

日本重建成投資界焦點

敦沛金融證券業務董事
施俊威

百家觀點

強烈地震痛擊日本東北部，現在陷入恐慌的日股是成熟七大工業國之一，市場風險相對低得多。日本政府承諾盡快進行重建工作，在經濟層面上將為未來增加不少投資機會。重建除了提供不少的職位，也將更新重組受損的基礎硬件配套。

過去數年，各國在經濟低迷時都會劃出多年的基建大計，為的就是工業、金融以至消費等不同行業環節都可同步增值，過去日本受債務所困捉襟見肘，變換換相卻不得其法，現在日本政府將可義無反顧大力建設，災難使民心團結，或許因此令日本多年的政治亂局得以改善。而首先受惠於重建的行業，很可能是礦業，因汽車、建築物、橋樑、管道、工廠、機械及一眾設備，都對工業金屬產生需求。

日本未來狀況幾可肯定地比現時更形惡劣，事實上去年第4季經濟增長已見放緩，而去年全年增長卻達3.9%，是廿年內最理想的一年。因此預期當災情回復穩定後，日圓將要踏出貶值之旅。日本債務佔GDP已超兩倍的水平，災前已令執政官員頭昏腦脹如何削減，本年估計融資額亦近GDP的30%，幸而日債持有者以本國國民為主，並不能與歐債危機同日而語，因此在災後亦未見撤資跡象，但要吸引外國投資者參與購持日債談何容易，低息、通縮、評級及債務比率都影響投資者信心，最後很可能只有日本央行開動印鈔機解困。

去全國GDP的4.1%，假設災區停止三分之一的經濟活動，計算出日本經濟將失去1.2%的生產值。而估計重建活動開支將推升GDP近1-2%，因此對本年經濟增長依然相當樂觀。與野野聲估計清理及重建開支將高於16年前阪神地震所動用的33000億日圓，反映是次損壞比當年更嚴重。日資野村表示，災區停產包括為數不少的大企，例如豐田車廠等，三大車廠本年營運利潤可能減少3-8%，減產的影響將在本季及來季反映在業績及經濟數據內，但展望第3季將可回復增長。

從倒後鏡回望1995年的阪神地震，可為日本經濟如何應對天災作初步評估。當年1月天災發生後，圓匯曾在數月內升值20%。有機構估計是次天災保險賠款可能高達100-350億美元，遠高於16年前，因此圓匯匯回日本確有需要，亦可解說全球股市市價被拋棄的理據。但要留意現下美息與16年前大有不同，美國息口已低無可低，更在全球通脹壓力下隨時萌起加息的念頭，日圓強勢相信難耐久。而且日本央行應從阪神一役中學習，理應不讓日匯升值而坐視不理。

日本經濟財政大臣與野野聲Kaoru Yosano表示，災區佔於日本出口經濟來說，由於阪神地區是日本經濟重



強烈地震痛擊日本東北部，不過政府承諾盡快進行重建工作，在經濟層面上則為未來增加不少投資機會。圖為東京市容。

鎮，據美林指出可能佔去GDP近12%，綜合估計是次總體損失約佔GDP的7%。95年一月工業生產下跌2.6%，然而往後連續3個月都在回升。而當年首三季的GDP增長都超過3%。反映股市的日經指數在阪神地震後連日下跌，截至首季完結共跌16%，第二季內持續下跌，完成近26%的跌幅後見年中低位，最後於該年底完全收復失地。日本是全球第3大用油國，當地重建仍是投資界焦點。

環球復甦未言穩 各式危機似退未退

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

早前一直困擾投資者的危機，不論是中東北非的地緣政治危機，抑或日本海嘯後的核危機，近日似退未退，只是投資者的情緒略見緩和，反映美股標普後市波動性預測的VIX指數，近日已回落至20水平以下，反映市場已逐步消化了日本地震及核洩漏與中東及北非的緊張局勢的利淡消息，若相關事件沒有進一步惡化。

不過，消化了早前消息是一回事，由於事態仍在發展中，過程中會否又有新的意外，大家也無法排除，故此，目前投資者只是既不悲觀，亦不樂觀，大致上只是回到日本海嘯前的情況。

油價近日回升頗為合理

事實上，中東方面未見起色，仍然是戰雲密布，而這一點對油價尤其有影響。美國及聯盟國家繼續對卡扎菲部隊進行攻擊，但投資者關心戰爭可能長時間持續，利比亞產油難以在短期內恢復，故此，從供應層面看，油價近日回升是合理之舉。雖然沙地阿拉伯已提高產量抵銷利比亞的產油缺口，但投資者傾向估計，沙地阿拉伯亦同樣有類似風險。

總的來說，利比亞政府軍繼續包圍反對勢力的基地，歐美聯軍則繼續對利比亞進行轟炸，這已是人所共知、有心理準備的事。另一邊廂，烽煙又起，敘利亞南部有6名示威人士遭到攻擊身亡，而以色列則對加沙地區的火箭攻擊發動回擊，中東戰事越演越烈，石油及黃金價格均被推高。情況如果持續，相信金融市場又有一輪新的炒作。

如果是，則恐怕是對如今復甦剛有點起色的經濟帶來打擊。的確，從數據方面看，美國公布2月份新屋銷售按月下跌16.9%，年率計為25萬間，低於市場預期的29萬間，亦是紀錄以來最低，反映美國樓市仍然疲弱。



圖為中石油的加油站。

然而，聯儲局並未有避重就輕，反而其公布國債購買計劃只買入了75.6億美元國債，大幅低於交易商預期出售的307.66億美元國債，令美國國債被拋售。

歐美經濟情況仍未明朗

除了美國經濟復甦未可言穩之外，歐債危機亦隨時有機會舊事重提。由於葡萄牙議會投票拒絕通過政府的緊縮議案，令葡萄牙因此而尋求歐盟及國際貨幣基金組織援助的可能性亦大大增加。此外，葡萄牙國會否決政府提交的經濟緊縮方案，總理蘇格拉底宣布，已向總統提出辭職。市場預期葡萄牙可能被迫向歐盟及國際貨幣基金組織尋求援助。

此外，英國財政大臣歐思邦表示，降低對今年明年英國的經濟增長率的預期，由去年11月時預測的今年明年分別增長2.1%及2.6%，下跌至1.7%及2.5%。雖然英國經濟增長預測被降，但英國上月的CPI繼續高於英國央行的警戒線，更高於市場預期，因此英國央行或會提早加息。換言之，目前全球擔心的既有通脹但經濟增長緩慢的格局，有可能在英國出現。

總的來說，目前危機未退，只宜審慎樂觀，早前恐慌過後，如今只是整固，未見大升的機會。

全球化供應鏈弊病惹關注

路透專欄撰稿人
Wayne Arnold

日本地震及海嘯災情暴露出，比較精簡的全球供應鏈並不一定比較堅固。豐田汽車和本田汽車等多家大型汽車製造商已延後生產，並非因為組裝線受損，而是因為零件供應商受到影響。日本汽車廠商是打造高效率、低成本供應鏈的先驅。但這些成就也導致，單一點點出事就會造成全球性影響。

生產問題雖然只是緩慢浮現，但已打擊股價。自地震發生後，豐田及本田股價已跌逾9%，而日產大跌幾近14%。這或許看起來很奇怪，因為重災區的幾個縣，佔日本製造業不到5%，而且大部分汽車都在日本西部和海外生產。

少數原料和配件廠舉足輕重

但少數幾家原料和配件工廠便在全球供應鏈佔有舉足輕重的地位。即使是生產線未損毀的地區，餘震也讓供應商難以重新校準精密設備。電力短缺的問題將持續好幾個月。

多虧了日產汽車。數十年來，日本汽車製造商依賴眾多容易控制的小型供應商。垂直整合讓即時交貨成為可能，也降低了庫存。日產汽車董事長暨執行長戈恩2000年接棒後，打破了日產與供應商之間的專屬關係，開始在全球範圍內尋找供應。其它競爭對手跟進，迫使許多配件生產商進行合併，發掘更多客戶。



圖為位於廣州的豐田汽車廠。

這令供應鏈出現整合。雖然零件變得更加精密複雜，許多甚至用到先進微電腦，但日本仍維持對生產的控制。根據瑞士信貸的資料，日本矽晶圓產量是全球的72%，汽車產量是全球的32%，而汽車導航系統產量佔全球的74%。

市場高端供應商勢力壯大

扁平化的供應鏈原本應降低採購方對單一供應商或地點的依賴風險。但情況正好相反，市場高端的一些供應商勢力壯大。那些曾經受到單一採購主依賴的小型供應商，已經被大型供應商取代，而全球各地的企業都要依賴這些大型供應商供貨。就連通用汽車也抱怨生產受到影響，雖然具體數字不詳。日本的供應鏈創新可能成了所有人的問題。

內地流動性過剩依然嚴重

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

中國人民銀行於3月18日宣佈再次調高內地金融機構存款準備金率0.5%，經過此次上調後，內地大型金融機構的準備金率創出高達20%的歷史高位；在如此高的準備金率下，大大降低了市場貨幣流通的乘數效應，央行傾向於從數量上收緊市場資金，曾經解釋過當中原因，在於若然央行落實長遠的加息政策，第一，這很可能會加速熱錢流入，第二，加息會即時影響了內地商業銀行的盈利水平，和製造問題貸款增加的問題。

事實上，現時內地資金氾濫嚴重，觀察數據，從2000年到2010年的10年裡，國內的廣義貨幣M2對GDP的比重由1.4倍上升至1.82倍，達到73萬億元人民幣水平，而這龐大的廣義貨幣主要是由國內的儲蓄建構起來，同樣造成龐大的通脹壓力。

直至今日，中國外匯儲備餘額為28,473億美元，同比增長18.7%。人民銀行的資產負債表顯示，2010年末，央行的總資產為25.93萬億元，而自有資金僅為219.75億元。首先，人民幣升值，意味央行持有的外匯資產持續貶值，以約20萬億元的外匯資產計算，人民幣兌一籃子貨幣每升值1%，央行的外匯資產便會面額約2,000億元人民幣的虧蝕。

另外，由於央行的自有資金少，在外匯儲備增加的同時，需要通過發行央票和上調準備金率等方式以平衡資產負債表。明顯地，央行的主要資產為外匯資產，例如歐、美、日的債券等，但其負債則為國內的人民幣債務，隨著金融海嘯後，發達國家相繼調低利率至歷史低位，央行的收入大幅減少。這很可能也是央行在現時通脹威脅下也不隨便加息的原因，因為上調人民幣基準利率，意味央行需要支付的人民幣息率提高，在收入處於歷史低位的情況下，央行不便增加支出。資產面臨貶值，收益率也低於債務所需支付的息率，龐大的外匯儲備成為央行的包袱，局限了人民銀行運用貨幣政策工具的決策。

存款準備金率尚未見頂

不過，即使存款準備金率創新高，隨著通脹持續上升，顯示出提高準備金率並不能真正起到對抗通脹的作用，而

且，更重要的是，存款準備金率幾乎已經到達上限。內地商業銀行的存貸比上限為75%，而基本上，大部分銀行的存貸比已經接近上限水平，即是說，準備金率的上限為25%。但是，若把準備金率提高到25%，銀行很可能會面臨嚴重的流動性風險，所以，準備金率在23%以下已經算是極限，央行再度使用準備金率作為調控的主要工具將會變得十分限制。

在此情況下，若通脹壓力持續，人民銀行需要從加息或人民幣升值間作出抉擇。二者選其一，相信，人民幣升值帶來的正面效應較多：首先，沖銷通脹；二，提高國內需求，增加進口有利平衡巨大的貿易差額，把政策主導回歸到市場主導，減少資源錯配；三，幫助經濟轉型和產業升級，提高非貿易品價格，引導資金流入服務行業。

出口商轉型內銷仍樂觀

事實上，中國龐大的外匯儲備及投資面臨持續的相對貶值已經是一個趨勢，十多年來維持巨額資本流入和外貿盈餘，造成了嚴重的外部失衡，在龐大數額不斷累積的情況下，相對價值下降是不能避免的現實，在這個趨勢下，原本助長中國外儲的貿易企業將會因為本國貨幣升值而面臨虧損，但若升值幅度和國內貧富差距收窄，出口商轉型內銷仍然在光明的前景。人民幣升值並不會為中國經濟帶來嚴重的負面影響，相反，保持人民幣升值是促進國內經濟改革的重要歷史進程，順之有益，違之有害。



中國人民銀行總部大樓大廈外觀。

市建局「樓換樓」可慢慢改良優化

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師
陳東岳

市建局公佈今年2月24日後的新重建項目，受影響自住業主，可選擇「樓換樓」安排，包括選擇原址重建後的單位，或於2016年落成的啟德發展區單位。據悉，啟德項目選址鄰近沙中線鐵路。這是一項新舉，讓受影響的業主，在考慮是否接受以同區7年樓齡的樓價現金值之餘，有多一個可供選擇的方案，證明市建局在不斷想方設法去滿足小業主的訴求，令收購過程更順暢。

60天答覆可考慮延長一些

有團體批評要補差價才可換新樓，小業主未必受惠，比如年長業主難以取得按揭等，兼時間限制太倉促，只局限接受首次收購建議的業主才可選擇「樓換樓」。細節是可以慢慢改良優化的，例如60天答覆可以考慮延長一些。

筆者覺得舊樓換新樓補差價、以固定價格計算是公平的做法，業主選擇現金或樓換樓，可能涉及對經濟和樓市前景的看法。例如看不通前景的，可能會選擇現金補償；對前景較樂觀的人，就可能考慮樓換樓。後者等如以今天的訂價，先付30%首期，買幾年後新樓的樓花，市建局出品質素有保證。假如這幾年樓價真的升了，業主便賺了這幾年的升幅。

至於風險就在於如果屆時樓價跌了，業主仍要買入成交的新樓。然而，如果沒有什麼重大事故出現，香港的未來中長線經濟大勢，應該是平穩



永利街租戶可選擇入住市建局位於西環德輔道西466號的大廈，部分單位可望到維港景色。

本報圖片

向好的。啟德發展區將來發展商機處處，除了有鐵路、郵輪碼頭，兼有可能是本港未來辦公室新核心地區之一。

過渡期內可給予租金津貼

從現實角度睇，假如業主選擇了市建局提供的樓換樓安排，眼前面對的，就是這幾年的住所問題怎樣解決，是否可以考慮給予一些租金津貼，讓業主在幾年過渡期有居所。

再進一步考慮，就是搬遷和裝修津貼等，收樓是為市區重建的大前提而進行的，沒有收樓行動，業主根本不需要搬遷。既然業主願意犧牲小我，就應該對因搬遷所引致的一系列開支給予補償，這方面可以做得更周詳，具體為業主選擇樓換樓所需額外開支做出一個基準，再以這個基準去釐定出每戶的實際額外補償。另外，新樓估價可能不便宜，可酌量調低首期至20%，這樣樓換樓的吸引力更大。