

憧憬耶倫緩退市 降市場波動性

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

現任聯儲局主席伯南克任期將於明年1月屆滿，而他亦早已暗示不會留任。原本被視為大熱門的美國前財政部長薩默斯宣布退出角逐聯儲局主席之位後，耶倫終於順利獲得總統奧巴馬之提名。

耶倫擁有豐富制定經濟及貨幣政策之經驗；於1997至1999年出任美國前總統克林頓的白宮經濟顧問委員會主席，並同時出任經濟合作與發展組織經濟政策委員會主席，於2004年至2010年間出任三藩市聯儲銀行總裁，並在2010年10月獲委任為聯儲局副主席，經驗絕不比伯南克遜色。

在經歷這幾年的量寬後，未來幾年聯儲局之工作將會由「放水」變為「收水」，因此，作為量寬措施設計者之一的耶倫，運用其對量寬措施之了解及經驗，可望在收縮貨幣政策的同時，不致於對經濟造成太大衝擊。

而耶倫過去領導聯儲局內部溝通委員會，成功令當局之貨幣政策增加透明度；包括推出前瞻性指引，即聯儲

局會就未來之政策方向發表聲明，如伯南克曾於部分議息會議後，主持記者會，以解釋未來貨幣方向，以及最新經濟展望。今聯儲局透明度大為增加，同時亦有管理市場預期之效果，在耶倫上任後，聯儲局增加政策透明度的方針應不會改變。

最令人關注的，是耶倫上場後，退市步伐的快慢如何；觀乎耶倫過往的表態，她對貨幣政策的傾向較為寬鬆，十分重視降低失業率，認為在復甦初期，即使通脹率高於目標的2%亦沒有問題。耶倫提倡失業率低過目標的6.5%後，繼續維持短期息率接近零，比起伯南克早前定出的失業率降至6.5%後開始考慮加息的傾向更為寬鬆。

有見及此，預期一旦耶倫上任，聯儲局退市應會慢於伯南克早前預期在今年年底前開始削減買債規模，並在明年年中結束買債計劃的步伐。

在伯南克離職前，僅餘下兩次議息會議，即10月30日以及12月19日，考慮到近日美國財政問題所引發的不確定性，聯儲局於本月舉行之議息會議宣布開始減少買債規模的機會甚微。因此，伯南克假如要兌現其早前的預測，便要在12月的議息會議中宣布啟動退市。

然而，即使伯南克真的在12月中的議息會議中宣布退市，在耶倫上任後，退市步伐應會減慢，因此，聯儲局結束買債計劃的時間，或會由早前伯南克預測的2014年年中，延遲至2014年底，甚至2015年初。

由於預期當局退市步伐將會減慢，維持寬鬆環境的時間拉長，將有利企業以至其他各國就此先行作出應對，



在經歷這幾年的量寬後，未來幾年聯儲局的工作將會由「放水」變為「收水」，新主席如何應對，備受關注。資料圖片

以免發生如今年5月至6月份般的亞太區金融不穩的情況，繼而減低市場波動性。

關注聯儲新主席如何駕馭市場

太平金融 太平証券 (香港) 研究部主管
陳羨明

美國總統奧巴馬前天提名聯儲局副主席耶倫接任伯南克主席之位，消息使金融市場鬆一口氣，因為市場期望她會處理好退市問題。

耶倫獲提名適逢美國國會就財政開支及負債上限陷入政治僵局。市場目前不希望聯儲局改變政策，耶倫獲提名的消息掃除導致市場不安的其中一個不確定因素。消息一度使美股指數期貨造好和美元下跌，其後因投資者預期央行維持寬鬆政策推動經濟，令美元回升。

獲外界預期將得到參議院確認的耶倫，予外界印象是伯南克超寬鬆政策的堅定支持者，因此也被標識為鴿派代表，市場料其在駕馭量化寬鬆政策時將規行矩步，會維持伯南克的政策不變。

其實，耶倫是鷹是鴿，視乎經濟狀況而定，她也有十分鷹派作風的時候，不排除她在合適時倡議加息。在1990年代，她就極力敦促當時的聯儲局主席格林斯潘透過制定正式的通脹目標，去控制勞工成本和通脹不超標。其目前變得更為鴿派，主張利用寬鬆貨幣政策刺激經濟，主要是美國現沒通脹之虞。

寬鬆貨幣政策可謂損人利己。政策的本質，是美國通過貨幣寬鬆，促使自身經濟復甦，這雖避免社會和經濟受到不景氣的劇烈衝擊，延緩了美國經濟的硬著陸，但卻令熱錢充斥，向全球輸出通脹，令全球資產泡沫持續膨脹，在方方面面令風險累積。例如今年6月伯南克首次透露考慮放緩QE之

後，部分新興市場貨幣匯率立即暴跌，發達國家債券長期收益率上漲。美聯儲9月決定暫時不退出QE，新興市場股市應聲反彈。

「放水」後遺症 拆彈考功夫

退市勢在必行，耶倫最迫切的挑戰是決定聯儲局應何時退市。量化寬鬆令全球資產泡沫膨脹至危險地步，引發全球性金融、經濟危機。而美國本土的社會和經濟穩定亦難免遭受嚴重威脅。而退市將引發全球性的資產泡沫破滅，所引發的金融、經濟震盪不僅破壞國際金融秩序，亦會衝擊美國經濟。耶倫需應對貨幣寬鬆結束後遺留下來、棘手艱巨的後遺症。

耶倫明年上任後的首務，則是要重建美聯儲與市場互信，以緩減退市對市場的不必要憂慮。目前美國民主、共和兩黨仍就預算案和債限問題對峙，寬鬆貨幣政策勢成導火線，令耶倫上任後成黨爭磨心。美聯儲自2009年起三度量化寬鬆，鷹派已不斷抨擊伯南克寬鬆決策，本身是共和黨人的伯南克力尚且被共和黨毫不留情責難，具民主黨背景的耶倫，勢難逃共和黨狙擊。

短期來看，由於美國目前經濟復甦明顯受到政府因素干擾，發展變化充滿不確定性，耶倫上任初期風格未立、威信未足，故投資者不應因其獲提名掌美聯儲而過於樂觀，其能否駕馭市場，迅速樹立權威與市場互信，仍是未知之數。故在未來一段時期內，密切注視她和美聯儲鷹派、共和黨以及市場的互動與較量，才能在未來退市掀動的市場風潮中趨利避害。

美債倘違約衝擊力大

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

執筆之時，美國共和及民主兩黨，仍未能就預算案及上調債務上限的問題達成協議。道指自美國政府開始關門後，七個交易日中，有三日上升，而四日下跌，累積跌幅達2.16%。雖然投資者預期美國兩黨，最終將會通過預算案，但下周又要準備迎接債務上限的問題，已令當地投資市場的氣氛受到影響。

目前最大問題在於，控制眾議院的共和黨議員，堅持要修改奧巴馬的醫改法案。但由民主黨控制的參議院，卻表明否決有關法案，令美國政府仍處於局部關門的狀態。共和黨領袖博納擺出強硬的態度，警告美國正面臨債務違約風險。

恐引發環球金融市場波動

另外，美國財長傑克盧亦表示，財政部將在下周四(17日)用盡所有緊急措施，意味美國財政部到時不可能再增加美國政府的負債量，而只能把到期的美國國庫債券滾存。因此，美國財政部的現金流只會非常有限。根據目前的推測，美國政府極有機會於本月底前已經耗盡所有現金，到時美國便可能出現債務違約的風險。

其實，對於金融市場來說，美國已非第一次出現有關情況。2011年7月，美國政府便因為兩黨於債務上限問題出現糾纏，觸發投資者對美國出現債務違約

的憂慮，加上標普下調美國主權評級，引發環球金融市場出現了短暫恐慌。當時投資者於很短的時間內，大量贖回貨幣市場基金，對美債價格一度帶來壓力。但及後，由於市場的恐慌情緒蔓延至全球，令資金及後回流至美元、日圓、瑞郎、美債以至黃金。另一方面，當時央行等海外機構亦憂慮美國債務違約的問題，對持有美債的戒心增加，故減少持有美債，令美債價格當時受壓一段時間。

美國政府目前的關門狀態，可能持續至下星期。在這情況下，難免對美國第四季經濟帶來壓力，第四季經濟增長有機會在2.0%或以下。以目前的情況，國防工業類的前景最受到影響。因此，波音及聯合科技等工業股，其股價近期已持續受壓。這麼多公務員沒有工作，其收入肯定會受到影響，將會影響到美國消費市場表現。預料美國消費行業可能在10月至11月的情况不會理想。若美國政府關門至11月，對聖誕節的銷情將會帶來更大的壓力。

在目前的情況下，預料美國第四季經濟將會令投資者感到失望。因此，投資者可能預料，聯儲局於今年餘下時間，甚至明年首季將會維持黃金額不變。在這情況下，最有利的莫過於高風險資產，而量寬派對可能維持至明年第一季亦不太出奇。另外，奧巴馬提名耶倫為下任聯儲局主席，亦可能是支持寬鬆貨幣政策的另一證據。

「辣招」難大修 樓價明年最多跌兩成

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

無論在甚麼場合，碰到甚麼人，筆者都會被問及未來樓市去向的看法，證明人人都關注這個話題。未講個人看法之前，通常會反問對方怎樣看，好讓筆者作一個非正式統計。不難發覺比較半年前，看淡樓市的人比例愈來愈高，近日的情況更加極端，基本態度已轉變為明年樓價看跌多少而已。本地樓市資訊透明度高，樓市旺淡趨勢反映眾多個體在同一市道下，所作的買、賣或者不買不賣以及如果選擇在當時買或賣所願意接受的價格，當較多人相信樓市前景看淡時，未來樓市真的走向趨淡居多，而樓價亦會逐漸向下調整。

看淡的理據較聚焦於政府對樓市的壓抑措施，歸究於「政策市」。業界認為3D雙辣稅過重，對相關行業打擊很大。近月土地註冊處公布每月成交只得5,000宗左右，持牌代理約36,000人，即是平均每7.2人才分得一宗。再看九月份物業註冊金額242.2億元，是4年半新低，比對上月下跌約兩成，平均每宗成交金額下跌相同幅度。雖然中小型住宅樓價靠穩，但較大金額物業成交價下調較大。

近日有發展商在反映各項優惠之後，以比二手價平兩成的定價推售西九豪宅貨尾，較特別的是發展商以大幅回贈印花稅70%作招徠，這是以補貼大部分稅項來減輕買家的入門費用，無疑成功吸納到一些積聚的購買力。但以往經驗顯示，同區二手盤勢將因此受壓，個別業主如在此時急於套現，必須要以比新盤更低的叫價，才會較易成功出售。有區內擁有物業人士說，西九業主實力雄厚，大都打算作長期持有，就

算新盤減價，亦不會跟風劈價放售。

一位本身是專業人士及想置業的朋友向筆者說，呎價3萬元的豪宅就算減20%價也會是他的目標，事實上樓市主流是佔整體住宅物業存量90%以上的中小型住宅，後者樓價仍然偏高，就算港府出了那麼多辣招，仍未見中小型樓價回落到他認為合理的可負擔水平。中大亞大研究所早前民調，顯示有達六成市民支持維持「辣招」，這是現階段社會上普遍的主流意見，但假如整體樓價能夠如上述西九樓盤的調低兩成，中大的民調或會有較多人支持減辣。

加息料推遲 影響屬中性

曾多次提出，要樓價回穩，治本之道是恢復供求平衡，港府已在土地供應方面做了大量工作，無奈面對需要解決的難題眾多及耗時，短期維有以治標的各項稅務辣招抑制尤其來自投資者的需求，在未收到預期成效之前，社會民意仍較傾向維持各項對樓市的措施。美國剛傳出溫和鴿派的耶倫獲提名接掌聯儲局，料不會急於退市，加息周期亦推遲，這個消息對港樓市屬中性，短期內暫無加息威脅不代表明年會加息，但香港需要更多時間來解決供求失衡，或許有些幫助。

無論如何，在現時民調下，料港府各項「辣招」稅項不容易在立法會被大幅修訂，樓市將持續成交萎縮。明年本港經濟表現可能較今年遜色，在新盤減價潮帶動下，整體樓價或會慢慢下調最多20%，中小型住宅樓價在剛性需求強下，或會下調較窄幅5%至10%。在未大幅增加住宅供應的這段時間，筆者認同港府應加大力度增建公屋，為低下階層提供住屋安全網之餘，亦是最佳扶貧措施。

三中全會前瞻 改革釀機遇

比富達證券 (香港) 業務部副總經理
林振輝

十一月內地將召開十八屆三中全會，屆時很大可能會推出重要的經濟改革方案，將對內地經濟產生重大影響。三中全會以五年為周期，歷來有出台重要經濟改革決策的習慣。最重要的一次是1978年十一屆三中全會，該次會議開啟了中國改革開放的序幕，成為中國經濟的轉折點。今屆三中全會備受關注，一方面是內地經濟經歷三十多年的高速發展之後，很多深層次的結構性問題已經威脅到經濟甚至社會的穩定，到了非改不可的時候；另一方面新領導層雖然上台不久，但行動迅速大膽，有能力推動改革。

市場對本次大會內容有多樣揣測，不過大體上達成一致。市場認為，因涉及資金面和群體過大，政府短期內不會對地方政府債務和財稅體系動大手術，也不太可能有重大的土地和國企改革措施推出。內地政府更傾向循序漸進地從個別領域入手，再推而廣之的改革模式。本次大會最有可能在短期內取得進展的領域是：稅制和政府職能、金融領域和城鎮化。

稅制改革主要涉及減輕服務業稅負及減免小微企業稅負，同時亦將資源稅範圍擴至煤炭和其他採礦領域，將消費稅擴至部分高污染和高能耗行業。稅負減輕可以鼓勵服務業和小微企業的發展，增加第三產業（服務業）的比例有助改善經

濟結構。而增加稅負，可以推動相關行業的整合，優勝劣汰，同時增加地方政府收入。政府職能改革，主要包括取消部分行政審批及許可要求，提高審批效率，同時審批權力的削減可以遏制腐敗的發生。

金融領域無疑是改革重頭戲

銀行業的改革在大會之前已經開始，筆者認為，內地銀行6月底出現的錢荒事件可以視為新一屆政府對銀行業動刀的前戲。銀監會隨後出台措施取消銀行貸款利率下限，以及開放和鼓勵民企開展銀行業務，都對傳統銀行業造成極大衝擊。存款利率市場化以及建立存款保險制度將成為下一個目標。證券方面，金融創新將會得到鼓勵，資產證券化、債券及國債期貨等將繼續推展。另外，上海自貿區是金融市場化改革的關鍵點，許多措施可以作為全面推廣的參考。

城鎮化改革主要集中在戶籍改革、醫保改革及土地制度改革方面。城鎮化改革涉及人工眾多，落後的戶籍制度和醫療保險制度嚴重制約城鎮化的發展。預計中小城市的落戶限制將會差別地放開，醫療保險覆蓋範圍將會增大。城鎮化改革主要是對人的改革，中間涉及的行業達數十個。其中包括房地產、水泥建材、醫療衛生、資源能源、供水供電等，投資者可以留意可能出台的相關細則，因為改革往往蘊含着投資機遇。

「貧窮」與「非貧窮」間存灰色地帶

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

扶貧政策應幫「長期貧窮」

筆者於八月三日的文章提到，以「減少貧窮線以下的人數」作為目標，監察政府的扶貧政策，可能存在一定問題，未必能幫助最有需要、最貧窮的市民。其實，「貧窮」本身就是一個非常模糊的概念，而我們必須明白「貧窮線」只是一個對「貧窮」這一模糊概念的度量標準。因此，社會對「貧窮線」存有疑問是可以理解的，當中不少質疑都是有建設性的，有助於完善「貧窮線」對「貧窮」的度量。我們討論「貧窮線」的目的，應是為了更能幫助貧窮家庭，而非為了在一場辯論中取勝。

「貧窮」與「非貧窮」之間有着不少灰色地帶，例如是否家庭收入高於「貧窮線」一元，就不算是貧窮，低於一元就是貧窮？如果某些家庭的經濟支柱從事一些以日薪出糧的工作，當工作日數充足時，他們的收入可能大幅上升，令這些原本處於「貧窮線」以下的家庭的收入稍高於「貧窮線」，他們是否就脫貧了？相反，當工作日數於某一時期減少時亦可能使他們「忽然貧窮」起來。

明顯地，問題是出於以「收入」來界定「貧窮線」，而「收入」是一個非常波動的變量(Variable)，隨着一些意外而波動，例如某些家庭的支柱因病而失去工作或某時期的工作日數不足等等。我們可以想像，當貧窮家庭的收入於某一時期上升，他們更傾向於將多出的收入儲起，因為他們知道，這次收入的上升不屬於「永久」(Permanent)，而只是短暫或偶然的上升，儲起的收入將用於收入下降的時期來維持必須的支出。而當貧窮家庭的收入於某一時期下降時，他們也必須滿足其最基本的生活，即維持最基本的開支。

於此時期，他們可能透過使用積蓄或借貸(如果可以的話)，去維持最基本的開支。同樣道理，即使處於「貧窮線」以上並遠離「貧窮線」的家庭，也會因個別意外而有「忽然貧窮」的可能。扶貧政策應幫助「長期貧窮」(Chronic poverty)的家庭，而以「收入」來界定的「貧窮線」，存在「忽然貧窮」和「忽然脫貧」的情況，顯然未能有效地界定「長期貧窮」。

以上的分析，是參照1976年諾貝爾經濟學獎得主費利文(Milton Friedman)的「恒常所得假說」(Permanent income hypothesis)，當然，「恒常所得假說」本身並非用於解釋「貧窮線」，筆者只是借用了這個概念。在上述情況中，我們不難看出當中有一個變量(Variable)的波動性相對於「收入」為低，那就是「支出」。換言之，若收入的上升或下降只屬短暫，人們可以透過儲蓄或使用積蓄和借貸，去平衡「開支」。無論短期的家庭收入為多少，如果其「開支」長期處於低水平，這些家庭為「長期貧窮」家庭的可能性十分高。故此，以「開支」來界定「長期貧窮」比以「收入」來界定較為優勝。

無論如何，「貧窮線」已經訂立了，使用的度量指標是「收入」而非「開支」。畢竟使用「收入」中位數來界定的「貧窮線」是國際慣例，好處是易於收集和更新數據。然而，我們可否就以「收入」作為度量指標所帶來的潛在問題，對「貧窮線」作出一些調整來強化它的作用呢？若使用一籃子基本貨品開支作為基礎，建立一個指數，用以調整「貧窮線」，使其更有效地反映「長期貧窮」家庭的數目，扶貧政策的對象也更清晰，不會有太大的波動。若實際情況許可，或者直接以「開支」取代「收入」來定義「貧窮線」會更好？這點有待研究。

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。