

# 伯老繼續打謎 管理市場期望

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

美國聯儲局主席伯南克周三（5月22日）在國會聽證會上表示，過早退市是危險的舉動，若提前收緊政策，有可能令經濟復甦減慢，而目前失業率仍高，通脹溫和，有必要繼續維持極為寬鬆政策。市場解讀其言論為支持暫不退市，刺激美股早段上揚，道指一度升188點，至15,542點的紀錄新高。

然而，當伯南克後來在回應官員提問時，卻又表示，若就業市場繼續改善，並形成可持續勢頭，聯儲局或會在未來數次議息會議上，考慮減慢買債進度；另一方面，聯儲局於周三公布的上次議息會議紀錄顯示，多名官員認為最早可以在下月討論削減寬規模的問題，使市場氣氛快速轉變，美股則由升轉跌，道指收市倒跌80點，報15,307點，跌幅為0.52%。

而在股市以外，事實上，匯市及金市對伯南克的言論反應更大，美匯指數周三晚10時開始急跌，短短九分鐘內由83.80跌至

事實上，回顧過去幾年，聯儲局為了應對金融危機後的經濟衰退，因而多次以量寬措施刺激經濟。然而，無論成效是否讓人滿意，但可以肯定的是，在邊際效用遞減的情況下，推出更多量寬措施的作用不大；相反，從美債息跌至極低水平，而美股則升至歷史新高，若再向市場注入更多流動性，或催化資產泡沫，醞釀新一輪的危機。

因此，雖然聯儲局官員言論不一，伯南克亦強調買債措施「可加可減」，但市場一般相信刺激措施的規模將是減多於加。而在聯儲局官員「明示」退市動作之前，資產市場早已開始部署，其中，作為「世界貨幣」的黃金首當其衝，從去年9月至今已大幅回落兩成半，至於之前因「利差交易」（Carry Trade）而大幅上升的澳元和紐元，在過去一個月亦各跌9%和7%之多，顯示資金從其他資產撤出，回流到美元資產。



■聯儲局於周三公布的上次議息會議紀錄顯示，多名官員認為最早可以在下月討論削減寬規模的問題。彭博社

而在美元資產當中，美債上升空間不多，亦較可能受聯儲局政策影響，因此不少回流資金均投入到美股市場，而這相信亦是今年以來美股大幅度跑贏其他市場的原因之一。

## 美國短期退市機會不大

太平金控 太平證券(香港) 研究部主管  
陳羨明

美聯儲貨幣寬鬆依舊，退出量寬的市場預期持續升溫，但時機尚未成熟。

美國聯儲局主席伯南克前天到國會作證，清楚指出美聯儲目前的政策對經濟產生巨大的裨益，在時機不成熟時撤走刺激舉措，將有損經濟。但在問答環節則表示，如果看到經濟持續改善，復甦趨勢持續，可能在未來數次議息會議或縮減資產購買規模。受到伯南克戲劇性言論的影響，金市股市先急彈後急回。

儘管伯南克亦稱美聯儲目前的貨幣政策適時，但他還是提到了退市的可能，在多國央行不斷重申寬鬆貨幣政策的必要性，並紛紛進一步放鬆貨幣政策的情況下，美元趨勢性走強升至84.26的高位年份，反映出市場對美聯儲收緊貨幣政策的預期正不斷強化。

不可否認，美國經濟復甦的進程現正領先全球。雖然美國爆發的次貸危機將全球經濟帶入危機中，而且至今全球經濟仍然在危機中掙扎；歐洲經濟仍舊衰退，日本經濟艱難依舊，即使經濟表現穩定的中國也需艱難地消化09年以來過度刺激所產生的不良影響。但是，危機的始作俑者美國卻憑藉其科技與能源創新，以超寬鬆的貨幣政策推動的房地產市場復甦，以及給資本市場帶來的財富效應，使其經濟復甦步伐雖反覆但見到希望，因此，其貨幣政策的轉向預期先行一步是有理由的。

因此，美聯儲局內鷹派近日不斷造勢，指聯儲局應減少甚至退出量寬。然而，與市場預期不同的是，伯南克表現得更

似鴿派。他深知美國經濟外需不振、內需力度有限，復甦步伐只是小步前進，故他明言，面對高失業與政府削支，太早退出量寬將危及復甦。

事實上，美國經濟復甦面對的內外壓力不輕。在外，歐盟、中國乃至不少新興國今年經濟都不比去年好，導致近幾個月來全球多國爭相減息，以求進一步量寬刺激經濟，而此舉更令美匯指數獨強，有損美國出口動力。全球經濟疲弱以及出口受阻，美國外需難言樂觀。

### 就業市場似好未好

在內，美國就業市場似好未好，失業率表面上正穩步下降，由去年八月8%降至上月7.5%的四年新低，非農就業職位則由去年九月推出第三輪貨幣量寬（QE3）前的平均月值14.1萬個，增加至過去半年平均每月增加約20.8萬個。但從勞動參與率看，由08年金融海嘯前逾66%跌至上月的63.3%，為34年來的新低，數字反映出多達700萬人離開職場，若計入此因素，美國實際失業率高達11.5%。就業市場未見明顯好轉反過來影響消費，導致消費表現反覆。

因此，從伯南克證詞和剛公佈的議息會議紀要來看，我們認為未來幾個月美聯儲退出或減少資產購買的概率很低。按照聯儲局所訂的退市條件，目前時機尚未成熟。失業率上月降至7.5%，顯然尚不足以支持退市。四月通脹率1.1%，剔除能源和食品價格的核心通脹率僅為1.7%，遠低於聯儲局2%的年度目標。但是，量寬逐步退出是美國未來貨幣政策的方向。尤其需要警惕的是，FOMC議息會議的措辭變化和美聯儲成員的表態，均會令市場對量寬退出預期的出現新的改變，從而對金融市場產生衝擊。

## 日圓下跌 資金棄債從股

康宏投資研究部環球市場高級分析員  
葉澤恆

日本股市昨日先升後急跌，全日跌1,143點或7.32%，收報14,483.98。跌幅是自2011年3月日本海嘯，引發核電災難以來的最大單日跌幅。行業分類中，以金融股的跌幅百分比比較大。截至去年12月，日本發行者投資者的公債金額達960兆日圓，當中由日本金融機構持有的金額達620兆日圓，比重達64.6%。日本債息再升，令日本金融機構持有的債券，出現帳面損失，影響金融機構盈利能力。以點數計，拖累跌幅的是工業及消費股，主要是因為若日圓急跌，可能拖累進口成本上升，影響企業盈利能力。

其實自日本央行於今年4月初宣佈無限量寬以來，日本十年債息一度跌低於0.3厘後便反彈，而且今日更一度升至1厘水平。投資者認為日本央行的無限量寬措施需要實施一段較長時間，以扭轉日本通脹及出口疲弱的情況。筆者認為，由於日圓持續下跌及債息低企，而同期日股及美股上升，令資金撤出日債，調往相關股市。因此，預料日本政府及央行將暫緩日圓的跌勢，以穩定日本債券市場，否則將令當地融資成本上升，阻礙經濟復甦。料美元兌日圓短期在100至105水平上落。

日本國債昨日出現較多沽盤，令長債息率被抽高，十年國債息率一度高見1厘水平。長債息率的上升，會推高當地房貸利率及企業貸款，對當地經濟復甦



■圖為日本貨幣。彭博社

構成拖累。日債息率被抽高，令日本政府的預算案需要增加30億美元，以負擔當地政府的債息開支增加。財政大臣上週便表示，若國債息率每增10個點子，日本債務支出將增加9.67億美元。日本國債息自4月初以來便持續上升，令政府債息負擔增加。

### 鴿派仍未確定聯儲局收水時間

聯儲局主席伯南克上日於國會聽證會發言時表示，當局將致力維持目前的量化寬鬆規模，主因美國失業率仍處於偏高水平，以及政府削減開支機制的影響。但他亦表示，如果美國經濟數據持續改善，聯儲局可能於未來數次會議上削減購買資產的規模。

雖然他首度開腔縮減購債規模，但由於全球經濟復甦動力疲弱，料聯儲局至少於今年上半年維持量化寬鬆額度不變。但預料到今年第三季尾或第四季初，聯儲局便可縮減購債的規模。

## 從《香港物業報告2013》看樓市前景

香港專業人士協會副主席及資深測量師  
陳東岳

差餉物業估價署公布《香港物業報告2013》，除了回顧2012年物業市場的表現，還預測今、明兩年及預計未來3至4年的一手市場供應。筆者看過報告的網頁版，跟大家分享部分內容。

2012年全年買賣合約登記總數81,333宗，比之前一年下跌4%，報告指這是連續第二年成交跌至不足85,000宗水平。現時全港住宅總體總存量为1,117,900個單位，數字不包括村屋、公營機構宿舍、酒店及旅舍，當中92.3%為實用面積低於100平方米的單位。去年私人住宅的單位落成量約為10,150個，高於過去5年的平均數字9,854個。預測2013年及2014年新單位的預測落成量分別約為13,551個和15,817個。預計未來3至4年間落成和將發展項目合共為一手市場提供約67,000個單位。雖然未來幾年新增供應，未達到每年2萬個單位，但數據仍顯示政府政策增加住宅供應的趨勢。

### 上車盤主要來自新界區

報告顯示，今明兩年B類單位(面積40至70平方米)均佔該年預測供應量的56%，比較2012年所佔約44%，上升了12個百分點，相信這是港府賣地時，引入限量限呎條款的效果，目的就是增加中小型住宅供應。今明兩年B類單位預測落成量分別為7,600及8,901個，落成樓宇集中於新界區，主要為元朗及西貢(包括將軍澳)，共佔86.4%即6,567個，而明年新界區同類單位新供應約67.3%即5,990個，主要來自荃灣、元朗及沙田，至於市區方面，今年新供應較少，而明年回升，較特別的是港島灣仔有1,097個單位預測落成。可以說，今明兩年，上車盤新樓都以新界區為主，供應多了，自然對穩定樓價

有幫助。

回顧去年整體樓價及租金表現，實用面積100平方米以下的住宅，樓價去年第四季比一年前上升24%，租金上升11%。100平方米或以上的住宅，樓價去年第四季比一年前上升13%，租金上升4%。這些數字明顯表示，去年較細面積單位，無論在售價或租金的表現，均跑贏較大面積單位。相信這些差異的表現，與港府持續收緊信貸措施，尤其對愈大金額樓按收得愈緊，兼且2010年11月港府推出額外印花稅(SSD)及去年10月底再推加強版SSD及引入15%的買家印花稅(BSD)，之後整體樓市放緩，而豪宅市道相對受影響較大。

### 加辣招針對細價樓有因

大家都比較關心B類單位，因為這類別是香港核心家庭，普遍居住的私樓範疇，去年樓價升24%，租金升11%，都超乎一般家庭經濟負擔能力在同期的增長幅度，在新增住宅供應未及迅速應市的情況下，這些數字亦為今年初港府再推加強加辣的行政措施，以控制其來自投資者這部分需求，提供支持理據。

至於去年非住宅類別物業的表現，寫字樓售價升幅21%，租金升7%；零售業樓宇(商舖)售價升幅38%，租金升13%；分層工廠大廈售價升幅41%，租金升12%。這些非住宅類別物業去年的特殊售價升幅，或源於政府較早期各項壓抑需求措施如SSD，只集中針對住宅，部分市場資金轉移至非住宅類別物業，這些類別物業，除了寫字樓外，未來供應不多，過度集中炒賣不合理，而各類租金增幅過急過大，則影響營商成本，部分轉嫁消費者，這些數據亦解釋了，為何今年初港府推出雙倍印花稅DSD，把適用範圍擴大至包括非住宅物業，兼且把需要繳付印花稅的時間，提前至買賣雙方簽署有約束力的合約時，做法與住宅物業看齊。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。

## PMI低於50 內地製造業重現收縮

中銀香港發展規劃部高級經濟研究員  
應 堅

匯豐銀行5月份中國製造業PMI指數初值為49.6點，低於4月份終值0.8個百分點，亦低於Bloomberg對經濟學家調查所得的50.4點平均預測值0.8個百分點。5月份PMI指數是去年10月以來首次降至50點以下，顯示中國製造業在連續6個月擴張後重現收縮跡象，對中國經濟復甦造成負面影響。

### 反映市場信心較為低迷

5月份處於50點以下收縮區域的PMI分類包括新訂單、新出口訂單、就業、積壓工作、採購庫存及採購數量等7項指標，

比4月份(新出口訂單、就業及採購庫存指數低於50點)多了4項。其中，新訂單指數從4月份的51.2點滑落到5月份的49.5點，新出口訂單則已連續兩個月處於50點以下，而產出指數跌至三個月以來最低點，反映無論內需還是外需，市場信心均較為低迷，製造業企業對前景也趨於悲觀。另一方面，出廠價格指數已經連續五個月下降，與PPI數據連續下滑吻合，進一步證實製造業反彈存在較大困難。

另據本月結束的廣交會統計數據，到會客商及成交金額分別下降3.8%及1.4%，作為中國主要出口市場的美國、歐盟及日本需求更加疲弱，加上人民幣持續升值，經營成本不斷上升，中國製造業企業將會面對更大的經營困難。

## 探討零售業人手不足問題

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心  
李樹甘 歐陽家麒

近年，經濟好轉，旅遊業暢旺，帶動外來旅客及本地居民消費上升。根據旅遊發展局，2012年整體訪港旅客人數按年上升16%，內地訪港旅客人數更大增24%，「與入境旅遊相關的總消費」預期較2011年增加16.5%。零售業理應是充滿發展機會，但人手短缺問題深切地影響零售業的長遠發展。於2011年，零售業共聘請約10%的就業人口，貢獻本地生產總值約4%。零售業的發展影響着香港的經濟發展，需要謹慎處理。

零售業僱員可以分為銷售職員和非銷售職員。銷售人員約佔行業人數的90%。銷售人員的技術要求不高，亦不需要特殊技能。由工作性質來看，相對於安老服務、建築業及餐飲業，由於零售業的工作性質較不厭惡，聘請員工應該較上述行業容易。但事實上，零售業面對嚴重的人手短缺問題。

根據行業商會調查，零售業在過往兩年的平均空缺率達到9%，平均每間店舖缺少2名員工，顯示零售業的人手短缺問題十分嚴重。有行業代表指出有會員公司反映根本不能聘請員工，營運很「痛苦」。對於僱員而言，人手短缺使現職從業員需要長時間工作來填補空缺，從業員站立時間更長，工作更辛苦。求職者觀察到零售業現時工作情況更加不願意入行。從業員不足亦大大減低服務質素，影響零售業的良好形象。

### 站立時間長 員工流失率高

零售業的人手短缺問題的原因有三。首先，如前文所述，人手短缺使每名員工擔當的工作量和工作時間更長，勞工更不願意入行。其次，隨着教育程度上升，很多年輕人不願從事需要站立長時間甚至一定體力勞動的工作，如售貨員、倉務員等工作。再者，自最低工資實施後，零售業與其他行業的工資差距收窄。在勞工市場上，零售業面對其他行業更激烈的競爭，一方面待業勞工有機會找到一份與零售職位薪金相約但工作量相對較低的工作，更少人入行；另一方面，零



■圖為遊客在香港尖沙咀一家商場選購電子產品。新華社

售業現職員工也有更大機會轉工，員工流失率更高。

### 政府業界合力訂出解決辦法

零售業業界代表指出，過往兩、三年業界已經和政府商討為零售業確立資歷架構。於2010年8月15日，「零售業行業培訓諮詢委員會」正式成立。委員會會擬訂、維持及更新《能力標準說明》，並制訂行業適用的「過往資歷認可」機制，目的是為行業落實資歷架構。零售業代表期望資歷架構在今年年中確立。透過確立零售業資歷架構，零售業代表希望一方面有更多年青人願意入行，相信零售業工作具有一定前景；另一方面希望透過「過往資歷認可」機制，承認零售業從業員以往在零售業的知識、技能和經驗，他們從而可以選修更進階的課程，使培訓更能滿足他們及各機構的需要，故現職員工的流失也可能下降。

零售業業界代表期望在零售業資歷架構確立後，政府可以幫助零售業宣傳有關信息，以冀更廣泛地接觸到年青人及現職從業員，使他們更願意入行及在零售業發展其事業。另外，按照財政司司長曾俊華在《二零一三至一四財政年度財政預算案》的指引，「零售業人力發展專責小組」已經成立，成員包括政府、業界、相關機構及學者。成員將共同檢視零售業的人力需求，及就行業整體人力發展，於今年內完成工作並向政府提出建議，以幫助零售業的長期發展。