

# 油價升跌非僅看供求

康宏投資研究部環球市場高級分析員  
葉澤恆

油價持續下跌，加上今年以來歐美國家與俄羅斯的關係因烏克蘭問題出現緊張，難免出現陰謀論指，歐美希望油價持續下跌，令俄羅斯出現財政困難，最終停止向烏克蘭作出軍事干預。沙特阿拉伯為首的油組成員國，眼見美國近年發展頁岩油快速，令沙特等出口往美國的中東國家，其市場份額受到極大影響。美國不但可能成為全球最大的石油出口國家，且威脅中東國家的市場份額。因此，是次決定，似乎並非單純看油價及其供求關係般簡單。

## 美開發頁岩氣影響諸國

油價今年以來顯著下跌，已令美國頁岩開發產業，特別是上游方面影響最大。目前油價下跌至66美元水平，已明顯低於開發成本的85美元。若油價持續低迷，可能令有關機構於美國方面的營運出現財困。據統計，美國能源業自2011年以來頁岩油氣開發商的投资達到1.5萬億美元。能源企業債券現時佔垃圾債券總數的15%，較10年前的5%為多。沙特其實與美國擁有同一敵人——伊朗。伊朗是什葉派為主的國家，沙特則是遜尼派為主。伊朗受歐美經濟制裁下，希望透過減產提價，以維持其財政能力。另外，俄羅斯經常支持伊朗，亦令沙特感到不滿。

## 印度燃料補貼開支大減

是次油組會議，主要由沙特主導。但沙特阿拉伯為首的油組成員國，眼見美國近年發展頁岩油快速，令沙特等出口往美國的中東國家，其市場份額受到極大影響。美國不但可能成為全球最大的石油出口國家，且威脅中東國家的市場份額。因此，是次決定，似乎並非單純看油價及其供求關係般簡單。另外，印度是在新興市場中最欠缺能源的國家，油價持續下跌，可以令今年政府作出燃料補貼開支減少25億美元。

## 油價跌俄國屬最大輸家

輸家當然是一眾依賴出口石油為主的國家。其中，受影響較大的是俄羅斯。據估計，油價每下跌1美元，當地石油收



■有陰謀論指歐美希望油價持續下跌。 彭博

入將減少達到20億美元。由於當地財政收入有大約一半是來自出售石油及天然氣，故對俄羅斯政府財政是一個嚴峻挑戰。委內瑞拉及尼日利亞亦受到不同程度的影響。委內瑞拉石油收入大減35%，尼日利亞政府更要削減明年預算開支6%。

當然，亦有部分國家出現好淡難料的結果。美國方面，油價持續下跌，可令消費者節省大約600億美元至700億美元汽油開支，有利當地感恩節及聖誕節消費。另一方面，由於油價持續下跌，將可能令當地頁岩油氣開採商減少資本開支大約300億美元至400億美元。歐洲及日本雖然受惠油價下跌，工業生產成本下降，但同時拖低當地物價，令當地央行希望通脹回升的願望未能實現。

# 油價下跌未必惠及股市

路透熱點透視專欄作家  
Ian Campbell

熱點透視

決策官員希望有大規模的刺激。如今他們如願了。油價大跌對全球經濟成長來說是個天大的好消息，但這並不會自動成為股市的利多消息。美聯儲局（FED）結束量寬鬆計劃，黃金、大宗商品、現在連石油均因此屈服。股市或許是下一個不支倒地的市場。

在全球苦苦掙扎之際，極高的油價看來格外怪異。如今全球需求不振，尤其是中國需求走軟，加上原油和頁岩油產量增加，導致油價跌跌不休。

石油輸出國組織（OPEC）不減產的決定則加重了跌勢。貨幣政策是另一個重大的因素。美聯儲在金融危機過後大舉印鈔的舉措削弱了美元，進而推高了大宗商品價格。如今表現正正相反。

## 消費者受惠油價跌

油價下跌為全球帶來莫大好處。荷蘭銀行認為這對全球的

淨刺激高達5,500億美元，相當於全球產值的0.7%。全球消費者同樣受益匪淺。較便宜的燃料和運輸成本可以讓消費者有多餘的資金在別處消費。但油價下跌的好處並非是雨露均沾。中東國家、俄羅斯、委內瑞拉和尼日利亞等石油出口國則是其中受創最嚴重者。日本、印度和中國等淨石油進口國亦是受惠良多。

從各國央行政策亦可以看出油價下跌的影響。許多新興國家，像是巴西和土耳其，通脹仍是一大隱憂。油價下跌將提供降息空間。歐元區亦然，較便宜的能源可以視之為經濟成長的厚禮，非通貨緊縮的禍根。

油價下跌助全球經濟一臂之力，或許可以用來解釋全球一些股市屢創新高的原因。不過對抱持懷疑態度的人士來說，值得商榷的地方不少。便宜油價的好處需要一段時間才能發酵。然以標準普爾500指數為例，其預估值盈率已高達16倍。目前，採購經理人指數表明中國和歐洲的經濟成長疲弱。

這就像全球滯時高油價的怪異環境，股市頻創新高亦是如此。接下來可能換股市遭殃了。

# 存款保險制助推利率改革

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理  
何天仲

近期內地銀行業重磅消息不斷，先是央行宣布降息，近日國務院又就存款保險條例公開徵求意見，內銀利率市場化步伐加快。存款保險制度是完善銀行體系的重要補充，可以起到維護金融穩定、防範及化解金融風險，增強公眾對銀行信心的作用。筆者認為，存款保險制度有望在近期推出，料對內銀業績影響不大。惟長遠來看，利率市場化將會壓縮銀行業息差收入，迫使銀行業務多元發展，內銀或會面臨洗牌，值得關注。

## 覆蓋儲戶廣 利長遠發展

據徵求意見文件，內地存款保險最高賠付限額為50萬元（人民幣，下同），若用2013年底的存款測算，50萬元的賠付限額能夠覆蓋99.63%的儲戶存款，即是絕大多數儲戶的存款均可得到有效保護。另外，保險費率將會由基準費率和風險差別費率兩部分構成。對於風險較大，營運不夠穩健的中小銀行，保險費率將會較高。不過，人行及國務院可以根據經濟發展、存款結構變化及風險狀況，靈活調整最高賠付限額和保險費率。換言之，存款保險制度擁有保障存款安全及微調流動性的雙重效用。

# 港整體樓市較去年活躍

香港專業人士協會副主席及資深測量師  
陳東岳

土地註冊處公布，上月樓宇買賣共6,457宗，比對10月下跌約兩成，亦是近7個月以來新低，相信是「佔領」行動所影響，住宅交投回落由成交數字上反映出來。不過今年首11個月成交73,911宗，已比去年全年約70,500宗高出半成，顯示今年整體樓市仍較去年活躍。

## 交投回落 樓價反升

樓市交投回落，在正常的市場供求狀態下，理應樓價亦相對回軟，但偏偏現實不是這樣，市場錄得無論港九新界均出現屋苑破頂平均價成交。隨意舉一些例子，將軍澳慧安苑頂層單位，以10,380元之呎價成交；士瓜灣翔龍灣高層特色戶，以15,583元之呎價沽出；天水圍嘉湖山莊亦有一單位，以實用面積計逾7,800呎價成交，造價屬1997年後新高。

怎樣解釋上述疑似反常的「量跌價高」現象？筆者嘗試去分析一下，現時「佔領」運動持續之下，普羅置業人士面對政局動蕩，信心肯定受到影響，上月交投下跌兩成應該可以說明整體趨勢。何以出現高價成交？相信是擁有強大購買力人士，趁這個時候市場競爭較小，肯決心追價，業主亦因政

治形勢，肯落實接受出價達致成交。就上述幾個成交例子，可以看出多是同屋苑中最優質的單位之一，既然同屋苑有單位以高價成交作參考，在市場比較法之下，其他單位的價格亦得以企穩在較高水平。不過筆者提出警告，要是政局長期不穩，成交持續轉疏的話，樓價亦不可能長期只升不回的。

## 新界上車盤租平過供

筆者留意到媒體報道，新界區重現1997年上車盤「租平過供」的現象。換句話說，這類首次置業人士上車盤，償還按揭貸款每月供款連本帶息，比同一單位的市值租金還貴。該項報道的抽樣單位遍及包括位於新界沙田、大埔、粉嶺、上水、屯門以及荃灣等一共12個屋苑，出現供款比租金高出0.1%至14.5%不等，研究對象為400萬元以下上車盤，以按揭70%，按息2.15%及25年還款期計算，若果將來加息，每月供款更多，相對於租用同類單位的負擔更大。

在此消彼長之下，相信用家選擇租樓的比例愈來愈高。此現象的出現，一方面由於樓價居高不下，另一方面，由於雙辣稅的實施，部分持有單位人士轉售為租，令可供出租單位增加了，小業主願意以平租吸引租客，日後碰上加息，供款增加時，相信更多人選擇租樓，屆時樓價或出現較明顯回落趨勢。

# 結構改革帶動 A股漲升有理

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

近日投資者關注的焦點，顯然是再度火熱的A股，很久沒有這樣暢旺。不單A股造好，成交量，港股亦受惠，起碼從交投上看，的確比之前增加了，連日來均有逾千億元成交金額，怎說仍是值得恭喜的事。

當然，不少人對於升市有悲觀傾向，在大市漲了又漲之際，難免要為大家提供一兩帖清涼劑，冷靜一下情緒，沒有那麼興奮高漲，平靜地看看是否真的值得如此樂觀。

## 判斷需合理

說起來，這種態度是正確的，投資者就是需要從不同角度看待事物，既要想像到無窮的上升空間，亦要看萬一想法不對時，究竟會帶來甚麼後果，綜合起來，才是較為合理的判斷。換言之，先天下之憂而憂，未必不對。然而，是否真的需要後天下之樂而樂，倒可以有斟酌的餘地。事實上，就以內地股市今次升市計，的確有樂觀的理由，且不是單憑升市的數目或百分比可以說明。說到底，不同的量度方法，可以看出不同的尺度和對比，還不是為大家提供一個可供參考的印象，形象化的，具體化的，不是抽象的描述。

## 忌盲目投機

不過，投資者並不一定如部分評論或分析所指，對於潛在風險全無所知，盲目投機。可不是嗎？內地經濟過去幾年高速增長，當外界仍困於金融海嘯的危機或其陰影中，中國經濟增長之快，令人既妒且羨。然而，經濟雖好，過去幾年的A股卻沒有相應的好表現，指數的移動令人尷尬，尤其對比起由金融海嘯中復甦過來、近年連番創新高的美股，更是如此。

如此一來，投資者有着幾年來的經驗，不會真的完全無知，不可能全無感覺，單憑一兩個印象，便再次瘋狂投入。事實上，A股以往不乏瘋狂參與的日子，這一點大家都知，但是不是今天呢？卻有待商榷。

事實上，目前A股的升勢，更可能是方興未艾，是一波結構升市行情。歸根究底，今年初至今，A股不論大盤指數或打新股活動，均有非常好的表現，這不是偶然的。

時機上，剛好去年有新領導人上場，當時強調的是，改革開放過了高速的30多年，但要保持這種速度是不可能的，要把速度放慢下來，如今要重視的是質量非量，過往為了谷高增長數字，很多事情有不合理的地方，累積下來的難題愈來愈難解決。目前正是改革的深水區，意味着要改革很多長期問題，包括貪腐問題、環境污染、地方與中央的關係、貧富懸殊、沿海與內陸的發展不平衡等。

可以設想，當過去一段日子，內地房地產作為儲蓄的角色，在新時代中，有另謀替代的必要，起碼是部分替代，A股在資本市場改革後，可以肩負大老百姓退休保障的功能，自然是有長期的看好理由。這一切，不是一時三刻的逆周期刺激經濟，更不是一般人看見漲升很多便說的泡沫。



■再度火熱的A股近日成為投資者關注的焦點。 中新社

# 經濟通脹雙低 全球債息向下

貝萊德全球首席投資策略師  
孔睿思

上週歐債利率再度下跌。德債的利率跌至新低，十年期利率約為70基點。德國之外，荷蘭以歷史低位出售十年債；在周邊地區，意大利的債券利率跌至近2%，西班牙的利率則為1.88%。歐債利率下跌的原因包括：推測歐洲央行將擴大資產購買計劃至包括主權債券；增長疲軟；通脹下滑和對通脹的預期降低（歐元區的通脹目前為0.3%）。

## 經合組織降明年GDP預測

利率率下滑在歐洲最為顯著，但這股趨勢幾乎出現在每個已發展國家。英國國債的利率率接近2%，加拿大的十年期利率率更降至該水準以下。與歐洲一樣，利率率下滑的部分原因是名目增長放緩，如今這已成為全球現象。經濟合作發展組織最近調低GDP增長預測：2015年的增長預期由3.9%下調至目前的3.7%。

即使是美國，儘管錄得自2003年以來連續兩季最佳的GDP數據，但美國的利率率仍與全球的利率率同步走低。三十年期債券的利率率回落至3%以下，十年期債券的利率率則跌至2.2%以下，是一個月來的最低水平。

較早時曾經提過，美國的利率率受壓於全球利率率偏低以及機構和銀行持續買入債券。另一個壓低利率率的因素是供應未能滿足需求。摩根大通估計，由於日本和歐洲央行增加購買債券，2015年的全球需求將超越供應4,000億美元。

正當主權債利率率大跌的時候，企業債利率率

的跌幅較低，導致息差擴大。儘管股票上漲，但投資等級和高收益的息差雙雙擴大。雖然由於違約率處於歷史低位，息差的絕對水平仍低，但息差卻在擴大。近來一些公告亦顯示，單一公司的個別風險正在升高。投資等級的息差目前比相對的國庫證券高1.25個百分點左右。早在7月時，兩者息差相差不到1個百分點。

高收益的息差仍遠高於夏季時的低位，息差擴大與流動性緊縮一致。不過，能源價格大跌亦加劇了息差，尤其是高收益息差的擴大。投資者對於美國能源的現金流感到擔憂，美國能源目前佔巴克萊高收益指數的15%。

## 油價跌對新興國影響不一

石油輸出國組織在上周五的會議中按兵不動，隨後油價跌至數年來低位。油價大跌促使我們同時減持石油探勘、生產以及服務公司的股票與債券。

油價大跌和缺乏相應政策令美國的頁岩油業者紛紛削減資本開支。不過，這只會減緩產量的增長，不會降低供應。

由於預測盈利預估仍有新一輪下調，能源股短倉在上個月增加超過兩成。考慮到油價不振和資本開支或將減少，我們同時減持探勘和石油服務公司的股票和信貸。我們看好的能源相關股票是綜合型全球石油公司。該類能源股受惠於低估值和分散的營業模式。

油價大跌對於新興市場國家的選擇亦有不同的影響。印度、印尼和泰國皆為油價下跌的受益者，尼日利亞和委內瑞拉依舊是受最大影響的國家。