

匯豐經濟研究亞太區聯席主管
屈宏斌

百家觀點

3季度GDP反映：中國經濟低位企穩

中國三季度GDP同比增長7.4%，較二季度的7.6%略有回落，與預期一致。季調後環比從之前的2%加快至三季度的2.2%。工業增加值增速從二季度的9.5%下滑至三季度的9.1%。9月末固定資產投資同比從6月末的20.4%加快至20.5%。消費仍保持平穩，三季度環比較二季度有所加速。經濟初現企穩跡象。隨著前期政策寬鬆效果顯現，以及受基數效應影響，四季度GDP有望回升至8%左右。

受重工業生產加快拉動，9月工業增速9.2%，較8月的8.9%有所回升，環比也從之前的0.71%加速至0.79%。重工業生產從8月的9%，加快至9月的9.3%；輕工業也加快了0.4個百分點。分產品看，粗鋼生產從8月的同比收縮1.7%恢復正增長0.6%。水泥從8月的8.7%加快至9月的12%。原油加工量從之前的2.5%加快至7%。但8月的發電量同比增速則從8月的2.7%放緩至9月的1.5%。

9月末，固定資產投資從8月末的20.2%加快至20.5%，我們估算的固定資產投資9月單月增速創下一年來新高23%，較8月的

19.4%明顯加快。其中基建投資回升是主要拉動力量，同比增速從8月的15.1%躍升至9月的25.8%。抵消了房地產投資增速下滑的影響（8月17%，9月14%）。製造業投資也從8月的18.8%反彈至9月的21.5%。新開工項目計劃總投資也從8月末的24.9%加快至9月末的25.7%。預計投資增速回升支持經濟企穩的態勢在四季度仍將延續。

社會消費品零售總額9月同比增長14.2%，較8月的13.2%加快了一個百分點。受房地產市場成交量回暖拉動，傢具等相關產品銷售加速明顯。城市居民人均可支配收入增長9

月末實際增長9.8%，農村居民現金收入實際增長12.3%，與二季度末基本持平。收入平穩增長將繼續支持消費。

結合9月貿易數據，以及我行關於四季度歐元區經濟將繼續收縮，而美國則增速放緩的預測來看，外部需求疲弱仍將持續，國內需求的穩步回升仍然是穩增長的關鍵。收入增長繼續支持消費。未來流動性條件相對寬鬆有望繼續支持基建投資反彈，以及房地產投資企穩。從工業增加值增速來看，目前基本企穩在一個相對低位，未來持續的政策支持仍有必要。

前瞻的看，貨幣政策仍有必要保持力度以支持流動性相對寬鬆，具體政策工具包括通過公開市場操作或者降準等方式在內的數量工具以及下調利率一次25個基點。儘管四季度通脹可能溫和回升，但需求面仍然偏弱，經濟仍在潛水平以下運行決定了通脹並不是主要的政策風險。



■受重工業生產加快拉動，內地9月工業增速9.2%，較8月的8.9%有所回升，按月也從之前的0.71%加速至0.79%。

法新社

從溫總理近期的政策表態上看，穩增長的政策努力仍將持續，通過繼續擴大財政支出、進一步減稅，以及落實前期集中審批的基建項目，穩增長的政策效果將進一步顯現。

內地經濟趨穩 無硬着陸之虞

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

中國剛公布了今年第三季度之經濟數據，雖然經濟增長跌至3年低位，惟數據大致符合市場預期，回落幅度按季更有收窄之跡象。內地經濟趨穩，出現「硬着陸」的風險已大為減低。

中國第三季經濟按年增長7.4%，為3年低位，較上一季回落0.2個百分點，但回落幅度已較第二季時的0.3個百分點收窄。此外，按季增速則達至2.2%，為今年以來最高水平，而第二季經濟按季增長率亦由1.8%上調至2%，反映出經濟周期正在回升，經濟更較市場原先預期為樂觀。

內地經濟之所以能夠回穩，中央政府的支持實屬重要，在中央持續增加基建投資的情況下，內地1月至9月份的固定資產投資按年增長上升至20.5%，較1月至8月份的數據上升0.3個百分點，而單計9月份固定資產投資按月更增長1.63%，在中央加快審批基建項目的情況下，基建項目加快上馬，相信可繼續支持內地經濟。

企業毛利率受壓情況紓緩

另一方面，雖然內地製造業仍處萎縮狀態，但內地製造業的原料成本跌幅亦同時回落，跌幅更比出廠價為高；9月份中國製造業生產者購進價格按年下跌4.1%，而購進價格

跌幅大於出廠價格，這反映出內地企業過去毛利率受壓的情況有所紓緩，預期隨着中央的刺激經濟政策見成效，加上美國經濟回暖帶動的出口需求，內地製造業或能出現谷底反彈。

更令人鼓舞的是，首三季內地社會消費品零售總額按年增長14.2%，較市場預期足足高1個百分點，而單看9月份，社會消費品零售總額按月增速達1.46%，為今年以來最快增速，而在黃金周的帶動下，預期10月份的零售總額按月增長將更勝9月份，內地消費市道未有減弱，有利內地經濟向內需轉型。

經濟數據反應出內地經濟回穩，而從民間各種數字亦反映內地經濟有好轉跡象；經過一段時間的去庫存以及行業萎縮所帶來的供應緩減，加上受惠中央之刺激經濟政策帶動需求回升，內地煤炭、鋼鐵、水泥及鐵礦石等對經濟敏感度較高的商品，近日價格已觸底反彈。

內地經濟回穩，經濟周期見底，但並不代表經濟增長可迅速反彈，並回升至從前9%以上的水平。事實上，經過多年的快速成長，內地工資已上升不少，勞工成本上升使依靠製造業作為經濟增長動力的模式不能維持現有的經濟增速，必需要進行結構上的改革，如減少重複徵稅、放寬價格管制實行市場化以及打破國企壟斷部分重要產業之局面，激活民間投資，為經濟帶來新的推動力，才有望令未來經濟增長保持在7%以上甚至更高的水平。

內外需改善 降息降準機會減

比富達證券分析員
王新

從近期公佈的經濟數據看，中國經濟隱隱顯現出回暖的信號。受美國經濟復甦與聖誕訂單增加的影響，中國9月出口同比增長達9.9%，說明外需存在一定程度的改善。而進口同比增長的2.4%之中，原油與鐵礦石進口的增長貢獻較大，說明在基建投資力度加大的舉措下，內需也出現了一定的好轉。

從9月份的金融指標來看，中國經濟也在發生一些積極的變化。一方面，9月M2、M1與M0分別增長14.8%、7.3%與13.3%，其中代表流通中的現金與單位活期存款的M1增速較8月加快了2.8個百分點，反映企業與個人的交投意願有所上升，經濟漸轉活躍。

非食品CPI回升 經濟趨穩

另一方面，9月新增貸款規模為6,232億元，儘管較8月有所減少，但新增中長期貸款所佔比例提高了5.4個百分點至46.1%，而企業中長期貸款佔比亦較8月提高3.4個百分點至20.5%，表明企業的資本支出增加，投資意願正在加強。這在一定程度上也說明企業對經濟形勢的預期也開始逐漸發生變

化。從物價數據看，9月份消費者物價指數CPI為1.9%，同比降3.6%，較8月份下降0.1個百分點，重回「一時代」。但在此次下降之中，非食品CPI卻在明顯上升。9月份非食品CPI環比上漲0.4%，較8月份CPI環比上漲0.1%呈現加速態勢，而同比亦上漲1.7%，較8月份的上漲1.4%為高。非食品CPI的回升，也對經濟企穩的趨勢有一定說明作用。

不過，與上述回暖信號有差異的是，工業品出廠價格PPI仍在下跌，9月份PPI跌幅較8月份繼續擴大了0.1個百分點。筆者認為，經濟回暖的趨勢需待PPI數據的確認，以證明製造商利潤的實際改善。考慮到目前工業品價格的上漲態勢，預期工業品出廠價格也將隨之調整，PPI在隨後的幾個月中將呈現回升。

根據以上數據所傳遞的信號，筆者認為央行進一步降準、降息的可能性很小。一方面，9月份廣義貨幣供應量M2增幅達14.8%，高於官方14%的目標，說明資金流動性狀況已得到緩解。另一方面，根據前述，儘管CPI再回「一時代」，但非食品CPI卻在上升。本次CPI的短期下降主要是受農產品價格季節性回落的影響，不具有長期性；通脹回升仍是大概率事件，將對貨幣政策進一步鬆動形成限制。

本港鬧地荒 拓地刻不容緩

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

特首在立法會發表講話，強調房屋問題是今屆政府施政的「重中之重」，房屋市場近年供不應求，過去數月的樓價和租金持續上升，超越市民的購買力，鎖定根本問題源於土地供應不足。發展局同步澄清，雖然現有逾2,100公頃空置住宅用地，表面上無需要開拓新發展區，但實際並非所有空置土地均可發展，扣除不適合的地段，具發展潛力的用地僅1,324公頃，當中約930公頃為「鄉村式發展」地帶，但不少是天然斜坡及建築物間空隙，剩餘真正可供發展或興建房屋，只得391.5公頃。結論是有需要多管齊下開發土地，建立土地儲備。

政府頻「出招」 誠意值得尊重

新一屆政府上場不足四個月，面對公屋輪候冊申請宗數接近20萬，樓價租金都不斷飆升，在穩定樓市大提下，已做了很多工作，包括推出穩定樓價的「梁十招」；加快審批預售樓花的手續；「置安心」首個項目改「租」為「賣」；研究將36幅「政府、機構或社區」用地撥作住宅用途；活化工廈增加住屋供應量；推出「港人港地」政策；並成立長遠房屋策略督導委員會以協助規劃土地供應與用途等。無論是否需要較長時間奏效，但起碼這份誠意值得尊重。

港府估計在未來三至四年，除公屋外，一手私人住宅的供應量為6.5萬單位，比過去數年明顯增加，但要根本解決房屋問題，就要確保土地供應及土地資源的合理分配，財政司司

長領導的房屋土地供應督導委員會，正積極協調跨部門，務求增加土地開發與供應。

有問及當局越採取措施，為何樓市就越升？雖然有意幫助中產上車的五千個白表免補地價買二手居屋用心良苦，但當時卻激活了二手居屋及中小型住宅樓市道，繼後「樓換樓」蔓延到中型住宅環節。港府其實亦迅速宣布分批進行白表抽籤以減低對市場的衝擊，相信有關政策局已從中吸取經驗，港樓市透明度高而反應過敏，一日土地供應未解決，在推出任何刺激需求的措施時，都要特別小心謹慎。

另外，國際政經形勢變化，對香港這個相對細小的經濟體，亦會造成衝擊。最明顯今次美國QE3以致全球寬量，聯儲局公布超低息環境維持至2015年，當中以後者對港樓市的影響更甚，把資金換磚頭成為抗通脹的避風港，試問港府短時間內，又怎可能「製造」新增供應住宅呢！樓價因這個外來因素而升，根本不應責怪港府。

今次港府公布了暫存可供發展或建屋用地只得390多公頃，以支持開發大型土儲的重要性，筆者是認同的，但只說明問題的嚴重性是不夠的，港府更應趁勢引導港人討論以達致共識，面對「地荒」，港人可以有那些選擇？筆者試重提幾項：

1. 壓抑需求例如管制住宅租金加租，以減低買樓收租的意慾，並紓緩租金上升；
2. 開發生態價值較低的農地及綠化地；
3. 適度放寬土地使用密度；
4. 維港外填海及建大型人工島；
5. 工業用地改劃住宅發展；
6. 與鄰近地區在土地用途的配合使用。

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

匯金在今月10日分別增持內地四大國有銀行，包括工行(1398)、建行(0939)、農行(1288)及中行(3988)，涉及A股的數目分別為473.4萬、281.4萬、572.5萬及384.4萬股，刺激積弱已久的內銀股大幅彈升。匯金又表示，有意於半年的時間內，繼續在二級市場作出增持行動。值得注意的是，匯金的增持期限，由原來的一年，縮減至半年，另即使內銀公佈匯金增持後，內銀A股價格亦未見有明顯的漲升，反而H股就出現大幅抽升的現象，這反映兩地市場對內銀前景的看法不甚一致。

彰顯當局穩定市場取態

然而，匯金是次行動，除了為內銀股注入動力外，亦彰顯出有關當局對於穩定市場信心的取態，有利內地股市走向，加上中共「十八大」將於下月八日舉行，政策憧憬相信有助抵銷內地經濟增長放緩的憂慮，A股有望回穩。惟就內銀本身而言，其基本因素仍存在一定顧慮，單以匯金增持一事上，就斷定內銀股否極泰來，或言之尚早，內銀前景展望續屬中性。央行早前公佈，上月內地新增貸款為6,232億人民幣(下同)，較預期的7,000億為少。內地上月出口雖然大幅優於市場

預期，惟今年首9個月的進出口總值的按年增長，只為6.3%，與當局年內增長一成的目標，續有距離，歐美雖然分別出台OMT及QE3，但對實體經濟的刺激，預期難起短期及顯著的效用，內地第四季外貿相信仍會處於艱難時期。

依賴出口中小企營運受制肘

在此情況下，不少依賴出口的中小企，營運將繼續受掣肘，資金鏈受壓，而將出口轉內需的過程亦具一定難度。可以預期內銀在借貸審批上，料續審慎，冀控制壞帳，以及應對監管需求，貸款也料會較為集中於國企的大型項目上，加上按「332」的貸款節奏，內銀四季度的貸款料難有大幅增長。此外，內銀淨息差在當局減息下，料續受壓，並進一步拖累內銀的盈利能力，而央行近期雖然以逆回購作為維持市場流動性的貨幣工具，惟年內「降準」及減息的機會尤在，成為內銀另一憂慮所在。內銀過去數年盈利高增長的光輝日子，料已成過去。

宜留意第三季營運數據情況

另一方面，內銀也將陸續公佈第三季業績，市場除了注視淨息差收窄的情況外，對於銀行的壞帳，亦甚為重視，除非營運數據交出理想之表現，否則內銀升勢或未能延續，策略上未宜過於進取。

再思最低工資（二）

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

筆者於10月12日的文章，已討論關於最低工資的一些問題，本文今天會繼續以此為題。

有人指出最低工資不會造成失業，因為自最低工資實施以來，香港失業率不升反跌。可是，我們不能忽略其他因素對失業率的影響。近兩年香港處於經濟景氣，失業率下降屬正常現象，最低工資對失業的影響並未於數據上呈現出來。正如我們討論通脹的成因時，亦會考慮租金等其他因素對通脹的影響，並不會一口咬定最低工資就是近年通脹的唯一原因。

另外，經濟學有不少理論解釋通脹的形成，人們在討論最低工資時亦會經常引用。然而，我們必須知道當中有些理論是互相排斥的，不能同時使用去解釋通脹，而相信哪一套理論則因應個人觀點。例如，如果我們認同「通脹純屬貨幣現象」，則不會一方面認同租金上升會造成通脹卻同時引用「貨幣現象」的說法去否定最低工資造成通脹的可能，因為它們同屬另一理論「成本推動型通脹」。當然，最低工資抑或租金上升影響通脹較大，則可有不同看法。

此外，不少人指出一些高層員工看似沒甚工作卻領取高薪，所以支持最低工資去平衡這現象。筆者並不否定有人不事生產，領取過高工資。然而，我們明白工資的釐定是根據生產力的高低而不是時間的長短。據說名畫家畢加索有此遭遇：一天他為一位婦人畫掃描，結果他只用了數分鐘便完成並收取十分昂貴的報酬，夫婦非常不滿。畢加索的回應是：不是數分鐘，是畢生功力。

事實上，我們看到大部分的高層員工都是經歷過從低做起的階段，在行業中建立過不少功

績，故得到別人信任。高層員工大多需要在短時間內決策，承擔不少風險及壓力。他們看似整天只是開會或談電話，但卻能從中完成一筆生意，這都是因日積月累的經驗、努力及腦力而做到。如果換成其他人去做相同的事，結果是否一樣？

高低薪差距簡單化易造成分化

再者，在知識型經濟中，工作較多傾向於使用腦力而非勞力，以往「勤力」工作的標準可能已改變。靠腦力工作的人可能無時無刻都在工作，下班後仍在思考工作上的問題，我們難以從表面的行為或工作時間去判斷他們是否勤力。筆者不是偏幫高層員工，而是想大家明白社會上人人各司其職，工資是由生產力而不是時間決定。我們若將表面上的工資差距簡單化看成不公平，容易造成更多社會分化。

最後，最低工資應否要一年一檢，以因應經濟而調整？我們需要明白現在的最低工資水平是於經濟景氣時所釐定的，若遇上經濟不景，這一水平可能過高。到時，即使社會贊成下調最低工資，但討論和實施最新的低工資水平有時間滯後，將會導致即時的失業情況更加惡化，進一步打擊疲弱的經濟。

其實，勞資雙方均面對高樓價高租金的問題，但我們知道只靠社會力量難以改變樓價及租金，故勞資雙方只能在最低工資上角力。大家都運用「向下競爭」(race to the bottom)策略，更弱的一方就會勝出，使社會上怨聲不斷，形成勞資對立。若更多的小企倒下，資方才能勝出；相反，若更多基層生活出現問題，勞方才能勝出。這是我們要見到的現象嗎？相信政府的施政十分重要，筆者希望政府認真考慮提升勞工生產力，增加土地房屋供應，減輕交通及生活費用。