

THE BIG PICTURE

# LET ME FLY AGAIN! 想入非「飛」!

航空業遭疫情衝擊，  
短期內成本上升、復甦時間長，  
但長期景氣並非一去不復返！

Text\_ 李紹廷 /Michael Lee Photo\_iStockphoto



2019 冠狀病毒 ( COVID-19 ) 震撼全球航空業，今年四月全球客運需求較去年下滑超過九成，期間約 15 家航空公司破產，相關業者股價更較年初下滑五成。知名投資人巴菲特 ( Warren Buffett ) 也將手上的美國四大航空業者股票清倉，包括達美航空 ( Delta )、美國航空 ( American “ AA ” )、西南航空 ( Southwest ) 與聯合航空 ( United “ UA ” )。航空業短期內的確陷入困境，疫情將拉長復甦時程，也進一步增加業者成本，但業者與旅客皆亟欲重返天空，需求並非一去不回頭。

## 航空業大數字

在認識航空業遭遇多大衝擊前，先大致了解行業數據。根據國際航空運輸協會 ( International Air Transport Association, IATA ) 統計，2019 年全球商用航空業營收 US\$838bn，約八千多億美元，規模與世界 GDP 排名 17、18 的荷蘭與沙烏地阿拉伯相當。營收 73% 或 US\$612bn 來自客運、貨運占 12%，其餘 15% 來自如免稅品、維修等業務。全球客運需求約 64% 來自國際或區域市場，國內市場占 36%。

產業去年支出 US\$795bn；燃油為大宗占費用 24% 或 US\$188bn。若將成本分類，與飛行時數高度相關的變動成本，含燃油、旅客服務、機場使用等占比 51%；「半」固定成本如地勤場站、維修、營業推廣管理、機組員薪資合計約 36%；租金與折舊等固定成本為 13%。營業利潤約 US\$43bn 或營收的 5%；扣除利息與所得稅後，行業 2019 年淨利 US\$26bn，淨利率約營收的 3%，獲利規模不如蘋果公司 ( Apple ) 的一半。

## 資本報酬率低於機會成本

推估航空業去年股債資本合計 US\$750bn，以息稅前營業利潤計算的資本報酬率約 5.8%，低於行業資金成本之 7.2%。產業屬資本密集，一架波音或空中巴士商用機價格約一億至四億美元，業者資產規模往往為淨資產三至五倍，反映其需透過發債、借款或租賃以支應營運。除了獲利率略低、高負債特性外，行業也易受景氣循環有高度敏感性的影響。

## 疫情的巨大衝擊；石油市場雪中送炭

在疫情衝擊下，四月份全球航空業需求僅只有去年同期 6%，國際線更是低於 2%；IATA 預估 2020 年客運收入較去年衰退 61%，營收將減少 US\$371bn。業者為減少虧損，也大幅降低供給；目前全球約 2.9 萬架飛機，已有 1.6 萬架被封存，也出現各機場停機坪爆滿的奇觀。

IATA 也預估今年貨運需求將下滑一至三成，但因運能不足導致貨運價格大漲，整體貨運收入將較去年增加約 8%。由於全球貨運 50% 運能

來自客機機腹 ( Belly )，當客機因疫情停航，貨運運能反而不足。3 月起醫療物資需求與電商消費上揚，純貨機 ( Freighter ) 業務逆勢上漲、運價暴增。擁有較多貨機機隊的航空業者反而受惠；例如台灣的中華航空 ( China Airlines ) 四、五月貨運需求成長雙位數，運價更是較去年幾乎倍增。產業也掀起「改裝熱」，業者急於將客機改造成貨機。

不過，石油崩跌為航空業雪中送炭。因疫情造成石油需求崩跌，美國西德州原油五月份期貨價格於四月底一度接近負 40 美元。背後代表賣家儲油空間滿載，願意替買家支付倉儲、運輸等費用，請對方儘快運走原油。類似情況也在航空燃油 ( Jet Fuel ) 市場出現；過往航空用油價格較布蘭特原油 ( Brent Crude Oil ) 高出約 20%，溢價實質為反映煉油成本。

三月底溢價已歸零，四、五月時過往的溢價成為折價，航空用油價格平均低於布蘭特原油 20% 與 10%。折價反映了航空燃油需求因疫情崩盤、供給過剩；煉油廠情願自行吸收、甚至補貼煉油成本予航空業者。IATA 預估因油價下跌，2020 年航空燃油成本減少 US\$68bn，可說是不幸中的大幸。

## 復甦時間拉長、成本上升

目前市場普遍預測疫情短期內無法根治，甚至有二度爆發風險。儘管國內航線將優先復甦，但國際線則因各國疫情狀況不同，須較長時間才可望全面開放。IATA 預估航空需求回升速度將遜於 GDP 復甦時程，單就今年客運損失金額超過 US\$371bn；2023 年全球航空需求才會回到 2019 年水平。由於客運遭受的打擊巨大，IATA 預估 2020 年航空業虧損 US\$84bn，2021 年持續虧損 US\$15bn。相較 2003 年 SARS 疫情，當時亞洲航空業費時半年即迅速復甦，全年客運僅需求下跌 8% 與營收損失 US\$6bn。

航空業也成為各國政府首要救濟目標，債務因此進一步增加。IATA 分析約一半航空公司現金存量不及兩個月營收規模；截至五月底，全球政府合計供應 US\$123bn 作為航空業紓困金，約當產業年營收 15%。各區域救濟強度不一，北美紓困金額達當地航空營收規模 25%、歐洲約 15%、亞太地區則為 10%、拉丁美洲與非洲僅 1%。歐美地區以荷蘭 41%、法國 36% 與美國 33% 名列前茅；亞洲則是新加坡 84%、日本 22%、台灣 17%。

在各國政府紓困下，IATA 預估整體行業淨債務 ( Net Debt ) 從去年底 US\$430bn 成長至 US\$550bn，且未來可能持續上升。長期來看債務不會消失，未來若利息上揚，成本也亦步亦趨增加；如何有效的改善財務結構，成為疫情後重要課題。

## THE BIG PICTURE

香港國泰航空 (Cathay Pacific) 六月月上旬也公布資本重組計劃，包括現增股份 HK\$11.7bn、向香港政府發行 HK\$19.5bn 優先股與認股權證，另有政府貸款 HK\$7.8bn，總計 HK\$39bn 約當去年營收 36%，發行股份膨脹超過七成。值得一提的是，太古集團 (Swire) 持股不再獨大；假設重組完成並行使認股權後，中國國航 (Air China)、卡達航空 (Qatar Airways) 與香港政府對國泰航持股分別為 28.2%、9.4%、6.1%，合計持 43.6% 超過太古集團 42.3%。

若保持社交距離，航空業載客數將遠低於損益兩平點。未來客機或許採「梅花座」以拉開乘客間距，一架客機最大載客數僅剩原先 62%，而行業平均損益兩平點為 78%。IATA 統計 122 家商用航空業，僅四家或許可損平。客運票價漲幅須達 40% 以上，業者才可勉強打平；若業者一意孤行拉高票價，或許又傷害到脆弱的需求。

為了防止疫情二度爆發，上下飛機時間將被拉長。航空業普遍預期，除了登機須戴口罩以外，乘客未來登機與下機前都會被要求某種形式的健康檢查。加上辦理機場手續須保持安全間隔，進一步增加報到與登機時間，以後到機場可能須提早四小時報到。航空業為了防疫也必須付出人事、清潔、消毒與醫療成本。



### 亞洲航空業將超英趕美

航空需求可能需數年恢復，但長期動能仍在。從長期觀點出發，目前全球 78 億人口中，新興國家約 37 億人的巨大旅遊需求仍待開發；其人均每年旅行次數仍在 0.6 次以下，遠低於成熟國家平均約 2.0 至 2.5 次。新興國家包含中國 14 億人口（約 0.3 次）、印度 14 億人口（約 0.1 次）、印尼 2.7 億人口（約 0.3 次）皆為亞洲國家，另有巴西 2.1 億人（約 0.5 次）、俄羅斯 1.4 億人（0.6 次），衣索匹亞與奈及利亞合計 3.1 億人，年人均旅遊次數更低於 0.1 次。

目前市場普遍預期，未來十年經濟成長，亞洲仍優於歐美等地。牛津經濟研究院 (Oxford Economics) 研究顯示，全球旅遊支出 2007 至 2017 年成長約 42%，年化成長率約 3.6%，其中亞太市場以兩倍以上速度成長。多數經濟學家也認同，亞洲的經濟成長在下個十年仍將勝歐美等地。IATA 曾預測，中國將於 2024 年超越美國成為第一大航空市場，印度於 2025 年取代英國成為全球第三大；在 2030 年以前，印尼將超過日本、德法義等國，成為第五大航空市場。

儘管短期內全球航空業無法全面開放，航空業較難快速回到疫情前榮景。但數據顯示，東北亞、東南亞與印度等地區 COVID-19 確診數約 80 萬人，遠低於北美 300 萬、歐洲 240 萬與南美 210 萬。對於疫情的控制較積極，亞洲航空業的復甦速度未來可能優於歐美兩地。

五月航空業已有復甦跡象，雖然航班數仍只有年初水準三成，但或許最壞狀況已過。自五月中以來，美國四大航空股漲幅達 50% 以上，美國總統川普 (Donald Trump) 甚至諷刺巴菲特似乎做錯了投資決策。不過巴菲特或許是考量，只要疫情未結束，美國航空業短期內不確定性仍大。即使一到兩年內客運回到過往七、八成水準，航空業或許仍虧損或勉強獲利；疫情使高負債進一步上升，未來可能須透過增資強化資本，但將稀釋現有股東權益。

姑且不論巴菲特是否過於悲觀，疫情的確使航空業短期內受重創；但在低油價、低飛機價、與各國政府紓困，加上過半成本可縮減，預期多數航空公司將撐過這場戰役。長期來看，人口結構的剛性需求仍在，且亞洲將逐步成最大市場，航空業並非一去不復返。此外，由於航空業最有價值的莫屬起飛、降落的時間段 (Takeoff and Landing Time Slots)，以及停機坪 (Parking Lots) 的使用權利；有龐大國內市場與地區性市場，或隸屬全球 20 多個樞紐或幅軸機場 (Hubs plus Spokes) 的航空公司比較有勝算！<sup>[1]</sup>