

# 國際原油流動性格局正在改變

左智卿 中國華融(澳門)國際股份投資管理部董事總經理

隨著全球貿易局勢的緊張和11月5日伊朗制裁大限的臨近，國際原油流動性格局正在發生改變。美國對中國的原油出口大幅下跌，而對亞洲其他國家的出口正在增加，同時全球正在迫切尋找伊朗的替代者。

## 特朗普擬重塑石油流動

透過千絲萬縷的聯繫，特朗普的對外政策是連接這一切的紐帶，如果把美國對伊朗的制裁和美國貿易策略結合起來看，特朗普的外交政策正在重塑石油流動。其實自從最初的美國页岩油興起開始，便已經開始改變全球能源版圖。援引美國能源部估算，自1973年以來，美國首次成為全球最大原油生產

國，今年已超過俄羅斯和沙特阿拉伯。過去十年間，美國石油產出翻了一番多。而EIA(美國能源署)估計顯示，美國石油產量2019年將繼續領先俄羅斯和沙特阿拉伯。

## 貿易措施影響原油流向

而當前特朗普的貿易措施，卻正在直接地影響國際原油的流向，根據美國人口普查局公佈的美國8月外貿數據顯示，美國8月原油出口降至174.9萬桶/日，較7月的213.9萬桶/日大幅減少。其中，美國8月對中國原油出口削減至零。之前，中國一直是美國原油最大的買家之一。而對於亞洲其他國家的出口則大幅飆漲，相關數據顯示，美國8

月份對韓國的出口量飆升至創紀錄的26.7萬桶，同比增長了313%。日本和印度也分別大幅增長了198%和165%。

## 伊朗出口量趨勢性下滑

其次，美國對伊朗能源、航運、金融等行業的制裁將於11月5日生效，雖然特朗普存在有豁免的可能性，但是從對航運金融保險的制裁、煉廠自身原料採購風險的角度考慮，從伊朗穩定購買原油的難度和風險在擴大，伊朗的出口量還會趨勢性下滑，初步預計到11月甚至12月可能會降至每天100萬桶以下。

根據已發佈的數據，三季度全球原油市場

繼續去庫存，原油庫存向成品油轉移。EIA月報顯示，三季度去庫39萬桶/日，OPEC月報則顯示去庫存49萬桶/日。而IEA月報顯示2018年Q3石油庫存(原油+成品油)增加50萬桶/日。近半年來，全球原油庫存一直在從原油端向成品油端轉移，造成目前原油庫存下降，成品油庫存累積，整體石油庫存上行的局面。

供應方面，三季度OPEC增產不達預期，四季度還將受剩餘產能不足的影響，但沙特存在被動增產的不確定性。俄羅斯增產略超預期，預計還有一定的增產空間。美國Permian主產區新增管道Sunrise II馬上投入使用，產銷價差收窄有可能激發增產潛力。

需求方面，近期機構下調原油需求其實通常是後視鏡視角，從歷史走勢來看，需求增速範圍處於正常區間(120-180萬桶/日)時，對油價不會產生明顯的單邊行情，油價還是受到整體供需變動以及庫存影響。而一旦原油需求增速出現極端情況(低於100萬桶/日，或高於200萬桶/日)，供應無法完全匹配時，會出現瘋狂的單邊行情。

## 油價第四季存上行風險

綜上所述，考慮到美國的中期選舉、特朗普單邊貿易保護主義措施，以及伊朗制裁等因素的影響，預計四季度油價仍然存在較大的上行風險。

# 美股大調整 避險資產受捧

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

這幾年來，美股一枝獨秀，美元也維持升勢，但10月美股兩次大跌，投資者不得不擔心。有強勁經濟數據支持，加上美聯儲有序開展收緊貨幣政策的行動，美元資產有吸引力，投資者紛紛湧入。最明顯的是，美股雖然已經在高位，但還是不斷創新高，道指一度逼近兩萬七，標普升穿2,900關，納指有科技股的帶動，躍上8,000水平。

美匯指數2017年收跌9.87%，投資者當時憧憬，歐日等國經濟，有可能增速，而收緊貨幣政策的進度可能超預期，減少對美元需求。但隨後，實際事態發展，並未得到證據，反倒是美國經濟維持強勁，故此，從4月下旬開始，美元加速走高，連續升穿多個阻力，8月中一度逼近97關口。

然而，本周三美股繼本月10日後的大跌後，再來一遍。當時的一跌，是科技股面對拋壓，納指跌4.08%，標普連跌五日，跌至2個月新低，月初還強勁的道指隔夜加速下跌，挫3.15%，10月11日跌勢延續，進一步下探。好在隨後股市獲得支持，標普靠穩2,700，納指靠穩一度重返7,600，道指靠穩兩萬五。

由此一跌，令投資者變得審慎，等待業績以評估盈利前景，是否能支持高估值，尤其科網股，曾帶領美股創新高，其盈利能力持續性若遭質疑，股價難免受壓。

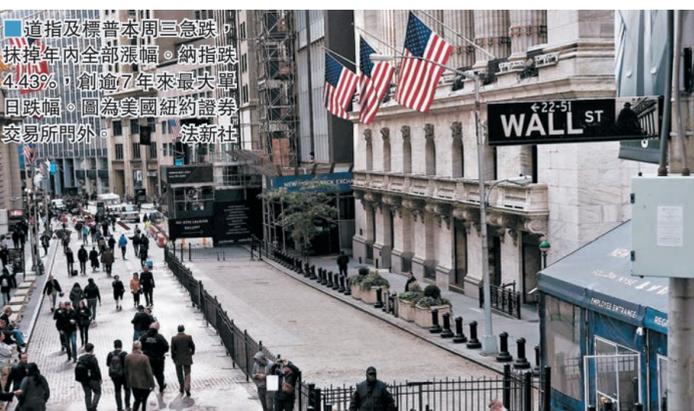
## 道指標普抹掉全部漲幅

直到本周三，即10月24日，對貿易戰敏感的晶片商受挫，拖累其他科技股。道指跌608.01點，標普跌3.09%，抹掉年內全部漲幅。納指跌4.43%，創逾7年來最大單日跌幅。這形態，令人想起年初美股，於1月尾2月初的大跌，只是隨後回補跌幅，續創新高，如今能否依樣再來？值得留意，10月連續兩次大跌，美股還沒來得及收復。

## 美匯指數重新站上96關

避險資產獲支持。美債上漲，10年期美債收益率受阻3.2%後，目前考驗3.1%。2年期美債收益率回吐漲幅，測試2.8%。美匯指數終突破，動能明顯增強，重新站上96關口。

市場內，一直對美股升勢有質疑，倒也不足為奇，畢竟從海嘯之後，牛了十年，誰都會擔心，高處不勝寒，再加上特朗普



多次抱怨加息，但鮑威爾維持原有計劃，甚至或比部分投資者預期的，更快推進貨幣政策正常化。

## 貿易戰恐影響經濟增長

雖然特朗普發動貿易戰，但勢必有反作用，目前搞定周邊加拿大和墨西哥，但和歐盟談判還在拖，和中國關係更硬。投資者擔心經濟增長，美國不可能不受影響，

何況現在數據並未及反映。

## 美股波動大增是大概率

此外，11月中期選舉將舉行，歐洲不穩。對美股是否見頂，人人有不同意見，但波動性增加，卻肯定是大概率。美元將維持高位震盪，但不至於馬上回到100水平。美債息將維持上行趨勢，但面對大幅的波動調整。

# 個稅改革刺激消費 惟股市短線料偏淡

康證投資研究部

受到國內外眾多不利因素影響，內地股市反覆走低，包括內地證監會、銀保監及人行等多位重量級財金官員，加上國家領導人齊聲維護，配合國務院推出多項救濟經濟措施，一度令A股及港股反彈。對於普羅大眾來說，帶來最大利益的政策必然是個人稅務改革。

根據財政部及國家稅務總局最新修訂的《中華人民共和國個人所得稅法實施條例(修訂草案徵求意見稿)》，除了免稅額提高至5,000元(人民幣，下同)，扣除養老保險、失業保險、醫療保險和住房公積金等「三险一金」的支出之外，納稅人還可享受惠於子女教育、持續教育、危疾醫療、住房貸款利息或住房租金、以及贍養老人等專項附加扣除，符合條件的納稅人最多每年可以扣除11.52萬元。

是次稅改帶來的減稅力度大，覆蓋面亦廣，有助減輕內地家庭的稅務負擔。有研究推算月入1.5萬至2萬元的中低收入納

稅人獲益最大，此稅階的實際個人稅率將於2019年起降至5%以下，可支配收入將增加10%至11%。市民到手的工資增多，切身受到個稅改革帶來的實惠，有望刺激家庭的消費能力。

內地當局除了推動個人稅務改革，務求透過減稅刺激消費之外，人民銀行預期，明年減稅降費的金額有機會高於國內生產總值(GDP)的1%，意味著後續仍有減稅措施。此外還推出多項救市措施，包括人民銀行將再貸款及再貼現額度加碼1,500億元，改善小微和民金融資環境。早前受到市場關注的A股股份質押問題，內地證券業公佈由11家證券公司形成1,000億元規模的資管計劃，協助上市公司紓解股權質押引致的流動性問題。

## 外圍不明朗影響氛圍

縱使措施出台後翌日刺激A股急升，然而救市效果只屬曇花一現，A股及港股近

日再創新低。

人民幣走弱及中美貿易戰等負面因素固然影響股市，外圍方面更多利淡消息，美股見頂回落消化全年升幅，科技股近期表現不濟，個別大型藍籌股第三季業績令市場失望，晶片企業下調全年盈利指引，種種跡象顯示美股已見頂。

歐盟拒絕意大利的財政預算案以及沙特阿拉伯記者事件，引發地緣政治問題升溫，為環球投資氣氛添壓，市場的風險胃納降溫，使走勢極差的A股及港股增加不明朗因素。預期內地國家隊出手入市，以及進一步推出救市政策偶爾能發揮抗跌作用，但仍難以扭轉市場的悲觀情緒。

## 內地個人稅專項扣除概要

項目	可扣除專項重點
子女教育	每個子女接受學前教育和學歷教育支出每年定額扣除1.2萬元
繼續教育	每人定額扣除3600元到4800元
大病醫療	對個人自負醫藥費用超過1.5萬元的部分，按照每年6萬元的限額據實扣除
住房貸款利息	首套房貸款利息：每年按1.2萬元標準定額扣除
住房租金	無房者租房按每年9600元到1.44萬元標準定額扣除
贍養老人	每年按2.4萬元的標準定額扣除

資料來源：國家稅務總局

# 10月股市掀拋風有因

Kristina Hooper 景順首席環球市場策略師

我們認為十月份的市場拋售可能主要源於兩大風險：貨幣政策正常化和保護主義抬頭。近日有三項因素導致股市下挫，其中兩項與貿易相關，餘下的則關乎利率上漲：1、近期工業相關企業的盈利前景已顯示生產成本正在增加；2、部分人士憂慮美國關稅壓力增加使中國經濟進一步放緩；3、市場意識到，外國購買美國國債的幅度於2018年大幅放緩；惟與此同時，由於資產負債表正常化和赤字增加，美國累積了更多國債。

## 關稅措施恐令生產成本上升

貿易緊張局勢的影響：1、中國致力推行去槓桿和供應鏈改革，期望經濟以非常穩定的速度放緩，將影響減至最低。當局已經開始在這方面取得進展，而中國的信貸指標亦已經有所改善；2、中美貿易爭端為中國經濟帶來了較大的壓力，投資者對此感到憂慮；3、市場關注關稅措施令生產成本上升，部分美國公司的利潤已經見頂。雖然第三季度的業績亮麗，但盈利前景中也提及到關稅的影響。

## 市場續添波動 下行壓力增

投資前景：經濟和市場面對的兩大風險，是聯儲局政策正常化和保護主義，而這兩項因素的影響均已浮現。除此之外，環球地緣政治局勢亦影響市場走勢。這些風險已經持續一段時間，我們預計市場將繼續波動，尤其是下行壓力。若貿易局勢顯著升溫，投資者可能需要考慮在各個資產類別中增加流動性相對較高的投資，甚至減少風險資產的比例。

# 中國消費升級的長期未來

程實博士、王宇哲博士、錢智俊博士 工銀國際

「察消長之往來，辯利害於疑似。」2018年年初至今，隨着中國經濟的內外承受壓，「消費升級 VS 消費降級」的爭論日趨激烈。放眼長遠，我們認為，中國消費升級的核心支柱並未動搖，在短期擾動之下，長周期的升級依然是大勢所趨。

根據學術研究，2020年，中國中產階層的消費量有望佔全球中產消費總量的16%，至2030年，這一比例則有望升至22%。在兩大趨勢的合力之下，未來十年，以80後、90後為主體的新中產將在消費領域強勢崛起，並在三個層面對中國消費範式帶來深刻變革。

## 消費增強大勢所趨

第一，消費傾向強化。相比於70後，新中產成長於經濟相對繁榮、生活相對富足的年代，因此天然具備更強的享樂心理和消費傾向，並更加願意通過金融工具釋放短期流動性約束，充分甚至超前釋放消費需求。西南財經大學中國家庭金融調查與研究中心的數據顯示，中國90後消費率高

達88%，較70後和社會均值分別高出14個和11個百分點。以此為基礎，2017年，80後、90後已成為消費金融的絕對主力，分別約佔市場份額的40%、50%。未來，隨着新中產逐步取代70後成為消費中堅力量，社會消費率有望呈現短期波動、長期上行的總體趨勢。

第二，消費渠道網絡化。中國新中產的日常生活、思維觀念與移動互聯網相伴而生，正在推動全社會形成規模冠絕全球的互聯網用戶群體。統計數據顯示，截至2017年底，中國網民規模升至7.72億，普及率觸及55.8%，超過全球均值4.1個百分點。

## 線下消費向線上轉移

順應這一潮流，線下消費正在向線上消費轉移。2017年，中國90後在移動互聯網上的消費已超過其消費總量的一半。未來十年，中國線上消費的佔比將保持較快增長，並最終與線下消費平分市場，進而倒逼線下消費向精品化、便利化、細分化的方向發展。同時，「線上+線下」的新零售模

式將進一步普及，低交易成本的線上消費和高用戶體驗的線下消費將相互賦能，共同提高消費總福利。

第三，消費需求高端化。這裡的高端化，並不淺顯地等同於消費價格或質量的提高，而是指根本上的需求性質的升級。基於改革開放的發展成果，80後、90後在馬斯洛需求層次中的起點上移，愈少地憂慮生理、安全等低級需求，愈多地關注社會需求、尊重需求、自我超越等高級需求。因此，新中產並不滿足於物質富足，而是更加關注自我個性的彰顯和自我價值的實現。

## 重心將出現雙重轉向

得益於此，中國消費的重心將出現雙重轉向。其一，從商品消費轉向服務消費。在整體消費結構中，文體娛樂、旅遊、教育、餐飲、家政服務、醫療美容等消費大類將穩步興起。在每一個大類中，消費多元化、品牌小

眾化、市場細分化將成為大趨勢。通過科技、模式和營銷創新精確獲取新中產價值認同的商品和服務，將躍升為「爆款」並實現迅速成長。其二，從實物消費轉向信息消費。對精神生活的高度重視，疊加移動互聯網的便利性，有望持續推動影視、遊戲、動漫、社交、視頻直播、知識付費等線上信息消費的蓬勃發展，逐步將優質內容從傳統出版業和服務業抽離，將消費需求從實物消費抽離。

## 有利投資者捕捉機遇

有鑒於此，我們認為中國消費升級仍將長期保持穩中有進。面對當前承壓的經濟形勢和冷淡的市場情緒，輕言消費降級的「敏感心態」難稱理性。相反，在雜音中識別消費升級的長期趨勢，在改革中發現結構性的消費增長點，將更有助於投資者捕捉新的投資機遇。(本欄有刪節)

新時代中國消費變局研究系列之三

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。