

地緣政治風險演變中未容忽視

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

自從年初至今，金融市場的地緣政治風險似乎無日無之，不同地方的恐怖襲擊或綁架活動頻仍，意外之數不少。令人聯想到，當意外成為生活中經常出現之時，是否仍屬意外，抑或只是意料之內的意外。

這一點分別，不是純粹言詞之爭，而是有實質影響的。試想像，若全無先兆，投資者的反應，只能在事件發生和報道一刻，幾乎所有人一同作出，波幅會突然擴大，而大家在沒有更多時間去理解有關事件的情況下，短時間內被迫作出可能過分的反應，亦是正常人很合理的反應。相反，若是有跡可尋，卻是事態演變有惡化，則投資者不會完全無知無覺，大概不同人對事態有不同評估，有些人悲觀一點，把較差的處境都已反映在交易中；有些人樂觀一點，可能隨着事態惡化，仍得再轉為看淡一些。無論如何，短期波幅未必太大，但有關行情可以持續一段日子。

油價急跌牽涉地緣政治

就以近來的局勢和金融市場反應來看，油價的下跌，固然有很多供求因素同時互相影響，難以說得清楚究竟哪一個因素較重要，但可以肯定的是，地緣政治因素，或多或少都牽涉其中。

說到底，歐洲和日本經濟差，全球復甦步伐受阻，影響石油需求的增長，這一點雖然重要，但不見得完全無先兆，而具體說來，就不應對油價有今年的如此巨大跌幅影響力。

油價大跌或觸發新一輪走資潮

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁

曾慶璜

油價下跌未止，英國布倫特原油價已跌穿60美元，而現時還未有跡象顯示油價(OPEC)有意減產，恐怕油價仍會進一步下跌。油價跌勢加劇，令產油國經濟陷入困境，其中飽受歐美經濟制裁的俄羅斯走資情況嚴峻，拖累盧布對美元今年暴跌超過50%，俄央行早前一口氣加息6.5%至17%，可惜未能挽救盧布跌勢，相反盧布更一度下挫最多兩成。俄央行大幅度加息，反映事態嚴重，俄國經濟可能已面臨崩潰邊緣，引起市場憂慮俄羅斯違約危機重現。

油價及盧布大瀉蔓延至其他商品出口的新興市場，巴西雷亞爾兌美元跌至9年低，馬來西亞貨幣林吉特兌美元亦下跌近11%，創五年新低。

關注儲局措詞轉趨鷹派

油價大跌引發部分新興市場走資，但下一輪的走資潮可能蓄勢待發。美國經濟持續復甦，雖然美國聯儲局最新會議表示不急於加息，且措辭繼續偏鴿，暫停為新興市場喘一口氣，但如未來儲局的措詞轉趨鷹派，勢將觸發新興市場進一步走資。

美國於過去數年推行量化寬鬆(QE)，為環球市場提供廉價資金，新興國家一般融資成本較高，因而轉向外國市場借貸或發行美元債券，一旦美國加息及美元持續轉強，定必加重新興地區企業的債務負擔，對新

美將「收水」 資金回流發達市場

太平金控·太平證券(香港) 研究部主管

陳羨明

美聯儲在12月利率決議聲明中放棄了「將維持低利率相當長一段時間」的措詞，取而代之的是對貨幣政策恢復正常化應保持耐心。像以往一樣，本次會議聲明基本符合市場預期。前瞻指引的修改，表露出美聯儲正在着手推行貨幣政策正常化，美聯儲此舉強化了加息預期。

美經濟趨勢仍指向復甦

自從10月份議息會議以來，美國經濟活動溫和擴張，勞動力市場逐步改善，新增就業人數增長，失業率繼續降低，勞動力資源利用率不足的狀況好轉。雖然美國11月新屋開工和營建許可增長均不及預期，但趨勢仍指向復甦。當月新屋開工總數年化102.8萬戶，環比下降1.6%，營建許可總數103.5萬戶，環比下降5.2%。整體上，資料仍顯示美國房屋建設活動仍處於復甦的趨勢之中，這與美國經濟溫和增長一致。

能源價格下降壓低11月CPI增速。美國11月CPI增速環比下降0.3%，同比從上個月的1.7%下降至1.3%，略低於市場預期的1.4%，CPI增速的下降主要是因為能源價格下降。11月能源價格同比下降4.7%，降幅較上個月的負1.6%顯著擴大。考慮到12月國際油價繼續下行，預計12月CPI將繼續維持低位。不過，美聯儲將核心PCE年率漲幅2%定為長期通脹目標，美聯儲關注的是核心PCE，不受原油價格波動影響。

隨着美聯儲加息的漸行漸近，全球資金撤出新興市場回流發達市場的趨勢，這種趨勢將會延續。今年9月，市場對美聯儲加息的預期上移，已再度引發資金流出新興市場，新興市場國家都將受到影響。本次美聯儲修改

另一個因素是供應，簡而言之，任何人稍有接觸財經新聞，都知道油組國不減產的決定，令供應相當充裕的情況更為突出。然而，油組國不減產，那是因還是果？當然，從最直接的結果上，每天看着油價急跌，自然傾向把事件簡化，它的決定還不是原因是什麼？

如此一來，便容易忽略了背後更多的可能性，包括石油與石油的替代品的競爭，例如近年興起的頁岩氣或頁岩油等，有否角力的存在？至於另一邊廂，由年初烏克蘭事件發生至今，一直與歐美有爭拗的俄羅斯，更是明顯受到今次油價大跌打擊的地方。誠然，外界無法證明真的是為了打擊俄羅斯才有油組不減產的決定，但把兩件事聯繫起來的話，不同人有這種解讀，亦是完全可以說得通的一個版本。

憂俄債或觸發金融危機

無論如何，世界經濟環環相扣，俄羅斯在烏克蘭事件後，影響其與西方國家關係，繼而在近日油組不減產決定下，拖累油價急跌，俄羅斯盧布匯價一瀉如注。而俄央行的加息行動，跟以往任何企圖以加息托匯價的舉動一樣，只能治標不可治本。這樣一來，大家重新關注，俄羅斯會否有賴債的動作，便是新一輪金融危機的導火線。

說起來，年初之時，有誰會聯想到，事態會演變至此？換言之，表面看來不全是意外的意外，當事態一直惡化時，其打擊面愈來愈廣，其實也有可能在原本想像不到的範圍，出現巨大波幅。第一季只看俄羅斯股市和匯價的，可想像不到由油價反過來影響的股市和匯價波動！

興經濟造成不利影響。

此外，QE時期大增加環球資金的流動性，大量熱錢流入廉價的新興市場，然而，美國退出QE及加息會吸引資金回流美國，導致新興市場股匯齊跌的情況。

因此，加息令石油及商品出口國雪上加霜，同時對其他新興市場均構成影響。首當其衝的是那些基本面較差的國家，如俄羅斯及巴西等，兩者分別因抑制資金流走及高通脹而被迫加息，長遠有損經濟健康，再加上走資衝擊，後市表現有待觀察。相反，中、印均是石油消費國，油價下跌有利降低政府及企業開支，更有助紓緩通脹，為放寬貨幣政策製造有利條件。

內地未來降準機會大增

中國已開始減息，最新製造業PMI持續放緩，為求穩增長，預料未來降準的機會大增。而且中國在滬港通推行前資本市場未完全開放，因此股市受外資的左右有限，現在滬港通開通，受惠於改革概念及股價低廉，反受環球資金追捧，相信美國加息對中國股市的影響輕微。

印度自莫迪上任後大推經濟改革，吸引資金不斷流入，未來股市取決於經濟表現，觀乎印度11月製造業PMI回升至53.3，反映經濟正在擴張。美國加息或會為印度股市帶來短暫衝擊，但預料隨着基本面向好，未來股市會繼續受環球資金追捧，因此股市短暫震盪反成投資者的入市機會。

利率指引，疊加大宗商品價格的大幅波動，新興經濟體風險顯露。近期除盧布對美元顯著下挫外，主要新興市場貨幣對美元均有所貶值，與去年三季度時的邏輯一樣。

美元上行 油價續走疲

美聯儲加息預期同時也打擊了大宗商品價格。美元走強和供給過剩是本輪油價暴跌的主要原因，而產油國之間的博奕以及地緣政治因素加劇了短期內供給過剩的預期，是油價短期大幅下挫的催化劑。從絕對價格變化看，原油價格自6月份高點下跌48%。短期看，原油價格的走勢主要取決於產油國在供給層面的應對措施。長期看，原油供給過剩和美元上行的趨勢難以改變，油價仍可能維持弱勢。

美國經濟復甦，新興市場資金流出及商品價格下跌，對不同類型新興經濟體造成不同程度的影響。儘管近期俄羅斯金融和貨幣市場動盪深受油價暴跌的負面衝擊，但是，俄羅斯盧布危機也是美聯儲加息預期下新興市場債務危機漸次爆發的一環。歷史上，美元緊縮周期均伴隨着新興市場危機的出現。隨着美聯儲貨幣正常化的逐步推進，未來類似的債務危機還會在新興市場基本薄弱的環節中爆發。

中國內地經濟資料繼續下行及央行降息構成了本輪人民幣貶值的主要原因。12月12日-18日人民幣即期匯率收盤於6.2163，周度跌幅為0.48%。人民幣中間價收盤於6.1195，周度跌幅為0.02%。不過，相對其他自由浮動的貨幣而言，人民幣對美元匯率波動很小，因此，人民幣兌美元難以大幅貶值，另一方面，美元對其他貨幣的升值，也意味着人民幣對這些貨幣的升值，未來人民幣有效匯率難以明顯下降。

盧布狂瀉暴露俄過度依賴能源

時富金融策略師

黎智凱

年末的國際金融市場風起雲湧，美聯儲強調「耐心」刺激美股美元大漲，瑞士央行宣佈負利率致瑞郎暴跌，而盧布跌跌不休更稱得上市場焦點。上周盧布在油價暴跌和西方制裁的雙重壓力下，可謂釀成雪崩之勢。石油及燃氣佔俄財政收入過半，原油價格在下半年暴跌五成直接引發盧布跳水。此番盧布暴跌集中暴露了俄羅斯過度依賴能源，經濟結構單一，結構調整迫在眉睫。

資金外逃加劇經濟不振

在外患加劇的背景下，俄政府結構性政策更被指責為不智。俄羅斯最大的國有石油企

業俄羅斯石油(Rosneft)在遭受國際制裁的前提下仍然能以極低的利息發債融資，其債權賣家(市場猜測為大型國有銀行)更受到可用該債權作抵押向央行借款的優待。石油公司發放債券融入銀行體系，導致銀行信用降低，加上美聯儲暗示加息將資本吸引回國，很有可能進一步引發資本外逃，讓俄羅斯經濟雪上加霜。

在盧布空前挫敗之時俄政府終於坐不住

港樓價明年續升已可預期

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

百家觀點

於12月19日，香港發展局局長陳茂波公布了下季賣地計劃，連同「一鐵一局」項目在內，將推出6幅住宅用地，約提供2,800伙。如果細心計算今財政年政府總體住宅供應量，可以發現會達不俗的2.10萬伙，超過近期內建屋目標1.88萬伙。

回顧過去4個政府財政年度，可建住宅單位數目(含政府賣地計劃、「一鐵一局」項目及私人補地價及重建項目)分別是18,816伙(11/12)、16,410伙(12/13)、18,034伙(13/14)及20,650伙(14/15)，平均年供應量可達18,478伙，非常接近近年目標之18,800伙，基本上政府已「交出成績」。

不過再具體分析單項供應量，則發現以政府賣地計劃供應源最踏實，平均年產約9,000伙，但是以「一鐵一局」計劃最不穩定，由11/12及12/13雙年度各單年產量4,200伙，暴跌到13/14年的720伙，經過政府出口警示後才於今年度急升上歷史性的12,300伙，但也會大幅減少下個財政年度的「一鐵一局」供應量。另外，一個微妙變化也令人擔心是私人補地價及重建項目近年呈現下跌趨勢，從11/12年的約6,670伙，下降至12/13及13/14年雙年單年供應量少於4,000伙，而今財政年度更預計只有2,000伙，只及高峰期的三成。

私人項目供應維持今年水平

綜合分析，2014/15年土地供應能夠「超額」完成，且有效地拉高過去四年總供應量及年均量，基本上得力於「一鐵一局」項目超標完成，但隨着大型鐵路項目幾乎完全「上馬」，尤其是將軍澳86區，下年度政府要達標只有依賴本身政府賣地計劃及私人項目的有效補足，可以想像其困難程度不低。筆者更加大膽推算，私人項目供應量會持續低企，僅僅維持今年水平，對整體供應量幫助有限。近年私人補地價及重建項目長期不被重視是「有跡可尋」，原因眾多，包括樓價持續攀升使地價高企、重建門檻需被降低但市場人士普遍不積極參與、農地更改用途手續複雜且時間難掌握、村屋找地及興建程序未有簡化且時間不短等等。特區政府實應進行深入研究並設法「激活」私人項目數目重回正常供應量，這才可以有效補足年供應量的缺口，達到中長期年產量穩定的目標。

「一鐵一局」後續供應難樂觀

拆解「一鐵一局」的今年供應量，不難發現鐵路項目尤其將軍澳86區的供應量已經達9,600伙，是今年達標的主要來源。可喜的是最近推出的日出康城6期反應仍然熱烈，共收到23份意向書，涵蓋幾乎所有大型開發商，一眾活躍中型企業以獨資或夥拍中資發展商合資及一些以前不太會參加政府賣地的個別發展商(大部分是從前的市區收建舊樓專家)，這已說明特區未來開發活動會高度集中於政府賣地計劃中的。再者，市建局亦共產出約2,700伙土地供應源，成績不俗。總計今年度「一鐵一局」已經佔全年總供應量近6成，比近年只有2成多水平，明顯大幅提高。除了日出康城還有約7,000伙供應外，明年「一鐵一局」項目主要來自西鐵元朗站上蓋及觀塘市中心重建項目，但是可建後續的供應量會較為短缺，使人擔心。

從最近公布的中原城市領先指數，讀者可以發現「佔中行動」對本地樓市影響已告一段落，且可望持續至明年首季，明年樓價走向視乎政府可否給市民信心未來幾年住宅供應量仍可持續穩定「達標」。美國QE行為已告終，相信全球息口只會向上，但端視加息周期時間表何日正式啟動，是明年第二季還是更加被推遲呢？可喜的是中國經濟明年會放緩，流入本地樓市的熱錢會有所減少，這對明年特區住宅樓價壓力有所紓緩。無論如何，內地及港澳地區經濟仍處於上升周期中，區內投資活動仍然不俗，香港樓價是「易升難跌」，2015年特區樓價上升幾成定調，只不過是上升幅度多少。

「佔中」活動暴露年輕一代對未來經濟的「無力感」，收入追不上樓價上升，社會上流機會減少，對特區經濟活動被「邊緣化」的憂慮。在餘下任期，特首實應立刻正視新生代的經濟需求，切實推出扶助青年的系統性經濟方案。這才是「長治久安」方法，免得反對派藉故讓「佔中行動」再次「死灰復燃」，特區和諧社會及法治價值再被破壞！年輕一代應該給予特區政府較長時間推行相關政策，以「和平共存」態度共同面對未來經濟衝擊。

聖誕節將至，祝願各界人士放下分野，迎接普天同慶節日，2015年會比今年更加平和和安全！列位看官，聖誕快樂，新年進步！



分析認為，香港明年樓價上升幾成定調，只不過是上升幅度多少而已。 資料圖片

為令德國點頭 歐央行擬實施QE時讓步

路透社路透專欄作家

Neil Unmack

熱點透視

歐洲央行(ECB)正準備在量化寬鬆(QE)上讓步，以讓德國點頭。歐洲央行幾乎可以肯定將在明年購買主權債券，從而改善歐元區經濟。但為了讓德國同意，可能要降低該政策的火力。

歐洲央行抗擊低通脹低增長局面的計劃中，包括使資產負債表擴大至3萬億(兆)歐元，來壓低收益率及讓歐元貶值，以達到激勵增長的目的。但看來唯一能擴大資產負債表的方法——量化寬鬆，卻在德國碰了釘子。德國擔心這會讓貨幣政策變成非法財政轉移的秘密途徑。

路透12月19日報道，折衷方案或為各國央行撥備資金，承擔本國政府餘下的潛在損失。準備金的規模可能根據評級或信貸違約互換決定。這使政府資助央行達到歐元區其他央行準備金要求的風險上升。

不過這也不會讓整個QE變成一場徒勞。歐洲央行仍然能夠擴大資產負債表，大量印鈔向市場注資，同時讓歐元貶值。如果這是唯一能讓德國認可的方式，也好過束手無策。

薄弱國家債務成本更高

但歐洲央行QE共同承擔的程度越低，整體政策的效果就越小。政府仍然面對自己的信貸風險，所以薄弱國家的信貸利差下降程度，要比風險集中的情況要低，所以也使債務成本更高。經濟復甦不會很快。

2010年-2013年危機時，歐洲央行向二線國家央行秘密提供緊急流動性援助，不讓風險擴散，這種做法精明務實，卻也可以理解。現在建立了銀行聯盟，情況應當不同。相反，德國將讓人覺得，成員國的不信任讓歐洲央行備受打擊，歐元區更加不團結——就算整個歐洲都面臨着通脹和低增長的威脅。

了，盧布保衛戰接連打響。在經歷了盧布暴

跌逾10%的黑色星期一之後，俄央行凌晨意外宣佈加息，將關鍵利率大幅上調650基點至17%。然而單單加息並未能止住盧布頹勢，上周二盧布與俄羅斯股指RTS雙雙暴跌近兩成。俄財政部被迫發動大招，多次出售外匯儲備干預匯市，盧布終於在上周三反彈。普京更是出面力挺俄羅斯經濟，稱經濟會逐漸回暖，疲軟不會超過兩年。

自盧布暴跌以來俄羅斯國內動盪不安。俄富人申請外國簽證增多，資本外逃加劇。人們爭相兌換美元和歐元，幾乎耗盡銀行外匯儲備。消費者陷入恐慌性購物，奢侈品降至白菜價，國際代購盛行。盧布遭腰斬亦拖累多家跨國公司，蘋果已暫停俄網銷售。

中國吉利汽車更是爆出盈利下降50%，部分由於其海外業務因盧布貶值蒙受外匯虧損。

不排除採取更激進手段

俄羅斯已經墜入貨幣危機的深淵，而壓力的根源難以在短時間內消除。未來不排除俄政府為救市採取更激進手段，如出台資本管制。國際關係上，不排除中國在適當的時機充當俄羅斯的白騎士，有條件地兌現人民幣與盧布互換協議，或者普京放低身段在烏克蘭的問題上讓步以求減低西方制裁。鑒於俄羅斯人民很難忘掉1998年由債務違約引發的經濟危機，在國內受歡迎度已然下降的普京將不得不採取非常措施以捍衛國家經濟以及自己的政治生涯。