

油價在冬天仍將保持強勁

劉志成 中銀國際研究有限公司

天然氣價飆升 轉用石油

相對較高的天然氣價格促使下游用戶尋找替代品。根據標普全球普氏能源分析公司的數據，從天然氣向石油的轉換可能會在未來六個月內在亞洲和歐洲帶來32萬桶/天的額外石油需求。在最近的國際能源信息論壇大會上，沙特阿美公司首席執行官甚至表示，天然氣短缺使全球石油需求增加了50萬桶/天。我們認為國際能源署的需求預測並未包括從天然氣向石油轉換的需求。

在供給方面，2021年美國原油產量預計不會顯著恢復，因為2021年2月德克薩斯州的意外寒冷天氣以及最近的颶風艾達打擊美國的原油生產。儘管最近油價走強導致石油鑽機數量激增，但美國能源信息署仍預計美國平均原油產量將從2020年的1,130萬桶/天下降至2021年的1,110萬桶/天，然後在2022年上升至1,170萬桶/天。

本月初，布倫特原油價格達到83美元/桶，見三年新高。此前石油輸出國組織及其盟友（OPEC+）決定堅持其原定計劃，在11月將產量配額提高40萬桶/天，而不是市場預期的80萬桶/天。隨着天然氣短缺和煤炭價格飆升，市場擔心即將到來的冬季原油供應出現不足。

經濟活動復甦推升需求

雖然德爾塔（Delta）變異株更具傳染性，但如果人們已經接種新冠肺炎疫苗，它不會造成嚴重症狀。大多數發達國家/地區已經有一半以上的人口接種了疫苗，這些國家/地區也逐步放寬防疫措施。隨着人們的生活恢復正常，對原油的需求也正逐步恢復到疫情前的水平。根據國際能源署的數據，全球石油需求預計將在2021年第三季度環比增長210萬桶/天或2.2%，並在2021年第四季度進一步環比增長160萬桶/天或1.6%。後者僅比2019年第四季度

的水平低1.9%，這是疫情前的最高需求水平。目前預計2022年的需求為9,940萬桶/天，同比增長3.4%。石油需求的持續回升為油價上漲奠定了堅實的基礎。

隨着能源需求的恢復，天然氣價格在全球範圍內飆升。此前，新冠疫情對天然氣需求造成了衝擊。天然氣價格飆升的情況在歐洲尤其嚴重。受到低庫存、低於預期的風力發電量以及主要氣田荷蘭格羅寧根被逐步淘汰的影響，歐洲天然氣現貨價格從20歐分/兆瓦時左右飆升至近期的120歐分/兆瓦時以上。儘管在俄羅斯總統普京保證俄羅斯冬季將向歐洲輸送更多天然氣後，該價格已回落至80歐分/兆瓦時左右，但仍為過去天然氣價格的4倍。亞洲的形勢亦不樂觀。目前，日本和韓國的液化天然氣現貨進口價格超過30美元/百萬英熱單位。2021年11月交割的期貨價格達到32美元/百萬英熱單位，是2021年初價格的兩倍多。

全球石油市場狀況，並在需要時進行調整。其次，全球石油市場的庫存在持續下降。特別是，經合組織國家的原油和成品油總庫存已降至三年多以來的最低水平。市場有空間補充一部分庫存。

調升未來兩年油價預測

2021年前9個月，布倫特原油的平均現貨價格達到68美元/桶。鑒於當前價格較高以及即將到來的冬季油價支撐因素仍在，我們預計布倫特原油的平均現貨價格將在第四季度達到84美元/桶。這將使我們全年預測的平均值達到71.8美元/桶，高於我們此前預測的68美元/桶。我們還將2022年布倫特原油平均價格預測從63美元/桶提高至76美元/桶，2023年預測從61美元/桶提高至70美元/桶。雖然我們將長期油價預測保持在60美元/桶不變，但我們現在預計它將在2027年實現，而不是之前預測的2024年。

經濟數據佳 避險需求降

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

憧憬人行降準

姚浩然 時富資產管理董事總經理

國家統計局最近公布一系列經濟數據，其中包括第三季國內生產總值（GDP），9月份全國工業生產者出廠價格（PPI）及全國居民消費價格（CPI）。第三季GDP按年增長4.9%，低於預期的5%；9月PPI按年上升10.7%，高於市場預期的上升10.5%，其中工業生產者購進價格按年上升14.3%，按月上升1.1%，首九個月平均PPI及工業生產者購進價格分別比去年同期上升6.7%及上升9.3%；9月CPI按年上升0.7%，低於市場預期上升0.8%，主要由於食品價格下降5.2%（豬肉價格大幅下降46.9%），降幅比上月擴大1.1%。

雖然三項數據好壞參半及看似與市場預期差不多，但其實當中已部分反映了能源價格持續上升、限電限產及航運運輸效率下降等因素對實體經濟的影響。能源價格持續上升導致生產成本上升，中國海關總署新聞發言人、統計分析司司長李魁文表示，截至10月中旬，反映國際市場大宗商品價格的路透CRB指數相比去年底累計上漲超過40%，相比去年的最低點漲幅超過130%。今年首三季度，內地進口價格按年上升11.3%，其中，鐵礦砂、原油、銅等商品進口均價的漲幅均超過30%。加上航運運輸效率下降亦令某些原材料及零部件供應緊張，種種因素導致工業生產者購進價格上升，從而令工業生產者出廠價格上升。

雖然現時內地失業率及居民人均可支配收入正逐步改善，令消費能力上升，但是近期生產成本的急速上升不可能完全被消費者消化，所以生產商無可避免地要承擔部分上漲成本，可能會因此令生產商產量減少，從而令經濟增長放緩。此外，限電限產亦會令工廠生產成本上升或生產量下降，對整體製造業及環球供應鏈都會有影響，更遑論生產總值。

降準會利好港股

因此筆者認為內地要實現國民經濟持續恢復發展，一定會盡快解決限電限產問題，令經濟持續增長。此外，能源價格上升應是短期性受影響，隨着全球供給恢復及運輸效率提升帶動，問題在未來一兩季會有所改善。相信為了令社會在這短暫陣痛期間能運作正常及安然度過，中國人民銀行有機會降準為市場提供流動性，加上9月CPI只是稍微上升及上升幅度低於市場預期，人行有空間進行降準。若人行真的降準，會對內地與香港股市有利。

（筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照）

美國經濟數據樂觀，市場情緒明顯改善，風險資產獲得支持。恐慌指數VIX連續下跌四日，錄得兩周連跌，重新回到20水平下方。尤其美國九月零售銷售出乎意料錄得增長，加上藍籌業績表現樂觀，風險偏好回升，尤其是科技股強勁，納指單周就上漲了2.18%。美匯指數結束五周連陽，失守94支持。十年期美國國債收益率在上周五結束三日連陽，並結束七周連陽。

大宗商品價格反映相關利好因素。銅價突破一萬美元關，倫銅本月上行動能明顯增加，在守住9,000美元的基礎上，升穿50、100和200日線，上周五更是收在一萬水平之上，高見10,328.5美元，單日上漲2.97%至10,281美元，全周累計9.83%的漲幅。在需求端擔憂減弱後，銅價明顯獲得支持，後市或延續升勢，嘗試挑戰年內高位。

另一邊廂，倫鋁全周上漲逾兩成，上行動能更強，上周五曾高見3,944美元，全周累積20.42%的漲幅。此外，倫鋁也表現強勁，上周五一度高見3,215美元，創年內新高，最終收漲1.75%，已經連漲第二周，漲幅擴大至6.93%。倫鋁在一萬八美元找到支持後，現在升穿主要均線，上周五突破兩萬關，單日上漲3.76%，同樣連漲第二周。

金價明顯回吐漲幅

相比之下，風險胃納回升，避險需求下跌，金價明顯回吐漲幅，在上周五結束三日連陽。金價在上周五沽壓增加，跌穿200和50日線，低見1,764.9美元，但全周還是錄得漲幅。金價大概率繼續保持在1,700至1,850美元區間上落。

反而是白銀反彈四周，勢頭勝金價。白銀在本月能守住22美元水平，上周已經升穿5、10和20日線，更一度收復50日線，但上周五結束兩日連陽。目前白銀有反彈，但並未完全脫離弱勢，本周或能重新回到24至28美元的運行區間。

關注美聯儲褐皮書

其他貴金屬方面，也可見端倪。鉑金連漲兩周，即可見一斑。鉑金在900美元找到支持，好在很快反彈，現在已經升



● 恐慌指數VIX重新回到20水平下方，反映市場情緒改善。大宗商品價格普遍獲資金追捧。圖為紐約證券交易所交易員。

穿50和100日線，重上1,000美元水平，上周已經連續上漲四日，錄得兩周連陽，累計8.76%的漲幅，本周或重新回到1,100美元之上，延續反彈。鉑金也同樣反彈，錄得兩周連陽，但動能不及鉑金，目前還是遇阻50日線。

整體而言，新的一周要繼續關注企業業績和經濟數據，以及美聯儲褐皮書。
（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無持有所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。）

中國有望成最進取氣候變革者

Anastasia Petraki 施羅德投資政策研究主管

在淨零排放競賽中，中國備受矚目。傳媒爭相報道中國計劃停止資助海外新建燃煤電廠，意味着中國在氣候政策方面的一舉一動都受到世界各國的密切關注及廣泛討論。在美國及澳洲等其他主要經濟體系尚未設立相應目標之際，中國於2020年9月宣布計劃在2060年前實現淨零排放，部分投資者為此感到意外。

在討論淨零排放時，有兩個要點經常被人忽略。

第一，各國測量及制定目標均是以生產排放量為基礎，但以消耗排放量為基

礎亦可以作為另一種審視的方式。這相當於經貿易因素調整的排放。因此，如果一項產品出口至另一個國家，則該產品在生產過程中產生的排放將會計入進口國的排放。由於中國是淨出口國，因此以消耗為基礎的排放量較以生產為基礎的排放量低。這意味着中國的排放量與進口中國商品的國家消費是相關的，因此，進口國的消費者亦需承擔減排的责任。

第二，考慮到中國現時所處的階段及其為實現目標而設定的期限，中國的淨零排放目標實際上是極具挑戰性的。歐

盟等地於1990年已達到排放量的最高峰，但中國現時的排放量仍未見頂。中國計劃於2030年實現這個目標。屆時，中國達到的排放峰值或會是歐盟（包括英國）峰值的兩至三倍。

這意味着中國需要以較歐盟少一半的時間完成轉型，但距離完成目標要走的路卻是兩倍有多。若與美國相比，中國的轉型時間亦少15年。這種轉型意味着中國經濟將會發生結構性變化，例如製造業所佔比例將大幅下降，而能源結構亦將隨着煤炭應用迅速下降而出現明顯改變。據 Boston Consulting Group 估

計，直至2050年前，轉型過程的成本約為13.5萬億美元到15萬億美元，相當於中國由2020至2050年的累計國內生產總值2%左右。

有機會推最進取措施

因此，雖然歐盟通常被視為淨零排放競賽的領跑者，但最進取的措施將很可能是來自中國。在未來幾十年，中國的確有機會成為氣候變化政策的環球領導者之一。若中國成功轉型，則可為其他新興市場經濟體系（如印度及俄羅斯）提供借鏡，證明轉型是可行的。

密切留意內地國有資本運營新動向

龐溟 經濟學博士、華興證券（香港）首席經濟學家兼首席策略分析師

10月7日，中國國有企業結構調整基金（下稱國調基金）二期股份有限公司在無錫正式掛牌成立。作為國調基金二期的首隻平行基金，註冊資本為737.5億元（人民幣，下同）的長三角基金已於日前完成工商註冊。國調基金是經國務院批准，於2016年9月份由中國誠通聯合9家國有企業發起設立，總規模為3,500億元，計劃分三期募集。按照國務院批准的國調基金總體方案以及國資委2021年資本運營公司改革重點任務，國調基金二期由地方政府和央企以市場化方式搭建若干平行基金，總規模不低於1,000億元。長三角基金重點投向長三角地區具有產業優勢的生物醫藥、集成電路、高端裝備製造、下一代信息網絡、人工智能、新材料、新能源及新能源汽车等領域。

國調基金有利深化混改

在筆者看來，此舉顯示了國有資本運營公司可以進一步聚焦戰略安全、產業引

領、國計民生等功能，更好服務國家戰略，着力推進國有經濟布局優化和結構調整，提高資源配置效率，在調整存量結構的同時優化增量投向，積極地向關係國家安全、國民經濟命脈的重要行業和關鍵領域集中，向前瞻性戰略性新興產業集中，緊緊圍繞加快科技自立自強，充分發揮國有企業、國有資本在構建關鍵核心技术攻關新型舉國體制中的重要作用，同時也有助於積極穩妥深化混合所有制改革，促進各類資本優勢互補、共同發展。

國有資本運營公司應充分把握自身以管資本為主、無主業限制以及投資方向和投資行業更靈活等特點，大力提升國有資本在運作、融合、估值、槓桿等方面的能力，深入探索股權運作、基金投資、培育孵化、價值管理、有序投管退等方面的國有資本運作方式，切實履行優化國有資本布局 and 結構調整、提升國有資本運營效率配置效率和回報率、實現國有資產保值增值功能和職責，通過推進混合所有制改

革促進各類資本取長補短、共同發展，有效引導社會資本參與國民經濟和國有經濟的結構調整、提質增效，加強產融結合做強產業質量，強調科技創新對產業拓展的引領性作用和資本、金融對戰略性新興產業的支持性作用，促使產業布局在有進退有取舍中實現升級，助力實現實體經濟、區域經濟高質量發展新格局。以國調基金為例，其設立以來先後參與了中國交建、中國電建、國電南瑞、上海電力、中廣核等項目投資，通過國有資本推動建築、電力、能源、裝備製造等重點產業結構調整和轉型升級。在混改方面，該基金更是出資參與了中國聯通、中糧資本、華能資本、中信戴卡等具有較強市場影響力的混改項目。

助力攻關新型核心技術

在布局戰略新興產業上，國調基金利用資本的力量針對關鍵技術「卡脖子」問題進行補短板。如投資中芯國際、合肥長鑫、中興光學等芯片加工生產企業，積極

探索集成電路產業鏈上下游的設備及材料的投資布局；投資鎳鋒鋰業、長遠鋰科、洛陽鋁業、恩捷股份、力神電池、特來電、威馬汽車等項目，在新能源產業領域形成了覆蓋原材料、電池、整車、應用領域的全產業鏈投資布局。

在國調基金未來的資金投向、運作方式以及對資本市場和相關產業影響方面，筆者預計該基金在「市場化運作、專業化管理」原則下，可以通過母子基金、直接投資相結合的方式，進一步探索完善基金投資、金融服務、股權運作等領域業務模式，緊盯企業自主創新深化改革，助力戰略性新興產業高水平科技自立自強，既能做強做優做大國有資本和國有企業，又能促成關係國家安全、國民經濟命脈的重要行業和關鍵領域的發展、壯大、成熟，並順利推進相關重大項目、基礎科研、專項任務。國調基金的重點投資領域，順應國家戰略發展的需求、產業發展的需要和未來科技、經濟發展方向，有效甄別項目的發展前景與內在價值，堅定長期投入決心，為更具高成長性企業提供經濟新動力。可以說，國調基金既可以積極在資本市場尋找優質併購重組標的，通過對資本

市場優質標的的併購整合來更快達成基金投資目的，也可以主動向資本市場推介其投資發展的優質項目，借助資本市場並購重組實現投資退出。

發揮資本力量促「雙循環」

對資本市場和相關產業來說，來自國調基金的支持則具有較強的指標意義和引導功能，有助於帶動社會資本支持擁有核心技术、市場認可度比較高、屬於高新技術產業或者戰略新興產業中的優質成長企業。國有資本和社會資本的有效結合，可以通過市場化投資，直達實體經濟，支持企業創新，有利於改善金融質量、激發經濟活力、加快實施創新驅動發展戰略，更將有望掌握關鍵核心技術的優秀科技企業和順應「雙循環」的優秀創新創業企業快速推向資本市場，有效提升創新載體的生機與資本市場的活力，助力「國內大循環」、科技創新、產業升級、國產替代的蓬勃發展。

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。