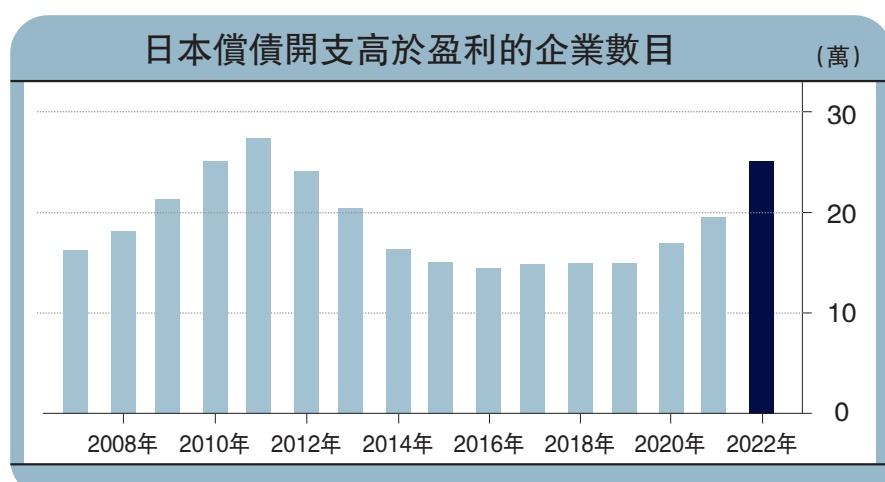


復盤日本經濟政策的對與錯

【一點靈犀】告別負利率時代後，日本正式開啟貨幣政策正常化。但作為首個實施量寬及負利率的國家，緣何長期以來通脹低迷，其間日本經濟又做出哪些調整，對於當下的中國來說有着重要的借鑒意義。

李靈修



日本大衰退始於1990年樓市泡沫的破滅，通常情況下樓市周期不過6、7年時間，但以美元計價來看，GDP（國內生產總值）增長持續30年停滯不前。日本政府「錯」在哪裏？

寬」政策，購買企業債券、商業票據和ETF等風險資產。但在流動性超級寬鬆的背景下，市場的通縮預期依舊難以逆轉。2013年3月，黑田東彥擔任日央行行長後，宣稱通脹目標是在兩年內升至2%，並在2016年採用負利率政策、實施YCC（收益率曲線控制）。此舉無異於告知居民「物價一定會上漲」，刺激銀行儲蓄轉化為消費與投資，最終換來日本通脹的升溫。

救市政策太遲

首先，日本在危機初期錯失救市窗口。1990年樓市爆煲，拖累企業的資產價格與銀行貸款急跌。日本央行1991年才開始降息，直到1995年利率降至零，但彼時企業部門與家庭部門的資產負債表已被擊穿，大衰退不可避免。

人口老化過快

其次，人口結構變化也是經濟大衰退的誘因。儘管日本政府積極採取各種刺激措施穩增長，卻無法彌補勞動人口下降造成的傷害，這在一定程度上揭示了宏觀調控政策在應對老齡化問題時的局限性。

日本政府其後做出多番補救，1999年正式實施零利率政策，惟2000年互聯網泡沫危機使得經濟雪上加霜。日央行於2001年推出「量化寬鬆」，開始購買日本長期國債；2010年又推出「廣泛量

得這一成績殊為不易。那麼，經濟政策又做「對」了什麼？

產業技術升級

為應對人口紅利消失、土地價格下行、國內市場飽和等一系列挑戰，日本政府開始加大基礎科研領域的投入。1995年，日本出台了《科學技術基本法》，計劃每年向科學領域投入4萬億至5萬億日圓。自2000年白川英樹奪得諾貝



雖然日本實行了多年的負利率政策，但當地的經濟和通脹一直沒有明顯上升。

爾化學獎後，幾乎每年都會湧現出日本獲獎者。

在芯片製造領域，日本在19種必需材料中壟斷了14種材料生產。2019年7月，日韓因二戰勞工賠償問題產生摩擦，日本政府限制對韓出口三種關鍵半導體材料，在芯片製造上實現了對後者的「卡脖子」。

企業轉型出海

1997年亞洲金融危機爆發，退無可退的日本企業重拾全球化擴張之路，歷史上金額最大的10個跨國收購案，都是在2000年以後發生的。2011年，日本企業的海外資產規模相當於本土的1.8倍，積極融入全球化進程很好的對沖了當地需求的低迷。

心水股 中國聯通 (00762) 騰訊控股 (00700) 吉利汽車 (00175)

企業增派息 料陸續有來

頭牌手記 沈金

港股好淡爭持延續，恒指窄幅上落，去向未明，昨日高點為16654點，升125點；低位為16430點，跌99點，波幅224點。收市報16543點，微升13點(0.08%)。經紀形容乃一個「買鹽不鹹，買醋不酸」的市況。

成交額續降，僅853億元，較上日少54億元。不少短線客已袖手旁觀，因為波幅太窄，「即日鮮」作為不大。

業績公布繼續起個股升跌的主導作用。聯通(00762)是內地三大電信商之一，亦為最先公布業績者。由於盈利增長12%，末期息增加23%至人民幣0.1336元，自然備受追捧，加上有大行即時調高目標價，使得聯通之

股價節節上升，收市報5.69元，升2.1%，其周息率為6.5厘。

另一隻公布業績的三線股為灣區發展(00737)。全年純利增90%，末期息人民幣0.1155元，收報1.76元，升6.7%。此股習慣上是以全部盈利作派息之用，故作為收息股，可佔一席。上次受疫情影響不派中期息，現已恢復，周息率達10厘。

最受注目的「股王」騰訊(00700)於昨日收市後公布業績，去年全年純利雖下降，但派息卻增加到每股3.4元(2022年為2.4元)，昨日該股股價已率先上揚，收288.8元，升1.3%，若業績為市場接納，料還有上升空間。從騰訊派高股息看，大公司似乎已接納建議，在力所能及的範圍內增加派

息，以回報股東。這一政策受到有關當局的鼓勵，肯定是「陸續有來」。

港股波幅收窄 短線客離場

回說整體大市，依然是懶慵懶好似未醒，又似個女娃娃「扶起嬌無力」。恒生指數上落波幅愈來愈窄。凡此種種，短線客一定「走夾唔咁」，留下的是立了決心作中長線投資者，又或者決定沽出現後不再入市者。現在就看到底投資者力量大，還是退出市場的人力量大了。我相信，若肯投資，現的環境，息率都是有機會者也。唯一擔心的是地緣政治難測，這只能見一步行一步。以資本配置來講，現階段以資產的30%入市，應是穩健的做法。

新簽訂單超預期 中石化煉化看俏

股壇魔術師 高飛

中石化煉化工程(02386)去年收入562.21億(人民幣，下同)，按年增加6%；毛利率為10%，降0.6個百分點；純利23.35億元，增長2.2%；每股收益53分、末期息派22.4分。全年股息每股0.343元，派息率為65%，按年持平。截至去年底，在手訂單1362億元，上升21%，相較全年收入562億元實現覆蓋約2.4倍，對今年業績有保障，值得留意。

集團去年新簽訂單802億元，上升11%，超出了管理層指引的約605億元(內地500億元及海外15億美元)，全年新簽合同額創下歷史新高。管理層表示，今年新簽訂單目標為中國600億元及海外30億美元，穩中有升。估計毛利率有望保持穩定，主要因為新簽訂單增量主要來自於海外，海外中國企業的競爭力與成本控制能力較強，毛利率有一定的提升空間。

另外，國務院印發《推動大規模設備更新和消費品以舊換新行動方

案》，內地存量項目改建計劃積極推進。而海外項目中，中東的能化項目建設持續高投入。加上未來綠色新能源+傳統能源結合的項目成為增長點：如生物質甲醇項目(公司與隆基綠能科技股份有限公司簽訂了每年12萬噸零碳生物質甲醇項目EPC總承包合同)，生物質甲醇市場發展空間大，有望達到千萬噸級。

派息穩定 目標價看5.1元

2023年維持65%的派息率，且回購總計約1282萬股股票，使用資金超過5000萬港元。相信未來派息率有望維持穩定，且有可能加大回購力度，繼續積極回饋股東。

中金研究報告維持2024/25年的盈利預測不變，且考慮到2024/25年公司股息收益率均維持在10%以上的高位，且分紅比例提升，所以上調其目標價13%至5.1港元，對應7/6倍2024/25年市盈率，以及維持其「跑贏行業」評級不變。

吉利挑戰牛熊線 突破可確認升勢

經紀愛股 余君龍

目前在市場中的資金流向，是作價值投資，目標是具盈利素質，而且有一定波動率的



股份，基本策略是在短線反彈的升浪中套利，亦可在市勢逆轉時作中短線投資。

從技術走勢分析，吉利汽車(00175)近期股價走勢回穩，較早前下試7.2元的近年低點後，出現技術反彈，先後重返10天及50天移動平均線，而且作勢挑戰250天線。

目前3線移動平均線分別在8.74元、8.17元及9.13元，料股價在動力增強下，可沿10天線延展升勢，挑戰250天線牛熊分界線，一旦突破可視作漫長調整期完結、重納長線上升軌道的啟示。

吉利汽車主要在內地生產及銷售

汽車及零部件，回顧上個季度業績，集團營業額及盈利均維持平穩增長，以現水平計算，此股的預期市盈率在16倍左右，由於市場對電動車發展充滿憧憬，基本分析不變，因此當投資氣候好轉時，可以接受一個較高的市盈率，料成為投資機構趁低吸納的根據。

9元附近可吸納

投資者伺機在9元邊收集，第一個上線目標是10元心理關口，而中期反彈升浪可跨越12元水平，下線參考位則在50天線的8.17元。

(作者為獨立股評人)

消費信心提振 通脹有望回穩

工銀智評

國務院總理李強在第十四屆全國人大二次會議開幕會上發表《政府工作報告》。國內生產總值方面，2024年約5%的增速目標略低於2023年的5.2%，整體傳達穩健增長、穩中求進的基調。從不同區域來看，北京、上海增速目標穩健，均為5%，與全國增速目標一致；廣東、江蘇、山東、河南、四川、浙江6個傳統經濟大省依然是增長主力(5%及以上)，當中四川的目標增速最高為6%，浙江與河南均為5.5%。由此可見，2024年的增長目標積極穩健，與2023年目標持平。

財政政策力度加大

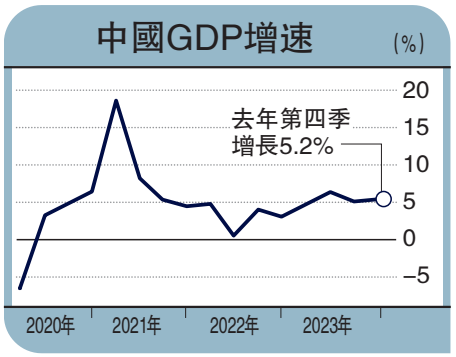
其次，雖然財政赤字率目標不變，但政策力度實質擴大。地方政府專項債總額擬增加1000億元(人民幣，下同)，從今年開始發行超長期國債(2024年先發1萬億元)，足證更加重視發揮中央政府融資的引領作用。經過測算，2024年可用債務空間約9.46萬億元，比2023年的8.28萬億提升超1萬

億元。除此之外，增加中央對地方轉移支付、提高財政政策可持續性(支持債務化解)、對政策工具優化組合(空間、時間相機抉擇)、結構性減稅降費等，也是2024年財政政策工作的重點。

勞動市場方面，目標繼續強調「穩就業」。從就業人數目標來看，比起2023年的表述(1200萬人左右)，2024年的表述(1200萬人以上)傳遞更加樂觀的預期。就業目標值及其表述與2023年保持一致(5.5%左右)，相比2022年(5.5%以內)，反映了對當前「就業總量壓力和結構性矛盾並存」新情況的綜合考慮。往前看，勞動市場緊張程度下降，結構性失業壓力提升，是中國經濟中長期增長轉型面臨的現實挑戰。

通脹方面，2024年的目標是連續第4年保持約3%，與近年保持一致，有利於進一步發揮預期管理作用，提振消費信心、推動需求回升。去年12月中央經濟工作會議提出「社會融資規模、貨幣供應量同經濟增長和價格水平預期目標相匹配」，反映價格水平預期目標在政策決策中的重要性有所提升，通脹目標亦有望對貨幣政策制定形成重要參考。內地通脹水平有望在低基數、需求延續回暖效應下走高。具體來看，豬肉價格磨底接近尾聲、下半年反彈相對可期，國際油價偏強波動推高食品能源價格，兩會提及增加大宗消費、服務消費也有望支撐後續通脹。

(中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心)



中國經濟數據亮麗 A股港股勢受惠

實德攻略 鄭振輝

步入3月份，港股情況有微幅改善，在3月第2個星期香港恒生指數曾經一度看見久違了的17200點水平，雖然大市兩天內便回落至16700點附近，但總算比2月份走勢要強。

內地股市在之前多項措施公布後明顯有所回穩，加上本月公布俗稱三大經濟火車頭數據亦普遍理想，中國首兩個月零售銷售增長5.5%；首兩個月的工業生產增長高達7%；城鎮固定投資資產亦有4.2%的升幅。

另外，2月份的居民消費價格指數(CPI)亦意外地錄得0.7%的正增長，擺脫前4個月出現負增長的情

況。數據正面支撐內地股市及香港市場。

警惕內房股 償債高峰將至

不過，筆者不認為整個股票趨勢已經改變，因為市場存在的暗湧以及問題仍然沒有解決，首先步入3月，碧桂園遭受香港建滔集團子公司入稟高等法院申請其破產；然後萬科更被三大評級機構之一的穆迪將其債務評級。

筆者之前已提醒大家，3至4月是內房企業本年度債務到期的高峰，所以好戲可能還在後頭！筆者相信大市短期難以站穩在17000點以上的水平，最多只能夠在16000點附近橫行整固，

所以大家可能將會步入「買股不買市」的情況。

外匯市場方面，美元走勢便對比上月較為遜色，從2月普遍企穩104以上水平下跌至3月徘徊在102.6至103.9之間。主因是市場相信美聯儲在6月開始降息的機率愈來愈高。

商品市場方面，步入3月，隨着美元轉弱，國際商品價格普遍走高，國際金價在減息預期，以及中東局勢緊張化推動下創歷史新高；同樣原因，再加上美國原油庫存又意外下跌，國際油價同樣突破80美元創本年新高。

(作者為實德金融策略研究部高級經理)