

核災影響短暫 日本年底強勁復甦

德意志銀行大中華區首席經濟學家
馬駿

百家觀點



德銀預期，日本第二季度GDP增長將大幅度下降，下半年災後重建帶動強勁反彈，2012年增長前景基本不受影響。圖為東京鐵塔。彭博社

3月11日發生在日本的大地震以及其後的海嘯、核電站災情等一系列災害事件還在發展過程中，尤其是核電站事件的未來進展還有很多不確定性。本文綜述了德意志銀行研究人員對此次災害的經濟影響的初步評估。該評估的一個主要假設是核擴散不繼續惡化。總的來說，我們認為此次災害對全球經濟、對亞洲經濟、對中國經濟的影響都是有限的。對日本經濟來說，經濟活動在短期內將受到很大的負面衝擊，但是在今年年底之前就有望強勁恢復。

此次直接受到地震和海嘯影響的有三個縣，即岩手、宮城和富山，它們都在關東地區。三個縣覆蓋了日本4.5%的人口以及4%的GDP。鄰近的大阪茨城市也受到了一些影響，該地區佔日本GDP的2.3%。而電力短缺則影響到了整個關東地區，關東地區佔整個日本GDP的40%。根據德意志銀行經濟分析團隊的統計，各大保險公司初步估算在這次地震和海嘯中，保險合同覆蓋範圍內的各項損失合計大約相當於日本GDP的2%。

一，對日本經濟影響。我們估計還有大量損失沒有在保險覆蓋範圍之內。比較而言，1995年發生的神戶大地震直接造成了相當於日本GDP2.5%的損失。地震和海嘯不但直接造成財產損失（包括房屋、汽車、住房、基礎設施的損壞）而且造成整個關東地區電力供應的短缺，並且帶來家庭財富總量和消費信心的萎縮。東京電力公司估計電力短缺的狀況將持續到4月底，我們估計電力每短缺一個月，日本經濟增速就會下降0.1到0.2個百分點。

在災後重建方面，日本的財政部預計到4月底之前，整個救災和重建支出大約會相當於日本GDP的0.3-0.4%。我們預計災後重建的總支出可能會超過日本1%的GDP或5萬億日圓，不過這當中的部分資金會來自於其他財政支出項下的削減。重建活動將意味著一兩個季度之後日本經濟會有更高的增長率、更高的通貨膨脹率、更高的財政赤字和政府債務總額，以及更高的名義利率。同時，日本的經常項目順差會縮小，私人公共部門的儲蓄率都將下降，而世界其他經濟體會受

益於日本進口的增長。

不過，我們對災後重建能否持續刺激日本經濟並不抱有過分樂觀的態度。原因有這麼幾點：其一是災後重建往往是一項持續多年的工作，如果保持每年的增長率處在高水平，那麼必須每年的重建工作都要擴大規模。其二，很多的重建工作將依賴於進口，例如對原材料、機械設備的進口。其三，日本政府目前的財政狀況並不是很樂觀。再有，日本經濟眼下還存在顯著的產能過剩，也許有些生產能力就不會重建了。綜合以上的分析，我們對日本經濟的總體判斷是：二季度GDP增長大幅度下降，下半年災後重建帶動強勁反彈，2012年增長前景基本不受影響。

二，對全球經濟影響。日本目前是世界第三大經濟體，其2010年名義GDP大約佔到全世界的8.8%。不過相對其它發達國家來說，日本經濟的開放程度算是比較低的：日本的進口總額只相當於10%的GDP，或是相當於全世界進口總額的4%。日本在下半年開始災後重建之時，多少會對世界經濟的GDP增長率起到拉動作用，不過我們估計其影響幅度甚微，對全球GDP增長的影響幾乎可以忽略不計。

即使對於其近鄰的亞洲國家來說，日本經濟上半年的萎縮和下半年的重建活動也不會有太大影響。近幾十年中，日本的國內消費增長緩慢，同時大量的日本企業將製造中心轉移至國外，這使得日本作為亞洲內部的出口市場的重要性顯著下降。2010年，日本吸納了亞洲國家出口總額的僅7%。此次地震和海嘯的衝擊可能短期內會導致日本煤炭、原油等初級產品進口的下降（因此馬來西亞受到的衝擊最大），日本從菲律賓、泰國等亞洲國家進口的電子產品半成品也可能受到衝擊。

三，對中國經濟影響。中國和日本的貿易聯繫還是很密切的。2010年對日本的出口佔到中國出口總量的8%，從日本的進口佔到了中國進口總量的13%，從日本來的FDI佔到中國FDI總量的5%。中國的製造業需要從日本進口大量的零部件和機器設備，如果來自日本的供應渠道受到衝擊，將會直接影響到中國相關的製造業生產和出口。這也是此次日本地震和海嘯影響到中國經濟的主要渠道。

在金融投資方面，根據日本財政部的報告，2009年底日本在香港地區的股權投資（equity investment）總額達到了160億美元，在大陸的股權投資總額達到了134億美元。不過，二者相加也只是相當於日本在海外股權投資總額的4.7%，因此日本資金回撤國內的行為還不至於對中國和香港金融市場產生巨大影響。

具體到行業層面，中國的汽車行業受到的影響可能是最直接的。我們的分析師估計，目前的零部件庫存大約能支持國內汽車廠商幾個星期的生產，此後如果日本無法恢復供應部件，一些合資汽車企業就會面臨生產停頓的風險。日本品牌的汽車在國內汽車市場的份額大概在18%左右，此次地震或許會給德國、韓國的品牌在中國的銷售提供短期的機遇。

另一個受影響的可能是煉油業。地震之後日本關閉了30%的煉油產能，大概相當於全亞洲5%的煉油能力。此外，日本對原油進口的減少也會給原油價格帶來向下的壓力。鋼鐵行業可能也會受到一些影響。日本是世界上的第二大鋼材出口國。日本鋼鐵企業產量的短期下降和鋼材價格的上升將利好中國的鋼鐵企業。日本一旦開始重建，還將增加對中國鋼鐵的需求。

日班資回朝壓力漸退 短期還看中東

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

上星期的動態，明顯是由日本海嘯和隨之而來的核危機所主導。大家看新聞報導，評估世態有多嚴重，尤其與本身生活或生意上的關連，漸漸意識到，原來看似事不關己的，卻又有一定牽連。當然，就算如何不受牽連，也在想不到之處出現。

事實上，隨著日本企業在世界各地班資回朝，全球各地的資產價格無不有異動，本來因為中東和北非地緣政治危機而急升的油價和金價突然急挫，大大有別於外界以為危機出現後，油價和金價急升的情況。股市下跌不在話下，連帶久未有大動作的VIX指數，也被扯高至30附近水平。只有日圓有大幅攀升，兌美元升至二次大戰以後的高位。

匯市再關注央行加息預期

不過，大家雖然明白和體諒，但也不會任由這種情況持續，結果，上周五G7舉行完電話會議後表示，會共同干預匯市，而美國聯儲局、歐洲央行、和英國、德國、法國、加拿大央行都證實已入市干預，令美元兌日圓上周五反過來急升。短期內，有關拋售資產的最高潮大概已經過去，匯市又再重新把焦點放在加息預期。

如今論加息，當然以歐元為首，其中歐元繼續受加息預期所支持，歐洲央行行長特里謝上周五表示，該行對於通脹預期是十分關注，市場認為這是該央行可能即將

加息的訊號。而在歐元與英鎊以及商品貨幣大幅上升下，即使日圓相對美元大幅回落，仍然無阻美匯跌至四個月低位。

無論如何，美匯或日圓甚至瑞郎等避險貨幣偏軟，意味著商品價格反彈，商品貨幣同樣反應之後，尤其在G7干預下，日圓大幅回落，令部分投資者恢復借入日圓買入澳元及紐元等高息貨幣賺取息差，使高收益貨幣上周五急升。

利比亞局勢震盪不會太大

值得留意的是，上述日本班資回朝的情況，較易於匯市見到端倪，而最新受到刺激反彈的當然是金價和油價，然而，美國國債漸只是窄幅波動。相比之下，新一輪的大市動態，恐怕要重新留意中東和北非的局面，但暫時看來，應不致令投資者恐慌情緒大增，畢竟早前利比亞的情況，亦未令VIX拋離20水平。

當然，全球形勢一大重要板塊，自然是內地持續調控，目前未見太大變化，事實上，正如大家可以意會到，兩會之後，內地調控步伐和方向未變，甚至因為要着力打擊通脹預期，加上歐美復甦勝預期，調控力度將有增無減，故此，雖然上周五收市後，人行突然宣布，上調存款準備金率半個百分點，由本周五起生效，是今年以來第三次上調，令大型金融機構的存款準備率達到20%的歷史高位，而這次上調存款準備金率，將向市場收回約3,600億元人民幣的資金，肯定對內銀收入有打擊，而流動資金減少，房地產市場資金亦難免減少，但似乎投資者已有心理準備。

環球投資組合續增持股票

摩根資產管理投資資訊總監
崔永昌

自日本發生地震之後，日本股市及環球各地股市均出現了大幅下跌。我們認為，市場作出這樣的反應，不但反映了今次不幸事件對股票市場所造成的不穩定性，同時也可能是反應過度，最終任何出現超賣的情況都會被糾正。

有一點要強調，今次受影響最嚴重的地區是日本的東北一帶，這約佔日本整體的國民生產總值約4%，而人口大概有450萬人。相比之下，1995年神戶和大阪地區在發生破壞性地震後，所受影響約佔當時國內生產總值的6%及人口約有1,450萬。當然現時要去衡量今次事件對當地實質的影響仍難於估計，因為每天的事態發展都可以變化很大。

日本必可從震盪中站起來

從宏觀經濟角度來看，摩根大通證券已暫時將2011年第一季度和第二季度下調國內生產總值分別從2.2%至1.7%和2.2%至0.5%，但第三季度和第四季度卻分別從2.5%調高至4.0%和2.0%至2.5%。在未來六個月至一年的時間內，我們相信，工業生產應從震驚中恢復過來，這有賴於日本央行為市場注入大量流動資金，以確保金融市場穩定；以及透過政府擴大開支的措施，以幫助國家在災後重建的工作。

此外，財政部官員已明顯表示會不惜透過市場干預以控制日圓的升勢，故此，我們不大可能會看見日圓持續轉強，重複1995年阪神大地震後日圓急升對其經濟負面的影響。

這次地震無疑短期內對環球市場將製造更多的波動。面對歐洲主權債務的問題、中東和北非局勢的不穩所導致的高油價、新興市場出現高通脹的隱憂，再加上日本的災難性大地震，我們難免對環球的經濟的短期至中期前景越趨謹慎。

此外，年初已發展國家再顯升勢，這源於強勁的宏觀經濟數據。但是，最近有一些跡象顯示，好消息似乎已見頂。在美國，最近申請失業救濟人數、貿易數據和密

歇根消費者信心指數均遠差於預期；在歐洲，當地央行似乎熱衷於加息，這可能不利於市場未來的發展；在亞洲，生產放緩加上通脹升溫可能減慢未來經濟增長的步伐。

周期性經濟復甦還未完結

不過，我們相信已發展國家的復甦力度仍然充足，而日本今次地震亦不會導致環球市場的增長動力因而減退。目前而言，我們並不預期環球經濟增長急速放緩，可能要到2011下半年，或更可能是到2012年放緩才會慢慢出現。雖然一些短期的衝擊考驗著投資者的信心，但我們相信今次周期性的經濟復甦還未完結。

儘管最近所發生的一連串事件可能令市場有更大的下跌風險，但是我們現時在環球多元資產的組合對股票投資的態度仍然保持正面。故此，相對在定息收入的投資，我們在全球股票方面仍保持增持。展望未來，我們會時刻留意任何轉壞的宏觀數據，若果經濟領先指標開始放緩的情況逐漸浮現，2012年的投資前景或會因而蒙上陰影，這將進一步削弱投資者的信心。



儘管最近所發生的一連串事件可能令市場有更大的下跌風險，但基金界對股票投資的態度仍然保持正面。圖為紐交所。美聯社

中國防通脹還是不能鬆手

資深財經評論員
肖林

世界經濟復甦勢頭不會因為天災而改變，但是因為重大天災復甦狀態變得更複雜是一定的。由於地震海嘯重創日本經濟，全球IT產業以及汽車產業的生產將受影響，只要走向恢復生產以及重建之後，全球大宗商品的需求依然會持續旺盛。以上結果一旦出現，大宗商品價格即便短期波動或回落，上漲的動力依然不會改變。全球流動性收緊起碼在近期是不會有太大的變化。

上周五中國央行宣佈提高存款準備金率0.5個百分點，這一舉動令不少市場人士感到意外，他們以為全球加息動因為日本地震不會有所緩解，並質疑本應該針對CPI連續兩個月高位運行的調控手段，何以變成溫和的數量手段？中國之所以選擇提高存款準備金，而非升息，有分析認為是「由於近期央票大量到期、外匯佔款仍然高企，因此本次上調存款準備金率直接起到對沖流動性的作用」。這和央行自身的解讀是吻合的。顯然央行此舉是受到外圍經濟變化的影響，全球經濟不確定性氛圍更加濃厚了，油價的劇烈波動就是信號之一。

鐵礦石價上升軌跡不變

僅僅圍繞大宗商品鐵礦石價格未來價格走勢如何，市場人士預測就很不一致。一是認為日本因海嘯引發的企業停工，會導致對於鐵礦石需求下降進而導致價格下降，與此針鋒相對的觀點則認為，即便日本恢復需要時間，鐵礦石的需求依然

不會放緩，價格還會繼續上升。筆者以為，後一種觀點更具前瞻性，日本即便恢復生產需要時間，但是重建對於鋼材的需求依然會增加，鐵礦石的價格不會因此而改變上升軌跡。

另外，近日國際貨幣基金組織也提示，今年全球糧食價格上漲的勢頭不會改變。因對採用核電的疑慮，很可能重新燃起人們對於糧食轉化能源的興趣，助推糧價上升。以上種種因素可見，今年因全球經濟遇到不可抗拒的自然因素，並不會改變全球流動性氾濫帶來的通脹壓力，但是，通脹和經濟復甦態勢一樣，表現形式會變得更加琢磨不定。

不明朗因素仍困擾市場

最近，全球股市多次出現一日行情，多國重要股指都呈現一天上升，一天下跌的現象。面對日本核電站目前的災害危機，中國股市更是在幾日之內出現種概念股的炒作，市場對於未來的觀望情緒越加濃厚，包括對沖基金的避險情緒和投機衝動交織，運作也變得更加神出鬼沒。幾天前，為抑制日圓快速升值，遏制投機，七國聯手干預日圓匯率取得明顯效果。但是，是否能夠穩定住日圓升值的趨勢，依然要看災後經濟的恢復情況，以及全球經濟聯手抵抗抗災難的能力。

中國正值調整結構的關鍵時期，繼續擴大進口是既定目標，會不會由此帶來輸入型通脹目前也是未知數。如果說防通脹不能鬆手，恐怕更多需要留意世界經濟環境已經出現的新的變化，讓抑制通脹的手段更加靈活多樣。

粵澳框架協議開創無限商機

山西省政協委員、威格新資產評估顧問公司執行董事、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

在最近全國兩會期間，粵澳政府正式簽訂《粵澳合作框架協議》。框架協議共8章38條，一方面對未來十年兩地合作發展定位，更主要確立着手開發橫琴島，以產業協同發展、基礎設施與便利通關、社會公共服務、區域合作規劃等重點合作領域。這份框架協議重點在「合作開發」方面，珠海發揮橫琴開發主體作用，澳門從資金、人才、產業等多渠道全面參與，雙方共同研究相關配合政策。協議的簽訂可以解除澳門和澳企的先前不能充分參與的疑慮，並提供了充足的土地資源予澳門方面。

在土地使用功能的劃分，這塊面積總量達5平方公里的處地，已計劃分為中醫藥科技產業園、休閒度假區、文化創意區和中心商務區四大功能。為了使該區交通便捷，《協議》提到加快推進廣珠城際軌道建設，並研究延伸到橫琴，推進澳門輕軌在橫琴與廣珠城際軌道對接。如果輕軌項目經橫琴直通廣州，對澳門交通是一大突破，大大方便省內旅遊發展，為兩地帶來便利和機遇，更可以間接促進澳門機場的物流發展。

粵澳中醫產業園下月啟動

目前除在建的澳大新校區外，粵澳中醫產業園將於四月啟動，而文化產業園也進入積極規劃階段。目前澳門中醫藥業還在起步階段，無論從業員人數和質素，仍未達理想水平。根據有關資料，澳門科技大學和澳門大學已積極作出具體規劃，配合未來產業園發展。

而且，香港幾家大學如香港大學、中文大學和浸會大學已設立中醫藥學院，並進行研發、製造和提升中藥，已將成熟的藥產品推出市場，港澳兩地中醫藥界別可以共同

研究開創商機。通過粵港澳三地界別共同協作，可以長遠規劃橫琴中醫藥園成為中醫醫療、養生保健、科技轉化、會展物流於一體的中醫藥基地，並透過質量評估和國際認證方面的合作，把中醫藥產品推出世界。

橫琴島另外一個重點發展是文化創意區。業界人士建議興建電影片場，藝術家村，電影特效效果中心及動漫職業學校。打造藝術家村，可以提供完善創作和展示場所供澳門和附近地區文化界、文創界工作者大展拳腳。建議的片場會是浙江省橫店的南方分部，尤其是設置具澳門特色的建築物，並可將嶺南的建築特色放置在片場內，既可以提供電影拍攝場地，更加可以成為新型的旅遊景點，讓旅客體驗上世紀六七十年代馬交小城的風貌。澳大橫琴新校區建成後可以考慮設動漫職業學校，透過專門導師培育人才，讓有意者學以致用。通過與電影特效效果中心的合作，製作出高水平的科技/動漫電影效果。

橫琴提供寶貴土地資源

橫琴的土地儲備可以為澳門經濟和社會發展提供寶貴的土地資源。其中的休閒度假區和中心商務區，當地區政府可以透過優惠稅務政策和快捷的辦事效率吸引博企將非博彩功能的活動和展企將展覽場地搬入這兩大功能區，再者這個共同協作區也可吸引兩地的企業將其總部搬入，發揮所謂的「總部經濟」效果！

大家不要忽略該地的房地產升值的潛力，如島上近十年來唯一的商品房社區「銀鑫花園」的二手價錢已由兩三年前每方米三元多彈升到一萬餘元，但仍鮮有人放盤。粵港澳的發展商可往該地興建高級商住住宅房和辦公樓，於澳門島外創造全新的發展區；優美的天然環境加上龐大的基建可以打造高檔的別墅群供珠江三角洲的富裕一族選購！