

油價跌勢持續

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

周二(13日)才分析過，之前大家假設其他因素不變，得出美國今年加息，甚至可能提早加息的結論，但其實，要小心的是，其他因素可不是全無相干的因素，往往直接關係到美國聯儲局的決策環境和最終行動，而這些大有關係的因素，其實無時無刻不在變動，有的變得少，有的變得多，但絕非不變。

上次舉的例子，是油價，這一點，由去年9月至今，可謂明顯之至，跌勢可謂「跌跌不休」，而不單普通投資者，相信連專業人士，包括以估計油價漲跌為己任的，例如航空公司的大員，也可能在跌勢形成初期，便認為跌幅已多，可予以對沖，先行鎖定燃油成本，結果如何？當然是吃虧在眼前，油價由當日的水平，再跌個不停，之前愈急於對沖，如今對沖帶來的浮動虧損，也就愈大。這可不是單一事件，全球都有類似的情況在發生。

既然連專業的油價預測，也無法完全估計到油價跌到何年何月，何個價位才夠，一般投資者其實也只能看形勢變遷作估計，估中的好運氣居多，估錯的也屬非戰之罪。

引發匯價波動 恐增市場危機

無論如何，當油價這樣繼續跌，最終對於全球的經濟復甦，一樣有連鎖反應。從好的一方面，可能是不少經營成本下降，就以早前的航空股和航運股，都有如斯的市場憧憬在內反映着，而內地經濟作為淨入口，當然是受惠於此。另一方面，油價也關乎不少人的利益，例如依賴石油輸出的地方，收入肯定大減，而最終甚至可能影響其財政穩定性，以至產生賴債的可能，匯價的波動和隨之而來的危機，不可低估。

正面和負面的因素都存在，並非壓倒性的利好或利空，故此，分析時要小心，避免太多相當然的結論，方向上的

影響利弊俱在

估計固然如此，具體影響的額度或百分比，更是如此。若對於這類預測的思維局限和具體困難完全無知，則無怪乎很多預測都是大幅落後於形勢。

不是刻意的挑骨頭，但當油價的預測可以由去年秋季當時的價格水平，一次過下調至低於目前的水平，即可發現，很多專業預測者其實根本沒想過自己可能會錯，否則，持續回應市場變化的改動，應是較為合理的做法。

資金流向 美加息時間存變數

說起來，這只是油價的例子，類似的情況，正發生在不同的商品資源價格上，當然，幅度沒有那麼吸引大眾焦點，但同樣值得關注，並且是全球投資者要真正解讀資金流向時，不得不顧及的趨勢。

如此一來，試問大家又怎可以安樂地以為，聯儲局真的一定會順着市場估計的，尤其是去年9月起美元強勢所反映的，對於加息或提早加息的預期，而不是再等一會，等數據去到非加不可之時，才作出第一次加息？



油價暴跌，對環球經濟帶來連鎖反應。

期權將至 A股體制續完善

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

近日中國證監會發布公告，將於2月9日推出上證50ETF期權產品，引起市場關注。由於2008年金融海嘯以來，通過提升槓桿水平拉動經濟發展的模式在中國已難以為繼，去槓桿及提升融資能力成為政府思考的兩大問題。這種背景下，通過金融改革提振股市表現，為實體經濟輸血成為極佳的解決方法。因此，自IPO註冊制、滬港通之後，深港通也已進入部署階段，再加上期權試點，內地股市體制日趨完善，A股發展前景值得期待，港股也有望受惠。

現時A股已經成為全球最大的股票市場之一，但對比發達經濟體，其體制仍較為落後。2014年A股以年內近53%的升幅雄踞全球榜首，市值也躍居全球第二，其中12月5日滬深兩市更創造了成交量破萬億元(人民幣，下同)的世界紀錄。儘管如此，全球排名前20的證券市場中，僅滬、深兩大交易所沒有股票期權產品。現時推出期權試點，與國際接軌，既可豐富市場投資選擇，也可進一步提升交投熱情。

藉金融市場改革 推升經濟

准入門檻高 短期影響不大不過，期權試點的門檻極高，料短期內對市場的影響有限。據悉，內地監管部門對期權投資者設置了被稱為「史上最嚴格」的準入門

檻，除了要求投資者有超過50萬元的金融資產外，還須通過指定的知識測試，同時有風險承受能力及無不良記錄等。這些規定將會大大限制了試點人數，預計初期的投資規模和流動性都不會太大。不過，長遠來看，隨着門檻逐步放低，期權對市場的影響力將會越來越大。

中國政府之所以大力推動金融市場改革，主要原因是經濟下行壓力不斷增大。拉動經濟的三頭馬車(內需、出口和投資)之中，CPI不斷下行，甚至出現通縮風險，內需極之疲軟；出口情況與內需相似，也處於收縮之中；投資是最後的辦法，但由於內地整體經濟槓桿已經非常高，地方債危機也已開始顯現，加上不少投資的回報率偏低，投資反而可能會加重經濟負擔。在眾多解決方法之中，發揮股市的融資作用無疑是最佳選擇。激發股市的融資功能，可以為實體企業注入新資金的同时，還可降低企業的負債比率，一舉兩得。

內地市場將加快與國際接軌

筆者相信，包括深港通、沽空機制，甚至T+0等未來將會陸續推出，內地金融市場與國際接軌的步伐有望加快。內地券商無疑成為改革最大的受害者，去年下半年至今，整體中資券商無論是股價還是盈利水平都已成倍增長。從目前情況來看，改革紅利已被充分釋放，不過改革進程難免出現反覆，惟市場過高的期望已透支未來的增長空間，投資者須保持審慎。

美國就業數據好壞參半

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

美國公布了去年12月官方就業數據，非農業職位雖然較11月份的35.2萬份(較初值再上調近3萬份)有所回落，但仍達到25.2萬份，略高於市場預期的24萬份。失業率更進一步下降0.2%到5.6%，是2008年6月以來最低。但同時，有兩個數據較市場預期為差。首先，是勞動力參與率回落0.2%至62.7%。其次，是工資按月不升反跌，按月下跌0.2%，是2006年有紀錄以來最差，遠較市場預期增長0.2%為差。按年增長1.7%，較市場預期2.2%為差。

剖析整體就業市場焦點

1. 美國去年全年非農業職位增加295萬份，是自1999年以來最多職位增長的一年，單計去年第四季的升幅，便是自2006年第三季以來最大，反映美國企業在招聘人手上的確正在增加。
2. 不但招聘人數增加，而且所涉及的行業亦有增加。根據美國勞工部顯示，2014年下半年招聘人數增加的行業超過60個。越多行業增加招聘，反映美國經濟發展更趨於全面。
3. 但是，12月的平均，時薪按月下跌0.2%，而按年亦只增加1.7%。當中，以商品廠商及服務供應商出現較明

顯的薪酬下跌。這反映美國就業市場雖然見到有表面上的改善，特別是失業率及非農業職位增長，但薪酬表現異常疲弱，反映勞動市場的改善，未如先前般樂觀。

4. 雖然失業率下降0.2%到只有5.6%，但當月計入勞動市場的人數與總人口比率的勞動力參與率，亦由去年11月的62.9%降至62.7%。失業率下降之時，這個比率應該上升。但事實上，出口下降的情況，顯示美國勞動市場仍未完全擺脫疲弱的陰影。

5. 油價下跌對美國發展頁岩油的影響，開始在勞動市場上浮現。雖然去年下半年石油及天然氣就業情況仍有增長，但是增長速度不及上半年。去年12月這部分新增就業職位只有400份，而全年就增加近1.2萬份。從最新數據情況看，油價暴跌最受影響的即石油及天然氣相關行業。

聯儲局短期加息機會不大

從當日公布有關數據後，分別是芝加哥聯儲銀行行長及阿特蘭大聯儲銀行行長的言論均反映，似乎薪酬出現意外下跌，是聯儲局今次數據的焦點。當中，今年將有投票權的芝加哥聯儲銀行行長，更認為聯儲局不應在2016年前上調利率。從是次數據中，我們估計聯儲局不會在本月底議息會議上，再把耐心兩字刪除，意味聯儲局短期內加息的機會不大。投資者真的要需要多點耐性，才可見到聯儲局的加息行動。美元匯價短期或現回調。

銅市重挫或是股市暴跌先兆

路透社熱點撰稿人

Edward Hadas

熱點透視

金融資產價格每日劇烈波動令人興奮，有時還意義重大。銅價在1月14日早盤重挫，反映出全球經濟疲弱，以及全球通脹放緩的影響力。

在此輪跌勢的推動下，倫敦六家最大的上市礦企市值蒸發了6%，分析師競相探尋背後的原因。幾乎可以肯定的是，一些純粹的技術面因素在其中發揮了作用。例如，價格圖表上一條關鍵技術線可能已被突破，而這或許會促使部分把銅用作準貨幣的中資企業進行人民幣匯率投機操作。

全球經濟疲弱 通脹放緩

基本面的影響更大。一方面，銅價受到供應狀況的支撐。巴克萊和Bernstein的分析師均預計今年銅市供應吃緊，而且明年將更加緊張。許多擴產計劃都被推後，大型

新礦寥寥無幾。巴克萊認為，周三的價格已經足夠低了，總產量的7%甚至都無法收回運營成本。

另一方面，全球最大銅市場至中國的建築活動減少，使得該國銅需求出現放緩跡象，動搖了投資者和交易商的信心。目前還沒有跡象顯示，其它地區的經濟增長能夠強勁到足以彌補這部分缺口。

銅價下跌還表明，銅市也未能免受全球通脹放緩大潮的衝擊。在這股浪潮下，大多數國家的薪資和物價增速放緩，公債收益率下挫，油價近期更是暴跌。如果銅價就此一蹶不振，那就表明，在當今通脹放緩的大環境下，即便供需基本平衡，也不能保證價格不會下跌。

股市是最後一座堡壘。MSCI明晟全球指數較7月所及紀錄高位下跌不到5%。但全球許多股市都很脆弱。大宗商品市場哀鴻一片，幾乎所有資產都在下跌讓金融業務舉步維艱，同時經濟增長亦令人失望。此外，通脹放緩意識升溫，可能讓投資者更加關注價格。銅市暴跌或許是股市重挫的先兆。

施政報告土地房屋發展亮點多

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

特首梁振英公布2015《施政報告》，正式確立未來十年興建48萬個公私營住宅單位的建屋目標，施政重點首要解決房屋問題，近期焦點在於滿足中間及中下層的置業需要。《報告》提出多管齊下增加資助出售單位供應，讓中低收入家庭有更多選擇和置業機會。本文和大家分享《報告》中有關土地房屋和未來發展的亮點。

一、資助房屋 助綠白表上車

特首致力豐富資助房屋的選擇，以應付不同負擔能力階層的需要。未來兩年，供應6,250個資助自置居所樓花供綠表及白表人士申請。建屋來源包括房委、房協及市建局的項目。一項新猷的先導計劃，房委正選擇興建中的全幢公屋，以低於傳統的居屋訂價，出售予合資格綠表人士。這有助於完善房屋階梯，亦可加快公屋流轉及改善房委資金流。《報告》提及，持有私營廉租屋鄧大坑西邨的香港平民屋宇有限公司亦是供應來源之一，該邨有望重建。此外，市建局啟德樓換樓項目撥出300個單位改作資助房屋出售。

二、出租公屋 加快興建

特首全力加快興建公屋，出租公屋的興建量持續增加。《報告》指2014至2018/19的五年內，預計共有77,100個公屋單位落成。長策維持每年平均建約20,000個的目標。為達目標，關鍵是地區及其他人士的支持。

三、私樓供應 四年7.4萬伙

未來私樓供應充裕，《報告》預計未來五年，私樓平均落成量約每年14,600伙，而未來三至四年，私樓供應量更可達74,000伙，即平均每年約18,500至24,600伙。這些數字比過去五年的平均落成量約增加三成，有助於穩定私樓樓價。未來供應主要集中於新市鎮如元朗及將軍澳等。

四、不同渠道增土地供應

特首強調規劃的重要性以及致力從不同渠道增加可發展土地供應，以應付香港社會各方面所需。綜合各項土地供應的措施，包括改劃GIC及綠化地帶作住宅用途、調高地積比率、近岸填海、明言古洞北和粉嶺北(合共提供60,000單位)、洪水橋(涉及60,000單位)及東涌擴展區(提供48,000單位)等新發展區以及「東大嶼都會」計劃等均是未來重要房屋和可供發展土地的重要來源。《報告》特別指出規劃過程中，需顧及愈來愈多因素，比如交通、環境、保育、空氣流通等，這些因素的考慮令發展用地的供應減少和減慢，社會要作抉擇，應該以香港整體利益為依歸。其他措施如放寬不合時宜的限制和精簡程序、「補地價仲裁先導計劃等。《報告》重提放寬華富邨一帶的限制，發展公營房屋及重建該邨。

五、發展九龍東成「聰明城市」

發展該區成另一核心商業區，未來將有500萬平方米寫字樓供應，引入「聰明城市」概念，資訊科技及先進交通系統的應用，全區免費WiFi等。觀塘舊工業區廠廈林立，路面交通擠塞，建議或可考慮構建地下自動步行系統，以連結各交通樞紐以改善情況。未來該區尤其九龍灣將是大面積樓面寫字樓的主要新增供應地，可滿足大型企業設立地區性總部所需。

六、投資移民計劃暫停

過往內地富豪取得外地小國護照後，可按計劃來港作投資移民，這類移民或會在港購入物業，暫停這項計劃或有助舒緩來自這方面對樓市的需求。

七、棕地用途的重置

洪水橋、元朗南和新界北的「棕地」，相當部分被用作貨櫃堆場、回收場、存放建材等用途，這些用途在港經濟有一定功能。《報告》指政府正研究可行措施，把部分使用者遷入多層樓宇，將以洪水橋新發展區內的「棕地」為試點。如高層物流建築計劃成功，將有助釋放「棕地」供發展作其他用途。

■《施政報告》正式確立未來十年興建48萬個公私營住宅單位的建屋目標。



環球金融市場今年持續波動

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

新年在一陣波動中拉開序幕：揮之不去的地緣政治風險和美國貨幣環境的變化，表明該現象仍將持續。

市場一開年便遇上難題，股市多次出現劇烈波動，在本周錄得跌幅。以VIX指數來衡量的波動率升至一個月來的高位，達到將近23。下跌不限於股市，高收益和新興市場債券的息差分別擴大了25個基點和30個基點，以CVIX來衡量的貨幣市場波動率則升至2013年夏季以來的最高水平。

希臘俄國兩大風險堪憂

投資者的不安源於對希臘政局的疑慮，希臘十年期債券息率突破10%，是15個月以來首見。另一個擔憂的來源是俄羅斯。俄羅斯債券違約的保險成本上升到近六年來的最高水平。最後，歐洲央行在擴大資產購買計劃上較為保守，打擊歐洲的股市和債市。

雖然這些並非新風險，但迫切性卻有增無減，因為投資者正面臨聯儲局自2006年以來的首次收緊政策。美國的貨幣環境很可能會趨於正常化，比起2012到2014年，波動率的走勢預計會上升。而這也表明，在「低波動」環境中無往不利的策略在今年或將遭遇挑戰。

風險趨避和萎靡不振的全球增長壓低了債券息率，美國的十年期利率也跌破了2%。撇開國庫債券在10月份的「閃電崩盤」不談，這是自2013年春季以來息率首次持續低於2%。歐洲的息率降得更低，德國十年期債券的息率跌到了破紀錄的低位

0.44%，五年期德國債券的息率則有史以來首次轉為負值。除了因為避險外，低息率也受到聯儲局在12月10日開會的會議記錄所支持。其中指出，至少在4月以前，聯儲局不太可能加息。

經濟企穩 美下季或加息

即便如此，我們還是認為聯儲局今年會開始加息。來自12月的勞動市場報告為這一觀點提供了更多支持。雖然結構性問題揮之不去，包括薪資增長意外下滑，以及勞動參與率仍停留在37年來的低點，但就業增長持續加快。美國上個月的新增淨就業數量為25.2萬份，前兩個月的總數則被向上修訂5萬份。薪資與勞動的相關問題屬結構性，而非周期性，所以並不會促使貨幣寬鬆持續下去。隨着經濟企穩，聯儲局應趁早開始行動，大概會在6月之前。歐元區的通脹目前按年下滑至-0.2%，是金融危機以來首次出現負值。下跌部分是源於油價走低，但歐洲已極度接近通脹邊緣，意味着歐洲央行在1月22日的會議中宣布計劃開始購買主權債的可能性上升。對全面推出量化寬鬆的預期把歐元兌美元匯率壓低至1.20以下，是2010年6月以來的最低水平。

內地續出台政策撐股市

內地股市力抗全球趨勢，在本周上升。雖然大規模刺激方案出台的機微，但政府運用了方向明確的刺刺激措施來緩解經濟放緩。

儘管開年表現欠佳，內地股市在上周上漲1.50%左右。雖然增長持續放緩，但投資者對更多的財政刺激反應正面。中國宣布正在加快300個價值7萬億人民幣(1.1萬億美元)的基礎建設計劃。

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。