

降低退市影響 期望管理最重要

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

經歷數年的寬鬆政策後，近月開始愈來愈多投資者預期聯儲局即將會退市，更引發出近周金融市場之大幅波動。聯儲局政策仍然牽引着大眾的情緒，更有輿論認為，該局退市將會對目前經濟造成衝擊，從近期美國股價齊跌，便可反映出這一點。

去年10月，聯儲局推出了第三輪量寬措施之後，金價便見頂並反復下跌可見，早於8個月前已開始有投資者預期聯儲局將會在不遠處退市。而最近伯南克似是而非的說法，則進一步放大了投資者對聯儲局退市的憂慮。

美國聯儲局主席伯南克在上周出席國會聽證會上時表示，量寬措施有助當地經濟復甦，聯儲局可因應經濟數據增加或減少買債，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會議上，考慮減慢買債進度。

不過，伯南克同時亦指出，若提前收緊政策，將會帶

來很大風險。而最近經合組織(OECD)亦指出，央行退出寬鬆貨幣政策令國債信息上升，將可能影響經濟前景復甦，更將環球、中國及歐元區今年的經濟增長預測下調，引發投資者對環球經濟前景之憂慮。

事實上，聯儲局的量寬措施，乃是在金融海嘯期間，用以在短時間內推出資產價格，挽回市場信心之手段，猶如央行利用貨幣政策短時間內谷起經濟。

然而，金融海嘯發生至今已超過五年，期間又發生了歐債危機，令環球經濟近年雖然回復平穩增長，但增速已不如金融海嘯前，至於多國的就業情況更仍然未能回

到金融海嘯之前的水平。

雖然從最近之經濟數據可見，美國經濟的確正在復甦，失業率亦從高峰回落至近月的7.5%，但與金融海嘯前不足5%相比，仍然有一段距離；加上歐元區經濟仍未擺脫歐債危機之陰影，預期今年仍會出現萎縮，多個歐豬國家失業率亦維持於歷史高位，而原本為環球經濟增長推動者的中國，本身亦因為固有的結構性問題，而需要減慢增長速度。在此情況下，一旦聯儲局退市，實體經濟未必有足夠動力維持增長步伐，可能使聯儲局過去之努力推毀，引發另一次經濟衰退。

不過，聯儲局總不能夠無限期延長量寬政策，退市只是時間上的問題，而考慮到上述的潛在風險，相信於未來幾個月，聯儲局將會繼續以似是而非的言論，觀察市場以及經濟的變化，使市場較難預期聯儲局退市的時



市場憂慮，一旦聯儲局退市，實體經濟未必有足夠動力維持增長步伐，可能使聯儲局過去的努力推毀。受聯儲局可能退市困擾，全球股價近日大幅波動。路透社

低息撐經濟「收水」考工夫

太平金控、太平証券(香港)研究部主管
陳羨明

美國十年期國債息率昨升至近一年高位，本港原受追捧的高息股見兩天觸發沽壓。近四年來股價屢創新高的領匯房地產基金(0823)前天跌4.17%，昨天再跌4.11%。美聯儲局主席伯南克上周指之後議息時考慮減買債，導致息反彈，金融市場即作出反應，若金融、地產等市場難抵債息逐升，退市步伐難以加快。

十年期美國國債息率是債市指標，其由本月初低見1.62厘，升至近日高見2.23厘，創近一年新高，令債市大幅下跌。原因是伯南克上周在國會作證時提及將考慮減少買債，周二公佈的美國樓市、消費信心均勝預期，市場更憂聯儲局將加快退市，周三起本港高息股即大幅下挫。

正如本欄上周五所指，伯南克談退市，不代表聯儲局短期會這樣做。聯儲局原定退市的前提條件失業率及通脹水準遠未達標，短期內聯儲局沒條件這樣做。

不過，整體來看，近期美國公佈的資料均超市場預期出現改善，表明復甦步伐仍在小步前進。上周美國公佈的多項資料顯示，第二季度開始的財政減支對美國經濟的拖累正在逐步減弱。上周首次申請失業人數降至34萬人，低於市場預期；4月新屋銷售升至三個月高點；工業生產和投資的領先指標耐用品訂單環比上升3.3%，從分項看，幾乎所有行業訂單均有改善，顯示企業的

需求並不弱。
具體退出時點尚難明確

綜合來看，儘管伯南克上周的言論具戲劇性，甚或聯儲局還沒具備退市條件，但僅僅個別聯儲官員支持退市，伯南克又提及退市，而近期美國經濟資料的持續超預期改善，從市場表現來看，市場正開始逐步反映聯儲局退市的預期。儘管退市僅僅是時間問題，具體的退出時點目前尚無明確的說法。

可見，金融市場對退市的反應是相當敏感的，美債息率進一步上升，更確切反映聯儲局退市的預期的市場反應已開始浮現。債息上升，已先後令金市、日股乃至本港高息股市急挫。長期以來，量寬人為地壓低債息，長期超低息環境，會形成美債泡沫。接下來，美債息會否繼續上升，哪個市場會受波及，是值得大家關心的。

本月初，十年期美國國債息率跌至1.62厘低位，隨即掉頭，上周破2厘，前天一度升穿2.2厘，上升勢頭頗猛。美債息升至現水準，衝擊顯然不大，假若續升，對金融業、樓市與內需將會造成衝擊。

就以金融業來說，近2/3的美國國債由當地金融機構持有，若美債息續升、債價續跌，所持的美債逐步出現帳面虧損，將令金融機構再緊縮信貸，進而挫傷經濟。

由此可見，量寬容易退市難。金融等各項均有賴超低息力撐，擇機退市，技巧甚高。

美退市前提：經濟須大幅改善

嘉信理財首席投資策略師及高級副總裁
Liz Ann Sonders

美國股市自去年11月以來的升勢令人感到欣喜，但卻令對升市一直存疑或等待大市適度回調以後始入市的投資者感到沮喪。可是，部分投資者需要重新認識到，其實風險(至少)是雙向的。大部分投資者只關注因股價下跌而帶來金錢上損失的下行風險，但卻忽視了更加隱蔽而傷害性可能更大的上升風險。假如投資者在最近一輪升市中選擇持有現金或低收益率的固定收益資產，以年初至今的整體指數表現計算，他們已錯過了約15%的回報。如近期所見，市場難免會出現下跌、調整，甚至熊市，但股價現在以往會隨時間的過去而穩步上升，一些嘗試捕捉最佳入市時機的投資者，往往會錯失時機。

我們認為目前美國的經濟狀況仍然相對有利於股市繼續上升。逗留在這經濟增長緩慢、惟未至緊縮的階段，將容許美聯儲局維持極度寬鬆的貨幣政策。我們繼續留意到主要來自製造業的疲弱跡象，但我們相信其影響相對較小，而增長將在今年下半年加快。地區製造業調查結果令人失望，紐約聯儲局製造業指數由3.1下降至-1.4，而費城聯儲局指數則由1.3下跌至-5.2，兩者均顯示製造業活動出現溫和和收縮。此外，工業生產在3月份上升0.3%後，4月份下跌0.5%，表現令人失望。我們目前仍未對此感到過份憂慮，但正密切注視有關走勢。

美國消費繼續保持良好勢頭，除去汽車及汽油，4月份的零售銷售額取得了不俗的0.6%升幅，使我們仍維持相對樂觀的取態。儘管受美國工資稅上升所影響，但大部分美國民眾的資產之兩大組成部分，即汽油價格下降以及房價隨股票價格同步上升而帶動個人資產淨值有所增長，皆提升了消費者的信心，從而推動美國民眾持續消費。

由於美國樓市持續改善，以及我們認為企業將會陸續動用資產

負債表中的大量現金流進行投資，使我們對今年下半年的美國股市表現仍然維持樂觀。企業已增派股息以及增加股份回購數目，兩者皆有助提升股東價值，同時我們認為更多企業將會增加資本開支，以填補過去數年因過度謹慎而損失的時間。儘管企業信心仍舊處於低位，但全美獨立企業聯盟調查的小型企業信心指數錄得回升，並創下自2012年10月以來的最高水平。

會否逐漸縮減購債規模惹關注

由於經濟數據表現參差，市場關注的重點繼續圍繞於聯儲局何時可能開始停止購買國庫債券及按揭證券(每月850億美元)。聯儲局主席伯南克近期的國會證詞以及聯儲局最近的會議記錄進一步加深市場的爭議，令市場憂慮聯儲局可能提前退市。我們認為市場反應略為過敏，因伯南克已表明聯儲局依然會根據經濟數據的表現來作出有關決定，即美國經濟狀況沒有大幅改善的情況下是不會退市的，這其實是好事。

此外，這將會是回復更常規貨幣政策這個長期而緩慢過程的第一步，儘管期間會為市場帶來一些波動，但不會大幅推低股市表現。就業市場雖已出現一些改善跡象，惟表現依然稍為疲弱，而通脹並未迫使聯儲局採取應對措施。實際上，儘管市場對聯儲局的會議記錄感到憂慮，但委員會最近的聲明較為溫和，未有跡象顯示退市即將發生。

貨幣政策正常化的過程或會在某個階段啟動。儘管開始時將帶來一些波動，但目前我們認為須待經濟動力得到改善以後正常化的過程才會發生，屆時對市場的損害將會有限，並可支持股市在聯儲局收緊貨幣政策的情況下持續上升。

結論：聯儲局提前退出債券購買計劃的預期對美國及全球市場帶來了震盪，但我們認為市場狀況並未有出現很大的變化。在經濟狀況改善的情況下，即使聯儲局逐步退市，甚至不完全退市，對我們而言並非是一場災難。

改裝市區舊工廈屬權宜之計

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

長遠房屋策略督導委員會委託獨立顧問，完成對全港分間樓宇單位(即劏房)的調查，推算全港居住在劏房有17萬人，約6.7萬個劏房住戶，當中約3萬戶缺乏獨立廚房、洗手間或供水設施，人均居住面積近70呎，平均租近三十元。另一方面，截至今年3月，公屋輪候人數逾230,000，當中約111,500宗為非長者單身人士申請。這些數據對未來住屋需求的質與量，均提供參考基礎。

上述劏房戶數目未包括工廈劏房，即是假如連工廈劏房也調查的話，全港居住劏房人數肯定不止17萬。無論怎樣，這不是一個少數，反映個人人士現時居住在有欠理想環境甚至不合法住房的現況。值得研究的是，近年劏房的報道那麼多，為何仍有大量人士願意居住在劏房？或者租金廉宜是一個理由，但調查平均呎租達30元，單身人均居住面積110呎，依此推算即是單身劏房平均月租3,300元，怎樣看也不算便宜。逾半劏房集中於九龍區，其次是港島區，新界區最少，顯示居住劏房人士，多選擇在市區居住，相信是從謀生及社交的考慮，寧付較貴租金，也要取其出入方便，多人家庭戶更可能涉及小孩教育及校網等因素。

調查發現住戶對通道、衛生和消防設施的滿意度約為五成至七成，較一般人預期高。筆者想探討一下，調查指約3萬戶缺乏獨立廚房、洗手間或供水設施，兼且消防設施不足構成潛在危機，為何劏房戶仍會有這些高滿意度？筆者不猜疑調查的專業性，可

能這反映住戶對自我生活空間的評價，未必會與實際上有關設施是否足夠及合法有關。

既然數據指全港共有約6.7萬戶劏房戶，當中相當部分涉及違例建築工程，是否應該取締違例劏房呢？筆者不贊成操之過急，尤其是在未能大量增建公屋之前，不宜把窮人趕到街上，變成無家可歸，衍生出更多社會問題及民怨。但筆者不是主張坐視不理，作為中短期措施，是否可以對劏房單位作有條件的權宜處理，在衛生和消防安全設施方面，發出指引，要求業主符合規定，否則作違例處理。

長期來講，就一定要靠增加房屋供應來解決問題。現時有近23萬宗公屋輪候申請，政府就算成功增建公屋，是否應讓劏房戶有優先入住權，還是要按例通過資格審查，然後排隊尾等上樓等，都有待研究。

有助短期紓緩住房需求壓力

就算港府日後能大量增加房屋供應，但新供應多在新界，市區仍缺乏較廉宜的住房，無法解決低收入人士和青年人因為謀生及社交原因，寧願租貴租而高居於市區劏房的情況。筆者重提這個建議，現時市區舊工廈，分佈廣而差不多每區都有，利用舊工廈改裝來滿足低收入人士和青年人對市區住房的需求，值得深入研究，消防安全的考慮是最難過一關，如能在符合消防及衛生條例情況下，允許舊工廈作單身宿舍或家庭過渡性住房，或許未能解決全部劏房問題，但仍有助於紓緩市區住房需求的壓力，甚至因此令住房租金下調。

日債息升政府央行各有行動

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恆

日本十年債息持續於高位徘徊，周三更高見0.91厘。由於日本股市持續下跌，有部分愛國的日本資金由歐美債市流出，令歐洲及美國債息普遍上升之餘，歐美股市普遍下跌。日債息上升，日本債務持續上升，政府若再增加開支去刺激經濟增長，勢必令日本債務進一步增加。而且資金由日債流向日股，亦令日本政府償還債息的負擔增加，不利日本政府的財政。加上日股今年以來已經累積升幅超過四成，故在債息抽升可能不利日本金融機構的情況下，令日本股市出現三年以來最大跌幅。

惟日本將於7月份進行國會選舉，由於安倍政府目前所得的國會議席未足以通過政策。為了解除後顧之憂，預料安倍政府以及日本央行將會聯手維持寬鬆貨幣政策，去刺激當地經濟增長及扭轉通縮之局。日本央行自債息抽升後，亦快速地向金融市場注入兩萬億日圓，去紓緩債息抽升的問題。若日本央行能把債息壓低，將可紓緩投資者的憂慮，帶動日本股市再看高一線之餘，亦可令債券價格回升。

安倍經濟學能否成功存疑

雖然日本央行已經注資兩萬億日圓往當地金融體系，但是市場開始對安倍經濟學能否成功有所懷疑。一方

面，市場對日圓持續急跌憂慮。既擔心當地通脹可能無止境地上升，打擊居民的消費動力。另一方面，海外資金可能撤出日本債市及其他資產，令日圓跌勢進一步加劇。資金流向日債，帶動日本債息上升，不利持有當地金融機構。截至去年12月底，日本金融機構持有近六成五的日本國債，日本發行的總國債金額為960兆日圓。日本首相安倍晉三上任近半年，雖然帶動當地經濟今年首季經濟增長較預期理想，但對一般市民而言，卻未有什麼反應。數據顯示，當地今年4月份進口汽車量按年增加10.8%至8.3萬輛，但當中價值超過一千萬日圓的進口汽車，按年數目增加45.2%至867輛。日本百貨店今年4月的銷售額按年下跌0.5%至4,767億日圓，是四個月以來首次下跌。惟當中奢侈品及其他珠寶首飾的需求按年分別增加1.8%及18.8%，是連續第八個月上升。數據反映，日本富有人士的消費動力不俗，但其他階層人士的消費動力疲弱。

不論是日本政府或日本金融機構，均不想日圓及日債出現急劇波動。在這情況下，日本央行可以做的，短期只可以靠注資金融市場，以穩定日本債券市場。但長線而言，日本政府可能於今年秋季或冬季初增加消費稅，以及削減不必要的政府開支，以削減當地財政赤字。另外，日本政府亦要鼓勵增加當地生育率，以改善當地人口老化的情況。

保安業面對人手短缺的問題

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

保安業於過往三、四十年經歷過數次重大變化。七十年代時，保安業公司大多採用「三更制」。八十年代開始，保安業慢慢轉變為「兩更制」，故此私人樓宇業主所需要支付的管理費得以減少，與此同時，保安從業員的收入亦隨着工時增加而增多。故此，保安從業員由「三更制」轉為「兩更制」得到所有持份者歡迎。隨後，政府於八十年代末、九十年代初進行檢討，確認於1996年執行香港法例第460章《保安及護衛服務條例》，把持有B牌的保安的年齡上限設為65歲，減低了保安業的平均年齡。直至2002年，房屋署落實把所有公營物業保安轉為三更，工作時數由12小時減至8小時，亦鼓勵私營機構執行。在落實三更制後，有更多女性願意投身保安業，認為保安員的工時更能滿足他們需要工作及照顧家庭的條件，現時有部分政府物業女性保安的比例達到七成。隨着社會發展，保安業亦面對人手不足的問題，這將會深遠影響保安業公司的營運。

行業夠人乃假象

有保安業商會代表指出，行內空缺率數字未能反映行內人手短缺的問題。就着最近的問卷調查，商會會員公司只有百分之十的僱主表示有人手短缺，空缺率達到百分之五，其他會員公司則表示有低於百分之一的空缺。就這些數據看來，保安業人手短缺問題不甚嚴重。但商會代表指，由於保安公司在服務合約中需要承諾有多少人於合約訂明地方工作，所以當出現人手不足的情況，保安公司便需要扭盡六壬，在勞工市場上找尋尋工填補空缺，如兼職、加班等增加人手，否則輕則賠款了事，重則失去合約。在這情況下，甚至有公司表示需要以800元一更在市場上招聘替工，營運壓力很大。

近年就着人手不足的懲罰性條款越來越多，商會代表認為這反映保安業存在人手短缺問題，若人手問題未能解決，營運將更為困難。在標準工時醞釀立法之際，保安公司

在訂立合約時都研究是否在合約中加入有關標準工時的條款，以在標準工時立法後的營運費加幅未能與客戶成功談攏後可以「離場」，停止服務。

此外，在最低工資實施後，保安業的營運亦大受影響。保安業商會代表指在最低工資實施前，保安員時薪達到24元，遠比清潔或者飲食業員工的十多元時薪高。最低工資實施後保安員時薪上升至28元，至今年五月更上調至30元，但與其他行業的薪金差距較窄，管理費亦需要上升多於百分之十，客戶大多難以接受這加幅。

工資升影響營運

需要注意，保安業的成本大多為人力成本，工資上升對企業營運影響甚大，難以像建造業一樣以大幅增加薪金來吸引人手。雖然在另一方面，最低工資實施後確實有較多人來應徵保安員，如新入行者不乏中年人或年輕人，但部分年輕求職者以「玩票」性質居多，他們目標不明確，沒有當此職業為長工的心態，「炒散」(兼職)比率上升很多，大大影響服務質素。

此外，有部分年輕人沒有家庭負擔，在得到足夠玩樂的金錢後便隨時離職，工作態度亦較差。儘管如此，保安公司仍然需要聘請這些年輕人以滿足合約要求，對保安業服務質素、形象及營運都有負面影響。保安業商會亦表示，現時新入行的年輕人的比例較十多年前大幅減少，擔心保安業會出現青黃不接，長遠對保安業發展造成打擊。

商會代表指出，行業內已經透過很多方法來改善員工待遇，如提供醫療及牙醫福利等，但仍然較難聘到員工。另有團體向政府建議把B牌保安的65歲上限去除，以吸納更多人手，紓緩人手短缺問題。然而，保安業商會並不認同，認為於1996年制定相關限制時，是考慮到相關措施有助提升服務質素及行業形象，即使上限去除，年輕員工將會較難接受與年長員工同工同酬，而客戶亦不願意保安公司聘請較年長員工，令營運陷入另一困局。商會代表指，輸入勞工是解決人手短缺的可考慮良策，以解決人力資源不足及錯配的問題。

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。