長維持約 2.6%；歐元區基本面回軟，料經濟增長在 2.8% 以下。

外圍大部分樓市出現增長放緩，料按揭利率上升將限制樓價，但出現大幅回調的機會不大。縱使近日港元拆息逐步上升，但在港股未有急跌下，預料樓價維持平穩。

美國長息飆升，美股一度借勢回軟。不過大市氣氛繼續保持審慎，料標指在二百天線 2,610 點附近整固。港股走勢相對更穩健，但缺乏炒作主題下料恒指及國指分別在 30,300 點及 11,900 點窄幅上落；隨機指標顯示滬深三百呈轉弱信號，料下試 3,700 點。

美國 6 月加息應無懸念，孳息曲線已在向上，以兩年期由 2.3 厘起計，應升 $\frac{1}{4}$ 厘至 2.5/2.6 厘；三個月期美元拆息一樣。一個月期或以下的拆息暫未行，但將陸續在 6 月中加息前上移 $\frac{1}{4}$ 厘。金管局抽資後美港息差料收窄至半厘上下，港元拆息可對應計出。

市場炒作歐洲央行收水尚早，料歐元繼續在 1.21 至 1.25 上落。現時美國基本面不足以支持聯儲局加快加息步伐，在歐元缺乏方向下，美匯指數先行在 88 至 92 整固。英國通脹放緩加上央行行長的加息態度保守，將令英鎊先行於 1.39 附近整固。

地緣政治局勢放緩，利淡商品價格；料金價下試 1,310 美元、白銀下試 16.40 美元；然而市場繼續觀望油組會否延長減產計劃，料紐油及布油分別在 70 及 77 美元受阻。

【一、經濟篇】

英國通脹回落 有利實體經濟

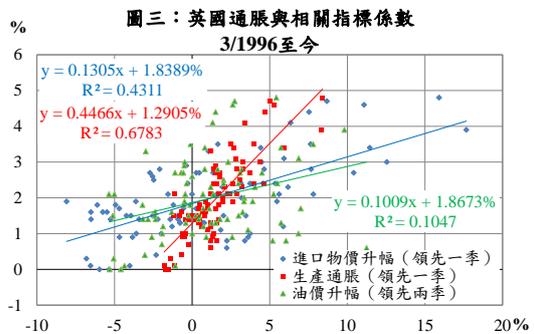
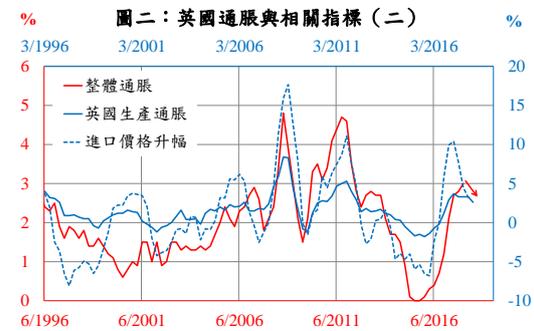
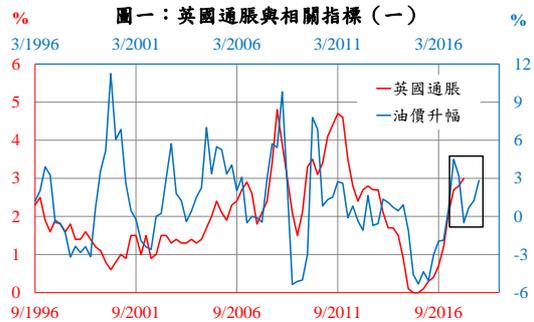
英國失業率創四十三年新低，而通脹仍處於近年高位。不過通脹會否持續高企？繼而對經濟有什麼影響？

最直接可先參考主要外圍因素——油價增長。油價近期受地緣政局多變及美國原油存庫明顯回落下表現較強；不過圖一顯示其實油價增長在過往兩年只呈上落而已，而該走勢領先英國通脹兩季；按此初步推測，英國通脹在未來兩季應見橫行。

那麼再看通脹內圍因素——英國生產通脹及進口價格升幅。圖二顯示兩者走勢領先整體通脹一季；而生產及進口通脹近年處於較低水平，而上兩季更開始回落，這預示英國整體通脹在未來一季該見回落。

整理上述三個領先指標與英國整體通脹的關係，得出圖三。可見生產通脹與整體通脹相關係數最高。由是觀之，綜合圖一及二的推測結果，估計英國通脹短線很大機會面對放緩壓力，換言之，短線重返 3% 高位有一定難度。

按需求定律，價格與國民收入呈反比關係，包括私人消費、政府支出、投資支出及出口淨值。因此通脹前景將見溫和回落下，料對經濟增長有一定支持。因此，表一顯示英國通脹與各經濟增長類別關係，可見除了貿易類別外均呈反比關係，其中與政府開支類別反比關係最強。若按上述得出英國通脹將見溫和回落，那麼政府開支增長便見明顯回升，支持英國經濟短線繼續溫和增長。



表一：通脹與各經濟增長類別係數

英國經濟增長類別	與通脹相關係數
私人消費	-0.21
政府開支	-0.32
私人投資	-0.02
出口	0.27
進口	0.18

袁沛儀

【二、樓市篇】

澳洲樓價料平穩增長

澳洲儲備銀行日前公佈議息紀錄，指出大城市樓價回落降低金融系統性風險，有賴於早年推出措施控制按揭成數。展望將來，澳洲樓價會否對金融系統帶來風險？

我們先從供樓成本分析。圖一顯示澳洲樓價按年變幅及按揭息率，兩者走勢呈反方向，後者領先前者三個季度。隨著按揭息率持平，似乎樓價升勢加快的可能性不大。

至於按揭利率前景，將視乎澳洲債息走勢。圖二比較自1992年澳洲按揭息率及兩年與十年債息率按年變幅，兩年及十年債息分別領先按揭息率一個及兩個季度。若將數字代入圖中的迴歸算式，將得出未來兩季的按揭利率為6至6.3厘，跟現時6.4厘相若。在按揭息率平穩下，樓價將繼續穩定增長。

從其他方向分析，亦得出澳洲樓價傾向穩定。圖三比較澳洲樓價及建築許可按年變幅，後者領先前者一個季度。雖然近日建築許可由低位反彈，但走勢自2014年呈反覆偏軟，料難以證明樓價升勢加快。

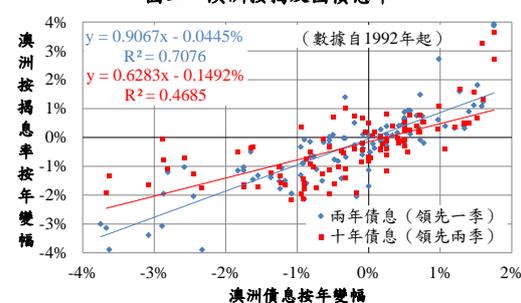
最後圖四比較澳洲及紐西蘭樓價按年變幅。雖然兩個屬獨立國家，但兩地人民的流動性甚高，樓價互相影響亦可理解。結果顯示兩地樓價自2007起關係密切，紐西蘭領先澳洲約一個季度。紐西蘭樓價自2013年平穩增長，似乎澳洲樓價將同樣穩定。

總括而言，從按揭成本、建築及鄰國樓價分析，未來澳洲樓價保持平穩，央行亦可放心金融系統風險不會被樓市威脅。

圖一：澳洲樓價及按揭息率



圖二：澳洲按揭及國債息率



圖三：澳洲樓價及建築許可



圖四：澳洲及紐西蘭樓價按年變幅



梁志麟

【 三、股市篇 】

看好非必要消費品板塊

全球股市自1月尾回落後呈整固悶局，大市投資氣氛只屬溫和，資金未見明顯離場或大幅入市。在這環境下還能略見投資機會？

觀察全球板塊表現，圖一顯示MSCI世界指數自金融海嘯後到目前為止，回報約達一倍半，其中回報最高順序排列為科技、非必須消費品及醫療板塊，而這三類均跑贏大市，尤其是前兩者更見大幅拋離。

轉看圖二，可見金融及地產板塊表現貼近大市走勢，而能源及公用板塊表現較差。有趣的是，綜合兩圖可見一向跑贏大市的板塊表現愈來愈好，相反一向落後大市的板塊表現卻愈來愈偏離大市。若順著此形勢，投資者可多關注科技及非必須消費品板塊。

不過大型科技股近期受監管及私隱風波牽連而表現回落。圖三顯示MSCI世界科技指數市盈率自2016年中飆升，更一直處於其十二個月平均市盈率以上的水平，估值明顯過高，而今年初才見回落但仍略高於十二個月平均市盈率，可見不值入市。

至於非必要消費品類，圖四顯示MSCI非必要消費品類指數市盈率自2014年起比科技類低，加上近月已回落至其十二個月平均市盈率以下的水平，估值明顯比較吸引。MSCI非必要消費品類指數佔比最大的包括美國龍頭網購及網絡視頻企業，而這類是近年普及的新消費模式，相信還有進一步發展空間。加上其板塊估值相對合理，料值得吸納，支持其後市表現向好。

圖一：MSCI世界指數與板塊表現（一）



圖二：MSCI世界指數與板塊表現（二）



圖三：MSCI世界科技指數市盈率



圖四：MSCI世界非必要消費指數市盈率



袁沛儀

【 四、利率篇 】

領先指標測息口 加息步伐將要咁

各地陸續進入加息週期，加息步伐總是焦點。眾所周知當代央行皆遵從通脹目標並輔以就業為參考——而這亦是泰勒法則（Taylor rule）的藍本。不過，通脹和失（就）業率皆滯後於 GDP 數月甚至達數季，不能直接用作預測息口。雖然大多央行都會對這兩項指標作前瞻預測以釐定政策，但這只是央行的看法而已。怎樣可得數據的看法？

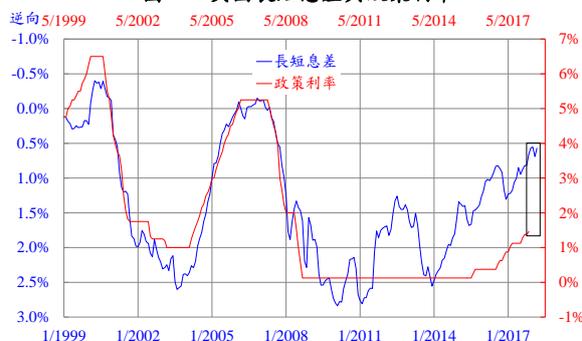
利率期貨？此乃市場看法，是市場人士消化數據後的看法，並非數據的直接看法。要數據自己來說話，最好就選長短息差——長息包含了對通脹的預期，長短息差則預示實體經濟前景，遠領先失（就）業數字。

今文找來四地分析：正在加息的美、英、加，和早已放風將退市的歐元區。只要計長短息差與政策利率的關係，即見四地而言前者領先後者四個月（英國三個月）。能知三日事富貴萬千年，領先起碼三個月，可非短日子了。息差竟能測息，厲害嗎？

數據遷就歐元，故全部始於 1999 年。不難發現，後海嘯的息口新常態是，普遍比海嘯前的應有水平低了兩、三厘，這從四圖的紅藍兩線差距可見一斑；海嘯前無的。

既然息差領先息口，息差近月變動便能預示未來三、四個月的息口發展罷了。如圖所見，美國加息步伐應放慢，跟市場預期的加快不同；歐元區應減息，也跟預期有異。英國應將加息，跟預期一致；而加拿大暫不加息，也跟預期一致。這樣的「預測」有根有據，再與市場預期比較，即見一路高唱的

圖一：美國長短息差與政策利率



圖二：歐元區長短息差與政策利率



圖三：英國長短息差與政策利率



圖四：加拿大長短息差與政策利率



歐美加息步伐，迄今似乎已炒過龍了。

羅家聰

【五、匯市篇】

澳紐元差距將會收窄

散戶一直對澳紐元有情意結，縱使澳紐元跟美元的息差優勢已大幅收窄，亦無減部分人士的熱愛。不過，若投資者今年在澳紐元採取二選一的策略，錯誤押注將得出截然不同的回報。

圖一顯示年初至今澳元及紐元的表現，兩者走勢由2月起分道揚鑣，澳元反覆向下至近日才於低位回穩，但紐元卻於高位整固。究竟澳元及紐元差距是否可能收窄？

我們先從債息角度分析。圖二比較自1986年起澳元兌紐元的按年變幅及澳洲跟紐西蘭兩年期國債息差，兩者同步及呈正相關性。若將數據代入圖中的迴歸算式，將得出澳元兌紐元的合理值約1.10，高於現時的1.05，反映澳元跟紐元的差距有機會收窄。

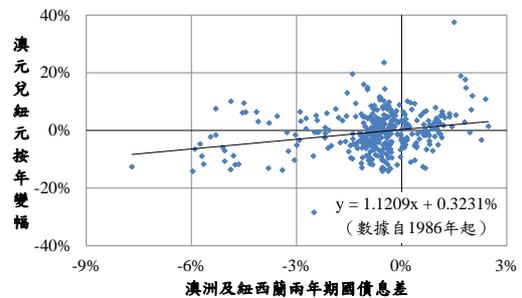
至於從商品的角度，澳洲的出口以工業金屬為主，而紐西蘭出口以奶製品為主，因此我們比較澳元兌紐元按年變幅及工業金屬與奶價的按年變幅差，如圖三所示。結果顯示兩者走勢同樣同步及呈正相關性。若將工業金屬及奶價數字代入迴歸算式，同樣得出澳元兌紐元的合理值為1.10。

總括而言，澳紐債息息差及商品價格均顯示澳元兌紐元有機會見底回升，即代表澳元跟紐元今年的差距可能收窄。技術上，澳元兌紐元2014年起一直於大型橫行通道上落。即使匯價於2015年一度跌至接近一算水平，但之後迅速回升。在基本及技術面的支持下，估計澳元兌紐元可能見底回升，代表澳元跟紐元的差距將會收窄。

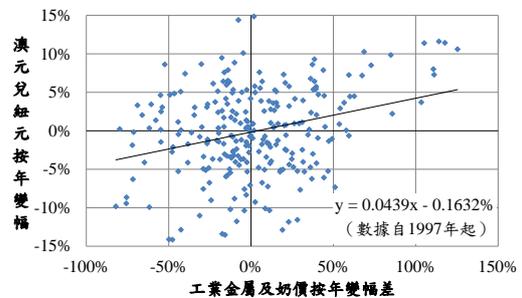
圖一：澳元及紐元年初至今表現



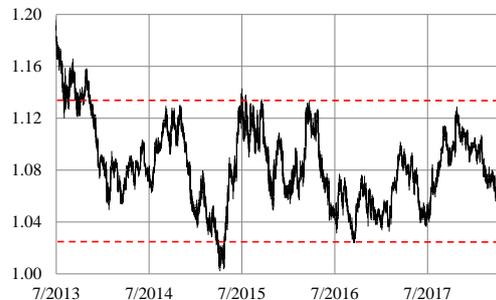
圖二：澳元兌紐元及澳紐國債息差



圖三：澳元兌紐元及工業金屬與奶價變幅差



圖四：澳元兌紐元



梁志麟

【 六、商品篇 】

油價升幅將回

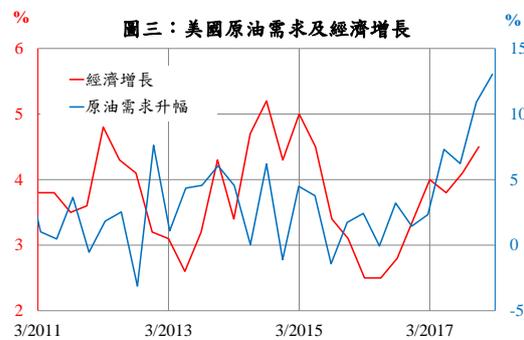
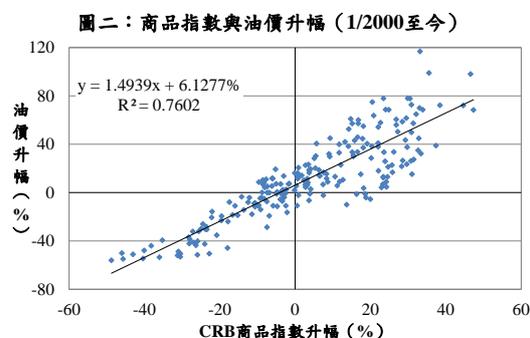
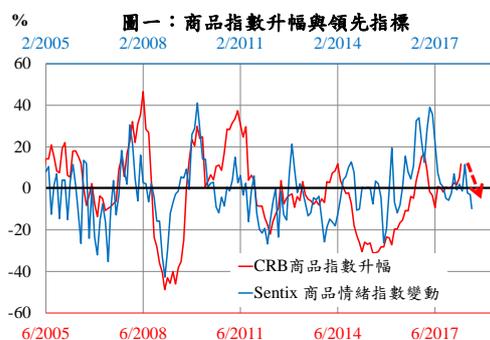
美國及中東政治局勢反覆，利好一眾商品價格短線反彈，其中能源升勢最為明顯，年初至今已升一成。那麼後市會否達沙特認為的合理水平 80 至 100 美元？要推測油價後市去向不妨參考市場預期及觀察原油需求。

以 Sentix 商品情緒指數變動為例，其反映受訪者對商品價格中期走勢預期，因此圖一顯示該指標按年變動與 CRB 商品指數升幅近乎同向，前者領先後者約四個月。指標顯示市場認為商品價格中期走勢將見放緩甚至萎縮，若按紅箭顯示，推測 CRB 商品指數升幅將見回落。

眾所周知，油價在 CRB 商品指數中佔比最大，超過三成，因此圖二可見商品指數升幅與油價升幅成緊密正比關係。若套入圖一推測結果，保守估計商品指數變幅在四個月後見-10%，若按圖二算式推測油價變幅將見-8.8%，換言之油價將回落至 62 美元。

再參考需求方面，美國是最大原油消費國。圖三顯示，美國經濟按年增長與其原油需求按年增長整體同向。然而，圖四顯示，若參照反映市場對經濟前景預期的股市升幅，其實可見美國經濟增長在未來三季應見先升後回。美國經濟增長似乎快將見頂回落，由此推測美國的原油需求升幅亦將回，油價走勢失去支持。

綜合市場預期可見油價升勢短線應該見頂，要衝上沙特認為合理的水平應有一定難度。



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。