

議息結果符預期 期望管理工夫好

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

本港時間周四(1日)凌晨，聯儲局的議息結果公布，一如市場預期，並無甚麼大變動，聯邦基金利率維持不變，而原有的購買資產計劃亦一樣。當然，這一切盡在市場預計中，大家關心的只是議息聲明內的措詞。不過，細心一看，其實議息聲明除了更新一下最新的經濟形勢，跟以往的基本上沒有甚麼不同。如此一來，大家預期議息後有什麼驚天動地的反應，豈不是重點錯放了？

倒也不是，大家客觀地看看，金融市場又有甚麼大反應了？反應不是沒有，只是並非如一般想像的，議息聲明一出便亂成一團。不，這個反而不是今次的情況。為什麼？原因非常簡單，因為除了純粹減少動腦筋之外，推說等待聯儲局議息聲明以消除不明朗因素的說法，其實沒有什麼實際效用。

可不是嗎？無論議息結果如何，聲明怎樣寫，大家都可以說這是因為聯儲局議息影響的，但其真相是否如此，恐怕很難驗證。值得注意的是，公布結果前後，市場的反應如此平靜，十分難得。當

然，從美股先衝高，然後倒跌，這樣一來，倒也不算是完全平靜。但若與大家等待中的甚麼大變化去比，自然也不是什麼一回事。

明顯地，投資者根本沒有預期今次的議息聲明有甚麼驚天動地的事，而結果也就是如此，沒有奇怪，所以沒有反應，就是最合理的反應，最正常不過的如果。關鍵是，能夠令投資者集體預期是如此這般心如止水，不再一廂情願的期待，也不恐懼，完全是這次議息之前的兩三個月內，聯儲局主席伯南克和其他相關官員，不斷在做期望管理的工夫，已經發揮作用。

第二季的金融市場大起大落，與央行的一舉一動，有着莫大關係，由測試市場底線的第一步起，告知大眾，退市是真的，只是未有具體日子，讓大家清楚了解，一直以來大家心知肚明的那件事，果然是真的。說起來，其實沒有誰會真的完全不了解，只是願意接受與否，則是另一回事。由了解到接受，總得有個過程。何況央行介入市場如此之深，不少人會猜想，陰謀論計，央行不至於要為違背本身的利益，影響所持美債的價值吧。

即使不那麼陰謀論，央行好不容易才把投資者的信心，由金融海嘯時的低谷，拉回今天的水平，打破當日的資產價格惡性循環，讓大家重新有信心消費和投資，減少失業，帶起經濟復甦，這個成果，卻也真的是不能輕易斷送的。只是大家一直這樣想，央行便甚麼都做不了，唯有說實話，是的，退市要來了，讓大家知所進退，把過程幾年純粹因為量寬而多買了的，減持一點，屆時真的輪到央行減少購買資產規模，也沒有什麼大問題了。



聯儲局的議息結果公布，一如市場預期，並無甚麼大變動，金融市場反應也十分平靜。圖為紐交所的交易員。

聯儲局未放棄減少買債

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

聯儲局周三舉行議息會議後，維持利率及貨幣政策不變，亦沒有暗示在短期內減少購買資產。會後聲明大致上與以往相若，主要是表現美國經濟仍以輕微步伐增長，而勞工市場近月持續有改善，惟失業率仍處偏高水平。家庭開支及企業固定投資持續增加，而房屋市場環環一直轉強。但是，是次聲明除了關注財政政策可能壓抑經濟增長外，房屋貸款利率亦持續上升，顯示聯儲局關注按息上升，可能對樓市復甦帶來新的阻礙。

至於通脹問題方面，某程度上受暫時性因素影響，目前略低於委員會的目標水平，但長期通脹預測仍然維持穩定，顯示升至2%的機會仍然存在。筆者認為，國際油價近月持續高企，將對下半年的通脹可能帶來壓力。另外，樓價持續升溫，亦會對物價有推升的作用。

美國周三公布的第二季經濟增長達1.7%，較市場增長預期的1.1%理想。但是，第一季經濟增長，由上升1.8%下降至1.1%。主要支持經濟增長的是商業投資，增長達4.6%。惟消費開支增長放緩，由第一季的2.3%降至1.8%。政府開支更持續減少，令整體經濟增長放緩。在這種情況下，預料聯儲局即使減少買債，規模可能較市場目前預測的150億美元至200億美元為少，有機會約100億美元

或以下。
歐洲復甦未可言穩

歐洲央行行長德拉吉去年一句「Whatever it takes」，震撼了整個金融市場。不少投資者認為，歐洲央行將無所不用其極，以刺激歐元區經濟復甦。差不多一年之後，歐洲近期公布的經濟數據似乎有所起色。雖然區內失業率仍然持續高企，但至少採購經理指數普遍回升至近50水平，顯示區內經濟可見一線曙光。

歐元區經濟過去兩年可以說是持續衰退，主因是不少歐豬國家在接受援助條件時，需要實施緊縮經濟政策。緊縮經濟政策，即意味歐豬國家一方面需要削減政府開支，例如：削減社會福利及補貼；另一方面，又表示需要增加稅收。在一個經濟本來已欠理想的國家，又要實施加稅及社會福利，倒頭來便出現持續經濟衰退。在一個惡性循環持續的情況下，經濟復甦便遙遙無期。

經過兩年的時間後，歐元區的經濟情況更加死氣沉沉。結果，歐盟等援助組織認為，區內經濟之所以未能走出復甦，最大原因是因為以往的緊縮政策，令這些國家的經濟遲遲未能復甦。因此，決定放寬緊縮經濟政策，以拯救經濟先行。雖然目前以救經濟先行，但是經濟復甦步伐未許樂觀，主要是因為投資者估計在是次出現反彈後，經濟可能再次支持動力，令未來可能再出現經濟衰退風險。

取消貸款利率下限 暫無實質性影響

比富達證券(香港)業務部副總經理
林振輝

近日，內地央行推出新一輪利率市場化改革，宣布2013年7月20日起除個人住房貸款仍保留7折下限外，取消其他貸款利率管制。筆者認為，此舉對內銀行業暫無實質性影響，其目的是為利率市場化最後、也是最核心一步——取消存款利率管制鋪路。

取消貸款利率下限，對銀行業衝擊有限。現時銀行貸款中，僅有12%左右的貸款利率定價低於基準利率，而且其中相當一部分為按揭貸款，取消0.7倍的下限不會明顯拖低整體貸款利率。再者，市場對資金需求極大，但融資渠道有限，銀行貸款成為最主要手段。由於存貸比(75%)等限制，銀行可供貸款數量有限。因此，短期內貸款明顯供小於求，銀行手握主動權，即使取消貸款利率管制，銀行也能維持目前貸款利率。內銀的淨息差不會明顯降低，盈利不會出現大幅下跌。

大型國企為真正受益者

取消貸款利率下限，真正受益的是大型國有企業。銀行為了控制貸款風險，加上可供貸款數量有限，更傾向貸款給債

還能力強的大型國有企業。而真正迫切需要資金的中小企業則會繼續面對融資難的問題。

短期內，國有企業有機會以更低的成本融得資金，從而進一步壓縮中小企業的生存空間，這與利率市場化改革目的背道而馳。不過長期來看，銀行要應對利率改革，必須調整貸款客戶結構，增加中小企業比重，有助於內地經濟結構轉型。

取消貸款利率管制，是為取消存款利率管制做準備。筆者在之前文章《內銀錢荒不足為懼》中提過，銀行息差持續下降，從2011年底的2.9%左右下降至今年第一季度的2.5%左右，而息差貢獻了內銀七成左右利潤。現時內地央行對存款利率的規定最高可以上浮10%，預計下一步可能上調至20%，直至完全取消管制。可以預見，如果取消存款利率管制，銀行必然會提高存款利率來吸納存款，而貸款利率也可能因競爭調低，息差必然會進一步下降。據銀監會內部測算，若未來10年利率完全市場化，內銀平均淨息差可能降至0.7%-1.2%之間，銀行利潤將會大減50%。

筆者認為，取消貸款利率對內銀暫無明顯影響，但體現了中國政府對金融改革的決心和方向，銀行「躺着賺錢」的日子將一去不返。可以預見，未來業務單一化的中小銀行將面臨洗牌，銀行業務多元化、「以量補價」將成為趨勢。

房協「以人為本」值得效法

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

本港人口老化，房屋協會推出筲箕灣南安街「長幼共融」項目，在同一座大廈內融合了私人住宅及長者屋的設計，項目出售逾二百個單位，低層特別設計了六十個擁有無障礙設施的長者單位，供買家優先租用。這是首次見到的新概念，是考慮到長者生活上的需要，兼且現代家庭中長者與年青一代「相見好、同住難」，這種設計既方便彼此樓上樓下互相照應，又不怕因同住一屋過於接近，生活上的不協調而產生矛盾。

房協這一項新嘗試，與另外兩個發展中的項目，包括北角丹拿山及天水圍濕地公園路等，都是專門為應付長者住屋需要而設計及發展的，這是市場上芸芸眾多發展項目中較特別的發展路線，能夠做到以人為本，從人口高齡化、普羅家庭部分成員踏入長者階段的需要去作具體研究，從而設計出相對適應的樓盤。

長期投資但回報率卻未必高

敢於作這些新嘗試，對房協這個半公營房屋機構來說，除了證明她不是只會墨守成規之外，亦說明她的項目不是和私人發展商競爭。長者屋尤其是以長線出租方式經營，由於屬長期投資但回報率卻未必高，假如由私人發展商投資角度去考慮，純粹在商言商，未必划算，但今次由房協做先驅，如果實驗獲得成功，日後必招徠發展商效法，於是市場上便會有更多類似「長幼共融」長者屋供應。

從房協披露的訊息，南安街預留6層低層的60個單位作長者屋，供樓上住宅單位的買家優先租用，細單位只接受六十歲以上一至二人長者入住，這些單位具備無障礙設施。長者一般行動較遲緩，部分人士出入或要以輪椅代步，長者單位設置在低層就是既方便長者出入，亦方便遇事時做救援工作，另外，為適應輪椅使用者，在大廈建築上要預先作無障礙設計，包括電梯、升降台、斜道、加闊走廊及大堂、室內亦要加闊門框及廁所浴室等，除了要符合相關法例要求外，設計師還需花心思在使用者的具體細節上，比如長者單位面積不大，室內應盡盡量少甚至不設間隔以減少障礙，每戶預設救命鐘連繫等。

據悉南安街「長幼共融」項目的住宅最快兩個月後推出發售，定價或會參考鄰近西灣河私樓包括嘉亨灣的成交價。有人認為是子女買樓住樓上，父母租住樓下。筆者不否定這種可能，但認為更大的可能是，父母出資買樓，但因為低層長者屋設計較迎合長者需要，父母自己選擇住樓下，讓出樓上單位給子女家庭居住，筆者認識不少有這種想法的家長，自己節衣縮食，用畢生積蓄幫助子女置業，有這種想法而付諸實行的家長為數不少。

目前市場上，專誠為迎合長者需要而設計的私人住宅不多，五十年代嬰兒潮出生人士，至今已至六十歲左右，兼且香港人愈來愈長壽，家境較寬裕者，有能力去買或租類似房協南安街項目的住宅。反過來說，較貧窮人士，惟有依賴公共房屋去滿足其需要，相信房委在公屋方面預留若干數量的長者屋單位，而這些單位在設計上亦引入無障礙設施。

中央守「底線」 穩增長可期

太平金控、太平証券(香港)研究部主管
陳羨明

中共中央政治局7月30日召開會議，分析了上半年經濟形勢，對下半年經濟工作做了部署。按照過去多年習慣，中央會在每年的7月和年末的11月或12月召開專門會議討論經濟形勢，佈置下階段經濟工作。今年4月則反常新增召開一次經濟相關會議。剛召開的經濟工作會議對下半年的宏觀政策具有很強的指導意義。

會議表述主要體現為穩定市場預期、給出底線保證；貨幣和財政政策仍然延續優化增量、盤活存量、提高財政資金效益等表述；結構上明確提出了要發展資訊產業、節能環保、新能源、新興服務業和生活性服務業。值得注意的是，會議對房地產的表述溫和，以至港股及A股中內房股前天受捧。

重申今年的GDP目標不變。會議再度重申2013年GDP增長目標仍然是年初中央經濟工作會議制定的7.5%。會議明確提到「要把握好宏觀調控的方向、力度、節奏，使經濟運行處於合理區間。」以及「確保完成全年經濟社會發展主要任務」，並認為「下半年我國經濟仍將保持總體平穩發展態勢」。

政策目標是「穩增長、調結構、促改革」，與今年4月會議提出的「穩增長、控通脹、防風險」相比有變化。除了穩增長外，對通脹和風險的防範已由調結構和促改革取代。政府今年的通脹目標為3.5%，由於目前經濟處於弱

勢，通脹壓力減輕。此外，穩住經濟增長就控制住了最大的風險。因此控通脹、防風險的關注度略有下降。

調結構 政策扶持相呼應

穩增長、調結構是新一屆政府一直以來的經濟思路。此次在調結構方面給出了更明確的產業調整方向。相信相關行業在未來會受到更多政策扶持。穩增長和調結構的關鍵在於資金的支持。在控制資金總量的情況下，方法是拓寬融資管道和盤活存量。與之前金融支持經濟的八項舉措相呼應，會議明確指出要努力拓寬融資管道，包括盤活金融層面和財政層面的存量資金，緩解企業融資難問題。此外，會議也強調要提高存量資金的利用效率。

內地樓泡正不斷惡化，會議在地產方面只是說到「積極穩妥推進以人為核心的新型城鎮化，促進房地產市場平穩健康發展」。地產調控、房價這些過去常見的關鍵字均未提及。不排除中央在為籌謀樓控政策預留空間。

總體來講，政策基調沒有大的變動，還是延續十八大報告、中央經濟會議和4月會議的思路。政府守住底線的態度非常明確。昨天公佈的7月中採PMI指數為50.3%，尤其採購量指數和購進價格指數回到50%，進一步顯示整體經濟相對穩定。政策表述的微調意味着政策的側重點有所調整，估計下半年將側重於財稅和金融改革、資源及環境價格改革，以及簡政放權以發揮民間經濟活力等方面。

慎用貧窮線 避免墮陷阱

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

社會就制定貧窮線已討論多時，近日政務司司長林鄭月娥在扶貧委員會會議後表示，貧窮線將於九月正式公布，「主線」將設定為家庭中位數的50%。然而，是否制定了貧窮線就可以解決貧窮問題？

制定貧窮線的主要目的是協助評定扶貧政策的有效性，不少人認為有了貧窮線以後，就能以減少貧窮線以下的人數作為目標，監察政府的減貧政策，但這可能是一個危險的做法，未必能幫助最有需要、最貧窮的市民。筆者以經濟學教授德布拉吉·羅伊(Debraj Ray)1998年的著作Development Economics一書的例子作解釋：假設某個社會制定了每月家庭入息一萬元為貧窮線，社會上只有兩類家庭處於貧窮線以下，一類是每月入息五千元，有一百戶；另一類是每月入息九千元的家庭，同樣有一百戶。現在，我們有二十萬元預算作為援助金，定期發放給貧窮線以下的家庭。

情況一：幻想你忘記了那條一萬元的貧窮線，你會把援助金發放給誰才是最適當呢？應該是最貧窮的家庭吧！換言之，基於事情有緩急先後之分這個道理，你應該會將二十萬元除以一萬戶每月五千元入息的家庭，每月發放二千元給他們，使其每月家庭入息上升至七千元。結果最貧窮家庭的生活得以改善，但表面上貧窮線以下的人數維持不變，若只看人數，可能誤以為扶貧措施無效。

情況二：現在，你需要以減少貧窮線以下的人數作為目標，把越多人拉到貧窮線以上越好，仔細想想你會把援助金發放給誰呢？你可能選擇盡量先發放給九千元入息的家庭，剩下

的才發放給五千元入息的家庭，因為這是最能減少貧窮線以下人數的方法。不論誰是政策執行者，都可能有這種動機。可是，結果忽略了最有需要、最貧窮的人。

由此可見，以減少貧窮線以下的人數作為目標存在一定問題。其實不少經濟學家已討論過如何使用貧窮線去評定扶貧政策的有效性，但由於理論、數式複雜，難在此作詳細解釋，建議有興趣的讀者參閱Development Economics一書第八章Poverty and Undernutrition。

延伸至青年問題

此外，若青年持續失業，其收入低於貧窮線，則間接拉低整個家庭的入息，更可使整個家庭處於貧窮線以下，同時亦會帶來未來的貧窮問題。故此，青年貧窮及失業問題亦不容忽視。雖然15至19歲青年失業率自2002年起大幅下跌，由超過30%下降到現時接近12%，但亦因此可以預見，將來若要再進一步減少青年失業率，可能舉步維艱。

能主動向社福機構求助，主動參加自我增值課程或活動的青年，並非情況最差的一群，至少他們勇於面對現實，明白到自己需要幫助，有重新融入社會的決心。可是，一些隱蔽或邊緣青年通常不大參與傳統的社交或青少年活動，並且容易受到不良影響，他們甚少主動求助，反而需要外展社工主動尋找。儘管政府、社福機構等已舉辦不少青年增值課程和進行青年輔導工作，但大多是靠青年報名參加，未必能吸引到那些隱蔽或邊緣青年。若要進一步解決青年問題，必須投入更多資源於社企及外展社工等方面的工作，就像扶貧的策略一樣，加強幫助最有需要的一群。成功解決青年問題可減輕政府日後扶貧的壓力，可謂一舉兩得。