重點摘錄

- 中國自 2012 年 7 月以來首次降息，寬鬆的貨幣環境下有利於債券市場。雖近期債券價格受中國證券登記結算公司發布《通知：除債券評級為 AAA 級、公司評級為 AA 級(含)以上的企業債券外將失去質押資格》影響而下跌。但此次修正為去槓桿化，此波調整視為短空長多。且境內利率水準較其他地區高的情況下，建議佈局經由 RQFII 投資境內債券市場的華夏精選人民幣債券基金。
- 中國融資需求疲弱，且政府針對高風險企業去槓桿持續進行，為了同步刺激信貸需求與控制去槓桿過程下的流動性波動，預期人行將採取進一步的貨幣寬鬆政策。中國經濟表現持續低迷，且通膨水準維持低檔的狀況下，政府為避免經濟失速下滑更有理由採取刺激政策，因此我們預期在 11/21 的全面降息後，未來極有可能實施全面降準。建議佈局受降息和降準影響較大的地產類股和銀行類股，推薦標的為龍湖地產（960 HK）、招商銀行（3968 HK）、農業銀行(1288)、工商銀行(601398)和民生銀行(1988 HK)。
- 受到國際能源供過於求及全球經濟成長不如預期影響，國際布蘭特原油自 6 月份以來已大幅下跌逾 40%。以目前的情況來看，油價下跌雖對某些石油出口國可能造成傷害，但源亞洲多數能源進口的國家卻是一項利多。第一資本預期，泰國、菲律賓除了受惠油價走弱外，加上政局趨穩、經濟數據升溫等因素影響，該國股市可望進一步推升，建議逢低買進泰國指數 ETF(THD US)與菲律賓指數 ETF(EPHE US)。

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

2014.12 目錄

1. 中國迎來降息周期，建議佈局境內債券型基金－華夏精選債券……P2
2. 中國未來降準機率大增　建議佈局銀行、地產類股……P7
3. 能源價格大幅走弱下，亞洲國家可望受惠最大……P19
4. 本月推薦投資組合……P27

中國迎來降息周期，建議佈局境內債券型基金－華夏精選債券

一、 中國債券市場回顧

中國自 2012 年 7 月以來首次降息不對稱降息將有利貸款者

中國央行於11/21自2012年7月以來首次降息，各金融機構人民幣貸款和存款基準利率於次日正式下調。金融機構一年期貸款基準利率下調0.4個百分點至5.6%；一年期存款基準利率下調0.25個百分點至2.75%。此次一年期存款的降息幅度比同期貸款的少0.15個百分點，這種不對稱降息將更有利於廣大企業和個人貸款者。央行本周(12/8)繼續暫停正回購操作，包括週二和週四分別到期的200億元及100億元正回購，本周央行實際向市場淨投放300億元。從近期央行降息及暫停正回購的行為可以看出中國的貨幣政策轉為寬鬆。

但繼之前多次下調信用債質押回購折扣成數後，中國證券登記結算公司（中證登）再發新規，進一步收緊交易所信用債質押門檻。中證登12/8發布《關於加強企業債券回購風險管理相關措施的通知》，自今日起暫時不受理新增企業債券回購資格申請，已取得回購資格的企業債券暫不得新增入庫，除債券評級為AAA級、主體評級為AA級（含）以上（主體評級為AA級的，其評級展望應當為正面或穩定）的企業債券外將失去質押資格。

表1：中證登質押回購債券折扣係數政策變化時間表

公告時間	調整對象	措施
2013/11/20	進入質押庫的債券	明確折扣成數分類計算方法
2013/12/17	債券或公司評級為AA但被列入負面觀察名單的	折扣成數下調0.05
	債券或公司評級為AA評級展望轉為負面的	折扣成數下調0.15
2014/3/25	公司評級為AA評級展望轉為負面的	折扣成數下調50%
	國債、地方政府債、政策金融債、國債ETD	分別上調0.01、0.94、0.98
2014/5/29	公司評級為AA評級展望轉為負面的	折扣成數下至0
	公司評級為AA評級展望轉為負面的	不得新增入庫
2014/6/27	公司評級低於AA且提供足額擔保的	分批逐步下調成數

資料來源：中信證券

根據民生證券統計，之前滿足質押條件的企業債中有1202檔券（對應債券金額為14029億元），在通知實施後將失去質押回購資格，占交易所中企業債的74%，其中城投債個數和債務餘額占比達到88.7%和91.0%。

過去超日太陽、華銳風電等低評級產業債風險事件不斷，城投債即使評級較低，隱含的政府信用背書尚未打破，對於投資者來說安全性仍高於同評級的民企。因此在偏好高收益資產的需求下，過去城投債受到熱捧。導致城投債的信用利差過窄；造成信用利差取決於流動性，而非違約風險的怪異現象。為了應對政府建立“人造信用利差”，中證登的這一措施將導致低評級城投債的流動性進一步降低，債券無法質押借款後，將嚴重影響其估值，以良債驅逐劣債，監管層的用意主要在於控制風險。

在過去，低評級信用債同樣可以質押，因而在沒有違約的情況下，高評級信用債幾乎沒有任何相對優勢可言。在政策出台之後，高、低評級的城投債收益率分化將進一步擴大。

且從去年底開始，政府陸續推出財稅體制改革、預算法案制度、存量債務處理等方面的條文。從各項政策的主要內容來看，賦予地方政府融資舉債權限和建立以政府債券為主的地方政府融資機制，其中最主要的條文是10/2國務院出臺《關於加強地方政府性債務管理的意見》，即國發43號文。中國政府希望將地方融資制度制定的更加完善及透明。未來僅有省級政府有權舉債，而舉債實行分地區限額管理。根據條文規定，非盈利專案被納入一般債務，盈利專案被納入專項債務或者非政府債務（政府和社會資本合作-PPP 模式優先）。政府希望透過引進民間資本的方式，降低地方政府債務，並有效運用其資金，達成地方基礎建設的目標。

中國政府希望將地方融資制度制定的更加完善及透明。

表2：關於政府預算融資的相關條文

時間	公文名稱	方案
2013/11/15	《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》	財稅體制改革
2013/12/30	《全國政府性債務審計結果》	政府性債務審計
2014/4/30	關於2014 年深化體制改革重點任務的意見	財稅金融價格改革
2014/6/30	深化財稅體制改革總體方案	財稅體制改革
2014/8/30	新《預算法》	預算法案制度
2014/10/2	國務院關於加強地方政府性債務管理的意見	規範地方政府債務融資

資料來源：興業證券

表3：43 號文對新增債務的劃分

項目類型	舉債措施	還款來源	是否納入預算體系	是否有政府信用作支持
沒有收益的公益性事業發展項目	由地方政府發行一般債券融資	主要以一般公共預算收入償還	納入一般公共預算管理	有
有一定收益的公益性事業發展項目	由地方政府通過發行專項債券融資	以對應的政府性基金或專項收入償還	納入政府性基金預算管理	有
PPP 模式項目	可以通過銀行貸款、企業債、專案收益債券、資產證券化等市場化方式舉債	投資者或特別目的公司承擔償債責任	將政府與社會資本合作項目中的財政補貼等支出按性質納入相應政府預算管理	地方政府不承擔償債責任，但納入預算體系可加強對地方財政風險的管理

資料來源：興業證券

二、投資亮點

此波債券價格修正為去槓桿化修正結束後將利空出盡

在中證登12/8發布《通知》後，監管層降槓桿的態度明顯，債市近期明顯面臨修正，但本次下跌將為投資者的機會，因在寬鬆的貨幣環境下仍有利於債券市場，未來高、低評級債券的收益率將進一步分化，投資人可在這波價格下跌中從中挑選品質較好的債券進行投資，獲取超額報酬。

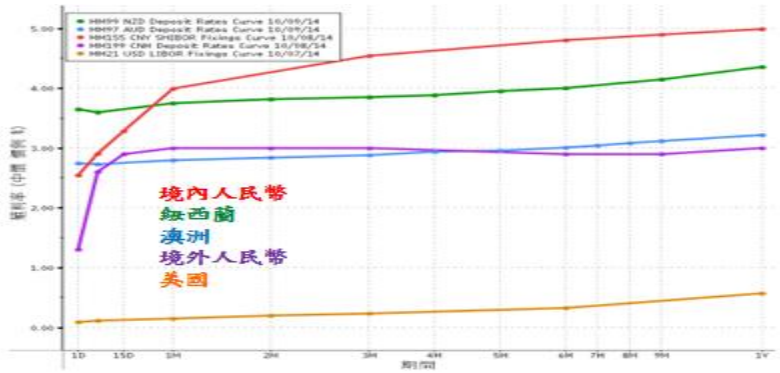
並且，雖貨幣政策轉為寬鬆，但中國境內市場的利率仍較其他國家高，境內市場與其他國家的連動性也較低，較不會受國際市場影響，可規避國際系統性風險。整體而言，我們將此波調整視為短空長多。

圖1：境內市場與其他市場的相關性

	中債綜合指數	滙豐離岸人民幣債券指數	摩根大通亞洲信貸綜合指數	滬深300指數	恒生國企指數	MSCI世界指數
中債綜合指數	1.00	0.35	0.21	0.13	0.11	0.07
滙豐離岸人民幣債券指數		1.00	0.28	0.24	0.21	0.21
摩根大通亞洲信貸綜合指數			1.00	0.26	0.25	0.21
滬深300指數				1.00	0.65	0.19
恒生國企指數					1.00	0.36
MSCI世界指數						1.00

資料來源：華夏基金管理公司

圖2：各國的利率曲線



資料來源:Bloomberg

三、投資策略

境內市場利率仍較高，透過 RQFII 投資資金可自由進出

在中國境內環境仍有利於債券市場且利率水準較其他地區高的情況下，第一資本整理三檔經由RQFII投資境內債券市場的基金如下(見表5)，本次月報將為各位介紹表現較好且波動較小的華夏精選人民幣債券基金(見圖3)。

華夏精選人民幣債券基金透過投資中國發行及分銷的人民幣固定收益證券，達成資本增值。雖近期基金表現受債市修正影響，且因華夏前五大持股皆為城投債，故修正幅度較大，但第一資本認為此波債券價格下跌為短期的價格修正，因整體的貨幣環境(降息、停止正回購)仍有利於債市發展，且在摩根大通預期中國明年貨幣政策會採取至少一次降息和兩到三次降準，以及其他定向工具的實施。故第一資本建議在債市短期修正後，長線仍可佈局透過 RQFII 投資境內債券市場的華夏精選人民幣債券基金，RQFII 資金每天皆可進出，且投資基金可分散個別債券的風險，建議佈局。

華夏的平均評級為AA+較海富通高，信用評級為中國境內的評級，AA+的國內評級在海外相當於BB級的債券，屬於高收益的債券型基金，平均存續期間也較短為2.32。

表 4：華夏基金基本資料

基金經理	華夏基金（香港）有限公司
基金規模	人民幣 13.29 億元
基礎貨幣	人民幣
交易頻率	每日
管理費	最高5%
認購費	每年1.25%

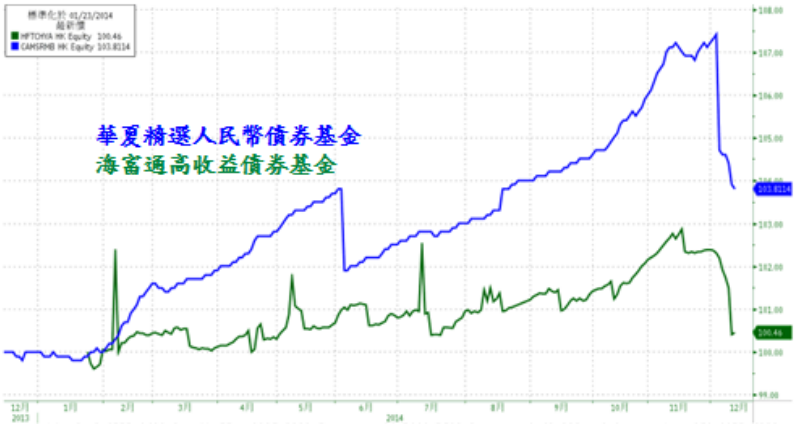
資料來源:基金月報

表 5：中國境內債券型基金整理

海富通 中國人民幣貨幣基金	華夏 精選人民幣債券基金	海富通 中國高收益債券基金
・特色: ・主要投資於中國政府短期債券、短期債務工具及其他貨幣市場工具	・特色: ・透過投資中國的固定收益產品獲取長期資本增值，以企業債為主	・特色: ・主要投資在中國的企業債及私募債已獲取長期資本增值
・YTM:4.8% ・Duration:75天 ・平均評級:A-1	・YTM:5.13% ・Duration:2.32 ・平均評級:AA+	・YTM:6.2% ・Duration:2.5 ・平均評級:AA
・受利率波動影響:小 ・信用風險:小	・受利率波動影響:大 ・信用風險:中	・受利率波動影響:大 ・信用風險:稍大

資料來源:第一資本整理

圖 3：海富通及華夏債券基金走勢圖(過去一年)



資料來源:Bloomberg

表 6：華夏債券基金前五大持股介紹

發行單位	發行城市	評等	國泰君安評分	發行日	到期日	票息
蘭州市城市發展投資有限公司	蘭州市(甘肅省的省會)	AA+	2.79	2011/12/15	2018/12/15	8.2
西寧城市投資管理有限公司	西寧市(青海省的省會)	AA	3.09	2012/4/27	2019/4/27	7.7
楊凌現代農業開發集團有限公司	楊凌示範區(陝西省)	AA	1.54	2012/5/23	2019/5/23	7.6
重慶鋼鐵股份有限公司	重慶鋼鐵(重慶市大渡口區)	AA	3.5	2010/12/9	2017/12/9	6.2
哈爾濱市城市建設投資集團有限公司	哈爾濱市(黑龍江省的省會)	AA	1.94	2009/3/12	2019/3/12	7.08

資料來源:基金月報

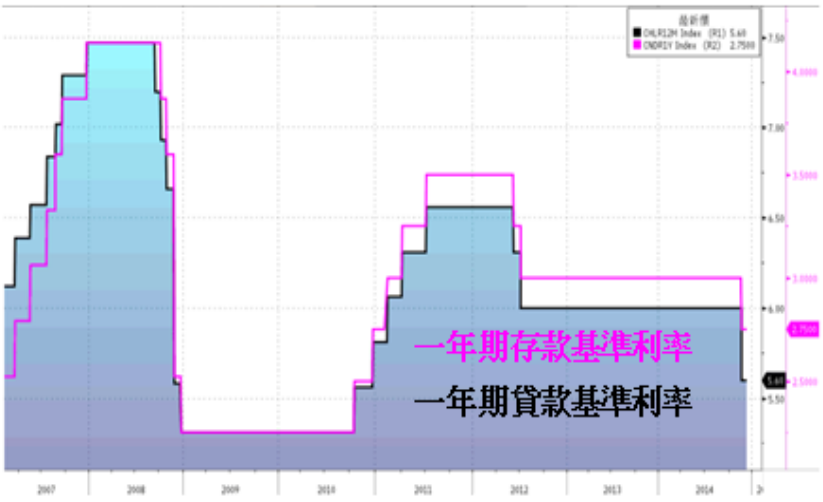
中國未來降準機率大增　建議佈局銀行、地產類股

一、中國開啟降息，預期降準機率擴大

中國 11/21 宣布調降存款基準利率與貸款基準利率，為 2012 年 7 月以來人行第一次降息

11/21 晚間中國人民銀行決定，自 11/22 起下調金融機構人民幣貸款和存款基準利率。金融機構一年期貸款基準利率下調 0.4bps 至 5.6%；一年期存款基準利率下調 0.25bps 至 2.75%，存款利率浮動區間的上限由存款基準利率的 1.1 倍調整為 1.2 倍。這是自 2012 年 7 月以來人行第一次下調基準利率，反映了中國政府對近期透過定向貨幣政策效果並不滿意，預期人行將再度降息甚至調降存款準備率以放大貨幣乘數，主要原因如下：

圖 1：2007-2014 一年期貸款基準利率與存款基準利率走勢圖



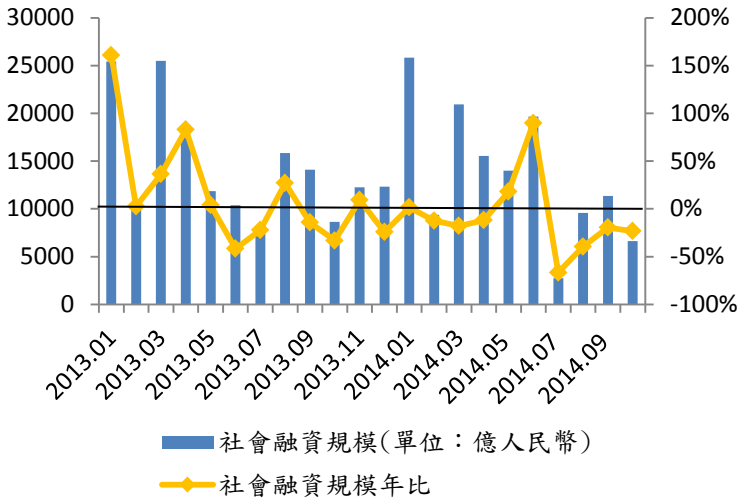
資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

中國社會融資規模已連續 4 個月負成長，顯示中國融資需疲弱

（一）融資需求疲弱、去槓桿持續進行

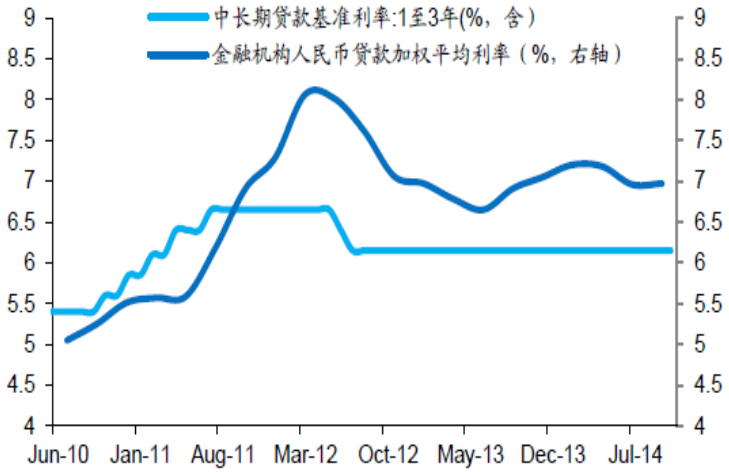
中國經濟下行趨勢和經濟轉型過程中的不確定性增加了銀行對信貸資產品質的擔憂，銀行開始謹慎放貸。10 月社會融資規模僅 6,627 億人民幣，為近兩年來次低水準，且社會融資規模已連續 4 個月負成長（詳見圖 2）。另外，即使經過近期多次定向寬鬆政策，平均貸款利率自年初以來仍逐漸攀高（詳見圖 3），近期才小幅下滑，亦進一步影響到企業借貸意願。11/19 李克強於會議中就曾表示將採取有力措施緩解企業融資成本高問題，推論此次降息即為其中一項政策。

圖 2：社會融資規模與年比走勢圖



資料來源：中國人民銀行

圖 3：貸款利率與基準利率走勢圖



資料來源：海通證券

中國加強針對高風險企業去槓桿，預期人行將採取降準政策以抵銷去槓桿下的流動性大幅波動

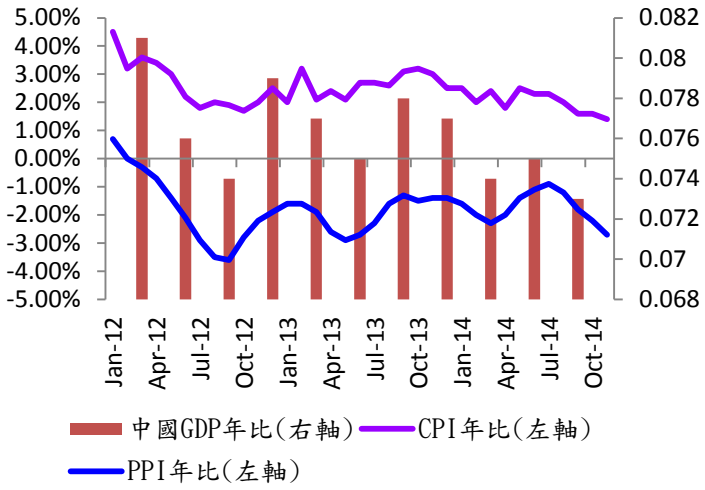
不過，中國中央仍同時推出去槓桿政策，12/9 中國證券登記結算公司發布《關於加強企業債券回購風險管理相關措施的通知》，暫時不受理新增企業債券回購資格申請，同時規定評級達不到 AAA 級的企業債券不得進行質押回購。由此可知，中國中央仍希望降低高風險企業的槓桿程度，過程中勢必造成流動性大幅波動，因此我們預期人行將進一步採取降準措施，以抵銷去槓桿的衝擊。

（二）經濟狀況持續低迷

中國內需疲弱和產能過剩問題持續存在，最新公佈之11 月 CPI 年比降至五年來新低 1.4%，PPI 則降至近一年半來最大降幅-2.7%。

CPI 年比創下五年新低，PPI 降幅持續擴大

圖 4：CPI 年比、PPI 年比與中國 GDP 成長率走勢圖

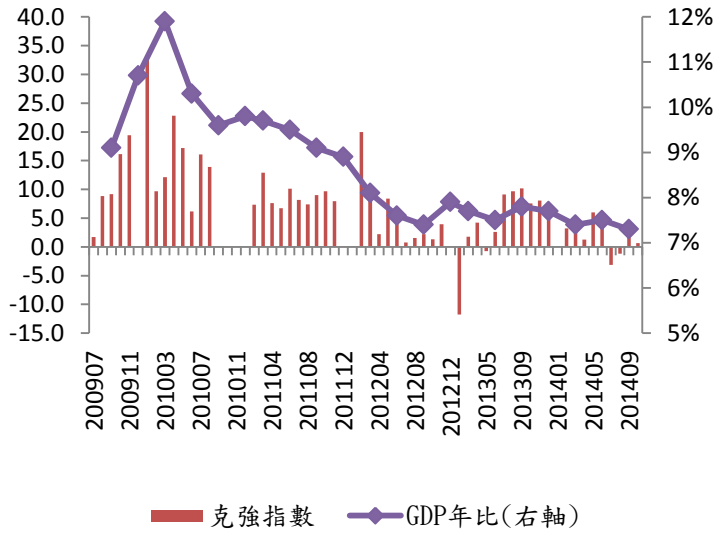


資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

10 月克強指數亦由前期之 2.4 回落至 0.7，主要原因為工業用電量年比由前期的 5.8%大幅回落至 2.8%，且鐵路貨運量年比跌幅持續擴大，由前期的-5.46%下降至-6.17%，顯示中國經濟狀況仍處於低迷。

克強指數持續低位徘徊，主要受到鐵路貨運量年比衰退幅度擴大影響

圖 5：克強指數與 GDP 走勢圖

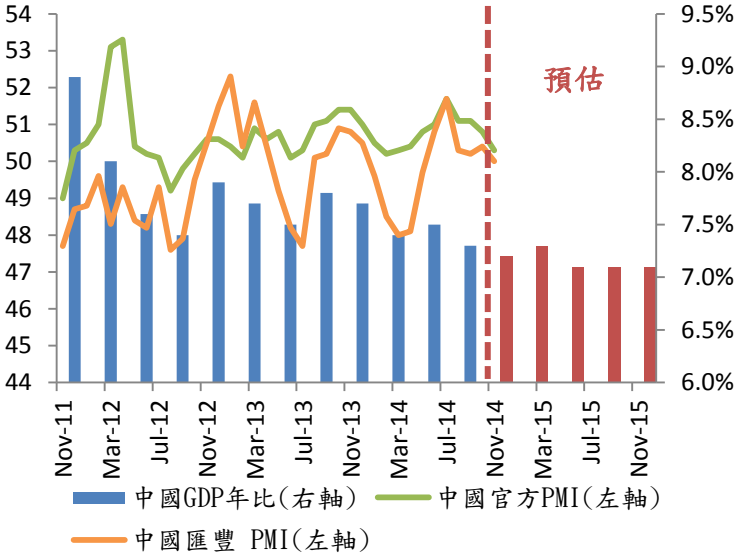


資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

2015 年中國景氣定位仍將維持在落底階段，預期中國將透過政策調控保住 7%增長，降準有望成其中一項調控政策

中國官方製造業 PMI 與匯豐製造業 PMI 持續探底，11 月中國官方製造業 PMI 來到 8 個月以來新低 50.3，匯豐製造業 PMI 則是來到 6 個月以來新低 50。隨著消費增速和投資增速持續下降，預期 2015 年中國經濟仍將維持在落底階段。不過，在市場普遍預期 2015 年中國官方經濟成長目標將設為 7%且通膨水準維持低檔的狀況下，預期中國政府為避免經濟失速下滑將採取更寬鬆的貨幣政策，目前已有多家券商預期中國將再次降息或進一步降準，時程與政策整理如表 1。

圖 6：中國官方 PMI、匯豐 PMI 與 GDP 年比走勢



資料來源：第一資本整理，Markit，國家統計局

表 1：各家券商預期中國貨幣政策時間表

券商	預期貨幣政策
美銀美林	2015 H1：存款利率下調 25bps 貸款利率下調 40bps 2015 年以前：存款準備率下調 50bps
Morgan Stanley	2015 H1：存款利率下調 25bps 貸款利率下調 25bps
JPMorgan	2015 Q1：存款利率下調 25bps 貸款利率下調 25bps 存款準備率下調 50bps 2015 Q2：存款準備率下調 50bps

(續表 1)

申銀萬國	**2015：3 次降息，6 次降準**
彭博調查	14 位經濟學家當中，11 位預計於 2015 年 3 月降准，預期中值為下調 50bps

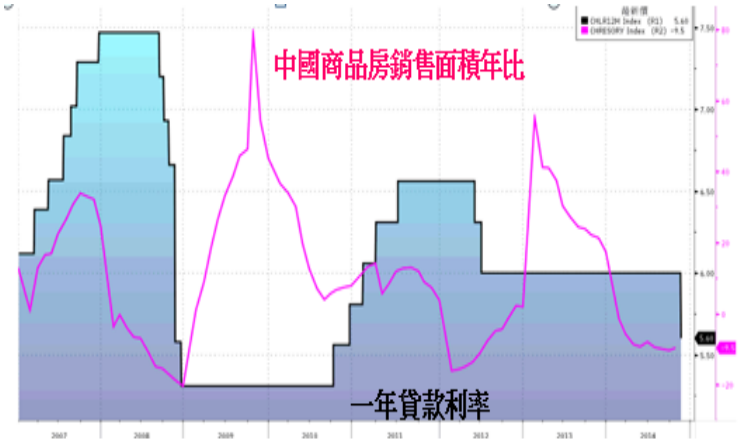
資料來源：第一資本整理，各大券商

二、投資亮點

銀行、地產行業將成降息降準後的最大受惠者

降息帶來銀行負債成本下降，降準同時有利加大銀行貸款增速，長期來看十分仍有利銀行表現。另外，居民住房抵押貸款契約規定的利息額一般以基準利率為基礎浮動。因此，基準利率下調將減輕居民房貸利息的壓力，居民的買房意願也會提升，刺激房地產銷量增加，觀察過去兩次降息對房地產銷售都有一定的提振（詳見圖 7），因此房地產企業亦是降息降準週期中值得投資之標的。

圖 7：2008 至今中國商品房銷售面積年比與利率走勢



資料來源：Bloomberg，第一資本整理

三、投資策略

（一）房地產

未來房地產企業強者恆強現象將更顯著，故仍以大型房契為首選標的

根據中國房地產測評中心所提供的房地產企業銷售 TOP50 排行榜，從 2012 年前三季度到 2014 年前三季度，TOP50 的金額集中度共增加了 5.81 個百分點。從面積集中度看，上榜房企同樣穩步提升。其中，TOP10、TOP20 和 TOP50 企業分別增長了 1.96 個百分點、2.14 個百分點和 2.88 個百分點。由此可知在市場整體成交明顯萎縮的背景下，強者恆強的現象更加明顯，故建議佈局仍以大型房企為主。

表 2、3：2014 前三季中國主要房企市場集中度
(按銷售金額)

	2012 年前三季度	2013 年前三季度	2014 年前三季度
TOP10	14.01%	13.77%	**17.39%**
TOP20	19.18%	19.23%	**23.30%**
TOP50	26.24%	27.00%	**32.05%**

(按銷售面積)

	2012 年前三季度	2013 年前三季度	2014 年前三季度
TOP10	8.39%	8.84%	**10.81%**
TOP20	11.24%	11.85%	**13.99%**
TOP50	15.11%	16.40%	**19.28%**

資料來源：中國房地產測評中心

體質較強的房企於降息至今已收復過去跌幅，龍湖地產（960 HK）營運狀況穩定，有望落後補漲

我們進一步自前 50 大房企中挑選排名居領先群的企業進行分析，共選定出三類標的(詳見下頁表 6a、6b)，第一類（以綠色底標示）為負債比偏低且獲利穩定成長的企業，第二類（以橘色底標示）為負債比位於業界中高水準但營運狀況穩定的企業，第三類（以黃色底標示）為負債比較高，但預期 2015 年降息後將有所改善的企業。

觀察這三類房地產企業在 2011 年至今三個周期的表現，體質較強的第一類房企和第二類中的保利地產已在 11/21 降息至今已收復過去房市衰退周期時的跌幅，相較第三類負債比偏高的企業漲幅相對較少。目前我們優先推薦第二類中的龍湖地產（960 HK）。龍湖地產與保利地產之負債比率相當，雖然營收與淨利增速表現不似保利地產穩定，但觀察其營運現金流量皆能維持流入，顯示其營運狀況仍屬穩定，且月度房屋銷售狀況亦持續改善，彭博綜合券商目標價達 11.99 港幣，上檔空間為 18.5%，詳細營運狀況可見附錄。

表 4：龍湖、保利營運現金流比較(單位：百萬人民幣)

	2014H1	2013	2012	2011	2010
龍湖	3,427	13,171	11,631	10,479	8,478
保利	14,280	9,754	3,093	7,922	22,370

資料來源：第一資本整理

表 6a：房地產企業淨利年增率與負債比比較表

	2011年底-2012年底 降息到房市復甦高點	2013年初-2014.11月 房市衰退週期	2014.11月降息至今
萬科	39%	-16%	28%
恒大地產	22%	-33%	7%
保利地產	67%	-38%	48%
中國海外	55%	-15%	13%
碧桂園	40%	-30%	6%
世茂房地產	110%	7%	8%
華潤置地	66%	-22%	13%
融創中國	259%	1%	9%
華夏幸福	149%	63%	18%
綠城中國	279%	-51%	2%
龍湖地產	53%	-40%	4%
合景泰富	88%	-15%	6%
方興地產	74%	-25%	3%
瑞安房地產	61%	-50%	-1%
金地集團	49%	12%	16%

資料來源：第一資本整理

表 6b：房地產企業淨利年增率與負債比比較表

	淨利YoY					負債比
	2011	2012	2013	2014E	2015E	
萬科	32%	30%	20%	17%	17%	78.0%
恒大地產	49%	-19.0%	37.5%	-33%	14%	76.8%
保利地產	32.7%	29.2%	27.4%	23%	19%	79.6%
中國海外	25%	21%	23%	0%	16%	62.5%
碧桂園	35%	18%	24%	18%	16%	77.7%
世茂房地產	23%	1%	28%	19%	14%	70.5%
華潤置地	35%	30%	39%	-23%	20%	66.8%
融創中國	53%	10.7%	21.9%	36%	26%	82.9%
華夏幸福	326%	31%	52%	42%	41%	83.8%
綠城中國	68%	88.4%	1%	-30%	20%	74.2%
龍湖地產	53%	-0.4%	28%	-15%	15%	72.9%
合景泰富	64.1%	15.6%	13.0%	6%	20%	74.2%
方興地產	37%	44%	25%	-16%	16%	61.9%
瑞安房地產	22%	-41%	5%	-60%	4%	59.0%
金地集團	12%	23%	-3%	2%	21%	72.0%

資料來源：第一資本整理

（二）銀行

建議佈局招商銀行（3968 HK）、農業銀行（1288 HK）、工商銀行（601398）、民生銀行（1988 HK）

表 6 中我們比較中國主要銀行過去 2 年之淨利年增表現，僅有招商銀行和農業銀行之淨利目前仍維持在雙位數成長；同時，根據下頁表 7，在 2011 年底降息後，2012 年招商銀行和農業銀行的貸款增速表現亦大於其他銀行，顯示招商銀行和農業銀行在降息時的爆發力較強，因此第一資本建議佈局招商銀行（3968 HK）和農業銀行（1288 HK）。不過，2013 年初至今景氣低迷時，工商銀行（601398）和民生銀行（1988 HK）仍維持貸款年增率穩定成長，故也可考慮作為較穩健的投資標的。

表 6：銀行業淨利年增比較

淨利YOY	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012 Q4	2013 Q1	2013 Q2	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2015
民生銀行	49%	23%	29%	42%	19%	20%	6%	2%	16%	9%	11%	8%	9%
招商銀行	32%	20%	17%	35%	12%	13%	16%	17%	15%	17%	16%	9%	10%
工商銀行	14%	11%	15%	20%	12%	13%	8%	8%	7%	7%	8%	4%	5%
浦發銀行	30%	36%	27%	9%	13%	13%	17%	17%	20%	14%	16%	8%	10%
中國建設銀行	9%	20%	12%	16%	16%	10%	9%	9%	10%	8%	5%	5%	5%
交通銀行	20%	16%	12%	13%	12%	13%	3%	-2%	6%	6%	6%	6%	6%
中國農業銀行	28%	14%	16%	18%	8%	22%	15%	13%	14%	12%	6%	11%	8%
中國銀行	10%	5%	16%	19%	8%	18%	14%	10%	14%	8%	5%	7%	6%

資料來源：第一資本整理

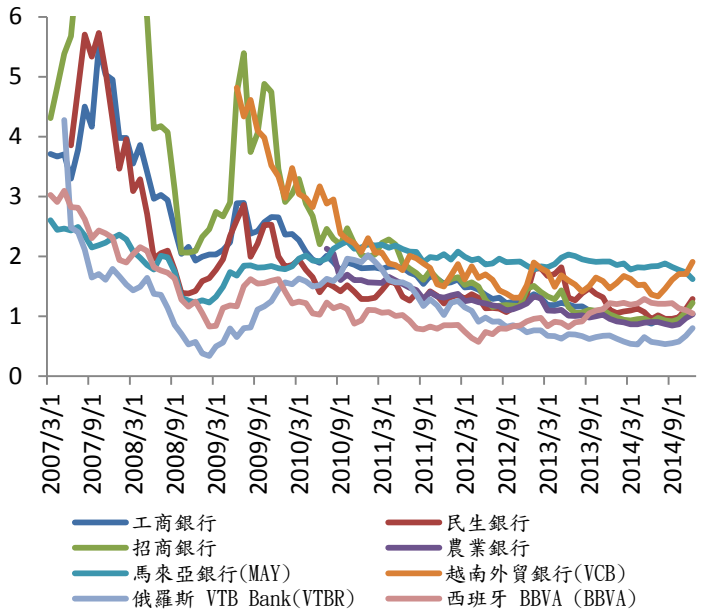
表 7：銀行業貸款年增比較

貸款年增率	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012 Q4	2013 Q1	2013 Q2	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3
民生銀行	14%	14%	19%	14%	15%	10%	10%	14%	14%	15%	14%
招商銀行	13%	15%	15%	16%	17%	18%	18%	15%	18%	15%	12%
工商銀行	15%	15%	14%	13%	14%	12%	12%	13%	12%	13%	13%
浦發銀行	14%	17%	18%	16%	16%	15%	14%	14%	13%	13%	14%
中國建設銀行	15%	15%	14%	16%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	12%
交通銀行	15%	15%	14%	15%	17%	14%	12%	11%	5%	7%	8%
中國農業銀行	12%	12%	13%	14%	15%	14%	14%	12%	11%	13%	12%
中國銀行	11%	9%	11%	8%	11%	10%	21%	20%	11%	13%	12%

資料來源：第一資本整理

觀察以上我們所選取的四家銀行之 PB 比皆較其他國家銀行為低，預期未來在中國進一步降準後銀行評價有往回升至 1.5 倍，建議佈局。

圖 8：各國銀行 PB 比走勢圖



資料來源：Bloomberg

表 7：12/11 各國銀行 PB 比

名稱	P/B	名稱	P/B
工商銀行	1.04	馬來亞銀行(MAY)	1.62
民生銀行	1.29	越南外貿銀行(VCB)	1.91
招商銀行	1.23	俄羅斯 VTB Bank(VTBR)	0.81
農業銀行	1.03	西班牙 BBVA (BBVA)	1.05

資料來源：Bloomberg

【附錄】推薦標的營運狀況整理

表 A：龍湖地產（960 HK）營運狀況

	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
營收	240.9	278.9	415.1	486.0	549.1	644.3
毛利	97.7	111.8	115.4	143.1	161.0	189.4
營業利益	114.4	113.0	132.2	122.5	139.7	164.4
淨利	63.3	63.0	80.4	68.1	78.5	90.9
年增率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014F**	**2015F**	**2016F**
營收	60%	16%	49%	17%	13%	17%
營業利益	62%	-1%	17%	-7%	14%	18%
淨利	53%	0%	28%	-15%	15%	16%
利潤率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014F**	**2015F**	**2016F**
毛利率	41%	40%	28%	29%	29%	29%
營業利益	48%	47%	55%	51%	58%	68%
淨利	26%	26%	33%	28%	33%	38%

資料來源：Bloomberg、第一資本

表 B：招商銀行（3968 HK）營運狀況

	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
營收	979	1,152	1,352	1,612	1,819	2,022
營業利益	471	596	684	804	882	973
淨利	361	453	517	579	639	708
年增率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014F**	**2015F**	**2016F**
營收	35%	18%	17%	19%	13%	11%
營業利益	41%	26%	15%	18%	10%	10%
淨利	40%	25%	14%	12%	10%	11%
利潤率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014F**	**2015F**	**2016F**
營業利益	48%	61%	70%	82%	90%	99%
淨利	37%	46%	53%	59%	65%	72%

資料來源：Bloomberg、第一資本

表 C：農業銀行（1288 HK）營運狀況

	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
營收	3,822	4,283	4,720	5,196	5,639	6,111
營業利益	1,582	1,879	2,142	2,413	2,618	2,778
淨利	1,219	1,451	1,663	1,849	2,001	2,145
年增率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014F**	**2015F**	**2016F**
營收	30%	12%	10%	10%	9%	8%
營業利益	31%	19%	14%	13%	9%	6%
淨利	29%	19%	15%	11%	8%	7%
利潤率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014F**	**2015F**	**2016F**
營業利益	41%	49%	56%	63%	69%	73%
淨利	32%	38%	44%	48%	52%	56%

資料來源：Bloomberg、第一資本

表 D：工商銀行（601398）營運狀況

	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
營收	4,776	5,297	5,789	6,351	6,881	7,440
營業利益	2,710	3,075	3,370	3,755	3,977	4,236
淨利	2,083	2,385	2,626	2,798	2,953	3,144
年增率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014F**	**2015F**	**2016F**
營收	24%	11%	9%	10%	8%	8%
營業利益	26%	13%	10%	11%	6%	7%
淨利	26%	15%	10%	7%	6%	6%
利潤率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014F**	**2015F**	**2016F**
營業利益	57%	64%	71%	79%	83%	89%
淨利	44%	50%	55%	59%	62%	66%

資料來源：Bloomberg、第一資本

表 E：民生銀行（1988 HK）營運狀況

	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
營收	831	1,043	1,192	1,297	1,435	1,597
營業利益	372	507	572	620	669	737
淨利	279	376	423	455	492	542
年增率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014F**	**2015F**	**2016F**
營收	51%	26%	14%	9%	11%	11%
營業利益	62%	36%	13%	8%	8%	10%
淨利	59%	35%	13%	8%	8%	10%
利潤率						
	2011	**2012**	**2013**	**2014F**	**2015F**	**2016F**
營業利益	45%	61%	69%	75%	81%	89%
淨利	34%	45%	51%	55%	59%	65%

資料來源：Bloomberg、第一資本

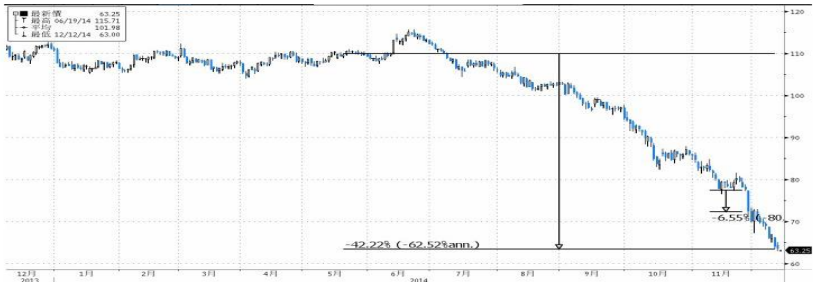
能源價格大幅走弱下，亞洲國家可望受惠最大

一、OPEC 與美國的能源戰爭下，油價未來仍將偏弱

受到國際能源供過於求及全球經濟成長不如預期影響，國際布蘭特原油自 6 月份以來已大幅下跌逾 40%(見圖 1)，尤其是 11/27 的 OPEC 會議中，該組織為打擊美國頁岩油產業及維持市佔率等因素影響，決議維持每日上限 3,000 的政策，造成油價當日大跌 6%，12/11 布蘭特原油已來到每桶 63 美元，再創 5 年來新。高盛預期，明年布蘭特原油有望從今年平均每桶 100 美元大幅下降至平均每桶 83 美元。

能源供過於求及需求不如預期影響，油價續創 5 年新低

圖 1:國際布蘭特原油

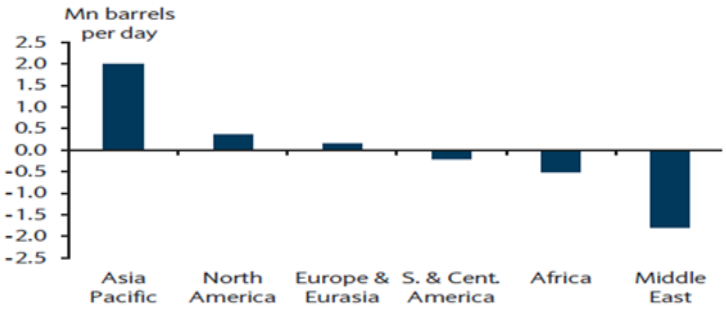


資料來源:Bloomberg、第一資本整理

以目前的情況來看，油價下跌雖對某些石油出口國造成傷害，如俄羅斯及委內瑞拉將蒙受收入減少的損失；但國際貨幣基金(12/2)也指出，油價走弱整體上將顯著地挹注全球成長，因消費者及企業的能源支出減少。國際投行如摩根史坦利、巴克萊也進一步指出，亞洲國家可望在這波油價的下跌中受惠最大，因為亞洲為最大能源淨進口的區域(見圖 2)。

亞洲國家可望成為油價走弱的最大受益者

圖 2: 全球主要區域能源淨進口狀況



Source: BP Statistical Review of World Energy 2014, Barclays Research

資料來源:巴克萊、第一資本整理

二、投資亮點

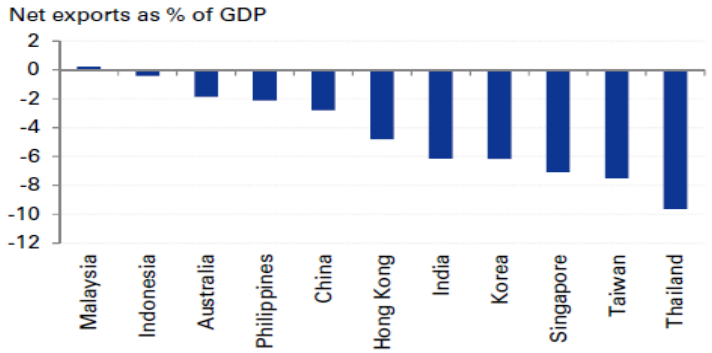
油價走弱下，亞洲國家可望受惠最大，但個別經濟體仍有差異，須詳細劃分。

（一） 能源成本下降有利於亞洲多數國家貿易收支的改善

根據統計(見圖 3)，亞洲多數為能源進口國，包括泰國、台灣、印度皆高度倚賴能源進口。因此油價下跌時有利於能源進口成本的下降。但另一方面，馬來西亞是亞洲唯一能源淨出口的國家，而馬國的財政收入有 3 成來自於石油產業，使得油價走弱將造成該國財政收入的減少。

圖 3:亞洲國家能源淨出口/GDP 比

亞洲多數國家為能源進口國

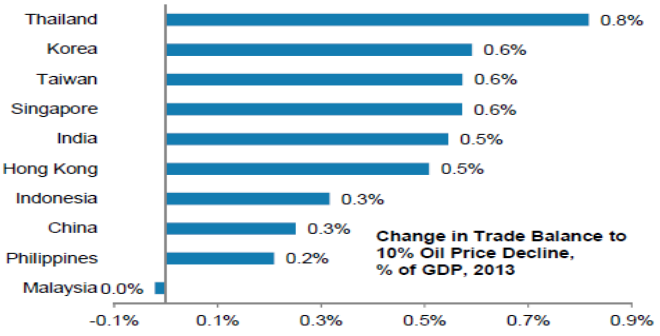


資料來源:摩根史坦利、第一資本整理

摩根史坦利也預估，油價每下跌 10%，對於亞洲多數國家的貿易收支/GDP 平均約有 0.5%的改善，其中泰國的貿易收支/GDP 改善程度最大(見圖 4)。

圖 4:油價下跌對貿易收支/GDP 的評估

能源價格下跌有利於亞洲多數國家貿易收支的改善



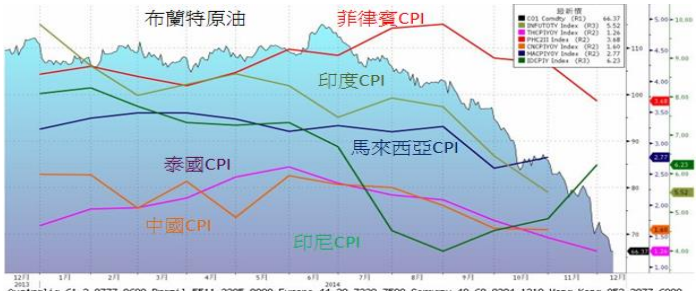
資料來源:摩根史坦利、第一資本整理

（二） 油價下跌有利於亞洲國家通膨的改善

隨著油價大幅走跌，亞洲各國通膨問題已逐步改善(見圖 5)。摩根史坦利預估，油價每下跌 10%，亞洲國家的通膨平均將下降 0.52%(見圖 6)。與此同時，CPI 的下滑將使各國央行有更多的空間推出寬鬆貨幣政策，甚至有望改善財政赤字問題，如印尼、印度、馬來西亞、泰國於近期均有調升燃油價格、削減補貼的政策動作。

油價下跌，亞洲多數國家通膨已明顯改善

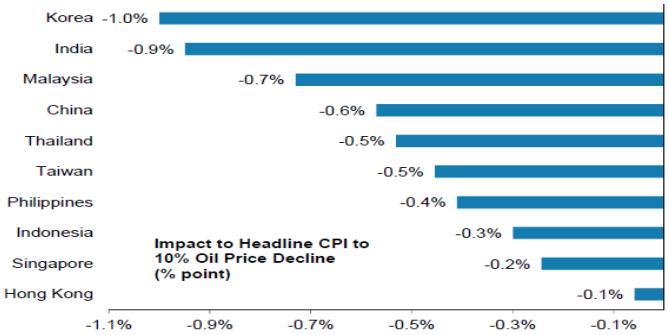
圖 5:油價下跌對亞洲國家通膨的改善



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

能源價格每下跌 10%，亞洲國家 CPI 平均下跌 0.5%

圖 6:油價下跌對各國 CPI 影響程度



資料來源:摩根史坦利、第一資本整理

（三） 亞洲國家貨幣相對穩定

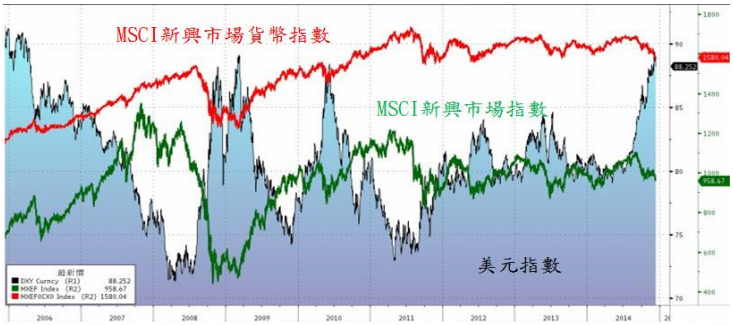
新興市場面對最大的風險是美元走勢引發資金外逃的現象，進而造成股市的修正，因為從過去的經驗來看，美元走升將不利新興市場貨幣與股市的表現（見圖 7）。

但進一步觀察，美元走升下對不同類型的新興經濟體也有不同程度上的差別(見圖 8)。對能源商品出口導向的俄羅斯、巴西而言，在美元升值至 8 年新高之際，巴西幣創下 10 年新低，俄羅斯盧布更是創下歷史新低水位。另一方面，以能源進口導向的亞洲國家而言，

從過去經驗來看，美元走強下利新興市場股市與貨幣表現

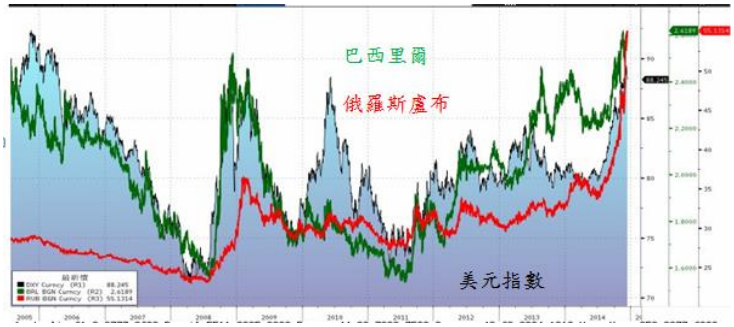
美元雖大幅走升，但泰銖與菲律賓披索仍相對穩定(見圖 9)。

圖 7:美元指數與新興市場表現



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 8:美元對商品出口導向國家貨幣



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 9:美元對國家貨幣

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

上述現象其實以從經常帳變化略知一二(見圖 11、12)，觀察過去，當能源價格走升時對亞洲國家的經常帳是一種傷害，但對俄羅斯、巴西的經常帳卻是有利的，反之亦然。因此，第一資本預期未來能源價格仍偏弱

的情況下，對俄羅斯與巴西的經常帳仍將持續構成壓力。而近期的資金流也呼應此現象，亞洲市場相較對受市場青睞(見圖 13)。

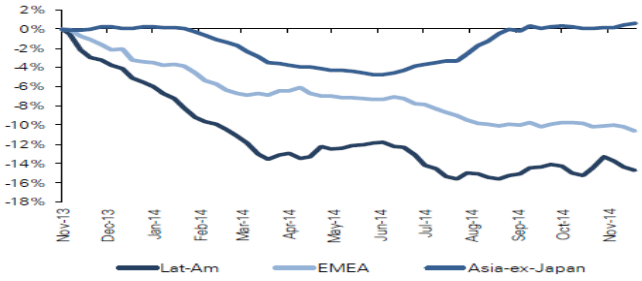
圖 11:能源價格對泰國、菲律賓經常帳的影響

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 12:能源價格對巴西、俄羅斯經常帳的影響

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 13:新興市場資金流向



資料來源:德意志銀行、第一資本整理

三、投資策略

除了上述外部因素外，內部經濟狀況亦續深入考量，才能完全掌握未來成長動力。

(一) 泰國

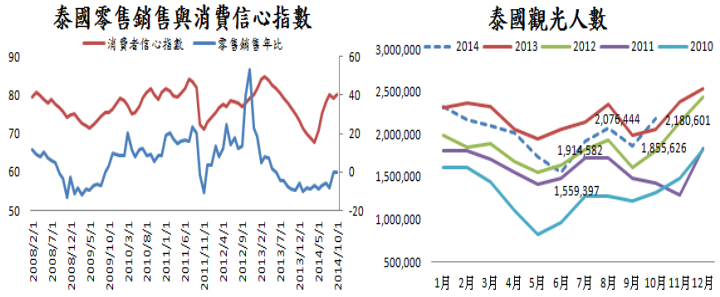
去年 11 月，當時的泰國總理穎拉欲修法讓其兄長，即前總理塔克辛歸國，引發黃、紅衫軍激烈對立，造成政局動亂與經濟衰退。但自 5 月以來，軍政府強制接管政

權，並提出包含延續先前的減稅措施、規劃大型基礎建設投資，實施稅賦及補貼改革，免簽證等措施，帶動經濟逐步回穩。

泰國最新第三季 GDP 成長率，由前期的 0.4%上升至 0.6%，雖不如市場預期，但也連 2 季走升。展望未來，隨著泰國政局趨穩，經濟數據也持續升溫，包括 10 月消費者信心升至 15 個月來新高 81、10 月觀光客人數也創歷年同月新高 218 萬人(見圖 14)。因此，市場預估泰國第四季 GDP 成長率有望從本期的 0.6%大幅上升至 2.7%，第一資本認為泰國的景氣定位落在成長高峰階段(見圖 15)。

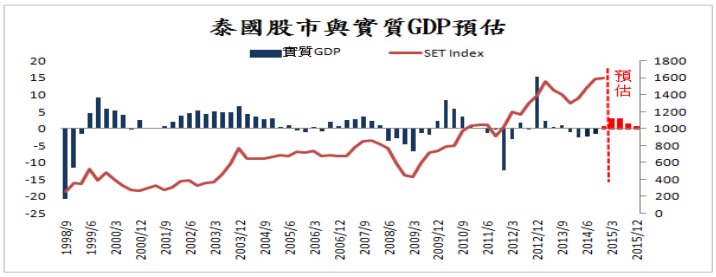
泰國政局趨穩，經濟數據持續升溫

圖 14:泰國經濟數據



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 15:泰國景氣定位

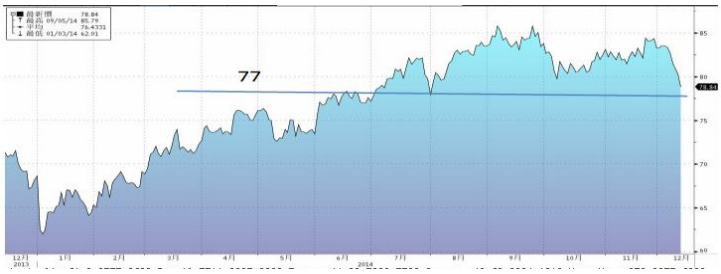


	Q314	Q415	Q115	Q215	Q315	Q415
GDP	0.6%	2.7%	4.7%	4.5%	4.1%	3.8%

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

而操作建議上，最能貼近泰國股市、成交量大且適合短期操作商品為 IShares MSCI Thailand ETF(THD US EQUITY)，目前商品價格約為 80.9 美元，倘若未來價格能觸及 77 美元，建議逢低買進，預期有機會挑戰前波高點 85 美元，潛在上檔空間為 10%(見圖 16)。

圖 16:泰國指數 ETF 歷史走勢

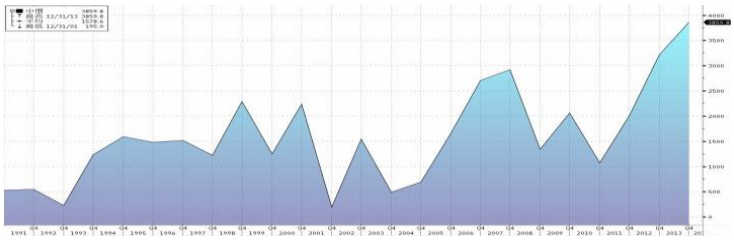


資料來源:Bloomberg、第一資本整理

（二）菲律賓

菲律賓經濟過去最為人所詬病就是貪腐現象，但自菲國總統艾奎諾三世自 2010 年上任以來，便大力推動反貪腐、提升吏治與政府效能，讓民間與外國投資人信心大增，使得外國直接投資(FDI)續創歷史新高(見圖 17)。

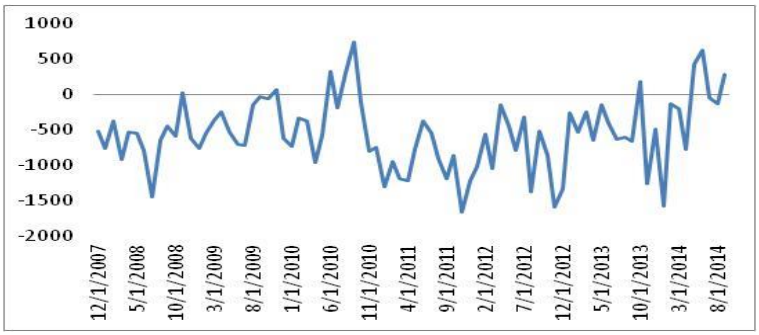
圖 17:菲律賓外國直接投資 ETF



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

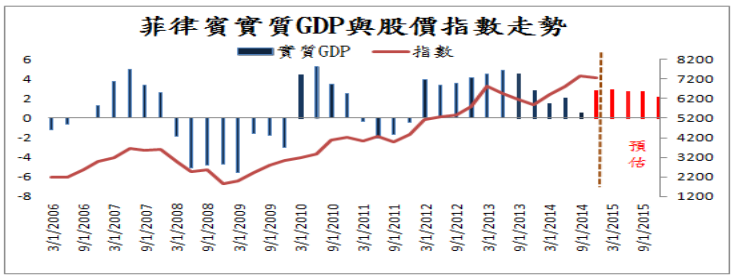
近期，雖然全球經濟成長不如預期，導致亞洲多數國家出口不如預期，但菲律賓的貿易收支依舊能逆勢成長(見圖 18)，使得市場預期菲律賓第四季 GDP 成長有望從 Q3 的 5.3%大幅上升至 6.8%，因此第一資本預期菲律賓的景氣位置仍處在成長高峰階段(見圖 19)。

圖 18:菲律賓貿易收支表現



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 19:菲律賓景氣定位

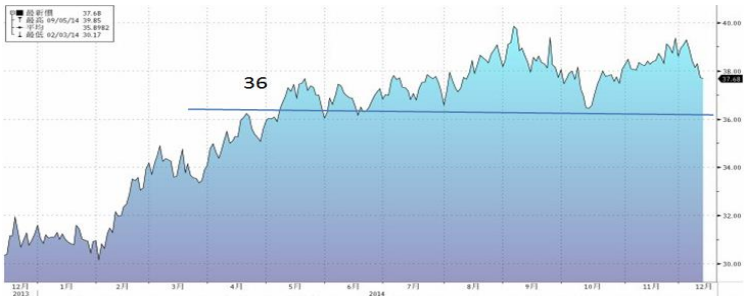


	Q314	Q415	Q115	Q215	Q315	Q415
GDP	5.3%	6.8%	6.8%	6.5%	6.4%	6%

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

操作建議上，最能貼近菲律賓股市、成交量大且適合短期操作商品為 IShares MSCI Philippines ETF(EPHE US EQUITY)，目前商品價格約為 38 美元，倘若未來價格能觸及 36 美元，建議逢低買進，預期有機會挑戰前波高點 39.5 美元，潛在上檔空間為 9.7%(見圖 20)

表 20: 菲律賓指數 ETF 歷史走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

本月推薦組合

推薦 股票/ETF

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
iShares MSCI 歐洲金融 ／ETF	2014/11/4	0.31%	2.10%	-5.89%	-1.89%	ECB執行寬鬆的貨幣政策，銀行業為主要的直接受惠族群，將有助銀行業的復甦加速
iShares道瓊運輸指數基金	2014/11/10	-1.14%	-1.39%	4.63%	26.97%	受惠油價下跌，加上網購運送需求推升
iShares費城交易所半導體	2014/7/7	6.07%	6.89%	6.69%	35.01%	北美半導體BB值維持擴張訊號
PowerShares納斯達克100指數／ETF	2014/6/30	10.53%	1.71%	4.34%	22.18%	下半年穿戴式裝置與物聯網商機增溫
PowerShares德銀三倍做多美元指數期貨ETN	2014/11/17	2.87%	2.49%	8.58%	31.44%	新興市場貨幣競貶，推升美元強勢
那斯達克生化指數	2014/12/8	-1.19%	4.57%	15.02%	43.73%	生技類股併購活動頻仍，可望繼續推升股價
太平洋航運	2014/11/6	-12.00%	-11.00%	-29.00%	-40.00%	航運業步入傳統旺季，加上油價走跌，有利於相關業者獲利改善
中海發展	2014/11/11	-8.00%	-9.00%	-15.00%	-11.00%	航運業步入傳統旺季，加上油價走跌，有利於相關業者獲利改善
安朔A50／ETF	2014/05/19	42.79%	21.41%	23.99%	16.57%	中國降準機率大增，陸股價值相對低估，建議逢低佈局
滬深300／ETF	2014/06/3	46.95%	21.37%	28.02%	30.97%	中國降準機率大增，陸股價值相對低估，建議逢低佈局
招商銀行	2014/12/2	4.73%	14.42%	15.52%	6.05%	招商銀行仍維持雙位數淨利成長，降息期間貸款年增率亦較同業高，建議佈局
龍湖地產	2014/11/25	-3.70%	6.64%	-0.41%	-14.78%	降息有立降低房貸成本，刺激房貸需求，龍湖地產營運狀況穩定，有望落後補漲

推薦 債券

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
委內瑞拉國有石油	2014/10/17	-5.81%	-6.10%	-12.75%	-6.10%	雖油價持續下跌，但只要油價不跌破70美元，公司便可維持既有的營運及還本付息
VTB Bank	2014/10/3	-0.78%	-1.57%	-0.86%	-4.03%	俄羅斯第二大的國有銀行，過去因事件因素導致債券價格下跌，銀行及國家財務體質健全
吉利汽車	2014/10/3	2.13%	-0.85%	2.13%	--	公司負債比率低不到50%，帳上現金足以償還債務，財務穩健

推薦 共同基金

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
GAM Star Credit Opportunities	2014/6/30	-0.33%	-0.07%	-0.36%	8.59%	透過投資發債公司為投資等級但資本結構順位較低的債券，來獲取低風險高報酬
華夏精選人民幣債券	2014/10/17	-1.24%	-3.09%	-0.39%	3.81%	中國境內的利率水準較高，雖為高收益債基金，但華夏所投資的債券信用風險較低，報酬穩定
阿爾法日本基金	2014/7/31	9.10%	3.10%	6.20%	13.00%	消費稅問題逐漸淡化，日圓長期走貶，股市有望走高
柏瑞印度基金	2014/11/6	-2.20%	0.50%	4.00%	58.00%	印度加速改革開放、企業獲利大幅增長、國際強權拉攏，支撐股價續揚
華夏中國機會基金	2014/9/5	0.16%	2.12%	5.69%	7.61%	基金選股偏向龍頭企業，報酬穩定，且於8月開始基金投資標的將加入A股，有望同時賺取內地股市漲幅，建議佈局