

永豐金融集團研究部主筆  
涂國彬

百家觀點

# 央行競相寬鬆 緩減出口壓力

在歐洲央行推出直接貨幣交易(OMT)，美國聯儲局宣布第三輪量化寬鬆(QE3)後，日圓升值壓力大增。而日本央行終於在周三(9月18日)議息會議後宣布，維持利率區間0%至0.1%不變，擴大資產購買規模10萬億日圓，至80萬億日圓，並延長計劃期限6個月至2013年年底。

日本央行表示，擴大資產購買規模旨在對抗通縮、刺激消費，以推動經濟成長；但各國央行顯示都清楚知道，如果無限度地發行貨幣，將會使貨幣貶值，而這除了會推動資產價格上漲外，亦有助提升國家產品在國際上的競爭力，刺激出口表現。因此，日本央行的資產購買計劃，與其說是刺激國內消費，倒不如說是為了不落於歐美央行之後，避免日圓進一步升值對出口造成的壓力。

事實上，在日圓走強、全球需求疲弱不振的情況下，日本出口一直遭受壓力；日本財務省最新公布的數據顯示，8月份出口較上年同月滑降5.8%，是連續第三個月下跌，進口則衰退5.4%；而8月份貿易逆差達7,541億日圓，為連續第二個月出現貿易逆

差。在貿易環境惡化的影響下，日本政府於之前兩個月，已連續下調了對經濟前景的評估，而日本央行最新發表的報告，亦將日本景氣現狀判斷從「緩慢改善」下調為「停滯」，指環球經濟減速的情況惡化，已影響到該國的出口及生產，使日本經濟有再次陷入停頓的風險，日本央行行長白川方明在新聞發佈會上表示，日本經濟復甦較此前預計的9月末推遲六個月。

但不得不提的是，雖然日本央行「意外」地宣布擴大資產購買規模，使日圓於周三早段急跌，美元兌日圓由78.6急升至79.2，但市場消化消息後，便

察覺日本央行的「寬鬆」力度遠不及美國聯儲局：10萬億日圓約相當於1,264億美元，相對於聯儲局每月買入400億美元按揭債券計，日本央行加碼的規模約為聯儲局一季內的買債規模。

與此同時，日本央行既已「出招」，市場相信該行在短期內不太可能再有其他措施推出，投資者轉而看好日圓，美元兌日圓即日倒跌至78.38收場。雖然，從根源上看，現時環球市場並非欠缺資金，息率更是貼近歷史低位，只是銀行在信心不足下，放貸態度保守，而市場需求不足，亦使機構投資擴大生產的意願偏低，從這個角度看，各國央行向市場注入資金，未必就能促使經濟復甦。

至於各國央行的接連出招，某程度上是為了避免本國貨幣匯價上漲影響經濟的復甦，反映各主要經濟體已再次進入了寬鬆貨幣政策的競賽；在這情況下，黃金以及其他實質資產，料再次受到市場追捧，但在經濟前景的不明朗因素下，股市未必能進入長線升勢。



分析認為，各主要經濟體已再次進入了寬鬆貨幣政策的競賽，黃金以及其他實質資產勢受追捧。 中央社

## 美國QE3衝擊內地通脹

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

美國QE3終塵埃落定，聯儲局除了延長超低息政策至2015年中外，亦會購買MBS(按揭抵押債券)，每月400億美元，直至就業及經濟呈現改善為止，並為進一步政策留下憧憬。QE3對刺激當地經濟的成效固然成疑，惟更值得注視的乃是政策對市場流動性帶來的刺激。

環球農產品價格早前因為美國旱災，引發新一輪升浪，而QE3的出台，勢必再支持相關產品價格，而油價更有機會因此而再上一層樓，對內地宏觀經濟構成一的威脅。

### 商品及原材料價格看漲

內地上月通脹出現近5個月以來的首度回升，至2%，雖仍處於較低水平，但QE3勢必推高商品及其他原材料價格。料會引發內地通脹步入上升周期。在此情況下，一眾工業企業相信會首當其衝，國統局公佈，今年首七月全國規模以上工業企業利潤，按年減少2.7%，至26,785億人民幣(下同)，自今年以來，累計利潤持續錄得負增長。

國外需求受累歐美經濟增長放緩，內需亦未見有顯著增長，在欠缺下游需求支持下，企業營運已見掣肘，若原材料成本趨升，企業利潤空間將再為受限，利潤率或進一步下滑，而內銀有見及此，也會加緊企業的借貸審批，令企業的周轉更為受困，增加宏觀經濟「硬著陸」的風險。

### 鐵路建設及建材股值得

就內地個別行業而言，QE3料推升商品價格，其中航空業以燃油為主要成本，盈利與油價的敏感度較高，油價高企，必累及航企的利潤面，而刻下環球經濟活動呈弱，客貨運的增長，料難以彌補燃油



美國推QE3，勢必推高商品及其他原材料，航空業以燃油為主要成本，料將影響到盈利表現。 新華社

成本上升對盈利的蠶食，加上人民幣升值速度料放慢，料削減航企的匯兌收益，而個別企業雖獲得母公司注資，惟對於降低企業負債比率及改善營運，並非屬長久之策，亦難有顯著的效用，在油價高位徘徊的預期下，內地航空業的前景仍傾向審慎。

另一受累QE3及商品價格上升的行業，非一眾下游食品股莫屬，主要是由於其成本均來自農產品或是石油副產品，雖然下游食品股的毛利率在近期出現回升的利好走向，但毛利率能否在QE3出台後，繼續維持向上勢頭，當成疑問，更重要的是，下游食品股的競爭激烈，民眾的轉移成本較低，企業未能將上漲的成本全數轉嫁，只能透過優化產品結構，以及加強宣傳力度，冀提升客戶忠誠度，並且增加投放下游食品股的戒心。

至於值得留意的板塊，則仍落在一眾與國策相連的板塊身上，當中就包括鐵路基建及設備，另個別建材股，也有望受惠基建投放加快，屬冷吼之選。

## 對光伏行業困境的反思

比富達證券分析員  
王新

近期印度對中國光伏產品進行反傾銷調查的消息，再次將光伏產業的困境拉回公眾視野，而8月初，浙江誠興光伏科技有限公司董事長李飛跳樓自盡的消息則更是令人扼腕。哀歎之餘，導致今日的局面，先回顧光伏產業的前世今生。

中國光伏產業之興盛在於外需，困境亦在外需。解釋中國經濟對出口的依賴，光伏產業可稱作是最為典型的例證。

光伏的需求始於德國。1999年，德國政府宣佈實施「十萬太陽能屋頂計劃」，隨後西班牙也對國內太陽能發電進行補貼。太陽能光伏發電的高漲，使得隨後幾年中多晶硅的需求維持在每年1萬至2萬噸的增長。2006年，央視發佈統計數據，國內多晶硅總產量為287噸，市場缺口達上萬噸。2007年多晶硅現貨市場價格漲到了每公斤200-400美元，巨大的利潤使得企業紛紛進軍光伏產業。

到了2010年，多晶硅熱進入最瘋狂的時期，似乎所有企業都想從中分一杯羹：除比亞迪與江西賽維、富士康與英利外，本為服裝集團的波司登也進軍光伏領域上游，與江蘇康博共同投資60億元，年產6000噸高純硅。然而此時，多晶硅價格已經穩中有降，產能過剩的問題也開始凸顯。2011年，國內已經量產及在建的光伏企業產能已達到了500億瓦特，而全球光伏總安裝量只有270億瓦特。

### 產能過剩必致價格下跌

目前，多晶硅價格已經跌到每公斤20-30美元，使得行業整體毛利率不足10%。對於約95%的產品依賴出口的光伏產業，更嚴重的困境是國際需求正逐漸縮窄，2012年上半年，中國光伏電池組件出口全球總額94.48億美元，同比下降34%。

另外，來自各國的反傾銷行動更對光伏產業形成巨大打擊。2012年5月，美國商務部裁定，對中國出口美國的太陽能光伏組件產品，徵收31.14%-249.96%的反傾銷稅。9月上旬，歐盟也對華光伏產品展開立案調查，而中國2011年光伏電池對歐出口金額達204億美元，約佔同期光伏電池出口總額的73%。繼此僅僅一周後，印度也宣佈收到國內光伏產業對中國太陽能電池板進行反傾銷調查的申請。一系列的事件，使得我國光伏產業的處境越發危急。

無論光伏產業將來何去何從，其過往的經歷已經再次給中國的產業結構調整敲響警鐘。回觀光伏產業在短幾年內的大起大落，我們除了看到中國企業在短期內製造出產能過剩局面的能力外，更多的還看到了出口依賴型經濟體的不穩定性與低端產業對環境的侵蝕。

### 關注高污染及高耗能問題

事實上，由於技術的不成熟，中國生產多晶硅一直存在高污染、高耗能的問題。據媒體資料，每提純1噸多晶硅，產生的廢料達14噸，而生產過程中產生的四氯化矽又是高毒物質。而且，為了追求更高的利潤，大部分生產企業都沒有安裝四氯化矽回收系統，造成了很多污染源。換言之，在光伏產業的問題上，中國再成為實至名歸的世界工廠：把低價產品賣給世界，把污染留給自己。

為挽救局面，政策面已經開始行動，創造國內需求：國家能源局發佈《太陽能發電發展「十二五」規劃》提出，到2015年底，中國太陽能發電裝機容量達到2,100萬千瓦(21GW)以上。這項規劃意味著未來3年中國光伏發電裝機容量有望擴大6倍以上，之後我們能期待的，除了優質的企業能夠堅持過這三年，贏得豁然開朗的局面外，還有中國產業結構的根本性變化，使得中國不再出現下一個「光伏」。

## 金管局措施反令外地人置業受惠

香港專業人士協會副主席及資深測量師  
陳東岳

特區政府推出一系列穩定本港樓市措施，包括「十招」增加供應、港人港地、以及金管局收緊第二套房的按揭等。但外圍因素變化，或多或少抵消了原先透過推出這些措施，所希望取得的效果。美國宣布QE3，歐盟及日本亦同期推出寬鬆政策。本港樓市火上加油，二手樓價屢創新高，新盤加價加推。

消息傳出，政府正研究進一步從徵收稅項方面，壓抑市場需求，特別要阻嚇炒賣住宅園利人士，包括把額外印花稅的年期拉長及把稅率提升。措施對打擊炒賣有效，卻有利於非本地人士置業作長期持有，或許港府在修訂前應更仔細分析。

最近歐美日這些世界先進經濟體均在接近時間內，同步宣布寬鬆，雖然表面上這些決定都是為本國利益着想，但這股龐大的匯合洪流，卻對全球的新興經濟體包括中國造成莫大衝擊。新興經濟體面對本國貨幣兌歐美日貨幣「被升值」，出口不振，通脹預期不斷升溫及物價上升影響民生，都會考慮作出相對應措施，對中國來說，或許會考慮適度放寬信貸，但又要顧慮對物價房價所做成的刺激，這是兩難局面。另一角度看，現時正上演先進經濟體與新興經濟體之間的經濟貨幣戰爭。

### 香港細小經濟體易受外圍影響

香港作為相對細小的地區經濟體，在全球量寬以及經濟貨幣戰爭中，顯然十分被動。港元與美元掛鈎，但經濟上卻受惠於中國崛起，美國QE3，超低利率維持至2015年中，香港沒有同分量寬的可能，亦不敢輕言拆鈎，港人要接受的現實是，未來受通脹因素影響或會很迅猛，港人基本食品用品均來自內地，近年港元兌人民幣不斷貶值，假如中國出口貿易持續疲弱，香港轉口貿易亦不會好令經濟受累，但日用食品價格卻不斷上升，此消彼長之下，大家可理解未來日子會怎樣。

本地樓市面對上述新形勢又將如何？如果本地家庭消費力下降，置業能力理應相對下降，但樓市的需求並非純粹來自本地人士，近年內地人士在港置業漸多，影響樓市因素變得複雜。內地人士買港



圖為新界屯門私人機構參建的居屋。 資料圖片

樓，一般不用按揭，由於無在港入息證明，亦無法取得銀行按揭，對這些買家來說，一般都有長期持有的實力，亦無懼樓價回落。全球量寬激化了對通脹的預期，持有現金者都會想辦法對抗通脹，傳統智慧是貴金屬及樓房產。經濟前景欠佳，亦令部分實業投資者轉把資金買樓收租，這是中外皆通的道理，亦是內地及本港經濟表現欠佳而樓市獨旺的原因。

### 對不用按揭買家發揮效用有限

內地買家長期持有港樓是對香港樓市的信心表現，不應該非議，但卻間接造成港樓市供求失衡。港府透過增供應是治本之策，可惜由土地供應以致建成樓宇需長時間，遠水救不了近火。透過將額外印花稅的年期拉長及把稅率提升，以阻嚇炒賣住宅，相信對港人應該奏效，但對降低內地人長期持有港樓，這部分需求應該無效用。金管局收緊銀行對第二套房按揭，亦只能針對港人，對不用按揭的買家不發揮效用。這些限按措施令港人的需求被暫時壓制，但反為有利於不用按揭的非本地人士，趁港人受制於港人而在港置業，或許港府在修訂這些措施時應更仔細分析。

## 審慎考慮最低工資水平

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

近日坊間有聲音再次討論改變最低工資。筆者明白在物價不斷上升的情況下，社會希望透過增加最低工資去保障基層員工。但請不要忽略其負面影響。

### 增加最低工資恐再引發轉工潮

社會在建議最低工資水平時，除了考慮最低工資對企業成本的直接影響，亦不應忽略其間接影響。我們知道工資的差異可以反映不同行業及工種的特性，例如較輕鬆或較自由的行業及工種，薪金一般較低。然而，一刀切的最低工資提升了基層員工的薪金，在不同工種薪金差距減少下，人們會選擇較輕鬆的工作，早前的轉工潮(例如專線小巴司機紛紛轉職保安員)就是明顯的結果。而新工作需時磨合適應，勞工服務質素難免下降。再者，企業需要透過加薪或增加福利來挽留和吸引人才，引發加薪潮，間接衍生出成本大幅上升的問題(漣漪效應)。

集體轉工潮會影響生產效率，降低競爭力；而加薪潮則使成本上升，企業特別是中小企可能因此結業，這情況不能持續發生。若增加最低工資至31元，則現時收取市場工資接近31元或以上的員工便會轉工或要求加薪。根據最低工資委員會的最新報告，時薪少於30元的勞工只佔11.7%，換言之，當中收取28元最低工資的勞工更少，大部分的勞工工資接近31元或以上，所以新一輪的轉工及加薪潮很可能再次出現，對整體生產和競爭力不利。

由於最低工資的直接及間接影響令薪酬成本大幅上升，企業需要加價才可生存。最低工資原意是為基層員工提升工資，使其生活改善，但卻導致零售價格上升，

基層員工的實質工資最終會不升反跌。事實上，基層員工日常消費的必需品及貧窮物品主要由零售、餐飲業等提供，而這些均為勞動力較密集的行業。受最低工資影響，這些行業的薪酬成本大幅上升，必需品及貧窮物品的價格亦然。

曾有學者指出，基層員工很大部分的工資都花在這些物品上，結果實質工資下跌成為輸家。基層員工為應付生活，便要求提高最低工資水平，此舉使物價再升，導致工資與通脹出現螺旋式上升。提高最低工資水平無助於改善基層生活之餘，香港的競爭力亦大減。筆者擔心螺旋式通脹正在萌芽。

### 最低工資不宜每年按通脹調整

社會一般視以最低工資能改善基層員工生活，若最低工資按通脹率增加，工資只會有加無減(就算通脹期也不易減)。當經濟轉差，工資的下調能力便失去彈性，企業面對薪金成本高的困境，便會裁員甚至結業。更擔心是，如遇到滯脹，即通脹及失業率同時上升，按通脹率增加最低工資對疲弱的經濟傷害更大。事實上，其他地方如台灣及美國等地的最低工資亦非定期調整。

筆者認為，基層員工實質工資低的部分原因是：科技發展增加了高層機器器的使用，減少勞動力對產品增加值的貢獻，以及租金樓價不斷上升等原素所致。因此，政府應提供更多培訓和支援以提升勞工生產力、減低交通、電費，並增加土地房屋供應以降低生活費用，才可解決根本問題。

現時，絕大部分基層勞工收取高於28元最低工資水平的市場工資，其差距已反映通脹及其他因素的調整，所以不應再按通脹率提升最低工資水平。當大部分勞工只收取最低工資水平的28元，而物價攀升，才應增加最低工資。

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。