

中國國家行政學院(香港)工商專業同學會
杜勁松

LIBOR定價醜聞對香港國際金融中心啟示

倫敦銀行同業拆借利率 (LIBOR) 市場定價醜聞進入中盤，英美各國相繼展開司法調查程序。客觀認識LIBOR定價醜聞，對於香港國際金融中心有着重要啟示。

首先，LIBOR定價中出現人為操控利率的現象，與現有定價過程的技術缺陷有關：在一組既定的銀行報價中，篩選刪除高低偏離價格後取其平均值，定義為「銀行同業拆借利率」，而不論是否有真實的資金拆借需求及實際交易發生。

同業拆借將擴大銀行資產負債表規模，影響資產回報率 (ROA)；新監管協議也增加了同業拆借的風險資本要求；同時隨着債券的普及和被認同，長期資金更可轉換為主權級票據賺取利息回報。這些綜合因素進一步令長期拆借近乎絕跡。因此近年來，現實生活中LIBOR並不一定能完全客觀地反映銀行真實的資金成本。

鑒於LIBOR對報價方沒有真實的成本負擔，只有有限的道德約束及擔心被發現而導致的制裁和聲譽損失，因此在應對一些特殊

局面時，以追求利潤最大化為目標的銀行即有足夠的誘因而走險。因為參與LIBOR市場的十多家銀行，都是以盈利最大化為目標的金融機構，如果管理層以虧損為目的，股東一早就將他們炒掉。

據媒體報道，當金融市場動盪恐慌時，巴克萊銀行人為調低了上報的利率，以維護其穩健形象；若巴克萊銀行調高利率，英國央行同樣也會予以關注。由於有關方面的調查仍在繼續，姑且不論其內幕細節，至少從市場運作的邏輯來看，這都是符合經濟學「理性人」個人利益最大化的假設。當「理性」的市場行為觸及道德底線、甚至侵犯公眾利益，就會被市場所淘汰；若觸犯法律，還應受到相應的制裁。

然而，操空行為能否及時受到懲罰，既是行業行為準則和法律法規適當性的問題，更

是市場效率問題。英美兩國監管機構的調查表明，倫敦銀行同業拆借市場存在結構性缺陷，其本質上是一個寡頭壟斷市場 (Oligopoly)。市場有效性的最基本要求是市場規模大、流動性高、資訊可以自由傳播。

利率是資金的價格，同股票價格一樣，它的真實 (或公允) 的價值是在一定時間區間、價格動態變化過程即隨機遊走 (Random Walk) 的均值，而非某個時間點的靜態數字。因此，只有當存在眾多的市場參與者、產生大量活躍的交易、資訊自由流通時，市場價格將更趨近於「理論」的公允價格。個別機構或許存在人為操控的動機，但將很難長期在有效率的市場中獲利；其「理性」但不良的動機要麼被抑制、要麼受懲罰 (例如導致財務虧損、或接受法律制裁)。

持續提升LIBOR定價市場的效率是一個緊迫、同時又是長期的過程，在此過程中將帶給香港金融界的是挑戰與機遇。貨幣方面，美元的國際地位決定了美元的LIBOR價格在世界金融市場的基準地位；地緣政治方面，

位於倫敦的歐美十多家主要銀行主導了LIBOR的定價權。

在國際金融市場、特別是資金定價市場，缺乏中國的參與不僅不可能建設有效的金融市場，而且必然會因為市場無效率導致中國支付巨大的成本，最終使中國利益受損、並危及中國的金融安全。

未來LIBOR定價機制如何修正缺陷、成效如何，我們拭目以待。但是有一句英語諺語：God only help those who help themselves. 在人民幣國際化進程中完善離岸人民幣利率

定價機制、進而優化國際貨幣體系、提升跨國金融市場效率，捍衛國家利益和金融安全，既是我們可以做的、也是我們必須做的！



英國巴克萊銀行深陷操縱同業拆借利率 (LIBOR) 醜聞。圖為巴克萊位於倫敦的總部。

農產品價格急升 美經濟復甦添阻力

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

受入夏以來的旱災影響，美國本年度農作物的收成將大幅減少，導致農產品價格自6月中起大幅上升，玉米及大豆期貨價格已升至歷史新高，小麥價格亦升至近4年高位。

旱災已持續兩個月，當地情況近日亦繼續惡化。美國國家乾旱減災中心的最新數據顯示，美國本土48個州已有三分之二的區域遭遇了中度以上旱災，創下歷史最高紀錄；已有32個州的1,584個縣被確定為自然災害受災區，其中1,452個縣為旱災區，佔到全美數量的近一半，當中更包括接近90%的玉米及大豆產地。

受旱災持續影響，美國農業亦大幅下調今年各類農作物的產量預期；下調今年玉米產量預測12%，至每英畝146蒲式耳，是2003年以來的最低水班；下調大豆產量預測9%，至每英畝40蒲式耳。

由於玉米等農產品為家禽及家畜飼料之主要原料，致農產品價格急升，更會帶動肉類價格上漲，當中，最快受影響的，將會為生產周期較短的產品，如家禽及雞蛋等。此外，玉米價格上漲亦會對一些工業造成影響；如以玉米作原材料的乙醇，價格亦與玉米同步上升，自6月中至今已升逾三成。

雖然，由於美國農產品大多用於出口，同時食品支出佔家

庭開支比例很低，因此，農產品價格急升對美國整體通脹的影響有限。不過，那些從美國進口玉米、大豆等農產品的國家，將會受到衝擊，造成輸入性通脹。

未必對內地通脹構成太大壓力

以作為糧食進口大國的中國而言，一旦出現輸入性通脹，剛剛被壓至3%以下的通脹率有回升的可能，不過，由於中國除大豆有80%依賴進口外，小麥及玉米的依賴度相對低得多，因此，從近日內地農產品價格除大豆有較顯著的上升外，小麥及玉米價格的升勢並非太大，對內地通脹未必會構成太大壓力。

反而，是次農產品價格急升，對美國經濟或會造成一定程度的影響；在美國經濟仍處復甦階段的情況下，近幾時美國農產品出口成為了美國經濟增長的一個亮點。截至2011年9月30日的一年內，美國農產品出口額達1,374億美元，創歷史新高，並同時創造了115萬個工作崗位，因此，一旦美國旱災持續，農產品失收，很有可能為勞工市場構成壓力，減慢美國之復甦步伐。

農產品價格急升，加上歐債危機，以及美國將要面臨的「財政懸崖」問題，拖累環球經濟的潛在風險眾多，在這情況下，投資者的投資策略宜傾向保守，即使入市亦以防守股及收息股為主，避免承受太大風險。

寬鬆政策成效待顯 未能掉以輕心

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

國統局數字顯示，6月份全國日均發電量為131億千瓦時，按年只是持平，未見增長，年內的同比增長更是反覆減慢，反映電力需求依然疲弱。內地電力需求與GDP增長一向有密不可分的關係，電力需求放緩，而次季GDP按年增長7.6%，較首季的8.1%減速，亦顯示內地經濟景氣欠佳。國家電監會表示，當局穩定增長的政策將漸漸見效，今年全國社會用电量預期按年增長約7%，至約5.1萬億千瓦時，下半年用电量走勢則料呈「前低後高」。

此外，國家工信部表示，首5個月企業虧損面達17%，惟就低於09年初時的高位約25%，而今年首五個月國內規模以上工業企業利潤就按年倒退2.4%，另又提到，隨着穩增長措施漸見成效，下半年內地工業料可望穩定及作出回升，並會盡力完成規模以上增加值全年約11%的增長目標。內地早前連番降低存準率及減息，新增貸款亦見增加，惟政策能否足以引導宏觀經濟重拾動力，扭轉電力及工業景氣，或是需要進一步的提振，仍需再為觀察。

力主刺激消費 須有政策配合

當局雖有機會加快「鐵公基」(鐵路、公路、基建)的投放力

度，惟考慮到以基建帶動增長的發展模式，欠缺可持續性，亦會衍生過度及重複投資，以及是地方債等問題，出台「四萬億2.0」的機會相對有限，而力主刺激的消費，增長亦見放慢。國統局數字顯示，6月全國社會消費品零售總額按年只增長13.7%，低於上半年累計的14.4%。雖然預期當局將繼續深化積極財政政策，但相信在政策力度上需要進一步加大，以盡快回復消費者信心，冀藉進出口力度及美國經濟呈弱之際，改善經濟結構，降低經濟對外部的依賴，刻下整個經濟形勢未言全面樂觀。

若通脹回升加深企業營運困境

再者，內地通脹縱使回落，增加當局政策空間，但美國及歐洲再推量寬之聲再起，若有關政策最終落實，環球農產品及金屬等商品價格勢必再受刺激上揚，內地通脹將再承受壓力，勢必令企業經營成本上漲。然而，下游需求不配合，企業難以將上漲的成本全數轉嫁，變相擠壓盈利空間，營運環境料續困難，加上銀行在借貸的取態上，或傾向放款予大型及資產質素較佳的企業，對於信貸及營運健康性相對較弱的中小企，則較為審慎，就內地整個企業結構分佈，以至是經濟增長動力而言，均有一定負面影響。內地下半年經濟續具複雜性及不明朗，仍需有賴當局「預調微調」的政策方向，現階段暫未能對重拾高速的經濟增長，抱有過分憧憬。

標準工時政策帶來僱傭狀況不穩定

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心研究員
楊偉文

筆者6月29日發表的文章已經指出，有勞工組織着力推動「標準工時」立法，不單未能有效改善勞工的生活質素，而且會引致負面效果，他們的勞工政策和主張有很大的改善空間。其中一個最主要的負面效果是帶來僱傭狀況的不穩定，事實上，蘇偉文教授在7月6日的《從高樓價看標準工時》已經提及和解釋了，筆者只是在這基礎上作點資料的補充，讓讀者能對問題多點掌握。

「壓縮工時加最低工資」是歐洲工會的基本主張，工會認為在縮減或限制工人加班將有利創造就業機會，而透過最低工資政策可防止工資因而下降，所以在推動「標準工時」立法之前，必須先完成「最低工資」的保護罩立法，先後次序具有策略部署。工會的策略符合邏輯，但問題是策略能否增加就業機會。

外國的實證研究結果指出，縮短工時確實刺激就業上升，包括歐洲多個國家、美國、澳洲和日本，問題是這些研究結果的數據主要反映七十年代，但當數據延伸至九十年代，實證結果指出若小幅度降低工時可小幅度增加就業，但大幅度縮短工時會使就業減少，而無論就業增加或減少都會使企業利潤下降和

總產量減少。而另一份關於瑞典的相關研究發現工時長短對就業無長期相關性關係。

縮減工時只創造更多兼職及臨時工

但我們若能再仔細一點去翻查各類研究結果，我們會發現即使所謂縮減工時可創造更多就業機會，其實相當部分是「兼職」職位或短期的「臨時性」工作，歐洲、美國和亞洲等地出現同樣的趨勢。1980年代荷蘭面臨石油危機導致經濟衰退，失業率上升，政府試圖以「凍薪」配合縮減工時策略改善就業環境，但企業為降低成本壓力，改聘「兼職」吸引大量婦女流入勞動市場，造成長期就業趨勢，現荷蘭婦女佔「兼職」市場接近6成，影響「全職」職位的產生。

而且日本的研究發現企業規模越小，「非全職」職位比率增加越明顯；歐洲的研究結果也指出對於依賴家庭手藝的中小企面對「最低工資」或「縮減工時」，最常見的反映是減少生產，而非增聘人手，這與工會估計以新增全職職位來填補縮短工時所創造的空缺存在一段差距。根據工業貿易署資料，香港約有30萬家中小企，佔全港就業人口(公務員除外) 48%，大家試想想「標準工時」立法對接近一半在中小企就業的勞動人口，其僱傭情況將會產生怎樣的長期影響？或許我們真的需要在這方面進行多一些詳細的政策研究。

增加細單位 平價賣地成代價

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

將軍澳66D1區一幅約5.4萬呎住宅地塊招標，由嘉華以約11.6億元最高出價奪得，顯示發展商對港樓後市有信心。中型發展商出價比大型發展商更進取，有評論認為後者或許留力去爭取購入同區餘下第66C2、66D2、68A1及68A2區等更靠近海旁地塊，無論如何，到推出這些地塊時，難保其他發展商也會競投，誰人奪標仍難預料，但多家爭逐下肯定造價不會低。

剛賣出的將軍澳第66D1區住宅地，可建樓面面積29.75萬方呎，附有有限條款，最少建360至378伙，中標價的平均樓面地價3,929元，屬市場及業界估計範圍之內，這個造價水平與正好在早前一月份同區66B2地塊，以及五月份毗鄰66C1地塊分別造價3,810元及4,009元之間。

賣地消息稍利好將軍澳樓市，以這個地價計算，加上建築費及利息成本等，預計新樓落成後售價平均7,000元，比對附近二手樓近期呎價6,200至7,000元，上述成交說明該區樓價後市有支持。

限呎對單位面積控制較嚴

傳媒問筆者，限量與賣地成交價的關係。政府近年加入限呎或限量條款，目的是要增加中小型住宅新供應量。就限呎及限量比較，前者對住宅單位的面積控制較嚴，後者較靈活，發展商在設計時，只須符合單位數目的要求便可，雖然項目定位以中

小型單位為主，仍可設計小量大量單位，以應付市場需求。

不過無論限呎或限量，都對發展模式形成局限。發展商投標前做財務可行性分析，會考慮到有限制較諸無限制的比較，後者可以定位成吸引內地客的豪宅樓盤，前者卻以中小型單位為主，加上未來中小型住宅供應增加，以及港府推新居屋等，故此出價較不設限的住宅地有一定折讓。

為增供應 限量造成折讓

2010年2月將軍澳第66區，首幅出售的66B區地塊未限量條款，樓面地價4,628元，其後成交的四塊住宅地，限量後呎價則跌至3,800元至4,000元左右，雖然這些片面的比較沒有考慮到其他影響估價的因素，比如地塊發展規模及當時市道等，但仍或多或少反映了因限量造成的折讓，並且可以這樣說，特區政府為要增加中小型住宅供應量，寧願以較平地價出售住宅地。

政府已安排短期內標售將軍澳第66C2區及66D2區地塊，前者可建樓面約48.6萬呎而後者約56.3萬方呎，發展規模都比嘉華中標的66D1區大。料新地對毗鄰的66C2區地塊會積極研究，假如兩地一併發展，在設計布局可以互相遷就，尤其讓處於較遠離海旁的那麼目前我國ROE構成的質量如何呢？我們需要對08年經濟危機前後中國工業企業ROE波動情況進行參考。在08年以前，中國工業企業維持20%左右的資產周轉率，輔以逐步提高槓桿率以提升權益乘數，ROE水準由10%穩步上進至15%。但07年至08年經濟危機到來後，ROE水準快速回落至10%，其影響因素是資產周轉率的快速下降。

參考ROE看中國經濟復甦質量

比富達證券香港業務部

國家統計局已經公佈2012年二季度GDP為7.6%，業界結合CPI與PPI同步下滑的情形，亦參考PMI、房地產數據等因素，對中國經濟趨勢開始了廣泛的討論，其中不乏悲觀論調，也有對經濟於今年3、4季度探底回升的樂觀預期。但若更有效地判斷中國經濟發展的中期趨勢，筆者認為ROE這一核心指標不可繞過。

ROE (Return on Equity) 即淨資產收益率，相當於股東權益報酬率。根據杜邦分析法 (DuPont Analysis) 進行拆分，其公式為：淨資產收益率 (ROE) = 銷售淨利率 (NPM) × 資產周轉率 (AU) × 權益乘數 (EM)。根據美股經驗，ROE的波動較GDP對S&P500有更強的相關性，是更具參考意義的指標。ROE能否持續上升將決定經濟能否回升以及其回升力度，而構成ROE的三個部分各自情況則反映經濟回升的質量。

那麼目前我國ROE構成的質量如何呢？我們需要對08年經濟危機前後中國工業企業ROE波動情況進行參考。在08年以前，中國工業企業維持20%左右的資產周轉率，輔以逐步提高槓桿率以提升權益乘數，ROE水準由10%穩步上進至15%。但07年至08年經濟危機到來後，ROE水準快速回落至10%，其影響因素是資產周轉率的快速下降。

受4萬億投資刺激影響，自09年起企業的槓桿率水準顯著提高，推高了ROE水準，但資產周轉率並未因此改善，此時股指表現與ROE的波動也開始產生了背離，表明ROE內部質量在變差。而自2011年以來政府為刺激經濟而採取的舉措，依舊只能干預企業的融資環境，也就是權益乘數的作用，並未能有效拉動企業整體的資金周轉水準，股市也維持低迷。

目前，中國工業企業整體的資產負債率超過65%，超過一般認為的50%-60%的正常水準，證明部分企業已經面臨去財務槓桿的壓力。由此我們可以認為，貨幣寬鬆政策的邊際效益遞減，刺激流動性已經從解鎖的第一口饅頭變成撈肚的最後一口饅頭，即目前市場所期待的存貸款利率與存款準備金率等方面的調整對於ROE的提升難有實質性效果。

期待經濟回升 企業須去槓桿化

若期待經濟企穩回升，需要企業逐步去槓桿化，並且提高其資產周轉水準，顯示出盈利增長的可持續性。提高資產周轉水準，就是提高企業資產生成銷售收入的能力，若將銷售淨利率也包含在內，就是提高企業資產生成利潤的能力。因此，唯有在政府救市政策思路轉變，利用減稅等手段，拉動需求，將重點放在為產業結構調整、為企業創新升級創造外部環境上時，中國經濟才能在質量上發生變化，走出現在的困局。