

安本資產管理環球策略及資產配置主管  
Michael Turner

百家觀點

# 日大地震後遺症難料 股票宜逢低增持

日本目前情況依然很不明朗。福島核電廠的危機何時受控還是未知之數，某些工程師甚至表示用混凝土埋起核電廠可能是唯一解決辦法。然而，我們認為，這次災難現時引起的反射性拋售潮可為投資者帶來增持股票的機會。

雖然地震引發的海嘯造成嚴重人命傷亡，但不大可能對全球經濟構成重大打擊。日本政府正向貨幣體系注入龐大資金，而且我們相信美國聯儲局於有需要時也會伸出援手，因為資產價格與經濟復甦是息息相關。日本於未來數季的國內生產總值收縮幅度應該不會超出2%至3%。

短期而言，日本面對的最大問題仍是電力短缺，還有輻射雲擴散至東京的風險。雖然惡夢仍未成真，但各區輪流停電如持續多月，將會帶來很大影響。目前估計這個措施將會實行至4月為止。即使日本損失了5%至6%的發電能力，但荷蘭皇家殼石油同意提供額外液化天然氣及石油，我們相信只要國內的燃油發電廠全力開動，應該可以填補電力不足的缺口。

整體而言，我們懷疑今次地震的影響可能還不如1995年1月撼動日本工業重鎮的神戶大地震嚴重。雖然神戶大地震的重建費用估計高達國內生產總值的3.6% (910億元)，短期而言也對經濟構成打擊，但除了龐大的重建開支之外，以全年計對經濟增長的影響卻只有1.8%。只要供電開始恢復正常，日本於今次災難後的經濟發展或與神戶大地震後相似。

其實，這次海嘯襲擊數個縣造成的經濟影響應較1995年時輕微。神戶大地震打擊的是國內工業重鎮，當年佔日本國內生產總值12.4%。東北大地震當中受災最嚴重的五個縣在工業上不如神戶重要，包括無受海嘯影響的地區，佔國內生產總值約7.8%。然而，今次的重建費用估計高達2,000億元，是神戶大地震的兩倍，無疑將會加重日本債務負擔。

雖然龐大的重建費用可能拖累日本的主權信評級，但國內的儲蓄率很高，不一定對債券構成打擊。額外流動資金應該也有助支撐債券收益率一段時間。從日本信貸合約掉期價格最近的大略走勢，便足以證明債券市場對日本國債維持樂觀。與此同時，由於大量資金抽調回國，日本出口商需要面對日圓升值的難題。於日圓兌美元升至76.25的新高後，七大工業國一度出手干預，但我們預計日圓於短期內仍會高企。

至於日本國外，美國及歐洲應該不會受到太大影響，對日本的出口只佔歐美生產總值約0.5%。不過，由於對日本的出口比重較大，亞洲所受打擊將會沉重得多。在生產層面，對供應鏈的影響只局限於某些行業，例如科技業。舉例而言，由於日本生產的NAND快閃記憶體晶片佔



■日本政府為籌措救災資金，計劃發行逾10萬億日圓(約9,570億港元)緊急債券，並會由央行包銷。路透社

全球產量40%，半導體等產品的價格可能被推高。

雖然隨着財政年度快將結束，我們估計未來數月的市況將極之波動，但不認為會引發全球經濟衰退。憑藉亞洲企業的強勁財政實力，有充裕資金投資於廠房、資本開支及增聘人手，今年的盈利增長可望達到10%。不過，鑑於中東北非政局依然動盪，歐洲債務危機也未解決，市場的避險情緒仍然高漲，市場於未來一段時間很大可能繼續劇烈波動。

稍微值得慶幸的是，商品價格回落短期內減輕全球各國收緊貨幣政策的壓力。此外，由於中國農業批發價格下跌7%，顯示亞洲通脹可能即將受控，投資者對企業的盈利能力也恢復信心。鑑於目前估值便宜，長線投資者可於因重建費用而推高一些國內消費主導行業的純利前趁低增持。因此，如果你認為福島不會演變成切爾諾貝爾第二(或者即使你認為會)，你可以比較一下日本的預計市盈率與全球市盈率，前者於災後回落不少，甚至首次與全球市盈率比較出現折讓。

## 美經濟雖改善 退市快慢惹疑慮

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

過去一周，中東和北非政治危機雖未緩和，但日本核電廠逐漸受控，使投資者從早前的恐慌性拋售中回復過來，而隨着美國公布優於預期的去年第四季經濟數據，VIX指數再至18以下，低於日本海嘯發生前的水平。

事實上，美國商務部公佈的資料顯示，去年第四季度美國GDP第三次估測值按年率計增長3.1%，比前一次修正值高0.3個百分點，個人消費開支、企業庫存和投資等資料向上修正是推高去年第四季經濟增幅的主要原因。而去年全年，美國經濟增幅為2.9%，比上次估測值高0.1個百分點。

然而，數據雖好，但要留意，央行在經濟復甦愈見起色之時，究竟何時開始重新收緊，早前大量流出市面的資金，如何處置，可說是進退兩難，這一點勢必成為投資者的焦點所在。

### 擴大量化寬鬆機會不大

事實上，已有美國聯儲局理事暗示，購買資產計劃不大可能超出6,000億美元的規模，量寬政策或在6月結束，令美元上周五急升。其中正如費城聯邦儲備銀行總裁羅素表示，需要在不遠的將來使貨幣政策正常化，並稱自去年夏季以來經濟增長速度加快，令市場相信聯儲局不會再擴大量化寬鬆政策。

值得強調，同意上述想法的人，為數不少。美國芝加哥聯儲主席埃文斯也表示，美國經濟目前正處於復甦階

段，可能不再需要美聯儲的進一步支持措施。而美聯儲理事羅素更直言有必要收緊貨幣政策，支持加息並同時削減資產負債表，認為太遲退市將對通脹和經濟穩定造成嚴重後果。

這些言論一出，進一步推出量化寬鬆的機會隨即下跌，加息預期升溫下，美匯指數，甚至美元兌各避險貨幣，亦見上升；而受市場預期聯儲局不會再擴大購債規模影響，美國國債受壓。

### 復甦慢而通脹升難處理

當然，嚴格來說，歐美經濟並未強至真的不用放寬銀根的地步，只是拯救金融海嘯的巨資為數太龐大，不免令人憂慮惡性通脹的來臨，問題是，太早退市，則復甦未至，太遲退市，通脹殺到，同樣令人動彈不得，而最壞情況是，復甦慢而通脹升溫，則最難處理。

無論如何，去年令金融市場備受困擾的歐債危機，並未完全消退。歐盟領導人在上周五結束的歐盟領導人峰會上，並未能就擴大歐洲金融穩定工具(EFSF)規模的提議達成一致，當前EFSF為數4,400億歐元，其貸款能力僅為2,500億歐元左右，市場關心未能應對近日再有歐元區國家主權評級下調可能引致的債務危機。

若再加上北非局勢未有緩和跡象，利比亞戰事持續，戰事看來不會迅速落幕，原油供應短期將會繼續受影響，而市場預期日本重建將提升原油需求，加上根據美國能源資訊局數據顯示，在全球經濟復甦的環境下，各國今年的原油需求將會不繼增加，而作為全球經濟成長引擎的中國，今年原油需求預期會增加6.5%，加速了供需緊張的局面，令油價近期維持在105美元以上的水平，油價若持續向上，通脹難免升溫。

## 美國股市上漲能證明什麼？

資深財經評論員  
肖林

華爾街樂觀派又佔上風了，對道指的預測層出不窮，道指也很給力，連續多日上漲。對此，笑者有之，悲者依然有之。後者樂不起來的原因，蓋因對美國經濟呈現的矛盾性狀態擔憂。

其間最有代表性的是原聯儲主席格林斯潘，他對目前美國經濟的擔憂不是增長問題，而是私人投資者是不是已經行動起來，接過政府刺激的接力棒，向經濟注入活力了。據媒體報道格老的描述是：造成美國當前經濟復甦乏力、失業率居高不下的一個重要原因就是企業對於非流動性固定資產長期投資的積極性不高，美國企業非流動性固定資產長期投資佔公司現金流的比重下滑到了上世紀40年代以來的最低值。

很顯然，格老有些失望。他是過於悲觀，還是美國股市的上升，其實很難證明什麼，從格老的判斷看，是需要時間觀察的。

### 投資者風險偏好已改變

眼前，美國經濟數據向好不值得懷疑。只是也有令人不樂於見到的數據，3月份消費者信心指數意外下跌。3月份美國整體消費者信心指數終值為67.5點，低於2月份的77.5點，低於經濟學家此前預期，創下自2009年11月以來最低。持續寬鬆的流動性，讓美國消費者觸及到通脹的臨近。貨幣政策單向刺激，積累到一定的能量，終究會顯現出效能。通脹是伯南克樂於見到的，能控制到什麼程度還不得而知，至少目

前相信伯南克能夠掌控的人不多。

對於道指的上漲，可以看出證券市場的投資人風險偏好已經改變，從恐懼到出資，更多「收益小，風險大」的投資產品已經有市場，足見華爾街的風向已改變。世行副行長林毅夫先生對此評論：這樣的風險產品推出正在成為「新常态化」。筆者以為，「新常态化」可視為全球資本市場在走出危機心理陰影，但也可以視為在實體經濟並非穩固的時候，資產泡沫已在迅速積累，有可能引發新的矛盾。

日前，中國央行提示一些國家貨幣競爭性貶值，導致新興市場國家通脹壓力加大。很顯然這樣的比拚不是好主意，它將給全球經濟平衡增加新的阻力。由於全球產能過剩導致的復甦緩慢，已經令一些發達國家忍受不住適時調整，而寄望盡快重塑自己的經濟實力。不過，如此行為，最可能引來的結果一定是：既傷人也傷身。

要看到，實現世界經濟的平衡，必須消除由於金融危機導致的如下矛盾：發達國家高額主權債務、過度使用量化寬鬆貨幣政策、失業率居高不下、私人投資不願如期重返市場等等。

### 過度看好股票收益前景

華爾街人士對於道指的客觀態度似乎都來自一個基本判斷：股票收益豐厚的前景，外加不少公司資產負債表上趴着的巨額的現金。這看上去的確很美。但是，如果企業的巨額資金無處可投，或投資意願不大，將必然應驗格老所言。資本市場有「一葉知秋」的本領，但是也有單純的獲利衝動產生的市場的「幻影」。後者更值得投資者警惕。

## 政府土地供應宜配合需求

美聯集團高級執行董事  
黃錦康  
美聯物業首席分析師  
劉嘉輝

日本事件對本港樓市的影響逐漸退卻，買賣雙方態度明顯趨趨理性，剛過去周末，二手成交亦出現見底回升跡象。黃錦康指出，現時政府之樓市供應政策出現時間上的錯配，過去2至3年供求已出現錯配情況，令期間樓價累積上升逾五成，樓價飆升已成定局，政府切忌因為已出現的供求錯配而大幅增加供應，急於「亡羊補牢」而出現「錯上加錯」；建議港府日後制定供應政策時應配合2萬個單位之年均需求。

### 發展商借售 推盤量減少

從97年至2010年每年的推盤量走勢可見，在預期未來供應大幅增加的情況下，發展商於98年亦開始大幅增加新盤推出市，由於當時樓市氣氛轉淡，及供應過多之下，銷售情況不佳，故積壓的貨尾數量亦同一時間大幅飆升；自02年孫九招暫停定期賣地後，發展商開始惜貨，故令推盤量減少，樓價亦開始重拾升軌。

市場在十年間已經逐漸吸收供應，而02年孫九招暫停定期賣地後，令市場供應進一步收緊，在07至08年期間私人住宅落成量及累積新盤貨尾均跌至低位，本是政府增加土地供應的好時機。

然而，政府於今年2月才提出要增加興建3至4萬個私人單位的土地，而根據美聯物業資料研究部及土地註冊處數據顯示，若現時再大幅增加土地，預期可於3至4年內落成，屆時2015年的私樓落成量可達約3萬個水平，接近99年高位水平，有重蹈八五五覆轍的危險，或致「錯上加錯」。

由歷史脈絡可見，政府政策如果實施不恰當或缺乏前瞻性的樓市政策會對本港樓市帶來非常深遠的負面影響。

### 平均每年需求約2萬個單位

根據美聯物業估價署資料顯示，近10年、近20年以及近30年，本港平均每年需求均為約2萬個單位，故政府

現在提出大幅供應3至4萬個私人單位的計劃，明顯存在數量上的錯配，勢必影響本港一、二手樓市的長遠健康發展。

97金融風暴後，政府推出的八萬五政策曾令樓市一蹶不振。根據美聯物業資料研究部及房屋委員會、土地註冊處資料顯示，金融風暴之後，本港樓價於一年內急跌近5成，踏入99年，當時經濟逐漸復甦，樓價才得以止跌回穩，平均呎價在3,000元上下徘徊。但由於97年增加的供應逐漸於市場顯現，01年本港樓宇供應量更達至97,000個，從而使喘定的樓價繼續下跌，至03年2,000元低位。

從當時的各大報章可見，除了一手供應大量增加以外，二手放盤亦急增。如1997年10月25日有題為「豪宅割價求售盤增加」的報道。另外當時市場上還有不少中小物業都紛紛放盤套現，「早期業主紛紛獲利放盤」和「樓花及二手新盤放盤量增」等新聞，均反映當時一、二手供應俱增，樓價因而受壓。

據美聯物業資料研究部及土地註冊處資料顯示，截至3月24日，首季迄今二手住宅註冊量錄得約25,154宗，預期最終達27,000宗左右，較上季29,767宗相差約一成，比起去年第三季35,392宗更跌超過2成。事實上，去年11月政府推出額外印花稅及收緊按揭等重招，二手放盤量已見減少，加上近期銀行調高H按息率及日本核危機事故影響，料下季二手註冊量會進一步放緩，估計約25,000宗左右。

至於新盤方面，首季迄今只有1,622宗一手私樓登記，估計全季約1,800宗左右，料創兩年新低。同樣受額外印花稅等措施影響，發展商減慢推盤步伐，致首季一手私樓註冊量回落。

雖然新盤市場與二手物業同樣受H按息率調升及日本核危機事故影響，但因未來土地供應增加的情況下，發展商將可加快補充土地儲備，因此預料發展商未必會減慢推盤。

事實上，預期將有多個大型新盤排隊登場，相信第二季推盤量會較首季為多，料下季一手私樓註冊量亦會進一步上升，並有機會達至3,000宗水平。

## 人說山西好風光 我說太原好景況

山西省政協委員、威格斯資產評估顧問公司執行董事、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

還記得七年前我首次踏足太原時，省委統戰部宴請我一行，特別邀請樂師演奏一曲《人說山西好風光》。我感到不但旋律優美，歌詞雋永，而且將山西省內風景點如詩一般描寫出來。山西省固然是一個人傑地靈的地方，而且省委的「十二五」規劃將促使當地建立一個美好的遠景。

去年六月，袁書記走馬上任短期後親自率領負責「山西省城鎮化推進戰略研究」課題。經過相關規劃部門的努力，袁書記於9月底召開研究宣講會親自與向會的首部門領導和各市縣領導人及分管副市、縣長將研究報告書的主要內容進行了具體表述。在今年一月兩會時，省委正式將其研究成果納入了「十二五」規劃內，得到省內各方的認同。這份報告書提出了「一核一團三群」的總體方案，太原是未來五年城鎮化發展策略的重中之重。太原市可謂近期喜事重重！今年3月18日國務院批覆同意將她列為國家歷史文化名城，規定要編制好歷史文化名城保護規劃並納入城市總體規劃，劃定歷史文化街區、文物保護單位、歷史建築的保護範圍及建設控制地帶。

### 斥資千億實施基建工程

從2005-2009年中部六省城鎮化的比例表可以發現山西省是走在前列，至2009年底達45.99%，與全國的平均率46.6%相當接近。到2015年，全省的城鎮化水平達到55%，年均增長1.8%，而且各項市政公用設施水平發展目標也是令人滿意的，如到2015年供水普及率、集中供熱普及率、燃氣普及率、污水集中處理率及生活垃圾無害化處理率可達97%、85%、90%、85%和85%，已達到現代人宜居的水平！

當中太原市更是位於超然地位，是省內唯一一個逾二百萬人口的城市，更與晉中、清徐縣和陽曲縣有機地結合為太原都市圈，至2015年都市區城鎮人口達400萬，2020年達到500萬，儼然成為中部省份的一所重要大都會區。今年太原市委會投資超過1,050億元實施基礎設施重點工程206項，保障房工程21項，片區綜合開發、中心城區綜合改造及城中村改造共36個。這些工程包括中博會配套工程、汾河美化治理、幹道拓寬改造、集中供熱等等，進一步完善太原成為現代化城市。

從省統計局公佈的最新數據顯示，2010年省房地產市場持續增長，全省商品房銷售面積和金額達1,163.4萬平方米和404.6億元，同比分別增長12.5%和44.5%，可見2010年省內樓價升幅不俗。而同年商品住宅竣工面積為896.9萬平方米，銷售面積為1,057.3萬平方米，供需比例由上年的1.13升至1.2，出現需求大於供應的勢頭。其中省內房價最高是太原市，均價達7,200元/平方米，總成交面積達258.82萬餘平方米，佔到全省成交面積的22%和成交金額的46%，反映出其省內是最值錢和成交最活躍地方。但這個房價與其他省會城市相同，屬於不高水平。

### 新商品房年漲幅不逾13%

踏入2011年，太原市政府於二月中出「限購令」，當中的規定與其他城市相比也屬合理。3月18日太原市政府發布《關於進一步穩定省城住房價格的通知》，確定2011年太原市新建商品住房年度價格漲幅不超過13%（即等同地區生產總值增長率）。在全國的主要城市今年預測樓價升幅中，太原市可算不俗了！

過去幾年，中國房地產熱點集中於一線城市，但隨着內陸省份的經濟發展加快，未來十年內可見二、三線省會城市上升潛力龐大。太原得天獨厚，是兼容在中部六省和環渤海經濟區內，是值得海內外投資者垂青的。人說山西好風光，我說太原好景況！