

內險股逐步轉向由價值主導

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管 陳羨明

內險股近日公佈的上半年業績普遍勝過市場預期，反映內險業務有所復甦。內險公司上半年新業務價值自2010年以來首次重返雙位數增長，向市場證明內險股已逐步轉向由價值主導。新業務價值回復增長將成為內險公司主要推動力。除基本方面外，政策面也利好保險行業。

基本面政策面利好保險業

前天，國務院總理李克強主持召開國務院常務會議，確定加快發展商業健康保險，助力醫改、提高群眾醫療保障水準；並全面推進商業保險機構委託承辦城鄉居民大病保險，要抓緊向全國推開。

其實，早於8月13日，國務院下發《國務院關於加快發展現代保險服務業的若干意見》(「保險新國十條」)，其作為綱領性檔，將商業保險定位為社會保障體系的重要支柱，並希望通過產品的豐富和功能的拓展完善保險經濟補償機制，提出保險業的發展目標是到2020年保險深度達到5%，保險密度達到3,500元。

相比2006年「保險國十條」而言，「保險新國十條」明確提出了行業的量化發展目標。以2013年中國內地保險深度3.03%、保險密度1,265.7元計算，未來6年至7年的時間裡保費增速的年平均增長率需超過15.6%。過去7年內地保費收入年化增長率為17.3%，而且產險方面新車銷量及GDP增速放緩導致保費後繼增長承壓，因此未來行業發展的難度不小。

人口老化推升保險需求

但從另一方面看，目前壽險保費增速在2011年觸底後拐點上行，如果能較快地、有效地在個人稅收遞延型商業養老保險、健康醫療保險、補充養老險及補充醫療險等完善稅收優惠政策，將會較為迅速地撬動人口老化趨勢下的新保險需求，帶來壽險保費增長提速。財產險近三年來保費增速穩定在15%以上，「保險新國十條」在農業保險稅收優惠、農險新險種試點以及強制責任保險試點等方面或將激發一定程度的有效需求。產品端扶植政策有望支撐保費持續穩增，預計未來「遞延養老試點」等一系列後續利好行業政策或將陸續出台。

從投資角度看，最直接、最重要的是投資的資金運用創新，在投資收益及資負匹配方面對行業有較強的改善預期。「保險新國十條」一方面鼓勵保險資金利用債權投資計劃、股權投資計劃等方式，支援重大基礎設施、棚戶區改造、城鎮化建設等工程；鼓勵通



■新業務價值回復增長，將成為內險公司主要推動力。

過投資企業股權、債權、資產支援計劃等多種形式，為小微企業、戰略性新興產業等發展提供資金支持。另一方面鼓勵設立不動產、基礎設施、養老等專業保險資產管理機構，允許設立專業資產管理機構、私募基金、資產證券化以及另類投資。

投資收益長期有改善空間

2013年全行業投資收益率5.04%，在清查信託風險及債權計劃專案數量和收益率穩中有降的行業環境下，投資限制放開延續為到期資產重置及新收保費提供較為寬泛的投資範圍選擇。保險資產管理機構重要性加強，保險投資範圍再拓寬，另類投資將進一步擴容，投資收益短期幅度有待觀察，但長期改善空間顯著。

年初以來保險行業保費投資顯著回暖，估值處於歷史底部，新政的推出將成為行業催化劑。基本面和政策面同時驅動，令行業前景看好。不過，對保險公司來說，政策的扶持固然令機會增加了，但同時競爭亦大了。面對機遇及挑戰，只有結合自身的實際，深入研究策略，努力創新，才能把握好機會，取得改革帶來的紅利。

歐洲經濟弱 短期料再「放水」

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

環顧一眾經濟大國，除日本因消費稅問題令經濟短暫受壓外，中英美經濟均在回穩，甚至呈現理想的復甦步伐，然而，歐元區經濟卻未有轉好跡象，更呈現收縮風險，在這些經濟體系中，表現最差。

最近的數據可證明這一點。歐元區經濟實力最強的德國，9月份消費者信心指數降至8.6，為一年半以來最低，亦是三年多來最大跌幅。同為經濟實力較強的幾個國家，如意大利及法國，數據亦不理想，意大利8月份消費者信心指數跌至3月以來最低101.9，並為連續三個月下滑，至於法國7月失業人口更增至342.44萬人紀錄新高。

相對而言，其他國家的經濟表現好得多。美國7月份耐用品訂單增長22.6%，不但遠高於預期的8%，而且創有紀錄以來的最大升幅；另外，8月消費者信心指數由7月的90.3進一步升至92.4，是連續第5個月走高，而且是2007年10月以來的最高水平。

至於中國經濟，經過二季度反彈後，雖然有轉弱跡象，如7月份的新增人民幣貸款急跌，8月份的匯豐中國製造業採購經理指數回落至50.3，但整體情況仍然健康。

制裁措施有礙復甦

歐元區經濟仍然疲弱，未能從歐債危機中恢復過來，既因為其本身的文化及制度的問題，也受累於近月對俄羅斯的制裁，成為其經濟復甦的阻力。

事實上，歐盟於7月底同意，對俄羅斯進一步實施制裁措施，包括俄羅斯國有銀行不可在歐洲市場融資、限制軍事敏感設備出口至俄國、實施武器交易禁運，以及限制非傳統的石油鑽探技術出口至俄國，並將部分俄國企業列入黑名單。

問題是，目前各國經濟密不可分，制裁明顯屬雙刃刀。例如，國際運動品牌adidas亦因俄羅斯業績疲弱，而削減對今年的盈利預測。

更甚的是，德國作為俄羅斯在歐元區最大經濟夥伴，俄羅斯制裁無疑是對歐元區經濟復甦的絆腳石。

再者，歐元區的通脹未見起色，市場預測，歐元區8月份的通脹率僅得0.3%，遠低於歐央行的中期通脹目標，略低於2%，並低於1%的危險水平，因此，歐央行已於6月宣布放寬貨幣政策，並更可能會進一步推出量寬措施。

下周議息料有行動

因此，雖然近日德國財長朔伊布勒表示，市場對德拉吉關於財政緊縮政策的言論理解得對，但目前歐元區情況嚴峻，歐央行下周議息會議，進一步放寬貨幣政策的機會不低。



■歐元區經濟實力最強的德國，9月份消費者信心指數降至8.6，為一年半以來最低。圖為法蘭克福市容。

歐洲財政刺激實現機率渺茫

路透專欄作家 James Saft

熱點透視

歐洲央行(ECB)總裁德拉吉現在開始談論財政刺激舉措，可能確實意義重大，但實現的機率之小，只會凸顯他將來可能被迫採取更多貨幣政策。

德拉吉上周五在傑克森霍爾發表了具有里程碑意義的講話，他呼籲政府增加支出，分擔增加就業的重任，同時承認無論有什麼理由，市場價格顯示他與通脹下降的戰爭正節節敗退。

這令人耳目一新，但要不是存在着一些惱人的現實，否則他這番談話也會帶來高度振奮人心的效果。歐元區國家近期不大可能以增加政府支出的方式大力激勵經濟。

最終或購買資產支持債券

而貨幣政策在估算、架構和文化方面面臨嚴重限制。對於利率來講，零是一個難以跨越的關口，量化寬鬆舉措也有自己的問題——歐洲央行最終可能開始購買資產支持債券，可該市場規模較小，不僅如此，央行直接向成員國政府提供資金是個禁忌，這法律中也有所體現。

德拉吉的一個成就是讓歐元貶值，這應該能保持下去。歐元兌美元跌至近一年低位。外匯交易是一場相對力量的賽局，德拉吉評論顯示出歐元區政策將比美國寬鬆，儘管他的評論並沒有太多的實際行動予以支持。

在歐元區的問題面前，德拉吉可能是唯一一個能迅速採取行動，而且具有一定影響力的主要人物，這既是祝福又是詛咒。他2012年驚天動地的說出「不計代價」一句話就是證明，當時他某種程度上獨力避免歐元陷入災難。

儘管比起現在正試圖重組內閣的法國總統奧朗德等人相比，德拉吉採取行動的空間相對較大，但當我們要定義他所擁有的行動能力時，則是面臨許多非常現實的限制。

他上周五講話後，市場認為歐元區離實施量化寬鬆又

近一步。這也許沒錯，但可能略為偏離重點。

德拉吉要求各個財政主管機關提供幫助，因為這顯然有必要，目前半博節性質、寬鬆但有限制的貨幣政策是不夠的。但這樣說的問題是最終把焦點導向促成目前狀況的歐洲特殊規定，而這並沒有改變。

「研讀歐盟穩定暨成長協定(Stability and Growth Pact)的附屬細則，再考慮政治限制，我們不希望歐元區財政政策能有大的改變。」法國興業銀行分析師Michala Marcussen在致客戶報告中稱。

按照約束歐元區國家財政政策的穩定暨成長協定，各國須將結構性預算赤字與國內生產總值(GDP)之比控制在0.5%或以下，並在20年內將公共債務與GDP之比降至60%。德國總理梅克爾夏天時同意，應該給各國更多時間達到這些目標，但前提是預算赤字不超過GDP的3%。歐元區只有意大利和德國合格，有可能進行擴張性支出。

德難獨增支出助歐元區

但是，意大利目前處於衰退，這將導致預算一團亂，而從政治角度考慮，德國不大可能獨自增加支出好讓歐元區恢復完全就業。德拉吉確實說到整個歐元區的公共工程預算，但這可能也永遠做不到，在他被要求開始購買債券之前更是不可能。

這又回到了在歐元區買債的規模和範圍限制，以及其可能產生的影響有限問題。

弱勢歐元不足擺脫通縮

這又讓我們回到口頭放話壓低歐元匯價上，不論是在傑克森霍爾會議或是未來，壓低歐元可能會證明是德拉吉最大的成就。歐洲貨幣政策放鬆程度可能遠超美國，而這一切都意味着中長期成長緩慢且風險增加的背後存在許多結構性的原因。

弱勢歐元可能有所幫助，但可能不足以讓歐洲擺脫通縮危險。

比富達證券(香港) 業務部副總經理 林振輝

高端白酒觸底跡象顯現

由2003年起，內地白酒行業經歷了高速發展的黃金十年，白酒板塊一度成為A股的鑽石板塊。究其原因，白酒長期以來作為內地政商界的潤滑劑，有着強勁的消費需求。即使在大眾生活之中，白酒也擁有廣泛的消費人群。不過，自2012年年底以來，政府開始收緊三公消費，高端白酒進入量價齊跌的深度調整期。不過，有跡象顯示，現階段高端白酒回歸大眾的轉型已基本完成，其市場佔有率或可大幅上升，行業轉勢在即。

渠道庫存改善 價格企穩

受三公反腐影響，近兩年內地高端白酒銷售受挫，價格持續大幅下滑，庫存一度高企。包括茅台和五糧液在內的高端白酒企業迅速做出調整，下調價格以爭奪大眾消費市場，清理庫存。以53度飛天茅台為例，其零售價由2012年的每支2,000元(人民幣，下同)左右，降至去年的1,300元左右，今年內地個別團購網售價更低至868元，價格已經由2012年的高位回落至今超過五成。目前價格調整成效開始顯現，幾大高端白酒企業渠道庫存水平已大幅下降，銷售增速回升。

短期內高端白酒企穩跡象明顯 惟長遠來看，高端白酒市佔率

仍有極大的提升空間。以茅台為例，目前部分一級經銷商今年的計劃量已經用完，公司渠道庫存水平非常低，批發價格也可穩定維持在880元左右，雖仍為同業最高，但已經在部分大眾消費者承受範圍之內。五糧液與茅台情況相似，庫存量低，渠道銷售暢順，批發價格降低至600元附近，更為貼近大眾消費人群。高端白酒行業已經見底，業績回升的同時，市佔率也有望持續上升。

爭奪中高端市場 市佔率升

由於內地白酒品牌眾多，價格差異大，市場集中度一直偏低。以2012年數據為例，行業領先的茅台、五糧液、洋河市佔率分別只有6%、6%和4%，市場分化嚴重。不過，高端白酒價格大幅下調之後，價格與中高端白酒差距縮窄。目前一般而言，高端白酒售價為600元-1000元，中高端白酒價格為300元-500元之間。茅台及五糧液等高端酒擁有強大的品牌效應，在價格相差不大情況下，高端酒必然會侵蝕部分中高端白酒的市場份額。因此，高端白酒的市佔率將會明顯提升，而中高端白酒的市場競爭將會更加白熱化。

筆者相信，內地高端白酒行業已經具備見底條件，下半年業績將會大幅改善。隨著高端白酒庫存狀況持續改善，價格逐步企穩，以及作為白酒銷售旺季的中秋和國慶即將到來，高端白酒的銷售有望進一步提升，觸底反彈可期。

美就業市場決定加息時間

康宏投資研究部環球市場高級分析員 葉澤恒

耶倫於上週五的全球央行年會發表演說，她指出美國勞動市場仍存在大量閒置資源，而失業率的下降速度，卻加大了就業市場的健康程度，預料於10月份完成量化寬鬆。她特別回應了市場，何時加息的問題，指出無法提供肯定的時間。但聯儲局在加息前，需要確保美國經濟保持穩健的復甦。當然，她留了後路給聯儲局，指出若勞動市場復甦快於市場預期，或通脹升幅快於預期，聯儲局便可能提早加息，而且之後加息的速度亦會加快。

是次演說中，她提出了新的因素影響到美國勞動市場發展，包括了勞動力人口呈現老化，以及勞動市場的活動能力亦出現了變化。當中，她特別提到勞動市場出現了兩極化的問題，當中等技能的職位相對減少，而高等技術職位保持復甦勢頭。另外，她亦特別提出，在判斷勞動市場表現時，應注意工資走勢，仍反映勞動市場的疲弱，較失業率的下降來得重要，特別提出壓抑已久的工資通脹(Pent-up wage inflation)。整體而言，耶倫的發言顯示，她承認美國勞動市場持續復甦，但未至於充分反映出美國勞動市場復甦，故未有提出加息的時間。

或推出其他貨幣政策紓壓

是次耶倫的發言，提及加息及與就業市場有關的言詞較多，反映聯儲局未來的加息，會與就業市場的情況有較高的關聯性。明顯

地，是次耶倫發出的訊號是，加息非長遠之事，但幅度及時間仍具彈性。雖然加息在即，但另一方面，聯儲局亦為免引發市場太多震盪，故可能推出其他貨幣政策，以紓緩加息對市場的壓力，其中以去年9月開始測試的隔夜逆回購工具的機會較高。據聖路易聯儲銀行行長James Bullard表示，規模可能約數千億美元。

美元強而歐元弱將成趨勢

雖然美國已經為加息作準備，但歐洲似乎與美國行相反方向，主因當地經濟增長仍然相當疲弱，而且物價仍有下跌風險。央行行長德拉吉於全球央行年會上便表示，6月份推出的措施可以刺激歐元區的需求，及承諾於未來相當時間維持高度寬鬆的貨幣政策。他表示，歐洲央行已準備好進一步調整其貨幣政策，以及採取非常規的工具，令通脹不致進一步的下滑。從兩者的貨幣市場情況看，美元強而歐元弱，似乎成為趨勢。但股市方面，西歐股市經過近期的調後，短期出現反彈，但後市升幅仍可能受到烏克蘭問題所影響。

宜部署日圓買高息貨幣

至於日本方面，雖然央行行長黑田東彥未有發表演說。但是日本政府將於今年底商討是否上調銷售稅前夕，突然增加明年開支預算1萬億日圓，並指是為了預防明年上調銷售稅後，經濟出現不景的情況。既然日本政府已採取行動，日本央行採取行動的時間又會遠嗎？短期最好部署可能是沽日圓，買高息的商品貨幣。