

# 油組達成減產協議影響幾何？

中銀香港高級經濟研究員  
柳洪

財經述評

近期石油輸出國組織達成減產協議，油組擬每日減產約120萬桶，協議自2017年1月1日起生效，有效期6個月。非油組成員國也承諾參與，擬每日減產60萬桶。會議決定組成監督委員會，在油組秘書處的協助下監督減產協議的實施。受協議消息帶動，國際油價連續上漲，美國WTI原油期貨價格(2017年1月合約)和布倫特原油期貨價格(2017年2月合約)三日升幅累計超過10%，分別攀升至每桶51.68美元和54.46美元，連帶影響到國際商品市場、債市及匯市出現明顯波動。

## 油價大漲機會不大

自1984年以來油組曾11次採用減產保價策略，或多或少產生過短期影響。本次油組達成8年來首次減產協議，有恢復其傳統石油定價者角色，結束低油價的強烈意願。在目前國際資金充裕，可投資產品不多的環境下，石油的金融屬性得以張揚，成為國際游資炒作的重要標的。預料2017年油價波動中樞將上移至每桶55美元左右，油價大幅上漲的機會不大。2014年

6月以來，國際油價步入低油價時代，供過於求是主要原因。從原油供給側分析，一是過去兩年原油供應明顯增加。二是油組的減產協議能否有效落實難以樂觀。三是美國未來會擴大供應。從原油需求側分析，一是全球經濟增長低迷，影響原油消費增長。二是新能源的發展及節能減排將部分擠壓原油需求。三是石油需求增長的很大一部分原因是價格下降，油價反彈亦將抑制需求增長。

## 對物價影響料溫和

涵蓋6類22種商品的彭博大宗商品指數(BCOM)，從11月29日的170.32點，升至12月2日的175.91點。油價上漲主要通過3個渠道影響物價。一是油價上漲增加原油加工企業的生產成本，汽油等產品率先漲價。二是原油價格上漲將帶動其替代產品煤炭等產品的價格上漲，從而帶動更大範圍的物價上漲。三是全球石油美元將增加，相當一部分石油美元會流入國際市場，對資產價格有推動作用。預料2017年石油均價較2016年每桶上漲15美元左右，油價升幅溫和對全球物價的影響亦將溫和。美國、歐元區的通貨膨脹率將增加0.5個百分點左右，中國內地的整體物價水平可能上漲0.5%。

美國十年期公債收益率從11月29日的2.453%升至12月2日的2.563%。原因有三：一是美國貨幣政策收緊，利率正常化正在推進。二是油價升幅總體溫和，會推動通脹溫和上升，提升市場對美聯儲加息的預期。三是隨着油價回升，美國石油行業投資會顯著增加。至於其他主要經濟體，貨幣政策仍是寬鬆或者穩健，油價上漲對利率的影響仍有待觀察。

## 對利率影響待觀察

另外，國際油價以美元計價，長期以來油價與美元存在負相關關係。不過因環境、條件變化，兩者有時候亦會正相關。現階段，油價上漲與美元保持強勢的推動力不同，油價上行在一定程度上會階段性刺激美元保持強勢。11月30日以來，美元指數保持在101點高位上行波動。非美貨幣走勢有所分化。主要石油消費國貨幣現貶值壓力，日圓由11月29日的1美元兌112.38日圓，貶至12月2日的1美元兌113.51日圓。主要石油生產國(沙特等實行固定匯率制的國家除外)的貨幣出現反彈，盧布從11月29日的1美元兌65.10盧布，升至12月2日的1美元兌63.79盧布；英鎊從11月29日的1英鎊兌1.2493美元，升至12月2日的1英鎊兌1.2729美元。

# 美明年加息次數料略增

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

2016年尚餘不足4星期，相信亦是時間作回顧，以及展望2017年未來的方向。美國大選過後，特朗普的新班子似乎已成形。當中，全球最關注的是未來美國的財政政策，對美國經濟增長能否帶來刺激作用？以及財赤問題，會否引發下一年金融風暴？

## 加幅還看通脹走勢

聯儲局經歷了連續兩次只加息一次後，似乎市場已經預期美國未來即使明年仍上調利率，加幅亦未必很大。特朗普主張減稅及增加公共開支的做法，很大機會令聯邦預算赤字進一步上升，從而令美國國債負擔加劇。若聯儲局明年加息的話，首先要考慮加息的次數及幅度，對美國國債及利息負擔所帶來的影響，否則可能影響美國財政，甚至未來的主權評級。

另一方面，由於特朗普的鼓勵透過增加基建開支政策，令不少資源價格自11月大選後已出現明顯升幅。若他上台後兌現承諾，增加基建開支，料資源價格及工資將會明顯上升，到時聯儲局面對通脹的壓力將會增加。因此，聯儲局在防患於未然下，可能明年加息的次數會增加，但最重要的是看美國通脹未來的走勢是否符合聯儲局預期。

## 消費增長料略加快

明年上半年大部分時間，聯儲局可能維持利率不變，直至6月的議息會議，才決定是否上調利率。此外，聯儲局亦會考慮到美國的產能過剩問題會否得到紓緩，以及快加息與慢加

息對美國經濟的影響。

由於預期美國明年上半年就業市場仍然處於擴張期，預料失業率將維持低位。在勞動市場持續擴張下，將有利美國消費者開支增長。另外，在美國消費者信心指數持續上升，消費者貸款亦有所增加下，將反映美國消費者已開始新一輪的槓桿擴張期。

為何美國消費開支增長這樣重要？這是因為消費開支，對國內生產總值的貢獻比率達到七成左右，故這方面增長的高低，對美國經濟表現起了關鍵的作用。除了就業外，工資增長以及稅務上的減免亦有望成為推動美國消費者開支增長的主要動力。

## 企業擴張期或開始

美國經濟今年上半年受到內外因素影響，表現一般。國內方面，就業市場表現於上半年呈現放緩，工資增長幅度較慢，令美國消費市場於上半年表現一般，從而令企業的存貨增加。企業亦不敢增加庫存，以免出現積壓。

展望明年上半年，由於預期美國就業市場仍會保持穩定擴張，預料美國消費市場表現將較今年為好，故預期企業庫存有望進一步下降。另一方面，由於特朗普提出把企業稅率大幅下調，故估計有望刺激企業生產，或把海外的生產線搬回國內，故有望刺激企業擴張。

由於美國正步入加息周期的同時，其他國家的央行仍維持相當寬鬆的貨幣政策，故令到美國與其他國家的息差擴大，令美元的吸引力增加。不過當美元轉強，卻可能不利出口表現，以及美國企業從海外匯兌回流的收入。因此，在考慮加息幅度之時，預料聯儲局亦需要顧及這方面對美國經濟的影響。

# A股漸趨活躍

## 券商股可關注

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

今年初A股經歷兩次「熔斷」後，上證綜指一度跌至2,638.3點，其後展開反彈，至今已累計上漲逾20%，進入技術牛市。10月內地樓市調整加碼，迫使不少資金從樓市流向股市，A股投資氣氛明顯改善，呈現價量齊升的良好走勢。未來一段時間，受資金持續流入及養老金即將入市等利好消息帶動，A股交投可望保持活躍。內地券商作為市場最主要參與者，啤打系數高，可顯著受惠A股轉強，值得關注。

## 投行業務勁 兩融則回穩

受A股回暖利好，上月券商業績明顯改善。11月A股市場日均股基交易額達6,694億元(人民幣，下同)，環比上漲30%，交易明顯活躍。截至12月6日，內地共有23家上市券商公佈了11月業績，11月共計佣金收入131.83億元，僅較3月峰值少3.83億元；日均佣金收入達6.28億元，環比增加28.95%；淨利潤共計57.88億元，環比上升9%。A股回暖同時吸引更多投資者進入市場。根據中國結算公佈的數據，截至12月2日，A股投資者數量達1.17億人，較10月底新增187.24萬人，對比10月新增投資者僅131.02萬人，新增人數增速明顯加快。

今年券商的投行業務，尤其是債券承銷業務成為焦點。截至11月底，今年內地券商承銷債券總金額達到4.7萬億元，較去年全年增長52%。下半年IPO亦開始提速，第三季度證監會下發IPO批文67家，預計融資規模達641億元，接近上半年總和。第四季IPO更進一步調整為一周一批，11月便完成IPO 34家，共募集資金306.51億元，較10月的22家及156.4億元募集資金明顯增長。考慮到IPO提速或變成常態，未來IPO的收入增長仍具潛力。不過投行業務中的增發募集資金出現回落，11月共增發募集230.5億元，環比下降73%，再融資讓路給IPO的意圖明顯。



■受資金持續流入及養老金即將入市等利好消息帶動，A股交投可望保持活躍。中新社

# 內地資金外流 百姓未恐慌

路透熱點透視專欄撰稿人  
Rachel Morarjee

熱點透視

隨着人民幣走軟，資金繼續從中國流出。由於公司爭相把資金轉移至境外，中國11月外匯儲備下降690億美元，為連續第五個月下滑。有人擔心，在新的一年匯匯額度清零重置之際，中國普通百姓也將蜂擁到銀行把人民幣兌換成美元。其實中國官方不必反應過度，國人對銀行裡的人民幣存款還是很滿意的。

根據西南財經大學的研究，不包括房地產，2013年中國家庭平均約有120萬元人民幣(約17.4萬美元)資產。其中大部分是現金，不是股票或債券。截至10月底，個人存款額為59萬億元人民幣(約8.58萬億美元)。每個中國公民每年可購匯5萬美元，1月份這個配額將重置。如果中國14億人口每個人皆購買5萬美元外匯，算起來就是70萬億美元。若要使中國3萬億美元的外匯儲備完全乾涸，只要6,000萬中國人滿額購匯即可。

## 機構資金帶頭出走

不過除非受外力推動，否則中國中產階層不會跳上資金外流這班車。毫無疑問，中國人有美元需求，他們要買溫哥華的房子，或是支付海外大學的學費。不過儘管中國人助推澳洲和美國樓市泡沫的消息滿天飛，帶頭背離人民幣的仍是機構資金。

凱投宏觀(Capital Economics)估計今年前三季度資金外流規模4,700億美元，年底時將達到7,000億美元。這個數字中大約40%是直接投資，另有25%來自中國政策銀行信貸投放。貿易融資、債務償還以及普通百姓的因素佔比不到20%。這一年人民幣兌美元走軟了6%，料將是歷史上表現最差的一年。

這算不上什麼恐慌，監管部門也不想突然關閉資本項目製造恐慌。更簡單的做法是放慢審批過程，使申請購匯的隊伍排得更長。這可以阻礙投機資金外流，老百姓也仍可以送兒女去哈佛讀書。

**別單憑利率期貨估本月加息**

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

踏入12月，大家已經不再擔心，究竟今月美國議息是否加息，因為完全在大家意料之中——如果真的加息25點子。

大家可能認為這太保守的說法，反正利率期貨早已是百分百加息的調子，哪還有錯？

事實上，市場一般是有效率的。正如我在本欄不下數十次表示，真金白銀的押注，絕對值得重視。尤其大家均有誘因，用盡手上可用或有分量的資訊，用以圖利，為的不是什麼，純粹自利。在自由市場，各人的自利，透過交易買賣，反映看法，收窄分歧，肯定比什麼問卷調查更準確。

## 今年太多結果出人意表

然而，就是這些支持看市價測事態的市場人士，今年也不得不意，太多太多的意外了。可不是嗎？由英國脫歐公投，到美國總統大選，結果皆出人意表。當然，今年因有太多太多令人想像不到的賽果，才有這樣的小心用字。

不過，客觀評論，真的是市場有錯嗎？非也。市場可以做的，是作為一個公平的競技場，讓大家有本領盡展所長。長遠而言，有能者居之。不過，這是長遠而言，不是短期任何事件。

事實是，誤差是必然的，出錯也是合理的，重點是能否在持續進行的博弈下，讓人修正。不過這個理性預期，可不保證人真的預知未來，更不代表所有人一起投鈔票，便能夠整體而言預知未來。

當然，我仍相信，甚至傾向押注，今月加息，但那可不只是只看其他投資者的押注，更因為我對央行跟市場期望管理的理解，以及對實體經濟與金融市場互動的經驗。



■筆者相信，甚至傾向押注今月美國會加息。

資料圖片

# 2016年金油股匯表現各異

興證國際證券市場拓展部聯席董事  
周嘉儀

標準普爾500指數均在不停尋找歷史新高，年初至今上升超過12%，顯著跑贏歐日等已發展市場。至於我們熟悉的港股，在外圍環境急劇轉變下，全年也反反覆覆。特別是年初受美國加息、人民幣貶值及油價暴跌影響，恒指曾經在首季由22,000點附近急跌至18,500點水平，跌幅達15%。不過，令不少投資者跌眼鏡的是當大家以為充滿負面因素時，恒指卻由年中開始反覆向上，年初至今已升了約5%，因此大家的「荷包」和強積金也豐厚了。

## 美股一枝獨秀

最後在匯市方面，人民幣、美元、歐元和日圓的走勢幾乎每天也是投資者關注的焦點，因為它們不但是投資工具，更直接反映各國政經變遷甚至是大家的外遊成本。美元強、人民幣弱的格局在5月之後幾乎沒有改變，美匯指數由5月初低見92之後現時已回到100附近；人民幣則不斷下試低位，離岸價曾低見6.95。另外，歐元和日圓的反覆令不少投資者如坐針氈，英國脫歐等政治事件及央行動作令其走勢在年中作了180度的轉變。

總結而言，今年無論在政治和經濟皆是多變的一年，全球格局變動之大甚至可以說是「範式轉移(Paradigm shift)」。我真誠祝願每位讀者在今年有大豐收，我的下一篇文章在2017年和大家再見。

題為編者所擬。本篇文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。