

# 日股急跌 安倍經濟學失效？

康宏投資研究部環球市場高級分析員  
**葉澤恒**

日本股市去年受惠投資者看好安倍經濟學，以及經濟出現顯著改善，刺激日股去年急升近57%，是成熟股票市場中表現最佳。然而，日本股市今年以來表現有所褪色。截至2月底，日股今年以來下跌近9%，卻變成是成熟股票市場中表現最差。日本政府將於4月份上調銷售稅，究竟投資者對日本經濟及股市的看法如何？

據資料顯示，日本股市去年錄得破紀錄的1,550億美元資金流入後，但今年以來卻錄得120億美元資金流出。雖然日本股市目前的預測市盈率較歐美股市為高，但日本企業上月上調全年盈利預測的比例，較下調的還要高，但對日本股市並未帶來正面的刺激。究竟日本的問題在哪裡呢？

## 「第四支箭」被視為沒有貢獻

除了因為日本政府的政策，已經被外資看穿外，恐怕是因為投資者認為日本仍未走出谷底。被日本財政大臣甘利明形容為安倍經濟學第四支箭的跨太平洋夥伴關係協議，被投資者視為沒有貢獻之餘，亦顯示日本政府的改革決心不足。單看日本不願意在稻米及小麥的關鍵議題中，作出任何讓步，令國際投資者質疑日本政府改革的決心。

國際投資者亦以實質行動，去回應對日本政府的信任程度。據索羅斯基金管理公司向美國證交會提供的資料顯示，索羅斯的基金在去年第四季沽出日本股份。另外，持有日股的商品大王羅傑斯亦表示，日本央行的印鈔政策根本解決不到日本經濟的根本問題。安倍政府再拿不出改革措施的話，只會更加向大家證明日本股市去年大升，只是創造一個泡沫而已。

在外資對安倍政府改革決心存在懷疑的情況下，究竟安倍政府將會採取甚麼政策作回應？在4月份上調銷售稅後，由於預料經濟增長將會急速放緩，安倍政府有意在第二季下調企業稅，以確保企業仍會擴展業務及招聘人手，從而刺激經濟。但是，日本政府屢次勸導企業加工資給員工，似乎企業仍未首肯。從日本近期公布的薪酬數據看，日本企業只首上調加班津貼，但卻下調基本工資，可見日本企業對當地經濟前景仍保持審慎。

## 日股短期料處反覆上落格局

從目前的情況看，日本政府除了盡快建立國家戰略特區，以此吸引企業設廠外，開放賭場一事將會成為日本經濟的另一重要元素。如果能夠吸引海外遊客於當地賭場玩樂，亦可刺激當地賭業及其他娛樂事業。另外，增加女性作全職僱員，亦可刺激當地就業之餘，亦可刺激消費行業等。筆者預料日股短期仍處反覆上落格局，投資者將觀望安倍經濟學的成效。

# 貨運提價 鐵路板塊受惠

比富達證券(香港)業務部副總經理  
**林振輝**

上月國家發改委發放有關調整鐵路貨物運價文件，決定自2014年2月15日起，鐵路貨物運價由政府定價改為政府指導價，普通貨物(普貨)運價每噸每公里上調0.015元(人民幣，下同)；同時，京廣線廣坪段貨物運價與普貨併軌；大秦本線提價，跨線部分與普貨併軌。這次價格調整基本符合市場預期。不過，由於其覆蓋範圍大及提價幅度相對高，相關鐵路企業受惠顯著。預計未來仍陸續會有提價出現，筆者看好相關鐵路企業前景。

## 有助舒緩公司財政壓力

事實上，自1997年以來，內地鐵路運輸價格一共上調過9次。其中，2005年至今(2010年未調整)，每年均上調一次，調整時間一般在上半年4、5月份左右。一直以來，內地鐵路運輸都處於供不應求狀況。由於鐵路優先滿足客運需求，每到春運或者其他重大節假日，鐵路貨運周轉量就會降至低谷。由於鐵路運輸有較強的公益屬性，價格受政府嚴格管制，即使供不應求也要維持較低價格。

近年隨着高鐵成網，有效分流客運需求，加上大宗運輸增速放緩，鐵路運輸的剛性需求有所下降，政府有意藉此機會逐步推動鐵路貨運價格市場化。長期以來，鐵路公司人工成本、鐵路運營

及維護成本持續上漲，運價升幅長期滯後，給鐵路公司營運帶來較大壓力。截至2013年底，鐵道部資產負債率已經達到61%，今年還會迎來債債高峰。據中國鐵路總公司公佈數據顯示，目前內地鐵路貨運周轉量大概是3萬噸公里，其中90%以上由國家鐵路線路承擔。這次貨運價格上調，可以為鐵道部增加超過300億元的收入，大大紓緩鐵道部的財務壓力。

再者，以受惠最大的A股上市公司大秦鐵路(601006.SS)為例，公司2013年三季度末的負債合計為262億元，而公司2013年經營性現金流預計為160億元左右，提價後將會為公司多帶來約43億元的現金流，所以理論上2015年公司就可以還清目前所有債務，運價上調大大改善公司營運狀況。公司盈利能力改善，一方面可以進一步提升服務質量，同時也有能力把握新的投資機會。

## 預期持續提價 前景看好

據國務院33號文，未來一年鐵路貨運價格很大可能會再上調0.015元。而鐵路客運價格從1996年沒有作過任何變動，運價一直處於較低水平，未來這方面價格上調機會非常大。儘管今年內地經濟增長有放緩跡象，鐵路貨運量增速也可能會跟隨放緩，但考慮到內地鐵路運輸的不可替代性及巨大的市場需求，未來幾年鐵路運輸板塊前景值得期待。

# 光伏企業債務非問題全部

路透熱點透視專欄撰稿人  
**Ethan Bilby**

熱點透視

中國光伏板廠商的經營遇到了麻煩。賽維LDK太陽能已委任臨時清盤人，有走上破產同業尚德電力老路的趨勢。即使賽維能重組上季財報披露的27億美元淨債務，高成本也會讓它喪失競爭力。其它光伏企業的估值似乎都過高，反映了對行業復甦的預期，但復甦恐怕無法持續。

賽維LDK正在與債權人協商，公司本該在2月28日向他們償還1.97億美元。賽維LDK希望用股票和可轉換債券代替現金償付。委任臨時清盤人並不是表示賽維LDK會被清盤，而是為公司贏得一些時間。

## 內地廠商成本高欠競爭力

債務問題拖累着整個光伏業。超日太陽能3月4日表示，公司無法支付本周末到期的利息。但高成本也帶來很大壓力。賽維LDK自2011年以來年度總利潤一直是負數。昱輝陽光在截至2013年9月的三個月間勉力實現8%的毛利率，但自2011年6月以來，昱輝沒有哪個季度實現過獲利。

之所以虧損，部分原因在於這些廠商自主生產用於光伏板的多晶硅。這樣的成本比現貨市場價更高，意味着成本高到沒有競爭力。賽維LDK正努力通過工廠升級降低那些費用。昱輝陽光也做過同樣的嘗試，後來全面停止了多晶硅自主生產，在截至去年9月的季度中為此提列了約1.95億美元費用。

隨着產品價格上漲，光伏板廠商的估值也水漲船高。據中信里昂證券引用的PVInsights數據，太陽能級多晶硅目前均價約為每公斤22美元，2012年11月為約16美元。多晶硅廠商，如保利協鑫能源(3800)因此受益，股價較上年同期上漲了約36%，但基於未來12個月預估獲利的市盈率(P/E)為25倍，高於路透Eikon顯示的行業均值16倍。看來，股價已經反映了對光伏業復甦的預期。

## 關注中國上調產品需求目標

光伏業有個很大的希望，就是中國在持續上調光伏產品需求目標。那也許會實現。但風險在於中國的計劃有可能落空，就像德國和西班牙在光伏業熱潮過後推出的計劃一樣。如果政府補貼或需求跟不上，那挽救這些落魄光伏企業的迫切理由也就不存在了。

承載量，沒有預計到如今天所面對的客流量。市區擠逼和運輸系統超負荷，讓大家看見超過飽和的狀態。

五千多萬訪港旅客中，七成半是內地人，當中65%為自由行人士，筆者肯定內地旅客對香港的價值和重要性，但的確內地人士到香港購物，已由以前的購買名牌商品擴展到日常用品如奶粉及藥品等，港府的「限奶令」政策，對港人來說是保障本地嬰兒的奶粉供應，但卻引起內地人士的反感。面對如此形勢，筆者贊同內地及香港兩地應展開研究，該如何採取分流紓緩措施，在不減少內地旅客到港的大前提下，在簽注旅客到港時，可考慮規範其到港的月份。中央統籌把40多個內地城市所簽注到港的個人遊旅客，平均攤分到不同月份，避免過度集中於比如「黃金周」所出現的爆滿現象。在擠逼情況未獲紓緩之前，不要再添加可簽注城市。

## 應在邊境附近增建新發展區

港府可以做的事，就是盡快把旅遊購物區分流到新界區和各邊境口岸，目前很多新界港鐵站或有空間加建站頭上蓋，以及在各個口岸加設購物及旅客設施，就地紓緩到港旅客，尤其是購買日常用品，讓他們購物後便返回內地，此舉亦可減低對運輸系統的負荷。

內地人士到港購物，是對港貨有信心，這是香港的商機，應該正面處理。長遠來說，必須在新界區就近各口岸及新發展區，加設足夠質量的旅遊購物及酒店設施，才可以收到分流的效果。

以目前的擠塞情況，易造成人擠人甚至遊客之間的互相磨擦，演化成本地市區治安管理的問題、旅遊服務水平下降以及整體對外形象的損害。港人應該理解旅遊業對香港的重要性，採取忍讓態度寬待到港旅客，港府在這方面亦宜對市民多做教育工作。

# 新舊發展矛盾交織 要增長達標具挑戰

太平金融 太平證券(香港)研究部主管  
**陳羨明**

百家觀點

今年是中國全面深化改革開局之年，國務院總理李克強提出了今年政府工作的總體要求。簡政放權、放鬆壟斷、金融改革、土地制度改革、戶籍制度改革等一系列改革已經破題，今年政府將佈局全面深化改革各項舉措，出相關具體政策，讓改革的步伐走得更加深遠。

從政府工作報告看，今年經濟社會發展的主要預期目標是：內地生產總值(GDP)增長7.5%左右，居民消費價格漲幅控制在3.5%左右，城鎮新增就業1,000萬人以上，城鎮登記失業率控制在4.6%以內，國際收支基本平衡，努力實現居民收入和經濟發展同步等。加強對增長、就業、物價、國際收支等主要目標的統籌平衡。

對GDP增長目標與去年持平為7.5%，政府工作報告進行了着重說明，該目標是經過認真比較、反覆權衡，兼顧了需要和可能。從需要的方面看，主要是為了穩增長、保就業，增加城鄉居民收入，以及去槓桿和去產能以調整和優化經濟結構。若經濟繼續高速增長，要將過去依靠資本和勞動力積累驅動的經濟增長模式，轉型為以提高生產率為基礎的模式，確實很難取得實質性進展。此外，要控制失業率在4.6%以內，卻又不能讓經濟增長速度減慢過大。從可能方面看，則包含了實現經濟增長目標的積極因素，比如經濟發展態勢良好，財政、貨幣和產業政策協同配合等。

## 輸入性通脹仍存較大壓力

通脹目標為3.5%左右，高於去年實際2.6%。一方面，表明抗通脹壓力較大，今年推動價格上漲的因素不少，既受到內地勞動力、土地等要素價格上漲推動，在主要發達國家持續寬鬆貨幣政策環境下，輸入性通脹仍存在較大壓力。另一方面，也為要素價格改革預留空間。積極的財政政策和穩健的貨幣政策仍是今年的主基調。

協調好經濟增長、防範金融風險和保持物價穩定將是今年央行的重點工作。去年財政赤字控制在預算範圍內，今年擬安排財政赤字13,500億元，比上年增加1,500億元，其中中央財政赤字9,500億元，由中央代地方發債4,000億元。財政赤字和國債規模隨經濟總量擴大而有所增加，但赤字率穩定在2.1%，體現了財政政策的連續性。去年廣義貨幣M2增長13.6%，符合調控要求。今年廣義貨幣M2預期增長13%左右。M2預期增長13%左右，保持鬆緊適度。

## 關注消費及出口對GDP貢獻

無可否認，今年改革已逐步進入「深水區」，在新舊發展矛盾交織下，要實現所定的增長預期目標，將面對不少挑戰。例如，去年投資佔GDP的貢獻54.4%，消費佔50%，淨出口佔比則為負4.4%。可以看到，若今年要經濟轉型，銳意減少投資對經濟增長的過度依賴，需進行更積極的結構改革。但若消費及出口的改善空間有限，今年GDP增速能否達到預期目標，無疑存在變數。



■2013年中國經濟增長7.7% 國民經濟穩中向好。圖為工人在上海外灘一處施工現場忙碌。

# 從烏克蘭危機看市場反應及供求

永豐金融集團研究部主管  
**涂國彬**

最近烏克蘭與俄羅斯的局勢成為市場焦點，上週六俄羅斯議會批准總統普京對烏克蘭動武的提案，隨後俄羅斯外交部亦確認裝甲部隊進入烏克蘭克里米亞地區，令發生戰爭的憂慮急升。地緣緊張，亦導致風險資產除油價外，均出現急跌的情況，當中，尤其以歐洲金融市場的波動最大。

## 俄供應德國天然氣逾三成

烏克蘭的經濟規模細小，理論上即使發生戰爭，對其他國家的經濟影響亦不會太大，然而，其發生戰爭的主要風險在於，烏克蘭乃俄羅斯以及歐洲國家供應天然氣的重要關口，因此，一旦戰事發生令能源供應受到影響，歐洲國家便需要向其他國家買入能源，推高能源價格，令國際油價於周一(3日)曾經升至逾2年的高位。

俄羅斯為多國歐盟國家的主要天然氣供應地之一，以德國、法國及意大利為例，從俄羅斯輸入的天然氣佔該國的整體消耗量分別為36%、23%及27%，可見影響之大，這亦可解釋得到，為何於周一的環球股市急挫中，德國股市的跌幅較大；德國DAX指數跌3.4%之多，至於法國股市則跌2.7%，而影響更大的英國股市只跌1.5%。

俄羅斯乃能源大國，而烏克蘭則是小麥、玉米和大麥生產大國，因此，若戰事發生，可能推升麵包、餅乾和玉米製產品的價格。美國玉米和小麥的出口需求升高，也會導致國內產品價格上漲。另外，烏克蘭亦為全球最大葵花油

生產國，葵花油能用於生產小麵包、番茄醬、口香糖和沙拉調味醬等產品，因此衝突升高將推升葵花油價格，而印度可能受創最嚴重，因為印度民眾使用大量葵花油。

## 烏克蘭乃農產品生產大國

不難想像，一旦戰事發生，將會推升多種商品價格，將會對目前經濟正在復甦中的歐美國家帶來阻礙，因此，雖然俄羅斯總統普京於周二(4日)下令從事軍事演習的部隊回到基地，並表示暫時不會揮軍進攻烏克蘭，發生戰爭的機會大減，令市場避險情緒大為降溫。但歐美國家仍傾向考慮準備對俄羅斯的個人和企業進行制裁，以免俄羅斯勢力過大，難以制衡，令他日俄羅斯考慮出兵烏克蘭時有所顧慮。

從烏克蘭的事件可見，國家的經濟規模大小，與其發生危機時對全球的影響力並非呈線性關係；經濟規模小的國家，或因為掌握着一些重要的能源管道或是航運樞紐，令其所產生的影響力，遠高於其經濟上對其他國家的影響力，而分析地緣政治對其他國家以及金融市場的影響中，這些因素亦尤其重要。



■烏克蘭、俄羅斯天然氣管道。

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。