

山西省永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 憧憬救市 聯儲局料續按兵不動

聯儲局將於下周中舉行議息會議，在會議前夕，市場又再傳出聯儲局或將推出經濟刺激措施之說；美國兩份重要報章《華爾街日報》及《紐約時報》均於周三（25日）在頭版報道，聯儲局將會推出刺激經濟措施。

報道指出，最近聯儲局官員對美國經濟前景的看法轉向悲觀，對經濟刺激措施的討論，亦由應否推出，轉為如何及何時行動，聯儲局推出刺激措施之機會似乎愈來愈高。

事實上，近日美國經濟數據亦較前幾個月明顯轉差；當地製造業景氣轉差，美國7月份製造業採購經理人指數跌至2010年12月以來低位，消費市道亦見疲弱，美國6月零售銷售按月下跌幅0.5%，遠遜預期的上升0.2%，為2008年底以來首次出現連續三個月下跌。

在近日美國經濟數據持續疲弱的情況下，市場對寬量措施預期再次升溫亦可理解，主要受貨幣政策預期影響的金價，亦於近日回升至1,600美元水平。不過，考慮到再推寬量會出現邊際效用遞減的情況，更會令通脹風

險增加，實在得不償失，因此，聯儲局於下周推出寬量措施之機會實為不大，一旦議息會議結果沒有對寬量作出暗示，金價便可能掉頭回落。

當然，不推量寬聯儲局仍可考慮以其他刺激措施，包括進一步延長低息環境至2014年以後、延長執行扭曲操作之時間，甚至上周聯儲局主席伯南克所提到的，透過貼現窗直接向銀行提供借貸。

然而，上述方案似乎與寬量出現同一問題；對美國經濟之刺激作用不會太大。目前環球各國均處減息周期，美國的超低息環境亦已被推遲至2014年年底，再將維持低息環境之承諾延長，似乎屬象徵意義居多，實際作用不大。

另外，目前歐債危機前景仍不明朗，資金持續流入美國國債市場，美國10年期及30年期國債息近日已跌至歷史新低，因此，延長執行扭曲操作，以壓低長債息率之必要性，值得商榷。

至於透過貼現窗直接向銀行提供借貸，以希望銀行能增加貸款予企業，從而刺激經濟之方法，在目前投資者及企業普遍對前景缺乏信心之情況下，相信即使銀行資金增加，對企業放貸之條件未必會放鬆，另一邊廂，企業對信貸需求亦將維持疲弱，因此，聯儲局透過貼現窗直接向銀行提供借貸對經濟之刺激作用，不會太大。

從上述可見，即使美國經濟下行風險增加，聯儲局可做的實在不多，相信聯儲局下周之議息會議亦只能按兵不動，同時給予市場聯儲局仍有能力救市之預期，支撐市場信心。



最近聯儲局官員對美國經濟前景之看法轉向悲觀，對經濟刺激措施的討論，亦由應否推出，轉為如何及何時行動。

## 通訊設備業不明朗因素充斥

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

中國互聯網信息中心數字顯示，截至六月底，全國網民數目5.38億，其中手機網民達3.88億，較去年底增約3270萬，佔整體網民比率達72.2%。另工信部早前公佈，截至五月，全國3G用戶達1.67億戶，較去年底及四月份分別增加3825.1萬及770.4萬戶，佔整體手機用戶比例達16%。內地自推行3G以來，大大刺激了3G手機的需求，同時亦促使移動營運商加大相關網絡建設的投放，一度令通訊設備業進入高增長的黃金時期。

不過，隨基本網絡基本建設落成，而營運商為爭奪3G市場份額及維持上客量，推出手機補貼，用於優化網絡質量（如基站建造）的資本開支受壓，連帶通訊設備企業的訂單亦受累，加上環球經濟不確定性

猶存，設備商在海外市場拓展，尤其是新興市場上，也受到一定的掣肘。此外，3G的發展雖然帶動了智能手機的需求，惟終端市場的競爭激烈，設備商在產品定位及毛利率等皆受到挑戰，通訊設備業鏈各環節均受到衝擊。

然而，內地4G技術發展為通訊設備業帶來憧憬。工信部副部長楊學山表示，內地4G發展的測試規模需要擴大，希望在日後可以落實商業應用，但就未有就TD-LTE及FD-LTE技術商業化，給予時間表。4G對於營運商及設備商來說，雖屬正面消息，長遠有助帶動通訊設備之訂單，但內地3G市場仍在發展階段，4G技術距離全面應用，亦有一段路要走，預期4G對於營運商及設備商，在推動盈利方面，暫難有實質的貢獻。不明朗因素充斥，內地通訊設備業下半年前景仍相對不明朗，盈利料難有起色，組內股份估值亦或續調整，展

望較為審慎。  
營運商割據 須防上客量放緩

至於移動營運商方面，手機補貼及價格戰料削弱其盈利能力，亦需留意內地經濟放緩，以及3G滲透率持續提升，對上客量構成的放緩風險，而預期營運商將繼續發展農村市場，勢必令ARPU（每戶平均收入）減少。然而，相比通訊設備股而言，營運商的收入相對穩定，業務性質具防守性，部分股份或可充當資金避險之選，其中可留意中移動（0941）。

中移動擁有巨大的客戶基礎，截至6月，總數達6.83億戶，其中3G客戶約為6708萬戶，有利推廣及市場發展，可望維持派息率穩定，而集團亦有充裕的現金，可用於深化業務發展之用，提升競爭力，在行業中較具優勢，值得候低作中長線投放。

## 內銀不良貸款率將溫和上升

時富金融策略師  
黎智凱

西班牙央行7月18日公佈的數據顯示，西班牙銀行業5月壞賬率升至8.95%，為逾18年(1994年4月)以來最高。在持續了10年之久的房地產泡沫在四年以前爆破後，西班牙受困於銀行賬面不良貸款即在此之後持續上升，西班牙當前面臨經濟的二次衰退。中國內地呢，銀行業是否也會遭遇同樣的結果？

根據中國銀監會相關資料顯示，2011年末中國銀行業金融機構總資產達到113.28萬億元人民幣，同比增長18.9%。商業銀行2011年全年累計實現淨利潤10,412億元人民幣，比2010年增加2,775億元人民幣，同比增長36.3%。商業銀行2011年累計實現淨利潤收入2.15萬億元人民幣，同比增長29.3%。

### 銀行業貸款風險惹關注

2011年銀行業的業績是可喜，但是我們又得看到風險的存在。建行放貸30億企業破產重組史上最大風險貸款浮出水面，又給我們一些什麼啟示？建行爆出史上最大貸款風險絕對讓人吃驚，但相信不是

行業唯一事例。  
回顧前幾年，由於內地房價飆漲，地產倍受銀行業的青睞，貸款增長快速。房地產業的不理性發展，使銀行業面臨巨大的經營風險。一旦地產企業的資金鏈出現斷裂，無疑會加大銀行的不良貸款率。

### 房地產業不理性發展添風險

在筆者看來，中國的不良貸款率是個「極端滯後」的指標。由於大多數企業貸款具有到期一次性還本的特徵，通常只有到貸款到期時企業無法還款的事實才會出現，所以此類貸款被最終劃分為不良貸款的時間顯著推遲。由於普遍存在的展期或借新還舊，並在很多情況下將此類貸款繼續劃為正常貸款，使得貸款損失確認的時間大幅延後。筆者認為，在嚴格的房地產政策調控下，房地產市場已經呈現弱勢下行的局面，有很大可能將持續。而且在整個市場低迷的情況下，房地產企業的財務狀況令人擔憂。銀行業作為房地產行業的主要融資管道，不良貸款率將會溫和地上升，但不會演化成大規模的壞賬。

## 北環線三地不設站何來人流？

香港專業人士協會副主席及資深測量師  
陳東岳

早前參加一個政府就「鐵路發展策略2000」作檢討及修訂的諮詢會，與會者大部分是受影響的新界地區居民代表及專業人士，大家都對港府未來發展鐵路集體運輸系統，在大前提上是支持的，尤其荃灣屯門之間的沿海鐵路線，更獲得與會者明確表態贊成，不過席間新界鄉民代表，對北環線放棄在新田、牛潭尾以及凹頭設站，表示強烈反對。

顧問公司建議不設上述三站的理據在於，原本上次研究時，預計北環線沿線的凹頭、牛潭尾、新田及古洞地區，將會在2016年發展為超過20萬人口的發展區，因應人口增長放緩，政府修訂新發展區選址，四地中只有古洞北列入規劃研究，初步計劃容納65,000人，由於其餘三地保持為鄉郊地帶，人口密度甚低，在未確立大規模發展前，未必有需要設站於此。顧問報告解釋，新發展區的進度、密度和人口是決定北環線客流量的關鍵，有足夠客流量

才能令一個鐵路項目合乎成本效益。  
當地居民不接受可以理解，他們原先預期港鐵東西線透過連接古洞及錦上路站而通龍，為沿線三個站周邊地區居民帶來交通便利，以致生活質素的改善，如今顧問的新建議令居民由得變失，失望之情，溢於言表。  
筆者在席間亦向出席官員和顧問表達了幾點意見：1、北環線是連接港鐵東西線及落馬洲之間的集體運輸系統，東西線通龍連接落馬洲中港兩地過境交通，提供了開發新界北以至邊界土地的契機。

### 雞同蛋的關係不宜忽視

2、「設站」與「客流量」是雞同蛋的關係，設站於一個新開發區，提供了機遇讓鐵路站上蓋及其周邊地域成為新開發的節點，加以規劃住屋及配套設施後，自然帶來新增人口，新增人口帶來鐵路的客流量。相反，不設站不發展，自然沒有客流量。  
3、特區政府不久前還在就不同開發土地儲備的方案作諮詢，北環線正好提供開發

上述三地成邊區新城鎮的機遇，只讓鐵路線白白經過三地而不設站，是「捉到鹿不懂脫角」。

4、回顧香港建鐵路的歷史，建造鐵路從來都不能靠票價收回成本，以「地產」養「鐵路」已是傳統智慧，說新田、牛潭尾以及凹頭三地保持為鄉郊地帶，所以在此建站不合成本效益，這是否與港府另一邊廂在做開發土地儲備的諮詢有矛盾，與其考慮填海及開發岩洞等耗時甚久而昂貴的途徑，何不在上述三地設站，而開發成新城鎮。

### 建新田發展區增成本效益

5、規劃署正研究新界東北三個新開發區，包括古洞北、粉嶺北及坪輦/打鼓嶺等，政府缺長遠土儲，何不打破趁熱，同步研究把新田及新深路兩旁及新田迴旋處周邊，生態價值較低地帶發展成新田發展區，另外，亦研究把凹頭及牛潭尾規劃作配合鐵路站的發展區，有了這些規劃，北環線設站於三地的成本效益一定大大提高。

## 美國大旱災衝擊全球經濟

比富達證券香港業務部副總經理  
林振輝

近期美國經歷了半世紀以來最嚴重的旱災，使得其中西部陷入乾旱的地區面積不斷擴大。受旱災影響，其糧食價格暴漲，個別糧價更創出歷史新高。美國作為全球最大的穀物出口國，筆者預計旱情將有可能影響全球農產品市場甚至衝擊全球經濟。

全美有79%的玉米和77%的大豆穀物種植在受旱災影響的區域。根據美國農業部最新公佈的農作物生長報告顯示，截至7月15日當周，美國玉米生長優良率只有31%，去年同期為66%，數據仍在持續降低中。美國大豆生長優良率從40%降低至34%，遠低於去年同期的64%。從當前情況來看，美國玉米和大豆今年的產量將最少下滑20%。

美國這次大旱災，可說是牽一髮而動全身，其影響將波及全球食品價格。美國是全球最大的穀物出口國，出口的玉米佔全球玉米運輸量50%以上；美國更是小麥和大豆的最大單一出口國，每年向中國、日本、韓國和印尼等亞洲市場出口的糧食達到千萬噸。

儘管糧價飆升，（玉米期貨價格短短一個月內急升逾6成，更創下歷史新高；大豆期貨價格一個月內急升逾5成），亞洲進口商仍被迫照單全收。亞洲國家當中，中國市場所受衝擊可能最大。中國是全球最大大豆進口國，進口量佔全球大豆的貿易總量的逾60%。

高盛最近發表報告指，近期的糧價上升，尤其是大豆方面，可能導致中國CPI食品部分上漲15%，即是將整體CPI上漲接近5%。除中國外，日本和韓國在玉米進口量方面，亦是位居世界前列，所以日、韓等國家被影響的程度應該不相伯仲。另外，更值得關注的是，玉米和大豆本身是養殖行業主要的飼料，原料價格暴漲無疑將對養殖業構成衝擊，推高整個食物鏈的價格，進而推高CPI的食品部分。

### 通脹升溫勢困擾各國貨幣政策

筆者擔憂，如果美國災情持續或再度惡化，其影響應該不單單是食品價格層面等問題，而是會波及到全球實體經濟。如果糧價持續高企，將導致通脹上升，直接抑制新興經濟體的增长活力。同時，通脹亦為各國貨幣政策帶來困擾，因為通脹加劇會讓新興市場減少對經濟的刺激措施。在

目前全球經濟一體化的情況下，新興經濟體的寬鬆政策被通脹問題鉗制，只會減慢全球經濟復甦的速度。

最後，筆者認為糧價的高與低，對香港居民日常生活的衝擊應該不會很大。但是，對於較窮困的國家來說，影響將會很大，因他們75%的收入都用作購買食物。所以，對於我們來說，更關心的是美國旱災將可能對全球經濟復甦構成威脅。



美國旱災嚴重，水庫缺水，底部乾至龜裂。

## 參考外地經驗完善平衡作息政策

香港樹仁大學企業及社會發展研究中心主任  
司徒永富博士

僱員出現作息失衡的現象，其實並不單發生在香港，在外國同樣普遍。雖然現時有部份國家和地區已實施標準工時，但此舉未能有效保障僱員作息平衡。不少國家透過其他更有效的措施，協助僱員改善生活質素，從而達致作息平衡。作為全港最大僱主的政府及公營機構，是否可以考慮一下，先牽頭推出協助一眾打工仔作息平衡的措施，以鼓勵僱主仿效？

早於1977年，新加坡政府已成立了新加坡勞工基金（Singapore Labour Foundation）。這個基金成立的目的，是希望透過發展及加強工人運動，以支持新加坡的經濟發展，以及改善新加坡勞動人口各方面，包括家庭、工作、生活的質素，並進一步促進勞資關係、勞動人口的就業、加強社區支援等。

這個基金由超過七十個成員機構組成，成員機構包括了企業及工會。基金透過成員機構的捐獻及投資回報運作，為成員提供多項不同類型的福利，包括教育及康樂設施等等。基金亦透過不同的福利計劃，以不同形式支援低收入成員，改善他們的生活質素。

新加坡政府以基金形式運作，除了無損對勞資雙方的利益之外，亦有助減輕政府的財政壓力，實在一舉兩得。只要有良好的監管，基金便能有效發揮功能，對勞資關係及社會穩定，均有莫大的好處。

### 美國容許員工在家辦公

不少西方國家如美國，由於幅員廣大，有僱員每天均需長途跋涉上班，每天單單用在交通上下班的時間，已可能需三、四小時。因此，有企業容許員工在家工作（即home office），一來企業的營運成本可以節省，二來僱員亦能更彈性安排工作。

在家工作並不等於會令生產力下降，因為企業擁有完善的監察制度，只要僱員在家中使用電腦登入公司電腦網絡，便可知道僱員已在辦公。雖然香港在家工作的情況並不普遍，但事實上，本港亦有跨國企業會因應僱員的實際情況，容許僱員在有特別需要時在家工作。

### 英國設基金鼓勵創意

為鼓勵企業不斷創新，藉此令國家經濟增長，以及創造高技術職位，英國的商業、創新及技能部（Department for Business, Innovation & Skills）設立了一個基金，讓不同規模的企業申請。政府亦會透過向企業提供誘因，例如減稅，讓不同規模的企業投放更多資源進行研發。同時，政府相信僱員對企業十分重要，因此著重推廣最佳做法（best practice）及有效的勞資關係。從宏觀角度而言，當企業得到政府在財務上的支援，能舒緩營運壓力的同時，亦能讓僱員得益。

事實上，政府的確可以參考一下外國的例子，牽頭推出有利僱員平衡作息的措施或政策。社會在討論是否訂立標準工時以讓僱員平衡作息時，我們不能否定標準工時對僱員所帶來的即時好處，就好像政府在推出最低工資時的情況一樣。

### 標準工時儼如類固醇

然而，社會必須注意，最低工資推出後，雖然即時讓原來低收入的僱員加薪，但所帶來的漣漪效應，令普羅大眾同時承受高通脹之苦，個別行業亦陸續出現服務質素下降的現象，情況就好像一個病人以服用類固醇來舒緩病情一樣。類固醇雖有顯著藥效，但其副作用卻不能忽視。社會在討論標準工時的訂定，必須計算其副作用及其他致致均衡作息的有效配套措施，甚至考慮執行的起始點從政府、公營機構、政府外判工作營辦商等做起。