

今年或可見證歐元區分崩

時富金融策略師
黎智凱

去年12月份由於激進左翼聯盟(Syriza)的阻撓，希臘未能成功選出下任總統，大選被迫提前約一年半舉行。可能贏得大選的反對黨Syriza決意結束緊縮政策，此後擔心希臘退出歐元區的擔憂蔓延，2015年將有可能見證歐元區分崩離析的歷史性一刻。

憂希臘違約加劇資金外逃

希臘在今年7月、8月份將會有大筆債務到期，而實行緊縮政策是曾獲得三駕馬車2,400億歐元援助的必要條件。在民意調查中領先的Syriza迎合希臘選民的意願揚言要結束緊縮時代，則與之綁定的援助項目將不會獲得續期。希臘的銀行將無法再把非投資級資產作為再融資的抵押物，流動性收緊，資本將加劇外逃。由於擔心新貨幣無人願意使用，人們很可能湧到銀行將儲蓄提現，銀行擠兌將難以避免。

希臘是歐元區債務佔GDP比最高和經濟萎縮最嚴重的國家，在一次次債務糾紛中苟延殘喘。歐洲的實際領導者——德國發言拒絕被希臘敲詐，不僅僅是國內選民已經厭倦了一次次用自己的稅金為別國紓困，更因為不可為其他債台高築的成員國開削減債務的先河。希臘會

發達經濟體今年續分化

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

2014年全球經濟體基本明顯分化。美國經濟在寬鬆的貨幣環境下繼續領先；歐元區通脹仍大幅低於目標，失業率也低於長期平均值；日本經濟呈現溫和復甦，通脹有所回升，但最近兩個季度經濟出現萎縮。新興市場經濟體面臨經濟結構調整問題，經濟承壓。

近期看，主要國家製造業PMI普遍走低，美國製造業PMI遠低預期。12月份美國ISM製造業PMI由前月的58.7大幅下滑至55.5，遠低於預期的57.5。其中新訂單和物價指標分別由前月的66.0和44.5下降至57.3和38.5，反映出美國12月製造業擴張速度較11月有所放緩。

歐元區略有回升，但總體依然疲軟。歐元區12月製造業PMI終值下修至50.6，低於預期的50.8，物價指數進一步下滑。其中，法國、意大利繼續呈下行趨勢，分別下滑至47.5和48.4，而德國製造業維持適度擴張，其PMI終值維持在51.2的水平，為兩個月最高，其中新訂單四個月來首次出現增長。

新興市場方面，中國製造業繼續下行，12月官方製造業PMI由前月地50.3下滑至50.1，為連續六個月下滑。其中，除新出口訂單、產成品庫存、進口指數上升外，其餘各項指數均有所回落。印度蓄勢將發，表現兩年最佳，原油價格暴跌給印度經濟前行助力。俄羅斯受盧布貶值影響由榮轉枯，巴西略有好轉。

美國經濟仍會穩定復甦

預計2015年發達經濟體分化仍將繼續深化。美國作為領頭羊，經濟仍會穩定復甦；受益於大宗商品價格下跌

讓歐洲央行「不惜一切代價」拯救歐元區的宣言收到嚴厲的考驗。

應對通縮 歐元疲不能興

即使沒有希臘的威脅，歐洲央行也已經為應對經濟衰退疲於奔命。近來的油價下跌一方面將降低生產成本，成為經濟增長的動力，一方面亦令人擔憂油價下跌將使溫和通脹的目標更難達成，甚至將歐元區推入通縮的泥沼。歐洲央行行長德拉吉上週發表言論暗示歐洲將會更積極地備戰通縮，而大規模購買主權債的寬鬆措施也可能會很快啟動。歐元兌美元匯率應聲跌至四年半新低。如果希臘無可避免地退出歐元區，那麼歐洲央行不得不考慮在進行QE時是否也應當排除希臘。

那些曾在一年之前就認為歐債危機已經將近尾聲的人可能不得不一次次從美夢中醒過來，希臘不是第一個也將很難是最後一個發生問題的國家。統一的貨幣背後缺乏統一政治認識的支持，加上各國參差不齊的經濟狀況，將極難使決策者在確保步調一致的同時兼顧公平。單就這次危機而言，德國已經做好了最壞準備，然而懷抱一絲希望的人們仍然指望默克爾說服國內選民接受又一次紓困或者希臘選民在最後一刻收回拋給Syriza的橄欖枝。至於誰能在這場混亂的博弈中獲勝，我們唯有拭目以待。

和量化寬鬆的貨幣政策，歐日經濟有望繼續復甦，但較緩慢。歐元區的托底政策陸續出臺，整體走勢小幅改善，日本進一步刺激可能將有利於提高通脹，但對提振經濟效果較弱。新興市場經濟繼續承壓。大宗商品價格的持續走低，會進一步增加大宗商品特別是原油出口國經濟壓力。

最近，歐央行行長德拉吉接受德國商報採訪時表示，目前歐元區「不能完全排除」陷入通縮的風險，無法實現價格穩定的風險比6個月前上升，並且指出歐央行準備好在2015年年初改變現有措施的結構、規模和速度，這比其11月份的講話更顯鴉雀。有關言論公佈後，歐元兌美元匯率一度下跌至2010年以來的最低，歐元區多國債券收益率創歷史新高。

歐日量寬 美元續走強

美國經濟資料低於預期並未減慢美元指數的上行動力，美元指數突破91關口，創八年半來新高。儘管美國經濟表現有所波動，但相對於歐日等經濟體而言仍然較好。此外，德拉吉講話提升歐央行1月推出QE預期，助推美元指數上行。美國經濟和其他發達國經濟在2015年繼續分化，美國加息預期，歐日量寬寬鬆，原油價格暴跌使新興國家承壓，全球避險情緒的變化，支撐美元指數繼續走強。美元指數走高，資金從新興市場國家轉移至美國，以美元計價的大宗商品價格將進一步下跌。

相對於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，有利於人民幣國際化和對外直接投資，但不利出口。

增長超出市場預期，勞工市場及消費信心持續改善，股市受企業併購及盈利向好帶動下屢創新高。美聯儲政策取向維持鴉雀，即使10月結束了QE3亦無損市場氣氛，最終美國標準普爾指數於2014年升11%，大幅跑贏歐洲STOXX 600的4%。

人行「放水」吸引各路資金

另一方面，中國股市表現令人喜出望外。中央繼續實行經濟改革，最終落實滬港通以加速資本賬開放，為估值低廉的中國股市迎來前所未有的機遇。再者，中央為求穩增長，於年末啟動減息，暗示寬鬆的貨幣政策可期，一再推高市場氣氛，不但吸引環球資金熱捧，且釋放中國內地的投資需求，吸引投資者重返股市，最後上證綜合指數年內急升近53%。

俄羅斯無論在政治及經濟方面都被受環球市場矚目，上半年俄國因吞併克里米亞而受歐美經濟制裁，觸發資金大逃亡，但令俄國經濟更糟的是油價下半年暴跌，加速盧布及股市大瀉，RTS指數跌幅超過4成，經濟出現收縮，使市場憂慮俄國違約危機重現。

環球經濟變幻莫測，再次突出建立環球投資組合的重要性，能幫助分散風險。投資者宜緊貼市場動態及積極進行投資管理，定期作出合適的投資分配。

從回顧中看如何錯捉市場拍子

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

踏入新一年，各大媒體早有回顧展望。一般人再做，看來有點多此一舉。然而，不同人有不同觀點，對於媒體認為重要，而大事報道的，對於個別投資者或市場參與者，可能不足為奇，無關痛癢，也說不定。

事實上，借個機會去把短視的眼光，稍稍拉闊一下，倒亦是好事。不過，方法未必就是依照慣常的事件枚舉，逐一點盤點，因為已經發生了，事後孔明，一定知道這樣重要，那樣不重要，但這一點，對於檢討自身，以作更佳決策的準備，並無太大的功效。

最好的方法，莫過於回想去年今日，甚至是前年今日，當時在想什麼，而結果怎樣，假如換着是今日的你，撇除今日已經知道的結果，會不會仍然做同樣的決定，這才是重要的一課。

退市大跌預期未在去年出現

對於2014年，大家不太善忘的話，當記得如何受到2013年的影響。就在2014年初，對於外圍，大家有了2013年5月伯南克的退市警告，知道2013年底要開始退市了，所以，對於債市和一眾防守性的資產，都滿有戒心。結果如何？美債和一眾這類資產，由2014年初，反覆向上，想像中的大跌，沒有在2014年出現，起碼是2013年下半年已消化了好一部分。

說完外圍，說說中國。新領導上場後，追求高質素的增長，而不單純是增長數字，然而，2013年起，大家即使有三中全會的結果，也沒太大的反應，股民繼續圍繞着政策受惠股打轉。不過，大家怎樣也不對A股有重大希望。畢竟過往幾年的印象太深刻，太難忘，金融海嘯以來，全球經濟不濟，獨有中國增長神速，以同規模經濟體系而論，肯定冠於全球，可就是股市不振，幾年下來，令人失望。可是，就在這悲觀得無以復加的印象中，2014年初開始，由A股的新股升浪帶起的一波大反彈，令絕大多數人都大跌眼鏡。

科網股由不太真實回歸真實

說完中國，說說港股。2014年初，大家仍在沉醉於2013年的濠賭股升浪，豈料2014年的1月中開始，整個板塊的股價反覆向下，全年未嘗大反彈。同樣地，2013年令人興奮得不太真實的科網股，2014年3月開始，由不太真實回到比較真實，過程中，絕大多數股份下跌，只有騰訊(0700)一度回升至3月高位以上甚至更高水平，但最終亦不敵阿里巴巴上市後，無奈的回落壓力。歸於平淡的過程，同樣建基於之前看來絕對堅穩的信念，而信念卻是來自之前一段日子的經驗。

不難發現，趨勢也者，短期可以持續又持續，令人不得不信，把完全不信的，都反為本身信念，但轉瞬間，這些人又會發現，自己原本的懷疑是對的，只是節奏上往往像跳舞錯了拍子一樣，而且是一而再，再而三的錯。



▲A股去年第四季突然而來的大升浪，令絕大多數人都大跌眼鏡。圖為某證券交易大廳的股民笑開顏。

油價瀉 卻為歐洲油氣併購添把火

路透社點透視專欄撰稿人

Fiona Maharg-Bravo

熱點透視

截至2014年12月11日，當全球油氣領域併購價值達3,830億美元。歐洲卻基本沒有抓住這次併購活動的井噴機會：根據湯森路透數據，約四分之三的併購目標位於北美。頁岩氣扮演了很重要的角色。2015年，歐洲的油氣領域銀行家將佔據更大份額。

布蘭特原油價格大幅下滑，將令短期內更難達成併購交易。布蘭特油價已經跌穿每桶60美元的水平。油價下跌讓所有人都心存謹慎，買方會擔心價格進一步下跌，而賣方則認為要等到價格反彈。油價上次在2008年底發生的大跌過於短暫，未能帶來大規模併購浪潮。

但如果油價守在當前水平，財務壓力可能會讓小型業者表現脆弱。巴克萊估計，若2015年全年油價仍保持在60美元，勘探商Afen、EnQuest、Premier Oil和Tullow Oil的淨債務均可能達到未計利息、稅項、折舊及攤銷之利潤(EBITDA)的三倍或以上。

擁有充裕現金的Repsol已經採取行動，對負債累累的加拿大業者Talisman發起130億美元的併購報價。過去在併購領域表現活躍的中資企業，則資本支出項目滿滿，不過收購集團已經籌集了數十億計美元用於投資，包括投資能源基礎設施資產。

也可能出現1990年代末期那種全股票防禦性併購。這種活動已經小規模展開：Ophir全股票收購了Salamander。油氣行業還存在一種不能總是通過縮減資本支出和出售資產來解決的成本問題。BP前執行長John Browne在回憶錄中寫道，他執掌BP時曾考慮與皇家荷蘭/殼牌石油集團合併，而此舉可能會每年帶來90億美元的協同效應。

BP在墨西哥灣的業務有大量負債，同時在俄羅斯面臨動盪。英國石油和天然氣公司BG長期以來一直是併購目標，該公司新任執行長將於3月上任。現在還不清楚殼牌是否會出手，艾克森(Exxon)和其他美國大型業者則有可能動心。不管怎樣，2015年大型油氣公司甚至可能變得更大。

今年是澳門樓市調整年

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

對澳門整體政治及經濟來說，2014年可說是穩中待變的一年。回歸15年，2014年年底第四屆特別行政區管治班子在習近平總書記親臨見證下，宣誓就職去處理澳門經濟面對未來複雜多變的前景。從政治角度而言，習近平總書記高度肯定回歸15年來取得的成就，以及特區政府及社會的貢獻，但同時提出四點希望。

總書記希望繼續加強法治健全制度，不斷提高政府依法治理能力，努力打造勤政、廉潔、高效、公正的法治政府。為了促進社會和諧穩定，各界人士要繼續弘揚愛國愛澳的社會主流價值觀，支持政府依法施政，增強社會凝聚力和正能量，鞏固社會安定團結的良好局面。面向未來，特區政府及各界人士必須加強青少年教育培養，保證「一國兩制」事業後繼有人，把我國歷史文化和國情教育擺在突出位置，實現中華民族偉大復興中國夢。

澳門於回歸15年來取得的空前經濟成就實有賴特區政府切實執行「一國兩制」所致，香港上下各界人士實應反思為何今天「一國兩制」在香港實施不是太順暢呢？中央政府於去年8月底定下的未來香港政改框架，香港社會必須在框架內理性討論如何落實施行，不理性的訴求只會產生內部矛盾和消耗，是絕對不利香港未來平穩發展的。

去年博彩收入或錄首次負增長

背靠祖國，澳門成功地溶入珠三角區域發展，取得了15年長足的經濟發展，但是2014年澳門經濟可說是變化多端的年頭。各類政策改變及負面因素確實經濟產生不利衝擊。博彩收入自去年6月起連番下調，截至11月累計博彩收入為3,282億元，按年升幅只有0.3%，預計下行走勢會持續至今今年首二季，導致2014年全年博彩收入或會錄得回歸後首次負增長，這龍頭產業打響警

號。

總體博彩毛收入轉勢下行是主因貴賓廳業務減少，雖然中場收入是有正增長，但是不足彌補損失數目。各大博彩企業已經改變經營比重，加強中場規模和着力開拓非博彩業務，業界人士預料轉營期需要到今年第二季後才可望改變下行情況。

在博彩毛收入倒退的同時，來澳遊客反覆創新高，今年首11個月旅客總數達2,898萬，按年增8%，可以肯定去年旅客人數錄得不俗增長，當中內地客佔了三分之二以上。內地中產在澳門消費方式逐步轉到非博彩類，反映經濟已踏入調整期，酒店/餐飲/零售收入保持增長，有助澳門經濟持續發展，減輕博彩業受壓的負面經濟影響。

樓價及租金料回落10%及20%

總括來說，2014年澳門樓市是「量跌價平」局面，但是龍頭產業收入回落及珠澳三

會持續下去，珠澳同城化是大勢所趨，外備、澳門年輕一代及中下層人士會選擇居住珠海，澳門上班；而澳門中產或以上居民仍然鍾情特區，逐漸形成澳門不同層次居民自然分流效果。

澳門豪宅市場反而備受看好

不少澳門房地產人士反而看好今年澳門豪宅市場，總值達三千萬以上優質住宅將成為市場焦點，供應量有限但需求平穩，質素優良且會所配置齊全的樓盤會繼續受到追捧。

2014年澳門投資重點轉向工商舖方面，促使商舖及辦公室價錢急升。2014年急升後換來2015年樓價趨向穩定，橫琴地區急速發展將部分熱錢引入，利淡今年工商舖投資氣氛，價錢和租金預料會「橫行」。

回歸15年以來，樓價隨博彩毛收入及本地GDP總值齊升，已上升10倍以上，令社會貧富差距不斷擴大。橫琴大規模開發提供大量土儲於澳門，可以有效地平抑澳門缺地而拉高樓價。今年是澳門經濟轉營關鍵一年，樓市正式步入調整期，投資者可下注橫琴贏取「同城化」的紅利呢！

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。