

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 金融市場靜待沙特局勢變化

近期金融市場，始終受着中東和北非的局勢所牽引，最直接的反應可見諸國際油價。不過，如果大家細心一看，跟較早時地緣政治危機爆發時比較，油價上落對市場的影響，在利比亞出事後白熱化，如今開始變輕，反映市場已逐漸消化地緣政治風險。

事實上，有報道指出，石油輸出國組織認為，市場上原油供應量足夠，不需要召開緊急會議討論增產。另一方面，美國能源情報局公佈，截至上周五(3月4日)的一周，原油庫存量增加250萬桶，而市場原先預期為增加60萬桶；另外，汽油庫存量則減少550萬桶，蒸餾油庫存量減少400萬桶。數據顯示，美國原油供應充裕，而當地煉油廠產能使用率仍偏低，反映汽油需求持續疲弱。

換言之，近期油價飆升，主要出於市場心理和炒家資金，而不是供不應求；在這個情況下，假如地緣政治危機不再擴大，將促使部分炒家獲利沽貨，或成為利好其他資產市場如股市的藉口。隨着市場逐漸認同原油供應並未真正短缺，油價回吐的壓力料持續增加。當然，沙特阿拉伯反政府人士將於今天(11日)舉行「憤怒日」示威遊行，潛在危機對油價仍帶來支持，相信不少投資者會等待周五後，不明朗因素減少，再決定入市策略，畢竟政治事態難料，押錯邊可大可小，近期油價金價雖仍向上，但在高位整固中已

見投資者的猶豫。

無論如何，從VIX指數始終在20附近徘徊，足證投資者的悲觀情緒不明顯，而如果撇除地緣政治因素的話，最重要的還是經濟復甦的步伐，這一點在今年尤其關鍵，因為今年的主題是歐美經濟復甦預期，而內地則持續調控，其他一切都是偶然的短暫因素。說到復甦，新西蘭上個月遭遇80年來最嚴重地震襲擊，對經濟造成沉重打擊，新西蘭央行剛宣布大幅減息0.5個百分點，至2.5%。可見目前復甦未穩，任何風吹草動，不要說加息，隨時反過來再減息亦在所不惜。

目前歐美復甦仍是慢速進行，自然仍有沙石，例如歐債危機，便不時讓人想起，其實大家一邊說通脹壓力多大之餘，其實復甦仍然很慢。事實上，葡萄牙三標售公債成績不佳，市場擔心歐債問題重燃；而希臘的主權信貸評級被下調，令其早前發行的半年期國債息率，對比起上次銷售的同類債券高，加上歐元區近期的加息預期升溫，市場擔心加息提高借貸成本，會令希臘的財政百上加斤，影響其經濟復甦步伐。

幸好目前市傳歐洲央行正評估利率水平，並可能買入希臘、葡萄牙和愛爾蘭等受困國家債券，歐元未見受壓，故此，歐債危機應不至於再爆發。值得一提的是，美國將公布首次中領失業救濟金及持續中領失業救濟金等就業數據，暫時外界預期為持平，大家不妨留意，數據公布後的市場反應，便知道經濟復甦的預期是否過早，抑或恰如其分。



圖為沙特阿拉伯第二大城市吉達的皇宮。

路透社

## 兩會議題顯露「十二五」玄機

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

3月5日「兩會」開幕，勾劃出未來五年的中國發展藍圖，中國的第十二個五年正式展開。從歷史的角度來看，「十二五」比「十五」或「十一五」有更重要的歷史意義，最明顯的原因是，這是中國首次作為世界強國之一，全球第二大經濟體的第一次規劃發展藍圖。過去十年，中國政府致力於國內經濟增長，促進城市化和現代化發展，從中國現時龐大的外匯儲備正可反映過去十年的努力成果。

但是，對中國而言，「十二五」卻很可能是難辦的年份。晉身成為全球第二大經濟體，正所謂「能力愈大，責任愈大」，中國國力及地位提升的同時，需要面對的壓力就更沉重，「守成務進」是中國當前的國策；對外，要嚴防過往的成果流失；對內，還有數億的窮民正等待分享國家發展的成果。

首先，對外而言，外匯儲備的價值流失是中央關注的熱點。經濟學家厲以寧便在兩會上提到，匯率問題導致中國外匯儲備持續貶值，為此，厲以寧便提出了六方面的建議，基本上可總結為三大思路：1、多元化外匯儲備資產結構，同時滿足投資及國情需求；2、鼓勵國企「出走」，擴展投資的對象及模式；3、提高民間外匯儲備，這需要恰當的政策引導。

### 外儲模式短期難以扭轉

但這些建議都是對中國外匯儲備長遠的整體情況而言的，以中國龐大的外儲模式，短期局勢難以扭轉，隨着

外匯的貶值，主要體現於美元，外匯儲備價值流失的情況會持續，中國在這種情況下也是無可奈何的，若大規模出售以外匯或國債組成的儲備，會更加速市面下跌。所以，在外儲能夠正式實現多元化前，價值流失到西方國家的情況會持續，基本是不能改變的。

另外，兩會主要提出的經濟目標反映中央志在縮窄貧富差距和提高國內整體消費佔生產總值的份額是明顯的，「十二五」規劃綱要草案提到未來五年國內生產總值目標平均每年增長7%，而居民人均可支配收入增長7%，與「十一五」時的7.5%及5%有明顯差別，反映中央有意減慢整體增長步伐，從而更好地處理資源分配，這亦是順理提高民間外匯儲備的一步。

### 「保障房」衝着高房價

「十二五」規劃中較為觸目的還有未來五年興建3,600萬套保障房，當中的2,000萬套會於今明兩年落成，而餘下的1,600萬套則於往後三年逐步落成，此「先急後緩」的政策明顯是衝着高房價而來，而且，保障房不單針對中低收入家庭而設，當中還包括了提供予中高收入家庭，實行租賃相結合的商品房制度，預料建成質素不低於一般商品房，雖然有關此一比例的數字未有清楚公布，但已構成對私人房地產市場的威脅。

整體而言，「十二五」的思路仍然是「政策主導」、「中央推動」的模式；例如，在於樓市調控方面，中央一直實行的是「限購令」，但意識形態上，這「限購令」是違背了國民自由的，相反，香港早前學習新加坡推出的「限制轉售」更符合長遠利益及在一定程度上保存了市場主導的基本邏輯。

## 將軍澳7地規劃要多花心思

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師  
陳東岳

政府公布元朗「限呎地」以24.1億由長江中標，平均樓面地價約每呎3,600元，這是一個新指標，新樓落成後可能每呎6,000元，400呎單位約值240萬。另一邊廂，將軍澳這個最年青的新市鎮，政府一次過放了7幅將軍澳的住宅用地新勾地表，估計這7幅地可建樓面面積近430萬平方呎，大約可建6,000個單位。我被問及為何政府一次過放這麼多將軍澳的住宅地進勾地表？我沒有參與勾地表的草擬，只能憑經驗去理解。

曾應世紀21(將軍澳)鄭志輝先生邀請，到將軍澳社區會堂主講「居屋講座」，憑藉與該區居民及公司同事交流，得到不少該區資訊。將軍澳是最年青的新市鎮，人口平均年齡約35歲，從同事口中得知，區內透過網上搵樓放盤的比例甚高，這可能是全港最年青的置業群組。猜想放多些該區用地進勾地表，就是想增加能夠滿足年

青置業家庭需求的住宅單位。今次新增7幅地位於港鐵將軍澳站以南，而直達將軍澳灣畔。這批地皮配合整體發展的可行性甚高，可以發展成為以將軍澳港鐵站為核心向南擴展的市鎮中心，7幅地分配不同程度靠近海灣。這一整片未發展用地，其實可以搞搞新意思，作一個未來年青城市的小區規劃範本，在人車分道的考慮上，可引入連結將軍澳港鐵站的行人天橋網，發展類似沙田新城市廣場一樓平台的行人平台，把未來7幅地(及附近用地)的發展都連結在一起，貫通將軍澳海旁，灣畔當然亦可以引入海濱長廊、星光大道、甚至漁人碼頭一類設施。

目前還來得及，政府可舉辦一個將軍澳市未來市中心設計比賽，好讓各方俊彥包括將軍澳區居民為這個年青城市出謀獻策，當未來整體佈局獲得選定，就可以在7幅地的賣地條款中寫明，要求發展商怎樣配合建設，把那些建築部分提供作公眾設施。

## 通脹為香港經濟首要問題

恆生銀行高級經濟師 范婉兒、  
首席經濟師 嚴愛群

在暢旺的本地需求帶動下，香港去年連續4季錄得高於過去平均水平的經濟增長。全球經濟在嚴重衰退後復甦，帶動本港出口大幅反彈。然而，進口亦因本地需求強勁而急升。因此，淨出口只為本港經濟增長貢獻0.3個百分點。2010年全年，實質本地生產總值增長6.8%，增速為4年來最快。當中，6.5個百分點或96%的經濟增長源自本地需求。

展望今年，全球經濟維持兩速發展的局面：一方面新興市場國家經濟強勁增長，另一方面工業國家則仍在掙扎，令香港出口前景蒙上陰影。例如，美國的失業率仍高達9%左右，而歐洲的情況亦好不了多少。

外部需求料將放緩，但本地消費需求應能繼續支持經濟增長，特別在目前本港就業市場改善的情況下為然。香港失業率1月份下跌至3.8%的27個月低位，為2008年10月以來最低。在就業市場改善下，工資增長亦見回升。

經財政司司長修訂後的財政預算案建議向每名年滿18歲或以上的永久性居民派發6,000港元現金及退還薪俸稅75% (上限為6,000港元) 的建議，等於推出了一個400億港元刺激消費及經濟增長的方案。修訂建議亦會將2011/12年度的39億港元輕盈盈餘變為超過120億港元的

財政赤字，相當於2010年名義本地生產總值的0.7%。強勁增長亦帶動通脹上升。1月份，基本消費物價通脹上升至3.5%的兩年以來高位，反映租金、食品及能源價格上升，以及港元持續疲弱。

### 高油價短期內難逆轉

下列趨勢料將不會於短期內逆轉。其一、在中東及北非石油出口國近期的政局動盪下，油價過去12個月上升25%至每桶超過100美元，為2008年9月以來最高；其二、由於食品供應短缺及需求持續上升，全球食品價格2月份攀升至新高；其三、在聯繫匯率制度下，香港的名義有效匯率指數追隨美元弱勢，自2009年3月起貶值9.6%。美元料將持續疲弱，主要因為美國聯邦儲備局在美國失業率企下短期內料不會改變目前寬鬆的貨幣政策。最後，由於住宅供應緊張，私人住宅租金已連續13個月錄得雙位數的按年增長。預計未來的住宅供應仍緊，因此私人住宅租金會保持升勢。

暢旺的本地需求料將繼續支持今年的經濟增長，而經修訂的2011/12年度財政預算案的擴張性措施亦會刺激本港的整體需求。然而，源自外來及本地的通脹壓力料會維持高企。在上述背景下，我們已將2011年的實質本地生產總值增長及通脹預測分別調高至5.5%及4.7%。不過，若石油及商品價格持續飆升，以致減慢全球復甦的步伐，我們或會下調經濟增長的預測。

## 中東亂局 買入俄股好時機

敦沛金融證券業務董事  
施俊威

石油突破100美元後，繼續其固有升勢。高油價產生的經濟影響在於新興市場較大。從耗油量佔GDP的比率來看，全球20大當中有18國屬於新興市場，成熟市場只有新加坡及加拿大的耗油比率偏高，可見新興國家對高油價較為敏感，而沙特阿拉伯、埃及及泰國更是名列前茅的新興國家，耗油比率分別高達17.2%、9.5%及9.2%。歸納原因，普遍國家的生產過程中用油效率偏低，以及工業環節過分依賴能源消耗所致。

### 資金淨流入俄國不變

當然，不是所有新興市場都在高油價環境中受災，單輸家當中亦有贏家出現。根據全球基金流向研究機構EPFR指出，本年基金淨流入新興市場，但對俄國的淨流入依然不減，可見俄國就是資金眼中的贏家。

事實上，沙特阿拉伯及俄羅斯都是這樣的石油淨出口大國，100美元或以上的油價就像突如其來的意外之財，而淨入口國就像為能源消費繳納重稅給沙特及俄羅斯了。過去的數據證明，高油價往往可推升油產國的平均經濟增長。況且，這兩大新興國家，合共佔全球產量近四分之一，數字可真不少。我們無法知道中東及北非的政局何日平息了結，因此油價近日急升可能只是暫時性質，但現時整體市場明顯已調節了對油價的看法。

油價從去年9月傾向反覆上升的走向，核心原因為全球復甦增長在背後推動着，而當下的亂局估計可能構成10-20美元的阿拉伯溢價。利比亞當局以油為其政治籌碼，當地國營油廠曾指出一旦停運石油，油價可能見

130美元。數據指出，法國及意大利佔去利比亞出口近20%，沙特曾承諾填補利比亞的短缺，但問題卻在中東局勢蔓延，整盤局勢來說，俄羅斯更可能成為歐洲油氣供應的救星。俄羅斯亦表示如果利比亞停止天然氣供應，俄國可增加50%供應至意大利。現時利比亞每日石油產量已從過往的日產150萬桶降至40萬桶。革命、內戰風潮持續下，俄國供油供氣將不斷增多，正好是俄國油企增加市佔率的好機會。

從股市指數觀察，當下俄股已升至金融海嘯後的新高位。RTS指數正在挑戰2000點的心理關口，年初至今俄股已近15%的升幅，在主要新興市場中表現最佳。但仍然需要強調的，至今俄股與新興市場之間維持着異常的折讓，期待俄股趕回彼此的差距，事實上並非沒可能，在2006年中曾經出現過。以MSCI俄羅斯指數只有7.2倍，預期市盈率比較，較MSCI新興市場折讓近37%。回顧歷史上兩者的差異平均數，03年至今中位數折讓率只有20%，因此預期俄股回歸平均價值後潛在升幅可達26%。

### 關注商品價強勢發展

市場關注商品價格的強勢發展，亦留意俄國加入世貿組織WTO的時間表，更受早前俄國申辦2018世界盃足球賽而雀躍不已。早前俄國政府估計本年財赤佔GDP仍達3.6%，現在提早來到的100美元的油價，或可令赤字減少至3%以下，若油價長時間維持百元，赤字隨時可以轉為盈餘，而本年GDP估計可加速增長至4.3%，始終俄國近60%出口收益是來自石油及天然氣。俄羅斯是一個使投資者又愛又恨的高風險市場，看好石油而俄股又倚重能源業，現估值吸引，相信是購入俄股好時機。

## 連續加息「順理」但「不成章」

復旦大學經濟學院副院長、金融學教授  
孫立堅

《聯合BLOG》

近來，內外市場都在關注和揣摩中國央行是否進入了加息的通道。因為從學理上講，連續加息會增強市場對資金成本上升的預期，從而會減少長期貸款的需求，進而影響到企業整體的投資規模。顯然，從「投資渠道」上因為未來需求減少，工業生產的原材料價格會降低，所以，成本推動型的通脹水平就會大大緩解，由此就會對現在通脹預期產生積極的抑制作用。

我認為連續加息，在中國目前的發展階段和我們現在所處的特殊的環境約束下，都無法讓它順理「成章」：首先，打開加息通道並不能阻礙今天歐美寬鬆貨幣政策所加劇的輸入性通脹對中國經濟的負面衝擊作用。加息在抑制負利率問題上有一定的作用，但是，是否能抑制通脹預期還很難判斷。中國今天人均收入落後於發達國家的現狀決定我們投資致富是經濟發展的內在動力。而消費能量推動物價上漲的動力是有限的。但是，如果連續加息遏制了市場投資的動力進而影響到經濟增長(人均收入增長的源頭)，那麼大眾流動性追求金融財富的願望會更旺。

第二，打開加息通道，並且像某些專家所建議的那樣採取非對稱加息，從而縮小銀行機構的利差，那麼，銀行的信貸能力和質量都會受到數量控制和收益縮小的雙重打擊，缺乏信貸能力的銀行業對中國這樣一個需要完成原始財富積累(企業投資主導)的國家而言，比起股市來講將產生不可估量的負面作用。儘管企業的融資成本沒有多大的變化，但是銀行靠量補價的做法反而會讓緊縮的貨幣政策失效，而把銀行管死，造成銀行業績下滑，也會嚴重影響到中國經濟的結構轉型和房地產市場泡沫的軟着陸效果。另外，今天處於壟斷地位的銀行業未來

轉嫁存款成本的能力不容小視，也就是我們經常講的，銀行業一管就「死」，而一放又會出「亂」的現象。

### 中國承擔的風險不能忽視

第三，打開加息通道，尤其是金融發展深度比我們強大的發達國家還沒有開通加息渠道的時候，中國承擔的風險不能忽視。雖然從資本賬戶上我們可以不要過於擔心「套息」游資大量的「侵入」，但是，套息的方式會有多種多樣，比如，中國現在的發展階段決定了我們以投資為主導的內在發展動力，於是，海外游資綁架中國經濟增長所需要的農產品和大宗商品市場，靠提價搭中國經濟增長的便車賺錢，而在他們眼裡加息只不過是中國經濟過熱的表現而已。除了這種間接的套息方式以外，那麼，通過經常帳戶(外在形式可能表現為貿易或直接投資的順差加大)和地下渠道進來的熱錢也會讓我們除了「對沖」之外沒有其它更好的應付方式。而對沖的結果就是好壞細胞一起殺。最近，企業間通過各種業務方式進行的信貸運作較為活躍，這也是高息套利的一種表現形式。

我判斷，中國央行不會通過連續加息的做法來改變市場對通脹的預期，尤其是中國貨幣市場利率和匯率市場化的進程遠遠沒有結束，中國經濟又處在不斷發展的通道上，若以「雙率」為主導的政策手段作為調節通脹的工具，一定會出現我上面所闡述的結果那樣，弊多利少。從這個意義上講，今後加息還是會根據負利率程度和市場的承受能力來靈活調整，數量調整還是在中國目前的金融體系發展狀況下所不得不採用的應對通脹的次優做法。但是，在中國貨幣政策不斷強化調控物價力度的同時，我們不能忽略它對實體經濟產生的副作用！不能出現泡沫被擠了，而中國經濟的市場活力更被擠掉的結局！（摘自孫立堅個人網誌，本報有刪節）