

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

歐元區邁步建財政聯盟

在日前舉行的G20峰會上，各國領導通過了《洛斯卡沃斯宣言》，強調G20成員需要推動經濟增長和促進就業，以恢復市場之信心。

此外，在增資問題上，是次峰會更出現了重大突破，與會各國承諾向國際貨幣基金組織增資逾4,500億美元，高於組織此前定下的4,300億美元目標，使援助和貸款能力超過此前的兩倍，大大加強國際貨幣基金組織穩定全球金融穩定的能力。

除此以外，峰會之焦點當然是歐債危機，各國領導人均向歐元區施壓，要求歐元區採取一切的政策措施來保障歐元區的完整和穩定，完善金融市場的功能，打破政府公共債務和銀行業之間的惡性連帶關係，從而更進一步為打造經濟和貨幣聯盟、實現更加完整的金融構架。

在多方壓力下，德國之取態亦有軟化跡象，有報道指

出，德國將同意歐盟運用現時兩個歐洲救助基金；2,500億歐元的歐洲金融穩定機制 (EFSF) 及5,000億歐元的歐洲穩定機制 (ESM)，買入意大利及西班牙國債，從而壓低當地借貸成本。

若這方案一旦達成，這將標誌着歐洲救市基金首次直接購買主權國家債務，並傳達出歐盟將會全力支持其他財政疲弱國之信息，有助於恢復市場對歐元區之信心。

另一方面，更重要的是，倘若方案達成，即意味着向來強硬的德國政府的政策方向有着重大改變；因為早前希臘、葡萄牙及愛爾蘭申請援助時，德國均強調這些國家以執行緊縮措施作交換條件，但如報道所指，以歐洲金融穩定機制 (EFSF) 及歐洲穩定機制 (ESM) 直接購買意大利及西班牙國債，即等於無條件參與救助，顯示德國對援助財政疲弱國將會採取更積極態度。

德國的阻力減弱，歐盟領導人於即將舉行的歐盟峰會

上，達成經濟刺激措施的機會將可加大，如法國總統奧朗德提出的歐洲增長契約，加大高新技術行業、公共事業基礎設施等行業的投資，推動經濟增長，幫助財政疲弱國度過難關。

除刺激經濟增長作為解決歐債危機的其中一個途徑外，法國更建議，考慮設立歐洲贖回基金，一旦歐元區國家債務對國內生產總值 (GDP) 比重高於60%，即可將該國多出的債務放進歐洲贖回基金內，而該基金將由歐元區各個成員國一起承擔。

高於某上限之債務可與成員國共同分擔，這意味着各國之財政需要受制於某些監管，即建立起財政聯盟，似乎歐元區正一步一步向這目標進發，雖然路途仍然遙遠，但從近日事件之發展可見，前進之阻力已愈來愈小。



■歐元區正一步一步向建立起財政聯盟的目標進發。 資料圖片

內險股存隱憂只宜短線操作

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

有指內地險資投資渠道有望放寬，其中包括降低險資投資基建的門檻、處理養老金等委託資產、容許險資購入銀行信託理財，以及發行險資管理產品等，一方面擴闊險資的投資範圍，提升投資的多元性，減低險資的投資壓力，有利提升險資的潛在回報，推進整個保險業的長遠發展。

保費增長放緩 投資收益驟減

無可否認，險資限制放寬，對保險企業而言，具有相當的正面作用，惟由於措施落實需時，縱使出台後，成效也仍待觀望，預期只會對內險股股價構成短線刺激，而行業內亦存在不少隱憂，除了保費增長放緩外，投資收益驟減也是另一利淡因素，整個內險業的前景未算吸引，只宜趁消息作短線操作。

國家保監會數字顯示，今年首4月內險保費收入的同比增速，較首季減少1%，至3.7%，金額為5,922億人民幣(下同)。保費收入增長減慢，一方面是因為當局加強了對銀保銷售的監管，令保險產品的銷售受到掣肘，同時也因為近年內地資本市場表現欠佳，拖累投資收益，進而減低保險產品的吸引力，並增加保險公司的退保率，去年內地四大保險企業總計退保金額就達到655.7億，按年大幅增加六成。

現時在險資投資中，以固定收益資產為主，而內地經濟近年呈現放緩，歐債危機對歐洲的經濟造成深遠的打擊，內地進出口首當其衝，而信貸活動又未見活躍，企業發展意慾不高，此皆利淡資本市場、險資投資回報及保險產品的銷售。

觀望減息效用 行業前景中性

此外，內地連番下調存款準備金率，早前亦宣佈減息，減息表面上看似不利於險資回報，但由於措施反映當局放寬銀根的意慾，亦預期下半年續有降低存準金率及利率的空間及機會，有助提振市場信心，加上當局是次減息之餘，又同時拓闊存貸利率的浮動區間範圍，造成不對稱減息，而若以存款利率上限計，存款息率實際有所上升，對內險股形成雙重利好。

不過，內地減息能否扭轉企業對宏觀經濟前景的信心，從而增加其貸款發展之意慾，現階段仍言之尚早，內地資本市場續存在不明朗，險資投資收益短期暫難有突破，加上銀保銷售受限，產品銷售及保費收入料走疲，險資渠道放寬縱屬利好，惟屬中長線因素，對於改善保險企業年內盈利，幫助相信有限，整體來說，內險展望只是中性。行業中，以平保(2318)較為可取，主要因為其銀行業務發展理想，有利盈利展望，而銀行及保險的雙線發展模式也甚為可取，競爭力較強，有望於業內突圍。

歐央行應出手恢復市場信心

瑞德證券亞洲首席經濟學家
沈建光

支持緊縮措施的希臘新民主黨在6月17日的大選中勝出，暫時緩解了希臘退出歐元區的擔憂。但隨後，投機者開始狙擊西班牙，就在希臘大選的次日，西班牙10年期國債利率高達7.19%，達到了自歐元區問世以來的最高點。不同於希臘的是西班牙面臨的主要問題是房地產泡沫破裂引發的銀行風險加大。

因此，平穩金融市場動盪、打擊非理性投機行為、恢復市場信心，歐央行該登場了。從短期來看，歐債危機出現以下正面消息，具有積極意義。

投機者目光轉向西班牙

一是希臘支持緊縮的政黨贏得議會選舉。支持緊縮與留在歐元區的黨派新民主黨和泛希臘社會主義運動的得票率分別為30.1%和12.6%，列第一位和第三位，加上新民主黨因為得票最多而額外獲得的50個席位，兩黨在300個席位的議會中獲得席位超過了半數，得以組閣，希臘短期內退出歐元區的警報暫時得以解除，並有助於緩解希臘資金不斷流出的困局。

二是法國、意大利、西班牙保增長同盟已經形成，有助於平衡德國過度緊縮的立場。三是新一輪國際會議與歐盟峰會有望出台積極的政策。在墨西哥舉行的G20峰會，已經將穩增長提上日程，各國領導也進一步表達了增加IMF救助基金。本月22日德國、法國、意大利和西班牙四國領導人將在羅馬進行會面，為6月底的峰會做準備，屆時歐洲銀行聯盟、歐元區債券、促增長的政策等都可能成為討論的焦點。對於希臘問題，也有望給出更多時間以落實緊縮政策，並加大對希臘的投資以改變其生產結構，使其經濟逐漸走上正常的軌道。

即便短期內有利好消息，投機勢力仍然十分強大。希臘退出歐元區警報暫時解除以後，投機者又將目光轉向西班牙。目前西班牙股市低迷，銀行出現擠

兌，資金不斷流出。融資成本更是大幅上升，10年期國債收益率超過7%，並達到了自歐元區問世以來的最高點。

聯合救助金融體系抬頭

但是，西班牙問題完全不同於希臘。西班牙國債佔GDP比重要低於德國，債務問題並不突出。相反，西班牙面臨最主要的問題是房地產泡沫引發的金融風險加大。早前西班牙房價大幅度上漲之後，目前房價處於下跌、去泡沫化的過程中，這一過程與美國和愛爾蘭十分相似。而受房地產泡沫破裂的影響，西班牙銀行業的資產負債表已經急劇惡化，壞賬率迅速攀升。根據西班牙央行的數據，截至今年3月，西班牙銀行業壞賬率升至8.37%，為過去18年以來的最高點。

因此，西班牙面臨的是實體經濟問題，即如何解決銀行壞賬，如何避免政府注資銀行造成政府負擔，而非僅僅財政緊縮能夠解決的。值得肯定的是，近日西班牙銀行業獲得了千億歐元的救援，顯示歐元區國家開始聯合救助金融體系，及金融一體化的開始。而西班牙也讓步接受救助，顯示認識到問題的嚴重性。由此可見，歐洲很多問題並非沒有解決方案，而是出於政治考慮政府需要權衡再三。

適時加大干預購西國債

投資者正是看到這點，才不斷採取非理性的投機行為，試探決策者的底線。這樣看來，需要參考亞洲金融危機時香港金融管理局出重錘打擊投機者做空港幣和港股的經驗，加大歐央行的干預力度。目前歐央行資產負債表超過3萬億歐元，比美聯儲的2.8萬億美元超出接近一半，是全世界最活躍的央行。而自今年1月以來，歐央行已經開始連續購買葡萄牙債券，使得該國國債收益率下滑。在如今西班牙、意大利國債收益率接連攀高、融資成本不斷上漲之時，歐央行也應適時加大干預力度，購買西班牙國債，平穩金融市場動盪，為歐債問題的解決爭取時間。

中國PMI與大宗商品需求「脫鈎」

路透專欄撰稿人
Clyde Russell

在採購經理人指數(PMI)與石油、鐵礦石及銅進口之間的聯繫明顯已斷的情況下，借PMI數據來衡量大宗商品需求還有意義嗎？新公布的匯豐中國6月製造業PMI初值，對那些擔憂中國經濟硬着陆的投資者來說毫無安撫作用。6月PMI初值從上月終值48.4降至48.1，創7個月新低，並為連續第8個月處在榮枯分水嶺下方。

對於資源行業，問題是PMI是否仍能作為衡量中國商品需求的相關指標。近幾年裡，PMI數據和進口需求一直存在很強關聯，通常有一或兩個月的時滯。2010年初，匯豐和官方PMI數據均開始下滑，在年中左右觸底，匯豐的數據更一度跌破50榮枯分水嶺。原油進口則從5月至10月經歷了一個疲軟階段，當中有3個月進口下滑，而在此期間鐵礦石進口情況也疲軟，有4個月下滑。PMI數據在臨近2010年底時重獲力度，而在這之後的幾個月裡，原油和鐵礦石進口均強力復甦。

PMI跌原油鐵礦進口反升

但自那之後兩個PMI數據都趨於下行，匯豐PMI從2011年11月來一直低於50，官方PMI也跌向50，雖然今年4月曾短暫上升。不過，原油進口則繼續強勁增長，其中5月原油進口創紀錄。確實，原油進口強勁部分可能歸因於中國增加原油庫存，這不僅出於商業目的，因為新的精煉裝置將上馬，另一

方面也是戰略上的考慮，因鑒於西方加速實施對伊朗核計劃的制裁，伊朗原油前景供應堪憂。

還值得指出的是，月度原油進口創紀錄時油價處於高位，這意味着要麼中國確實非常擔心伊朗問題，要麼就是能源需求比PMI顯示的要強勁，抑或兩者都有一點。

對鐵礦石而言，儘管進口還未超越去年1月創下的紀錄，但今年前5個月月均進口量達到6,170萬噸，比2011年全年月均值高出7.5%。若工業產出如匯豐PMI指數所顯示的那樣糟糕，那麼鐵礦石會是最好的先期指標。不過鐵礦石進口非但沒有走弱，反而出人意料地上升，就像原油進口一樣。

判斷商品進口 PMI非好指標

銅的進口也出人意料地強於預期。不過銅進口堅挺有特殊的原因，即倫敦金屬交易所(LME)銅庫存轉向中國的保稅倉庫，以及銅作為融資抵押品的作用。儘管如此，甚至銅市的扭曲因素也說明了主旨，也就是說PMI數據在判斷中國商品進口方面並不是一個好的指標。不過，有一些理由認為，中國大宗商品進口力道受到異常因素的驅動，這些因素可能不會持久存在。

如果圍繞伊朗的擔憂情緒緩解，用於儲備的原油進口可能下滑；若中國未來數月不推出刺激措施，鐵礦石需求或放緩，且信貸環境放寬可能削弱使用銅的優勢。假定上述這些成為現實，那麼PMI數據或將重獲大宗商品進口先行指標的地位。

連串房屋問題考驗新政府

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

外圍欠穩，內地經濟亦失色，近日有跡象顯示內地客熱潮退減，一些新盤內地買家所佔比例回落至只佔一、兩成左右。面對市場變化，發展商紛紛採取應對策略，當中有轉攻上車客的，有採取貼市價限量推售，亦有推出換樓客及租客額外優惠搶客。由於焦點集中於新盤，二手成交轉靜，豪宅市道亦大幅放緩。

樓市轉靜，除外圍因素之外，亦有可能跟本地因素有關，尤其是影響本地樓市有何新政策暫未明朗，日後會否加大力度壓抑樓價？縮減貧富懸殊的差距，會否是透過壓抑富人所擁有的資產價值，還是透過幫助窮人改善收入甚至累積資產？加快公屋建造效率會否令私樓上車盤面對客源縮減，從而令這類樓盤跌價？推「港人港地」是保護港人置業權利的體現，但會否令香港物業市場逐漸去國際化？面對種種不同的客觀條件限制，未來增加長遠土地儲備有何策略？怎樣一方面支援首置人士上車，同時又不損害已置業人士的資產價值？怎樣在加建公屋及新居屋的同時，保持發展商對購入港府所推出住宅用地的興趣，從而令庫房的賣地收入獲得保障？

熟房屋事務 張炳良勝任局長

一連串的問題，暫時都未有答案，在政策方向未明朗之際，市場保持觀望是可以理解的。

候任特首的新班子布局中，打算把「房屋規劃」及「地政」兩大範疇納入同一個政策局管轄，這項改動其實是把土地房屋供應和包括建公屋等用途的土地利用政策，歸納在同一個決策局去協調和執行，好處是糾正了過往規劃和房屋、地政部門之間因不協調而產生的矛盾。有人擔心未來的「房屋規劃及地政局局長」會否權力過分集中，並且欠缺制衡。盛傳將出任這個職位的是張炳良，如傳聞屬實，筆者認同他是一個合適人選，從他的網頁了解，學者出身的他熟悉房屋事務，相信有能力平衡各方面矛盾，作出因時制宜的決策。

看過傳媒近日訪問張炳良的報道，他認同「港人港地」政策可行，指房委會、房協及市建局等公共機構利用公共資源建屋，限制只讓港人購買合理。他認為新政府應盡快評估市民的住屋需要，如各外圍及本港內在因素令樓價高企，政府應該考慮介入協助市民置業；另外，據報道他嫌新居屋以貸款方式補償麻煩，或會沿用傳統方式補償。

及早交代看法讓市場了解

筆者認為如果報道屬實，這些觀點都可接受。但要提出的是，暫時未見到他對怎樣增加土地供應儲備、公私營房屋市場的平衡互補，以及保護小業主資產價值等環節，發表他的看法，希望他對這些他所應該觸及的範疇能夠作出交代，令市場早日了解新政策局對樓市前景有何影響。

平衡作息與標準工時

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心主任
李樹甘博士

近年有不少民間團體、勞工團體、政黨、議員等，指出僱員經常工作，未能取得工作與生活之間的平衡，令僱員沒有足夠時間照顧家庭或進行社交活動。有見及此，他們要求政府訂立標準工時，認為此舉有助規範僱員每星期的工作時數，若僱員需要加班工作，僱主便需要支付加班費，以時薪1.5倍計算。社會普遍相信，僱員可藉此可平衡作息；但同時亦有人擔心，此舉將會令經營成本增加，而生產力亦有機會不升反降，長遠削弱公司競爭力，影響營商環境。本文嘗試就有關題目作出探討，希望能讓社會就平衡作息及標準工時有更深入的思考。

標準工時難達成共識

在探討政府應否就標準工時立法例前，社會各界是否已就此達成共識？答案明顯是——否。基於香港經濟體系由多個不同行業組成，不同行業運作情況並不相同，部分行業更有「淡、旺」季之分，因此不同行業的從業員工時不一，故他們就標準工時的意見亦不一樣。不論僱主或僱員，甚至政府當局，實在需要思考一下，到底有何政策或措施，協助僱員達致平衡作息。社會是時候探討。

社會在探討這個訴求背後的基本理念時，可先想一想，提倡標準工時是否真正能夠協助僱員享受到平衡作息。相信一般人的理解，「工作與生活平衡」就是指僱員每天投放一定

時間在工作之餘，亦有一定的時間與家人或朋友相處。

早於2000年代中，不論政府、政黨、立法會議員，均跟隨聯合國呼籲，積極推動「建構家庭友善社會」，讓香港人重新重視家庭生活，強化日漸褪色的家庭價值。職場上，平衡作息的政策，與家庭友善政策有着不可分割的關係。

工作生活平衡 生產力更高

縱觀多個國家早已就有關僱員工作與生活平衡作出研究，發現僱員若能在工作與生活之間取得平衡，可對公司、家庭，甚至政府帶來莫大的裨益。此外，不少國家亦有制訂一些如家庭友善政策，透過僱主為僱員提供更彈性的工作安排，協助僱員平衡作息。彈性工作時間、時數、日期、地點，甚至容許僱員在家工作、容許員工以兼職性質上班、工作共享、停薪留職、短暫休假等安排對僱主、僱員及整個社會會帶來的好處已是不爭的事實。僱員可透過此等政策，令身心更健康，更能投入工作，從而保持、甚至提升生產力，最終令僱主及社會得益。僱主亦會因為僱員有良好的生產力，令公司保持競爭力，間接保障僱員飯碗。作為有良心的僱主，亦會因此更珍惜僱員，從而建立更良好的互信關係。

香港若有適切的政策或措施協助僱員平衡作息，除了有利僱員及僱主，亦可大大減少政府處理「問題家庭」的機會，有利紓緩政府一直以來所面對的沉重社會福利負擔，令政府可以更有效運用資源到其他更有需要的範疇，最終令整個社會得益。

(標題為編者所擬)
原題為《平衡作息有利社會經濟環境》 二之一