歐盟峰會短線料利好市場

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

經過了聯儲局議息及G20峰會後，6月份餘下之重要會議，將為於本周四(28日)及周五(29日)舉行之歐盟峰會，預期歐盟領導人將會於會上，討論成立跨境銀行聯盟的具體步驟、更緊密的財政整合以及設立債務償還基金的可能性，並可能會推出措施，刺激區內疲弱之經濟。

德國、意大利、法國和西班牙四國領導人更於峰會舉行前夕，表示同意拿出歐洲國內生產總值(GDP)1%，即1,300億歐元，推出一系列刺激經濟措施，以助推動歐元區內經濟增長，避免歐元區落入債務沉重及經濟衰退的漩渦之中，這可說是歐元區的一大突破。

雖然此舉能在一定程度上，改善歐元區部分國家疲弱的經濟前景，但長遠而言，在繼續使用同一貨幣的前提下，歐元區最需要的仍然是打破各國間的政治障礙，建立財政聯盟，向歐元區共同債之發行邁進。

不過，即使德國從早前堅決反對，到現在支持推出刺激措施，取態上是軟化了不少，但有報道指，於上周五(22日)的四國峰會上，對於發行歐元區債券，在財政聯盟得以建立前，德國總理默克爾仍然表示反對。此外，德國還堅持反對有關援助基金直接注資到銀行業之建議，以及希臘提出放寬1,300億歐元紓困協議條款之請求。

事實上，雖然早前有歐盟官員表示，對希臘的財政目標將不會改變，但達成目標的方法將可望作出調整，不過，希臘新政府近日除表示希望將其預算赤字由2011年佔國內生產總值的9.3%，至延長期限後的2014年時降至2.1%，更表示延期需要增加160億至200億歐元的外國融資。這即意味着需要更多的援助資金，變相要其他歐元區成員國繼續把錢掉進這無底深潭。

因此，德國對此反對亦無可口非，希臘於是次歐盟峰會上，未必能達成這項要求，最多只能就某些削赤方案，作出調整。而最有可能作出調整的，相信是歐洲方面一直堅持要希臘在本月底之前，制定出未來幾年進一步削減開支預算115億歐元的方案，可望能夠使削減金額得以下調，又或是達到目標之年期能得以拖長。

從上述的方向出發，本周舉行的歐盟峰會上，歐盟領導人應會推出經濟刺激措施，並會對希臘的緊縮方案作出一定的調整，但在建立財政聯盟及發行歐元區共同債的問題上，除非德國的態度180度轉變，否則應會繼續處於膠着狀態。因此，歐盟峰會的結果短線對市場或能有正面支持，不過，看長一點，又是用來拖延歐債危機爆發的時間，未有改變部分國家債務沉重的本質。

■本周四(28日)及周五(29日)舉行之歐盟峰會，分析認為可能會推出措施，刺激區內疲弱之經濟。圖為歐盟總部。 彭博社

人民幣升值後遺症浮現

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

中外經濟學家們一直以來拭目以待中國當局如何穩定經濟增長，並同時改善增長率的可持續性。可是對於大選年，美國政客對中美的貿易平衡話題更感興趣。近年美國國會經常發表報告，認為人民幣嚴重被低估，導致中國的貿易盈餘相當大。

現時中國經濟調整的力量漸見成效，因此中國的外部觀點也應該作出調整。中國的貿易盈餘在2008年達到了3,000億美元高峰後便一直下降。自加入世貿組織以來，貿易夥伴便一直在搶購中國便宜的製品，這是因為中國低工資環境使產品極具競爭力。但是，近幾年來，中國的人工升幅已令價格相對作出改變。

有趣的是，原本自然發生的價格調整過程被推遲了，原因有二。一、當局在過去十年兩次出手干預，使得人民幣兌美元匯率穩固在一個不變水平上。二、在生產率不斷提升的中國沿海地區，工人並未有獲得完全相等於勞動付出價值的工資。因此，中國一直以超低價格在向全世界銷售商品。

勞工短缺 工資快速上升

可是，人民幣最終還是開始了兌美元升值之路，自2005年以來，累積升值了25%。再加上勞動力也開始出現短缺的情況，令中國工人的工資快速上升。北京、深圳和上海均在過去三年，大幅提高了最低工資，另外土地價格亦開始加速上漲。

隨着中國沿海省份的人工成本上升，多項成本價格調整也隨之出現。一些製造業正在遷往工資和地價仍相對偏低的內地城市，一些出口業務更遷往成本較低的國家，如越南。此外，中國公司正在開始自動化進程，以資本代替勞動，生產更加成熟的產品。最後，美國和其他高工資國家的跨國公司正在將業務從中國收回本土市場。畢竟中國的生產率還不能與美國相媲美。

事實上，日本也朝着這一趨勢邁進，並未受到美國和其他貿易夥伴關注，這着實令人新奇，因為早於二十年前日本的巨額貿易盈餘龐大得令西方國家如臨大敵般，正如現在的中國。當其時，一些在市場有影響力的觀察者警告，日本人已經找到了超級經濟模式，該模式（除了其他具有吸引力的方面外）以戰略性貿易為特徵，其他國家應以日本為師。無論如何，其實日本人當時有「作弊」之嫌。

■自2005年以來，人民幣兌美元累積升值了25%。 路透社

大部分經濟學家指出，日本的經常項目盈餘很大程度上是由高國民儲蓄率造成的，而高國民儲蓄率體現了人口結構，而不是文化差異或國家政策。與其他發達國家相比，當時日本人口相對地年輕，但由於20世紀40年代以來的出生率下降以及人均壽命逐漸增加，日本人口正在快速老化。這一觀點最後被證明是正確的。

人口漸老化 儲蓄率下降

於1980年，9%的日本人為65歲及以上人口；如今，這一比例達到了23%以上，為世界人口老化比例最高的國家之一。結果，30年前努力儲蓄的日本公民現在正在動用儲蓄，與經濟學理論的預測完全相同。隨着國民儲蓄率下降，經常項目盈餘也會越來越少。

中國正面臨着與日本相同的人口結構趨勢，並且也在推行解放家庭消費，以維持GDP增長的方針。與日本一樣，中國儲蓄率下降的趨勢預料將由經常項目中反映出來。

先天不足 A股低迷根源

時富金融策略師
黎智凱

近來內地對於資本市場改革的消息不絕於言。6月20日，證監會推出四大措施放鬆對QFII管制，將所有境外投資者持股限制由20%提高到30%。這意味着更多境外長期資金可入市買股。而中證監正在與有關部門探討讓養老金等長期資金入市稅收減免等方面的措施。

按常理，這些都是重大的利好，股市應該表現相當不錯，但實際情況卻並非如此。時下滬深兩市個股行情不斷走弱，大盤還創近3個月以來新低。筆者認為，A股市場的先天不足，以及制度上的不完善，致使A股市場已成為單純的圈錢樂園，並沒有發揮好資本分配的角色。所以要解釋A股低迷基本上已不能使用基本估值、負債比率、盈利前景等金融概念，反而應着重基制度本身的問題。

只為國企解決資金融通

內地股市的誕生是一種政府驅動下的產物，A股最初的功能定位是滿足融資體制的改革、為國有企業解決資金融通問題。很多人都懂得股票市場本應該是股份公司股權融資的市場，也是投資者進行投資的市場，通過有效融資、投資，實現資源的優化配置。但成立之初，是限於融資體制的轉軌，被迫定位於為國有企業發展、脫困提供融資服務，股票市場籌集的大量資金並沒有流向最有盈利能力的部門和企業，導致國家本應該承擔的風險通過市場化手段強行轉嫁於廣大投資者。

大量大小非藉上市兌現

A股市場的一個難治之症，就是股權分置。即國家股、法人股長期禁錮不能在市場流通，而僅33%的公眾股可以流通。這是世界上獨一無二的股市。從2005年5月到2012年5月的股權分置改革中，滬深兩市的上市公司中，已有大量的上市公司將國家股、法人股套現，撤離股市。而這種變現流通的過程，實際上就是大股東向二級市場合法套現，利益轉移完成的過程。在筆者看來，源源不斷的資金被抽走，肯定對股市形成巨大壓力，這也使股市長期處於下跌態勢中。

703家公司排隊，119家過而未發。在筆者看來，在市場行情不景氣的情況下，IPO保持高量運行對市場資金量有較大影響。加上中國股市是以融資服務作為服務定位，所以在A股發行新股並不需要考慮市場承受力，這個也是造成A股IPO市場的市盈率高達35倍的原因。加上A股新股市場的監管，相對起成熟市場可謂相當寬鬆，固不少公司即使造假也要上市。

年內最大IPO致A股走低

大成基金

基金視點

市場節後「開門」不利，滬深兩市低開低走，股指午後繼續跳水。我們認為，宏觀經濟數據表現不佳以及年內最大IPO啟動是市場大跌的主因。

製造業活動處疲弱狀態

匯豐銀行21日發佈的數據顯示，6月中國PMI初值為48.1，為七個月以來最低，且新出口訂單大幅收縮。PMI持續下滑凸現出中國製造商在全球經濟疲軟之際很難獨善其身，製造業活動保持疲弱狀態，中國經濟活動進一步走弱。

6月份新出口訂單指數下降2.6點至45.9，創下2009年3月以來最低水平，說明拉動經濟的「出口」馬車也受制於歐債危機和美國經濟增速放緩。

另一方面，中信重工將於6月27日招股，擬公開發行不超過6.85億股，募資41億元，為今年以來A股最大IPO。

中信重工籌41億惹憂慮

這隻大盤股登陸市場也引發了投資者對IPO加速，資金面進一步趨緊的擔憂。

不過，經濟的持續低迷加大了中國出台新的刺激性政策的概率。我們認為，5月份物價超預期回落減輕了政策在抑制通脹方面的壓力，一旦出台更多的積極政策，應會帶來終端需求和企業利潤的好轉。而且，在前期降存準以及實體經濟需求萎縮的共同作用下，市場流動性或保持較好態勢。

當前市場估值水平已經非常低，雖然低迷走勢很難立刻改觀，但大幅下跌的空間已不大。

從行業估值水平來看，所有大類行業的PE水平都低於歷史平均水平，在下個季度資金面有望好轉、政策面或更積極和海外市場有望進入一段平靜期的綜合預期下，我們對權益市場的中期看法偏正面。

聯匯制度與三難選擇

中國國家行政學院香港工商專業同學會
陳鳳翔、杜勁松

聯匯制度是匯率制度的一種選擇，亦即固定匯率制度。匯率政策究竟是選擇固定還是浮動制度，必須同時考慮另外兩個關聯目標，即貨幣政策和資本流動。在開放經濟體系中，「貨幣政策獨立性」、「匯率穩定性」、「資本完全流動性」這三者中，若要追求其中兩個目標，則必須放棄第三個（即「三元悖論」或「三難選擇」）。

香港過去、現在和可以預見將來，尤其是作為中國的國際金融中心，在上述三個目標中，唯有放棄貨幣政策獨立性是社會經濟綜合成本最小的選擇，理由有下列兩項：

首先，若犧牲「匯率穩定性」，亦即堅持「貨幣政策獨立性」而隨時可進行干預，在資本完全流動的前題下，自由進出香港的資金將可能導致匯率大幅波動。從積極的角度看，匯率的市場調節可以改善進出口收支，影響國際資本流動。

相反的角度，當遇上金融危機時，對香港這類小型經濟體系，任何潛在的信心危機將大大削弱匯率自動調節的正面作用，甚至推波助瀾惡化危機。上世紀末亞洲金融危機期間，部分發展中國家的匯率調節機制不能奏效時，為了穩定局勢，政府的最後選擇是實行資本管制。香港能夠順利渡過前幾次金融危機，能夠保持國際金融中心地位、維持海內外投資者和全體香港市民的信心，是與保持匯率穩定性互為因果的。

其次，若犧牲「資本完全流動性」，實行資本進出管制，對香港而言無疑是歷史的巨大倒退，是不可接受的安排。制定或修正任何宏觀經濟和金融政策，需要考慮民主、民意、民望、民粹，更要關注民生。若香港失去國際金融中心地位，最大的損失將是民生、是香港七百萬人的民生福祉。

毋庸諱言，第一種被動式的犧牲「貨幣政策獨立性」是有成本的。在資本完全流動和固定匯率制度下，香港無法根據本港經濟情況來實施獨立的貨幣政策（貨幣發行量、利率等），例如過去一段時間內經歷美元弱勢、兩輪量化寬鬆、人民幣持續升值等等因素，導致香港出現被動式、輸入型的「通貨膨脹」，從而推動物價上漲和形成資產泡沫。就通貨膨脹而言，其本質是一種貨幣現象。解決通貨膨脹問題，關鍵還是靠經濟發展。通過優化香港支柱產業、開發創新產業、帶動其他支援產業，推動社會經濟轉型升級，從而增強整體經濟體系的活力和免疫力，最終實現以國民財富的實質增長抵消通貨膨脹的負面影響。

人民幣國際化進程漫長

至於聯匯制度是否需要優化，例如，是否需要將港幣與人民幣掛鈎？討論這個問題目前言之過早。首先，雖然人民幣國際化是大勢所趨，但這是一個漫長的過程，且該過程取決於若干重大因素：從內部看，中國經濟社會本身是否具備相關的抗風險能力、中國政府是否具備相關的宏觀監管能力；從外部看，國際經濟社會是否願意並有能力接受人民幣的國際化。無可置疑，國際上仍然存在對人民幣國際化和中國崛起的「葉公好龍」心態。其次，人民幣一旦實現完全意義上的國際化並且維持「硬通貨」的地位及預期，必然出現「良幣驅逐劣幣」效益，到時聯匯制度的優化自然會水到渠成。

在當今社會，調整「匯率與貨幣政策」已絕不是單純的經濟決策，更是一項牽一髮而動全身的政治決策。政治家在決策時，必須通盤考慮對社會經濟的影響、金融市場的預期以及相應的投資與投機衝動。新一屆香港政府即將就位，無論是政治家、官員、還是普通民眾，當前最需要的是抓住機遇搞建設、凝聚共識謀發展。

平衡作息有利社會經濟環境

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

現時，有不少國家有就標準工時立法，規管僱員的工作時數及加班費的安排。然而，不是所有國家所推行的標準工時法例，都能有效讓僱員達致工作與生活的平衡。相反，有僱員為賺取更高的工資而加班，有關法例便變相成為鼓勵僱員加班的工具。僱員亦因長時間加班工作或額外兼職，令他們身心更疲累之餘，更降低生產力。

香港人一向以勤力見稱，標準工時會否成為僱員的誘因，令他們更願意加班或額外兼職？一旦香港亦同樣訂立標準工時法例，香港僱員又是否能夠真正享受平衡作息呢？至於收入不足的基層家庭，社會不會反對為他們提供支援，但以標準工時增加收入，可能代替投放更多時間照顧家庭，是否最適當？若要增加僱員實際收入，有沒有其他方法如透過教育和培訓、提升勞工的生產力、降低生活費用如電費、交通費等呢？在這個政策落實之前，社會需要思考訂立這個政策背後的目標，是希望增加收入，還是改善家庭生活質素？

僱傭關係唇齒相依

筆者相信，絕大多數僱主及僱員不希望政府所推出的任何與勞工有關的政策或措施，最終令勞資關係更緊張，須知道僱主及僱員是有着唇齒相依的關係，雙方均是對方的持份者。若有任何政策或措施在訂立後，令雙方關係更僵化，長遠亦對社會發展不利。因此，在推動任何勞工政策時，必須考慮到勞資關係的因素。

勞工及福利局局長張建宗表示，已展開對標準工時的研究，並將於本月底前向立法會人力事務委員會及勞工顧問委員會匯報研究的情況。

歸根究底，僱員要面對的，非單純工時長短的問題，乃是如何令不同行業的僱員，真正享受到工作及生活之間的平衡，而不會影響勞資關係，並維護甚至增加生產力，達致勞資及社會的多贏局面。此欄目將會有更多來自不同範疇的專家、學者及人力資源方面的專業人士，以不同角度作更深入的討論，讓社會各界對工作與生活平衡有更全面的思考。

（二之二）