

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

內地製造業擴張 經濟增長可保七

近日之經濟數據進一步顯示內地經濟見底，內地製造業終於恢復擴張，中國國家統計局於周四(1日)表示，中國10月份官方採購經理指數升至50.2，較9月份上升0.3個百分點，意味著內地製造業三個月以來首次實現擴張。

當中，新訂單指數自今年5月以來首次回升至50以上的水平，反映企業來自客戶的產品訂貨量增加，至於反映製造業外貿情況的新出口訂單指數和進口指數分別為49.3%和48.4%，比9月份升0.5和0.7個百分點，雖然仍於50以下水平，但指數連續幾個月均呈上升趨勢，顯示外貿情況改善，相信在美國經濟持續復甦帶動下，內地製造業產品需求未來一季可望再升。

另一方面，中央不斷推出刺激經濟措施，加快基建投資，使內地對原材料的需求回升，支持石油加工、煉焦業及黑色金屬冶煉等行業的新訂單指數維持於50以上，反映市場對原材料需

求增加。此外，經過一輪行業整合及減產後，煉焦及金屬等礦資源的供應已有所減少，行業萎縮所帶來的供應緩減以及去庫存，加上需求回升，內地煤炭、鋼鐵、水泥及鐵礦石等對經濟敏感度較高的商品，近期價格已觸底反彈。

數據反映內地經濟回穩，經濟周期見底，然而，這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，再加上作為一個健康之經濟體，長期依賴政府投資推動經濟增長是不可行的，因此，內地要保持現

有的經濟增速，必需要進行結構上的改革。

如減少重複徵稅，使民間資金能得到更充分之運用，亦能間接刺激大眾消費，刺激內需市場發展。另外，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亦為重要，一來可激活民間投資，為經濟帶來新的推動力；二來引入競爭，這將可令內地產業的技術水平進一步提高，促進生產率的提高，從而帶動經濟增長。

十八大舉行在即，而官方媒體近日亦不斷表示未來內地經濟繼續改革的方向不變，可見中央希望改革之意圖，相信在十八大過後，內地最高領導層塵埃落定後，將會對經濟改革有更明確的方向。一旦新一屆政府能表示出推進改革轉型之決心，將有如為企業注入強心針，更可吸引更多外資，使內地經濟增長保持在7%以上水平。



內地近日公布多項經濟數據，進一步顯示經濟見底，製造業終於恢復擴張。圖為內地某工廠車間一隅。新華社

企業利潤跌幅收窄 經濟回穩可期

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

國統局公佈，今年首9個月全國規模以上工業企業利潤為35,240億(人民幣，下同)，按年減少1.8%，跌幅較首8月的3.1%有所收窄。9月單月更錄得7.8%的按年增幅，達4,643億，另首9個月的主營業務的利潤率，亦較首8個月回升0.05%，至5.36%。而在41個工業行業中，有26個的利潤，較去年同期上升。數字反映內地工業企業利潤及利潤能力均出現改善。

此外，內地上月工業增加值，按年上升9.2%，增速較八月的8.9%加快，工業呈現利好勢頭。事實上，當局在近日加快基建投放，刺激原材料需求，加上煤價仍處於低位，無疑是增加了工業企業的盈利能力，其中鐵道部早前再度上調年內鐵路投資額，至6,300億，而今年首9個月內地鐵路固定資產投資只有3,441.6億，意味在第四季，鐵路投資速度將大大加快，有望牽引鋼鐵及建材等的用量。

隨着當局進一步加快投資步伐，工業景氣料再受拉動，帶動經濟回穩，並進而牽引內需增長，加上預期「十八大」後，當局會再有有利政策出台，當中或包括「降準」，或是一系列刺激消費的措施，同時增加對新興及環保產業的扶助。

即使措施的力度及密度不及金融海嘯時，但相信內地宏觀經濟回穩依然可期。

然而，內地股市早前雖然反彈，上證指數在跌穿2,000點心欠關口後回升，惟在短暫反彈後再度回軟，市場對於股指仍欠缺信心。由於內地股市處於半開放狀態，市場機制也有待成熟，加上內地股市年內反覆下瀉，IPO的質素參差，以及企業集資等行動，皆打擊市場信心，致使資金態度趨於審慎，令股指失卻持續上升的動力。

惟重申內地股市現估值已跌至吸引的水平，而央行亦不斷於公開市場作出逆回購，向市場注入流動性，可望慢慢恢復市場信心，配合政策因素，內地股市值得分段吸納，並作中線持有。

重申分段吸納油氣設備股

板塊方面，基於當局將繼續積極投放投資建設的預期，水泥及建材價格料向好，相關股份皆是留意之選，另內險股上月保費增速普遍加快，而若宏觀經濟向穩，將有利資本市場及內險投資回報表現，利好盈利否極泰來。另一方面，當局為提升燃氣普及率，並降低對外依存度，勢必加快燃氣開採，加強對氣體開採(包括頁岩氣)的政策扶持，石油燃氣設備股受惠其中，亦是不可忽視的板塊。

QE3後內地香港資本市場表現背馳

比富達證券分析員
王 靳

在美國連續的量化寬鬆下，尤其是在一個月開始實施的QE3之後，美元的氾濫正在導致國際熱錢紛紛湧入新興經濟體，QE3的負面影響開始顯現，並導致資產泡沫快速積聚。香港金管局已於10月中旬開始採取措施，為防止熱錢對資產泡沫的進一步推升而頻頻出手，冀在保衛聯繫匯率制度的同時維持香港房地產市場的穩定。對於由QE3所引發的資本流動，國際貨幣基金組織IMF提出，這種資本流動的不穩定性會助長通脹、推高資產價格並引發貨幣戰爭。

對於內地而言，這種影響亦非常明顯。人民幣匯率的上升已經持續了一周，10月26日人民幣對美元匯率出現開盤漲停，而10月29日人民幣兌美元匯率中間價報6.2992，較前一交易日繼續上漲18個基點，升破6.3關口，再創自5月11日以來的新高。人民幣受到資本追捧的勢頭或將有一段時間的持續，並導致金融系統的不穩定。

資本外流更令決策層擔憂

不過，在本輪量化寬鬆未末，中國官方並未激烈地表現出反對，這種現象與巴西等其他新興經濟體對QE3的強烈譴責有較明顯的差異，更與之前美國推行QE2時周小川對量化寬鬆對全球經濟的副作用方面的批評更多成本。這種現象或在說明，對於目前的中國經濟，資本外流遠比熱錢湧入更加令決策層擔憂。表現在房地產市場上，現階段大陸對房地產市場的打壓並未

加重，樓市調控正在轉向溫和。根據之前證券日報的消息，內地30城市對公積金政策進行了微調，而公積金貸款額度的上升亦獲得了默許，這一舉措或將改變購房者對樓市未來走勢的預期。這一現象與香港樓市調控的出手呈現出反差：9月14日，香港政府推出收緊房貸三項措施，近期又宣佈非香港永久居民到港置業要繳納15%的買家印花稅，並增加了額外印花稅稅率。

人民幣匯率與中國股市走勢的反差則更加令人擔心。自10月22日起，香港金管局共購買港幣144億元，以保證港幣兌美元匯率定在7.75附近，維持幣值穩定，同時在10月26日，備受熱錢追捧的港股市終於結束了「十連陽」的局面。而A股方面，形成明顯反差的是，自10月22日起的一周中，上證指數累計跌幅接近3%，在10月26日上證指數跌幅更達1.68%，再次擊穿2,100點，而此前，投資者亦在期待政策面進行的股市「維穩」與上市公司回購股權能否為股市帶來一輪反彈。

從經驗上看，熱錢流入將推高資產價格。而內地經濟觸底回升的預期也正在市場中升溫，但股市則仍是漲少跌多，表現出熱錢對A股過門不入。內地資本與境外熱錢都在用腳投票。當境內外資金對中國經濟基本面改善預期逐漸增強，而股市「維穩」行動亦在努力支撐時，股市卻依舊逆勢而動，反映出中國股市內部的頑疾正在導致投資者信心的崩潰。

筆者認為，導致目前中國的房地產市場及股市的表現與經驗之間出現反差，很大程度上應歸因於政策長期對市場進行干預的方式都沒能尊重市場自身的作用，無論是之前的「限購」政策還是中國股市自古以來的「特殊性」，都反映出了市場規律與政策干預之間的衝突。

規範合約取代標準工時

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26日的文章提到，標準工時如同「加班費」，使員工更願意超時工作。在勞工不足的情況下，不符合其增加作息時間的原意。

然而，更差的情況是，標準工時不但不能增加員工收入，更會造成失業。以僱主的角度，若標準工時使工資成本上升，導致經營情況惡化，他們可能扣減工資或員工福利如雙糧、花紅及獎金，以抵銷額外工資支出。如果員工本身已領取最低工資及無任何福利可被扣減，則可能被解僱。有的企業更會以機器替代勞工，例如最近某連鎖飲食集團已引入電腦化點菜系統，預計可減少四成人手並節省更多成本。中小企更是兩難，工資支出上升或裁員都使它們難以經營，最終只有結業，更多失業問題亦隨之而來。

社會可能質疑機器替代勞工是否能普及。然而，歷史告訴我們勞工不斷被機器替代，只是替代並非一朝一夕的過程，勞工有足夠時間轉型及提升生產力不致造成大量失業。相信以我們的科技水平，電腦化點菜早已不是難事，為何以前企業不引入此科技而等到現在才樂於使用？答案在於相對價格。

假設一件機器與一個勞工的生產力相若，企業會選擇相對便宜的勞工。但如果在勞工生產力沒有改變的情形下，強行以標準工時、最低工資等法例使工資不斷上升，最終機器便會成為相對便宜的生產要素。因此，若勞工的生產力沒有上升，而工資卻不斷上升，機器替代勞工是在所難免的結果。

標準工時、最低工資等法例會加速這過程，最擔心的是，勞工未能趕及轉型及提升生產力，最終造成嚴重的結構性失業。到時是否又要立法禁止企業使用機器替代勞工？會否不自覺走向諾貝爾經濟學獎得主海耶克(Friedrich August von Hayek)所說的《到奴役之路》(The Road to Serfdom)？

另一方面，在超時工作的分歧上，社會要求的是標準工時而非最高工時，可見問題不在於工時的長短，而是在於工時與薪金是否符合預期。可是，標準工時並非唯一可行政策。曾有學者指出若資方能於合約上清楚列明員工加班是否能得到額外補薪，則可減少超時工作的分歧。更重要的是，合約條款是勞資雙方的自由選擇，受法律約束之餘亦比標準工時更有彈性。

加班費條款仍有不足之處

但筆者發現現時不少合約上關於加班費的條款仍有不足之處，例如出現「須經批准」(Subject to approval)等字眼。這樣會使員工對於加班費產生錯誤的預期，以為可取得加班費但最終卻「不獲批准」，難免有被剝削的感覺。因此，企業在加班費條款上使用「須經批准」時，若補充在什麼情況下才會或不批准，則可避免員工產生錯誤預期。

在自由市場中，願意支付加班費的公司自然更能吸引生產力較高的員工。相反，不願意的則面對較難聘請足夠及合適員工的情況。在衡量利弊之後，公司最終能在加班費與招聘之間取得一個均衡。政府的角色則是鼓勵企業在合約上清楚列明有關加班費的條款，並防止企業合作壓低加班費的情況。

BSD不宜加諸非住宅物業買賣

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

政府推「雙辣招」規管住宅樓市需求，樓市交投應聲下挫，一、二手住宅交投轉趨淡靜，估計未來三、四個月是消化期，樓價在這段期間會回落10%。

港府新一輪的措施，第一項措施是提高物業轉賣時的額外印花稅(SSD)稅率以及把其適用期從兩年延長至三年。第二項是推出全新的買家印花稅(BSD)，措施不適用於香港永久性居民，其他買家(包括外地人士、所有本地和外地註冊的公司)購買本港住宅樓宇，除了要繳付一般印花稅之外，亦要繳付15%的BSD。

把SSD加辣的原因是，在2010年11月推出SSD之後，2011年全年成交量大幅降至9.6萬宗，短炒更幾乎絕跡。估計今年成交量比去年變化不大，但12個月至24個月內轉手即速SSD效應在內有上升跡象，由3月的83宗增至9月的218宗。這段期間樓價急升，市場供求失衡，5%的SSD似乎不足阻嚇轉售決定，於是加SSD稅率及加長「禁售期」至3年，就是想重新加強阻嚇投資入市這部分需求。

SSD加強版令供應更短缺

引入BSD，這並非香港首創，鄰近澳門便比香港早一點宣佈實施。稅務局的數字，沒有香港身份證的買家佔一手住宅，由2008年的5.7%，急增加2011年的19.5%。二手樓則由2008年的3.1%，上升至去年的6.5%。BSD旨在壓抑來自非

本地居民本地樓市的需求，藉以保護港人的優先置業權利。

有人認為SSD加強版會令樓市供應更加短缺，抽重稅令住宅單位成交後，至少三年不會重投市場，令市場盤源更稀少。筆者認同這個看法，但並不因此反SSD加強版，因為在未來新增供應大幅增加前，利用阻嚇炒賣以壓抑需求是權宜之計，但長遠來說，增加供應才是治本之策。長期以抽重稅去壓抑需求，只會降低住宅市場的流通，三年禁售期亦會對期內突然急需套現的業主，做成落井下石的效果，將來如果市勢供求恢復平衡，情況許可下，應該緩減SSD稅率及年限甚至取消。

推BSD相信會令認為港樓被非本地買家搶貴的人釋懷，其實內地很多城市以至外國如新加坡都有類似措施，港樓供求失衡，兼面臨QE3熱錢湧港，港府朝這方面遏止住宅樓市新增需求，是保護港人的置業權利的合理兼適時措施。有認為恐怕從此失去國際外資入市置業，筆者對此部分認同，尤其超級豪宅環節，但相信BSD不可能就這些超級買家給予豁免。但沿着這個思路，對於非住宅類別物業，本身屬於投資性質，港府一向不預預合法商業行為，故此就算有炒家轉移至工商廠舖，仍不適宜輕率把BSD加諸非住宅類別物業買賣。

至於港人以香港註冊有限公司置業以及發展商收樓重建，SSD加強版及BSD的適用與否及豁免條件，筆者認為還是有待商榷及深入研究，然後才可落實執行。

資本外逃與深化資本項目改革

中國國家行政學院(香港)工商專業同學會
杜勁松博士

根據國家外管局近日公佈的數據，內地今年第二、三季度資本和金融項目(含淨誤差與遺漏)連續出現逆差，導致前三季度累計逆差達854億美元，惹來內地是否出現資本外逃的嫌疑。外管局稱，這主要是由於通過貿易等經常項目交易獲得的外匯資產，不再為央行持有，而主要轉為境內機構和個人分散持有，反映了外匯資產匯藏於民進程加快。

在現實中，如何精確判斷及衡量資本外逃其實是相當困難的。因為真正外逃的資本一定是通過種種偽裝避過當局監管。要判斷一個經濟體系是否出現大規模資本外逃，需要綜合考慮政局和社會穩定性、經濟發展狀況和趨勢等定性指標，以及可監測到的跨境資金流動等定量指標。

資本大規模流出機會不大

由於內地即將召開十八大，從現在到未來一段時間，穩定仍將是中央決策者壓倒一切的工作重點。特別是，在2013年新一屆國務院組成人員上任前，市場預計內地暫時不會推出重大改革措施。而從前三季度內地宏觀經濟指標來看，中國經濟的主要引擎——東部及沿海發達地區9月份的經濟增速開始企穩回升；前三季度GDP同比增速仍維持在7.7%，市場預期整體經濟增速回落的幅度會逐步下調直至趨穩。由此判斷，內地尚不具備支持資本大規模外逃的政治經濟環境。

另一方面，美國推出第三輪量化寬鬆之後，港匯屢觸強方保證兌換價，迫使金管局出手以維持聯繫匯率制度；市場普遍認為，此輪熱錢襲港意在對賭人民幣繼續升值；並且不排除部分熱錢通過不同管道流入內地市

場撈底或者套利。因此，僅以國家外管局公佈的資本項目逆差，也不能判定為內地出現大規模資本外逃。

從概念上講，資本外逃主要可以分成兩類：第一類是出於跨境轉移非法所得(「洗錢」)，世界上主要國家和地區均已按照聯合國有關反洗錢的規則開展合作。第二類是以逃避監管、跨境套利為目的。特別是由於內地資本項目仍未開放，目前一些企業或個人將資金未經批准轉移或截留境外，企圖投資獲益；或者以政策套利為目的，將外匯資金轉移境外後又作為外資匯回國內，以享受各種稅收和其他優惠待遇等等。

在開放經濟體系中，資本的雙向流動是由資本的趨利性以及投資者的理性預期所決定的。對第一類資本外逃，需要加強國際合作、完善相關法律和流程。對於第二類資本外逃，最佳策略是宜疏不宜堵，要推進和深化資本項目的開放。例如，可以考慮在現有成熟合資格外國機構投資者(QFII)和合資格國內機構投資者(QDII)制度的基礎上，配合人民幣國際化進程，進一步擴大QFII和QDII的範圍和深度。

具體而言，改革可以從以下三個方面入手。首先，設立雙向額度。按照漸進、有序開放的原則，在一定區域內(例如，選擇深圳前海特區作為試點)將QFII和QDII額度予以合併管理，同時配合人民幣國際化進程，支持跨境資本雙向流動。其次，將額度使用者推廣至高淨值家庭和私人銀行業，內地高淨值家庭可以利用此雙向額度進行環球資產配置。第三，加強與香港的合作。優先選擇香港證券市場作為海外證券投資目的地；在推出中國存托憑證(CDR)時，優先選擇在香港交易所掛牌交易的國際企業；優先選擇以香港為總部的中資、本地金融機構作為合作夥伴。

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。