

# 歐債危機雖緩和 通脹成各國難題

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

歐債問題已成為歐元區的結構性問題，而此問題本周似乎有緩和的跡象；再加上多方數據顯示通脹問題嚴重，令焦點再次回到困擾多國的通脹問題上。

■英國通脹率由3月份的4%勁升到4月份的4.5%，但該國經濟疲弱，令央行進退兩難。圖為英國倫敦市。 彭博社



在討論通脹問題前，首先談談歐債問題的最新發展。國際貨幣基金組織總裁卡恩於周末前往歐洲的時候被捕，並於周四（19日）宣布辭去IMF總裁的職務。由於卡恩一直堅持並推動IMF對希臘、愛爾蘭和葡萄牙等國施以援手，市場擔心IMF權力真空將對援助希臘的計劃帶來變數，為歐債問題加添不確定性。

雖然卡恩被捕，但歐元區財長會議卻仍照常召開；歐洲財長在周一舉行的布魯塞爾舉行的會議中，通過對葡萄牙提供780億歐元的紓困貸款方案，令歐債問題有所紓緩；另外，作風鷹派的意大利央行行長德拉吉，獲歐洲多國及歐元集團主席提名角逐歐洲央行行長，市場認為作風鷹派的德拉吉上場將對歐元有利，使市場迅速消化IMF主席卡恩被捕的消息，而本周歐元走勢亦見回穩。

此外，歐央行行長特里謝亦繼續為市場派「定心丸」：表示目前歐洲不存在歐元危機，只有財政危機，強調歐元是值得信賴的貨幣，而歐央行將繼續致力於確保物價穩定。

在多方的歐元區內各方的「努力」下，終於成功將市場關注焦點暫時轉離歐債危機的問題，並在強勁的通脹數據帶領下，回到一直困擾多國的通脹問題。

數據顯示，西歐國家的通脹正不斷升溫；歐元區4月份通脹率達2.8%並創30個月以來新高，而歐盟委員會在歐洲經濟前景報告中將歐元區2011年平均通脹預期從2.2%上調至2.6%，並預計歐元區經濟增長率2011年將增長1.6%，2012年增長1.8%。

英國方面所面對的通脹問題更加嚴重；英國通脹率由3月份的4%勁升到4月份的4.5%。不過，周三（18日）英國央行公布的5月份貨幣政策會議紀錄顯示，官員們擔憂當地經濟疲弱，難以承受收緊貨幣政策的損害，令英國央行進退兩難，最後貨幣政策委員會決定繼續維持基準利率於0.5%不變。

美國亦同樣如英國般處於兩難局面；聯儲局公布4月份的會議紀錄顯示，雖然聯儲局認

為目前的物價上行壓力是暫時性，只是由能源和商品價格上升所帶動，但亦決定把2011年美國通貨膨脹率調高到2.1%至2.8%的區間，並會密切關注通脹水平和通脹預期的變化情況。

不過，聯儲局強調通脹升溫並不反映近期將開始緊縮政策，表示在美國經濟能承受前並不準備執行收緊貨幣政策，暗示加息會損害目前疲弱的美國經濟，短期內美國亦會將息率維持在歷史低位。

然而，當緊縮政策時機成熟時，聯儲局表示會傾向先加息後出售資產，反映聯儲局資產負債規模不會於短期內減少，使市場預期資金流動性充裕的情況短期仍可維持，反而使近期偏軟的商品價格反彈，刺激多種商品周三（18日）急升；紐約期油當日急升逾3%、大豆、玉米及小麥期貨亦分別升2.9%、4.1%及6.9%，強化了通脹升溫的憂慮。在目前能源、金屬及糧食等商品價格均維持在高位的情況下，相信高通脹還會維持一段不短的時間。

## 資源價格調整 造就新興市場

敦沛金融證券業務董事  
施俊威

近日出現在過去兩年以來，其中較大型的調整市，天然資源及能源股都有資金撤出的蹤影，然而從基金流轉數據中，EPFR 統計指出整體資金仍持續淨流入股市內。石油期貨價格波動幅度近日大增，價格更向淡發展，觸發點可能是芝加哥商品交易所提升期油交易按金25%所致，原油重回100美元的關口以下作喘息。期貨合約的按金原是市場內投資者在合約到期前所付的保證金，結算所收取並藉以確保合約可有效進行交割，免除買賣雙方違約的風險，因此按金要求一般都可滿足每日市場價格的上落。

而從參與者的角度來看，按金亦是進入市場的門檻，因此交易所往往藉此壓制熱錢投機的活躍度，減少各方的持倉量亦減少投機者的槓桿倍數。現時情況看來，交易所內的投機成份可隨按金提升而減去不少。

從過去兩周油價的升跌，可見油價升至2008年後高位114美元後，急速下墜至94美元，波動速度叫監管機構有所顧慮，芝加哥交易所早前亦在白銀期貨按金上大動手術，兩周內數度提升按金總計近84%，形成貴金屬價格急速調整的格局。

### 資金轉投醫護及生科股

數據反映出近日投資者棄投商品、能源、公用及科技類股，轉向醫護及生化科技類別股份，按星期計以上兩組行業股份吸資水平更創出了紀錄。

除此以外，金融及房地產基金都有穩固的資金吸納。事實上，早前天然資源及能源價格已走進

金融海嘯後的新高區域，持續的不明朗地緣局勢加上突如其來的大災，都對全球資源供應構成影響；另一方面新興市場需求卻沒有止息的跡象，商品價格見調整的開端，可能令新興市場爭奪資源的情緒更為高昂。根據EPFR 報告指出，新興市場基金連續6 星期成功吸資，近星期流入金額達12億美元，而數星期總額更吸入150 億美元。在一貫的通脹威脅及全球經濟增長放緩困擾下，新興市場確有持續吸引資金注入的魅力。

但若細看國家基金的分類，四大金磚國的前景卻較模稜兩可，反映此時刻投資者信心仍未見回穩，而本年強者俄羅斯基金卻在近日商品價急挫中仍意外地受資金追捧，本年至今更只有1星期的淨流出，猜測投資者視商品市場調整為吸納的良機。EPFR 指出韓國及越南兩地國家基金吸資較穩定，同期相對拉美、亞洲(不包日本)及中國股市卻有較大的外流，印度再次加息及中國央行高調收緊貨幣政策出台，阻礙資金流入的信心。

### 亞太區基金終止4周撤資

然而亞太區基金已見終止4星期的撤資，情況不是想像的惡劣。美國股市年初至今表現強悍，淨吸金額高達350億美元，相對優於去年同期流入的189億，更遠勝前年的淨流出281億美元。但若察看債券基金的一組數字，卻見資金持續從歐美債市撤出，能夠吸資的債券只有高息、浮息的環球新興市場債券產品，傳統上抗通脹的效能亦較顯著。

歷史上，美匯指數主導新興市場資金的進出。當美元兌主要貨幣維持強勢，投資者則會減少投資新興市場資產，2008年就是很好的證明，而美匯弱不禁風時卻是新興市場飽吸資金的好日子。

## 港鐵新增兩地紓緩市場豪宅需求

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師  
陳東岳

港府批出兩塊地皮予港鐵發展上蓋物業，估計為市場提供約6,500住宅單位，當中包括逾2,000呎大單位，可紓緩目前市場對豪宅的強勁需求。

兩幅地分別位於前黃竹坑邨，及前山道道第一期用地，前者是港鐵南港島線黃竹坑站上蓋，後者是觀塘延綫及沙中線交匯的何文田站上蓋，兩者均是戰略性位置，可塑性甚高的項目。

當中黃竹坑邨用地建議興建14棟樓高27至38層住宅大廈，共提供約4,700戶，平均760呎，包括20%限作500呎以下單位，另有約50萬呎作商業用途(其中需預留約16,000呎作社企、政府機構及社區設施)。這個項目鄰近海洋公園及黃竹坑工業區、海洋公園近年銳意發展酒店、娛樂及旅遊設施，而黃竹坑工業區亦受惠於港府活化工業政策

及港鐵概念，配合海洋公園的發展，工業區勢將轉型成旅遊、酒店、商貿區。

黃竹坑站上蓋提供一個約20,000人口的新社區，地段高層有香港仔漁港及南朗山一帶景色，將來勢將發展成一個類似太古城的新地域性中心。

至於前山道道地皮，則有兩條鐵路交匯點及有九龍中部制高點東南西三方270度景觀的優勢。建議興建10棟約25層高住宅大廈，提供1,400至1,800個，面積由400呎至2,000呎不等的單位。這是未來九龍中部豪宅區，雖然如此，估計因為這是鐵路站上蓋，交通方便，港府亦預設一些細單位好讓小家庭亦有機會選擇在此居住。

有論者認為兩塊如此靚地，不宜做中小型單位，但筆者理解，在半政府機構發展商經營的情況下，不能不全面考慮來自市場各個群組的需求，或許港鐵在與政府洽談補地價時，因為提供細單位可獲扣減部分地價。

## 加電價有助解決「電荒」

路透社專欄撰稿人  
John Foley

熱點透視

中國正面臨「電荒」。這個全球第二大經濟體目前發電量不足，部分公司被要求無電運營。一些官員表示，今年缺電情況比曾採取限電措施的2004年更加嚴重。造成今年這種狀況的部分原因是大宗商品價格太高，但是，正是因為中國不願讓市場發揮作用，才導致供電緊張由問題演變成危機。

煤炭價格上升，令中國發電廠苦不堪言。煤炭發電佔中國發電總量的80%，而據該國中央媒體報道，地方指標煤炭價格已經接近三年高位。發電廠受到不同程度的打擊，因國有電網公司向其支付的上網電價都是固定的。由於提高發電量只會增加虧損，所以電廠並不願滿足國內需求。與2004年發電廠開足馬力生產有所不同的是，目前電廠產能高於電力消費水平。

目前為止，政府電價上調幅度遠遠不夠：2007年以來電價只上調了15%，而同期煤炭價格已大漲近75%。誠然，中國工業企業並沒有討價還價的餘地。他們要為每千瓦時用電量支付12.3美分，美國同業只需支付7美分。但其實這還是體現了發電投入成本的差異。美國煤炭發電約是中國的一半，其餘發電都來自成本較低的天然氣與核能。

電價上調最終會壓低需求，但一切可能助燃通脹的行為都讓政府惶惶不安。4月通脹率已經觸及5.3%。此外，一些利潤最低的能源密集型大型國有工業企業也可能對地方政府施加影響。

長期來看，提高電價或將有利於中國。一方面，這有助於中國政府實現其嚴格的節能目標。「十二五」規劃要求減少每單位國內生產總值(GDP)的溫室氣體排放量和能源消耗量。減少發電可以幫助中國在短期內實現這個目標，但要實現可持續節能的目標，市場定價無疑好過人為限電。

## 中國工資急漲 人口紅利漸減

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

中國生產成本上升迅速，加上人民幣兌美元及歐元大幅升值，而且，在國內營商需要向政府部門保持關係，這亦間接提高了國內營運的成本，促使一些跨國製造企業有意回流，這情況在中央政府實行每年最低工資增長後逐步顯現，在近年國內物價上升增速，為跨國企業提供更大理由出走。

受惠於20多年來勞動力的無限供給，中國的製造業和服務業以高速成長，亦為中國帶來每年巨大的外貿順差和龐大的外匯儲備，但國內物價不斷上漲，推升工資水平，最直接的打擊是中央政府規定各省市每年制定最低工資增長率，為國內企業增加不少壓力；當中，以跨國企業所受的打擊較為嚴重：1. 人民幣升值，跨國企業的成本增長率比國內企業更高；2. 中國近年取消了部分對跨國企業的免稅優惠，減少了吸引外資的寬厚條件；3. 外資在國內營商通常會遇到比國內企業更多的行政機關，相對優勢較少；4. 在最低工資增長立案後，國內企業更懂得如何有效迴避法規；5. 國內企業在招聘人手方面佔據地利。

### 企業工資佔總成本穩升

2010年出版的中國企業成本追查顯示，從2008年開始，92%的企業出現了原材料成本不同程度的上漲，而同期有超過75%的受調查企業表示工資佔總成本的比例穩步提升。中央政府於「十二五」期間更提出工資翻番的計劃，表示國內未來五年工資將會平均增長15%，意味着中國企業成本將會水漲船高。全球商業諮詢公司Alix Partners於2010年初便發表了一項成本優勢研究顯示，中國的成本優勢排名

自2009年的第4位降至第6位。所以，除非是為了中國龐大的國內銷售市場，外國公司沒有多大理由維持把生產基地設在中國。

相反，美國總統奧巴馬早前宣佈了為經濟持續改善而擬定的計劃中，復興美國製造業是其中一個關鍵部分。過去40年，美國製造業的僱用工人數一直下降，但企業的生產率卻獲得很大提高。美國製造業再次崛起的前景很可能是，更多的美國企業轉而生產節約勞動力的新科技，製造更為精密的產品。

根據諮詢公司環球通視(HIS Global Insight)的數據，2010年中國佔全球製造業產出19.8%，略高於美國19.4%。波士頓諮詢集團早前亦對中國製造業進行評估，預期中國未來五年每年工資平均上漲17%，大幅高於美國工資增長預期的3%。在購置設備等固定資產的成本大致相同的基礎下，到2015年，許多出口至美國的產品製造方面，中國將會損失過去對於美國市場的成本優勢。

### 部分產品回流美國製造

較可能的預測是，隨着中國製造業成本和航運成本上升，一些生產量小、設計多樣化的產品很可能會逐步回流至美國製造，如此，單以北美銷售區而言，美國很可能於數年後超越中國成為當地主要生產點。而一些大批量生產、設計相對固定的產品，則很可能會保持在中國製造。

還有一點值得留意，若中國工資水平保持雙位數，這將會持續推高國內通脹水平，間接造成資產價值下降。以90年代中期為例，中國的消費物價經常超過10%。近年經濟學家熱議中國經濟很可能進入路易斯拐點，意指在工業化過程中，勞動力從過剩轉為出現勞動力短缺的經濟現象；路易斯拐點出現，會令人口紅利逐漸減少。

## 「美國標準」和「中國利益」間的較量

復旦大學經濟學院副院長、金融學教授  
孫立堅

聯合 Blog

今天，從經濟層面上講，下一輪佔據世界經濟主導權的候選國家似乎出現了「多元化」的態勢——已經不再是一直以來擁有技術優勢、品牌優勢和定價權優勢的美國這一家在掌控着未來的發展方向，而是以新能源產業為代表的、咄咄逼人的「歐洲標準」和建立在此基礎上的「歐洲市場」也在向美國「襲來」。

另一方面，以中國為代表的擁有巨大的生產能力和龐大市場潛力的「金磚五國」以及更多的新興市場國家，更是出現了漸漸壯大自己、謀求製造業國家「共同利益」的整合趨勢。如果美國無視新興市場大國崛起的速度和力量，不將其納入到「美國標準」的框架下，那麼，美國經濟債務繁榮和產業空心化的軟肋就會讓它漸漸失去美國貨幣、金融和創新方面無與倫比的國際競爭力，就很難維持今天美國一統天下的世界政治和治理的格局。

### 美關注中歐合作力度加大

而可能讓美國更擔心的是，一旦中國等新興市場國家加大了與歐洲陣營的合作力度，那麼，以「新能源」的新型戰略產業為代表的「歐洲技術」，就可能擠出當年在IT行業上曾用自己的「智慧」打敗了「日本技術」的「美國標準」。所以，不僅是中國，要打破以壓「中國產業競爭力」為代價的「美國標準」的攻擊，以保護今天順利完成結構調整、讓中國經濟更上一個台階的「中國利益」，而且連美國，它更會思考拿捏過制「中國崛起」對美國構成壓力所需要的制裁手段，和尋求中國「認同」乃至得到中國實質性幫助所需要的、即維護「美國標準」又認可「中國利益」的中美合作戰略格局這「雙重目標」之間的分寸。

誰都知道，站在鮮明的對立面上來謀求對話的成果是不務實的做法。所以，儘管美國對中國人民幣匯率問題十分敏感，而且在過去和自己貿易夥伴的匯率談判中雖然很艱苦，但美國都以自己的最後「勝利」而告終；並涉及到美元主導的國際貨幣體系的穩定問題，因為人民幣按照美國期待的大幅升值的做法可能會威脅到中國經濟的國際

競爭力，更加會影響到中國動用存量的海外資產為國家結構調整作貢獻的成本，最終會導致中國政府積極加入歐洲改革「國際貨幣體系」的陣營中。

此外，這些年來美國一直在尋求新的增長方式和重新打造美國競爭力的「再工業化」戰略，而這一戰略最大的競爭對手來自已經確立「世界加工廠」地位的中國，而簡單靠打匯率仗、貿易仗，效果不見得明顯，甚至最多把中國拖入「兩敗俱傷」的局面。所以，美國又開始像當年打敗日本製造強國威脅所採用的「遊戲規則」改變的策略一樣，來尋求重新打造未來在製造業市場中「美國標準」的機會。只是這次不同的是，把中國這個競爭對手一起放到確立「美國標準」的陣營中，即和歐洲技術相當的美國新興產業，比如，新能源戰略的實施中，爭取和中國進行最大程度的合作，以確保讓「美國標準」的這類新產品在「中國製造」過程中形成無與倫比的「性價比」競爭力，由此擠出缺乏性價比競爭力的「歐洲標準」這一至關重要的結果。

這種戰略的用意就在一箭雙鵰：一是通過競爭的新標準確立，把中國已經在傳統產業中越來越強的競爭力給逼出，讓其「產能過剩」，失去中國崛起的重要動力來源。二是通過跟中國的合作，在「標準」的競爭上，再次出現當年戰勝醞釀多年的「日本技術」的結果，讓歐洲經濟的技術和市場實力失去「落地」的機會，以至於前期他們大量的投入無法在「美國標準」下獲得自己利益上必要的補償。

### 須堅持「自由貿易、開放競爭」

因此，中國一定要恪守「中國利益」為第一的原則，再來尋求美國所建議的「共贏發展」的訴求，比如，我們要堅持美國過去一貫倡導的「自由貿易、開放競爭」理念的「華盛頓共識」，通過美國人容易接受的「擺事實講道理」的做法，闡明中美經濟失衡的解決辦法一定要建立在各國雙贏基礎上的重要性和必要性；比如，爭取美國對中國近來減持美國部分國債以購買美元計價的工業資源、技術等硬財富的舉措上，最大程度的理解和支持給予實質性幫助，並強調用「匯率與貿易戰」來解決問題的危險性。

(摘自孫立堅個人網誌，本報有刪節)