

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 復甦路漫漫 央行未退市

本欄近幾期已討論不少日本經濟的問題，本周焦點轉回美國，皆因各界均注視美國聯儲局議息會議。當然，說是關注議息會議，但利率可非重點，因為外界普遍預期，聯儲局將維持超低利率，目前接近零息的水平，肯定不會改變，反而是會後聲明有否關於退市的明示或暗示，才是焦點所在。

不過，說起來，為本周經濟主題揭開序幕的，反而是早前的幾個數據，例如日前美國公布1月份消費者信心指數，從65.1跌至58.6，遠低於市場預期，為連續第三個月下滑，顯示美國消費者支出將保持疲軟。

這個數據或多或少反映，美國當地消費者信心未有因避過財政懸崖而得到提振。正因如此，大家更關注美國去年第四季度GDP數據，為本港時間周四（31日）凌晨聯儲局公布議息會議結果的調校焦點。

結果是，美國商務部報告顯示，美國第四季度實際GDP初值年率收縮0.1%，遠遜於市場預期的增長1.1%，是三年半以來首次經濟收縮。而細看具體分布，經濟增長收縮的主因在於政府支出減少，尤其國防開支的減少，但其他層面的數字，例如消費

及商業投資，則仍然呈現不俗的增長。因此，數字上，雖然美國去年第四季經濟意料之外地收縮，為美國經濟前景增添不少不明朗，但並不代表美國經濟前景真的再次轉差。從這一角度看，復甦始終是慢，則央行退市步伐不可能快。事實上，聯儲局決定維持超低息及寬鬆政策不變，每月將繼續購買850億美元國債及按揭擔保證券（MBS），並強調最近經濟增長已陷入停滯，寬鬆政策在一段時間內仍然適用。

值得留意，議息會議聲明當中，並未明確顯示聯儲局將提早結束寬鬆措施，這一點最為重要。當然，並未提早結束，不等於額外再有新的寬鬆政策刺激經濟和資產市場。投資者的深層次擔憂，明顯是當實

體經濟漸漸復甦，央行便不會像過往般再額外加碼寬寬，這一點倒是正確。

實情是，如今投資者和央行的博弈中，投資者打從心底裡覺得，實體經濟復甦好是好，但真正關心的是資金多寡，大家才不管實體經濟復甦的那一部分，只集中在一廂情願，希望有愈來愈多的量寬資金推動資產價格向上。

反過來說，央行亦早知大家的胃口，所以，由量寬實際至今，有一點大家可能不為意，但一直未有停過的，就是採用期望管理，盡量在各種聲明或言論中，令大家看到政策的方向有延續性。就憑這一點，大家倒可以放心，反正金融海嘯發生以來，美國的量化寬鬆規模，退市絕不可能是一朝一夕的事。

莫說重點加息周期，如今連量寬的速度和幅度仍然保持，本身便無退市的意味。至於財經報道中的捕風捉影或過度分析，企圖在字裡行間找到蛛絲馬跡，倒也不必太在意。



美國第四季度實際GDP初值年率收縮0.1%，遠遜於市場預期的增長1.1%，反映當地復甦路漫漫，分析料央行將不輕言退市。圖為美國聯儲局。 彭博社

## 行業兼併重組 有利轉型升級

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

國家工信部、發改委及財政部等12個部門，聯合發佈《關於加快推進重點行業企業兼併重組的指導意見》，加快汽車、鋼鐵、水泥、船舶及醫藥等產業的兼併重組，提出要堅持市場化運作、完善政策措施、推動體制創新，以及加快轉型升級等的要求。

在汽車業方面，《意見》提到在2015年，需建構3-5間具核心競爭力的大型汽車集團，內地前十間整車企業的產業集中度需達九成。另一方面，鋼鐵、水泥及造船在2015年前十企業行業集中度要求，則分別為約六成、35%及七成以上，其他產業亦有類似提升行業集中度的要求。

內地宏觀經濟觸底反彈，惟部分行業，如鋼鐵及水泥業，產品價格仍受制於產能過剩，行業集中度亦不高，形成一定程度上的惡性競爭，不利產業長遠發展及升級，加快行業兼併重組，將有利資源更合理有效地運用。

事實上，內地宏觀經濟自去年第四季起觸底反彈，GDP的增長就達到7.9%，高於第三季的7.4%，工業增加值增長亦加快，而企業利潤亦見改善，國統局數據顯示，去年全國規模以上工業企業利潤，按年增長5.3%，為55578億人民幣(下同)，其

中十二月利潤增長遠高於全年，達到17.3%，至8952億。

### 鋼鐵及船舶暫投機性跟進

全國規模以上工業企業利潤在首九個月的增長亦為負數，按年倒退1.8%，惟首十月累計利潤即由跌轉升，增速更持續提速，而全年累計主營業務收入利潤率更升至6.07%的年內高位。去年全國工業增加值在八月份觸及8.9%的新低，而其後則持續回升，並升至去年十二月的10.3%，全年增長則達10%。

國家工信部總工程師及新聞發言人朱宏任稱，今年全國規模以上工業增加值，目標增長一成。企業營運好轉，而在國家繼續加大投資的預期下，內地工業及經濟繼續有向好，有利當局加快產業併購整合，以及產業升級的進程。

部分產業在早前內地經濟放緩下，深受打擊，當中鋼鐵及船舶業受產能過剩影響，企業盈利大幅受累。然而，基建項目加快，相信可提振鋼材需求，而部分鋼企亦多番上調產品價格，行業景氣料續回升，另歐債危機淡化，美國經濟亦漸回穩，內地今年外貿增長料可加快，利好船舶業訂單重回正軌。上述兩個行業的投資展望均值得留意，惟由於產業回穩勢頭仍有待觀察，因此現時只宜作投機性吸納。

## 日圓貶值 不利中國經濟

比富達證券業務部副總經理  
林振輝

日圓化寬鬆在全球各界的口誅筆伐中延續，上周（1月22日）央行宣佈維持0%-0.1%的超低利率水平，並承諾將無限量購債。時至1月30日，日圓已經累計貶值18%，並如諸多分析人士所指，很可能引發各國的競爭性貶值，將全球拉入貨幣戰。而量寬在全球範圍擴散之前，日圓貶值對中國經濟的影響應言喜憂參半，長期看憂大於喜。

從進口端看，根據萬得資訊(wind)的數據，隨着中國逐漸將貿易目標轉向新興經濟體，中國從日本進口佔中國總進口的10%，目前中國從日本進口產品以電子、機械、化學製品與製成品為主，這幾個大類佔據了日對中出口構成的70%以上。

### 人民幣升值趨勢 影響內地出口

電子產品方面，除特殊關鍵性原材料外，中國電子產品進出口仍以美元為主，隨着日圓兌美元貶值，由於中國的觸摸屏、LED等行業的原材料主要進口自日本，其成本得以下降而受益；但日系液晶面板由於競爭力原本較強，隨日圓貶值的影響價格進一步浮動，會對中國同行業的出貨產生衝擊。機械產品也面臨類似的命運，中國廠商在原材料進口

方面獲得的成本下降，很可能被日本產成品更大幅度的降價所抵銷。

而從出口端看，目前中國對日出口佔中國出口總額的7%。(來源萬得資訊)，日圓貶值結合目前人民幣逐步升值的趨勢，很可能會對影響中國明年出口表現。另外，日本的電子、機械以及船舶製造等行業在產品質量上的優勢很可能得到價格下浮的加乘，對素來以價格低廉為主要競爭優勢的中國產品出口造成衝擊。

綜合而言，對不同的行業，投資者需對其在原材料進口方面獲得的成本下降與日本產品價格下行所構成的嚴峻競爭這兩個方面的權重進行分析，來具體考量在日圓貶值下不同企業未來的表現會受到的影響。從目前看，筆者認為，船舶製造行業與中小型液晶面板廠商會受到負面衝擊的可能性較大。

從長遠看，日圓貶值對日本出口的促進效果主要衝擊的還是中國，尤其衝擊中國的出口替代趨勢。根據萬得資訊的數據，日本對中國出口持續上行，而自09年日本出口復甦開始，日對中出口增幅亦遠超日對美出口，並使得中國成為日本出口第一大目的國。

儘管近期受政治因素影響，中日貿易呈現出一定變化，但從長遠看，日本產品對中國經濟造成的影響仍不容小覷，尤其是其對中國進口替代進程乃至產業升級的衝擊。就此，筆者認為可以考慮採取對特定產業增加稅優等方式對中國進口替代予以保護，以維護中國工業化進程的良好環境。

## 智能手機利潤率縮水 將步PC後塵

路透專欄撰稿人  
Robert Cyran

熱點透視

蘋果和三星不應指望智能手機帶來的豐厚獲利還會長時間維持增長。去年智能手機銷量驚人地增長43%，達到7億部。根據Strategy Analytics，目前智能手機在手機市場中所佔份額超過40%。而簡單的計算顯示，智能手機增長將會放緩——因為若以當前增速計算，智能手機市場規模在兩年內將超過整體手機市場。科技行業的歷史也表明，價格會持續下滑。這些都不利於利潤率。

回顧一下個人電腦(PC)製造商在類似發展階段面臨的狀況吧。到1998年底，半數美國家庭都擁有一台電腦，三年來增長近一倍。而此後增長放慢，最終像爬行一樣。不幸的是，價格還在繼續下行，根據政府統計數據，PC價格自1998年後下跌逾90%，因為芯片和其它零部件跌價。這激勵PC廠商將關注點從尋

找新客戶，轉向利用價格戰從對手手中爭奪客戶。PC製造商因此受損。戴爾的利潤率在1998年和1999年達到8%，之後則不斷縮水。戴爾過去五年利潤率平均為約4%，而股價自1998年以來跌去約75%。

已經有跡象顯示，智能手機製造商處於類似困境。蘋果上周公布，第一財季獲利持平，而最新款iPhone手機利潤率下滑是部分原因。三星上周則警告稱，手機市場競爭料加劇，因今年智能手機增長放緩。

但這並不意味著所有的歷史都會重演。1998年，戴爾市盈率超過70倍。當時投資者沒做好對利潤率下滑的準備，因此發生這種狀況時，股票持有者紛紛逃離。隨後戴爾市盈率下滑，目前該公司以2013年預期獲利計的預期市盈率低於8倍。當前蘋果的預期市盈率為9倍左右。鑒於其總體表現，並且手握1,200億美元現金，蘋果的市盈率看起來非常低。但至少，投資者這一次對利潤率下滑準備得更加充分。

## 需求回暖 電力股炒復甦

太平金控、太平証券(香港) 研究部主管  
陳羨明

電力股昨天普遍上升，成為逆市奇葩。5隻電力股除華潤電力(0836)無起跌外，其餘股份華能國電(0902)、華電國際電力(1071)、中國電力(2380)和大唐發電(0991)分別升2.3%-7.25%，紛紛創2年-4年來的新高。

電力股有較佳的表現，從基本面看，主要是2012年業績增長超預期，業績好的主要原因是：電力需求恢復、燃煤價格下降和上網電價上調。

就以大唐發電(0991)來說，該股昨天升6.9%。該公司去年中期及首三季盈利按年增幅分別只有24%及49%。公司周三發盈喜表示，截至去年12月底的年度淨利潤會增長105%-115%，主要是調整燃料採購策略，令燃料成本降低，上網電價上升令主營業務收入增加所致；同時實施積極的資本運作，投資收益增加。以公司2011年度淨利潤人民幣19.1億元(人民幣，下同)計，去年可賺39.15億至41.06億元。投行法國巴黎指其去年純利預增較該行預測高逾四成，因此重估去年末季純利為12.1億元，按年增長73%，按季亦增69%。重申該公司的買入評級，目標3.3港元。

我們去年12月7日及28日於本欄分別以題為「煤電新政有利電力企業」、「煤電聯動長遠有利電力股」撰文，評論並看好電力股的前景。電力股近日屢創新高，那麼，現價還有沒有投資價值？

從用電量看，國家能源局公佈2012年全國用電量同比增加5.5%，較2012年首11個月5.1%加快增長。1月至12月份，全國全社會累計用電量達到49,591億千瓦時，同比增長5.5%。12月份當月用電量4,563億千瓦時，同比增長11.5%。

而用電量細項中，只有輕工業在12月放緩，第一產業、重工業和第三產業都保持增長，如重工業全年用電量上升3.8%，高於首11個月的3.2%。用電量速度加快與經濟基本面相關，從12月份的用電量增速反映出，重工業和整體經濟於去年底強勁復甦。從公佈的數據看，目前用電量增速已環比持續回升的勢態，隨着穩增長政策效果進一步顯現，重工業用電量將逐步回暖，電量增速有望繼續回升。

### 估值仍偏低 具投資價值

從煤價看，現時煤價繼續低位震盪。據報道，截至本月15日止，2013年煤炭長協合同匯總量已經達到8.3億噸，而左右電煤市場的華能集團等5大電力央企已敲定大部分合同，價格比2012年的重點合同煤價按年上升5%。其實，內陸地區的合同煤價早已高於上季的現貨價格，新訂價在市場預期之內。儘管時值冬季，但最近幾周煤價並未上漲，從煤炭現時的供求情況看，估計今年煤炭的上升空間有限。

因此，從基本面看，由於電力需求恢復及煤炭價格低企，預計電力企業去年第四季和今年首季業績將超市場預期，全年盈利仍將錄得升幅。從估值看，5大電力股的預測市盈率為8倍至11倍，仍具投資價值。

## 奶粉供應與需求彈性

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心  
李樹甘 吳祖堯

臨近春節假期，內地家長對奶粉需求急增。大批水貨客及不少內地家長來港搶購奶粉，更有水貨客於各區聘請本地長者代購，奶粉供應不足問題漫延至市區。以往港人亦曾到外地走水貨，未見引起多當地居民不滿，原因是香港的需求對於外地市場只是冰山一角，不足以影響民生。現在情況則相反，面對中國龐大需求，香港市場似乎不勝負荷。

有建議提出將奶粉列為儲備商品，每人不准帶多於兩至三罐出境。此舉可減少個別人士搶購大量奶粉一次過攜帶出境的行為，但內地對香港奶粉的需求未必因此減少，供應不足問題亦始終未能解決。限制攜帶奶粉出境可令水貨運輸成本增加，使其價格上升，可是奶粉屬必需品，其需求價格彈性(price elasticity of demand)低，即價格上升對需求量影響不大。

再者，現在不少內地家長有能力負擔高價，而經濟能力有限者為保障兒女健康，則寧願減少對其他貨品的需求，亦不會輕易放棄他們認為較安全的香港奶粉。由此亦可引伸出兩地奶粉價格差距，並非導致內地人士來港搶購奶粉的主要原因。

### 取消一簽多行或衍生走私問題

在整體需求未能減少的情況下，限制奶粉出境或會增加入境購買奶粉人士的人次，以「媽媽搬家」的形式運水貨，即使成本更高，仍能於內地高價轉售，結果對本港市民造成更多滋擾。同樣，若取消一簽多行，則可能令赴港購買奶粉人數大增，甚至衍生走私問題。政策未實施前，更會刺激內地人士蜂擁來港。

其實，水貨客只是中間人，其行為受內地家長對本港奶粉的龐大需求所驅使，限制中間人行為未必能根治問題。自三聚氰胺奶粉事件以來，內地家長對內地奶粉安全的擔心仍未除，成為搶購港版奶粉的主因。從過

去的毒奶粉事件中，我們應反思原材料獨買市場(monopsony)對食品安全的危害。

當年在宏觀調控食品價格下，一方面奶粉價格上升受到限制，另一方面通脹使生產成本大幅上升。由於原奶市場為買方獨佔市場，即眾多奶農面對一個買家，奶農議價能力極低加上原奶容易變壞，原奶收購商有能力控制收購價。奶農被迫低價出售原奶，在高通脹下，實質收入大減無法應付生活，冒險將水和三聚氰胺加入原奶，增加供應以抵銷價格下降所失去的收入，在免檢機制下，最終造成毒奶粉事件。因此，我們應吸取教訓，一次失慎則需花長時間彌補。防止原材料獨買市場出現是確保食品的重要一步，更可避大規模搶購外地食品。

### 加強宣傳助紓緩港版奶粉需求

此外，港版奶粉與內地版奶粉的營養配方有所不同，內地家長普遍誤解香港奶粉品質更好。事實上，內地市場的奶粉配方是根據科研及內地嬰兒的生長發育所需而制定，其營養配方更適合內地嬰兒。加強內地宣傳，確保市場信息正確及流通，可紓緩部分對港版奶粉的需求。

不過，恢復內地消費者信心、確保奶粉安全，並非一夕之事。香港現階段最重要確保供應能滿足港人需求。七大奶粉商需加強本地「媽媽會」的功能，增加人手接聽熱線，或考慮於網上接收訂單，消除本地家長憂慮，同時政府應盡力協助。

另外，現時「媽媽會」的奶粉價格與大型連鎖超市和藥房看齊，比一般藥房高數十元。這是一個兩難局面：若要優先滿足港人需求，則需透過「媽媽會」購買奶粉。而一般來說，市民從供應商直接購貨的價格不能低於零售商，否則將嚴重打擊零售生存空間。目前首要解決供應不足問題，希望透過「媽媽會」購買奶粉是短期非常措施，待供應穩定後，市民可從正常銷售渠道購買奶粉。