

看內地數據的預期與趨勢

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

近兩期本欄談到，分析中國經濟形勢，需要注意非表面的東西。重點的，不妨換個方式重申一次。首先，從最基礎方面說，要小心注意先入為主，然後在取證或搜集資料方面，有意無意的被與一己之見相符合者吸引着，結果加深了某個極端看法的執着。

對於傳媒的報道，也要小心不能單憑統計數據表面上的升或降，去看經濟是好是壞，當然，經過這麼多時日的耳濡目染，即使是一般讀者，也會懂得去問，數據是有增減，但關鍵未必是增減本身，而是與預期是否相符，以及有否形成一個趨勢，今天就這兩個方面說一說。

近日的內地經濟數據，正好作為例子。先有GDP增長率，也就是一般用來衡量經濟增長的，這個數字遜預期，夠宏觀的了，總括了可以總括的情況了吧，數字上看，其實不低，以中國這樣龐大的經濟體系，即使不是人為的硬性的百分之八，略低於此的百分

然而，關鍵是憑什麼認為這樣幾個分析師的預測，便是真的準確可靠了？誠然，分析師是有其專業水平，他們作預測的學術基礎平均水準，固然比外界的其他平民百姓投資者為高，但這不等於他們把握的資訊平均而言更多更準，更不反映他們的預測會可以更為準確，事實上，不同人士大概是透過真金白銀，把他們認為有意義的資訊，透過買賣行動，反映在資產價格裡面，而很可能遠早於分析師或經濟師的報告出現，便已經有這着了一着。

剛才談過預期是否相符，以下談一談趨勢。另一個近期數據，是PMI，也就是採購經理指數，有官方的，也有民間的。暫時看來，又是遜預期的吧。當然，採集的方式可能有所不同，反映的成分變化也有別，但無論如何，當周邊各個不同領域的數據，背後反映的是政策的根本改變。例如，政府希望重質而非單純重量的增長，則數字上的遜預



■山東青島港正在裝運外貿集裝箱。

期，可能為一個趨勢，因為大家原本沒有太高的預期而已，而這個趨勢本身，也可能考慮這個根本改變的存在，一廂情願的有個

人行貨幣政策仍以微調為主

太平金控、太平証券(香港)研究部主管
陳羨明

外資近期紛紛唱淡內地經濟，內地前天公佈的上月製造業採購經理指數遜於預期，市場遂憧憬中央將鬆貨幣政策。但目前內地本身主要以調結構為主，面對的是複雜多變的內外經濟環境，中央的宏觀政策不會輕易改變，估計貨幣政策仍以微調為主。

稍早之前，國際三大評級機構不約而同地表達了對於中國經濟的憂慮。此外，種種跡象顯示，國際炒家有發動新一輪「做空中國」的可能。內地前天公佈的4月份中國製造業採購經理指數 (PMI) 為50.6，雖然是連續7個月高於50的擴張收縮分界線以上，但較3月份的50.9回落，亦低於市場預期的50.7。市場遂更憧憬中央將放寬貨幣政策。

地方債風險加劇惹關注

從內地首季國內生產總值 (GDP) 增速看，拉動增長的主要動力，仍以政府財政投入和房地產投資為主。但是，今年以來地方提出的投資規模已逾5萬億元人民幣，地方投資過熱，會加劇地方債風險。內地樓價在今年首季仍然上升，隨着「新國五條」樓控細則陸續出台，樓價上升能否被壓止，仍是未知之數。此外，上月初公佈的首兩個月新增外匯佔款增長強勁達到9,790.8億元，國際遊資流入較預期多，熱錢大量湧入，將加劇潛在通脹

國策支持 服務業大有可為

比富達證券香港業務部副總經理
林振輝

4月17日的國務院常務會議分析了中國一季度的經濟形勢並研究部署了下一階段的經濟工作。而4月25日，中共中央政治局常務委員會亦召開會議，研究當前經濟形勢並部署經濟工作。一般而言，每年涉及經濟工作的會議只有三次，分別為政府工作報告、年中經濟工作會議及年末經濟工作會議。而今年國務院及中央對經濟工作的密集討論，反映出目前經濟形勢的複雜，及上層對於今年作為經濟結構轉型調整及改革窗口年的重視和期許。

對於目前的經濟形勢，國務院常務會議提出「一季度國民經濟運行平穩，總體良好，經濟增長速度、城鎮新增就業等主要指標穩定在合理區間」；而中央政治局常務委員會會議亦評價「開局平穩，經濟保持平穩增長」，不過同時提出「經濟增長動力仍需增強」，或暗示中央認可今年一季度7.7%的經濟增速的同時，亦對「穩增長」存有一定擔憂。

內地「城鎮化」港有大商機

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

內地推行「城鎮化」發展，大前提朝着更公平分配社會資源，平衡不同地區因先後發展時序以及天然條件不同所衍生差異，務求解決目前城鄉差距所帶來的種種問題，比如農村勞動力向城市轉移、大中城市過分擠迫、農村居民的消費力比城市居民增長慢、城市無戶籍人員的住屋、工作以及子女教育等社會難題、擴大內需受制於農村消費不足等。

近期內地負責各省市城鄉管理的官員，被安排分批次到港參加研習班，筆者獲邀擔任其中一班的客席講者，向參加人員講述香港市區重建和城鎮化的制度和實踐經驗。課堂上，內地官員肩負執行「城鎮化」重任，筆者感受到他們的積極投入，彼此交流兩地經驗及可供內地借鑑的香港社會種種制度，他們對香港市區重建局的運作、港府收回土地的法例及賠償、強拍條例、樓房分契以土地不可分割份數(undivided share)的做法、甚至公共場所及交通工具的無障礙設施等均留下深刻印象。

「城鎮化」的具體執行，就是以中小城鎮作為重心，推動實體經濟，發展服務業，投資基礎建設、城市公共設施、廉租房和經濟適用房建設、都市規劃、供水、供電、供氣、排污、城市內外交通、環保綠化、還有舊城改造、徵地拆遷等環節。這樣的新型城鎮，不是零星散布，而是在遍及全國各地推行改革，目的把這些地區的生活水平提升，配合所在地的農產品加工、特色旅遊、大企業產業配套，在就業機會、工資增長、住房、教育、醫療、養老等

和樓市泡沫。
外需不振 出口難樂觀

拉動增長的「三頭馬車」中，出口和消費未見改善。PMI指數跌的主因之一是上月新出口定單降2.3至48.6，指數突收縮，反映外需前景不樂觀。從外圍環境看，一方面，美國上月芝加哥PMI與歐盟龍頭德國的PMI初值，均意外跌破50點的盛衰線，反映全球需求轉弱。另一方面，由於日圓貶值和歐羅疲弱跌勢預料仍將繼續，人民幣顯著趨升，不利內地出口。

內地當前需加快調整結構改革，設法擴大國內消費需求。從首季GDP增速看，社會消費零售額增長回落，顯示推動增長的總需求結構仍然失衡。加上當前中央雷厲風行反腐，不可避免對消費增長構成更大的壓力。

內地PMI再度下滑，反映整體經濟仍然延續此前的弱勢復甦態勢，當然，禽流感疫情也影響了整體經濟的表現。經濟減速的主要原因，是投資和財政支出已相對較慢。但從另一方面反映出中央目前更注重新經濟增長的質，因而改變以往的以投資為中心的政策，而將重心放在調整結構性上。

因此，雖然內地PMI數據反映經濟復甦力度偏弱，但內外經濟環境複雜多變，中央主要以調結構為主，相信貨幣政策會維持中性，短期仍將主要通過公開市場操作來調節流動性。

務院及中央均仍把解決中國經濟的結構性問題及防範金融風險作為更為重要的目標。

消費方面，國務院常務會議提出積極擴大內地有效需求，「大力發展服務業，開發和培育信息消費、醫療、養老、文化等新消費熱點」，「保持合理投資規模，加強城市道路、軌道交通、環保基礎設施等方面的建設」，而中央更強調要「大力發展綠色消費和服務消費」，顯示今後服務業與民生、文化消費行業將大有可為，而城鎮化題材及環保題材的基礎設施亦將有較快的發展。

投資方面，國務院常務會議提出「深化改革開放，抓緊清理取消和調整行政審批項目，並向社會公開，激發民間投資和社會創業熱情」，同時要求「推進科技創新，加快淘汰落後產能」；而中央補充將「先行取消下放一批投資項目審批事項」，同時要求「嚴格控制「兩高」行業盲目擴張」，「扎實推進產業轉型升級，積極推進產能過剩行業調整，堅決遏制產能過剩和重複建設，推動戰略性新興產業發展，支持服務業新業態和新型產業發展」。體現經濟改革與產業結構調整將同步進行，為服務業和新型產業的發展提供廣闊空間。

社會保障等創出新局面。
據測算，未來內地城鎮化最少需要45萬億元以上，僅靠政府財政支付或會無以為繼，民間的配合非常重要。因此，或會放寬地方政府融資，鼓勵民間金融創新，以及私募基金的發展。

金融服務板塊可最先受惠

對香港人來說，內地「城鎮化」亦提供了無限商機，首先，在地方政府及民間融資來講，香港是世界資金匯集的中心，支持城鎮改革的專項基建及社會設施融資業務，勢將蓬勃發展，令本港金融服務板塊受惠。各地城鎮基礎設施建設以及鼓勵中小微企業，亦帶來各類專業人士的需求，透過CEPA的逐步落實，未來香港專業人士在內地將有更廣闊的發展空間。

中長期來說，城鎮居民收入增加，必會對消費品及服務的需求上升，香港各行業，包括金飾、旅遊、中西藥品、保健、美容、寵物、成人教育、消閒、餐飲、老人醫療專科如骨科、牙科、眼科(如白內障手術)、長者護理等均會受惠。

從準備及配合內地「城鎮化」發展的巨潮，港府可擴大民間討論這個課題，撥出人力資源深化研究香港從哪些環節可參與，就融資來說，推動內地城鎮在港發行債券是一例。學術研究機構可申請撥款研究遍佈全國，某些樣板地區的城鎮化發展，以及如何借鑑外地及港經驗，向當地政府建議採取的路向和意見。從港人的角度，應該調整心態，就着自身的情況，為如何參與內地城鎮化所帶來的機遇作好準備。

美量寬可延續 歐減息與否刺激不大

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恆

中國及美國的製造業採購經理指數較預期差，加上歐元區最近公佈的經濟數據亦欠理想，拖累環球股市及商品價格再度下跌。事實上，美國上周五公佈的第一季經濟增長初值只有2.5%，較市場預期增長的3.1%為低。況且，周三公佈的一連串數據亦較預期為差，令聯儲局議息後，維持利率及貨幣政策不變。但是，筆者見聯儲局聲明中，對於未來購買資產，作出了較彈性的啟示，暗示可以因應通脹及就業情況，增加或減少購買資產。

另外，聯儲局的聲明，亦首次提及美國財政政策收緊，對美國經濟的確帶來負面影響。由此可見，美國政府的削減機制啟動後，對美國經濟的影響開始浮現。如果從上週公佈的第一季經濟數據，可以見到企業固定投資及政府開支，對第一季經濟增長的貢獻轉趨疲弱。美國近期通脹有持續回落的情況，可能引發投資者對美國通脹持續下跌的憂慮。其實，部分鷹派官員亦表示，物價近期持續下跌。若情況持續，聯儲局應維持購買資產額不變，甚至乎可能需要加碼。

筆者執筆之時，歐洲央行尚未公佈議息結果。但在會議前夕，歐洲以至德國的經濟數據普遍較市場預期為差，減息的聲音更為高漲。其實，歐元區國家經過多年以

來的緊縮政策，不但未有明顯改善財赤問題，反而更引致經濟持續出現收縮的情況。結果，令區內民怨四起，多個支持緊縮政策的政府已被拉下台。

歐洲經濟收縮問題難解決

其實，不但是南歐國家，到歐洲央行的委員，以至德國央行的委員，近日已先後漏了風聲，指只要區內通脹壓力不大，而經濟仍未見起危的話，央行可以考慮以減息去刺激經濟增長。但是歐洲央行過去提出的OMT及LTRO，是針對國債息率高企的問題，但未有解決經濟出現收縮的問題。過了近三年的時間，歐洲央行才意識到經濟收縮的問題，可以說是錯過了解決問題的大好時機。前任行長特里謝的鷹派立場，可以說是成為歐元區經濟目前困境的主因之一。另外，區內流動性不足，亦引發了信貸收縮的問題，對經濟亦構成了負面影響。

筆者認為，雖然美國目前的經濟情況較歐洲情況理想，但近期亦出現放緩的情況，將令聯儲局維持寬鬆貨幣政策不變。但與此同時，歐洲央行減息的空間不大之餘，對刺激經濟的影響亦受懷疑。除非歐洲央行可以增加流動性或令區內國家實施較寬鬆的貨幣政策，否則將難以改善區內經濟。若區內經濟持續疲弱，最嚴重的情況是拖累德國今年9月的大選，對默克爾總理可以說是一大挑戰。

商人利益與工人幸福唇齒相依

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

上期文章可能給讀者一個錯覺，認為工人的幸福與商人的利益此消彼長，互相競爭，水火不容；這不是筆者的看法。這種觀感可能是過去歷史的體驗和觀察使然，從工業革命後工人的苦況，由此孕育的共產主義思潮，到削弱工會力量和反對勞工福利政策的新自由主義興起，都見證着工人與商人的戰爭。

戰爭總有結束的一日，這可能是馬克思寫《資本論》時候的心情，繼承古典經濟學派的「勞動價值理論」，從而發展了「勞動剩餘價值學說」，正要說明資本家如何剝削工人。馬克思的作法跟奧地利學派恰恰相反，摒棄了「看不見的手」的觀點，把「勞動價值理論」跟「剝削概念」聯繫起來。

工人創造消費需求

不過，馬克思對資本主義問題的分析和預測是準確的。在《資本論》第二卷關於資本流通的分析，已經說明了收入分配對生產結構的影響；最近，美國有18名著名經濟學家共同指出貧富懸殊是導致羅馬帝國崩潰、1929年大蕭條和2008年金融海嘯的主要原因，跟馬克思的分析接近。貧富懸殊嚴重損害百姓的購買力，導致內需不振，存貨積壓，資本流動緩慢，令生產意慾下降，失業率上升，經濟危機頻生，最終革命出現。反全球化運動和十多個城市的「佔領運動」，正對資本主義發出警號，隨着運動「量變」增加產生「質變」，大型革命就可能爆發。

筆者的老師、西漢經濟史學家宋敘五博士指出，西漢是中國在文化、學術、科技和經濟的黃金時期，社會高度市場化，人民生活富裕，市面一片奢侈浮華景象，但這反是刺激了生產，誘發技術提升，產品推陳出新，人民生活質素提高和社會財富增加，形成了司馬遷的自由經濟思想，跟十八、十九世紀英國極為相似，司馬遷的《史

記》比亞當·斯密的《國富論》更早了二千年。

可惜，漢武帝用兵四夷，年年征戰，討伐匈奴，遇上山東水災，七十萬災民流散，導致國庫空虛，曾號召商人捐錢救國不果，最後爆發財政危機，漢武帝終推行「告緡政策」，殺雞取卵，沒收了大部分商人財產，直接破壞了社會的生產基礎和創業意慾，摧毀了西漢商業環境，中國自由經濟發展自此告終。

商人帶來自由風氣

西方資本主義到今天還未滅亡，全賴她們的民主政制發展、法治制度建立和勞工保障措施改善，穩定了社會各階層利益，促進了消費和生產，造就中產階層出現，才救了資本主義一命。因此，商人應該明白改善工人待遇，縮窄貧富差距對營商環境和維持自由市場運作有關鍵性的正面作用。

很多人可能沒有注意的是斯密的經濟思想和西漢的經濟史實都說明了帶來人民生活改善，不是政府或人民自身，而是商人的商業運作改善了人民的生活質素。希臘經濟學家瓦魯法克斯在澳洲悉尼大學教授「大一經濟學」課時，自行編寫教材，深入研究經濟學出現原因，發現人民的慾望以至資源匱乏不是關鍵所在；重點是商人階級冒起威脅到英國地主階級的社會地位和政治影響力，迫使地主轉變生產方法，導致封建莊園制度結束和奴隸制度逐步瓦解，由「權力分配資源」模式演變成以「貿易分配資源」模式，並在這基礎上建立起民主和法治制度，「商品化」發展最終瓦解了封建社會制度。

因此，工人應該明白未能好好維護商人合理權益，最終破壞貿易制度和市場機制，只會讓人類社會走向「權力分配資源」制度，這是無產階級專政的致命傷和西漢「告緡政策」的歷史教訓。在商人和勞工的利益互補的基礎上，思考勞工政策不再是廢存問題，是選項和方法問題。下期再談。

(標準工時政策的考量三之二)

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。