

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

失業率雖跌 美就業市場仍脆弱

美國最新失業率意外地下跌至8%以下的水平，為2009年1月以來，首次跌穿8%的水平，不過，由於這次為總統大選前最後一次關於美國經濟運行情況的重要數據，失業率大跌在時機上實在惹人猜疑，更有陰謀論者認為，數據是為奧巴馬連任造勢。

美國上周五(5日)公布，9月份失業率意外下跌至7.8%，美國9月份之非農就業職位增加11.4萬個，同時大幅上調了7月以及8月的非農就業職位變動。失業率由8月份的8.1%大幅下調0.3%至7.8%，似乎反映美國就業情況明顯改善。然而，7.8%的失業率，只是美國6種失業率(U1至U6)的其中一種(U3)，只計及正在尋找全職工作的失業人士。

即就業不足人士，以及已停止尋找工作的人士也計算在內的U6失業率，9月份則和8月份相同，為14.7%，可見，U3失業率下跌，很有可能只是部分失業人士找到兼職，又或者只是更多失業人士已停止找尋工作。

由於兩個反映美國就業情況的指標出現落差，再加上處於總統大選前的敏感時期，因此出現數據造假之言論，事實上，如何解決美國的就業問題，是民主、共和兩黨總統候選人交鋒的重點之一。對於競逐連任的奧巴

馬而言，失業率下降可視為他過去4年任期的政績，這將可增加其支持率，增加成功連任之機會。

至於共和黨總統候選人羅姆尼，在就業報告發表當日便發表聲明，指今年第三季度，美國每月新增就業職位數目實際上呈逐漸下跌趨勢，因此，9月份失業率下降並不代表美國經濟已經復甦，同時，部分共和黨的支持者亦對數據的可信性提出質疑。

然而，由於這種陰謀論往往難以印證，也無助於判斷經濟形勢，疑點歸於被告，還是應先以數據為基礎，並以較保守的角度作分析。事實上，過去幾個月非農就業職位增長均回升至十萬個以上，失業率亦回落至7.8%的水平，反映出今年第二季度美國就業市場

的減速情況只屬暫時性，但並非代表就業市場突然加速好轉。

從U6以及U3失業率差距擴大可見，就業人數增加的部分原因在於，由於無法獲得全職工作機會，從事兼職工作的人數增加了，意味着面對歐洲嚴峻的經濟形勢及美國今年年底的「財政懸崖」所帶來的威脅，美國企業仍不太願意增聘全職員工。

因此，美國9月份的就業數據看似不俗，但亦僅能視作溫和改善，當地就業情況依然脆弱，另外，7.8%的失業率亦不是一個不值



美國失業率仍然高企，招聘會必令人山人海。 法新社

得令人鼓舞的水平，即使聯儲局推出了QE3，美國政府亦需要更多方法，刺激就業。另外，7.8%的失業率亦不是一個不值

美國「財政懸崖」的遠慮

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

市場上不斷傳來對美國「財政懸崖」的擔憂。筆者認為這是過份憂慮，市場似乎已預期國會將通過法案，令標準500已接近07年水平，大有創新高之勢，更何況市場一般比實體經濟先行六至九個月。

可是，評級機構穆迪說，如果國會不能在中期財政改革問題上取得進展，明年美國可能會失去AAA信用評級，令問題變得更戲劇化。去年債務上限的鬧劇不但破壞了美國經濟增長和就業創造，更進一步損害了美國人對其政治制度的信心。

為了增加財政改革的可行性，美國國會和政府同意立刻削減開支，並增加稅收。總結而言，美國持不同政治立場的政客都認為妥協無異於示弱。此外，太多政客在此前已經做出了承諾，例如永不增稅。因此食言是個艱難的決定，特別是大選臨近之際。

部分人很快就會對穆迪的降級不屑一顧。畢竟，金融危機大大傷害了評級機構的信譽。而標準普爾在2011年曾降低過美國主權評級，結果並沒有產生極負面的後果。相反，美國市場利率沒有隨着降級而大幅走高，反而創了歷史新低。

這一看似反常的融資成本下降反映出有大量外國資本正在尋求美國的投資，其中包括從歐洲逃離的資金。所以部分市場人士認為，穆迪在2013年的降級動作也是如此。對美國來說，幸運的是，由於投資者缺乏其他工

具，能夠替代美國國債的投資目標以及美聯儲大量購買美國國債，對融資成本即時負面的影響會有所減輕。但從長遠來看就很難說了。

一旦失去，要重新獲得AAA信貸評級地位需要為此付出多年艱辛財政政策的努力。所有這些都表明，在大選後的跛腳鴨國會會議上，要在新國會產生後的最初幾個月，美國政客可能會消除財政懸崖的疑慮。基於政黨間存在一定的潛在共性，這樣的妥協能把財政衝擊的衰退效應限制在GDP的1.5%以內。

這樣的討價還價可以顯著降低美國發生嚴重衰退的風險。對於穆迪來說，財政改革仍將是不夠的。穆迪所要求的改革要求美國政黨間進行具有遠見卓識的合作。

美國巨大財政赤字不易解決

財政懸崖只是必須解決問題的一部分。最大的問題是美國巨大的財政赤字(目前佔GDP約7%)，再加上隨着老齡化和醫保成本的上升，在未來幾十年內，面向中產階級老年人的「福利計劃」政府支出部分將會大增。因此，預計財政赤字佔GDP比重也會快速上升。

儘管左翼和右翼政客均已認識到這些計劃規模的增勢必須有所放緩，以避免巨額赤字或大幅增稅，但不可能讓其放緩到能夠阻止國民債務/GDP比率不再上升的地步。因此，財政整合就必須將開源和減支福利支出增支結合起來。美國政客在大選後所面臨的挑戰是找到政治上可行的辦法，在不破壞激勵和經濟增長的條件下增加收入。

發展債市有助降低金融風險

時富金融策略師
黎智凱

現時中國金融體系中，廣義貨幣M2與GDP的比例，超過180%，按比例計列世界第一。中央銀行的資產負債表，以及銀行業之總資產，亦同樣為超級龐然大物。假如按照現時M2增速維持於每年12%計算，而GDP增速在8%，到2022年，中國之M2/GDP比例為250%。假如情況持續，未來內地將無可避免地對通貨膨脹、資產價格上升、人民幣購買力大不如前等影響。

地方政府先要實現財政平衡

筆者認為中國最終會實現經濟金融體系完全自由。在要全面金融自由化，中國地方政府先要實現財政平衡，等於地方政府先有良好且穩定的稅收，這樣才能消除通脹，存款人才能夠得到正回報，金融體系才會自由且健康。假如政府缺乏稅收基礎，最終會如東歐國家導致高通胀，並帶來金融體系的失敗。但現時大部分中國的中央政府，每每尋求以政府投資推動增長。

2011年以來，地方項目投資佔固定資產投資比重達到94.1%，成為投資增長的主力。2012年並以平均超過20%的速度增長。地方政府基建所需資金，一般透過銀行信貸進行融資，形成壞賬後由央行發行貨幣進行直接救助，並以行政手段一次性剝離銀行壞賬。最終造成「低債務政府」加「高M2」之奇怪現象，這個亦可解釋

到現時中國公共債務佔GDP比不到20%，但M2佔比則高很多。筆者認為，只要這個機制持續，中國仍然會出現大規模不良資產，最終政府仍然需要花錢救助銀行體系。

由央行透過貨幣進行財政政策，在這個純信用貨幣時代，其實是正在利用國家的資產負債表。地方政府透過償還貸款可以減少銀行信貸資產規模，並可藉此減少M2規模。以中國政府的優良資產負債表，足以支持發行更多債券。

減少M2規模 實現金融市場化

只有完全去除這種以銀行業的「財政功能」，才能真正實現金融改革市場化，即是鼓勵地方政府以發債進行融資，代替地方政府信貸。地方政府透過償還貸款可以減少銀行信貸資產規模，並可藉此減少M2規模。以中國政府的優良資產負債表，足以支持發行更多債券。

現時內地債券市場發展快速，年均增速達60%，企業融資總量中之債券佔比已由8%上升至23%，中國企業的融資需求當中超過50%以債券形式補足。隨着內地大型企業相繼以債券形式進行融資，將有利釋放金融資源，從而緩解中小企業對融資的壓力。

最重要的一點，透過發行債券的直接融資比銀行信貸可以減弱貨幣創造效應，從而降低M2的增長速度，減低整體系統性風險。

客戶接待的關係營銷策略

筆克主席
謝松發

那些着重關係營銷和網絡營銷的公司，常常透過舉辦客戶接待活動去建立或加強與主要客戶的關係，一般銀行或投資公司會希望與現有客戶深化合作關係，並希望透過客戶介紹新客戶得到新業務；故客戶接待是B2B常見的營銷方法。雖說很多活動並非公開的，但仍具相當透明度，絕不容失誤，甚至在過程中稍有不順都可能為企業帶來反效果。

由匯豐銀行冠名贊助的「匯豐世界高爾夫錦標賽」在上海及新加坡舉辦多年，已成為該銀行全球最受矚目的贊助活動之一。為接待其特選的企業及尊貴客戶，筆克為該活動建設了三層六角形貴賓室、兩層環球貴賓室及看台。所有貴賓室外圍都以匯豐銀行標誌包裝。

匯豐也跟幾家國際知名投資機構分別贊助香港國際七人球賽，其貴賓廂房的安排更有唱片騎師打碟，務求令人喜出望外，此外，更為行政總裁嘉賓設主家晚宴，期望目標客戶留下特別深刻的印象，再轉化為忠誠的長期客戶關係。

以奢侈品牌汽車為例，他們新車的主要客源往往來自本身的客戶，其中有舊換新或有升級的需求，而汽車的銷售陳列室總是顯得冷冰冰的，有點拒人於千里之外。

因此銷售汽車是需要額外去製造一些特別場合的。如今幾乎每個品牌都會舉辦路演和新車發布會，但單是展示汽車不過是單向的溝通方式，影響微乎其微。若籌備活動時沒有將之視為全方位客戶體驗來精心策劃，那任何奪人眼球的小花招也不過像一棵大而無當的聖誕樹，作用寥寥。由挑選和確定目標受邀人開始，發出邀請以及賓客註冊的過程皆能精心策劃，以吸引潛在參與者。

所有活動前的安排都能夠為活動本身增加關注度，而到了活動正式舉辦時，重心則在於包裝企業或品牌訊息，以確保訊息能準確地傳遞予目標顧客。若能充分利用時間與空間，這面對面的平台將成為你與客戶溝通最佳場景。其次，適宜的環境氛圍及格調，亦有助於吸引客戶去了解你的品牌，體驗你的作品。

值得一提的是，即使你聘請了專業策劃人去安排整個活動的細節和物流，你仍然需要一個全方位激活策略來引導整個組織流程和細節統籌，準備所有必備的工具、彌補空缺等等，最重要的，是在活動結束後評估其成效。

發行人會回購窩輪嗎？

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

目前市場有近5,000隻不同條款的認股證和牛熊證，當我們細心觀察，並非每一隻權證也交投活躍，市場焦點往往集中於一些貼價條款(即行使價與正股現價相近)，個別價外條款交投淡靜，部分甚至已跌至1仙，並有大量的沽盤掛出(所謂「1仙淨沽出」)。

根據目前的市場規則，發行人一般需要為其發行的認股權證提供買賣價，並維持流通量。有坊間傳聞，窩輪價格即使只剩1仙，發行人也需提供流通量，甚至全數回購，到底這是否屬實？

這是投資者經常提出的問題之一，或許反映他們並未掌握產品特性，以及普遍缺乏「止蝕」意識，不少人仍以買賣正股的心態來投資窩輪，結果經常出現「贏粒糖，輸間廠」的情況。事實上，買賣波動性高的投資工具如窩輪、牛熊證，基本要訣之一是訂立及嚴守「止蝕」位，並只在適當時機入市作即時買賣，否則極有可能在風高浪急下沒頂。有見及此，發行人目前最迫切的工作之一，是推廣投資者教育，向他們灌輸正確的風險意識。

回到先前的提問，1仙淨沽出的情況其實屢見不鮮，發行人並非袖手旁觀，反過來說，他們也不希望見到這情況。試想，倘若投資者以0.5元買入權證，最後因市況逆轉，加上時間流逝，輪價轉跌以至1仙掛出，即使發行人願意以1仙買回，投資者仍需承擔很大損失。那麼，原因何在？目前市場容許掛入的最低買賣價為1

仙，不論是發行人或投資者，也不能掛入1仙以下的買賣盤。因此，假若某權證的合理價(fair price)只有0.5仙，發行人是不會以1仙在市場大手回購，即使許多投資者以最低價1仙掛出賣盤，該權證最終亦乏人問津。

此時，投資者可以做的，是趁相關正股反彈，股證仍有價值時，盡快沽出，他們可聯絡有關發行商，向他們查詢合理價，甚至要求開價。誠然，在個別情況下，權證在到期前是有機會沒有價值的，例如匯控(0005)目前市價為74元，某匯控認購證的行使價90元，距離到期日只有不足1個月，要正股在短時間內升逾16元，實在談何容易。但發行人應可相告權證能夠重上1仙的正股相關價格。

其實，只要權證尚餘價值，發行人一般絕對願意積極回購，只是，隨着時間流逝，機會也會越來越低。以往，有些投資者抱着「富貴險中求」的心態，鍾情於買賣此等仙輪，貪其波幅大，回報高。倘若以1仙買入個別末日輪，只要窩輪稍升至1.1仙，投資者已取得10%回報，而他所承擔的最大風險，只是損失買入價1仙。然而，此類權證多屬極度價外，時間價值迅速速度頹急，投機性極重，一般投資者不宜涉足。

總括來說，投資者在買賣任何權證，必須先了解所涉及的投資風險，訂下及嚴守相關的「止蝕」位。經驗告訴我們，窩輪投資者常犯的毛病之一，就是把原本視為短線投機的買賣，不經不覺地轉為中長線投資，由於權證並不適合持有，其時間價值消耗會對窩輪價值帶來影響，故嚴守止蝕，提高風險意識是非常重要的。若他們能嚴守「止蝕」，就不會遇到1仙淨沽的情況。

如何實施新界東北發展計劃？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

早於1998年，時任特首董建華提出以「環保城」的概念開發邊境土地以滿足未來人口大量增長，自此政府啟動了規劃、落實、修訂、融合和諧階段。在2000年，特區政府提出《香港2030：規劃遠景與策略》，揀選了古洞北、粉嶺北及坪輦/打鼓嶺(三合一計劃)和洪水嶺新發展區作優先考慮。在2003年規劃署委託顧問完成新界東北規劃及發展研究，確定古洞北、粉嶺北及坪輦/打鼓嶺適合列為新發展區。但因人口增長及住屋需求放緩，又加上本港受外圍經濟環境拖累，政府決定同年擱置計劃。

自從2006年香港被首次納入國家國民經濟和社會發展的五年規劃，內地與本港兩地經濟合作更形迫切，深港融合變成大勢所趨。隨着歐美經濟形勢開始變差，中國逐漸成為全球未來經濟增長主要來源，兩地經濟聯合支持香港可以繼續繁榮安定。2007年時任特首曾蔭權在《施政報告》中納入新界東北三區作為十大基礎建設項目之一，並於2008-2012年間進行三期公眾諮詢。回顧首二輪公眾諮詢，社會各界反應都較為理性務實，但第三輪諮詢可謂火藥味十足！

涉及不同人士利益引爆衝突

這項計劃引爆巨大衝突的主因是涉及不同人士利益，包括政府、地產商、原居民、非原居民(因他們沒有擁有土地只向原居民租地而得不到賠償)、大眾人士(因該區可提供大量土地去興建公私型房屋幫助市民上車)及內地旅港人士(尤其是廣東省旅客和深圳居民)和廣大香港納稅人(因興建新界東北會動用大量公款去進行收地補償、興建新基礎設施、蓋建公屋/居屋單位和扶助特殊工業和有機農業)。尤其觸動市民神經的是各大地產商自2000年開始已收集三區內大量土地，包括恒基、新地、長實、新世界等等，估計三區內超過50%土地已被他們收購於名下，落實開發的最大得益之一肯定是上述各大開發商。

雖然根據時任發展局局長麥齊光於7月初在立

法會所提供資料，本港仍有大量已規劃為住宅用途的政府空置土地分佈於元朗、沙田、荃灣、市區南區，但像這三區一次性可提供約787公頃空置土地則只此一家。再者其他地區的空置土地會受各區環境因素影響，又被各區區議會審察再發展形式，變成發展期更難掌握。據政府於6月底向立法會提供的討論文件，三區共提供787公頃和可發展的533公頃土地，新增人口累計超過15萬人、新住宅單位約53,800個、公私營房屋比例為公43%及私57%和新增職位約52,000個。

發展主題分別是古洞北的多元化發展中心可提供住宅、商業、研究及發展，塢原生態公園、粉嶺北的河畔市鎮可提供住宅和政府設施及打鼓嶺/坪輦的優質產業可提供住宅、特殊工業及政府設施。待2030年三區建成後，三座新市鎮將建立在深港邊境上，為兩地的經濟發展及人民交流提供合適場所。其實這三區是自1992年最後一個新市鎮東涌發展後持續興起的新開發區，有助補足這20年本土土地開發的缺失地方。

如果特區需要持續發展，繼續尋地開發是「硬道理」，新界東北是必然之選，因只有這三區可以提供大量空置土地去蓋建新市鎮。在全球還有三年或以上持續「量化寬鬆」的經濟之下，貨幣大量供應和利息處於超低水平會將本地樓市推向高水，增加土地供應去長期抑制樓價達到幫助市民上車是不二之選！市民不應一方面要求政府增加土地供應去解決房屋問題，但不歡迎發展新界東北以增加住宅土地量和開放邊境商業中心給中國旅遊人士，以舒緩自行對交通工具負荷和市區商業積重所帶來的巨大壓力。

正如教會鼓勵所有教徒都向普天下傳福音給萬民聽，社會各界人士應「放下固有成見」將意見理性地表達出來，而特區政府耐心聽取各個持份者見解。特區政府決定新界東北以傳統新市鎮發展模式、以公私營合作模式或各區以特定混合模式發展，則需要透過未來多輪諮詢去獲取的。只要政府真心為政，施政時拿出誠意去諮詢、規劃和執行，廣大市民會接受的。但請謹記這個發展模式應具充份彈性，可以隨着未來二十年政治和經濟發展變化而適時修訂。

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。