

# GDP增長過快 內地通脹壓力大

內地2010年四季度GDP同比增速高達9.8%，明顯超出預期，意味着化環比（經過季節調整後）的GDP增長速度從三季度的9.4%明顯反彈到四季度的約12%。在目前通脹壓力已經很大的情況下，實體經濟繼續以12%的年化速度增長會使通脹進一步惡化，所帶來的風險不容忽視。

筆者將今年全年CPI平均漲幅的預測從原先的4.4%上調到5%，並估計今年二季度的月度高點會達到6%。理由如下：第一，實體經濟增長超預期，將進一步導致原材料、能源價格上升，並加大通脹預期。在實體經濟增長超預期的背後，一個重要的原因是貨幣環境過於寬鬆。去年，廣義貨幣和貸款的同比增速接近20%，超出年初預定M2增長17%的目標。今年，如果M2增長目標定在16%，對一個通脹壓力已經很大的經濟來說仍然是過快。

致今後幾個月消費品價格上升。比如，去年棉花價格上升86%，今年的服裝價格肯定會漲。第三，租金的漲幅在房價大幅上漲之後經過6至12個月的時滯就會開始加速。

第四，最近幾個月以來農產品批發價格繼續快速上行，很快會傳導到加工食品價格。今天（20日）統計局報道了中國去年農業大豐收，表明農產品價格上升基本上不是供給面的問題，而相當程度上是（經濟增長過快等因素導致的）成本推動和流動性過剩帶來的投資性需求拉動。所以，如果不把經濟增速降下來

和控制貨幣，僅靠增加農產品供給是難以從根本上控制食品價格。第五，通脹預期本身可能導致貨幣流動速度上升，從而加大通脹壓力。

面對目前的通脹壓力，政策上面臨兩個選擇。第一，繼續保持目前（事實上仍然過於寬鬆）的宏觀政策，結果是短期內環比經濟增速可能繼續在10%以上，但中期來看通脹可能再次超預期，此後就可能不得不大幅收緊貨幣政策、突然大砍投資項目，或在更大範圍實施價格控制。

第二，立即採取較大力度的調控措施，包括嚴格控制今後幾個月的新增貸款和新開工項目，迅速提高利率（如每次50個基點），爭取在一、兩個季度之內將環比經濟增長速度降低到8%左右，這樣才有可能將下半年的通脹控制在4%以內。換句話說，要爭取中期內穩定宏觀經濟，短期內必須忍受一些調整的痛苦。

第二，一系列已經發生的原材料價格上漲，必然導

德意志銀行大中華區首席經濟學家  
馬駿



統計局報道中國去年農業大豐收，表明內地農產品價格上升基本上不是供給面的問題，而相當程度上是投資性需求拉動。

## 和黃「擇」星 為香港敲響警鐘

路透專欄撰稿人  
Wayne Arnold

熱點透視

香港企圖成為亞洲主要金融中心的雄心慘遭一記重擊。香港最大集團之一——和記黃埔（0013）選擇新加坡作為香港及華南部分港口業務掛牌上市的地點。簡單來說，和黃作此選擇，是因為新加坡能夠以信託基金形式上市交易，而香港沒有。但這個事件應該視為新加坡努力提升資本市場競爭力的成果。

### 雙城之爭 新加坡拚命進取

在新加坡與香港的雙城之爭裡，新加坡一直是較為苦心規劃，甚至拚命進取的一方，其優勢便是來自於長期戰略布局。新加坡的信託基金法是10年前全面檢視工作的一部分，目的是因應製造業外流至中國內地，設法重建新加坡的競爭力。根據這項檢討工作，新加坡開始將自己打造成私人財富管理中心及合法賭場重鎮，並且躋身為一級方程式賽車據點。新加坡的法令吸引眾多掛牌上市的房地產投資信託（REIT）

進駐。對富裕人士而言，新加坡的信託基金提供了停泊資產的渠道，而且能夠維持某種程度的家族控制。航運業者發現，新加坡的信託基金市場可以巧妙地讓投資者出錢買船，再由航運公司承租使用。

對於和黃而言，儘管在信託基金本身只持有25%，但信託基金形式讓它能以信託管理人的身份對港口保有掌控地位。這或許可以讓和黃免於在中國遭到課稅，而相關港口的獲利能夠以股息發放，因新加坡不對股息課稅。

### 信託基金上市 港限房地產

這項上市計劃在新加坡也引起熱烈反應。根據IFR Asia數據，這宗上市案可能集資高達60億美元，超過去年新加坡所有新上市案的金額總和，這是對新加坡交易所投下一張強力的信任票。新加坡交易所目前正在爭取監管當局批准與澳洲交易所合併案，金額達83億美元。

香港確實有准許以信託基金形式上市的規定，但只限於房地產相關資產。香港被視為相當開放的市場，但經過新加坡這次勝出，香港或許已經感受到進一步放寬限制的壓力。

## 煤炭供應緊張不利鋼企

敦沛金融分析員  
郭子聰

澳洲大雨造成的影響已逐漸浮現，其中昆士蘭省相關的煤礦產業受影響情況尤其嚴重，更對當地經濟構成沉重打擊。另一方面，昆士蘭省煤礦停產的影響，亦已開始擴散至整個亞洲區。

澳洲北部受洪水影響，煤礦產業繼續停工狀態，但目前仍無法確定哪些煤礦何時能夠恢復生產。昆士蘭擁有的煤礦，產量佔澳洲煉焦煤出口的絕大多數，並相當於全球煉焦煤出口量的三分之二左右。至於動力煤方面，澳洲則是繼印尼以後的第二大出口國。參考2009年數據，澳洲總煤炭（包括煉焦煤和動力煤）出口量達到2.59億噸。

除澳洲煤礦商的供應中斷外，部分基建設施如運輸系統亦有不同程度的損壞。因此，即使煤礦可以復工，實際上還需要其他配套設施的修復配合，令整體煤炭出口量難以在短時間內迅速恢復。事實上，早前澳洲央行理事Warren McKibbin估計，是次洪水有可能令澳洲經濟增長減少1%，以澳洲1年國內生產總值（GDP）為1.3萬億澳元計算，1%即相當於約130億澳元。

### 澳洲水災困擾亞洲煤炭市場

今次大雨不但對澳洲經濟有影響，亦影響了煤炭以及相關資源價格，而首當其衝自然是煉焦煤。如上所說，澳洲作為全球最大煉焦煤出口地，其出口量的變動對區內以致整體市場都有影響。現時澳洲大部分的煉焦煤都是出口至亞洲國家，因此，對亞洲市

場影響較大。當中以日本和印度的比例較高，而中國和韓國的比例略低。在這四國之中，只有中國相對擁有較豐富的煉焦煤資源，但要於短時間內提高產量亦未必可行。

當然，各國本身都可能存有一定庫存量，亦因此令現時煤價升勢仍算較受控。不過，煉焦煤價格升勢持續將影響到其他與煤炭相關的行業。雖然，澳洲以外的煤價升幅會較低，但仍然拉動了其他地區的煤價向上。以中國為例，內地現貨煉焦煤價格去年12月已經升近7%。現時每噸硬焦煤的價格約為250美元，而市場對煉焦煤需求逐漸升級，市場更有分析預期硬焦煤價格可能超越08年1月時（當時澳洲亦因水災影響供應）每噸350至375美元的歷史高位。

### 成本上升或減低鋼企毛利率

煤價上升，部分煤企或可能因此受惠，但對鋼鐵企業卻屬負面。煉焦煤是鋼企用作煉鋼的材料之一，而煉焦煤價格上升將會反映在鋼企的成本。如果鋼企無法完全將上升的煤價轉移至售價上，成本的上升便會對鋼企的毛利率構成負面影響。

另一方面，當煤價上升，由於實際煤炭供應下降，整體鋼材生產量亦有機會下跌。鋼鐵生產量下跌，會令其他生產鋼鐵相關的資源需求下降，其中包括煉鋼的另一主要原材料鐵礦石。如果鐵礦石價格下降，或許可以抵銷煤價升幅。不過，從暫時的情況而言，市場對鐵礦石需求未見大幅減低，鐵礦石價格亦未有下降跡象，但投資者仍需要留意有關風險。值得注意的是，從成本角度而言，鐵礦石價格變動對鋼企盈利的影響一般會比煉焦煤價格變動的影響為大。

## 愛爾蘭債務危機的啟示

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員  
戴道華

繼希臘之後，愛爾蘭成為歐洲主權債務危機的下一位受害者，被迫向歐盟求援。在2010年底，歐盟、國際貨幣基金組織以及英國、瑞典、丹麥等聯手向愛爾蘭提供總值850億歐元的援助，令危機終於有了具體的解決方案。為換取援助，愛爾蘭承諾重組銀行體系，通過削減開支和加稅等手段在2015年底之前把預算赤字降至GDP的3%之內，在2014年底前把政府債務降至GDP的100%之內。

愛爾蘭與香港雖然相距遙遠，而且經濟結構十分不同，但同為細小、開放和自由的經濟體。愛爾蘭人均收入在危機前比香港還要高，而且她一直維持著較香港還要低的企業利得稅標準稅率，因此愛爾蘭債務危機及其解決既突出了香港的優勢，也為香港帶來不少啟示。

在危機爆發之前，愛爾蘭經歷了長達12年的快速增長周期，其經濟成功從農業主導向知識型經濟主導轉型，發展重點轉移到服務業和高科技產業，增長動力主要來自貿易、工業和投資。綜合World Bank、IMF和OECD的統計，愛爾蘭名義經濟總量在2009年時（危機已經爆發）約為2,270億美元，高於香港的2,090億美元，惟其人口只有445萬，故其人均GDP高達51,000美元，顯著高於香港的30,000美元，甚至在OECD和歐盟當中都位居前列。

### 銀行業受累房地產泡沫爆破

不僅如此，2008年時，愛爾蘭經濟在美國傳統基金會的全球經濟自由度排名居第三位，在全球僅次於香港和新加坡。其經濟成就有賴於具競爭力的12.5%企業利得稅標準稅率，以及歐元區低利率等因素的支持。

然而，其高增長的不可持續性與美國如出一轍，即存在嚴重的

房地產泡沫和高槓杆、高負債。在高峰時期，愛爾蘭銀行向建築商和發展商的貸款相當於所有銀行信貸的28%或是零售銀行的全部公眾存款。美國次按危機和金融海嘯令愛爾蘭房地產泡沫爆破，其銀行業旋即陷入危機。

愛爾蘭官方在2008年9月承認經濟陷入衰退，是歐元區當中首個陷入衰退的經濟體，實質GDP繼2008年收縮3%之後，2009年再收縮7.1%，直至2010年上半年仍在正負之間反覆。為拯救銀行體系，愛爾蘭亦走把銀行國有化、接管資產、注資之路，這樣就令其政府財政負債劇增，財政赤字相當於GDP的比率在2009年升至14.3%，遠超歐盟3%的上限。

不僅如此，愛爾蘭政府、企業（主要是銀行）和個人對外總負債在2009年高達2.25萬億美元，相當於愛爾蘭同年名義GDP的9.9倍，令愛爾蘭成為全球第二大負債國，僅次於盧森堡。愛爾蘭的家庭負債相當於其可支配收入的比率，也達到發達經濟體當中最高的190%。

### 經濟不景增稅減債苦口良藥

在這種情況下，主權債務危機的解決只有借助外力。2010年11月，愛爾蘭終於向歐盟求援，並獲得總值850億歐元的援助。其中，100億歐元將用於補充銀行資本，250億歐元將用於銀行緊急基金，500億歐元將用於財政預算。

為此，愛爾蘭政府作出多項承諾，其中較為突出的計有對本身財政預算作出150億歐元調整，100億歐元為削減開支，50億歐元為增加收入；在2015年前把預算赤字削減至GDP的3%之內；在2014年之前把政府債務降至GDP的100%之內；最低工資削減1歐元至時薪7.65歐元；維持12.5%的企業利得稅標準稅率不變；調升個人所得稅；把增值稅稅率從21%加至23%。在經濟不景時，削減開支和增加稅收是十分痛苦的，但要根本解決債務危機，這種痛苦就不可避免。

【四之一】

## 人行加息無礙國企發展

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

中國財政部於1月17日公布數據顯示，不包括國有金融類企業，2010年全國國有企業的累計實現利潤同比增长37.9%，至19,870.6億元（人民幣，下同），創歷史新高。明顯地，自從金融海嘯後，國企的營運優勢有持續增加的跡象，此消彼長下，民企競爭力形勢顯得較弱。

根據國家統計局的數據顯示，截至去年11月，全國規模以上工業企業的利潤，國有控股企業實現利潤高達11,924億元，同比增长59.1%；而私營企業實現利潤為10,430億元，同比增长49.4%，兩者的增長率相差高達近10%。雖然兩者均錄得可觀的利潤增長，但在宏觀經濟的角度下，國企規模及增長越大，反映民企在內地的競爭能力相對下降，多個行業形成寡頭壟斷，對內地整體經濟發展並非好事。

### 內銀放貸優惠向國企傾斜

國企的優勢，最明顯的主要是得到銀行放貸的優先權及優惠條款，和絕對的信任。曾有研究報告顯示，在2001至2005年期間，國有企業從銀行獲得貸款的成本比市場總平均成本低133基點。以此推算，以相同的項目回報率及負債比率計算，國企的股東回報率會因為較低的融資成本而大大提高。另外，國企的貸款成本較低，變相更鼓勵了它們融資發展，在此雙重的動力下，在中長期而言，國企的增長率會大幅拋離民企。

從事業管理的競爭力來看，國企亦

同樣存在絕對的優勢。國企的背景使然，人才傾向於進入得到國家「照料」的企業工作。由此，民企選得一流人才的成本當然較高。國企優於民企一向是個不爭的事實，但自從金融海嘯後，中央政府為應對內地經濟危機，出台了大量的刺激經濟政策，在「親屬」關係下，國企當然比民企，甚至外企得到更多益處。

### 國企繳稅佔全國總稅收33%

再者，民營企業由私人股東組成，股東會傾向要求穩定的股息回報，而明顯地國企的股息率一向偏低，除了是因為前景良好而避免派息降低增長率外，國家亦傾向於保持較低的派息率以提高中數稅收。財政部數據顯示，國企去年的應繳稅款高達25,316.8億元，為全國總稅收的33.7%。

隨着「十二五規劃」，中央強調解決貧富差距的需要，相信國企的利潤將會更好地派發，一般而言很可能通過二種方式：一，增加國企的股息派發；二，增加國企「紅利」的上繳比例；據財政部公布的《關於完善中央國有資本經營預算有關事項的通知》，現時國企的上繳紅利比率最高僅為15%。由於上繳紅利可以由國家再分配所得利益，因應產業或民生需要，從這看來，第二種情況將會是未來國企的大方向。

回應文題，中國加息對國有企業沒多大的影響，因為即使貸款息口上調，國企的融資成本仍然較低。相反，在加息情況下，預期息差收入降低的商業銀行會因為國企減少融資而利潤下降，所以會傾向上調更高的貸款息率以彌補收入下降。

## 港府應恢復定期賣地

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師  
陳東岳

獲得文匯報邀稿，首先跟讀者說聲：你好！想在這片專欄談一談一些土地房屋政策的課題，希望大家不吝指正。

地政總署早前公布，賣地收入在本財政年度暫有417億元，加上同期補地價或換地約177億元的收入，總數達594億元；到本財政年度屆滿之時，有機會挑戰07/08年度創下的631億元歷史高位。上述數字反映市道暢旺，發展商對後市樂觀，勇於補充土地儲備。筆者想藉此機會談談香港的供地政策。

賣地收入是香港開埠以來，最重要收入來源之一，基本理念是讓使用土地者「有償」使用土地，土地使用者通過公開競投，取得土地長期批租租約，所支付的地價，回饋到政府庫房，再由政府重新分配到各個社會上的公共開支環節。

### 房產保值為社會穩定基礎

筆者當年在地方政工作，跟師兄傾談時，他們每次都否定政府有「高地價政策」存在。他們所持的道理是，香港天然資源匱乏，只有有限土地可供發展，必需限量發售，讓土地房產保持平穩價值，而土地房產保值是社會穩定的基礎。政府是所有土地的擁有者，有必要為土地供應及穩定土地房產價值把關。

港府發售土地批租租約是透過公開拍賣或招標形式進行，價高者得，亦是由於這個原因，令人有「推高地價」的感覺。

但從經濟學理論來看，讓使用土地最高效率的人以其最高出價來奪得土地使用權，是最合



港府連番出招後，樓價仍居高不下，部分名牌屋苑成交價甚至創新高。

資料圖片

乎公眾利益的。

### 調節土地供應要因時制宜

記得特區政府上場後曾推出「八萬五」，是大量增加供應的政策，結果怎樣大家都知道了。特區政府於2004年推出勾地制度，讓市場去決定供應量，沿用至今，樓市得以穩定下來。到近期世界經濟變局，國際量化寬鬆令本港資金泛濫，利率低企，市場對房地產需求不斷升溫；政府連番出招後，近日交投稍降，但樓價仍居高不下，部分名牌屋苑成交價甚至創新高，開始脫離一般市民負擔能力。

從民生角度看，房屋是必需品，房價太高令新置業者無從上車，不利社會穩定。故此政府是時候因時制宜，適量調節土地供應，應考慮恢復定期賣地，與勾地制度雙軌並行。