

慎防美債息上升風險

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

從周四(21日)凌晨公布的聯儲局1月份議會議議記錄中，可以看出有不少篇幅談及退市，加劇市場對寬量措施提早結束的憂慮，引發當日金融市場波動。

事實上，聯儲局於12月份會議中，便已為未來貨幣政策設定目標，如失業率維持在6.5%以上，未來1至2年的通脹預期不超過2.5%，才會維持現有的寬鬆貨幣政策，否則將有可能加息。

這與早前幾次聯儲局僅強調若就業市場仍未復甦，不會撤回措施不同，明顯是為了提早結束寬鬆政策而鋪路。

因此，在1月份議會議議記錄中，有多名委員質疑無限寬量措施的成本及風險，部分人希望提早減慢甚至停止購買資產，並將於3月份之議息會議中，考慮改變寬量措施的方針。

自2008年金融海嘯發生，聯儲局便推行寬鬆貨幣政策，將利息壓低至0.25厘的歷史低位，並推出

量寬措施，大手買入國債，為市場提供流動性，從而穩定環球資產價格，同時亦將作為無風險利率指標的10年期國債息，從金融海嘯發生前的4.5厘，壓低至2012年中最低僅1.4厘，令低息環境得以持續，為經濟帶來動力，經過五年時間，成功令美國失業率壓低至8%以下，房地產價格回升，金融市場亦回復穩定。

然而，一旦聯儲局逐步減慢或停止購買資產計劃，令美國國債少了一主要買家，加上環球經濟復甦以及歐元區局勢恢復穩定，使被作為避險資產的美國國債對投資者的吸引力大減，這將會令國債息上升，而事實上，美國10年期國債息亦已從2012年中的低位回升至目前約2厘的水平。

美國國債息緩慢上升，代表着經濟前景的改善，同時表示該國存款利率有上升之空間，吸引資金流入美元，令美國8大銀行上季總借貸雖增至3.9萬億美元，但貸存比率卻降至5年低位，有利當地金融業及資金流轉。

不過，這同時亦會對貨幣造成支持，美元轉強將會為當地出口業帶來打擊，更重要的是，華息上升意味着美國政府開支的成本大幅增加，加重政府負擔，若華息率上升一厘，以目前美國發債規模計算，美國財政部在未來數年，每年需額外支付的利息將超過500億美元。

因此，聯儲局退市的時機十分重要，一旦過早退市，這將會對經濟增長造成抑制，令環球經濟再次陷入衰退的風險，反過來看，若過遲退市，低息環境誘發過度借貸，配合經濟增長，通脹風險將會增加，並可能造成資產泡沫，為全球金融市場埋下另一個計時炸彈，一旦經濟周期逆轉，由過度借貸引發的連鎖反應將會導致另一場金融海嘯的發生。



聯儲局退市時機十分重要，無論過早或過遲，均影響嚴重。

新春零售利好 內需續受提振

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

國家商務部公佈，在今年春節黃金周期間，全國重點監測零售及餐飲企業銷售額，較去年同期增長14.7%，至5,390億人民幣(下同)，其中金銀珠寶銷售按年升38.1%，食品及飲料就分別錄得9.8%及11.2%的升幅，至於服裝及鞋帽的按年升幅就分別為6.3%及7.5%。內地春節銷售增長不俗，反映內需增長持續，而國內倡導「調結構」，冀提升內需對宏觀經濟增長的貢獻度，並降低經濟對外依賴的程度。

不過，「調結構」的過程需時，相信當局仍會繼續出刺激消費措施，深化積極財政政策，持續提振居民消費意慾，釋放城市及農村居民的消費力，刺激各項消費品的需求，預期在家電及汽車等行業，將有後續刺激政策出台，而當局在帶動消費的過程中，亦需留意通脹上升的風險，在上月官方製造業PMI中，購進價格指數按月急升3.9%，至57.2%，或預示物價仍存在上行壓力，從而影響企業營運成

本、民眾生活，以及經濟增長的穩定性。

另當局在推動內需之餘，亦可藉機發展環保產業，如早前推出的節電補貼措施，雖然只涉及265億，但就有助增加企業發展節能產品的誘因，若有更多類似的政策推出，將可支持產業升級，同時增加經濟發展的持續性，而大型企業的資源較充裕，利好研發，在產業升級的過程中，料享較多的優勢，可以留意龍頭家電股的表现。

內房價格升幅加快 惟仍可控

此外，中指院公佈，上月全國百個城市的新建住宅的每平方米均價，按月上升1%，至9,812元人民幣(下同)，連續第八個月錄得按月上升，升幅亦較去年12月加快0.77%，反映內地樓價回升速度加快。

早前有指北京或開徵房產稅，但被當局否認。事實上，房產稅實施及實施的細則訂制需時，而內地樓市近月雖重拾升勢，但升幅不算明顯，除非內房價格升勢顯著擴大，並呈失控局



■部分內房發展商於今年首月的銷售有不俗的表現，上半年仍可看高一線。

面，否則在經濟初見回穩的情況下，相信進一步加碼打壓樓市的機會不大。現時內地樓市呈個別地區性發展，加上內房與經濟的關係密切，當局難以作出全面性的調控，或會採取「有保有控」的方向，針對各地方的房地產發展狀況，作出不同程度的調控，冀一方面壓抑房地產過快上漲，同時避免對房地產構成過分的衝擊，而部分內房發展商，於今年首月的銷售，亦有不俗的表現，上半年仍可看高一線。

港旅遊業急需加強配套投資

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

桂林獲得國家發改委正式批准，把該市打造成國際級旅遊勝地，未來將投資以千億元計的旅遊及相關產業和千億元計的包括山水觀光、休閒度假、歷史文化、生態鄉村以及民族文化演藝等園區，務求把桂林建設成世界一流的旅遊目的地以及全國生態文明示範區。「桂林山水甲天下」早已聞名世界，但仍不斷努力創新，為追求成為世界一流旅遊城市而作出重大投資。反觀香港，每年旅客數量不斷上升，國內旅客到港觀光購物者甚眾，但香港旅遊產業及相關設施的新增投資並不多。

各國扭盡六壬爭吸內地客

世界各國以及國內城市都在旅遊產業方面作投資，爭取國內同胞到當地觀光消費。倫敦奧運舉行的時候，調查顯示平均最高人均消費的旅客是中國人，不但是第一位，而是大幅度拋離第二位國家的旅客。現時的世界潮流是，全面爭取中國旅客，不管是聘

用懂普通話的營業員，以及用中文說明書和旅遊簡介，旅遊設施均以迎合中國旅客為主。

隨便舉些例子，新加坡建成金沙賭場後旅客大幅上升，英國曼徹斯特市新建超級賭場、日本各大城市百貨店均聘用懂華語售貨員、連俄羅斯都計劃在鄰近吉林省的海參崴建賭場。歐美日經濟不景氣，人民出外旅遊漸成奢侈消費，中國經濟每年平均7%至8%增長，城市採一孩政策，孩子長大後，中年人手頭可花的錢漸多，旅遊消費已成習慣。

內地城市紛力拓旅遊業

中國政府也察覺到這股趨勢，開始調校政策，鼓勵國內城市發展旅遊產業，有利於把國人的旅遊消費保留在國內經濟體。香港得地利之助，回歸後，內地同胞都想到香港看看，購買名牌、品嚐各國美食，或順道到馬場碰碰運氣，國內旅客連年上升，至近期出現旅客睡旅巴的投訴，是否香港的旅遊設施已超過飽和點？還是凸顯了香港旅遊設施不足？

筆者認為港府應盡快為未來旅遊產業



■新加坡建成金沙賭場後旅客大幅上升，刺激旅遊業發展。

發展，以及各項配套設施作詳細規劃，包括增大邊境口岸的過境設施的容量，加強交通運輸服務以及各檔次的酒店房間供應，各旅遊景點的投資增容以適應內地旅客的龐大數量。可考慮在北區設立類似深圳「羅湖商業城」或「華南城」之類大型綜合購物餐飲中心，既然內地旅客喜歡在港購買各類貨及進口商品，何不索性在邊境設立這類「港貨城」，以滿足國內旅客需求，同時可舒緩現時如水上、粉嶺及市區繁盛街道的舖租，並為北區居民帶來新經濟及就業崗位。

流動性充裕 公開市場操作趨均衡

比富達證券(香港)業務部副總經理
林振輝

本周二(19日)，央行開展了300億元的正回購操作，中標利率為2.75% (與此前最後一次正回購持平，發生於2012年6月19日)，期限為28天，同時暫停了每週二的常規逆回購操作。具體到19日當日，由於逆回購到期量為4,500億元，加之300億元正回購，導致周二單日公開市場淨回籠資金4,800億元。

此次對逆回購的暫停與正回購的展開，是對之前流動性氾濫狀況的主動反應。今年1月份的四周中，央行分別在公開市場淨回籠資金1,100億元、1,300億元、700億元和490億元，控制流動性。但為了應對春節期間的資金需求，央行在2月5日及2月7日分別進行了4,500億元和4,100億元的逆回購操作，扣除回籠，央行當周向市場天量注入6,620億元的資金，導致流動性較

為氾濫。因而本周淨回籠資金，是對之前氾濫的流動性的主動反應。

單邊逆回購局面將臨改變

雖然本次正回購中存在春節的偶然因素影響，但筆者仍認為之前持續了8個月的單邊逆回購局面將面臨改變，央行對於之後市場流動性的態度會更加審慎。一方面由於對外匯佔款持續高位的預期，另一方面是對新增信貸數據的反饋：雖然央行1月整體資金淨回籠，但1月新增信貸達到1.07萬億元，創出3年以來新高；社會融資總量1月規模為2.54萬億元，創下單月歷史新高，環比也增加9144億；M1、M2同比增幅分別大幅反彈至15.3%和15.9%。

信貸及社會流動性增速的較快反彈雖然有利於今年上半年經濟較快反彈，但是由此帶來的通脹等後遺症也不可忽視。根據統計局的數據，受食品價格延

續上漲趨勢的影響，1月CPI同比2.0%，環比1.0%，高於市場整體預期。而之後成品油仍面臨上調的可能性，加之春節因素，市場對於未來通脹數據的預期仍高。

央行大量注資必要性減弱

雖然，一般而言逆回購對流動性的釋放範圍較為可控，且其對通脹的傳導性較弱，但之前連續8個月的單邊逆回購從資金總量上還是對市場構成了較為顯著的影響。而根據之前中央經濟工作會議的定調，今年新增人民幣信貸總量控制在8.5萬億至9萬億之間，季度分配按照3:3:2:2的比例，參考前面提到的1月信貸數據與貨幣供應量數據來看，未來央行繼續對市場大量注入流動性的必要性也在減弱。因此筆者認為，未來央行的公開市場操作將趨向均衡，正、逆回購交錯出現的可能性增大。

內地貨幣政策不會貿然轉向

太平金融·太平證券(香港)研究部主管
陳羨明

上周五(15日)我們在本欄以題為「需防未來貨幣加快偏緊影響股市」一文，指出在內外熱錢充裕的環境下，需慎防貨幣政策偏緊步伐加快，以及由此對股市帶來的影響。

四個交易天過去，港股恒指從上周五以23,444點收市，至昨天以22,906點收市，共跌538點，跌幅2.29%，期間國企指數跌419點，跌幅3.54%。

股市下跌，與貨幣偏緊有關。本周二(19日)，大行銀行進行八個月來的第一次正回購，金額300億元(人民幣，下同)，並結束了長達7個多月的逆回購「放水」操作。當天恒指跌238點或1.0%，國企指數跌209點或1.8%。昨天人民銀行再以利率招標方式開展200億元人民幣正回購操作，其中28天期和91天期各100億元。28天期中標利率持平於2.75%；91天期中標利率3.05%。據此計算，本周公開市場淨回籠9,100億元，規模創單周新高。昨天恒指跌400點或1.72%，國企指數跌257點或2.2%。受此因素影響，昨天內地股市亦大幅下跌，上證A股指數收報2434.64點，跌2.98%。

重啟正回購乃保資金面平穩

促動人行暫停逆回購操作，重啟正回購的主要原因，是人行希望資金面保持平穩。事實上，從今年1月份起，新增貸款增速呈大幅增長的趨勢，上月金融

機構新增人民幣貸款1.07萬億元，時隔10個月後，再上首月萬億大關，而非信貸融資規模的膨脹比信貸投放更大，單月社會融資規模高達2.54萬億元，再創新高。此外，據《21世紀經濟報道》從權威管道獲悉，截至2月17日，工農中建四大行新增貸款高達2,500億元，遠高於去年2月至全月1,800億元的水準。

我們相信，人行對資金面的態度，更多是維持資金面平穩。雖然以往農曆新年後回收流動性是慣常做法，但人行不希望資金面長期處於過度寬鬆的狀態。而本周逆回購規模較大，實際上本身已經起到了收緊節後資金的作用。

並不意味政策取向出現變化

然而，貨幣一時收緊，並不意味貨幣政策取向出現變化。未來貨幣政策是否轉向，需關注二點：一是經濟增長是否穩固，二是資產價格，尤其是房地產價格是否上漲過快。目前來看，內地經濟增長有所恢復，但微觀面依然存在較多困難，是否穩固尚待觀察。尤其進出口業受外圍影響較大，下跌趨勢仍未改變。雖然近期資產價格中的房地產價格有所鬆動，但尚未全面上漲。

雖然信貸投放過快過猛，不利防範通脹，目前情況下，估計人行不會貿然調整貨幣政策方向。而偏向大量正逆回購操作平衡資金面。因此，股市就較受這種短時的資金面鬆緊影響而形成較大的波動，從技術上看，港股很快會出現一個小反彈。

勞工短缺：機遇或危機

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

筆者於二月十五日的文章，透過貝弗里奇曲線(Beveridge Curve)分析，發現香港零售及飲食業可能因偏好錯配而導致勞工短缺問題。雖然實際情況有待更詳細研究引證，但我們亦可先從理論層面上探討對策。偏好錯配屬結構性問題，並非一朝一夕能夠解決。長遠而言，我們需調整專上教育的發展方向，配合勞工市場需求。此外，日後若再討論新勞工政策時，需考慮政策會否加劇勞力市場錯配問題，造成更嚴重的勞工短缺。

輸入外勞紓緩短缺十分重要

長遠政策固然重要，可是勞工短缺目前正限制本港經濟發展，代價不菲。我們不能期望勞力市場能於短期內自然調節，解決勞工短缺的燃眉之急。因此，政府可考慮中短期措施。不少勞工短缺的研究如Boswell et al.(2004)及Constant and Tien(2011)等，均指出輸入外勞對紓緩勞工短缺十分重要。勞工技能不符合職位空缺要求所產生的技能錯配，需輸入高技術外勞，而因工作環境、社會地位等偏好不符合勞工期望所造成的偏好錯配，則需輸入低技術外勞。不少國家都會雙管齊下，如美國、新加坡等，而香港現時只有「輸入內地人才計劃」。

社會可能擔心輸入低技術外勞會產生負面影響，如拖低工資、使失業率上升等。事實上，美國的經驗告訴我們，它所帶來的壞處往往被高估了。Holzer(2011)的研究分析了美國自八十年代開始輸入低技術外勞的影響，發現儘管是最消極的估算，外勞政策亦只能對本土低技術勞工的就業及收入，於長期帶來微弱的負面影響。假設美國沒有輸入外勞，工資會略高一點，而這「一點」根本不能改善本土低技術勞工的生活。換言之，輸入低技術外勞並未造成

預期的負面影響。當然，香港與美國有着各自的獨特性，究竟香港實施此政策能否取得同樣效果，仍需小心研究。

與本地勞工競爭並無優勢

然而，Holzer對外勞政策沒有造成預期負面影響的解釋，亦值得我們反思。首先，外勞不但是生產者，亦是消費者。他們一方面為企業提供勞力，另一方面帶動貨品需求上升，更可能帶動「衍生需求」(Derived Demand)，增加就業職位。雖然這不足夠抵消所有負面影響，但至少能抵消部分。

其次，儘管學歷相同，外勞亦不能完全替代本地勞工，他們於語言、文化等方面較吃虧。因此，外勞與本地勞工競爭並無優勢，競爭反而出現於外勞之間，新的外勞與舊的外勞競爭。他們以輔助本地勞工為目的，以增加其競爭力。

一旦機器替代勞力難再回頭

再者，增加低技術勞工的供應，可改變企業生產要素的投入比例。由於不再受勞工短缺所困擾，僱主減少使用機器，多聘請勞工。香港不少服務性行業目前已開始使用機器替代人手，例如飲食業使用電腦自動點菜機替代侍應，保安業則使用監控系統替代保安員。相信這是無可奈何的選擇，人的服務總比機器來得窩心。承受不起機器成本的中小企會因勞工短缺而結業，職位因而減少。若企業因輸入外勞而棄用機器使用人力，這意味着外勞只是填補原本不存在的職位，換言之他們只是搶了機器的「飯碗」。相反，一旦機器替代勞力成定局，便不能再回頭，一旦經濟轉差，失業情況更嚴重。

別國輸入低技術外勞的困難不比香港少，但仍堅持推行，可見外勞政策亦有其可取之處。勞工短缺是機遇還是危機，取決於適當的對策，值得我們深入思考。

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。