

安倍经济学失灵 穆迪调降日本评级

□本报记者 陈听雨

国际评级机构穆迪1日宣布，将日本主权债务评级由AA3下调至A1，展望为稳定。穆迪表示，此次调低日本评级的主要原因是“安倍经济学”效果的不确定性已越来越高，日本在实现削减财政赤字目标上的不确定性不断上升，这将威胁到日本经济未来的表现。

同日公布的PMI数据也验证了穆迪的判断。数据研究机构Markit与日本资材管理协会(JMMA)联合公布称，日本11月制造业采购经理人指数(PMI)终值由10月的52.4降至52，低于预期和初值52.1。

财政整顿目标难实现

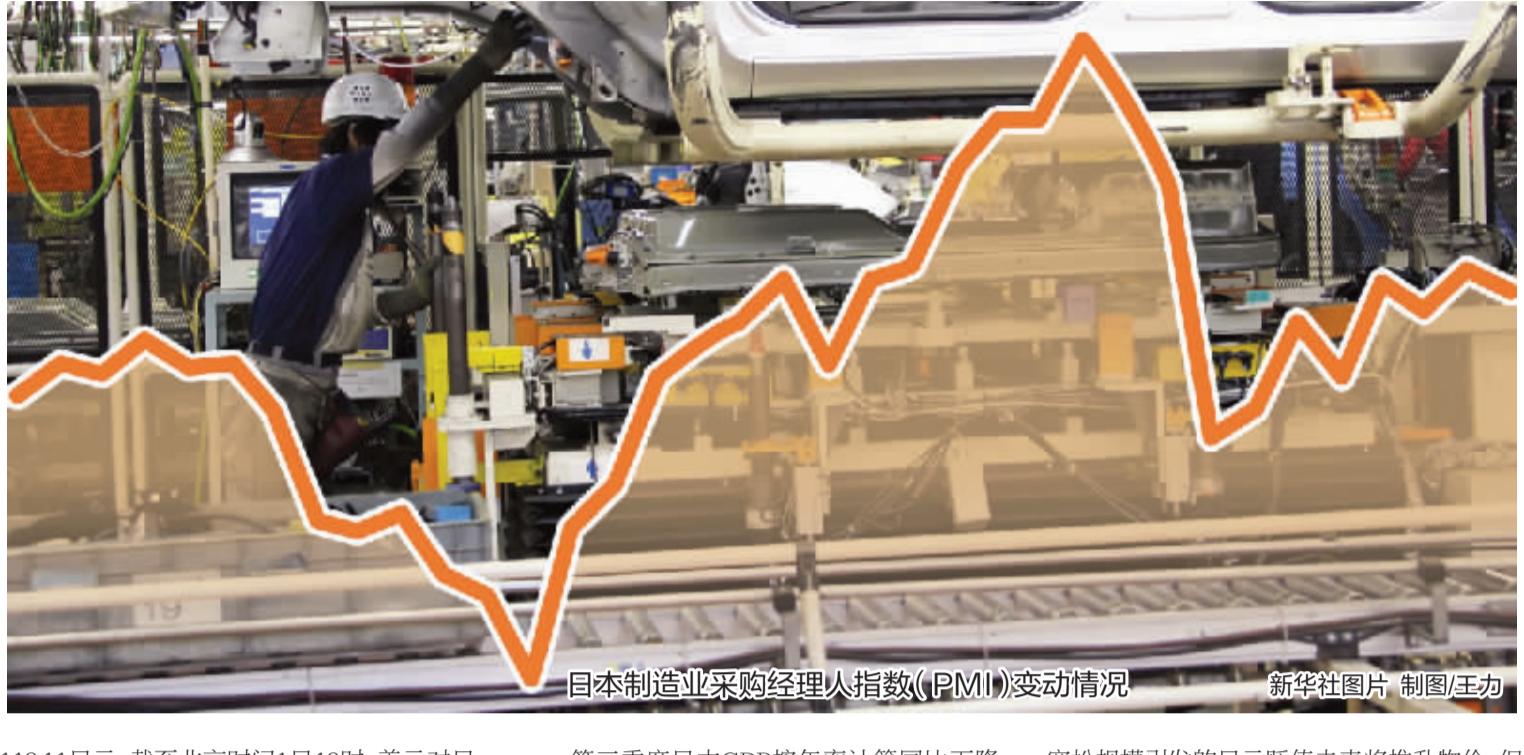
穆迪认为，从中期看，日本国债收益率上升的可能性增强，举债能力将降低。由于政府支出增加，随着时间推移，该国财政整顿目标将愈发难以实现。

此前日本首相安倍晋三推出了财政措施、货币刺激以及结构性改革的经济政策，即“安倍经济学”，誓言要将日本经济拉出长达20年的通缩泥沼，但穆迪认为“安倍经济学”的不确定性已越来越高。

穆迪指出，下调日本主权评级不会影响日本的AAA外币与本币债券评级以及银行存款评级上限。

穆迪是第一家对日本“动手”的国际知名评级机构。不过分析师认为，穆迪下调日本评级不会对该国国债市场造成很大影响。由于日本央行实施大规模宽松政策，日本国债将一直保持平稳走势。

穆迪宣布下调日本评级的消息后，美元对日元汇率短线快速拉升，盘中刷新七年新高



119.11日元，截至北京时间1月19时，美元对日元汇率上涨0.6%至118.41日元。

经济数据持续低迷

近期日本公布的一些列经济数据也显示该国经济陷入困境。日本10月核心消费者价格指数(CPI)年率升幅连续第三个月放缓。扣除生鲜食品但包括油品在内的10月核心CPI年率上升2.9%，剔除4月增税效应后，通胀率仅为0.9%，不及日本央行2%的通胀目标。

第三季度日本GDP按年率计算同比下降1.6%，前一季度则下降7.1%，连续两个季度经济下滑意味着日本已陷入经济衰退。

日本10月失业率虽然由9月的3.6%微降至3.5%，但10月家庭支出年率下降4.0%，为连续第七个月下降；10月零售销售环比下降1.4%，远超预期降幅0.5%。

瑞穗综合研究所资深分析师德田荣信表示，因油价下滑，日本通胀可能持续放缓，但这并非“安倍经济学”的功劳，日本央行意外扩大

宽松规模引发的日元贬值未来将推升物价，但会有几个月的滞后期。

野村证券经济学家野木森稔认为，现在并无明显数据表明日本国内消费有所恢复，财政政策尚不足以证明其有效性。

农林中金综合研究所首席经济学家南武志预计，未来日本通胀率将跌至1%以下，并在一段时间内维持低位。日本央行近期可能会暂时按兵不动，但须考虑明年是否推出进一步宽松措施。

价格或跌破成本线 美页岩油行业遭遇强力“逆风”

□本报记者 刘杨

由于欧佩克决议未能减产，国际油价连续下跌，截至12月1日17时，纽约油价跌至每桶65.06美元，一个月来已累计下跌17%，与6月末的年内高点比累计跌幅更是高达38%。

研究机构判断，不断下行的国际油价已逼近美国页岩油盈亏平衡水平，市场对于页岩油行业是否会在此次油价大跌中遭受重创感到担忧。分析人士指出，油价继续下跌对美国页岩油产业肯定存在负面影响，产量增长势必也会放缓；不过除非油价继续大幅下跌并持续在低位徘徊，页岩油产业才会受到重创，否则美国原油产量仍将保持高速增长的态势。

中期页岩油产量将下降

近日摩根士丹利预计，美国页岩油开采的保本价格是每桶76~77美元，若按该机构的说法，眼下的纽约油价已导致页岩油开采出现亏损。美国

能源信息局的负责人谢明斯基也预计称，国际油价只有在跌至60美元(页岩油成本价)的情况下，美国页岩油的相关开采项目才会停止。

巴克莱预计，如果国际油价跌至每桶80美元，美国石油生产商2015年的盈利将减少17%；如果跌至每桶70美元，减幅将达到25%。这类企业明年可能大幅削减资本支出，并减少新的钻探计划。该机构还认为，六个月内油价若一直维持在每桶70美元，对页岩油产业的影响尚不算大，可明年下半年与后年就会出现更多的产量下降趋势。

野村证券也表达了类似的观点。该机构最新发布的报告显示，油价下跌将阻碍美国页岩油的开采，预计沙特会将油价压低到每桶约70美元，并把这个价格维持3~6个月，因其希望届时看到大量页岩油减产的迹象。石油输出国组织欧佩克可能会挽回部分流失到美国的页岩油生产商的市场份额。

不过彭博认为，在油价跌破80美元的情况

下，包括Bakken和Eagle Ford这两个最重要的页岩油产区在内的页岩油仍然能够继续盈利，而Eagle Ford地区的部分页岩油在油价跌至50美元时也能盈利。因不同生产商的成本略有差别，每桶60美元的成本价只是一个预估平均数。

页岩油行业料“优胜劣汰”

原油需求疲软、加之供应继续增加，供需层面非常强烈地指向了一个方向——油价下跌。不过，在此背景下的美国页岩油企业的热情却并没有熄灭，各大页岩油企还纷纷在油价大跌之时表示，要保证旺盛的页岩油生产势头，“以数量取胜”。

目前，包括亿万富翁Harold Hamm在内的美国页岩油大佬已经表态会继续开采，坚称哪怕油价大幅低于每桶70美元仍然能够盈利，未来一年里不太可能减产。包括Devon Energy、Continental Resources以及EOG Resources在内的多家页岩油开发企业均表示，它们的产量可能将超出最初预计。

Wunderlich Securities分析师Jason Wangler称：“今年到明年上半年，美国页岩油产量还将上升。有很多人对此感到疑惑和不解，但产量并非由一个开关控制着，促使美国页岩油产量增长的原因有很多，当前的市场状况并不足以阻止其增长。即便有一些不利于产量增长的因素，其影响可能也要花费数个月的时间才能有所体现。”

分析人士指出，虽然油价大幅波动，一些较大的页岩油企可能还可以支撑，但对于小型的页岩油生产商而言，将成为一场灾难。联博投信信贷分析师表示，以杠杆融资来进行勘探、生产作业的小型页岩油企业的利润势必会遭到压缩，这些生产商很有可能破产。

哥伦比亚大学全球能源政策研究中心主任Bordoff表示，油价继续下跌对美国页岩油产业肯定存在负面影响，产量增长也将放缓。不过他认为，除非油价大幅下跌并长期保持低位，否则美国原油产量仍将保持高速增长的态势。

欧元区经济停滞不前 欧版QE迫在眉睫

□本报记者 陈听雨

12月1日，数据研究机构Markit公布最新数据称，主要受德、法、意三大经济体制造业萎缩拖累，欧元区11月制造业采购经理人指数(PMI)终值为50.1，仅略高于50枯荣线，不及预期和初值50.4。

欧洲央行即将于4日举行年内最后一次货币政策会议，在经济几近停滞、通胀率下滑、失业率居高不下的背景下，外界对欧洲央行启动量化宽松计划(OE)购买成员国国债的预期高涨。分析人士预计，欧洲央行将在12月就进一步采取刺激措施做出更为明确的承诺。

欧元区多国制造业疲软

数据显示，欧元区11月制造业活动几近停滞。从各成员国来看，德国11月制造业PMI终

值为49.5，跌至50枯荣线下方，创17个月新低，不及预期和初值50.0。制造业产出增速为2013年6月以来最慢，新订单量也以近两年来最快速度下跌。

法国11月制造业PMI终值为48.4，虽高于预期及初值47.6，但仍位于50枯荣线下方，表明制造业持续萎缩。

11月，在Markit调查的欧元区8个成员国中，有5国制造业活动出现收缩，其中，奥地利、法国和意大利分别倒数第一至第三位。

对此，Markit首席经济学家克里斯·威廉姆森表示，11月欧元区制造业情况比预期更糟，欧元区制造业表现降至2013年中期以来最差水平。这也是近一年半以来，欧元区三大经济体首次同时出现制造业停滞或萎缩的情况。

欧元区陷入新一轮经济衰退的风险已经增加，欧洲央行被迫推出更多刺激措施的压力与日俱增。

明年初或推出QE

此前公布的数据还显示，欧元区11月通胀率初值为0.3%，低于10月的0.4%。11月欧元区失业率连续第三个月保持在11.5%，失业人数连续第二个月增加。

目前欧洲央行内部针对启动QE的态度仍不统一，德国反对此举。欧洲央行管理委员会委员、德国央行行长魏德曼表示，外界若认为欧洲央行能通过购买国债在未来一段时期内提升欧元区经济，这“是不切实际的想法”。

不过，欧洲央行副行长康西卡奥则表示，若欧元区经济并未好转，欧洲央行可能于明年初一季度购买国债。

高盛集团1日发表报告指出，欧洲央行正在逼近“真相时刻”，该行必须在接下来的几次货币政策会议中做出重大决定，其中一个选项

就是购买国债。高盛称，欧洲央行2015年1.1%的通胀目标与目前欧元区通胀水平存在巨大鸿沟，这一差距意味着该行要么下调2015年通胀目标，此举的风险在于可能被批评为未能履行维持物价稳定的使命；要么追加货币刺激，目前最有可能采取购买国债全面启动QE的方式。

法国兴业银行经济学家安南柯夫称，欧洲央行在未来购买欧元区国债的可能性越来越高，有可能在2015年年初采取行动。欧洲央行近期可能会就购买资产的范围与其他投资者展开进一步磋商。

法国农业信贷银行认为：“欧洲央行今年内传达的讯息并非一直很明确，但整体而言，我们预计该行仍将稳步迈向更为温和的立场，4日的货币政策会议不会宣布立即启动购买国债，但将更正式地承诺扩大购买资产的范围。”

高盛看多明年中国股市

□本报记者 杨博

华尔街投行高盛集团分析师在1日召开的2015年策略展望会上预计，明年中国经济增速将进一步放缓至7%，但在改革和新增流动性的支撑下，大部分中国相关股有望实现10%左右的上涨，特别是受流动性和季节性因素推动，明年初A股表现将相对更好。

中国股市预期乐观

近期高盛下调了多个主要经济体明年经济增速预期，但预计美国经济将以明显高于趋势水平的速度增长。受美国经济增长推动，2015年全球经济增速将从今年的3%上升至3.4%。高盛指出，美国经济增长强劲、全球货币政策宽松，美元走强以及大宗商品价格下跌，对中国的宏观经济和市场基本面而言应是“中性”或“小幅偏利好”的因素。

高盛预计，2015年亚洲新兴经济体整体增长将保持平稳，大多数地区通胀率会走低。综合来看，更多发达经济体出现增长、油价走低以及全球金融状况持续放缓应该会对新兴经济体的增长带来支持。结构性改革可以提高长期增长潜力并提振股价。

高盛高华中国宏观经济学家宋宇预计，明年中国经济增速可能放缓至7%。考虑到房地产市场走软、大宗商品价格下跌以及部分行业存在产能过剩等问题，明年CPI增速将下滑至2%。但宋宇强调，较低的增长目标将实施改革带来更大的灵活性，根据美英等发达经济体的历史经验，改革对于激发经济可持续增长的潜力以及股票估值重估都至关重要。

高盛预计，基于合理的收入和利润率假设，2015年H股和A股的每股盈利增速将分别达到8%和13%，改革将推动MSCI中国指数成分股估值温和上升至9.5倍。该行对恒生国企指数、

恒生指数和沪深300指数2015年底的目标预期分别为12300点、26500点和3000点，较当前水平分别有14%、13%和6%的上涨空间。

A股流动性无忧

高盛首席中国策略师刘劲津表示，改革进展、沪港通等互通机制的改善以及投资者资产重新配置等因素将支撑股市流动性环境，特别是明年初A股表现将相对更好。

季节性因素方面，历史统计显示，过去十年A股第一季度的平均回报率为3.9%，同期H股回报率为0.1%。

流动性方面，高盛认为内地居民和海外资金的资产配置需求将为A股带来新增流动性。刘劲津表示，目前在中国居民的金融资产负债表中，房地产占比接近70%，与日本上世纪九十年代房地产泡沫高峰期相当，相比之下股票资产配置比例仅为7%。预计2015年中国居民资

产配置将更多地从房地产市场转向股票投资。按高盛模型，2015年房地产投机性需求占比将从今年的12%下降至3%，假设其中60%的资金投入股市，预计将为市场带来4000亿元人民币的增量资金。

此外随着沪港通顺利运行以及预期明年开通“深港通”，更多海外资金将配置A股市。刘劲津指出，目前中国在全球股票市场上的权重仍然偏低，沪港通有助于提高中国在全球股市中的重要性。此外预计明年上半年“深港通”可能开通，从而为海外投资者增加1580家公司的可投资标的，新增部分主要集中IT、非必需消费品和医疗保健等行业。不过刘劲津同时提醒称，“深港通”开通可能令深圳上市的市盈率较高的股票可能面临估值下行风险。目前深交所中小盘平均估值达到50~60倍，较海外上市中国企业和全球上市公司存在较高的估值溢价。

逾八成美国大型股基金跑输大市

尽管今年以来美国主要股指持续向鼎新高，美国多数大型股票基金的表现却令人失望。汤森路透旗下基金研究机构柏最新统计显示，截至11月25日，85%的美国活跃大型股基金今年内的表现都不及基准股指，有可能创下30年来最差年度表现。分析人士指出，大型股基表现不佳主要是由于错误押注金融股以及现金持仓比例过高，错过了科技股上涨的机会。

管理资产规模达到142亿美元的Yacktman基金今年以来净值增长10%。该基金的投资组合经理Subotky表示，高股价令他对购入新股票感到迟疑，该基金的现金持仓比例达到17%。

管理178亿美元资金的Oakmark基金投资组合经理尼格伦也表示，轻仓热门的苹果以及重仓表现不佳的金融股是该基金业绩落后大市的主要原因，但他强调短期相对表现不佳不代表长期结果。资料显示，截至9月30日，Oakmark基金持仓中苹果股票的占比为1.75%。相比之下SPDR标普500ETF中苹果的占比为3.69%。今年以来苹果股价累计涨幅高达48%。

业绩表现不佳加上费率相对较高，令许多大型股基的投资者转向其他基金。截至10月31日，美国指类型股票基金和交易所交易基金(ETF)今年资金净流入规模达到2062亿美元，而大型活跃管理股基资金净流入规模仅为356亿美元，远不及去年的1620亿美元。(杨博)

英特尔将为谷歌眼镜供应芯片

据媒体12月1日报道，知情人士透露英特尔将取代德州仪器成为新一代谷歌眼镜芯片供应商。

2012年发布的第一款谷歌眼镜采用的是德州仪器提供的芯片。目前，谷歌计划面向医院、制造商等企业用户推广谷歌眼镜，同时还为谷歌眼镜开发新的办公功能。谷歌曾于2012年推出联网眼镜产品。针对这款消费电子界的创新产品，隐私权倡导者曾极力批评，而科技爱好者却非常推崇这款设备。

风投公司Emergence Capital Partners合伙人凯文·斯潘表示，英特尔的举措传递出一个积极的信号，这不仅与谷歌眼镜相关，而且与整个可穿戴行业有关。

值得一提的是，谷歌和英特尔还在其他领域展开合作。谷歌服务器采用英特尔芯片，双方还合作开发Android和Chrome OS系统。与此同时，谷歌研发的无人车也一直使用英特尔Xeon芯片。(刘杨)

资源股拖累恒指AH溢价指数持续走高

□香港汇丰环球资本市场 刘嘉辉

港股市场近期追随内地A股展开反弹，恒指一度站上24000点关口。但市场资金持续做多热情不高，恒指始终未能有所突破。本周一，受国际油价大幅下行以及内地官方11月制造业PMI创9个月新低影响，恒指再度跳水急挫，早盘低开逾300点，后跌幅进一步扩大，最终收报23,367.45点，跌620点，跌幅2.58%，成交1051亿港元。国企指数收报10,818.2点，跌327.19点，跌幅2.94%。

从周一港股盘面上看，蓝筹股几乎无一幸免，呈现普跌格局。在268只港股通标的中，下跌个股数量达到239只，其中，受国际油价连日重挫拖累，资源类股份沽压沉重，恒生能源业指数和恒生原材料业指数跌幅分别达到4.52%和3.29%，其中，江西铜业跌5.75%，中海油跌5.47%，中石化跌4.09%。纵观近一周以来港股通的表现，也基本上围绕着央行降息和油价下挫两条主线来展开，航空、保险、房地产等受惠板块受到资金集中追捧，东方航空、国泰航空、南方航空近五日涨幅均超过10%。

就AH股比价而言，由于A股市场持续跑赢港股，导致恒生AH股溢价指数连创新高，周一再度上涨3.12%，报1101点，创出2013年7月以来新高。目前A股相对折价个股数量已经降至14只，建设银行、中国银行、中国人寿等股份A股价格已经超过了H股价格。从历史的走势不难发现，自2010年以来，AH溢价指数分别于2011年10月、2012年5月和2013年6月创出阶段高点，而对应国企指数的表现，每一次AH溢价高点出现之后的几个月，国企指数均走出了一波中级向上行情。

自10月初以来，恒指一直维持区间震荡，整体重心有所上移，相信在外围市场向好的带动下，港股后市补涨行情值得期待。

内地A股近期则表现强势，主要指指数呈现逼空行情。上周央行非对称降息及暂停市场操作的净投放资金行为，彻底点燃了市场热情，其中A股市场连续6周的周开户数均超过了20万人次。不难看出，A股连续上扬之后，短期或有整固需求，但是向上趋势已经确认，后市有机会继续为港股带来正面支持。

综上所述，外围市场偏向正面，虽然港股短期震荡或无法避免，但在市场消化利空事件之后，仍有机会追随A股重拾升势，其中H股市场值得关注。此外，沪港通开通第二周，成交额较上周已大幅上涨，显示了回暖迹象，而恒指本周或将于23000点至24000点附近区间震荡。(此产品无抵押品，价格可升可跌，投资者或损失所有投资。投资前应了解产品风险，若需要应咨询专业建议。此文章之作者汇丰环球资本市场刘嘉辉为金管局及证监会持牌人士，并无就结构性产品或相关资产持有任何直接或间接权益。)