

交銀金融

2018年9月號 第123期

環球金融市場部

-
- 一、經濟篇 • 美國增長強弩未末，相對外圍再強三年，衰退則再等七載

 - 二、樓市篇 • 從經濟、利率及投資角度看樓市，樓價增長短線應見放緩

 - 三、股市篇 • 從債息看美股，料今年不會出現大幅調整，明年繼續上升

 - 四、利率篇 • 觀察風險、資金流及銀行流動性，皆料港利息將隨美息上

 - 五、匯市篇 • 加元走勢勝澳、紐元，通脹差預示加元兌紐元升勢將加快

 - 六、商品篇 • 亞洲拉美貨幣貶值不利工業金屬，對能源價格影響較輕微
-

除美國外，其他主要經濟體的實質 GDP 增長自今年起皆回落。西方孳息曲線正向，估計普遍年內未虞衰退；至於新興國增長多偏高，亦不易收縮，料明年才有衰退潮。

隨著按揭利率上升，美國房屋銷售增長放緩，料樓價增長漸見回落。本港亦如是，不過只見新造按揭利率上升，加上幅度較小，因此對樓價影響有限，增長只輕微放緩。

美國企業盈利及經濟理想，貿易戰未有帶來衝擊，料標指、納指及道指逐步上試 2,960、8,180 及 26,600 點。雖然內地採取措施支持人民幣，但基本面未有改變下，料滬深三百指數於 3,200 至 3,450 點上落，並限制恒指於 27,500 至 29,000 點整固。

金管局上月雖然多次入市，但規模相對較小，港元短息難見明顯回升，不過在聯儲局官方利率本月將加至 2 厘以上的預期下，估計港元拆息屆時將有較大上升壓力，港元一個月及三個月拆息料分別上試 1.6 厘及 2.1 厘；P 按則料將在本月上調至 5.25 厘。

隨著中期大選將至，料特朗普言論為匯市帶來波動；而聯儲局本月加息後，美元基本面缺乏新利好消息下，估計進一步下試 93。油價穩定，加上加拿大貨幣政策趨向收緊，加元表現應在 G7 貨幣跑出，美元兌加元可下望 1.28。

雖然美國制裁伊朗令原油供應出現變數，但預期其他產油國有能力增產抵消衝擊，料紐油於 64 至 70 美元整固。美元升勢放緩，將支持金價於 1,180 至 1,230 美元整固。

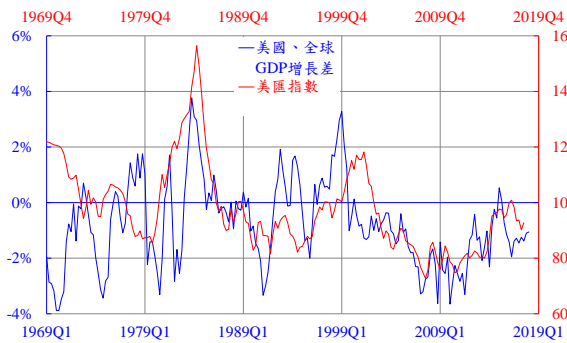
【一、經濟篇】

美國增長 全方位強

美國經濟的確強勁，自去年秋撩打貿易戰起，實質 GDP 按季年率增長由 2.3% 加快至今年次季的 4.3%；按年亦由 2.5% 加快至 2.8%。美國經濟強的原因在報章專欄已表，今文欲從歷史重演的角度作些大膽推算。

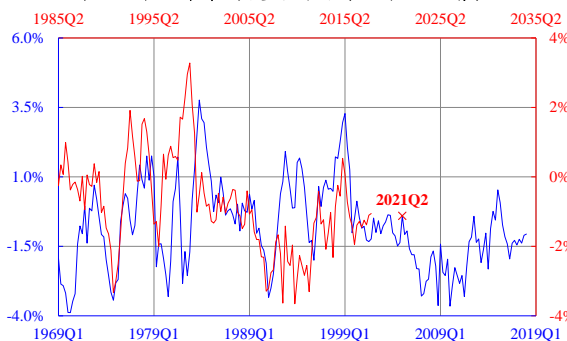
重演幾時的歷史？十六年半前，當時 1992 年，美國的勁敵蘇聯剛倒下來，次敵日本經濟泡沫爆破，另一次敵德國則因東、西德合併而大衰退。今天美國的勁敵雖未至倒下，但亦接連出現不穩、衰落等敗象。

圖一：美匯反映美國相對全球的GDP增長差



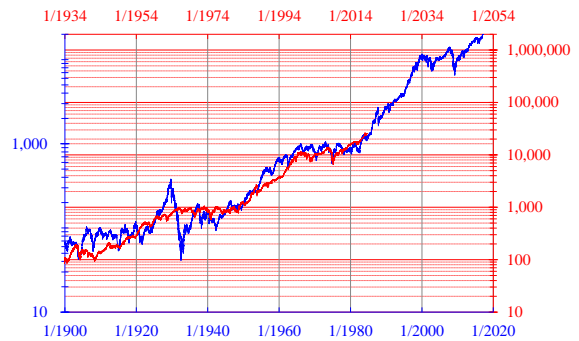
是美國帶頭收水導致美元強，進而令到「外消美長」嗎？有此一說，但圖一將美國相對全球實質 GDP 增長差與美匯指數比，可見增長差行先，美匯行後。匯市的前瞻性幾乎為眾資產之冠，如果美元強是因的話，斷無可能滯後經濟增長差三季。由此可見，美元強不是因，僅反映美國經濟相對強。

圖二：十六年半前後的美國對全球GDP增長差



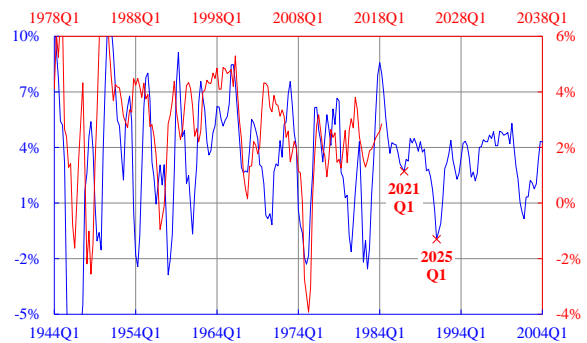
我們早知美匯有 16.5 年一循環之象。圖二將美國相對外圍經濟增長差「拼圖」，結果是未來三年仍屬美國相對強的格局。

圖三：卅四年前後的道指



若不跟外圍比，單單剖析美國，現在又在重演幾時的歷史？卅四年前的 1982 年。當時西方剛擺脫滯脹潮，而今天也是歐美等皆齊整復蘇。圖三的美股和圖四的美國經濟增長均距卅四年比較，相似度可不算低。

圖四：卅四年前後的美國實質GDP增長



由此推算，美國下次經濟轉差是三年後的 2021 年，但未虞收縮，只是增長放緩；下次像樣衰退要七年後的 2025 年。留意，今時比起往日，好幾次藍線預示的衰退最終並無發生——即紅線沒跟藍線跌。這可能跟政策學精了有關。譬如近年，按藍線示本應有兩次大衰，但結果經濟增長只稍稍轉弱。這顯然拜各路低息、量寬、減稅政策所賜。至於未來三年放緩，乃孳息曲線所早料到。

羅家聰

【二、樓市篇】

本港樓價增長放緩

樓市近十幾年投資性質較重，因此難以單靠供求而測其去向，若從金融及經濟環境推測應較有啟發性。

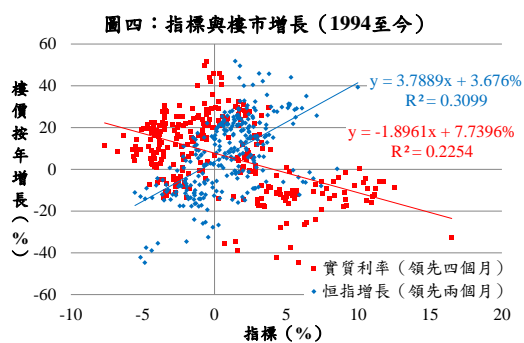
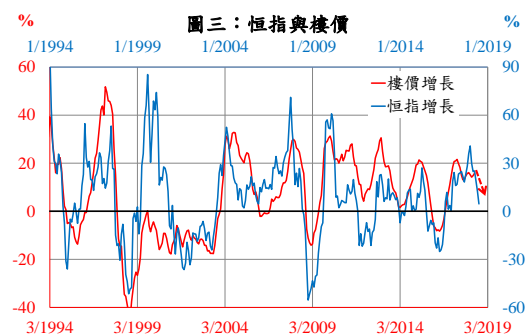
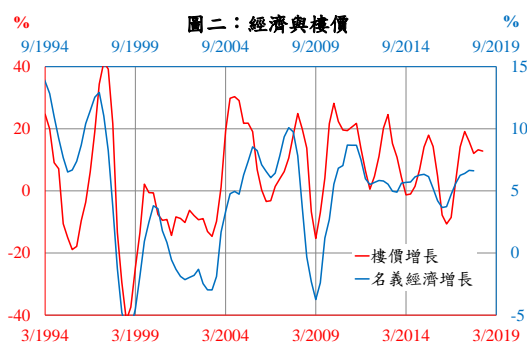
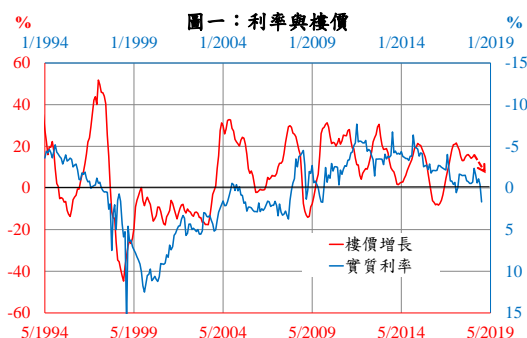
對比本港實質利率及樓價增長得出圖一。由於本港樓宇按揭大部份選用浮息，因此以一個月港元拆息減通脹而得出的實質利率與樓價增長關係較強。兩者走勢反比，而且實質利率領先樓價增長約四個月。

雖然港息目前較美息落後，但聯繫匯率下，中長線港息最終會追上，而實質利率也應回升，預示樓價增長在未來四個月將見放緩。

至於經濟增長方面，圖二可見樓價按年增長與本港名義經濟增長雖然緊密同向，不過經濟增長滯後樓價兩季，因此經濟增長對樓價增長沒有前瞻性。

若再參考投資市場，如股市，圖三可見恒指增長與樓價增長呈明顯同向關係。股市同時反映著市場對經濟前景的看法及投資者潛在獲利水平，因此應能同樣預示投資價格。圖中可見恒指增長領先樓價增長約兩個月，若按紅箭預示，樓價增長在未來兩個月內將見放緩。

由是觀之，圖一及圖三的結果較有參考性。然而圖四顯示，樓價短線跟恒指的絕對相關度較高，不過若論前瞻時間而言則實質利率較好。綜合兩者，均料本港樓市增長未來四個月見放緩，但未見大跌市跡象。



袁沛儀

【三、股市篇】

美股大幅調整機會不大

受到貿易戰的影響，環球股市大幅回落或缺乏明顯方向，唯獨美股創下紀錄以來最長牛市，究竟美股能否繼續走強？還是跟隨其他股市出現高位回吐？

從債息看，美股下半年的上升動力似乎有所放緩。圖一比較標指收益率（即每股盈利除以股價）與美國兩年期及十年期債息的按年變幅，債息領先收益率約五個月。若將上月的兩年及十年債息平均值代入圖中的迴歸算式，將得出明年1月收益率按年變幅分別為0.6%及0.4%。

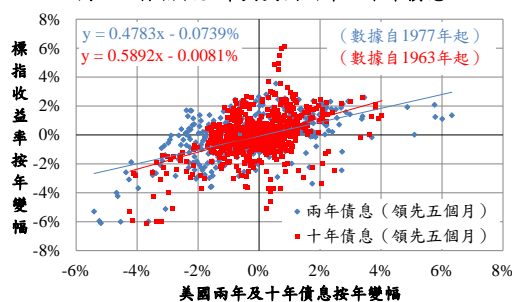
圖二比較標指及其收益率的按年變幅。若將圖一得出的收益率變幅代入圖二的算式中，得出明年1月標指的合理值為2,900點及2,930點。

自由現金流收益率（即每股自由現金流除以股價）亦可以透過類似的方法推算美股前景。圖三顯示1991年至今標指自由現金流收益率及兩年期債息的按年變幅，兩者呈負相關性，後者領先前者十三個月。若將7月份兩年期債息代入迴歸算式，得出明年8月自由現金流收益率的按年變幅為-1%。

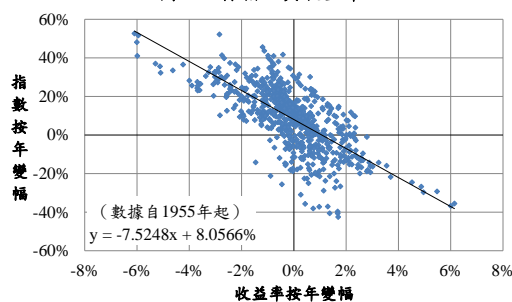
最後圖四比較標指及其自由現金流收益率。若將圖三的結果代入圖四算式，得出標指明年8月的合理值為3,260點，反映美股升勢仍然持續。

總括而言，從債息來看，美股於年底前大幅調整的風險相對較低，到明年則延續升勢。

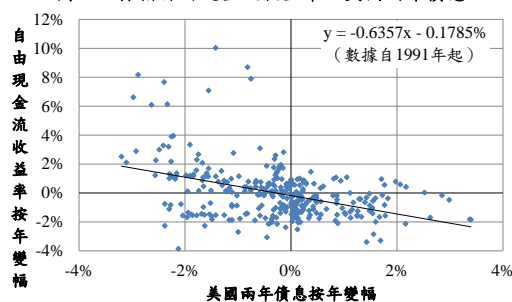
圖一：標指收益率與美國兩年及十年債息



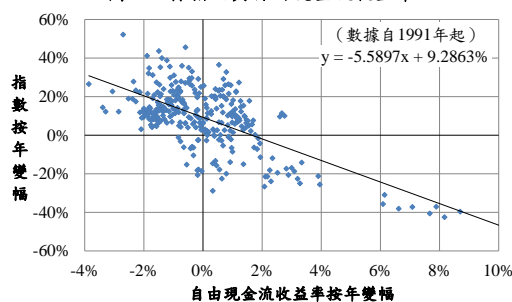
圖二：標指及其收益率



圖三：標指自由現金流收益率及美國兩年債息



圖四：標指及其自由現金流收益率



梁志麟

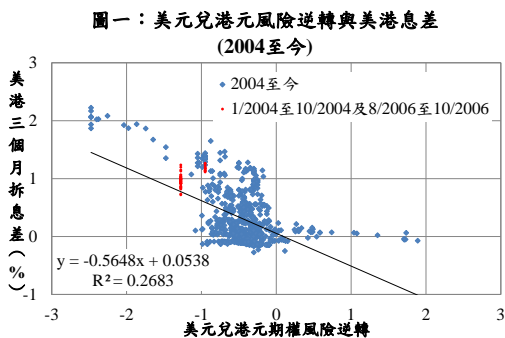
【 四、利率篇 】

港息將追上

聯儲局本月加息機會高，那麼對港息去向如何？可從風險、資金流及銀行流動性觀察。

先看金融市場風險，指標之一是美港期權風險逆轉——到期日相若的認購期權引伸波幅減認沽期權引伸波幅。換言之，若這差距愈大，反映期權投資者愈看好美國後市。

不過當全球金融市場風險高，投資者會拋售高風險的貨幣而轉投避險性的貨幣，因此圖一可見，除了北水湧進本地的時間點外（紅點），美元兌港元三個月 delta 值為 25 的期權風險逆轉與美港三個月拆息差呈明顯反比關係。本港及亞洲短線而言未見有下一波金融危機，加上全球金融風險仍低，相信美港息差在短時間內維持目前水平。在市場已大致消化聯儲局下月加息的預期下，美元拆息應保持溫和上升，再而推算港元拆息也如是。

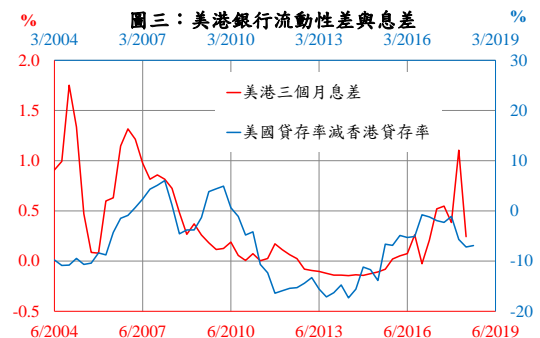


另一指標是資金流，可參考兩地股市。當港元資產需求上升，外資流入將推低港息。因此圖二顯示，美港三個月息差與標指按年增長減恒指按年增長走勢呈反比關係，由於兩地股市表現差別反映在六個禮拜

後的息差上，故美港三個月息差在未來一個多月將進一步收窄（紅箭）。



最後是銀行流動性。貸存比率反映銀行貸款總額對存款總額的比例，指標愈高表示銀行的流動性愈低，再而推升拆息。因此，從圖三可見，除了金融海嘯時期外，美港三個月拆息差與兩地的貸存比率呈正比關係，前者更反映後者一個季度前的走勢。自 2014 年起，美國銀行貸存比率開始追上本地銀行，可見其流動性壓力回升，因此兩者息差進一步擴闊，不過近期開始回落，按圖中顯示，料美元與港元三個月息差在未來一季進一步收窄。



綜合可見，美港短線息差應保持平穩，而一個多月至一個季後再次收窄；換言之，在美息升勢保持溫和下，其實港元拆息將見追上。

袁沛儀

【五、匯市篇】

加元走勢勝澳紐

市場目前觀望特朗普在中期大選前會否有更多新政刺激市場，而歐元區自央行宣佈退市時間表後頓失焦點，英國脫歐談進展呈膠著狀態，可見近期主要貨幣走勢淡靜。

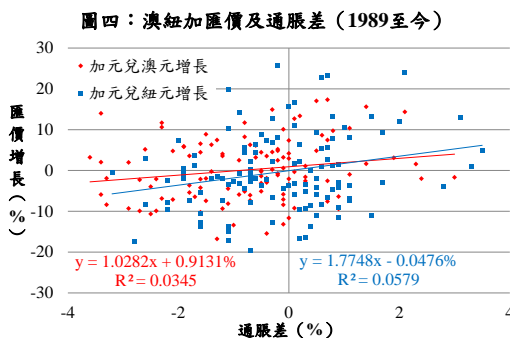
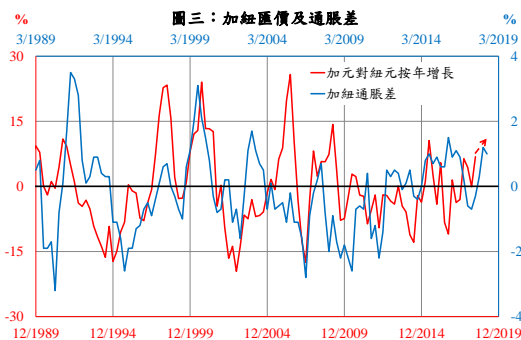
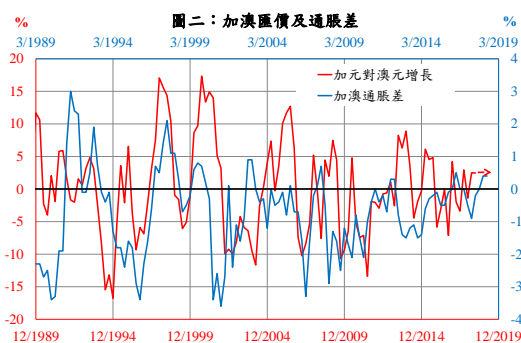
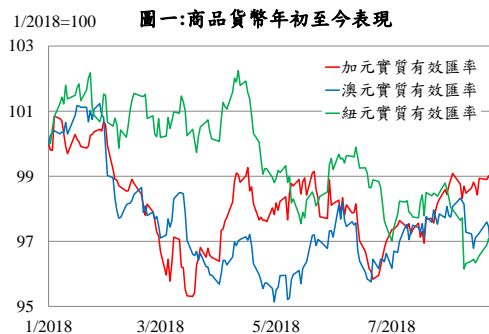
不過圖一可見，加元年初至7月表現遜於澳元及紐元。目前而言，加拿大是唯獨可緊貼聯儲局加息步伐的主要央行，在這前提下應利好加元前景，因此可留意加元交叉盤。

先看加澳交叉盤。參考兩地通脹差與匯價增長，圖二可見兩者走勢同向，通脹差更領先匯價增長約三季。然而加拿大通脹在過往三季均持續高於澳洲，料加元兌澳元增長繼續溫和上升。

再看加紐交叉盤。換上紐西蘭數據得出圖三，同樣可見加紐通脹差與匯價增長同向，前者領先後者約三季。加拿大通脹在過往三季均明顯高於紐西蘭，按紅箭預示加元兌紐元增長將繼續明顯上升。

然而圖四顯示加元與澳洲及紐西蘭的通脹差及匯價增長關係，可見加紐通脹差與匯價關係比加澳高。目前加澳及加紐通脹差分別為0.4%及1%，若套上圖四公式上，可得出加元分別兌澳元及紐元未來三季合理增長為0.4%及1.8%，引申交叉盤匯價為1.0227及1.1408。

綜合以上，以通脹層面衡量匯價的話，估計在未來三季加元兌紐元有較好的投資機會。



袁沛儀

【 六、商品篇 】

貨幣貶值不利工業金屬

近日亞洲貨幣回穩支持貴金屬及工業金屬價格反彈，但相信亞洲及拉美貨幣貶值仍然是今年至明年初的主要市場風險，究竟兩個貨幣貶值對四大商品類別——能源、工業、貴金屬及農作物——的影響有多大？

圖一比較亞洲金融風暴後工業金屬價格跟亞洲與拉美貨幣的按年變幅，結果顯示兩者跟工業金屬呈正相關性。要留意亞洲貨幣的迴歸系數明顯較拉美貨幣為高，反映亞洲貨幣貶值對工業金屬帶來較大風險。

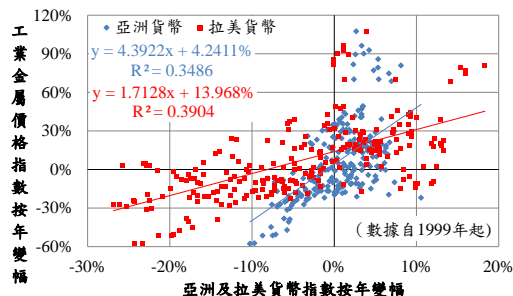
類似的情況同樣在貴金屬及農作物價格上出現。圖二及圖三分別比較貴金屬及農作物價格跟亞洲與拉美貨幣的按年變幅，同樣地亞洲貨幣的迴歸系數高，反映亞洲貨幣貶值對工業金屬帶來較大風險。

另一方面，投資者要留意圖一亞洲及拉美貨幣的迴歸系數較圖二及圖三為高，反映工業金屬對於亞洲及拉美貨幣貶值較貴金屬及農作物敏感。

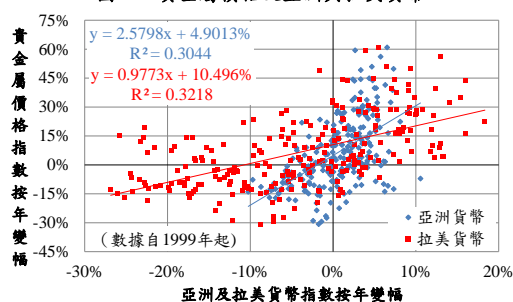
那麼能源價格呢？圖四比較能源價格跟亞洲與拉美貨幣的按年變幅。雖然兩者迴歸系數的 p 值均低於 0.05，但數據點較為分散，特別是跟拉美貨幣，反映貨幣貶值對能源價格的影響相對輕微。

總括而言，亞洲貨幣貶值對整體金屬的負面影響較拉美為大，工業金屬亦較容易受到影響，因此投資者應趁近日反彈減持相關資產，相反能源價格的影響相對輕微。

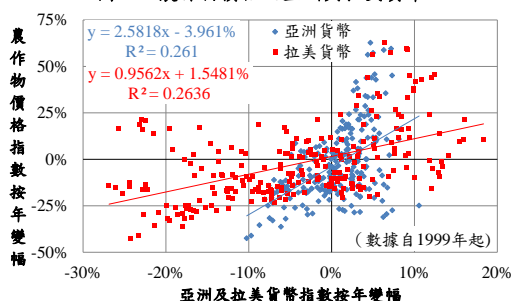
圖一：工業金屬價格及亞洲與拉美貨幣



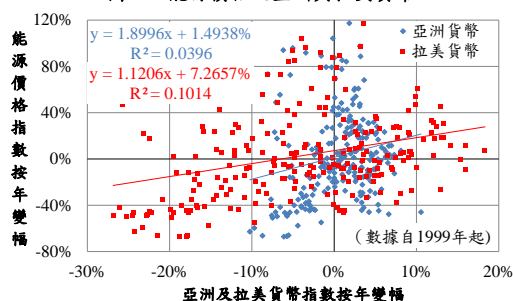
圖二：貴金屬價格及亞洲與拉美貨幣



圖三：農作物價格及亞洲與拉美貨幣



圖四：能源價格及亞洲與拉美貨幣



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。