

# 內地將續刺激信貸提振實體經濟

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管  
**陳羨明**

內地經濟下行，物價通縮，工業企業利潤增速繼續下滑，貨幣政策的放鬆將繼續以刺激信貸為主要方向。

11月工業企業實現利潤同比下降4.2%，高於10月的下降2.1%，1-11月利潤同比增長5.3%，較1-10月同比增速下降1.4%，內需收縮和物價通縮導致主營業務收入大幅下滑至09年5月份以來的最低點。

## 經濟下行壓力增 現通縮風險

從行業看，行業利潤繼續分化，上游大宗周用品價格下跌，中游成本下降受益，利潤回升比較明顯，下游行業利潤則有所下降。地產銷售再度反彈，12月一、二線城市延續了11月以來的反彈趨勢，三四線城市同比增速持續回升。從企業看，國有企業和外企利潤均明顯下滑，表明內外需均不樂觀。

通縮風險仍存。統計局食品價格12月中旬環比上漲0.4%，食品價格回升。受國內經濟放緩、大宗商品價格走勢雙重影響，生產資料價格在12月第3周環比回落0.8%，預計11月PPI續下降，12月CPI微增，但通縮風險仍存。

不斷下滑的11月工業企業利潤以及物價低迷均反映出國內經濟增長正面臨嚴峻的下行壓力，通脹維持低位將有利於政策寬鬆。央行在4月份以後通過創新工具提供了約2萬億貨幣，正回購利率下調、

降息等則直接引導利率下降。11月降息以來經濟仍弱而資本市場火熱，央行對金融泡沫保持謹慎。考慮到資本市場價格泡沫的風險，相信政府會繼續通過刺激信貸來緩解實體經濟融資難的問題。不過，春節期間資金需求旺盛，流動性短期或持續偏緊。

12月27日央行正式下發387號文，2015年起對存款統計口徑進行調整，將部分原在同業往來項下統計的存款納入各項存款範圍，以緩解年末流動性壓力與刺激信用環境。

## 貨幣信用層面持續利好股市

387號文在流動性層面，無疑從供給端增強了信貸的可獲得性，刺激信用改善，增強銀行間的流動性，有助於緩解短期市場資金面壓力，歷年來的資金價格，伴隨着央行降低實體融資成本政策的強化，在供給端可能疏通從貨幣到信用的路徑。其尤其增加短期銀行資產的配置彈性，從貨幣和信用層面相對利好股市。

不過，由於當前信貸的主要問題在於需求端，387號文對信用環境的實質改善仍待觀察。從貨幣政策預期的角度看，其在一定程度上弱化了近期市場預期的降準壓力，提升市場風險偏好的力度低於降準的總量寬鬆。

此外，387號文可能引發一般性存款轉同業存款的監管套利行為，引至風險提升，從而可能引發央行對這一部分存款要求交納準備金。流動性、風險和準備金率之間的得失權衡影響未來央行的準備金率政策。「暫不繳準」為權宜之計，未來存不確定性。

# 歐美制裁 俄經濟仍存風險

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁  
**曾慶璋**

俄羅斯今年被歐美制裁及油價下跌影響，經濟面對崩潰邊緣，油價由6月高位下跌逾半，大大拖垮俄國經濟，俄羅斯RTS指數跌幅曾一度超過50%，而盧布對美元亦曾暴跌近半，市場憂慮俄國會重現1998年的債務違約事件。俄國因吞併了克里米亞而暗中被歐美經濟制裁的代價，資金不斷外流已削弱了經濟實力，但仍未對俄國造成重大影響。但隨着石油價格持續走跌，最終觸動了俄經濟神經。

## 盧布急跌 加重還美元債負擔

俄羅斯為全球重要的石油出口國，油價下跌令俄油公司盈利走低，政府收入亦受影響，油股重挫拖累整體俄羅斯股市持續向下，資金進一步逃離市場，盧布被大舉拋售。俄央行進行了多次減息後亦未能穩定盧布匯率，最終於月中時一口氣加息6.5%至17%，可惜此舉卻被市場作負面解讀，投資者對盧布的信心一再走低，令盧布下挫幅度加大。然而，面對俄國的經濟危機，普京卻出奇地樂觀，明言將採取進一步措施穩定盧布，有信心以足夠的外匯儲備來應付危機。現時俄國外儲高達4,180億美元，相比1998年違約時的160億美元已大為

改善，相信短期內俄國違約的風險很低。但市場仍對俄國的情況相當憂慮，因現時俄國外債多達7,300億美元，如盧布繼續走貶和油價續瀉，將影響俄政府的財政健康。

另外，俄企亦大量向外舉債，匯率持續下跌加重了他們償還美元債務的負擔，再加上普京大力加息，增加俄企的融資成本，令經營環境更加困難。俄股至今已大跌逾四成，投資者都在緊盯俄股走勢，期待見底入市。俄股過往一向風高浪急，但每次危機後都大幅反彈，如2008年海嘯大跌近8成後，09年卻反彈160%，因此候低買俄股的值得率甚高。但問題是俄股是否有進一步的下跌空間？

## 俄股能否撈底須看油價走勢

俄國當下面對很多不確定性，首先是油價亦未確認見底，油組堅決不減產，而且美元持續走強能幫助抵消部分因油價下跌帶來的損失，令油組仍有利可圖。因油價與俄股的相關性很高，所以俄股走勢取決於油價的發展。另外，歐美制裁仍然持續，美國準備實施新一輪針對克里米亞的制裁，但普京卻一貫強硬態度抗爭到底，可見其政治取態並未因油價的打擊而軟化。這兩大因素影響俄國經濟、匯率及股市波動，最壞情況便是俄國違約。

近日俄股及盧布大幅由低位反彈，因市場對普京的言論反應正面，而且美國重新表示不急於加息，暫時紓緩環球投資者的憂慮，令資金重返新興市場。更令人意外的是中國表示願意擴大與俄羅斯間的換匯額度，以協助俄國渡過盧布危機，帶動盧布及俄股急漲。然而，由於俄經濟風險仍在，油價一日未靠穩，未來仍有回跌的可能。



油價重挫，觸發俄羅斯盧布兌美元瘋狂貶值，加重了俄企償還美元債務的負擔。

# 明年世界經濟還看俄羅斯

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
**張宏業**

今年聖誕前夕，莫斯科下了入冬後第一場雪，可以說是迎來遲來的冬天，但是俄羅斯經濟已早於12月初進入隆冬時節，而且不知冬天嚴寒天氣何時才過去。

今年年中後，美國已公布QE行動有序地結束，美元匯率步入強勢，資源類價格尤其石油趨跌，對新興市場產生不同程度的衝擊。油價半年暴跌近五成，又受到歐美經濟制裁令該國金融及石油企業無法到國際市場集資而打擊投資者對經濟信心，「能源大國」俄羅斯貨幣盧布大幅貶值，更加曾低見79兌1美元新低。於12月16日，俄央行突然大幅加息6.5厘至17厘，試圖以高息引誘資金留下。

鑒於事態嚴重，總統普京於18日舉行年度記者會中大派「定心丸」，承諾俄國有能力應付，即使在最壞情況下，俄國經濟兩年內便可復甦。這張支票是否能兌現還是未知之數，但是「盧布」大幅貶值的短期走勢暫時結束，使該國經濟情況可以稍為穩定下來。

如果以公平角度去分析，俄國的宏觀數據近年不算太差，政府財政大致上達到平衡，

經常賬還錄得盈餘，外匯儲備不斷提升。即使近期出現嚴峻外部經濟衝擊，俄經濟今年依然保持增長0.6%，基本確定有1.2萬億盧布財政盈餘，佔全年GDP約1.9%，相比不少歐美發達經濟體毫不遜色。該國經濟危機源自其結構問題，過度依賴能源出口，貨幣長期不穩定促使資金不斷外流及扼殺外資正常流入。自從蘇聯解體後，製造業沒有足夠資金去更新設備，促使產品長期缺乏競爭力，使外儲不斷「失血」的重要原因之一。外儲不斷流失拖低「盧布」匯價，炒家投機沽盧布，迫使央行動用外儲入市干預拯

## 俄面臨巨額外債償還壓力

今次俄國金融危機最致命因素是西方因應該國入侵烏克蘭而進行的經濟制裁。在制裁措施下，該國的金融、石油及其他能源企業無法到國際市場(主要是歐洲)集資，她們償還外債只有靠國內融資，主要源自外匯儲備，促使外儲不斷「失血」的重要原因之一。外儲不斷流失拖低「盧布」匯價，炒家投機沽盧布，迫使央行動用外儲入市干預拯

救匯率而進一步大幅走低，成為個惡性循環。

明年俄國經濟要面對巨額的外債償還，根據俄央行估計未來十八個月要償還約1,380億美元的外債。俄國經常賬仍以貨物淨出口為主要部分，貨品出口總額以能源產品為主，如果油價仍然保持現有水平，貨幣貶值會使進口減少，但出口減值沒有回升的話，經常賬盈餘會大量收縮，這對俄羅斯的外儲壓力更大，形成明年俄國外匯資金更加短缺。

## 外儲巨料不致爆金融危機

2014年俄國金融危機令人擔心1998年債務危機會否重臨？當年債務危機爆發，時任總統葉利欽為穩定貨幣匯價，曾將利率從30厘調高至150厘。此舉對盧布完全無幫助，俄羅斯無力償付外債，終至同年8月(即提高利率3個月後)宣布違約，引爆金融危機。可喜的現時大部分西方學者相信1998年俄國金融危機仍不會發生，因為該國坐擁龐大外匯儲備，且俄央行歷盡多次危機後已累積豐富經驗，經濟全面崩潰機會不大。但是肯定

# 分析金融市場 須看清危與機

永豐金融集團研究部主管  
**涂國彬**

百家觀點

當大家享受節日假期的歡樂氣氛，投資者的腦筋仍是動個不停。不錯，各地都有不同的假期安排，部分時間或日子有休市，金融市場看似減慢了節奏，但其實只是把平日快速得驚人的變化，略為收斂一下，但利之所在，市場參與者賺錢本能不變，把萬事萬物聯想到危與機的思維結構，亦不會變。

上周二(23日)跟大家談到，地緣政治危機事態演變中未容忽視，表面看來，當中有個重點，就是事件的界定，未必如新聞報道或一般評論般清楚，這一點可以多作補充，好讓大家更容易明白箇中關鍵。

絕大多數人，對於平日在媒體上讀到的，都只是走馬看花，憑感覺，有印象，但求知個大概便可，不會深究。投資者都是人，這一點不會有分別。然而，若要嚴謹認真地看待，投資之準備工夫，要具體媒體記者的觸覺，也要有科學家的求真精神，又要有企業家願意承擔風險的態度，甚至賭徒的計算本領，分開來看，投資者不會是任何一樣的專家，但以一個競爭激烈的環境下仍可生存者的角度看，投資者在上述不同領域都有起碼的要求。

## 思考脈絡 不應只看單一事件

此之所以，若大家僅僅滿足於平日接觸到的說法，而不加思考，倒還罷了，但若真的要追本溯源，當知道，通常的報道分析，往往是即食麵，快速思考，即是沒有太多時間思考，往往以標題為準，豈料標題往往不作準，而內文亦無清楚的思考脈絡。

不過，也不是要刻意挑剔什麼，因為投資分析中，對於不同事件之間的關係，往往是很多人忘記留意的，即使真要留意，也不知從何入手。可不是嗎？究竟何謂一件事？定義方式有可操作性的嗎？就以年初發生俄羅斯和烏克蘭之爭，究竟以哪一刻為界線，事件是否已經開始埋下伏線，又或者進行中，甚至已經完成，其實都不清楚。

## 俄烏之爭 引發市場連串震盪

一般人這樣想，只因習慣了，新聞鋪天蓋地的報道時，便是事件高潮，新聞不再跟進，或少有新鮮畫面，便當作一切如常，最常見的一句，所有事件已經反映在市價上。然而，究竟大家口中說的是不是同一宗事件，都仍有待商榷，那到底該怎樣辯證，是不是反映中或已反映，都不太重要了，因為大家說的，可說是不同的事件！

是的，上述的例子中，俄烏之爭，表面上，近日的動作看似不及當初的震撼，但想深一層，若非當日的情况，哪有今天的經濟制裁？沒有年內的油價和金價急跌，俄羅斯盧布應不至於如此急跌，外匯儲備不會大減，外債危機不會如此突顯出來，如此這般的一連串反應，當然還有其他原因或構件因素，但不可否認，可能仍是上述事件的一部分，而不是獨立的另一件事。



俄烏之爭，竟然埋下油價急跌的伏線。

# 安倍經濟學不確定因素過多

時富金融策略師  
**黎智凱**

本月安倍晉三的順利連任展現出日本選民對安倍經濟學依然有信心，然而受到油價暴漲的拖累，11月份的通貨膨脹水平降至14個月最低，核心消費價格指數(CPI)降至0.9%，環比下降0.2%，遠不及2%的通脹目標。日本央行行長黑田東彥隨即表示，作為依賴大宗商品進口的國家，油價下跌將有利於日本經濟復甦。雖然油價暴漲將會使得通脹率下行進一步承受壓力，但亦會推動基礎價格上漲，利於縮窄產出缺口(即潛在產出與實際產出之差值)，從而推高通貨膨脹。

## 推遲增稅提高風險溢價

日本經濟長期為通貨緊縮所苦，若明年春季工會能和企業管理層在年度薪資談判中對加薪達成一致，則日本更加有望擺脫通縮。黑田東彥已經多次呼籲商界領袖加大企業開支，力求使薪金增速跑贏通脹率，為GDP增長提供助力。政府不得不依賴企業提高工資使得工資上漲水平與通脹率同步，以維持脆弱的通脹率。

為了挽救連續兩個季度陷入萎縮的經濟，上周六日本內閣批准了3.5萬億日圓的額外經濟刺激方案，增加政府開支

用，扶持小企業和重振災區。此前日本政府已宣布與將消費稅再度上調時間推遲18個月。4月份的消費稅上調扼殺了此前經濟復甦的苗頭，直接導致日本經濟於第三季度陷入萎縮。消費稅上調遲延表明對於日本政府來說，促進經濟增長的重要性已超越削減債務，成為了政策新重心。然而推遲增稅雖然可以討得民意歡喜，對負債兩倍於GDP的經濟體來說，增稅不能如期進行也意味著風險溢價提高和在央行的工作中設置更多障礙。

## 三支箭可能成強弩之末

日本放水將有可能惠及周邊國家，包括香港。目前除了美聯儲貨幣政策將在可見未來縮緊，全球仍處在寬鬆態勢中。在這場流動性的盛宴中，套利資金溢出，風險偏好提高，周邊國家也有可能分一杯羹。然而三支箭中除了無限制的量化寬鬆政策大舉印鈔之，成功改變日圓匯率高企之外並無實質性進展，特別是旨在提高日本競爭力的結構性改革仍未落實。12月初，日本主權信用評級遭國際信用評級機構穆迪下調，原因是安倍經濟學能否成功推行的不確定因素過多，減赤目標難以達成。倘若安倍不能落實他承諾的一系列改革如農業、醫療保健、就業和泛太平洋戰略經濟夥伴關係協議(TPP)，三支箭有可能成強弩之末，而日本將繼續深陷經濟衰退的泥潭。

復甦之路漫長，人民肯定要過幾年苦日子了。

## 俄經濟不振拖慢歐洲復甦

俄國經濟不振肯定對歐洲大陸打擊最深。除了最大的貿易夥伴中國外，俄國每年從歐洲各國輸入消費品、機械設備、外匯資金等等，而俄國富商是歐洲各地房地產、股票、高級消費品市場的常客，盧布的大幅貶值肯定打消他們的外購意慾，對歐洲的經濟復甦步伐構成不少影響。

作為最大貿易國，俄國的貨幣貶值對中俄雙方是「危中帶機」。1至11月中俄貿易保持著6.9%增長，中國商務部預計今年雙邊貿易額可達1,000億美元的目標。雙方的經濟利益包括中俄貿易額、兩國邊境人民旅遊、購物、住宿等消費、中企業赴俄國設廠生產活動、中國藍領工人赴俄國上班享受較高工資等等。盧布貶值會強迫中國工人回流、企業賠本關閉廠房及俄旅客減少進華度假/購物，但是也會縮減未來能源、農業、製造業甚至正推進「一帶一路」戰略合作機會。

## 中俄互利互惠合作將加強

今年3月，習近平主席和俄總統普京就俄羅斯跨歐亞鐵路與「絲綢之路經濟帶」和「海上絲綢之路」的對接達成了共識。透過

「一帶一路」，中國可以有效地輸出某些領域過剩產能和已累積的基建經驗到俄羅斯，幫助振興該國經濟，達致互利互惠效果。如美國二戰後的馬歇爾計劃，中國向俄羅斯東亞地區提供援助，如贈款貸款、重建協助、經濟援助、技術支持，開拓巨大俄國東亞市場，破除雙方貿易堡壘，令俄國東面取得平衡發展，減少西方制裁的不良影響，更可提高祖國的國際經濟話事權。

俄羅斯對世界經濟復甦起了關鍵作用，盼望通過俄國政府有效應對和中俄雙方共同努力可以解決。筆者盼望各讀者以快樂面對未來，人活多年，就當快樂多年，然而也當想到黑暗的日子。

俄國經濟不振對歐洲打擊最深，並會拖慢復甦步伐。