重點摘錄

- 2014 年歐洲整體經濟仍維持上行趨勢，在愛爾蘭、西班牙相繼脫離紓困計畫的狀況下，復甦更為全面；其中以英、德最被看好，預期股市相較於美股在未來也具有較大的漲幅空間，建議可以佈局英國投資比重最重的 VGK US EQUITY，或是因汽車產業受惠的 EWG US EQUITY。

- 2014 年中國經濟將同時面臨兩大利空－信貸增速放緩、持續淘汰落後產能，以及兩大利多－成熟國家需求增加、三中改革紅利。預期經濟成長將小幅趨緩，景氣定位調整為「落底」。其中，城鎮化改革為三中全會的重點項目，因此本期聚焦隨之受惠的鐵路建設產業，推薦中國中鐵(390 HK EQUITY 和中國鐵建(1186 HK EQUITY)。

- 安倍晉三大刀闊斧改革，企圖讓日本擺脫失落二十年的困境，不過和預期的目標仍有不小的落差。但受惠於日圓貶值效應的影響，第一資本看好日本內需產業，其中電子商務、觀光旅遊、房地產後勢看好。

研究團隊

歐股、債券－Joanne Hu
滬深港股－Emma Yu
新興、日股、原物料－Jack Lai

目錄

1、歐洲在 2014 仍有望持續向上，尤其英、德最為看好…… 02
2、2014 中國經濟成長落底，近期可關注基建相關類股……10
3、日本有望擺脫通縮，內需股可望受惠……17
4、First Capital Index及本月推薦投資組合…… 26

**歐洲在 2014 仍有望持續向上，尤其英、德最為看好**

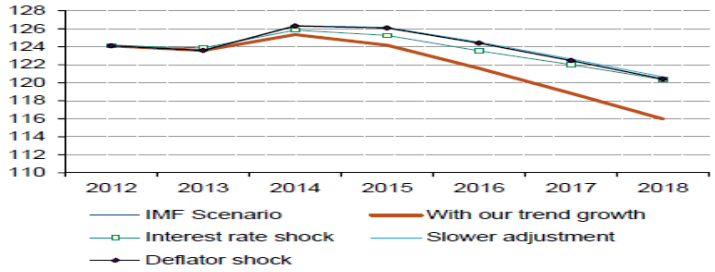
## 一、歐洲景氣回顧

### 1、2014 將持續今年的復甦動能

歐洲復甦的地區更加全面

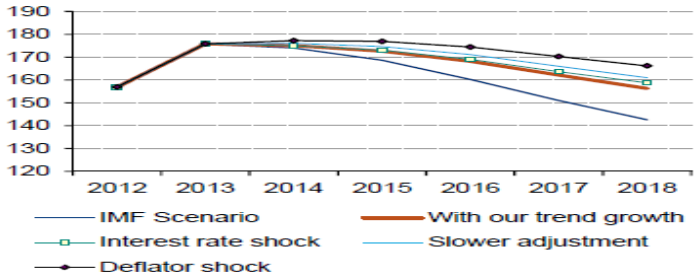
2013 年歐洲各國的經濟持續增溫，連後段班的 PIIGS 都迎頭趕上。愛爾蘭將於 12/15 退出紓困計畫，西班牙則是計畫於明年 1 月退出，表明不再需要資金救助，紓困計畫是在 2010 年 5 月歐盟以及 IMF 決議由歐洲各國出資成立歐洲金融穩定基金(EFSF)救助其他成員國的財政問題。接下來市場關注明年有望退出的國家分別為葡萄牙及希臘，圖 1、2 是綜合美林及 IMF 對葡、希兩國債務佔 GDP 比重分析，兩者皆預期兩國債務所佔 GDP 的比重逐漸下降，歐洲整體的復甦已更為全面。

圖 1：葡萄牙債務占 GDP 的比重




資料來源:美銀美林

圖 2：希臘債務占 GDP 的比重




資料來源:美銀美林

以下整理各投行對歐洲各國預測的 GDP 成長率(見表 1、2)，普遍皆認為在未來兩年 GDP 是逐漸成長的，少數投行認為英、德兩國在明年為經濟成長的高峰，因兩國為最早復甦的國家，所以相較去歐洲的其他地區會較早來到經濟繁榮的階段，而這也與我們在 11 月月報所提到的

預估基本面高點可能會在明年第二季且現在為成長階段相呼應，儘管如此歐洲其他國家因復甦的腳步較慢甚至才剛起步，故仍有其投資價值及機會。

2014 年各券商預期歐洲各國皆持續成長

表 1：歐洲前段班國家的 GDP 成長率

| 國家 | | GDP 成長率 | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 2013 | 2014 | 2015 |
| 英國 | IMF | 1.4% | 1.9% | |
| | MS | 1.4% | 2.5% | 2.2% |
| | GM | 1.4% | 2.7% | 2.7% |
| | JPM | 1.5% | 3% | |
| | NM | 1.4% | 2.3% | 2.1% |
| | ML | 1.4% | 2.7% | 2.7% |
| 歐元區 | IMF&ECB | -0.4% | 1% | |
| | 歐盟 | -0.4% | 1.1% | 1.7% |
| | MS | -0.5% | 0.5% | 1.1% |
| | GM | -0.4% | 1.1% | 1.5% |
| | JPM | -0.5% | 1.1% | |
| | NM | -0.4% | 0.7% | 1% |
| | ML | -0.5% | 0.8% | 1.5 % |
| 德國 | IMF | 0.5% | 1.4 % | |
| | 歐盟 | 0.5% | 1.7% | 1.9% |
| | 德國 | 0.4% | 1.8% | |
| | MS | 0.4% | 1.4% | 1.8% |
| | GM | 0.6% | 2.0% | 2.1% |
| | JPM | 0.6% | 2.0% | |
| | NM | 0.5% | 1.7% | 1.6 % |
| | ML | 0.5% | 1.6% | 2.3 % |
| 法國 | IMF | 0.2% | 1% | |
| | 歐盟 | 0.2% | 0.9% | 1.7% |
| | MS | 0.2% | 0.4% | 1.1% |
| | GM | 0.2% | 0.7% | 1.1% |
| | JPM | 0.1% | 0.7% | |
| | NM | 0.2% | 0.4% | 0.7% |
| | ML | 0.2% | 0.7% | 1.3% |

資料來源:第一資本整理

西班牙及義大利明年GDP成長率有有望由負轉正

表 2：歐洲後段班國家的成長率

| 國家 | | GDP 成長率 | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 2013 | 2014 | 2015 |
| 西班牙 | IMF | -1.3 % | 0.2 % | |
| | 歐盟 | -1.3 % | 0.5 % | 1.7% |
| | GM | -1.3 % | 0.4 % | 1.2% |
| | JPM | -1.3 % | 0.7 % | |
| | NM | -1.3 % | 0.3 % | 0.5% |
| | ML | -1.3 % | 0.6 % | 0.9% |
| 義大利 | IMF | -1.8 % | 0.7% | |
| | 歐盟 | -1.8 % | 0.7% | 1.2% |
| | GM | -1.9 % | 0.6% | 1% |
| | JPM | -1.9 % | 0.8 % | |
| | NM | -1.9 % | 0 % | 0.2% |
| | ML | -1.9 % | 0.1 % | 0.8% |
| 希臘 | 歐盟 | -4 % | -0.6 % | 2.9% |
| | NM | -3.7 % | -0.7 % | 1.4% |
| | ML | -3.5 % | 0.3 % | 1.6% |

資料來源:第一資本整理

其中 Morgan Stanley 預估歐元區 2014 年 GDP 成長率較其他地區低的原因是因明年ECB會對銀行業進行一連串的檢測，預估銀行業會面臨衝擊，進而使得經濟成長的速度放緩。但我們認為現在歐洲銀行業的情況也較金融風暴之前好轉，故受到衝擊後雖會影響股市但不會大幅度的影響其基本面好轉。

2、2013 ECB 與 BOE 政策實施合宜

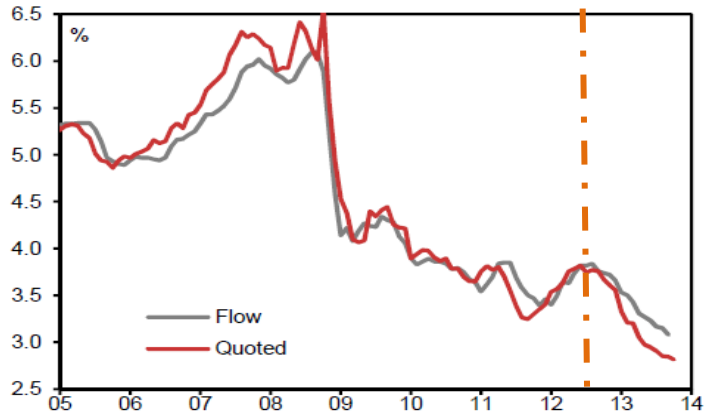
ECB與BOE的政策有效的提高通膨及增加信貸

ECB 在 11/07 將基準利率從 1%調降至 0.25%，從 11 月份的通脹率較前月上升 0.2%至 0.9%，略有改善，以及法國的經濟數據近期較為疲軟的情況下，可以見得確實有需降息的必要。

而 BOE 在 2012 年 8 月推出的 FLS(貸款融資計畫)已發揮成效，成功的增加家庭和企業貸款的供應，從圖 3 中可以看出信貸成本自政策推出後確實的降低，帶動家庭與企

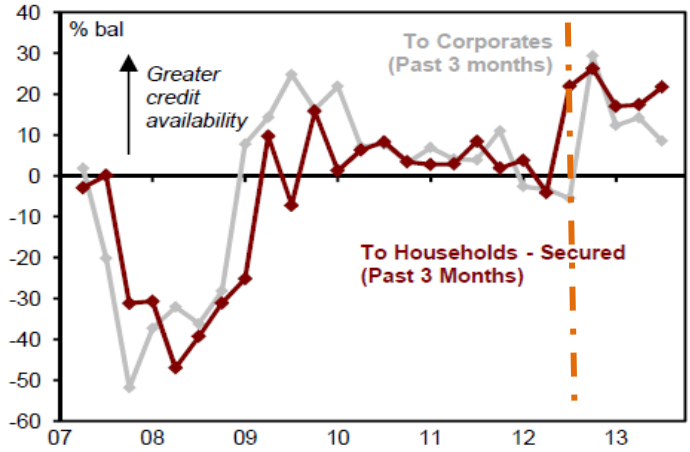
業的信貸增加(圖 4)。從表 3 的 GDP 組成中也可看出自 2012 年 Q2 內需消費占 GDP 的比重逐漸增加也成為推動經濟成長的主要動能;另外通膨也逐漸獲得控制，10 月的 CPI 為 2.2%，離央行目標的 2%越來越近，英國各方面皆呈現穩定的成長、改善。

圖 3：貸款利率




資料來源:BOE, 高盛

圖 4：家庭與企業的信貸數




資料來源:BOE, 高盛

表 3：英國 GDP 組成

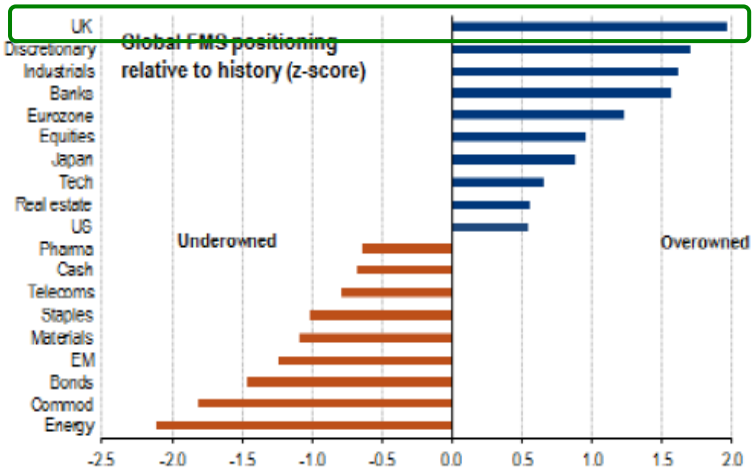
| | C | I | G | (X-M) |
|---|---|---|---|---|
| 2011 Q1 | 63.2% | 14.1% | 23.2% | -0.4% |
| 2011 Q2 | 64.5% | 15.2% | 22.5% | -2.2% |
| 2011 Q3 | 64.5% | 15.2% | 22.6% | -2.2% |
| 2011 Q4 | 64.2% | 14.9% | 22.4% | -1.4% |
| 2012 Q1 | 64.0% | 15.3% | 23.0% | -2.3% |
| 2012 Q2 | 65.5% | 15.1% | 22.0% | -2.7% |
| 2012 Q3 | 65.1% | 14.7% | 22.2% | -1.9% |
| 2012 Q4 | 65.9% | 13.9% | 22.4% | -2.2% |
| 2013 Q1 | 65.7% | 13.9% | 22.0% | -1.6% |
| 2013 Q2 | 66.1% | 13.8% | 21.5% | -1.4% |
| 2013 Q3 | 66.2% | 13.9% | 21.6% | -1.7% |

資料來源:第一資本整理

基金經理人投資持有最重的部位也是英國

因此在現在英國股價逢回便是加碼之際，圖 5 是美林對全球基金經理人 11 月所持有的部位調查，可以看到英國所佔的部位比重最重，顯示基金經理人的想法與我們一致，對英國的後續情況最為看好。

圖 5：全球基金經理人的部位




資料來源:美銀美林

3、2014 年的重要議題

2014 年銀行業的股價恐受到衝擊

2014 年對於歐洲是重要的 1 年，在今年 Q4 EBA(歐洲銀行管理局)會對銀行進行壓力測試和資產負債表的評估，及 ECB 會實施 AQR(資產品質檢視)，看銀行業的財務況狀是否健全以及 Tier1 是否有滿足最低標準 8%的要求，明年會公布結果。而即將推行的 SSM(單一監管制度)使歐元區所有 6,000 家銀行都要遵守相同的規定，將可簡化歐元區的銀行監管，且歐盟有權力將銀行關閉，即使所屬國當局不同意，預估明年銀行業恐會受到衝擊。5 月則會有歐洲議會選舉，可觀察當局之後的政經發展。

## 二、投資亮點

英、德表現相對亮眼

我們在歐洲中較關注的國家為英國及德國，英國在整體的情況如我們上段所述已呈現穩定的增長，消費也持續增長，在 2013 Q3 時消費占 GDP 的比重高達 66.2%，而德國的出口雖然佔了 GDP 很大的比重，高達 50%。但內需也是經濟成長的主要動能之一，在德國 Q3 GDP 較為放緩的情況下，消費相較於出口放緩的程度較小(見表 4)，呼應我們之前所說的歐元區 GDP 的增長主要是靠內需來拉抬。

表 4：德國 GDP 組成

| | C | I | G | X | M | (X-M) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2012 Q1 | 55.9% | 18.6% | 19.0% | 52.6% | 46.1% | 6.5% |
| 2012 Q2 | 58.4% | 16.3% | 19.1% | 52.8% | 46.6% | 6.2% |
| 2012 Q3 | 57.8% | 18.6% | 18.5% | 50.9% | 45.7% | 5.2% |
| 2012 Q4 | 58.0% | 15.5% | 20.6% | 50.9% | 45.1% | 5.8% |
| 2013 Q1 | 56.3% | 17.8% | 19.5% | 50.9% | 44.6% | 6.3% |
| 2013 Q2 | 58.2% | 15.9% | 19.2% | 51.5% | 44.8% | 6.7% |
| 2013 Q3 | 57.7% | 18.7% | 18.4% | 49.1% | 44.0% | 5.1% |

資料來源:第一資本整理

戴姆勒在美國的銷售也有不錯的成績

德國的出口產業以汽車為主，在個股方面我們上個月為大家介紹過在歐洲市占率高的德國汽車大廠戴姆勒克萊斯勒(DAI GR)的表現，而戴姆勒除了在主要營收來源地區歐洲表現亮眼之外，在近期公布的美國 11 月新車銷售的數據中，也有超越平均水準的成績，從表 5 可以看到戴姆勒及克萊斯勒 11 月新

車的銷售成長率分別皆超越市場平均的 9%，且美國為戴姆勒的第二大營收來源地區，占比為 28%，因此我們也看好汽車產業。

表 5：戴姆勒克萊斯勒美國 11 月新車銷售成長率

| | |
|---|---|
| Chrysler | 16.1% |
| Daimler | 14.4% |
| TOTAL LIGHT VEHICLE SALES | 8.9% |

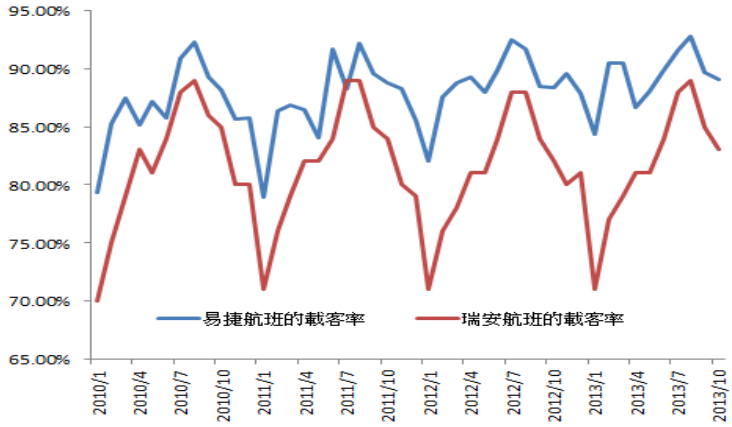
資料來源:AUTODATA

預計物流業也會因電商興起而受惠

選擇性消費也是我們仍然看好的產業之一，除了內需為拉抬經濟的主要動能之一，英(66%)、德(57%)、法(55%)、義(58.6%)、西(57.8%)的消費佔 GDP 的比重皆有 55%以上。我們之前有提到較看好的為兼具選擇性消費及電商題材的 ASOS(ASC LN)，ASOS 今年的營收較去年增加 40%，股價也持續上漲，在電商興起的情況下，我們也看好物流類股，預計物流業者能因此受惠，尤其是在 9 月 2 日與 ASOS 簽約三年的法國物流集團 Norbert Dentressangle SA (GND FP)。

易捷航空(EZJ LN)也是我們在選擇性消費產業中較看好的公司，易捷除了在最大的廉價航空市場英國市占率第一之外，在歐洲的載客率也較歐洲排名第一的瑞安航空高(見圖 6)，淨利也較去年增長 56%，在預計歐洲經濟復甦人民的消費能力持續增長的情況下易捷能夠持續有不錯的表現。

圖 6：易捷及瑞安的載客率




資料來源:第一資本整理

## 三、投資策略

在 2014 年歐洲有望景氣增溫更上層樓，第一資本建議應積極布局歐洲的 ETF 或共同基金，當指數下跌就是逢低入場之際。

ETF 的部分，建議可佈局投資地區為泛歐的 ETF，VGK US EQUITY，其中 VGK US EQUITY 投資在英國的比重高達 30%，而英國在經濟數據各方面皆相對其他國家亮眼。

而投資地區為德國的 ETF，EWG US EQUITY 的前十大持股中有包含我們在上述中提到看好的汽車類股，見圖 7。

圖 7: EWG US EQUITY 的前十大持股

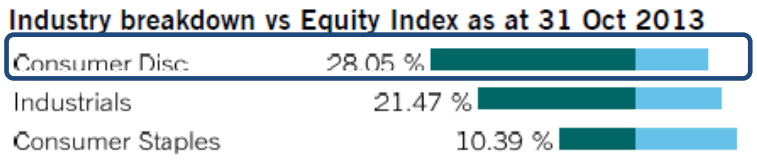
| 前十大基金持有(MHD) | 淨基金 | 淨指數 | 主要行業分配 | |
|---|---|---|---|---|
| 拜耳 | 9.318% | N.A. | 汽車製造 | 15.10% |
| 西門子 | 8.348% | N.A. | 化工 | 12.91% |
| 巴斯夫 | 7.838% | N.A. | 保險 | 10.71% |
| 安聯集團 | 6.869% | N.A. | 製藥業 | 10.52% |
| 思愛普 | 6.522% | N.A. | 其他製造商 | 8.35% |
| 戴姆勒克萊斯勒 | 6.467% | N.A. | 軟體 | 6.52% |
| 德意志銀行 | 4.422% | N.A. | 銀行業 | 5.24% |
| 慕尼黑再保險公司 | 3.416% | N.A. | 電力 | 4.38% |
| 德國林德公司 | 3.389% | N.A. | 電信 | 3.43% |
| 福斯汽車 | 3.323% | N.A. | 家庭用品/廚具 | 2.70% |

資料來源: Bloomberg

我們觀察兩檔 ETF 前十大持股的個股中市值前四大的公司，過去 5 年的 P/E 區間與股價走勢，推估出個股未來的漲幅空間並進行市值加權得出兩檔 ETF 各別的漲幅空間，預估兩檔 ETF 在未來一年的漲幅空間仍有 10~17%，建議買進。

共同基金的部分，建議可佈局在歐洲基金中選擇性消費比重佔最重的 GAM 歐洲股票基金，產業分布中佔了 28.05%(見表 6)。我們也對 GAM 歐洲股票基金的前十大持股中市值前四大的公司進行了分析，在觀察過去 5 年的 P/E 區間與股價走勢後，我們估計未來一年的漲幅空間還有 13%。

表 6：GAM 歐洲股票基金產業分佈圖




資料來源:基金月報

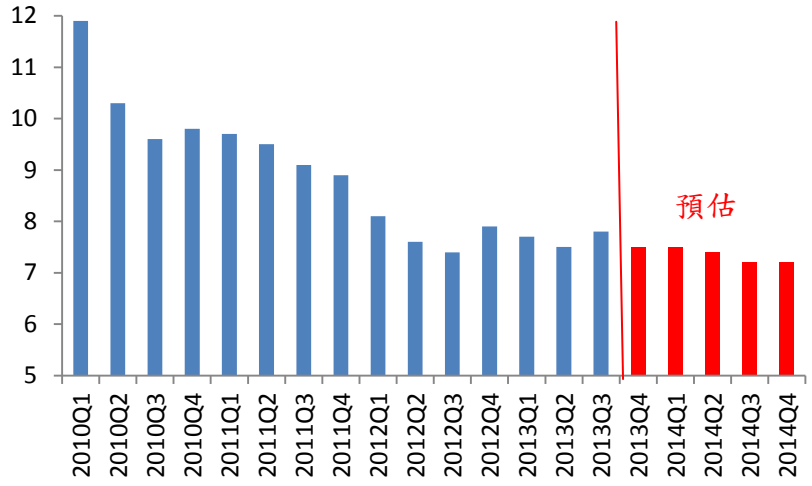
**2014 年中國經濟成長落底，近期可關注基建相關類股**

一、2014 年中國經濟展望

2014 年中國經濟將持續落底

隨著習李新政的展開，中國正逐步邁向經濟結構轉型的道路，不再追求快速的 GDP 成長，而是透過積極的改革取得更健全的經濟體質，而轉型和改革的過程中仍須承擔一定程度的經濟放緩，2014 年預期中國經濟將面臨信貸增速放緩和持續淘汰落後產能兩大利空因素，不過也同時受惠於成熟國家經濟狀況改善與三中全會改革激勵，有鑑於 2014 年的經濟成長表現將較今年小幅趨緩（詳見圖 1），我們將景氣定位調整為「落底」。

圖 1：中國 GDP 年比走勢圖




資料來源：第一資本預估

（一）兩大利空：信貸擴張減緩、持續淘汰產能過剩

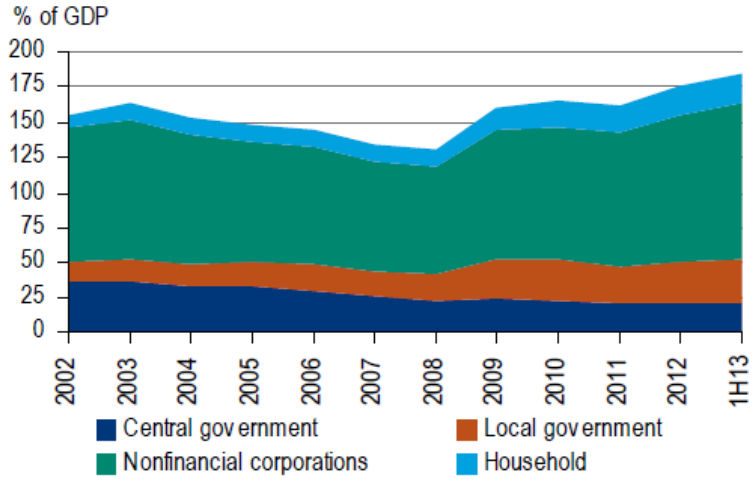
信貸規模過大以及產能過剩問題成為中國經濟的隱憂

中國目前最令人擔心的問題為其信貸擴張速度太快，由圖 2 可以看出目前信貸規模已經接近 GDP 的兩倍，其中除了占比最大的非財務公司債務持續增加外，地方政府債占比也明顯擴大。為改善信貸狀況，預期中國未來將引導信貸擴張放緩，並透過中性偏緊的貨幣政策控制流動性，這也將削弱地方政府投資與公司營收增速，故對中國 GDP 成長為一不利因素。

中國於今年開始積極管理五大產能過剩產業：鋼鐵、水泥、電解鋁、平板玻璃、船舶，更於 7 月公布首批 1,294 個涉及落後產能的企業名單；不過，11 月 PPI 仍較前期衰退，且已連續 20 個月負成長，顯示中國製造業產能過剩問題持

續存在，因此 2014 年中國將持續淘汰落後產能，預期中長期也將侷限中國 GDP 成長。

圖 2：2002~2013H1 中國信貸占 GDP 比例走勢圖



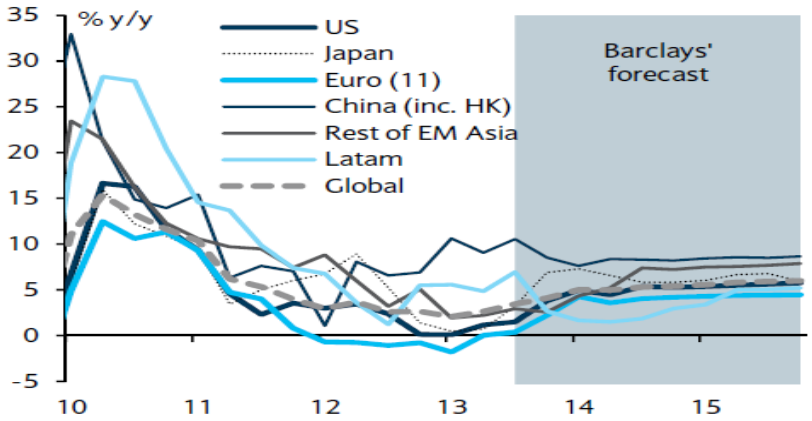

資料來源：美林

（二）兩大利多：成熟國家需求增加、三中改革紅利

成熟國家經濟回暖有利中國 2014 年出口表現

由圖 3 可以明顯看出，隨著經濟狀況逐漸改善，預期美、歐、日等成熟經濟體進口需求在 2014 年呈現上升趨勢，因此中國於 2014 年的出口表現將有望隨之受惠。

圖 3：全球進口需求走勢




資料來源：Barclays

三中全會改革涵蓋全面，有利中國經濟長期發展，其中又以開放單獨二胎與城鎮化可望率先實施

三中全會後中國政府公布《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》，在市場所注重的金融、國企、城鎮化和生育政策等領域皆提出具體的改革方針，有助於防止中國經濟增長大幅減速，亦有利中國經濟長期穩定發展。其中，我們認為明年最有機會執行的兩項改革方向為開放單獨二胎和城鎮化，在上期我們已經提到嬰幼兒相關產業的投資方向，本期將為大家推薦在城鎮化推行下隨之受惠的基建產業。

二、投資亮點－鐵路產業前景可期

“十二五”計畫著重交通運輸建設以及三中全會力推城鎮化皆有助於鐵路產業發展

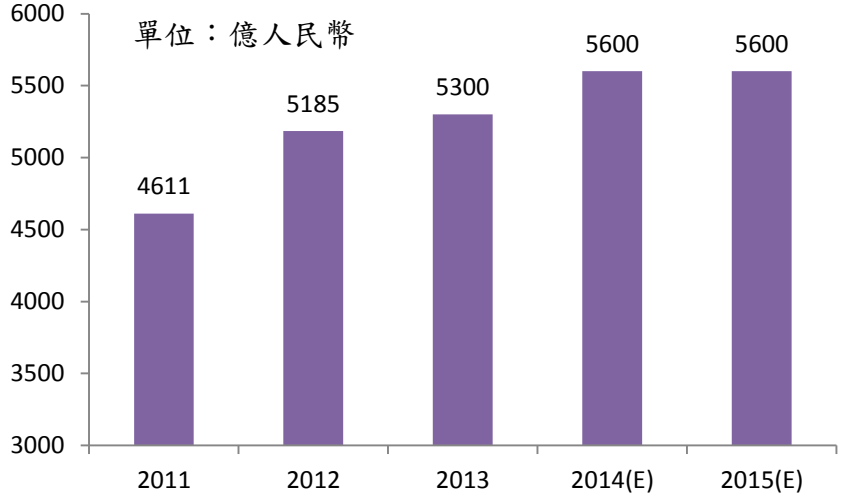
中國於“十二五”計畫中已規劃構建綜合交通運輸體系，初步以“五縱五橫”為主骨架，總里程達 490 萬公里，其中鐵路建設與城市軌道交通建設計畫目標更大於十一五計畫（詳見表 1），全年鐵路基建計畫投資額也逐年增加（詳見圖 4），預期明年將會再投入 5600 億人民幣，可見中國政府對鐵路開發的重視。而我們也發現三中全會中對城鎮化改革的著墨最多，因此我們預期中國將更積極投資鐵路基礎建設，而相關概念股將可受惠。

表 1：中國十二五計畫－交通基礎設施發展目標

| 指　標 | 單位 | 2005 年 | 2010 年 | 2015 年 | 十一五計畫變動 | 十二五計畫變動 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **綜合交通網總里程** | **萬公里** | **361** | **432** | **490** | 71 | 58 |
| 鐵路營業里程 | 萬公里 | 7.5 | 9.1 | 12 | 1.6 | 2.9 |
| 複線率 | % | 34 | 41 | 50 | - | - |
| 電氣化率 | % | 27 | 46 | 60 | - | - |
| 公路通車里程 | 萬公里 | 334.5 | 400.8 | 450 | 66.3 | 49.2 |
| 國家高速公路 | 萬公里 | — | 5.8 | 8.3 | - | 2.5 |
| 鄉鎮通瀝青（水泥）路率 | % | 80.4 | 96.6 | 98 | - | - |
| 建制村通瀝青（水泥）路率 | % | 52.9 | 81.7 | 90 | - | - |
| 內河高等級航道里程 | 萬公里 | 0.82 | 1.02 | 1.3 | 0.2 | 0.28 |
| 管道輸油（氣）里程 | 萬公里 | 4.4 | 7.85 | 15 | 3.45 | 7.15 |
| 城市軌道交通營運里程 | 公里 | 430 | 1400 | 3000 | 970 | 1600 |

資料來源:國務院，第一資本整理

圖 4：中國全年鐵路基建計畫投資額



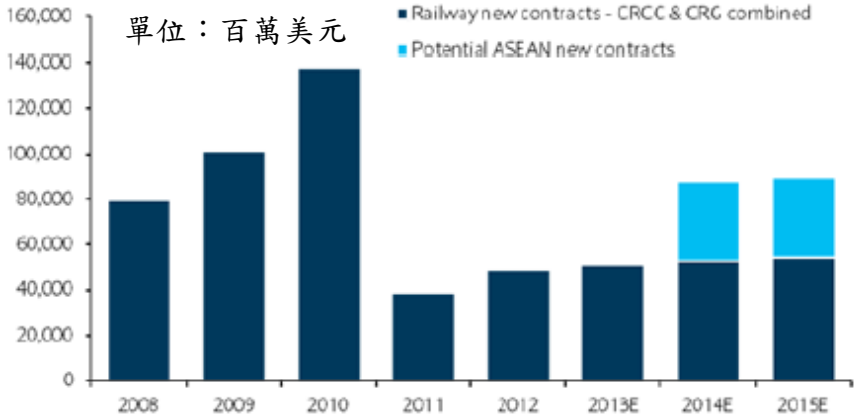

資料來源:瑞銀，第一資本整理

三、投資策略

鐵路產業兩大龍頭：中國中鐵和中國鐵建皆於今年擁有亮麗的營運表現

在此推薦兩檔中國鐵路建設的龍頭個股,分別為中國中鐵(390 HK)和中國鐵建（1186 HK)，兩者的營業項目皆為提供橋樑、隧道、電氣化鐵路等建設相關服務，且在今年前 3 季都擁有亮眼的營運表現:中國中鐵前 3 季新簽合約額達到 5,328 億人民幣,年增 18%；中國鐵建前 3 季新簽合約額 5,296 億元，同比增長 15%。另外，習近平多次在國際場合展開“高鐵外交”，尤其在近期出訪東協各國之時，巴克萊因此預期在未來兩年中國中鐵和中國鐵建的合約數量有望受此潛在需求帶動而增加（詳見圖 5)。

圖 5：2008~2015 中國中鐵（CRG）和中國鐵建（CRCC）合約總額




資料來源：Barclays

中國中鐵(390 HK)目標價 5.7 港幣；中國鐵建（1186 HK）目標價 11.2 港幣，分別尚有 29%的上檔空間。

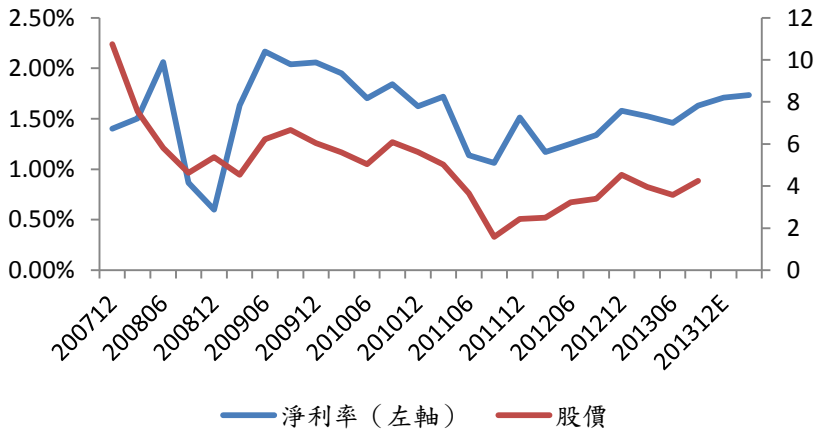
面對政策支持下的在內需求以及高鐵外交下的在外需求下，巴克萊預期兩家龍頭鐵路公司未來一年的營收、營業淨利和淨利增速將持續以兩位數成長（詳見表 2 和表 3），而過去兩家公司的股價與淨利率走勢十分相似（詳見圖 6 和圖 8），因此在預期未來淨利率將持續走高的情況下，股價有望隨之攀升。觀察其歷史本益比區間(詳見圖 7 和圖 9)，第一資本預估本益比皆有望達到 10 倍，以券商預估之 2014 年每股盈餘來計算(中國中鐵：0.57 港幣；中國鐵建:1.12 港幣)，可得出目標價分別為 5.7 港幣和 11.2 港幣，距離 12/6 收盤價 4.41 港幣和 8.7 港幣，皆有 29%的上檔空間。

表 2：中國中鐵財報分析（單位：億人民幣）

| | 2012 | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|
| 營收 | 4,656 | 5,292 | 6,068 |
| 營業利益 | 111 | 131 | 166 |
| 淨利 | 74 | 87 | 110 |
| | | | |
| **年增率** | **2012** | **2013** | **2014** |
| 營收 | 5% | 14% | 15% |
| 營業利益 | 11% | 18% | 26% |
| 淨利 | 10% | 19% | 26% |
| | | | |
| **利潤率** | **2012** | **2013** | **2014** |
| 營業利益 | 2.4% | 2.5% | 3.1% |
| 淨利 | 1.6% | 1.6% | 2.1% |

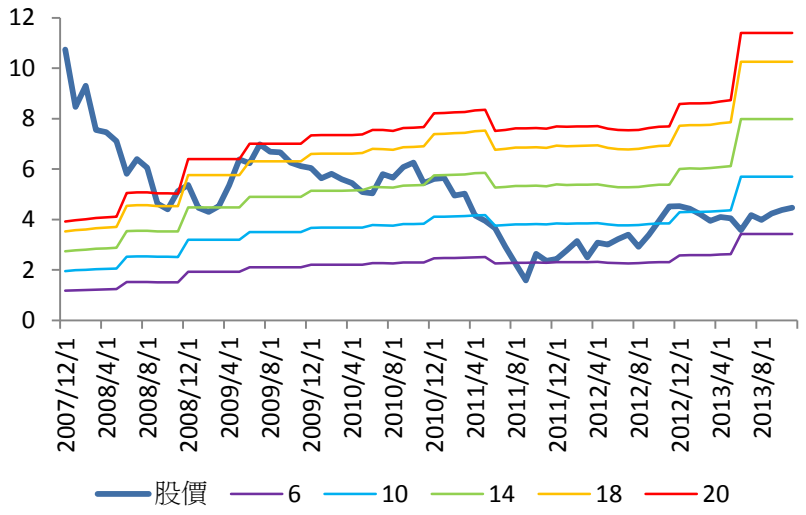
資料來源：Barclays，第一資本整理

圖 6：中國中鐵淨利率與股價走勢圖




資料來源：公司財報，第一資本整理

圖 7：中國中鐵歷史 PE 走勢圖



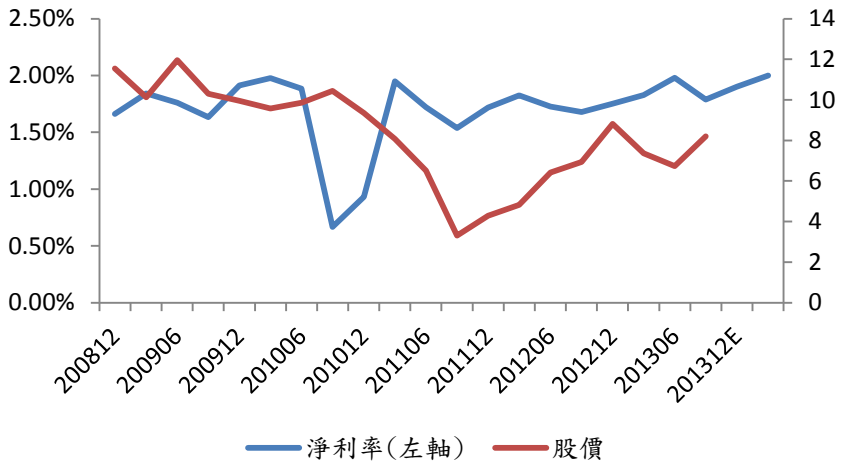

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

表 3：中國鐵建財報分析（單位：億人民幣）

| | 2012 | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|
| 營收 | 4574 | 4843 | 5306 |
| 營業利益 | 99 | 107 | 127 |
| 淨利 | 79 | 85 | 99 |
| | | | |
| **年增率** | **2012** | **2013E** | **2014E** |
| 營收 | 6% | 10% | 11% |
| 營業利益 | 8% | 18% | 19% |
| 淨利 | 8% | 16% | 19% |
| | | | |
| **利潤率** | **2012** | **2013E** | **2014E** |
| 營業利益 | 2.2% | 2.4% | 2.6% |
| 淨利 | 1.8% | 1.9% | 2.0% |

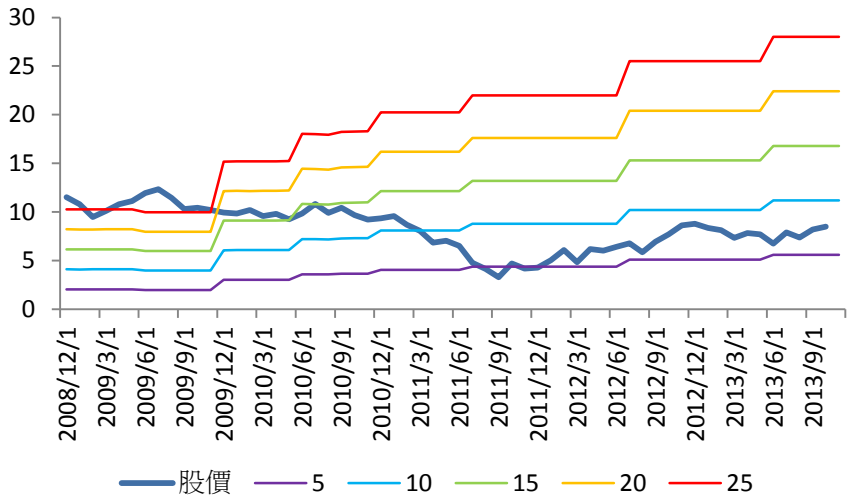
資料來源：Barclays，第一資本整理

圖 8：中國鐵建淨利率與股價走勢圖




資料來源：公司財報，第一資本整理

圖 9：中國鐵建歷史 PE 走勢圖




資料來源：Bloomberg，第一資本整理

**日本有望擺脫通縮，且國內的電子商務、觀光、房產持續看好**

一、日本景氣概況

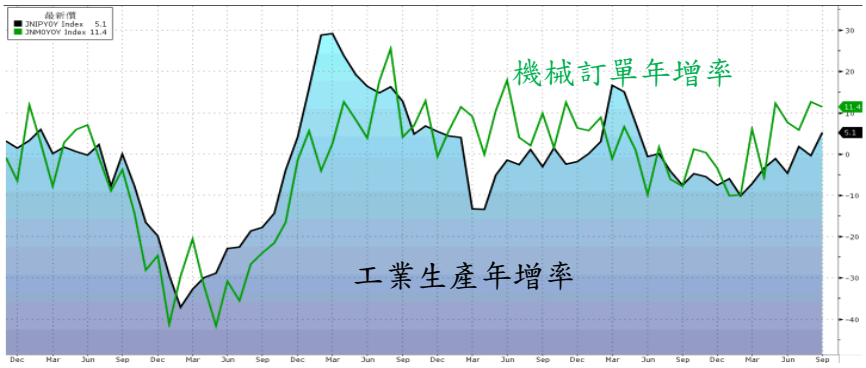
自安倍晉三於2012年年底再度接任日本首相以來，便推出一連串的改革政策，包括擴大寬鬆貨幣政策與財政政策，如貨幣基數增加1倍、擴大資產收購計畫，同時將通膨目標由1%上調至2%，期望能讓日本擺脫失落二十年的困境。

1. 日本國內經濟活動持續復甦

安倍晉三積極改革下，日本國內經濟活動持續升溫

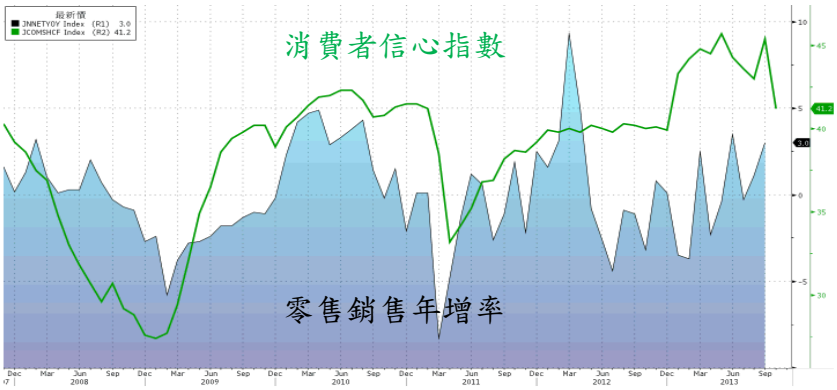
受惠於安倍晉三的積極改革，「安倍經濟學」成為市場最關注的焦點，同時日本國內的經濟活動也明顯在復甦，包括工業生產、機械訂單、消費者信心指數、進出口等數據，都呈現向上走揚的趨勢(見圖一至圖三)。

圖 1：日本工業生產與機械訂單走勢



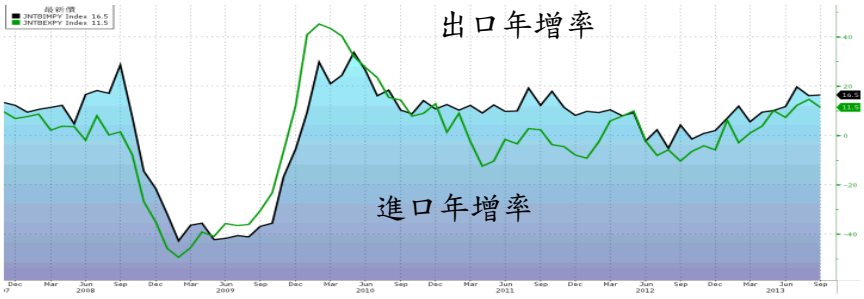

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

圖 2:日本消費者信心指數與零售銷售




資料來源：Bloomberg、第一資本整理

圖 3:日本進出口表現



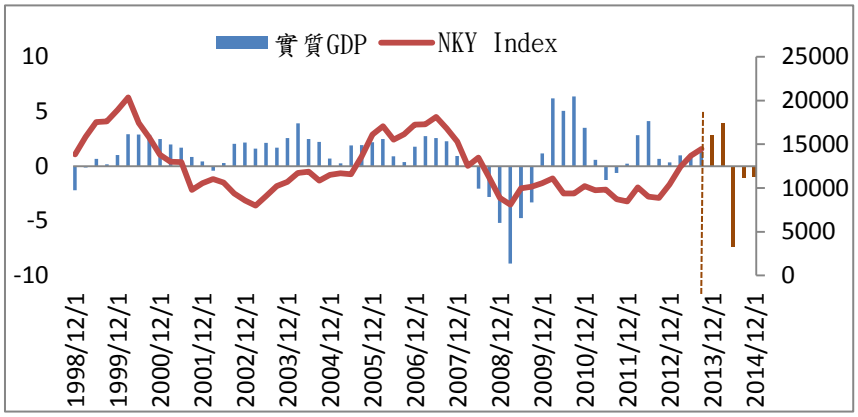

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

2. 日本景氣處在成長高峰

日本第三季 GDP 年比為 2.4%，連兩季增長，且隨著經濟數據的改善下，市場預期今年第四季及明年第一季仍將持續成長。但市場對於日本明後年的 GDP 成長並不這麼樂觀，2014 年 GDP 成長為 1.5%，2015 年為 1.2%，同時，明年 CPI 將從今年預估的 0.3%升高至 2.3%。因此，第一資本預估，日本景氣已處在成長的高峰階段(見圖 4)。

第一資本預估，日本氣位置已落在成長高峰階段

圖 4:日本實質 GDP 成長率與日經 225 指數走勢




資料來源：Bloomberg、第一資本整理

3. 日本貿易收支不佳仍是一大隱憂

日本首相安倍晉三的一大改革政策就是擴大資產收購規模，企圖放出日圓供給，壓低日圓走勢，提升日本外貿競爭力，進而帶動企業的獲利表現。但從日本的貿易收支表現來看，日本貿易逆差持續創新高(見圖 5)，顯示日圓貶值效益不能徹底改善日本貿易赤字問題，而這將成為日本經濟復甦的一大阻力。

圖 5:日本貿易收支與日圓走勢

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

二、投資亮點

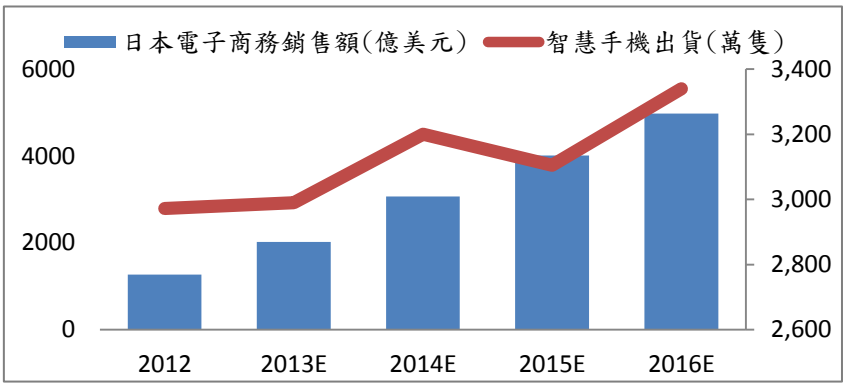
雖然日本景氣已落在成長高峰，但受惠於日圓貶值的後續影響，第一資本看好日本內需相關產業，包括電子商務、觀光旅遊、房地產。

1. 電子商務

受惠於智慧型手機的普及，帶動全球電子商務的蓬勃發展，日本國內的電子商務亦欣欣向榮，根據矢野經濟研究所(11/04)發布報告表示,日本是全球第二大電子商務市場,且預期至 2016 年，平均每年將以 41.43%的速度成長，為日本電子商務市場的一大亮點。

日本為全球第二大電子商務市場且成長力道驚人

圖 6: 未來日本智慧型手機及電子商務銷售額的預估




資料來源: MM Research Institute、第一資本整理

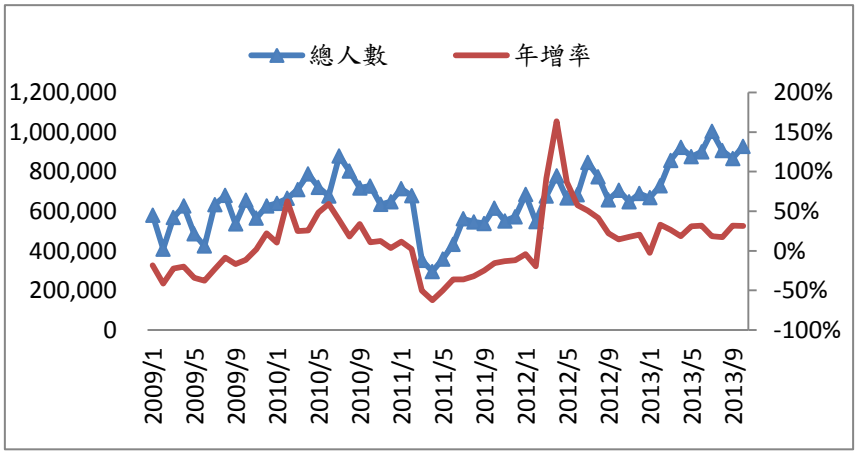
2. 觀光旅遊

日圓自安倍晉三於 2012 年底上任以來，已大幅貶值了逾 20%，目前來到 1 美元兌 103 日圓左右的價位，且市場預估日圓未來仍有續貶的可能。受此影響，日本的觀光人數已大幅成長，根據日本旅遊市調公司統計，今年 1 至 10 月日本的觀光人數為 865 萬人，已超過 2012 年全年 836 萬人的觀光人數，較去年同

期增加 23%，今年全年觀光客有望突破 1 千萬人，再創歷史新高(見圖 7)。

日本觀光客人數屢創歷史新高

圖 7:日本觀光人數與年增率



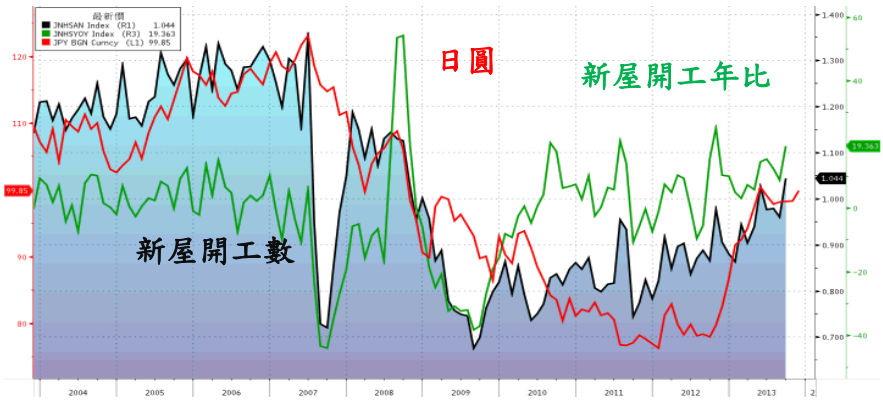

資料來源:日本旅遊市調公司、第一資本整理

3. 房地產

隨著日本景氣的復甦及日圓貶值的影響下，日本國內的房地產持續升溫，如新屋開工數持續走揚(見圖 8)；此外，在安倍晉三的積極爭取下，日本也獲得 2020 的奧運舉辦權，JP Morgan 預估奧運將未房地產帶來 3-4 兆日圓的商機，使得日本的房地產後勢持續看好。

奧運題材，增添日本房產商機

圖 8:日圓與新屋開工數走勢圖




資料來源:Bloomberg、第一資本整理

三、投資策略

1、電子商務

隨著日本電子商務快速成長，國內相關的業者，其營收與淨利也都明顯在成長。以日本國內電商龍頭樂天(4755 JP)為例，旗下經營樂天市場購物網，在國內市佔率高達 30%，由於在網路購物持續高速成長下，全年前三季營收較去年同期增長 19%，而其最新的財報顯示，Q3 營收較去同期增更加速至 30%。而其他相關業者，今年的營收與淨利較去年也都明顯在增長(見表 1)。因此，第一資本建議投資人可以佈局日本電子商務龍頭樂天。

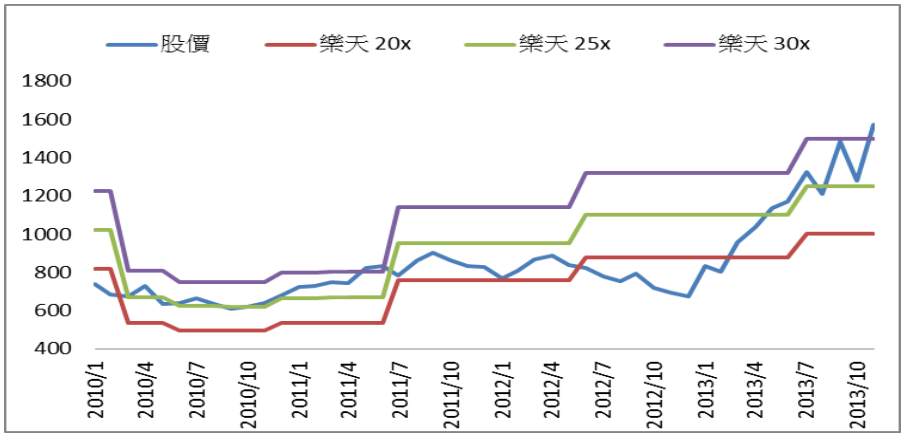
以日本樂天歷史 P/E 走勢來看，過去三年 P/B 約落在 20x~30x 區間(如圖 9 所示)，但近期指數已超過此區間，第一資本建議投資人，可待股價回落至 1,250 日圓(P/E 比為 25x)後，再逢低進場。

表 1:日本國內電子商務業者營收與淨利表現

| 標的<br>(單位:十億日幣) | 2012<br>營收 | 2013<br>營收(E) | 2012<br>淨利 | 2013<br>淨利(E) |
|---|---|---|---|---|
| 樂天(4755 JP) | 443.5 | 528.7 | 19.4 | 51 |
| F @ N 通訊(2461 JP) | 16.48 | 21.55 | 1.64 | 2.08 |
| DA Consortium(4281 JP) | 82.79 | 100.64 | 1.63 | 1.75 |
| IREP(2132 JP) | 37.76 | 45.72 | 0.58 | 1.1 |
| Septeni Holdings (4293 JP) | 41.36 | 45.98 | 0.77 | 1.23 |
| GMO (4784 JP) | 15.37 | 17.61 | 0.35 | 0.36 |

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 9:日本樂天過去三年 P/B 歷史區間




資料來源:Bloomberg、第一資本整理

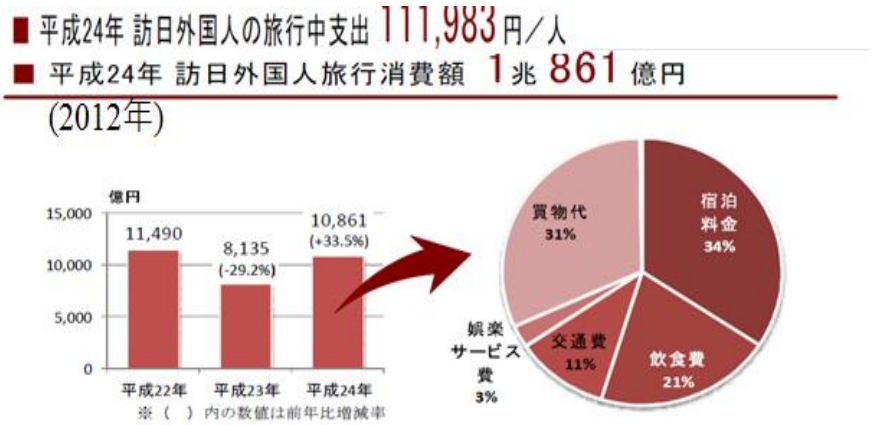
2、觀光旅遊

除了今年觀光人數可望突破 1 千萬人之外，日本政府計劃到 2030 年將外國遊客數量增加 3 倍至 3 千萬人。此外，日本政府目前也考慮擴大消費稅的免徵範圍，除了家電產品和衣物等之外，還將擴大到需求巨大的化粧品、點心和日本酒等，藉此提高外國人的消費力道。

根據日本觀光廳統計，2012 年外國觀光客消費金額為 1 兆 861 億日圓，較 2011 年成長了 33%。而在觀光客的消費模式中，以住宿比重最高達 34%，其次為購物 31%(見圖 10)。

2012 年日本觀光客消費大幅成長

圖 10:2012 日本觀光客消費統計




資料來源:日本觀光廳、第一資本整理

基於上述理由，觀光產業中的飯店、觀光景點、旅行業者，都可望持續受惠。從表 2 的相關業者營收與淨利來看，亦呈現逐年增長的情況，以東京迪士尼為例，上半年受惠於觀光人數較去年同期成長 15%，公司的營收與淨利已明顯走高。因此，第一資本建議投資人可以逢低佈局觀光類股。

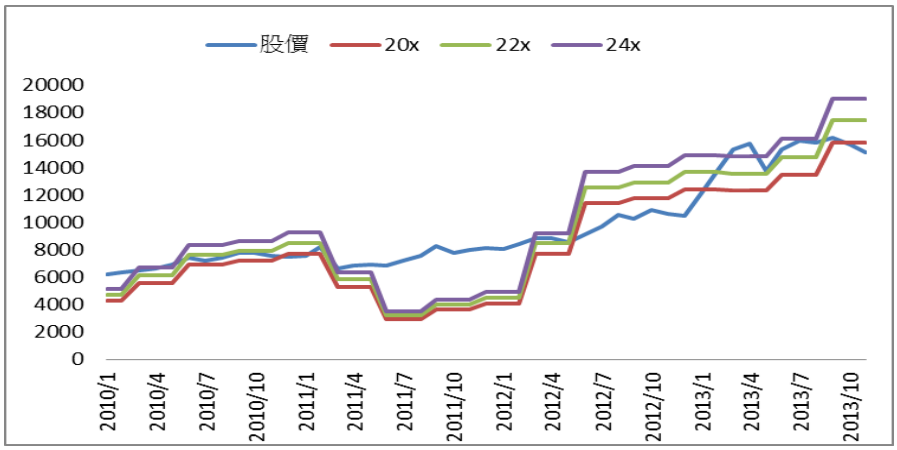
以東京迪士尼歷史 P/E 走勢來看，過去三年 P/B 約落在 20x~24x 區間(如圖 11 所示)，而近期指數短暫回落至 20x 下，都是逢低進場的買點。第一資本給予的目標價為 17,746 日圓(本益比 22x)，離 12/10 收盤價 14,920 日圓，仍有 18%的漲幅空間。

表 2:日本國內觀光旅遊業者營收與淨利表現

| 標的<br>(單位:十億日圓) | 2012<br>營收 | 2013<br>營收(E) | 2012<br>淨利 | 2013<br>淨利(E) |
|---|---|---|---|---|
| 東京巨蛋(9681 JP) | 73.2 | 81.2 | 0.36 | 4.01 |
| 東京迪士尼(4661 JP) | 360 | 395 | 32.1 | 51.5 |
| Resorttrust(4681 JP) | 99.8 | 110 | 4.01 | 7.32 |
| 東京都競馬(9672 JP) | 16.1 | 21.2 | 1.59 | 2.12 |
| Agora酒店集團(9704 JP) | 4.28 | 7.12 | -2.39 | -0.22 |
| HIS(旅行業)(9603 JP) | 431 | 478 | 11.3 | 13.9 |
| KNT-CT(旅行業)(9726 JP) | 59 | 340 | 1.79 | 2.77 |

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 11:東京迪士尼過去三年 P/B 歷史區間



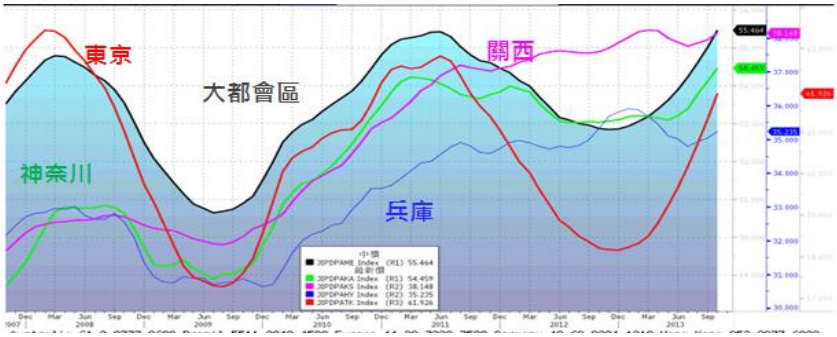

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

3、房地產

日本房市的復甦，除了新屋開工數在上漲外(見圖 8)，國內的房屋住宅價格與租金價格都呈現上揚狀態(見圖 12 與圖 13)，尤其是自 2012 年底日圓大幅貶值以來，東京市區的房屋價格已上漲 8%；同時主要城市的空屋率，從 2011 年 Q2 起，一路向下走低(見圖 14)，顯示日本的房市是全面性的復甦。

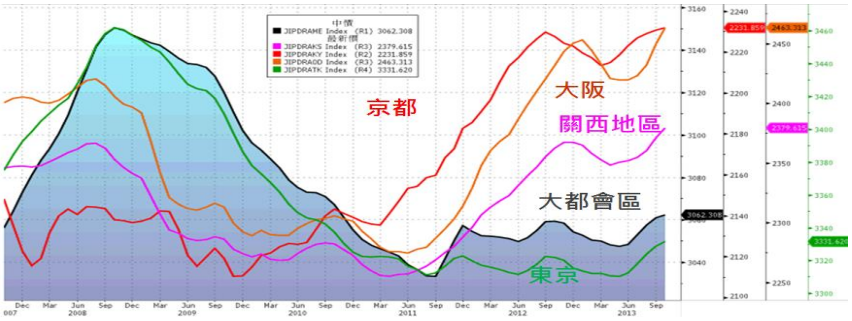
日本國內房價、租金價格持續走揚，同時空屋率也在下滑

圖 12:日本國內主要城市房屋價格指數



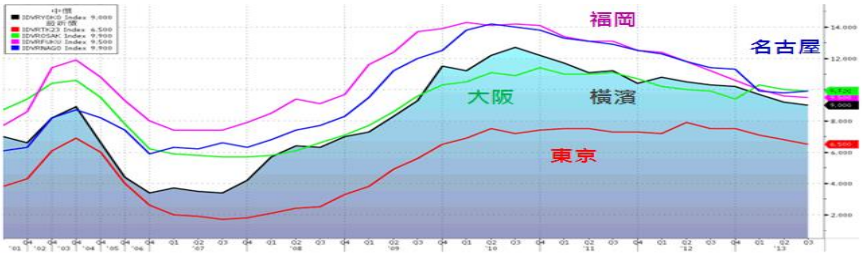

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 13:日本國內主要城市租金走勢




資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 14:日本國內主要城市空屋率走勢




資料來源:Bloomberg、第一資本整理

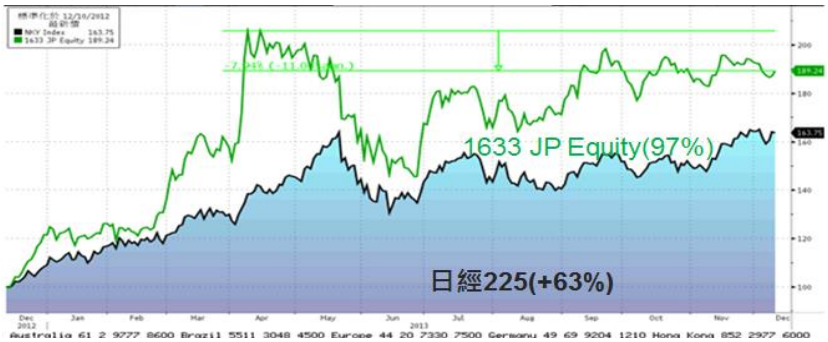
受惠於房市的復甦，相關房產業者的營收與淨利亦逐年攀高(見表 3)。目前市場上最貼近日本房地產的 ETF 為野村 NEXT FUNDS TOPIX-17(1633 JP EQUITY)，其過去一年以來的股價表現也明顯優於大盤指數(見圖 15) 。因此，第一資本建議投資人可以佈局房地產 ETF，尤其是日經 225 指數已突破前波高點，1633 JP 也應有機會突破前波高點(38,450 日圓)，12/10 指數為 35,350 日圓，潛在上漲為 8.7%，惟投資人須考量商品流動性風險。

表 3:日本國內主要城市空屋率走勢

| 標的<br>(單位:十億日圓) | 2012<br>營收 | 2013<br>營收(E) | 2012<br>淨利 | 2013<br>淨利(E) |
|---|---|---|---|---|
| 東京建物(8804 JP) | 194.2 | 215.5 | 10.2 | 8.0 |
| 住友不動產(8830 JP) | 688.7 | 736.7 | 53.2 | 59.8 |
| 三井不動產(8801 JP) | 1,338.1 | 1,445.6 | 50.1 | 59.5 |
| 清水建設(1803 JP) | 1,336 | 1,420 | 1.23 | 5.87 |
| 大成建設(1801 JP) | 1,323 | 1,416 | 1.19 | 20.43 |

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 15:日本房地產 ETF 走勢(1633 JP EQUITY)




資料來源:Bloomberg、第一資本整理

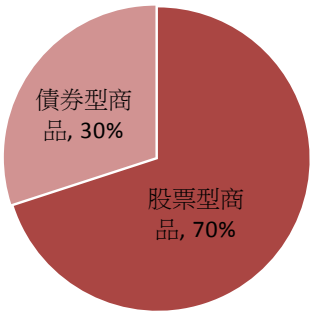
4、長期投資展望

自安倍晉三上任以來，便展現出一股破釜沉舟之心，企圖讓日本擺脫失落二十年的困境，包括擴大財政政策與貨幣政策，同時也提高消費稅，來改善財政赤字問題。

但市場仍認為，日本仍有其結構性的問題不易解決，包括社會保障制度改革、受限的財政支、勞動力市場改革、農業公共養老金的自由化、能源改革等問題。

此外，日圓貶值雖有改善進出口表現，但貿易赤字卻持續擴大，顯示日本經濟的全面復甦，非僅靠日圓貶值所能完成的，整體而言，日本經濟已有改善，且有望擺脫通縮的困境。但基於貿易赤字尚未改善下，第一資本建議投資人，未來依舊佈局日本的內需相關類股。

First Capital Index(FCI)-201312

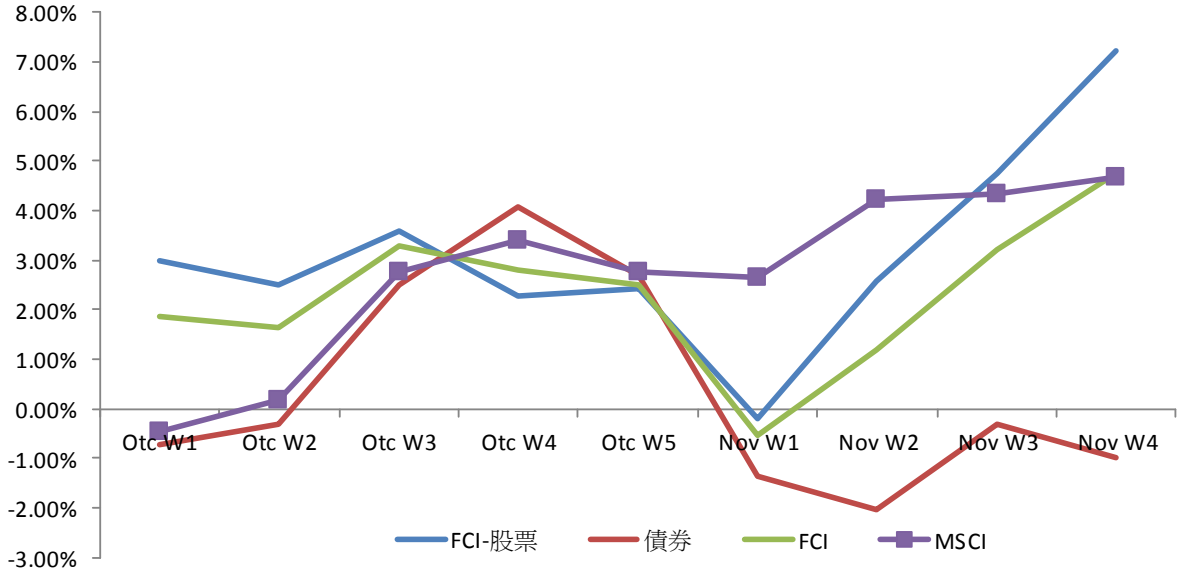



| | | |
|---|---|---|
| 債券型商品 | | |
| 委內瑞拉國有石油 | | |
| 股票型商品 | 新興市場 | 60% |
| 權重-區域別 | 中國 | 100% |
| | 其他 | 0% |
| | 其他 | 10% |
| | 原物料 | 100% |
| | 貨幣 | 0% |
| | 成熟市場 | 30% |
| | 美國 | 40% |
| | 歐洲 | 60% |
| | 日本 | 0% |

指標績效

MSCI 世界指數

累積績效追蹤-20131001~20131129



| 研究領域 | 本月推薦標的 | 報酬率 11/1~11/29 | 投資比重11/29 | 累積 相對報酬 |
|---|---|---|---|---|
| 中國大陸 香港 | 匯源果汁 | 6.3% | 10% | 2.1% |
| | 騰訊 | 6.3% | 30% | 2.1% |
| | 中國旺旺 | -3.6% | 10% | -3.2% |
| | 恒安國際 | 3.1% | 30% | -1.1% |
| | 中國中鐵 | 3.5% | 10% | -2.8% |
| | 中國鐵建 | 4.7% | 10% | -1.6% |
| | 慧聰網 | 14.5% | | 12.0% |
| | 焦點科技 | -0.5% | | 1.5% |
| | 合生元 | 11.5% | | 8.9% |
| 美國 | 美國消費類股 | 3.2% | 10% | -1.5% |
| | COMCAST | 2.6% | 30% | -2.1% |
| | PCLN US EQUITY | 12.7% | 15% | 8.0% |
| | DIS US EQUITY | 2.2% | 30% | -2.5% |
| | NETFLIX INC | 10.8% | 15% | 6.1% |
| 日本 東協 拉美 原物料 | iShares MSCI馬來西亞ETF | 2.6% | 25% | 3.2% |
| | F@N 通訊 | 0.7% | 25% | 0.5% |
| | KNT-CT | 1.9% | 25% | 1.7% |
| | Agora hospitality group | 2.9% | 25% | 2.6% |
| | iShares MSCI菲律賓ETF | -7.3% | | -4.9% |
| | 川崎汽船 | 1.8% | | 3.4% |
| | 日本郵船 | 8.5% | | 10.9% |
| | POWERSHARE2倍放空原油 | 0.6% | | 3.0% |
| 歐洲 全球債市 | iShares MSCI Germany ETF | 4.6% | 35% | 4.3% |
| | 先鋒富時歐洲ETF | 1.7% | 25% | 1.3% |
| | ASOS | 0.9% | 10% | 0.5% |
| | 委內瑞拉國有石油(2014到期) | 1.1% | 10% | 1.0% |
| | YOOX | 2.4% | 10% | 2.2% |
| | Salvatore Ferragamo | 6.3% | 10% | 6.2% |
| | 戴姆勒克萊斯勒 | -1.2% | | -1.6% |
| | 英國電信集團 | -1.7% | | -2.1% |
| | 委內瑞拉國有石油(2017到期) | -4.7% | | -5.0% |
| | Inditex | -1.8% | | -1.7% |
| | Wircard | -6.9% | | -6.8% |

*相對報酬已扣除指標績效

| 相關績效指標 | | | |
|---|---|---|---|
| 中國大陸、香港 | 美國 | 日本、東協、拉美、原物料 | 歐洲、全球債市 |
| 上證指數 | S&P500 | 東協指數 | MSCI歐洲 |
| 深證 | NASDAQ | MSCI新興 | 美元指數 |
| 港股 | 費半 | 布蘭特原油 | 美國十年期公債殖利率 |
| | | 黃金 | |
| | | CRB | |
| | | LME | |
| | | 日經指數 | |
| | | 東證指數 | |