

油價下滑 環球經濟可受惠

時富金融策略師 黎智凱

國際石油價格續跌，今早紐約原油跌穿每桶65美元，重回2008年金融海嘯後水平。當中國國際之間對石油的供需角色，或者是石油作為國際社會間的政治本錢，都是現時石油價格下跌的主要因素，亦會持續拖累油價發展。

在供需方面，歐洲、中國等經濟體作為主要的石油使用者，開始無法支持高油價。以中國為例，作為全球第二大石油進口國，入口石油一直以來佔中國總用量約60%，但本年至10月為止的成品油進出口竟達平衡，反映中國一直以來依靠能源進口的情況改變。原因可能是中國的本土石油需求下跌，或者是中國本土能源產量上升，唯兩個因素都令國際油價漸漸失去支持。孤掌難鳴，另一邊廂美國及中東無意減少原油產量，令油價跌勢難停止。

中國補充石油儲備逢良機

油價下跌對逐步放慢的環球經濟較有幫助，以改善廠商及市民生活的成本。在國家經濟層面而言，根據《經濟學人》10月15日的文章指，若國際油價下跌1美元，每年中國將能少花約21億美元的原油成本。現時油價跌至65美元，預計將能為中國每年省下超過700億美元的成本；中國的石油戰略儲備一直不足，本年的戰略

儲備及商業原油儲備僅能支持約23天，是次的油價急跌對國家增加石油儲備提供了良好時機，相信中國及其他國家都會伺機補充石油儲備。

俄經濟命脈重創 恐臨衰退

有人歡樂有人愁，現時的石油局勢對俄羅斯政府將是一個重大挑戰。石油及燃氣是俄羅斯的經濟命脈，2014年財政預算佔全俄經濟收入約半(當時用來估算的油價是每桶100美元)，油價現見每桶65美元，更加有評論指油價會跌至每桶40美元，這個預算差將為俄羅斯政府帶來嚴重財政赤字；現時俄羅斯的情況或如1998年的國債違約危機，俄羅斯盧布已在最近90日內貶值約四成，當地銀行的償還外債能力大受打擊。若長此下去，俄羅斯將面臨重大的經濟危機，或令俄羅斯進入經濟衰退。外國深知如此，石油油價勢成為國際舞台削弱俄羅斯在烏克蘭影響的主要政治工具，若俄羅斯不讓步，那麼俄國本土的石油供應鏈將要另覓進口國。如果中國國力發展能夠持續，或者可以作為俄羅斯在石油輸出的另一出路，使得亞洲地區在石油上實現獨立供應。

是次油價下跌，可看成國際社會之間的一場消耗戰，美國及中東為首的陣營透過減少石油收入，以制裁俄羅斯及伊斯蘭國等的軍事舉動，情況一直演變下去，或會改變國際社會間的能源依靠關係，亦會進一步擴大國際社會間對爭奪石油資源的摩擦。

經濟下行壓力大 內地料加碼放水

太平金控·太平證券(香港) 研究部主管 陳彥明

中國國家統計局昨天在公告中稱，中國11月官方製造業PMI降至50.3，10月為50.8。這一增減為3月份以來最低。總體看，整體經濟下行壓力仍然較大，供給未見明顯收縮，但內外需求皆出現回落，通縮壓力加大，生產繼續收縮。目前貨幣政策已逐漸走向全面寬鬆，基建項目審批力度亦有所加大，但短期內無法看到政策的寬鬆帶來實體經濟的好轉，未來一段時間內經濟仍將繼續走弱，期待政策效果明年初將有所體現。

11月製造業PMI走弱的主要原因是：一方面，經濟依然按穩中趨緩的態勢運行，需求端走弱使得企業回補原材料動力不足；另一方面，則是一定程度上受到APEC期間北京周邊如山東、河北等省市工廠暫時停產的臨時性影響。

滙豐製造業PMI指數走勢與中採一致，共同印證景氣度的下滑。滙豐昨天公布的資料顯示，11月滙豐PMI終值指數為50，創半年來的新低。10月份滙豐PMI終值為50.4。

中小企業面臨困境更大

不同規模企業PMI繼續收縮，中小企業面臨的困境或比大型企業更為艱難。中採中型企業PMI下降0.7個百分點至48.4%，小型企業下降0.9個百分點至47.6%，且均處於萎縮區間。相比之下，11月大型企業PMI僅下降0.3個百分點至51.6%，仍處於擴張區間。

儘管整體偏弱，但房地產銷售在底部企穩，對經濟的負面影響或將逐步收斂。無論是21日降息還是上周存款保險制度的意見徵求，行政政策在增長、就

業、物價等貨幣政策中，始終沒有離開對系統性風險的關注。綜合來看，通過調控對沖，經濟大幅下行的風險仍在可控範圍內。

面對經濟增長的下行壓力，目前財政政策繼續發力，貨幣政策也釋放出全面寬鬆的預期，政府近期採取了降息及暫停回購等寬鬆的貨幣政策，預計未來的政策寬鬆力度有望進一步加碼。

加快基建投資助穩增長

上周二日人行在公開市場上開展50億元14天期正回購操作，創1年半以來正回購資金量的新高；中標利率從3.4%下調至3.2%，為人行年內第四次下調正回購利率；同時，上周有400億元正回購到期，共計實現資金淨投放350億元。由於有11隻新股集中發行，凍結資金超萬億，金融市場旺盛需求導致流動性短期偏緊，因此未能傳導至市場回購利率下降。11月28日，發改委集中批覆了三個鐵路項目一個機場項目，總投資約510億元。這已經是10月以來，發改委批覆的第七批基建項目。今年以來發改委批覆穩增長的各項基礎設施建設投資項目資金總額近1.2萬億元。除了加快基建專案投資外，如何促進有效投資一直是國務院常務會議關注重點。

11月30日，人行就《存款保險條例(草案)》公開徵求意見，時間為30天。自1993年《國務院關於金融體制改革的決定》提出建立存款保險制度以來，到草案出台，已過去21年。這是存款利率市場化改革的又一重要舉措。當然，如何避免存款保險制度與利率市場化共同作用而產生的負面影響，有效發揮其維護金融穩定的作用，則是後話。

內地減息紓壓 利好債重行業

AMTD 高乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶璿

中國11月製造業採購經理指數(PMI)進一步回落至50.3%，表示經濟增長動力進一步放緩，其中小型企業PMI為47.6%，繼續處於收縮區間，反映其經營環境不容樂觀。此外，隨著經濟增長放緩，10月中國社會融資規模和新增人民幣貸款環比均有所下降，顯示過去中央連番推行的「定向寬鬆」效果漸失，金融機構放貸意欲降低，加大了經濟下行風險。

當中小企業受融資難、融資貴的問題困擾，令經營環境受到影響。經濟動力減弱令部分小微企業對前景悲觀而不願擴充業務，導致借貸需求減少，部分有意借貸的卻難以向銀行獲得貸款，轉移向影子銀行借貸，大大加重了融資成本。中國小微企業佔企業總數超過90%，因此他們的經營環境足以影響民生，以至內需增長及整體經濟發展。

中國早前推出針對小微企業的政策未能奏效，加上經濟又再轉弱及通脹回落，中央最終宣布減息，將一年期貸款基準利率下調0.4%至5.6%，及一年期存款基準利率下調0.25%至2.75%，同時擴大存款利率浮動區間。這是2012年7月以來另一次不對稱降息，消息令市場感到意外，令人不禁懷疑中央政策再度轉向，重返高速增長的道路。

然而，中央表示此次利率調整的目的是引導市場利率

和社會融資成本下降，但並不表示貨幣政策轉向，強調穩增長仍是中央的首要目的。減息有望降低小微企業借貸成本，但效果取決於傳統銀行是否願意放貸，不然，減息對小微企業的幫助有限。

內房鐵路基建航空板塊受惠

相反，對於大企業來說，減息能進一步改善盈利，尤其是債重行業如內房、電力、鐵路基建及航空板塊等，能受惠於利息開支下降。內房方面，增速放緩已拖累中國經濟增長，但減息降低按揭利率，有望重新帶動樓市需求，提振內房板塊。至於鐵路基建行業，除受惠利息開支減少外，同時受國策扶持，成中國穩增長的重要工具，加上未來「一帶一路」的發展，能為行業帶來機遇，因此鐵路及基建股可看高一線。

投資者重返股市 增財富效應

央行為降低融資成本及保增長而減息已無懸念，但卻間接鼓勵了投資者重返股票市場，增加財富效應。滬港通的開通令環球資金涉足A股，帶動投資氣氛向好，加上減息的推動，上證綜合指數已升破2,600，創出3年新高。此外，日本近期激進的貨幣政策令日圓貶值，足以為中國出口，因此是次減息不知是否作為抗衡日圓的影響另一方法。預料年末中國股市續受減息的利好因素持續向好，投資者可乘減息的機遇低低吸納相關受惠股，亦可考慮A股ETF或A股基金作中長線投資。

內地上月PMI反映經濟仍弱

中銀香港發展規劃部經濟研究員 劉振華

2014年11月，內地製造業採購經理指數(PMI)為50.3%，繼續高於50%的榮枯線分界點，表明內地製造業總體上仍保持擴張態勢。

11月PMI數據比10月回落0.5個百分點，與滙豐11月PMI數值也10月份下跌相吻合，反映經濟仍較疲弱。9月PMI數據與8月持平，但基礎不穩，10月PMI數據比9月回落，新增貸款也出現收縮，儘管發改委在三季度數據披露後相繼審批通過了一批基建項目，現在看來這些項目的效果尚不顯著。

就分項數據來看，除了供應商配送時間外，生產、訂單、庫存和就業分指數均出現回落。其中，11月生產指數為52.5%，比10月回落0.6個百分點，表明製造業

生產繼續處於擴張態勢，但增速有所放緩，需求的持續疲弱，使企業的生產意願已經連續兩個月回落。11月原材料庫存指數為47.7%，比上月下降0.7個百分點，連續兩個月下降，且已經持續43個月低於臨界點，表明製造業生產用原材料庫存繼續回落。

企業在疲弱需求下選擇減少原材料的採購。新訂單指數為50.9%，比上月回落0.7個百分點，高於臨界點，表明製造業市場需求持續增加，但增幅收窄。但新出口訂單指數大幅回落1.5至48.4%，已經連續兩個月回落至榮枯線下，這意味着11月出口可能出現回落。從業人員指數為48.2%，比上月下降0.2個百分點，為3月份以來的最低值，且已經連續31個月位於臨界點以下，表明製造業企業用工量減少。但三季度統計局數據顯示當前就業無憂，PMI就業指標不能準確顯示實際就業形勢。

油價大跌反映供求面逆轉

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

近日全球金融市場的焦點，非油價大跌莫屬。任何價格，離不開供求，油價當然不例外。雖然近日媒體報道以油組國是否減產為主，但其實，即使撇除這一點，油價的下跌趨勢，亦是有跡可尋。

先從需求面看，油價與全球市場的經濟景氣和復甦步伐，可謂息息相關，可是，這種相關不就是統計上的相關性，尤其從短期來說，未必完全亦步亦趨，但大體上，經濟好，用油量增加，應是正比關係，這一點並無太大疑問。

全球經濟經歷過金融海嘯後，真正擺脫陰影的龐大經濟體系，有中國和美國。中國最早，由幾年前投入幾萬億元的支持經濟，到後來不久便已進行宏觀調控，這肯定是最早了。至於美國，可算是稍遲，但近來已完成量寬減質債的退市行動，可以視之為最壞日子過去了。

日本歐元區不景氣削弱需求

然而，另外兩大體系，包括歐元區和日本，復甦之途可是長路漫漫，中間過程無偶爾的好消息，但樂觀不起來，同樣的徘徊在通脹與通縮的邊緣，經濟增長動力欠奉，都有本身的結構問題，歐洲是福利制度和工會制度之下生產力和增長受損的好例子，至於日本則是本身的政商企業結構不合理難關所困，已經二十多年了，目前未見起色，恐怕不是這一任或下一任首相可以改變的事實。

兩大經濟體系的背景之下，油價恐怕需求放緩的多，增長的少，尤其是具體用油為主導的美國後量寬年代，純粹憧憬增加量寬帶動的資產價格升值不再，一切回歸基本面，用不了這麼多，就是最實際和最客觀的阻力。

頁岩氣等替代品添競爭壓力

除了需求，當然要一併看供應，即使不計油組方面可能出於地緣政治或其他角力的考量，單是近年興起的頁岩氣或頁岩油的開發技術，也足以令石油價格，在出現強勁替代品之下，面對相當競爭壓力和價格下調的壓力，這一點是很基本的因素，而且是時間愈長，效果愈明顯的。

事實上，從短期而言，大家已有不少設備的規格或安排，繼續用石油是短期不可能改變的事實，但只要時間足夠長，必有相當多的替代品，以及配合這些替代品的周邊設備，可以提供出來，讓大家多點選擇，以往油價上漲的勢頭愈厲害，這種尋找替代品的程度愈高。

誠然，改變不是一天可以造成的，但假以時日，不難想像，以往看來無可或缺的石油，總有一定程度上要面臨競爭壓力。

油組控制原油供應能力漸減

當然，不得不提，油組控制相當部分的原油供應，在市場結構上，較多人認為屬於寡頭壟斷的性質。有趣的是，正是這一特徵，令大家不要高估油組可以托價的能力，因為各國都有誘因不理會大家的協議，多生產一點，這情況在歷史上，並不罕見。故此，從分析上，筆者寧願把這個大家口中最愛說的理由，放在最後，而不是放在最前。



環球經濟復甦緩慢，市場對石油需求持續下降，油價跌勢恐難停止。

橫琴全日通關的危與機

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

11月20日，澳門特區政府正式公布，在中央支持下，12月18日起在關閘、蓮花、青洲跨境工業區三個口岸實施新通關措施，蓮花口岸率先實現廿四小時通關，關閘延長通關時間二小時，跨江區則在凌晨至早上七時臨時開放予社會。澳門各界人士表示支持，相信可紓緩現時關閘的逼爆情況，起分流效果，亦有利居民、外僱人士、遊客等，往返澳門與內地住宿、工作、讀書及旅遊，進而為澳門城市承載力減壓。但是因為澳門、橫琴口岸的基建、交通配套還未到位，「澳車入琴」計劃短期內難以實現。

有助澳門紓緩租金工資壓力

經過過去十年遊客數字的高速增長，澳門市內交通、景點、酒店、餐飲方面的接待能力一直受壓，延長通關可以有效地提高承載力，尤其不過夜旅客可延長留澳消費時間和金額。今天的外僱人員已突破十六萬人，既拉高本地住宅租金水平，也加深本地交通、醫療負擔。根據餐飲業估算外僱人員約有兩成選擇居住珠海，每天飽受晚上11時下班「衝關」之苦，延長通關有利員工編更，間接鼓勵企業聘用外勞，有助紓減本地勞務短缺及工資不停上升的情況。

還記得本港全日通關深圳的初期，不少食肆擔心本地人會增加北上消費。但是澳珠兩地物價水趨接軌，基本上已形高低檔次的消費模式，澳門已有能力吸納內地旅客來澳消費，體驗中葡文化的融合文化。延長通關加強兩地消費分流，把高消費項目留在澳門，有助企業應付本土較高昂租金、工資成本。

酒店競爭加劇 迫增旅遊元素

回歸後，澳門旅遊業面對最大挑戰是延長遊客留澳天數。旅客不願留宿澳門的原因，不外乎酒店房價高企及缺乏旅遊元素。除了特大家庭時段，現時酒店房價比以前更平穩，未來還有約二萬間酒店房陸續落成，供應增加迫使新建酒店營運商「各出奇謀」地創造不同酒店主題，有利吸引不同客源，而價格會趨向穩定。橫琴長隆國際海洋度假區已於三月正式營運，集主題海洋公園、高端酒店、商務會展及旅遊購物於一體，成為世界級綜合休閒度假區，給力珠海旅遊今年增長率約兩成。未來珠澳旅遊業應攜手推廣，達到外地旅客延長留住珠海。澳門綜合度假消閒地帶的目標。

近年，澳門特區政府着力「適度多元化」本地經濟發展，會展業受到官方大力資助，取得了一些成果，但是礙於本地人口不多，會展業受到再大幅擴展的制約，走「小而專」、「小而精」的路線會較適合。今年10月間，珠海國際會展中心已投入試運，位於橫琴十字門中央商務區灣仔片區，佔地面積26.9萬平方米，總投資69億元，是集展覽、會議、劇院、音樂廳和酒店於一體的大型綜合性會展場館。兩地業界基本上同意不同領域發展：澳門會展以消費展為主，珠海則依靠產業條件舉辦專業展覽。延長通關時間可以方便粵西旅客赴澳參加消費展，通過澳門國際的知名度及龐大葡語人口平台，專業會議客戶可以被引導到兩地參加產業展覽，達致兩地雙贏局面。

橫琴樓市升溫 澳門樓價受壓

當橫琴全日通關消息開始流傳後，橫琴房地產市場不斷升溫，均價更屢創新高。以最近口岸的「華融·望海灣」為例，該樓盤已銷售逾1,000個單位，佔整個項目約七成，本月最新開售的單位均價已達每平方米40,000元以上，低密度住宅(建築面積260至290平方米)均價更高每平方75,000至80,000元，反映市場反應熱烈。隨著橫琴整體規劃和發展「透明化」後，澳門買家比例不斷上升，本月開售期數的澳門買家已逾八成。

澳門近期樓市購買力聚焦橫琴，當地二手成交持續減少，市場叫價(尤其氹仔區)開始回調，預計今年年底或會再有10%跌幅。根據美聯澳門公司估計2014年全年成交會創下不足8,000宗新低，比2013年下跌約36%，全年成交金額僅約500億澳門元。如以500億估算，2014年澳門成交住宅平均樓價約6.5百萬元，相比橫琴新樓大約高出50%以上，無怪澳門居民被吸引過關置業。大家不難想像，橫琴新建住宅吸引力短期不減，澳門中小型住宅會持續受壓尋底，只有豪宅較為不受影響。

加速兩地產業分流 共存雙贏

延長通關時間可以方便珠澳人民往返，加速兩地產業分流。澳門各界應加強自身競爭能力，協調兩地扮演角色，達到共存雙贏局面，並不存在哪方給力、哪方受惠！廣東今年經濟係全國第一，而首十月內珠海市固定資產投資額同比增長23.3%，增連續居珠三角首位。澳門特區享受了過往幾年高速經濟期後，未來增長肯定放緩，實有賴珠海——澳門聯手發展才可保持持續增長勢頭！