

樓市凍結太久將損及經濟

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

百家觀點

特首說一直密切留意樓市發展，包括過去數周樓價及交投變化，認為政府工作已獲初步成效。另一邊廂，地產代理商總會指出，現時四萬個持牌代理，過去四周只得3,000多宗成交，平均每十人也分不到一宗交易，嚴重影響生計，預計代理行結業潮將現，大量代理從業員或需轉業。

近日無論在甚麼場合，不論碰到甚麼人，第一個話題就是，樓市是否下跌？再問就是會跌多少？甚麼時候止跌等等。港府連番出招，包括加強版SSD及BSD，以至較近期的雙倍印花稅及取消勾地制度等，目的是在土地及房屋供應未及恢復至合理水平之前的這段過渡期，壓抑尤其是來自投資者這部分需求，或說趕絕炒家，以避免樓價因供求失衡，被一再推高而形成泡沫。此外，成功把樓價凍結，亦有利首置人士較易上車，包括港府推5,000個白表名額免補價買二手居屋的中籤者。

但近期銀行加新造按息0.25%之後，樓市交投更呈萎縮，市場議論，有人提議擺理讓，擔心政府出招過猛，小心壓過龍！銀行加按息，是風險管理措施，區區0.25%

幅度亦很細，但卻意味着供樓利息或轉勢抽升，用家供樓成本將上升，於是連用家亦感遲疑，盤算現時入市還是不入市好，樓市在這個階段成交進一步萎縮。本來港府壓市措施是想幫用家上車，但現在連用家也不敢貿然入市，客觀效果造成凍結整個樓市，剛性需求因此延遲而沒有被真正滿足。

想談該房地產交易服務行業板塊，很多人以為只有地產代理業屬於這個板塊，其實不然，還包括律師行業權轉易Conveyancing、銀行按揭業務、物業估值、廣告設計、刊登廣告的電子及文字媒體、印刷樓盤資料等這些直接參與的行業，其他受牽連的還有，裝修、室內設計、建材及物料、傢俬、輔助人員如會計、人事管理及速遞等，估計除了約四萬位持牌代理從業員外，其他相關人員大

約一萬人，亦即涉及共五萬個家庭。

這個行業板塊是香港其中一個經濟環節，長期有着其對社會的貢獻，港府為壓抑樓市出招，想幫助社會上一批首次置業者上車，卻直接令社會上另一群體即上述五萬個家庭受不同程度影響，港府政策是否應該取得平衡，相信社會自有公論。

現狀是連用家亦不敢貿然入市，很多政府開宗明義想幫的首置者還未買到樓，但因樓市被迅速凍結，上述五萬個家庭已首當其衝先受到打擊。筆者認為，港府實施行政干預市場時應顧全大局，落葉應輕重適度，避免過分衝擊任何經濟板塊。或許港府應為所推措施設定一些基準目標，比如維持樓市健康狀態為舉例每月8,000宗成交，港府可透過微調各項措施甚至加入日落條款去達致目標。

筆者提出警告，勿讓市場受凍結太久，因為這會令本港物業的市場套現能力下降，或會引致銀行的按揭抵押物業需調低估值。另



地產代理商總會預計，代理行結業潮將現，大量代理從業員或需轉業。資料圖片

外，非住宅物業本身屬投資性質，本港資金缺乏出路，不應過分壓抑非住宅物業，令市場失去一項穩陣的投資渠道。另外，很多行業靠按揭寫字樓或廠房取得銀行信貸，如這

些物業因受壓而銀行估價下調，亦影響公司信貸和投資，這些亦是港府需要兼顧的，故此對於非住宅物業，港府或許應考慮優先緩解部分已推出措施。

人行回收流動性 關注銀行資產質素

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

最新公布的匯豐中國3月份製造業採購經理人預覽指數(PMI)為51.7，高於2月份終值50.4。匯豐中國製造業PMI的上升，表明企業經理人對中國經濟的信心有所回升，或能緩解市場對於經濟復甦勢頭放緩的憂慮。

事實上，內地早前公布的2月份宏觀數據普遍疲弱，首兩個月規模以上工業增加值同比實際增長9.9%，低於市場預期的10.5%，並較去年12月份回落0.4個百分點；而中國2月份官方製造業PMI為50.1，亦僅略高於50，使市場對中國經濟增長回升的信心有所動搖。

更重要的是，2月份消費者價格指數按年升3.2%，遠高於1月份的2%，而與此同時，中國人民銀行行長周小川表明需要高度警惕通貨膨脹，指寬鬆的貨幣政策時期已經結束，再加上人行持續加大正回購回籠資金的規模，過去四周累計回籠規模高達9,640億元，似乎顯示當局政策焦點已重「穩經濟」轉向「抑通脹」。

值得注意的是，雖然人行月內大力回籠資金，但上海銀行同業拆息近期仍繼續在低位橫行，反應不大；而據報道指，目前市場資金面仍然比較寬鬆，並未有明顯抽緊銀根。就目前的情況看，人行目前採取的只是屬於

「中性」的貨幣政策，防止投機熱錢流向其他經濟環節引發泡沫，但暫未有抽高利率提高資金成本的跡象。

但話說回頭，除了通脹風險外，新上任的中國證監會主席肖鋼以及人行副行長劉士余近日先後表示，應對影子銀行保持警惕，尤其是擔心沒有受到充分監管的表外放貸資金進入房地產或狀況欠佳的地方政府融資平台，可能存在龐大的系統風險。

影子銀行會否引發違約存疑

從這方面看，人行大舉回收流動性，或有助於壓縮流入影子銀行的資金，是當局期望降低金融系統風險的措施之一。然而，市場估計內地影子銀行規模逾20萬億人民幣，顯示影子銀行早已緊扣在內地經濟的各個環節；如今人行回收流動性，能否成功壓縮影子銀行規模，以及在壓縮影子銀行規模的過程中會否引發違約事件等，對市場而言均屬較重大的不明朗因素。

內地銀行將在本周五(3月22日)起陸續公布業績，誠然，投資者關心去年存貸利率浮動幅度擴大對內銀盈利能力的影響，但或許更重要的，是銀行對於表外放貸及資產質素的看法，始終，目前內銀股估值高度折讓，除了盈利受壓的預期外，更可能是反映市場對資產質素的憂慮。

人行「收水」 A股港股弱勢有因

太平金控、太平証券(香港)研究部主管
陳羨明

外資再借「硬著陸」論看淡港股及A股。市場除了憂慮內地貨幣政策緊縮外，更憂慮內地增長放緩，甚至硬著陸。摩根大通早前更因此發表報告，建議造空四大內地國有銀行。其實，股市一時起跌，很多時候與市場一時的資金面變化有很大的關係。

美、歐、日股市近日屢創新高，而中國A股指數則由2個月前的近期高位回落了4.6%，同期港股恒指則回落了7.4%。

美、歐、日股市上升有其原因。其中一個主要因素是美、歐、日寬鬆的貨幣政策預期提振市場。美聯儲主席及副主席捍衛QE3的表態無疑給市場注入定心丸，美聯儲前天公佈的會議聲明沒有任何提前結束寬鬆政策的跡象，未來更進一步強化對美聯儲政策連續性的預期。而歐洲、日本早前亦作了繼續寬鬆的表示。

在這種情況下，全球風險偏好繼續上升，資金加速流入股市，特別是美國、日本市場。資料顯示：從3月7至13日：流入全球股市的資金環比增加98.4%至141.7億美元，流入全球債市的資金環比下降32.7%至30.4億美元。

究竟銀行家們如何看待內地的經濟及銀行業？人民銀行19日公佈的2013年第一季度銀行家問卷調查報告顯示：68.9%的銀行家認為宏觀經濟「正常」，較上季上升

19.4個百分點。對下季度，75.6%的銀行家預期宏觀經濟「正常」。銀行家宏觀經濟信心指數為72.2%，較上季上升17.2個百分點。報告稱，銀行業景氣指數為79.8%，較上季上升0.7個百分點。此外，貸款總體需求指數為77.4%，較上季上升6.3個百分點。

昨天公佈的匯豐中國製造業採購經理指數顯示，本月預覽值為51.7點，較上月升1.3點，數字雖然仍低於一月份的52.3點水準，但反映製造業正在擴張。其中，企業產出及新出口訂單均加速擴張，產出指數初值為52.8點，升2點，是兩個月以來最高。新業務與生產較快增長，帶動採購經理指數反彈，反映內地經濟保持溫和復甦勢頭。

A股及港股表現弱於全球主要市場，我們早於本月8日在本欄題為「美股攀高，投資風險偏好蔓延」一文已指出，「主因是：一、美歐日均明確表示將會繼續寬鬆措施，而人民銀行則於上月19日進行八個月來的第一次正回購，結束了長達7個多月的逆回購操作；二、內地及本港推出了壓抑房地產升勢的措施，政策面不利內地和本港地產市場，地產股下跌加大了股市下跌的幅度。」

顯然，A股及港股下跌，是政策回歸中性，與市場一時的資金面變化有關。現在，人行通過正回購操作收緊多餘的流動性已成為常態，本週二進行了390億元的正回購操作，昨天再進行了480億元28天期的正回購操作。與上一周相比，本週人行正回購操作力度有所加大。

內地債市首現違約 政企關係仍為主導

比富達證券業務部副總經理
林振輝

中國最大的光伏企業之一、在美國紐交所上市的高德電力(STP)18日表示，該公司在2013年3月15日到期的5.41億美元可轉債已經違約並被要求盡快償付。18日，該股股價下跌8.41%至0.641美元，近5個交易日累計下跌將近50%，今年以來股價累計下跌58.1%。作為首家在內地債務市場上出現違約的內地公司，高德電力打破了內地債券市場零違約的神話，第一次改變了投資者自「海龍債」事件之後，對政府必然「兜底」的印象。

長期以來，內地債券市場一直未出現違約，主要在於地方政府總直接或間接為地方企業債券進行「兜底」。對於具有國有背景的城市投資，地方財政支持可以理解。而對於非國有企業，由於很多是地方大型企業，事關稅收與就業，地方政府也往往出資「兜底」，以維護地方投資環境。另外，由於目前的發行機制把審批作為風險認定的最主要環節，要求曾造成違約的發行人不再具備發行資格，而債券發行又與地方政府協助與推動有很大關

聯，因此違約的發生將影響到地方政府利用債市的能

力。地方政府為企業進行「兜底」的動機，反映出了政企關係的扭曲，而這種扭曲更傳導到了債券市場，導致債券價格無法對產品實在的風險進行體現，即便在經濟下行、基本面不佳的時期，評級機構仍具有上調評級的偏好，導致風險積壓，不知其在未來何時爆發。尤其是在地方政府和企業對債券融資依賴性很強的當下，「虛假繁榮」的債券市場顯得更為風雨飄搖。

政府對企業信譽考量惹關注

高德電力的違約並沒有改變政企關係扭曲市場的情形。對於政府見高德未救，似乎並非出於改革的意圖。根據新華社報導中的解釋，尚德未得政府支援，是因「施正榮掏空企業轉移資產的跡跡太明顯，而且對於個人資產做抵押出爾反爾，政府方面無法與其順利合作。」從這個角度看，在扭曲的政企關係下，市場似乎形成了一個微妙的風險評估新機制，即借由政府對企業信譽的考量，對企業所發債券的信用度進行評價。

塞浦路斯危機可大可小

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

塞浦路斯由於無力還債，故向三大組織歐洲央行、歐盟及國基會要求援助。以往希臘的援助方案中，完全沒有提及徵收銀行存款稅的問題，怎知是次是誰的主意，提出徵收銀行存款稅。以三大組織的資料庫，筆者不相信它們不知道俄羅斯的商人及官員等，有大約200億歐元存放於塞浦路斯的銀行內。存款稅議題一出，當然震動了俄羅斯政府的神經，普京更表示存款稅是危險的、不公平的、不專業的。

發展到現在，塞浦路斯的財長持續留守於俄羅斯，希望透過第二援助方案，以減輕援助對塞浦路斯經濟所帶來的衝擊。作為歐元區成員國之一，塞浦路斯的舉動亦令歐盟感到不是味兒，指出塞浦路斯應向歐盟局內提出要求援助，而非尋求局外人。由此可見，歐洲國家領袖應該需要重整對塞浦路斯的援助方案。

筆者相信，歐洲國家最終會對徵收存款稅作出讓步，主要是市場已經開始憂慮，一旦歐豬國家需要再商討援助方案的話，會否提出徵收存款稅。從歐豬五國十年期債息持續上升，例如希臘十年期債息由10厘左右，升至周二的近12厘水平，相信有投資者已為了歐洲出現的亂局作部署。若果強行徵收存款稅，筆者相信其他資金亦會流出歐豬國家，將

會令歐豬國家的銀行業出現財政困難，到頭來歐債危機又會加深。因此，塞浦路斯的債務危機，可以說是可大可小。

聯儲局或調整量寬速度

聯儲局召開了一連兩日的議息會議後，維持利率不變之餘，亦繼續維持每月購買850億美元資產，屬於市場預期之內。聲明指出，美國勞工市場近期有改善，但以目前失業率在7.7%來說，仍是一個偏高水平。因此，聯儲局有需要繼續推出量化寬鬆措施。另外，聯儲局同時下調了今明兩年的經濟增長及失業率預測。

根據筆者早前的推算，美國失業率有機會於明年5月左右下降至6.5%，符合伯南克要求的目標。吸取2010年中一度停止量寬措施，加上歐債危機突然出現，令美國經濟一度陷入衰退邊緣的經驗，故是伯南克未來的考驗在於怎樣收水。從其會後言論看，似乎首先是減慢買資產的速度，即意味聯儲局不會即時停止收水。而是一邊觀察美國的經濟情況，再量寬的速度作出調整。

總括而言，塞浦路斯的亂局相信最終不會導致更大的危機爆發，但要留意未來的資金流向。至於聯儲局的貨幣政策方面，相信在第三季才会有明確的方向，特別是上月的就業數據理想，只是單月出現，而非持續的改善。因此，有理由相信聯儲局不會輕言停止量寬措施。

最低工資不是滯後

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

近日再有聲音指出最低工資嚴重滯後，原因是本港低薪員時薪已超過三十元，很多僱主以二十八元時薪聘不到人。以市場工資去判斷最低工資是否滯後，非常誤導。

市場工資受多方面因素影響，近年經濟景氣，某些行業對勞力的需求上升，帶動工資上升，造成普遍市場工資高過最低工資的現象。若嘗試想像一個較誇張的情況，便會更容易發現問題，比方說某低技術行業因勞工短缺，導致市場工資上升至一百元，那麼最低工資是否應該調高至一百元？我們需要明白現在工資水平是周期性的，若最低工資按經濟景氣時的水平調整，當經濟衰退時，工資的下調能力便失去彈性，企業面對薪金成本大幅的困境，便會裁員甚至結業，屆時失業率將會大幅上升。

統計處調查發現，全港二百八十六萬四千名僱員中，時薪少於三十元水平的打工仔，只有二十一萬三千人。最低工資令二十一萬三千人的工資上升，亦間接令到較上層職位有加薪壓力。換言之，二元的最低工資升幅乘以二十一萬三千人這條簡單數式，絕對不能反映企業承受的成本上升，整個薪酬結構將被影響。

工資上升是勞工短缺結果

另外，不少行業的工資水平顯著上升，是勞工短缺的結果，而勞工短缺除了是因為經濟景氣帶動勞力需求上升外，很大程度上亦是拜最低工資所賜。不少零售、飲食業職位的工資與最低工資的差距減少，吸引力大打折扣，轉工引致表面勞工荒。宏觀經濟中的因果關係環環相扣，若把所有負面因素，例如通脹、勞工短缺等，都當成調高最低工資的理

由，是一個很危險的做法。我們必須理性地分析負面因素中，有多少是最低工資所造成，否則將走入惡性循環。最低工資迫使企業加價，物價上升卻成調高最低工資的理由，不斷循環，形成螺旋式通脹。

以市場工資作指標不斷調高最低工資會使勞工產生依賴，人們傾向捨難取易。本來市場工資反映勞工生產力，若辛辛苦苦培訓提高生產力換來的加薪，一下子就被最低工資的上升所蓋過，便會導致勞工缺乏自我提升的動力。副學士、不少大學生更覺不是味兒，政府一方面提倡專上普及教育，另一方面，最低工資卻使大專畢業生的薪酬與低技術工作的薪酬拉近，甚至不如，學生付上時間、金錢去讀書，但剛踏入社會便受到這樣的打擊。

難怪不少老闆反映青年員工的心態變得消極，他們以保安員的薪酬作比較，埋怨工作辛苦工資過低，更抱著轉工加薪的心態。低層勞工薪酬上升使較高學歷勞工產生錯誤預期，不斷嘗試尋找更高薪的工作，造成磨擦性失業上升。更甚者因未能找到高薪工作，索性閒賦在家。實施最低工資的國家或地區，會面對自然失業率大幅上升的問題。

低層員工工資低而長時間工作，主要因為他們的工作對產品或服務的增加值低，當工資上升到某一水平時，使用機器反而更便宜，容易被機器替代，工資難有太大加幅，一旦企業使用機器，就不能回頭，演變為結構性失業。所以，他們的工資較低，以多勞多得的方式去維持生活。

此外，低技術工作的替代性高，在經濟衰退時低層員工容易被替代，勞工政策推高他們的工資則令此情況更惡化。社會需要幫助低收入勞工，但不應以增加最低工資達成，否則就如溫水煮蛙般，青蛙因為開始時水溫的舒適沒察覺危險，直至發現無法忍高溫時，已經沒法逃脫，在水中煮熟。

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。