

油組俄羅斯減產 大市波動需求下降 今年油價會升溫還是降溫？

有人稱，「油價是世界經濟的溫度計」。2018年下半年，美國制裁伊朗、原油供給爆發、環球經濟調整減速等諸多因素導致原油價格強烈震蕩，油價大幅下跌。2019年到來，油價會持續保持低位，還是會因減產協議具突破空間？

香港商報記者 范曉昱

市場前瞻

進入2018年，緩慢爬升了近兩年的國際油價迎來了劇烈震蕩：上半年，在美國嚴厲制裁伊朗等地緣政治風險預期下，油價一路穩紮穩打攀升；但下半年，尤其是進入10月份以後，油價表現一落千丈，紐約油價從10月初的近每桶80美元，持續下跌至12月底的每桶40多美元，跌幅逾40%。此後，即使有油組達成減產石油協議的刺激，紐約油價依然被牢牢遏制在每桶40美元上下的低價位，上漲乏力。

大摩：有因素支持油價復蘇

大行紛紛發布對今年油價走勢的預測，摩根士丹利分析師拉斯和薩金特在一份報告中寫道：「2019年石油市場似乎將大體平衡，較2018年供過於求的狀況有所改善，這支持了油價的部分復蘇。」

大摩將2019年的油價預測下調了8美元，預計布蘭特原油2019年的平均價格為每桶61美元，低於此前預測的每桶69美元。大摩表示，2018年每日供過於求的石油量約60萬桶，但2019年的情況似乎有所好轉。大摩總結稱，2019年需求增長約每日120萬桶，OPEC供應同比下降每日110萬桶，但能被非OPEC供應增長約每日160萬桶部分抵銷。因此，該行預計2019年的石油供需將大致處於平衡狀態，較2018年有所改善。

美銀美林亦在一份期貨前景報告上表示，預計布蘭特原油將在2019年上漲，收復近期以來的虧損，估計2019年將收於每桶70美元。美銀美林全球邊境市場股票研究主管Hootan Yazhari稱，「在不久的將來，波動性將會很高，但進入2019年後，我們認為油價將會逐步上升。」

他表示：「我們相信今年油價將恢復到70美元的平均水平，可能在第二季短時間內漲得更高。我們相信OPEC(石油輸出國組織)的減產已足夠。」他預計今年石油市場將相對平衡，並且庫存穩定。

花旗：油價或受持續壓力

但市場上也不乏大行對油價看空的聲音。花旗集團分析師Edward Morse等在一份研究報告中稱，沙特和OPEC官員宣布2019年的減產措施可能延長至年底，意味著未來20美元或以上的價格波動。市場對OPEC減產決定一直不冷不熱，不過全球股市、石油和其他風險資產的同步下跌，表明並不僅僅是基本因素在起作用。

花旗預計第一季和第二季原油庫存分別增加每天28萬桶和每天52萬桶，從而導致進一步的市場疲軟和持續的價格壓力。庫存趨勢可能在下半年逆轉，促使油價上漲至每桶70美元以上，因為伊朗出口量減少並且美國制裁收緊。花旗指，油價達到每桶70、75美元，



各大行對油價預測

大行	觀點	價格
摩根士丹利	油價將會逐步上升	布蘭特原油平均價格為61美元/桶
美銀美林	石油市場將相對平衡，並且庫存穩定	布蘭特原油每桶70美元
花旗	上半年庫存增加或導致持續價格壓力	布蘭特原油平均價格為59.50美元
標準普爾	供應過剩局面正在加劇	布蘭特原油50美元/桶

美國產量就會開始飆升，並預計2019年布蘭特原油平均價格為每桶59.50美元。

標準普爾也指出，考慮到美國貿易戰和中國經濟放緩，該評級公司將2019年布蘭特和美國原油期貨價格假設分別下調10美元至每桶55美元和每桶50美元。2020年布蘭特價格預估下調5美元至每桶55美元，美原油下調至每桶50美元，2021年價格假設維持不變，均為每桶55美元。標準普爾指出，8個國家和地區6個月免受伊朗石油進口制裁的約束以及美國頁岩油熱潮正加劇供應過剩局面。

文錦輝：油價突破機會不大

新城晉峰金融集團國際業務總監文錦輝接受本報

記者訪問時表示，石油輸出國組織及俄羅斯同意減產有機會令油價穩定，但不會有大的突破。油價走勢既要看供應，亦要靠需求，目前市場普遍看淡今年經濟發展，若環球經濟增長放緩，即使供應減少，若需求無增加，油價也不會大幅提升。文錦輝預計，2019年油價大概下至每桶40美元，上至每桶55美元。

文錦輝續表示，近幾年新能源開始更多地取代汽油在汽車領域的使用，故油價突破空間越來越小；另外美國近年來產油量持續增加，已超過沙特阿拉伯，甚至與俄羅斯持平。美國要搶佔原油出口市場，不斷增加產油量，會增加供應，油價有機會再向下。(系列四)

原油期貨宜逢高沽

投資攻略

近幾年原油投資開始盛行，投資人亦想在原油市場裏面「分一杯羹」，那麼如何進行原油投資呢？首先，在香港要想進行原油投資有兩種渠道：原油期貨及原油期貨ETF。

原油ETF於2016年來到香港，但新城晉峰金融集團國際業務總監文錦輝表示，原油ETF在香港

很少人買，大部分都是投資美國紐約的NYMEX原油期貨。文錦輝建議，原油期貨相對單邊，最近走勢比較簡單，在反彈中油價於每桶52、53美元是關鍵點，宜逢高沽。他認為，如果環球經濟增長放緩，油價向上機會小。如升破每桶55.5美元，需要即時止蝕。

范曉昱

中美股市走勢向好 但不宜太樂觀

財星睿智

恒指氣勢如虹，執筆時距離27000點只是一步之遙，彷彿一陣「小陽春」提早在春節前為大家慶祝。技術分析上已出現整體向好的走勢：近日成交量已超過800億元，正步向900億元的水平；RSI只見58，未至於「超買」；MACD的指標線和差值正向2018年11月恒指反彈時的水平；移動平均線方面，10天線已一舉升穿20天及50天，現正與100天線同步，即26300點水平，而指數亦處於100天線以上超過5天，反映整體指數已朝樂觀方向。短期內或將出現部分套利盤，最大可能是指數升至上一個高位，約27200點，作技術性調整，下線可參考上一個裂口約26200點水平，但整固對後市走勢將更健康，料在農曆年前有可能企穩在26500以上水平。走勢乘著近日多項利好的因素，但筆者認為部分因素過分被解讀，甚至太過樂觀。

重點分析

上半年第一個大風眼將是在農曆年後，尤其內地中小微企有可能在新年後結業，而且部分因中美貿易摩擦而提早出貨的影響將會浮現，令失業問題升溫，因內地GDP內最大成是內需(佔78%)，因此近日內地已多次推出利好政策，主要目標是中小微企融資難/息口高的問題，除了推出TMLF定向中期借貸便利外，更在單日推出有史以來大量的7日和14日逆回購/

SLF，總額見5600億元，加上本月15日和25日將降準各0.5%。內地及香港股市解讀為中央「放水救市」已啓動，可是筆者想提出兩個重點：

(一) 流動性應分短中長期，5600億元在日期上明顯是為春節對資金需求而推出，到期時剛好是春節之後，今天解讀為到時會同額延期未免有點樂觀；而TMLF的出現是代替早前的MLF工具，而當中是需要有抵押才能借出，而且是每年續期，可反映內地有意放鬆銀根，但不會一步到位，是看經濟情況而分段決定。全面降準是長期宏觀因素，實是利好，但只可解釋為內地已聚焦問題所在，是「穩住」而非「刺激」經濟政策，更遑論中央「出手救民」之談。因此，不要為「放水」太過興奮，反而留心指數升至高點時，套利盤藉口湧現。

(二) 美股反覆向好，主因經濟數據仍理想。聯儲局公布最新一份褐皮書顯示，大多數地區的經濟活動保持適度至溫和增長；就業市場仍是焦點向好，勞工市場緊張，企業招聘有困難，工資普遍上升；但經濟有放緩迹象，部分業界人士表示對前景並不樂觀，原因包括金融市場波動、短期利率上升等。這份褐皮書是收集2018年11月下旬至今年1月7日的數據，當中較少提及政府停擺問題。雖然今天因眾議院簽署議案，令政府部分主要部門能營運至本年9月，可是部



預視未來走勢之月份，美股風險正在樂觀氣氛中不斷上升。

分經濟數據已因停擺而暫停公布，其他民生性部門，如食品安全、航空管制、商務部等已受影響，迫使員工放「無薪假期」。大部分分析員已開始表示對經濟的關注，最直接反映的是紐約聯儲局預期未來一年美國經濟出現衰退的機率由上年只有約8%急升至20%以上，即多項預測性數據已出現警告，可能美股現在仍然無動於衷，這現象才是值得關注的風險。加上1、2月正是美企公布全年業績公布，預視未來走勢之月份，美股風險正在樂觀氣氛中不斷上升。

星展銀行(香港)高級投資策略師 李振豪

市場動態

幣受壓，但相信短期內兌美元不會破7。中期來說中美息差等因素仍會令人民幣走勢偏弱，但如果中美貿易談判有突破性進展，將使人民幣兌美元有上升空間。

調查指32%港人將增奢侈品開支

羅德公關與精確市場研究中心聯合發布《2019中國奢華品報告》，報告指出，儘管去年曾受宏觀經濟和中美貿易戰的衝擊，中國內地與香港消費者對今年的

消費信心仍然樂觀。32%的香港消費者及46%的內地消費者表示，未來1年將增加在購買奢侈品上的開支。

調查亦發現，過去一年，旅遊仍是香港消費者奢侈品消費類別中的首位，其次為手袋及皮具用品。去年香港消費者平均境外旅遊次數為3.3次，境外旅遊與海外購物的首選國家為日本。33%的香港消費者計劃在未來12月增加在旅遊和手袋及皮具用品上的消費。

佳源洗倉潮 背後關鍵人物

數字背後的故事

佳源國際(2768)昨日遭遇洗倉潮，市值單日蒸發263億元。市場一度傳聞乃因該公司當日有3.5億美元債到期，收市後公司發聲明，指已償還全數款項，業務運作正常。

首先要指出的是，暴跌之前的佳源股價已偏高。佳源昨日收報2.52元，跌幅80.61%。跌後的市盈率約3.371倍，按資產淨值3.313元計算，市帳率約0.761倍。對比其他中小型內房，無論是市盈率還是市帳率均未見特別吸引(詳見表)，尤其市帳率，更是遠遠高出昨日同樣暴跌的陽光100(2608)。

誰斬倉？佳源大股東為主席沈天晴，持股55%，而據CCASS持股紀錄顯示，佳源最大持倉為建銀國際，持有29.5%，其次為華金證券(國際)，持7.95%；凱匯資本亦持5.69%。媒體資料顯示，2017年6月，沈天晴與建銀國際訂立股權質押，約6億股，相當於沈天晴持股的60.81%。

昨天斬倉的嫌疑證券行之一是建銀國際，該行除持倉佳源國際外，另有1615.3萬股陽光100(2608)、28萬股弘達金融(1822)及4591.731萬股仁天科技(885)，初步聆合條件。

如果要問佳源為何有財困嫌疑？這要講到另一個城中大佬波叔！

佳源為港人所熟悉的是，其為屯門「龍床盤」屯門菁雋的接盤俠。菁雋由老牌建築商俊和發展，樓盤最細單位實用面積僅128方呎，簡直就是地產霸權的象徵。後來，俊和將菁雋全幢物業以近12億元轉售予人稱波叔的「舖王」鄧成波，波叔一轉手就將包括菁雋70.1%股權的3項物業打包售予佳源國際，作價26億元。一買一賣之間，波叔盡顯叱咤舖壇本色。

菁雋去年11月開價，首批單位平均呎價約16937元，成為屯門史上最貴新盤。只是，適逢香港樓價調整周期，除推出首日賣出兩個單位外，至今未錄新成交。佳源一手蟹貨，難怪會被市場質疑資金周轉不靈。

蔡清偉

中小型內房股摘覽

股價	昨日收報(元)	市值(億元)	市盈率(倍)	市帳率(倍)
佳源國際(2768)	2.52	63.28	3.371	0.761
陽光100(2608)	1.31	34.22	4.371	0.383
佳兆業(1638)	2.39	145.07	3.311	0.633
花樣年(1777)	1	57.63	4.17	0.38
寶龍(1238)	3.22	128.71	3.193	0.424

從產業鏈角度 看造紙行業盈利能力

紙業點評

從A股造紙企業發布的2018三季報和2018四季度業績預期來看，毛利率和利潤增速多數呈下降趨勢。我們預計未來一個季度，造紙板塊業績仍將承壓。

雖然未來一個季度造紙企業的基本面繼續走弱的概率較大，但是股價往往領先於業績公布日2至3個季度。目前造紙板塊估值已經跌到合理區間，尤其是玖龍紙業(2689)值得關注。

造紙行業的特點

造紙行業屬於典型的成本加成型行業。不同紙種的成本轉嫁能力不同。下游需求增速高、需求剛性強，盈利能力強。典型的例子是衛生紙。由於我國生活用紙滲透率低，國內表觀消費量近五年CAGR高達9%。相對的，由於電子傳媒對傳統媒體的衝擊，新聞紙近五年消費量增速只有-7%，新聞紙毛利率也是行業內最低的。

對於下游需求相對較低的紙種，集中度高的行業，容易形成價格聯盟，實現相對高的盈利水平。目前我國主要紙種的集中度不及發達國家水平，但是箱板、白卡、銅版紙龍頭的控價能力已經有所顯現。總之，在對上游議價能力不足的情況下，需要實現對下游的高議價水平來進行成本轉移，或者向上遊延伸，形成業務閉環。未來行業整合仍在途中，尤其是箱板紙，由於未來兩年內新增投產衝擊很大，這個領域的整合洗牌將最快發生。

不同經濟狀態下的成本傳導能力也不同。這幾乎是所有周期行業的共性。在需求好的時候，原料成本高，但利潤率更高，估值更高，股價在經濟好的時候呈現「戴維斯雙擊」。需求不好時，則相反。但是不同紙種的周期性不同。

近期思考分析

對近期造紙行業，我們的觀點為短空長多。經歷了2016年四季度至2017年紙價的暴漲，2018年主要紙種均進入降溫狀態。尤其在2018年9至11月份，包裝紙旺季不旺，上游國慶價格大幅下跌。主要的原因是終端需求不足，且庫存已較高，新產能將投放。而對於文化紙，目前雙膠紙和銅版紙均有不同程度的回調，但是紙漿港口庫存仍在3年最高水平，且國內紙漿價格現倒掛現象顯著(說明貿易商處於虧損狀態，反應下游需求較弱)，表明未來一個季度文化紙價格仍有壓力。中長期我們看好以下幾類公司：1) 業績增速相對較高的公司，包括行業需求仍在高增的生活用紙公司，以及積極擴張、發掘更高增速的其他市場的公司。2) 在行業洗牌中進一步提升定價權的公司。3) 向產業鏈上游延伸，可以有效掌控原材料成本的公司。

工銀國際證券分析

安盛：人民幣短期不破7

安盛投資管理昨日舉行亞洲投資展望簡報會，其新興亞洲高級經濟師姚遠表示，去年內地經濟備受中美貿易戰影響，現時解決內地產能過剩及負債，仍為中央穩定經濟的重點，預計今年內地經濟增長由去年的6.5%左右，降至6.1%。

他續表示，中美貿易戰、聯儲局加息等因素令人民