

滬自貿區為新一輪改革奠基

太平金控、太平證券(香港)研究部主管
陳義明 百家觀點

上海自貿區將於9月29日掛牌，這個自貿區被視為李克強新屆政府深化改革的「試驗田」，清楚看到此舉是為新一輪改革開關奠基的起步點，影響深遠。

建立上海自由貿易試驗區有其國內外的大背景。對外方面，目前美國不但在搞「跨太平洋戰略經濟夥伴關係協定」(TPP)，還在推進「跨大西洋貿易暨投資夥伴協定」(TTIP)。這是以美國為主導的升級版國際經濟秩序，TPP和TTIP佔據世界經濟總量的2/3，若中國沒有參與其中，未來在國際經濟格局中將處於極其被動的地位。在國家戰略層面，上海自貿區可作為加入由美國主導的TPP的對外窗口。

國內的形勢亦已刻不容緩，上海自貿區的建立可以成為新一輪改革的迫切需要。尤其拭目以俟的十八屆三中全會將於11月份召開，金融改革將成為三中全會中新一輪經濟體制改革的急先鋒。

由於銀行無法有效配置金融資源，從而導

致企業出現負債過高和產能過剩，乃至增加金融系統風險的問題。今次的金融改革，就是要以市場化的方式引入競爭，從而有效改善資源配置效率，令有限資源流向更具效率的經濟實體，進而化解由於資金錯配而引起的地方融資平台和影子銀行所帶來的風險。

金融改革將主要圍繞匯率、利率、資本賬戶及存款保險制度四條主線進行。改革囊括多項金融創新、開放市場、提升金融資源配置效率和服務實體經濟的功能。

上海自貿區正是今次金融改革的試點，為未來進一步擴大金融改革提供經驗。早前已多次傳出，《中國(上海)自由貿易試驗區總體方案》(草案)中，對深化金融領域開放創新的表述內容涉及到了「加快金融制度創新，在試驗區內對資本項目可兌換、金融市

場的利率市場化和人民幣跨境使用方面先行先試；增強金融服務功能，推動金融服務業對符合條件的民營資本和外資金融機構全面開放，允許在區內建立面向國際的交易和服務平台，逐步允許境外企業參與商品期貨交易，支援開展人民幣跨境再保險業務」等。所有這些變革都需要突破目前的法律框架，一旦試驗成熟，複製服務全國，足以使上海蛻變成為「國家級」的國際金融中心。

近日有消息指上海自貿區擬定掛牌當日，將有首批約32項細則出爐，年底之前還將有20多項細則陸續出爐。而在掛牌當日首批出爐的數項政策中，將不涉及市場高度關注的金融創新具體內容。人民幣自由兌換、利率市場化等金融改革將緩推。

惟上海自貿區的建立是目前國內外形勢的要求，是中國自2001年加入世界貿易組織後另一對外開放里程碑，中央藉上海自貿區推金融改革已勢在必行。



■上海自貿區將於9月29日掛牌。 資料圖片

歐洲經濟漸回暖 內地第四季看俏

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

最近之數據顯示，中國經濟繼續改善，製造業擴張步伐更有加快跡象，而身為中國第一大貿易夥伴的歐盟經濟亦見復甦，這將可進一步拉動中國出口，間接刺激製造業，加上傳統上第四季為去庫存及訂單交收之高峰期，中國經濟在今年餘下時間情況實屬樂觀，全年增長可望達到中央早前訂立之目標。

9月份匯豐中國製造業採購經理人指數初值為51.2，高於8月份的終值50.1，為連續第二個月處於50以上的水平，並升至6個月新高，反映中國製造業已從第二季走出谷底，從收縮回復到擴張水平。

歐美轉好帶動外需反彈

從分項數據看，9月份製造業生產分項指數初值升至51.1，創下5個月高位，8月終值為50.9；新訂單指數創下6個月高點，新出口訂單則為6個月來首度返回50上方，這顯示出在歐美經濟轉佳，帶動外需反彈。至於積壓訂單亦升至兩年新高，供貨商供貨時間有所拉長，顯示產能利用率有所上升。

由於小型民企於匯豐採購經理人指數中的佔比較重，因此，更能反映整體經濟向好，而非單純大型企業改善。

中國經濟持續好轉，除得益於中央不斷推出刺激政策

外，外圍經濟好轉亦是關鍵之一。

研究機構Markit最近公布的調查結果顯示，9月歐元區綜合採購經理人指數(PMI)初值上升至52.1，創2011年6月份以來最高水平，亦高於預期的升至51.9，8月份終值為51.5，為連續第六個月回升。

雖然9月歐元區製造業採購經理人指數從51.4下降至51.1，亦低於市場預期的51.7，反映製造業活動擴張速度有所放緩，但已為連續第三個月出現擴張；製造業新訂單指數同樣見回落，但亦是連續第三個月處於擴張水平。

料資金回流利歐經濟

從上述數據可見，歐元區經濟正在好轉，今年第三季歐元區的經濟應會較今年第二季為佳，相信在量寬措施持續，加上面對美國貨幣政策之不確定性，部分資金將會回流歐元，將有利歐區經濟，相信歐元區經濟今年下半年將會優於上半年。

歐元區經濟回暖，事實上，中國及歐洲貿易亦已連續兩個月錄得回升，在外圍經濟帶動下，中國今年第四季前景看俏。

此外，中共中央三中全會將於11月舉行，預期將會有更多穩經濟的措施出爐，基建發展有望提速，在外貿加上內部投資帶動下，相信今年全年中國經濟增長將可高於7.5%之目標，而外貿亦可實現8%的增長目標。

內地醫藥反腐 短痛長好

比富建證券(香港)業務部副總經理
林振輝



■外資製藥葛蘭素史克(GSK)涉嫌在內地行賄。 資料圖片

過去幾個月，內地醫藥行業反腐進行得如火如荼。力度之大，範圍之廣，時間之長，令市場震驚。先是外資製藥巨頭葛蘭素史克(GSK)、阿斯利康(AstraZeneca)、賽諾菲安萬特(Sanofi-Aventis)和諾華(Novartis)等陸續爆出涉嫌在內地行賄，再有內地藥業中新藥業、正大天晴被查，範圍極大。再者，以「學術營銷」名義下的商業賄賂為反腐切入點，由外企入手再覆蓋整個行業，效果顯著。筆者認為內地醫藥行業短期將面對較大壓力，但長期發展前景仍然極好。

反腐負面 短期受壓

內地藥品銷售主要有3個終端：藥品零售終端、基層醫療終端和縣級以上醫院終端，其中醫院銷售佔藥品整體銷售的七成左右。內地醫療保險普及較低，醫療體系投入和監管較薄弱，醫院和製藥公司乃至整個醫療體系都存在密切的利益關係，「以藥養醫」，即醫院主要靠藥品回扣創收，

是業內公認的潛規則。這次反腐主要集中在醫生和處方藥企業之間可能出現的商業賄賂，正是利益輸送最關鍵的環節。據國家工商總局的部署，此次對醫藥行業的專項治理期限為2013年8月15日至11月底，考慮到醫藥公司對醫院端的高依賴程度，筆者預計內地醫藥行業特別是處方藥企業下半年銷售增長將會放緩，業績受壓。

危中帶機 看好前景

對內地醫藥行業而言，反腐也是危中帶機。一方面，此次反腐主要是針對外資企業，內地優秀藥業可以乘機搶佔市場份額，尤其是如抗腫瘤藥、胰島素等外資藥品傳統優勢領域。另一方面，對商業賄賂的打擊，可以幫助內地藥業銷售回歸學術營銷為主的健康模式，讓醫藥公司更專注於研發而不是通過賄賂佔市場，有助整體行業健康發展。

另外，集中反腐不會改變內地醫藥行業高速增長的趨勢。2013年1月份至7月份，內地醫藥製造業整體銷售收入同比增长19.20%，利潤總額同比增长16.87%，儘管8月份之後受反腐影響增長可能放緩，但全年總體增長仍能維持較高水平。另外，內地醫藥市場需求持續旺盛，主要有幾大原因。一是內地人口老齡化速度加快，慢病人群(主要包括癌症、糖尿病患者等)大量增加，對醫療設備和相關醫藥剛需明顯。再有內地推行城鎮化和全民醫保的政策將會維持最少5年至10年，醫藥行業無疑將成為最大受益行業之一。因此，即使短期內受反腐拖累，筆者仍堅持看好醫藥行業未來發展。

全球化對勞動市場的影響

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心
李樹甘、吳堯堯

筆者於9月6日的文章提到，在輸入外勞的問題上，政府可扮演中間人的角色，把得益重新分配，補助一些受影響的本地勞工，可令整個社會都能感受到輸入外勞的好處。在不少議題上，例如發展新市鎮、土地發展、輸入外勞等，政府都會遇上很大阻力，原因之一很可能是受影響者感受不到當中所帶來的得益。換言之，得益與受傷害者不是同一批人，有些人得益而只需要付出很小的代價，自然大力支持；反觀另一些人只受傷害而得不到相應好處，自然極力反對。此乃人之常情，並無對錯之分。

政策需平衡各方利益

要解決矛盾，就得將矛盾盾於同一陣營，而不是讓它們互相攻擊。應用在現實生活中，經濟社會的持份者(Stakeholder)是一個能影響經濟社會目標或被經濟社會影響的團體或個人，所制定的政策要符合不同持份者的利益，才能令經濟社會持續發展。事實上，世界各國不少政府都意識到持份者的重要性，即使是一些崇尚自由市場經濟主義的西方國家，例如美國，在某些涉及一部分人得益而另一部分人損失的事件上，均會採取措施把得益重新分配。

最典型的例子就是「全球化」對本地勞工的影響。在不少國家，「全球化」被視為拉闊貧富差距的元兇之一。過去數十年，國與國之間簽訂自由貿易協議，降低關稅，使得國際貿易日漸頻繁，消費者現在不用出國，就可購買別國貨品。自由貿易為各國經濟帶來了不少好處，由於現在可從其他國家

入口貨物，故各國可專注生產擁有「比較優勢」的貨物(即相對於別國，本國生產成本較低的貨物)，並出口本國賺取外匯，再從其他國家入口所需的貨物。由於國與國之間分工生產擁有「比較優勢」的貨物，然後互相交易，成本因而大幅下降。消費者不但有更多貨品可供選擇，而且價錢較以前便宜，質量亦較好。

「全球化」有利有弊

可是，「全球化」對勞動力市場的影響並非全屬正面。對於一些能打入國際市場的出口企業而言，「全球化」使它們得到擴充業務的機會，除了原本的本地市場之外，更可瓜分外地市場的需求。需求上升使得出口企業對生產這類貨物的勞工的需求亦大幅上升，結果出口業勞工的工資有不俗的升幅。另一邊廂，未能打入國際市場的企業則相反，由於外國貨物進軍本地市場，這些企業面對更多競爭，而且外國貨大多是價廉物美才有能力進軍本地市場，導致消費者對本地企業貨物的需求下跌，最終影響到生產這類貨物的勞工，他們的工資隨之而下跌。

由此可見，在「全球化」之下，並非所有人都能受益。當中，有些受害者或能自行轉行，從事出口業的工作，畢竟轉行後工資得到提升，成為十分重要的誘因。但並非所有勞工都有此能力，一些將近退休的勞工更不用說了，就此，不少國家提供過渡性援助方案(transitional aid programs)，以補償勞工在「全球化」之下的損失。在經濟社會發展過程中，創造性破壞(creative destruction)不能避免，在勞工、貧窮、自由、房屋和土地發展等問題上，香港可以參考外國政府使用針對性的過渡性援助方案，達至整個社會均可得益。

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。

聯儲局的四大憂慮

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

聯儲局上周意外未有如預期減少買債，筆者從會後聲明內容，找到四大要點，以支持聯儲局維持寬量金額的重要原因。

一、房貸利率續升

首先，房屋貸款利率自5月以來持續上升，對當地建屋及其他相關的消費行業，帶來負面影響。其實，美國經濟增長，當中約七成是來自消費市場方面。若美國房市出現疲態，不但拖累房屋市場的表現，而且連裝修、購買傢俬等消費環節亦將會受到影響。以房利美的30年房屋貸款固定利率來看，由5月時的低位3.3厘左右升至近期4.6厘左右，對美國房屋市場復甦帶來阻礙。

二、失業率仍偏高

第二，美國失業率仍處偏高水平。聲明特別提到，最近幾個月金融市場持續收緊，可能減慢美國經濟及勞工市場改善的步伐。美國最新公布的8月份非農業新增職位，增幅低於預期之餘，亦大幅下調7月份的非農業新增職位數目。另外，聯儲局提到金融市場緊張，可能影響當地勞工市場，相信聯儲局憂慮到收水令指環球股匯債的波動，亦會對美國的構成負面影響。

三、通脹續低於2%

第三，聲明提到，若果通脹率持續低於2%的目標，將會影響經濟表現，但相信通脹在中期將向目標水平回升。從8月份消費物價指數顯示，美國的通脹壓力不大。8月份的整體及核心消費物價指數，均按月升0.1%，兩者均較7月份低0.1%。若與按年比較，整體及核心消費物價指數分別升1.5%及1.8%。雖然能源價格於8月份下跌0.3%，但高油價對生產成本的上升壓力，已經開始轉嫁至消費者。因此，未來美國的物價有上升的壓力是不足為奇。

四、國會爭拗未解

最後，美國國會需要再度商討債務上限是否需要調升，而兩黨之間的爭拗問題，仍未有解決的跡象。美國兩黨的爭拗持續，似乎在短期內仍未有解決的跡象。因此，聯儲局亦需要考慮到一旦到達債務上限，美國政府可能需要關閉，以及對美國經濟的影響。

正如剛才本文提及，美國兩黨仍未能就上調債務上限達成協議。總統奧巴馬表明，會與共和黨人商討預算問題，但不會協商債務上限的問題。一旦未來數天兩黨仍未能就上調債務上限的問題達成協議，美國政府有機會於10月1日後關閉，而美國將會再被視為違約，從而令投資者情緒出現較大的轉變。

港塞翁失「馬」振名聲

路透社《熱點透視》專欄作家
Peter Thal Larsen、Rob Cox

阿里巴巴傾向於選擇在紐約而非香港上市，這可能最終有利於兩個城市在上市公司管理方面作出改進。在香港，監管者不願意為阿里巴巴的治理結構破例之後，這家中國互聯網巨頭正重新考慮可能首次公開招股(IPO)的地點。香港贏得了堅持原則的美名，阿里巴巴的模式在雙層股權結構盛行的紐約亦料將遇小阻力。

上市未必失控制權

矽谷的企業已經證明，上市並不一定意味着交出控制權。雖然谷歌(Google)和Facebook的創始人都不再擁有其公司的多數股權，但他們通過超級投票股權，擁有比外界投資者更大的話語權。

身為阿里巴巴創始人，董事局主席馬雲也希望保護該公司免受不必要的影響，即外界人士鼓動該公司短期內變革的看法。但香港股票交易所要求對所有股東一視同仁。因此，阿里巴巴提出賦予一些高管(即所謂合夥人)任命董

事會大部分董事的權力。外界投資者仍有權投票否決他們認為不符合要求的董事，但是不能推選自己的候選人。

阿里巴巴認為，比起那些通過層層分離上市的子公司來控制企業帝國的香港巨頭，該公司的股權結構對股東來說同樣友好。但是，在香港上市必須通過港交所的上市委員會和香港證監會批准。監管者的結論是，合夥人制度儘管只持有13%的股權，但仍能夠實施控制，所以他們拒絕為阿里巴巴破例。阿里巴巴目前正在考慮在美國上市，或將於明年初進行。

港長遠將提高聲望

對港交所而言，失去這樁今年可能最大的IPO交易無疑是痛苦的。但是，拒絕為阿里巴巴這樣大規模的公司放寬規則，長期來看只會提高它的聲望。

同時，阿里巴巴的模式可能實際上會推高美國上市互聯網公司所執行的很低標準。儘管合夥人制度透明度低於發行兩種不同股票，但該公司不可能完全無視外部投資者。只要阿里巴巴聰明運用其非常規的股權結構，那麼選擇紐約而非香港可能對兩個城市都是好消息。