

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

人行短期或進一步放寬貨幣政策

受歐債危機拖累，環球經濟增長目前欠缺動力，市場將希望投放到各國央行的貨幣政策上，而歐央行亦於月初率先宣布推出買債計劃，市場亦普遍預期，聯儲局舉行議息會議後，會於周五(14日)凌晨宣布推出刺激經濟措施。反觀內地，除中央近日有加快基建投資的舉動外，人行近兩個月按兵不動，不過，面對內地疲弱的經濟，加上配合其他央行之行動，人行或有可能於短期內進一步放寬貨幣政策。

歐央行月初推出了名為直接貨幣交易(OMT)的計劃，一旦成員國主動提出申請並滿足相關條件，歐央行將會無上限地，購買出現財政困難的歐元區成員國之國債，並會配合沖銷的方式，避免大量增加歐元供應。觀乎計劃的內容，是要歐央行出手，向主動求援的成員國紓困。

觀乎過往希臘及葡萄牙等的經驗，將需要接受嚴苛的條件，比如縮減預算、緊縮開支及經濟改革等。雖然這將會直接影響大眾的福利，從而引發民眾反對，執政者為保地位，並不會輕易接受條件，這亦是為何西班牙及意大利仍不急於申請援助的原因之一。但由於計劃能減低歐債危機擴

散之可能，從而令企業對經濟前景信心增強，或會增加資本開支，有利歐元區經濟增長。

至於內地方面，從近日的經濟數據中可見，內地經濟仍有下行風險，8月份之進出口數據遜預期，入口金額更按年減少2.6%，製造業亦處萎縮的情況，使中央不得不以增加投資，以穩定經濟。

發改委近日接連批出36個大型基建項目，包括25個城際軌道項目，涉資最少1萬億元(人民幣，下同)，而鐵道部近期亦再次上調今年鐵路基建投資規模至4,960億元，較年初4,060億元增加900億元，可見中央加

強基建以拉動內需的決心。

此外，為解決投資基建項目需要大量資金之問題，有消息指，企業發債門檻有望降低，原本為防範地方融資風險，而作出的非財政部強縣平台公司不得發行企業債的規定，或會放寬，使更多企業能參與發債。至於對保障性住房工程和重大在建續建項目，以及關係民生的農品流通基礎設施和城市基礎設施項目的發債速度亦會加快，務求令刺激經濟措施更快見成效。

當然，若人行能夠配合減息或下調存款準備金率，相信相關基建項目能更易從銀行獲得資金，亦能降低借貸成本，不過，



這將會增加通脹風險，令人行不敢貿然行動，但若果聯儲局亦同樣推出刺激經濟措施，人行則有可能加以配合，於短期內進一步放寬貨幣政策，畢竟聯合行動的作用，比單獨行動更有效。

內地宏觀經濟隱憂處處

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

內地經濟的展望仍存在一定的憂慮，經濟能否在年內時間回穩，甚或見底回升，依然不明朗，當中的問題就包括通脹、銀行資產質素、工業及固定資產投資減慢，此皆為當局有待拆解的問題。

內地公佈上月主要經濟數據，其中CPI由七月的1.8%，回升至2%。通脹的升幅雖然不算明顯，但需留意是次反彈會否具備持續性，並成為新一輪通脹周期之始，這主要是考慮到美國災情帶動農產品價格急升，美國亦大有機會出台QE3，加上低息環境持續，商品價格受推動，勢必帶動內地食品價格上揚。

若內地通脹再度受刺激，則會增加當局在放寬銀根時的顧慮，限制貨幣政策的空間，以至要透過推動基建，引領經濟增長的模式，此乃是內地宏觀經濟年內不能忽視的主要憂慮。另一宏觀經濟值得注視的，莫過於銀行體系的穩定性。內地進出口受阻，內需亦未見提速，一眾中小企的營運急轉直下，資產質素及還款能力受累，直接增加銀行的壞帳風險，拖累貸款質素，並要因此而作出更多的撥備。

為了減低信貸風險，同時符合存貸比率不得高於75%界線的規定，銀行均未敢如早年金融海嘯時般，大幅增加信貸規模，即使淨息差受累當局連番減息，並影響盈利增長，但在資產質

素的前提下，內銀在審批貸款上，仍傾向審慎。

產能過剩難大力刺激回投

信貸活動活躍度不足，企業營運及發展將再受到限制。當局雖連番降準及減息，但由近月新增貸款看來，成效未見顯著，當局或可考慮放寬存貸比率的上限，冀增加銀行放貸的誘因，也可加快民間借貸機構「陽光化」的進程，作為現有信貸市場的補充。最後要提的是工業及固投增長的放緩，國家工信部及社科院工業經濟研究所發表報告，指出內地鋼鐵及水泥分別有超過1.6億噸及3億噸的過剩產能，部分行業如甲醇、塑料及銅冶煉等有色行業，以至是多晶硅及新材料等新興產業，亦面臨產能過剩的危機。

內地眾多工業均存在產能過剩及過度投資的結構性問題，有關當局雖積極倡導行業併購整合，希望加強行業集中度，但行業結構扭轉需時，成效有待展現，除非下游需求有明顯的改善，否則內地工業仍難以樂觀。至於固投方面，早前雖有指國家發改委加快項目審批，然而，內房總處調控周期，通脹亦為隱憂，預期當局只是基於避免經濟「硬著陸」的目的而為，並非想依靠投資獨力支撐經濟增長。

總括而言，內地通脹、銀行體系、工業及投資均面對不穩，當局政策亦受到限制，期望內地換屆後，在政策上能有一番新景象。

工廈應允簡易改裝 否則建酒店效益更高

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

政府研究把「活化工廈」政策，延伸至讓獨立業主的工廈改裝作「過渡性住房」，政策的理論基礎是，工廈原本擬改建為酒店項目，如已獲得屋宇署批准圖則，技術上都可改作住宅用途。如果這改建的酒店房間是28到30平米，即是可改成與原擬改建酒店房間數目相同的約300方呎的小型單位，有助增加這類小單位以滿足市場需求，一方面舒緩低下階層付昂貴租金的壓力，同時騰出空間解決市區劃房問題。措施大前提是值得支持的，但需要解決的法律上和技術上障礙不少。筆者看過有關網頁，在本文跟大家分析一下。

1.《城規條例》：全港位處商貿(Other Use Business)規劃地段約700多幢工廈，在商貿地段裡唯一可以作居住用途的種類，只有酒店。如果能夠得到城規會同意，可以在有關規劃大綱圖的附表第二欄中加入一項「過渡性住房」，就可以給予工廈業主申請改作這類住房單位，甚至改裝為大學生宿舍。還有一個可能，就是讓規劃署透過行政指令，豁免執法取締這類工廈改裝的「過渡性住房」。

2.《建築物條例》：原本批准圖則是一幢工廈，建築物條例對工廈的要求，與住宅不同。譬如地積比率，工廈比較高，住用用途比較低。對於一些自然的通風、採光，或者如果有廚房，廚房的要求都是不相同的。另外，把一幢工廈改作住宅，依足

《建築物條例》便要減樓面面積。即是要把工廈拆去幾層，業主一般不會同意這樣做。要保留所有樓面，便要修訂《建築物條例》，容許把原建築結構改作「過渡性住房」用途，並批准一個等同於該幢工廈原有的地積比率，從而合法保留現有的樓面面積。

3.土地批租的用途限制：原本地租約限制了作工業用途，如果於原建築物改裝「過渡性住房」，即是違反用途限制，按現時「活化工廈」政策，需要向地政總署申請特別豁免書Special Waiver而無需補地價。

4.技術性問題及財務可行性：工廈改住房，需要解決採光、消防安全、衛生、樓宇結構、屋宇裝備、排污、每單位供電、供水、煤氣(及為這些服務安裝每戶分錶)、廚房、廁所等。這些都是繁而費用不菲的工程。

但更加重要的是，申請上述各項批准需要時間，改裝建築費用不菲，建築期間更要待租租客租約完畢，逐戶騰空單位直至所有租客交吉，始能讓承建商進場開工，施工期預計起碼一年，期間不會有租金收入，雖然現時已有熱心的工廈業主表態願意響應新政，但從財務分析角度，工廈改裝過渡性住房，假設收租期10年，能否比改裝作酒店的效益更高？甚至降低要求，連只收回改裝住宅所花的建築成本也無法保證。

是否可以有另一選擇，就是允許作簡易改裝作宿舍形式，以使用較低成本去完成各項基本設備，比如公用廚房，條件是交由社企營運，以低於市值租金出租予有需要人士。

自由行可加速港經濟轉型

中國國家行政學院(香港)工商專業同學會
杜勁松

本欄上次指出：儘管赴港旅遊目前仍是內地居民出境遊的主要目的地，但並非是內地遊客的唯一選擇。深圳早前準備放寬「一簽多行」政策予非戶籍常住居民、「北上廣天渝」等城市準備允許非戶籍常住居民申請「自由行」來港旅遊時，卻受到本港個別團體指責，經特區政府提出，內地暫緩實施上述政策。

稍加分析，個別利益團體的反對理由並不充分。例如，反對者認為若擴大自由行規模，會加劇通脹及北區水貨問題，並強調遊客區的配套已飽和。

經濟學大師弗里德曼(又譯費利民)有句名言：通脹的本質是一種貨幣現象。旅客流量的增加可能會推動個別商品或服務價格上漲，這只是反映了基本的供求關係定律。但是，並無理論基礎和實證數據表明旅客流量的增加已經或即將引起普遍性的物價上漲(此即通貨膨脹的常用定義)。詳細討論本港通貨膨脹的成因及對策已超出本文的範圍，但公認的一個原因是最近幾年氾濫全球的流動性(特別是美國連續推出的兩輪量化寬鬆及主要發達國家類似的寬鬆貨幣政策)。

水貨問題，則更是一個貽笑大方的論點。因為，本港商家、公眾應該感謝香港政府的自由貿易政策，並以來之不易的貨真價實聲譽為榮，從而進一步把生意做大做強；需要擔心和憂慮的反而是內地方面：果真有如此多的水貨入境，是否需要加強海關監管？這麼巨大的需求，是否可以有替代產品？

遊客區配套飽和問題，既是一個開關問題(happy problem)，又是可以由市場機制調節的問題。在資訊高度發達的今天，某熱點公園如果排長龍的話，遊客完全會作出滿足其效用最大化

的抉擇：繼續排隊、放棄、抑或選擇替代消費品(如去另一個樂園)。商家為追求利潤最大化，也會有其理性選擇，例如現有商家會考慮擴建設施，而其他商家則會考慮提供競爭性商品或者替代品。

反對者還要求政府須承諾新界東北發展計劃對象是港人，避免成為內地旅客的後花園。此觀點則更是荒唐。兩千多年來，中國傳統經商文化所追求的最高境界即是「客似雲來」；在「一國兩制」框架下，中央政府維持香港政治制度、生活方式五十年不變的承諾已寫進了基本法；屬於港人自己的東西，誰也別想拿，誰也拿不走。至於港人甲、乙、丙是否願意抓住商機、向其夢想方向流動，是港人的甲、乙、丙會作出自己的抉擇。特區政府要做的，是善用納稅人資源，確保社會公平正義、為香港在粵港澳經濟圈一體化和全球一體化進程提供制度保證。

政府和公眾應善待政策

在內地不斷完善市場經濟體系過程中，政府的角色和定位也在調整中，各類行政審批程序也逐步簡化或取消。放寬「自由行」和「一簽多行」政策，即是在此大背景下出台的，順應民意、符合國情，當然也體現了中央對香港的關心。自由行政所帶來的負面作用固然是不可否認的，但特區政府和公眾更需要善待此政策，需要抓住機遇(例如：更多遊客所帶來的巨大商機)、解決問題(例如：改進交通基礎設施、旅遊和物流配套措施、香港和內地兩側邊境管制流程優化)、發展經濟(例如：發展特色旅遊專案、創新體驗)、推動轉型(例如：更新新界發展規劃、減輕社會對金融業的過重依賴而避免產業空心化)。如果香港失去自身的吸引力，又或者被其他競爭對手奪去這一大市場，將是港人的悲哀、香港的悲哀！(二之二)

穩增長需破除路徑依賴

比富達證券香港分析員
王 靳

上周五，「發改委兩日批准過萬億投資項目」的消息激發滬深兩市大漲，亦推動港市同日高企，身處「跌跌不休」的A股市場的投資者依稀看到了一線希望，以為反彈將至。但本周一漲勢並未持續，而此消息也被確認為誤讀：原消息只是說，發改委在兩日內集中公佈了在過去幾個月內陸續獲得批准投資項目，並非所謂「2.0版刺激計劃」。

儘管只是一次誤讀導致了市場的過激反應，但這一事件確實顯示出大市對政府投資有明顯的依賴。經濟實體目前也是如此，1-8月份，中央項目投資同比上升0.2%，主要投向鐵路等基礎建設方面；而地方項目投資增速比上半年回落0.5個百分點，說明企業投資動力不足，經濟增長依賴政府投資的增長。

但顯然，08年4萬億的副作用現在還影響中國經濟：地方政府債務風險高企，產能過剩擴大，而現在企業去庫存剛剛開始，PPI還處在加速回落中。以鋼鐵行業為例，現在鋼鐵產能過剩1.6億噸，已存產能減產趨勢極為緩慢，而受4萬億投資的滯後效應影響，今年年底前還將有58座高爐建成，總產能8440萬噸。在現在的情勢下，如果再集中進行政府投資，推出

刺激計劃，顯然將給經濟帶來致命的打擊。

除了對刺激政策的依賴外，市場對貨幣政策的依賴也應告一段落了。在產能過剩的情勢下，企業普遍面臨去庫存與去槓桿化的壓力，此時增加的貨幣投放，很難參與到實體之內循環，只會形成新的資產價格泡沫，或是形成物價上漲的壓力。

8月份CPI回到2時代，而且從趨勢上看，CPI繼續上行的可能性很大。下半年國際糧價上行的可能性很大，而歐洲與美國若如期般執行寬鬆政策，將進一步推高國際大宗商品價格，形成輸入型通脹。另外，房地產回暖，若推房價重拾升勢，房屋租金的上漲將顯著。在此條件下，貨幣政策的寬鬆不僅在穩增長方面作用有限，還很可能引致通脹風險。

面對當前中國經濟的形勢，政策面已無法再考慮如何在「穩增長」與「調結構」之間抉擇了：大量的政府投資已給經濟帶來了巨大的風險；而再多的貨幣寬鬆都無力穩定經濟增長，只會產生副作用，「穩增長」只能通過「調結構」，需要利用結構性手段，且特別需要稅收政策的支持。企業在去槓桿與去庫存壓力下急需減負，這一點對於中小型企業更為明顯。落實結構性減稅，切實緩解企業在去化過程中的陣痛是目前最可行的方法。

高樓價高租金衍生勞資矛盾

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心
李樹甘 吳祖堯

在過去的一個世紀，香港經歷了多次轉型，同時創造了不少經濟奇蹟，勞資雙方之間的信任、合作及互諒是箇中不可或缺的成功因素之一。然而，近十年勞資關係漸趨惡化，昔日勞資雙方在談判桌上達成共識的光景似乎難以復見，取而代之的是新勞資法例的落實。

繼最低工資實施後，社會現時正就標準工時的立法討論得如火如荼。標準工時是指由政府為僱員設立標準的工作時數，勞工團體建議，僱員若超時工作，僱主必須支付時薪1.5倍的加班費。現在，普遍的情況是勞資雙方在談判桌上達成共識的光景似乎難以復見，取而代之的是新勞資法例的落實。

近年僱員的作息平衡受到社會廣泛關注，成為了勞方爭取標準工時的理據之一。但如果只是為了作息平衡，其實還有其他更為資方所能接受的方案，例如彈性工時、在家工作和工作共享等，何以非要標準工時不可？事實上港人一向以勤力見稱，標準工時更偏向於多勞多得，不能保證作息平衡。尤其是基層僱員，他們可能更願意加班或額外兼職，以賺取更多工資。

所以，有人認為這也是勞方爭取標準工時的重要誘因。筆者認為即使僱員最終目的是為了增加工資，亦是情非得已。香港生活成本高昂，特別在住屋方面的開支上，由於樓價及租金昂貴，令一般僱員的工資大部分都花在住屋方面。故勞方爭取標準工時，可利用多賺取的薪金去應付高昂的住屋成本。

另一方面，資方反對標準工時的理據亦見合理。其實，企業正面臨一個兩難局面。舖租昂貴、舖位不足以及最低工資的限制，使企業不斷承受成本上升的壓力。

若更多新勞資法例落實，例如標準工時，經營成本將進一步上升，調整成本的靈活性幾乎罄盡時，企業便需要考慮加價。然而，加價卻會大幅削弱企業自身的對外競爭力。香港早已具備最有利企業對外競爭的條件，如低稅率等，而所謂的「最有利」其實代表著香港已無計可施。

試想如果其他地區的政府一旦減稅，香港已減無可減，處於完全被動的狀態。事實上，其他國家如韓國，已開始減稅，令本港現時物價優勢逐漸消失，香港似乎只有地理上存在僅餘的競爭優勢。企業絕不希望不斷加價，因此，在本身已承擔着高舖租的情況下，他們反對標準工時立法，從而減輕成本進一步上升的壓力。從資方的角度，這是解決兩難局面的最佳方法。

雙輸或雙贏取決適當勞工政策

倘若標準工時成功落實，而企業又不願大幅加價以致削弱其對外競爭力，可以預期的結果是：他們將聘請更多兼職來替代員工加班，以減低加班的成本。但一般來說，兼職員工生產力較低，企業的服務質素亦會下降。同時，員工下班後將到其他地方兼職，額外的交通時間使作息時間減少，交通費用隨之而增加。此乃雙輸之局面。

其實，勞資雙方一直忽略了非貨幣工資的重要性，如工作環境、工作穩定性和彈性工時等。歐洲多國已十分重視非貨幣工資的使用，不少外國研究(如Magnani於2002發表的研究)亦指出，條件相同的勞動者，從事不同工作會得到不同貨幣工資的原因取決於非貨幣工資的多寡。換言之，非貨幣工資可使勞資雙方在貨幣工資上的分歧得到一定程度的緩解。同時，此舉可提升員工士氣，使生產力上升，在現階段可達致勞資雙贏。而長遠來說，政府應解決高樓價高租金的問題，以減少勞資矛盾。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。