

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

百家觀點

聯儲局一連兩日議息後，維持利率及購買資產額度不變，惟主席伯南克首次明確發表退市時間言論。他指出，若美國經濟符合聯儲局預期，預料有機會於今年稍後減少買債，到明年中便會結束有關計劃。伯南克於記招上表示，美國樓市似乎持續復甦，推動美國經濟增長。近期，美國多項樓市數據均有不俗表現，印證了有關論述。惟前提是，自從他於5月份表示退市的言論後，美國30年按揭息率便顯著上升，由4月時約3.3厘左右，升至最近的4厘以上。以美國目前失業率高達7.6%看，按息上升將會影響美國樓市復甦，從而令美國經濟增長動力受到影響。

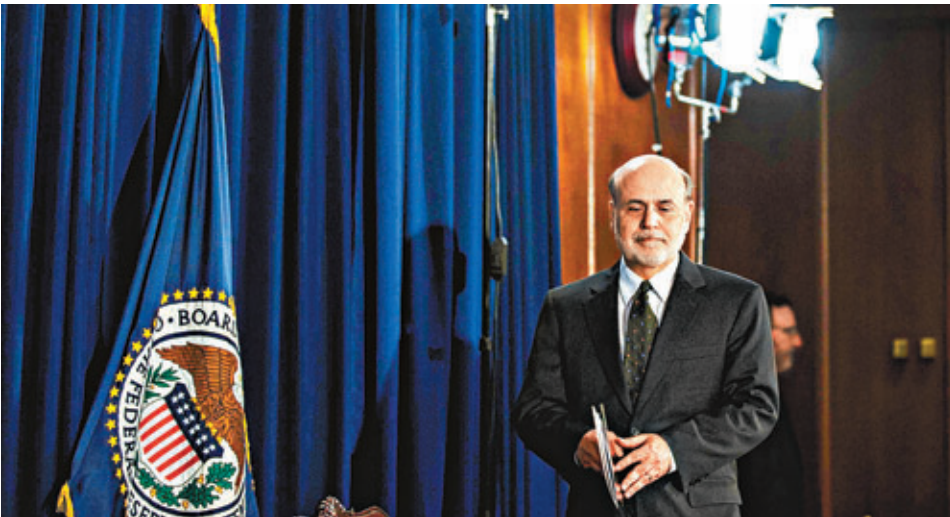
聯儲局是次議息聲明指出，美國經濟活動正以溫和步伐增長；勞工市場最近幾個月進一步改善，但失業率仍然處於偏高水平。家庭開支及企業固定投資增加；但房屋環節進一步增強。惟財政政策可能打擊美國經濟增長。至於通脹方面，聯儲局認為某程度上受到暫時性因素影響，目前處略低於聯儲局目標水平，但較長期通脹預測仍然穩定。惟要留意油價持續高企，可能對美國下半年通脹

構成上升壓力。另外，聯儲局比較大幅度下調今年通脹預測，一旦升幅超出預期，可能成為聯儲局退市的重要理由。

其實美國聯儲局是次是否真的收水，筆者實在有點懷疑，特別是在記者會上，多次指出美國經濟目前復甦的關鍵是由樓市推動。雖然美國樓市距離2008年海嘯低位，仍有相當大的距離，但過去一年美國樓市真的

出現大規模復甦，而且海外買家亦十分進取。相反，美國的就業市場情況仍需要改善。美國失業率目前高達7.6%，而且有不少人早前可能因為對就業感到絕望而離開了就業市場，但目前經濟有改善，可能有大批人士出來找尋工作。若樓價及股市持續大幅上升，便可能脫離了美國的基本經濟情況。

依目前情況看，單靠日本印鈔不足以彌補美國聯儲局減少買債，似乎歐洲央行及英倫銀行可能需要接力印鈔，否則一下子市場上欠缺原有增加的貨幣供應量情況下，金融市場可能出現大幅動盪的情況。在資產配置上，貨幣上似乎美元暫時是比較理想的貨幣，非美元貨幣相對要較小心，特別是日圓、英鎊及澳元。日本及英國央行可能印鈔外，澳洲經濟處轉型期，央行仍有減息空間。商品方面，美元上升，對金價不利，有機會下試1,100美元，



■聯儲局主席伯南克首次明確退市時間，備受各界關注。

彭博

但油價受惠中東局勢支持，有機會挑戰100美元水平。至於債券方面，短期債市仍可能出現調整，當中資金可能仍持續流出新興市場債券。至於股市方面，由於美元回

升，令日圓相對下跌，有利當地出口業，或支持日本股市回穩。另外，越南及新西蘭經濟表現較佳，故股市昨日跌幅亦相對較少，投資者可以留意。

美樓市復甦關鍵在就業

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

聯儲局議息會議終於結束，意外的是，伯南克對退市的言論比5月底時更為強硬，再次引發資產價格波動，美股、美國國債債息以及金價在議息會議後隨即出現急瀉，至於美元兌一籃子主要貨幣則急升，市場對聯儲局的貨幣政策取向甚為敏感。

聯儲對美經濟信心不俗

聯儲局於周四（20日）公布議息會議結果，維持基準利率及資產購買規模不變，不過，委員們將2014年經濟增速上調至3%至3.5%，更將2014年失業率預測下調至6.5%至6.8%，伯南克在隨後講話中更表示，可能會在今年稍後減少買債，並於明年中結束購買資產，而結束購買資產時，失業率應在7%左右，言論比5月底在國會作證的講話相比更為強硬。

似乎近日的資產價格波動，未有影響聯儲局的部署，伯南克未有在會後發表穩定市場信心之言論，反而進一步透視退市計劃，可見聯儲局對美國未來經濟之信心不俗。

而聯儲局透露的退市計劃，亦與本欄早前預期相若；於未來幾個月將會繼續維持貨幣政策不變，但會以言論管理市場預期，令市場對聯儲局退市有心理準備，若就業市場改善步伐與預期相若，將會開始縮減買債規模，並在2014年停止買債。

美聯儲退市有條件

太平金控，太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

美國聯儲局結束兩日議息會議，宣佈維持量寬規模及息率不變，符合5月24日我們於本欄題為「美國短期退市機會不大」一文的預期。不過，聯儲局主席伯南克表示，若聯儲局對美國經濟預測準確，聯儲局很可能在今年稍後時間收縮QE規模，並於明年中期徹底結束QE退出的時間表。有關言論反映出聯儲局正考慮退市，因而引發市場的憂慮，進而拖累全球投資氣氛。

前提：經濟和就業改善

不過，需特別注意的是，美聯儲退出QE時間表是有條件的。如果經濟低於預期，美聯儲可能推遲QE退出和加息的日程。退市的前提條件是經濟和就業改善。核心條件之一是，就業市場徹底復甦明確為失業率降至7%，而目前的時間表是基於美聯儲預測明年年中失業率將跌破7%的預測所做出來的。具體預測是：失業率今年年底下滑至7.2%至7.3%，明年跌至6.5%至6.8%。在經濟方面，預測今年增長2.3%至2.6%，明年增長預測由原先的2.9%至3.4%，上調至約3%至3.3%。聯儲局今次會議上調對美國明年經濟增長預測，但美國今年首季GDP按年增長2.4%，在失業率仍然高企，全球經濟增長放緩的情況下，明年經濟增長能否達到3%，有待觀察。

可以看出，對於何時加息，美聯儲再次強調了維持極低利率的

聯手壓低工資可能嗎？

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，筆者有位朋友指出，勞力市場並非完全競爭模式，企業能協議壓低工資。從經濟學角度而言，這屬於僱主之間協議下調工資。到底這是否實際可行？筆者於是跟他玩了一個遊戲，讓他一嚐當無良僱主是怎樣的。

假設市場中只有筆者和朋友經營的清潔公司，我們打算協議壓低工資，假設營商情況不能承受高於三十元的工資，市場資訊完全流通。筆者提議將工資壓到十元，朋友同意了。接着我們各自將定好的工資寫在紙上，作為招聘的廣告。

給市場合理工資最明智

寫好之後我們一起翻開那張紙。朋友寫的是工資是先前討論好的十元，而筆者寫的工資卻是十一元。朋友一臉茫然，問筆者為何。筆者解釋：「即使我給十一元，仍比合理工資低，而我給的工資比你的高出一元，我能請到最好和足夠的勞工，為什麼要守約？」換句話說，在涉及利益的前提下，之前所謂的「君子協議」根本沒人會守。朋友不是守了嗎？是的，但他將聘不到足夠的勞工。再者，即使同樣給出十元工資，筆者亦能於其他方面使詐，例如給員工額外的交通補貼。這樣即使工資一樣，筆者的公司仍是更吸引人的。這個「十元協定」無疑是不可信的。為免將遊戲變得複雜，我們將補貼的情況拋諸腦後。

讀者可能意識到筆者給十一元亦是不明智的做法。是的，最明智的做法是給市場合理工資（以下將會解釋），但筆者明知朋友不會玩，所以只給出十元。朋友守承諾主要是因為這是遊戲，無論結果如何，他都沒有任何得失。但試想在真實的商業世界

美國收水 歐英日支撐大局

出現大規模復甦，而且海外買家亦十分進取。相反，美國的就業市場情況仍需要改善。美國失業率目前高達7.6%，而且有不少人早前可能因為對就業感到絕望而離開了就業市場，但目前經濟有改善，可能有大批人士出來找尋工作。若樓價及股市持續大幅上升，便可能脫離了美國的基本經濟情況。

依目前情況看，單靠日本印鈔不足以彌補美國聯儲局減少買債，似乎歐洲央行及英倫銀行可能需要接力印鈔，否則一下子市場上欠缺原有增加的貨幣供應量情況下，金融市場可能出現大幅動盪的情況。在資產配置上，貨幣上似乎美元暫時是比較理想的貨幣，非美元貨幣相對要較小心，特別是日圓、英鎊及澳元。日本及英國央行可能印鈔外，澳洲經濟處轉型期，央行仍有減息空間。商品方面，美元上升，對金價不利，有機會下試1,100美元，

聯儲局開始減慢買債速度，這將會不利美國債市，而在伯南克發表講話後，美國國債債息亦出現急升的情況，美國10年期國債債息升至2.36厘的逾一年高位，逼近去年3月份的高位。

由於傳統上，美國國債被視為無風險資產，因此，很多借貸均以美國國債債息作為指標，債息的急升，無可避免令借貸成本上升，引發去槓桿化的情況，而更令人擔心的是，美國正在復甦的房地產市場，亦可能因此而被破壞。

根據資產顯示，美國平均30年期按揭息率，從5月初的3.4厘，上升至周三（19日）的4.05厘，短時間內上升了接近0.6厘，由於按揭息率增加將會打擊市民的購房意慾，亦會侵蚀供樓市民的消費能力，或會影響美國經濟復甦。

收入穩定支撐樓市需求

事實上，只要住屋需求存在，利率上升最多只會推遲市民買樓的時間，因為當息率持續上升，市民對失去鎖定低利率的機會將會增加，最終購買力亦會被釋放，而在金融海嘯發生前，美國30年期按揭息率絕大部分時間均維持在5厘以上，因此，美國樓市能否持續復甦，關鍵並非在於加息與否，而是在於市民對就業前景是否樂觀，若對未來收入有信心，持房屋的市民不急於賣樓，買樓需求亦得以維持，自然能夠支撐樓市。

因此，若未來之就業數據顯示美國就業市場繼續改善，即使面對退市，投資者亦不用對前景太過悲觀。

條件：就業資料與通脹。一是失業率仍舊維持在6.5%上；二是通脹率在未來一兩年時間裡維持在2.5%以內，即較FOMC的2%長期目標高出不過0.5個百分點；以及長期通脹預期需十分穩定。危機之後，美國經濟結構改善很快，但是就業結構的改善跟不上。就美聯儲而言，其關注的具體資料將更為敏感與前瞻，比如首次申請失業金人數等。

對經濟增長影響有限

其實，QE退出對經濟增長影響有限。原因是：購買債券對貨幣的影響基本僅反映在基礎貨幣規模的擴大上，貨幣乘數明顯下滑。如果經濟復甦，由此帶來的貨幣效應會增強；QE退出對利率的影響將主要通過市場預期與提前反應來實現，影響會很快被消化。

事實上，近期美國國債收益率上升，這反映的是市場對通脹及復甦的預期。如果美債收益率持續上升，儘管美元的表現滯後於美債，但美元將逐步變為更有吸引力的高收益率貨幣，在現時日本、歐元區經濟持續動盪尤甚。這將導致全球資本流動出現新的變化。

其實，美聯儲可能有意識弱化對退出步伐的一致預期。從伯南克的言論看，其已盡量減低其言論的負面效果，以減少市場擔憂情緒導致的過度反應。伯南克稱退市只會在美國經濟增長符合預測下進行，並強調退市等不同收緊貨幣政策，明確表示即使失業率降至6.5%並不自動觸發加息，同時調整購債規模的政策擁有充分靈活性。

裡，一子錯滿盤皆落索，所付上的代價則利潤減少，重則結業。

遊戲重新開始，筆者再次提議將工資壓到十元，有了上一回的經驗，雖然朋友再次同意了，但結果我們都寫了三十元。試從逆向歸納法(Backward induction)推想：若最終他給十元，我給十元一角就會贏。可是，我想到的，他同樣會想到，他便會給十元二角，我應該給十元三角才會贏。不！他也會想到，所以他會給十元四角，我應該給十元五角才對。如此類推，一人分飾兩角不斷推想，最後我們都會寫下三十元，營商情況不能承受高於此工資。

參與者越多 協議越困難

終於，朋友明白了「協議」壓低工資是多困難的。讀者可能已經知道遊戲是根據博弈理論(Game Theory)所設。當然，由於篇幅有限，未能如教科書般列出所有條件。有人可能認為，只要在合約中加上嚴約的懲罰條款便能令協議成功。但此舉相當複雜，需要考慮協議所帶來的未來得益、兩家企業預期同時存在的時間等等。最大問題是，如果一方毀約，將來對簿公堂，由於案件涉及社會利益，很可能被公開，到時企業只會名譽掃地，因此，懲罰條款亦難以促成「協議」。

遊戲中只有兩個參與者，結果也是協議不成，難怪不少經濟學理論或書籍亦指出，市場參與者數目未必是問題。即使市場中只有一個僱主，若考慮到有潛在的競爭者進入市場與其競爭的可能，僱主亦不易壓低工資。當然，若市場的參與者愈多，協議則愈困難。因此，除非我們有強力的證據，否則不應輕易指控企業「協議」壓低工資。

最後，本港零售、飲食、清潔等行业正受勞工短缺所困擾，企業爭相聘請勞工，協議壓低工資的可能性則更低。

內銀錢荒不足為懼

比富達證券（香港）業務部副總經理

林振輝

端午節前後，上海銀行間同業拆借利率（Shibor）突然攀高，6月20日隔夜Shibor更曾升至13.44%，創歷史新高，凸顯內地銀行資金緊缺問題嚴峻。同一時間，票據利率，超短期理財產品、短期債券、貸款類信託收益率均錄得不同程度升幅，表明銀行正試圖高息攬儲，提高流動性能力。

料央行短期不降存準

內銀集體陷入流動性困境的原因，一方面是熱錢大量撤離中國。今年5月份中國外匯佔款增加668.62億元，遠低於4月份的2,943.5億元，部分原因是中國海關和外匯局等聯手稽查深圳保稅區的銀行跨境貿易融資，迫使大量套利資金撤離；最主要原因是市場擔憂美國提前退出量寬寬鬆，外資撤離新興市場。另一方面是銀行息差（貸款利率減去存款利率）持續下降，從2011年底的2.9%左右降至今年第一季度的2.5%左右，考慮到銀行利潤有七成左右源於息差，息差下降削弱了銀行利潤，另壞賬、資金緊缺等問題更容易暴露出來。另外，即將到來的半年結算也迫使銀行回籠資金，支付利息及粉飾報表。

為解決資金緊缺問題，市場傳聞近日幾大國有銀行行長向央行施壓，要求降低存款準備金撥備，增加銀行流動資金。筆者認為，短期內央行不會降低存款準備金往市場注水。最主要原因是截至今年5月份，市場上資金供應量M2已經達到1,042,100億元，同比增長15.8%，遠高於年初的目標13%，即使釋放流動性，資金流到實體經濟領域亦有限，只會增加金融產業鏈風險。加上國務院總理李克強近日表示支持希望盤活貨幣信貸存量，防範金融風險，央行6月18日更「逆市」公開發行了20億元91天期央票進行抽水，同時也無跡象啟動逆回購或動用公開市場短期流動性調節工具（SLO），態度一目了然。

銀行需找新突破口

種種跡象顯示，央行希望銀行可以自己解決資金緊缺問題，避免增加市場資金供應量。不過，央行也不會允許資金緊缺問題惡化波及實體經濟，所以必要時定有相應措施應對。換言之，銀行資金緊缺問題不需要過於憂慮。可以預見，接下來銀行業的監管力度將會加大，影子銀行、理財及信託產品將面臨更嚴厲整頓。銀行需要找到新的突破口和創新方向，不過這對銀行來說並非難事。

欣澳龍鼓灘人工島較可行

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

港府採取六管齊下的土地供應組合，包括透過修改規劃用途、重建、收地、填海、發展岩洞及重用前石礦場等途徑，藉以增加中長線土地儲備。土木工程拓展署正就維港以外填海及發展岩洞諮詢，包括在馬料水、青衣南、大嶼山欣澳及小蠔灣、屯門龍鼓灘填海以及在中部水域興建大型人工島，筆者對大嶼山欣澳、屯門龍鼓灘以及興建大型人工島幾項認為可行性較高。

香港山多平地少，自開埠以來，不斷利用移山填海，為不斷膨脹的人口，提供可發展為住宅、商業、工業、休憩設施等的土地。面對中長期土地儲備的不足，政府有需要想方設法，增加土地供應，否則便要承受土地供不應求的後果，即是樓價高，尤其年青一代無法上車的情況，筆者呼籲大家盡量支持港府每一項增加土地供應的措施。

九七至今，因為金融風波影響市道等種種原因，香港沒有在土地開發方面做功夫。2003年沙士襲港，港樓價下跌到低谷，港府甚至採用勾地制等讓買家決定供應的方法來緊縮市場供應，直到2010/12年間，歐美採量寬政策，市場資金充斥，利率低企，社會對樓房的需求增但短期內市場供應有限，供求失衡做成樓價大幅攀升，新一屆政府採取了多項措施以遏止樓市投機炒賣，但最終穩定樓價的治本之策，還是要靠增加供應。

東涌建均衡發展新市鎮

「填海並不是甚麼新鮮事物，舊啟德機場是靠開山取來泥土作填海而取得的，香港的新市鎮，包括沙田、屯門、荃灣及青衣、大埔以至將軍澳等都是靠填海及規劃拓展而成。新近諮詢的各項填海計劃，部分是老調重彈，但今天的客觀環境已跟當年有很大轉

變。北大嶼山欣澳填海是可行的，港鐵東涌線為該區提供出入市區之間的快速交通連繫，現時該地附近沒有屋苑，不怕有景觀遮擋等反對聲音。筆者建議把握機遇，同步研究把東涌發展成自給自足、均衡發展的新型市鎮。

東涌鄰近多項跨域基建設施，包括港珠澳大橋、赤鱲角連接屯門海底隧道及深西快速軌道、規劃中的機場第三條跑道等，筆者支持「大嶼山發展聯盟」的建議，採商住發展模式，加強大嶼山中檔次旅遊配套設施、加設大型商場及零售設施，一方面分流市區的旅客，把旅客吸引留在大嶼山消費，同時為東涌創造就業崗位，減少居民長途跋涉到市區上班。或許現時應設立類似「起動九龍東辦事處」的政府辦公室，去統籌港境西部發展包括東涌新市鎮擴展的規劃及執行工作。

龍鼓灘可作屯門延伸

龍鼓灘一帶目前尚未發展，該地鄰近「赤鱲角連接屯門海底隧道口」以及「港深西部快速軌道」的接駁點，透過鐵路建設，龍鼓灘有條件被發展成屯門新市鎮的延伸，為在港西部工作的工程人員及經常來往深西的人士提供住宅及社會設施用地。但在龍鼓灘進行填海工程之前，先要解決怎樣保育龍鼓灘的美麗海灘，以及妥善回應龍鼓灘村民的意見。

在港境中部水域建大型人工島，看建議的規模，是未來提供大型土地作長期土儲的希望。筆者原則上支持這個選址，初步提兩點，第一，大型人工島的成敗繫於與陸上交通的接駁連繫，應以橋樑或隧道連結香港仔及南丫島，配合鐵路連線，人工島便可發展成港南新型新市鎮。第二，港南水域適合發展國際遊艇賽等水上活動，在新人工島規劃中，可考慮在海旁預留土地作這類用途及配套設施。

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。