

加強版新市鎮模式應予支持

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

港府推出「新界東北發展計劃最新修訂方案」，宣布採取加強版傳統新市鎮模式，整合粉嶺/上水/古洞，成為完成發展後，估計總人口約46萬的新市鎮，類似屯門及將軍澳新市鎮的規模。新修訂包括把新發展區內公私營房屋調整為公營較高的60:40之比，另外，把發展密度稍調高至6倍，集中發展古洞北及粉嶺北，住宅單位供應增至60,700個，為174,900人提供居所。這些修訂顯示發展局積極回應早前諮詢時，市民提出的意見。

新方案擱置了坪輦/打鼓嶺發展計劃，理由是該兩區缺乏集體運輸及其他基建接駁，筆者認同這是恰當的優先抉擇，但亦指出這是雞同鴨的關係，建議港府應趁全港新鐵路研究，加入研究把鐵路延伸至坪輦/打鼓嶺的可行性，有助於把坪輦/打鼓嶺的發展潛力釋放而加以利用。

港府表示，徵收土地由政府主導，所有新發展規劃範圍內的土地由政府按收地程序處理，但容許「原址換地」In-situ Exchange的「契約修訂申請 Lease Modification

Application」，按照所披露訊息，申請須符合幾項條件：

其一為土地必須坐落於規劃作私人發展的土地；二、地皮面積不少於4,000平方米；三、申請者擁有地皮的統一業權；四、所有換地條件及補地價手續須在政府為配合整體規劃而啟動收地程序之前完成。其實「原址換地」申請並非新事物，港府一向都有接受這類申請，很多需要修改土地批租約中的用途限制條款作新發展的個案，都是透過這種方式進行。

在符合政策的原則下，政府批出新的用地限制條款，申請者需同時向政府補地價，即是繳付因應新批發展用途及規模與原用途之間的地價增值差額。今次新加入的條件其實只有設定地皮面積下限及限期完成換地及補地價手續，如果限期到仍未做妥手續，政府仍會按收地程序處理。

筆者原則上支持上述做法，好處是避免擁有符合私人發展規劃的業權人，向政府提出司法覆核，雖然港府不會迴避訴訟，但訴訟的不肯定性會延誤整個新市鎮的發展時間表，而公私營房屋同步按序建設，可讓新市鎮如期提供公屋及私人住宅以解決市民的住屋需要。至於設定地皮面積下限及限期完成手續亦屬經考慮實際情況而定立的條件。

港府亦在這個仍屬於規劃諮詢階段，比較具體的交代了各項賠償及特惠津貼方案。比如持牌構築物及登記寮屋，每戶最高60萬元，安排區內公屋預留單位，予受影響居民



政府推出的加強版傳統新市鎮模式，主要集中發展古洞北及粉嶺北。圖為新界東北地區，包括古洞北區的村落，遠處高樓區為上水。

資料圖片

原區安置甚至提早上樓，為耕種戶作復耕代覓農地及配對等。筆者支持港府開發新市鎮以解決「地荒」及房屋問題，亦認同港府因應各持份者的不同情況，預早評估受影響持份者的權益而作出初步回應。

對受影響人士來說，在非自願的情況下，家園將要面臨拆遷，日後何去何從，始終要

作打算，預早知道賠償金額及上樓安排，對各個受影響家庭計劃未來及適應新生活都很重要。建議港府盡早安排為不同持份者作訪問，聽取訴求，保持持續聯絡，適時作合理賠償及協助適應轉變，包括登記及辦理公屋上樓手續，以及覓地復耕配對等，盡可能減輕收地對受影響人士所帶來的不便及痛苦。

聯儲局言論縱飄忽 收緊政策方向不變

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

資產市場再次因聯儲局消息以及伯南克之講話大幅波動；在周四（10日）凌晨聯儲局公布6月份之議息會議記錄後，美元兌多數主要貨幣急跌，至於金價、亞太區股市及美股期貨則出現急升的現象。市場最新的反應與6月聯儲局舉行完議息會議後，美元急升，資產價格急跌的情況相反。

資產價格之所以有不同的走勢，主要原因在於聯儲局的取態似乎有所不同；在會議記錄中，聯儲局多次提及繼續維持量寬之重要性，而委員們的取態方面，雖然有約一半的官員認為，當局應在今年年底之前結束每月規模850億美元的債券購買計劃。但仍有很多官員認為，將買債計劃延續到2014年是適宜的，反映聯儲局內部未有對何時停止買債達成共識。

更重要的是，6月下旬伯南克在舉行議息會議後，隨即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。

不過，在今次會議記錄公布後，伯南克對停止買債計劃的取態則明顯不同，他表示在可預見的未來仍需高度寬鬆的貨幣政策，並強調不會在失業率降至6.5%後自動加息，對收緊貨幣政策之取態明顯軟化，大大減低了市

場對聯儲局收緊貨幣政策之憂慮，從而令資產價格在議息記錄公布後顯著上揚。

伯南克在對貨幣政策的取態有變，可能是眼見資產市場在剛過去的議息會議後出現大幅波動，為防止再次出現這種情況而所作出之考慮。

事實上，由於資產價格升跌與經濟息息相關，因此，聯儲局思考政策時考慮到投資者以及大眾的反應十分合理，即所謂的預期管理，而在是次會議記錄當中亦顯示出，聯儲局在如何告知投資者乃至大眾怎樣作出債券購買計劃相關決定的問題上，曾經進行過廣泛的討論。

預期管理為退市做好準備

若以進行預期管理的方式，來估計聯儲局的行動，伯南克6月下旬在議息會議後，作出退市時間表等言論可以視為聯儲局試探市場反映之舉，及後眼見資產市場大幅波動，迫使伯南克在周四凌晨為量寬政策護航，以穩定市場信心。而相信當資產價格回穩，聯儲局又會再次釋放停止買債計劃之言論，梅花間竹，令市場對聯儲局退市有充分心理準備，才會正式行動，減少買債規模。

可見，聯儲局收緊貨幣政策之大方向未有改變，只是當局言論會變得飄忽，令市場慢慢接受現實，減低市場波動，而隨着美國經濟好轉並重拾增長動力，當通脹開始回升，息率自然會上升，資產價格亦會因經濟改善而上揚。

中央政策基調料不會有大變

太平金控、太平證券(香港)研究部主管 陳羨明

陸續公佈的中國內地經濟數據顯示形勢嚴峻，李克強總理強調會確保今年經濟增速目標，遂惹市場憧憬中央將出招救經濟。我們認為，中央應只是表明經濟放緩仍可控制，倒轉轉型仍將繼續。

李克強總理前天在廣西主持召開部分省區經濟形勢座談會，提及宏觀調控要立足當前、着眼長遠，使經濟運行處於合理區間，要確保經濟增長、失業率不低於下限、物價漲幅不超出上限，並強調統籌推動穩增長、調結構、促改革。港股A股昨天大幅上漲除了之前急跌引致技術反彈外，更主要是李克強講話多次提及穩增長。市場樂觀地解讀為政府可能將出手保增長，之前深跌的資源股大幅跑前。從股市的表現來看，市場更為側重經濟增長不低於下限，因而預期未來政府可能可能出手保增長。

對政策刺激預期提升的主要原因在於目前內地正處經濟持續疲弱之際。6月份多項經濟數據惡化，包括官方和匯豐製造業採購經理指數雙雙回落，進出口亦雙雙負增長，顯示實體經濟不振，內外需求低迷。摩根士丹利、巴克萊等國際投行更警告，內地經濟正面臨「硬著陸」風險。

市場有如此大的想像空間，主要是政府對於下半年經濟政策的制定尚未明確。近期中央高層密集赴地方調研，主要是通過了解地方的實際情況，為本月召開的年中經濟工作會議作準備，以及研究制定下半年宏觀政策。

市場對總理講話解讀過於樂觀

我們認為市場對於總理講話解讀過於樂觀

觀。上屆政府為保增長，採取增加信貸和投資的政策，但新一屆政府開闢新的增長路，即李克強傾向提高經濟放緩容忍度，不出台刺激措施，盤活存量，用好增量，推動調整結構，以短痛換取長期益處。

因此，在我們看來，只有在經濟出現大幅下滑的情況下，政府才有可能被迫出手。但預計二季度經濟增速還不至於出現失速，因此現在推出刺激政策的可能性不大。此外，李克強總理同時也提及物價漲幅不超出上限，說明政府對於通脹仍具戒心，因此目前的政策基調不會發生太大的變化。

短期市場樂觀情緒漸起，但預計股市向上空間不大。前期的負面因素已基本上在股市上作反映，隨着股市技術反彈，市場情緒有所修復，但經濟和結構性改革都不支持大市大幅向上，股市如我們原先估計的作大幅波動的概率比較高。

從資金面看，內地熱錢流入已大幅降速甚至已小幅度流出。6月居民消費價格指數(CPI)向上超預期、工業品出廠價格指數(PPI)向下超預期，兩者走勢的背離擴大至歷史性水準，反映出經濟的結構性失衡嚴重；美國經濟向好、內地進出口大幅下滑，從側面反映了熱錢流向的變化。從四大內銀買盤動力及中石油A股九連陽引發出國家資金救市傳言，但在經濟弱勢背景下，匯金增持應不改市場趨勢，且其邊際效應遞減。

李克強總理廣西調研講話為通脹與經濟設定走勢上下限，避免「硬著陸」風險浮現，穩定了市場預期，其所引發的政策刺激騰挪空間有限。經濟雖有下滑，但仍在可控範圍內，改革倒轉型仍是當前的主基調，即便政府為防經濟大幅下降「硬著陸」風險而政策微調，更多是結構性微調，不改改革大方向。

憑選票看安倍經濟學成效

康宏投資研究部環球市場高級分析員 葉澤恒

距離日本國會選舉只有一個星期左右，是次選舉是對安倍政府及其經濟學的一次考試。雖然環球股市於5月至6月經歷了一次較大的調整，但日本股市似乎已經重拾上升動力，上周反彈至14,000點以上。在內地出現資金緊張及美國可能退市的陰影下，日本股市的表現教投資者眼前一亮。

據日本官方數據顯示，外資已經連續八個月出現淨買入日本股市。雖然日股於5月份出現較顯著的調整，但投資者的信心似乎漸見恢復。環顧全球新興市場及亞洲區股市，於6月份出現較多資金外流之時，日本股市卻仍錄得資金淨流入。可以說是，投資者亦開始對日債息率高企漸漸淡忘。

日本近期公布的經濟數據顯示，當地對外出口為主的環節，例如工業生產等，均出現改善。5月份工業生產按年升2%，是2011年以來最高；同時物價亦見有上升趨勢。

安倍經濟學提出了三大論點：第一，量寬政策；第二，財政刺激；第三，經濟改革。當中，第一點已經於4月份推出。雖然初段曾因為資金流出日債，令債息被抽

高，引發投資者對金融機構持有大量日債，可能出現大幅虧損的影響。但是，市場目前情況已經穩定下來。至於第二點，相信將於7月國會選舉後公布，預料包括持續鼓勵企業借貸，以刺激企業投資，從而推動經濟復甦。第三點，是最為艱難的問題，怎樣解決龐大財赤及負債問題。

若明顯獲利 金融市場料趨正面

若日本民眾對安倍經濟學有信心的話，相信該黨於7月21日選舉中可以明顯獲勝，預料金融市場反應將會趨於正面。若民眾對安倍經濟學有懷疑，安倍政府只會獲得小勝，卻可能令安倍需要進一步刺激經濟措施。若民眾不滿的話，安倍政府將會倒台，令日本再陷入政局混亂的情況。

日本股市昨日收於14,400點左右，距離高位15,900點，相差只有約1,500點左右。只要美元兌日圓維持弱勢，預料日本股市可重拾升勢。當地目前市盈率為27倍，股息率約1.5%，而市帳率為1.6%。雖然估值可能偏貴，但企業盈利預料有改善，將會為日本股市打下強心針。若能配合美元兌日圓升至110水平，日本股市下半年最牛或見18,000點，即最多或可較昨日收市再升24%。

內險下半年有機會弱勢反彈

比富達證券(香港)業務部副總經理 林振輝

今年上半年內地保險行業遭受罕有的「股債雙殺」，即股市和債市同時走低，致使內險板塊股價一路走低。不過，五月下旬以來，市場資金開始緊縮，由於保險公司坐擁相當比例現金，通過拆出資金獲取套利，大大紓緩投資資產收益下降壓力。

內險公司之所以受股市和債市影響巨大，是因為大部分的保費投資在股市和債市上面。截至2012年底，保險資金運用餘額為6.85萬億元，佔行業總資產93.2%。其中銀行存款為2.3萬億元，各類債券為3.06萬億元，股票和基金8,080億元，分別佔34.16%，44.67%和11.8%。其中股票和債券佔比高達56.47%，可以理解股市和債市同時下跌對內險投資收益衝擊之大。

股債不振影響投資收益

筆者認為，目前內險行業已經處於低位，下半年有機會弱勢反彈。原因有三，一方面，內險已經處於估值低位。現時P/B值徘徊與1.6-1.9倍左右，P/EV值也在1.0倍左右，雖然大市未出現明顯拐點，過從估值上看內險行業已經處於被低估狀態，加上投資資產風險低，有較高安全邊際。

另一方面，下半年內地再現時股債雙殺幾率不大。內地

曾出現過三次股債雙殺情形，分別是2003年8月到10月、2010年10月到12月、2011年6月到8月，共同特點是資金緊縮，以及維持不超過3個月。筆者認為，6月份出現的銀行間資金緊縮問題下半年不會再發生，從影子銀行擠出的投機資金將會為市場帶來一定的投資動力。同時，經驗上股債雙殺維持時間較短，過後股票市場反彈幾率大，債券市場也有機會迎來反彈。

再者，保險行業仍然保持一定增長趨勢，為進一步發展做足儲備。截至今年5月，保險業資產總值達7.68萬億元，同比增長19.27%，保險資金運用餘額為7.09萬億元，環比增加11.61%。雖然人身險收入繼續低迷，今年前5個月累計保費收入5200.87億元，同比增長只有6.4%。不過受汽車銷售回暖等因素帶動，財產險收入保持較高增速，今年前5個月累計保費收入2543.01億元，同比增長16.11%。

筆者認為，未來內地保險行業的增長核心源於資產管理能力的提升。現時內險公司投資資產分配過於保守，拖累了投資回報表現。保險資金有超過三成是銀行定期存款，比例遠遠過於歐美同行，同時有超過四成投資在回報率較低的債券上面，致使過去10年投資平均收益率只有4.7%。目前保險資產管理公司的壟斷權已經被打破，保險公司可以委託基金經理管理資金，長遠來看，內險行業有巨大發展潛力。

企業全力謀利 是否「賺到盡」？

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

現時坊間流行一句說話「賺到盡」，令不少人十分費解，「賺到盡」有什麼標準，如何定義？究竟賺多少才算「賺到盡」？筆者嘗試以兩個例子，說明經濟學中「經濟利潤」的概念，希望社會了解企業是否真的「賺到盡」。

例子一：一位僱員月薪為一萬元，另一間公司以一萬二千元月薪挖角。僱員打算轉工，老闆問他為何每月已經有一萬元，還要覺得不足夠。僱員說如果繼續做下去，他將每個月蝕二千元。結果僱員走了。僱員是否「賺到盡」？如果他不走，他明明眼面上每個月都賺到一萬元，但他卻蝕了二千元。其實在經濟學角度，僱員計算自己的賺蝕，是用了「機會成本」的概念，即繼續做下去所犧牲的收入，「蝕二千元」並不是指眼面上蝕二千元，而是將一萬元（賬面收入）減去一萬二千元（所犧牲的收入，即機會成本）後，「經濟利潤」(economic profit) 為「負二千元」。

例子二：一位小企老闆每月淨賺二萬元，有兩位員工，如果他將做生意的資金作其他投資，每月可以淨賺二萬元（這是做生意所犧牲的利潤，即「機會成本」）。一天，有人請老闆每月給各員工加薪一千元，原因是即使加薪之後，他仍舊每月賺到一萬八千元，算是不錯的利潤。老闆說不行，他必須淨賺二萬元。結果那人說老闆「賺到盡」。

同樣以經濟學角度分析，雖然老闆每月眼面上淨賺二萬元，但他的「經濟利潤」為零（二萬元（賬面利潤）減去二萬元（機會成本））。若給各員工加薪一千元，他的「經濟利潤」為「負二千元」，所以老闆要淨賺二萬元才會繼續做生意，否則將本金作其他投資，不是更好嗎？

在以上兩個例子中，僱員和老闆都沒有「賺到盡」，他們只是賺取合理的賬面利潤（經濟利潤=0）。僱員轉工和老闆要淨賺二萬元，都是基於同一邏輯，但往往老闆都被標籤為「賺到盡」。原因可能是老闆給人的感覺是強者，在正常情況下應該比一般打工仔賺得更多，不禁令我們想：賺少一點不行嗎？若明白例子一的僱員，為何明明眼面上每個月都賺到一萬元但仍要轉工，便應該理解為何沒有經濟利潤的僱主有錢賺仍不願加薪給員工。

單靠加價或剝削員工難持久

筆者並不否認一些企業有能力賺取高於合理的賬面利潤（經濟利潤>0），但相信一般中小企沒有這樣的能力。競爭是次弱留強的，除非有能力壟斷產品或勞工市場，單靠加價或剝削員工而生存的企業，是難以持久的。

若企業不能賺取合理的賬面利潤，仍有魄力、有能力的便轉戰其他行業或地方繼續經營，又或將資金投放於其他投資渠道，例如股市或樓市；意興闌珊的甚至結業離場。近來老店結業時有聽聞，當然在帳面上他們可能仍有錢賺，但仍寧願結業。屆時打工仔失去老闆，將投入失業大軍。所以某程度上，照顧企業賺取合理的賬面利潤（經濟利潤=0），可以保障打工仔的利益。

當然，仍有低於合理利潤的小企，甚至微企仍苦苦經營。筆者看見一些舊式「理髮店」，多年來價格升幅不大，甚至較90年代初更低，老闆（其實不少是一腳踢），面對成本不斷上升，經濟環境愈加惡劣下，實際盈利想必每況愈下，為減輕成本，身兼數職，比伙記還要早去開舖，較其他人還要遷放工要收舖。他們是賺取剩餘收入的人，付出努力、時間後隨時果粒無收，應否為他們訂立最低利潤和最高工時？

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。