

太平金控，太平証券(香港) 研究部主管
陳堯明

百家觀點

人民銀行暫停逆回購投放資金，市場憂慮中央收緊貨幣政策，觸發近兩日港股及A股下跌。惟內地貨幣政策主調仍是中性，人行暫停逆回購，只為進行流動性微調，若以為貨幣偏緊則捉錯用神。

滬深及港股市前兩天同告下跌，因市場擔心中央貨幣政策轉緊，儘管前天有美國非農新增職位數據欠佳，聯儲局或推遲退市，以及昨天匯豐中國10月製造業PMI初值稍高於預期等利好消息，但市場仍然充滿疑慮。

投資市場的疑慮來自內地拆息抽升，市場資金偏緊。前日7天回購利率急升47點子，為7月29日以來最大升幅。昨日拆息續升，銀行隔夜回購利率高見6厘，14天回購升率高見6.6厘，同為6月底錢荒以來最高。

拆息抽升與人民銀行上周四起停止以逆回購人民銀行在上周四及本周二兩度暫停逆回購注入資金有關。市場關注央行此舉動是否意味貨幣政策出現轉變，甚至將啟動逆回購。

美就業數據遜預期 年內退市機會微

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

由於美國政府部門於10月上旬被逼關閉，原本於10月初公布的9月份就業數據要遲延至本周二（22日）才公布，由於此乃聯儲局於月底31日公布議息會議前夕最後一份之就業報告，參考意義較大，因此較受市場關注。

雖然美國9月份非農就業職位增長僅14.8萬人，遠低於市場預期的18萬人，但失業率則下跌至7.2%，為2008年11月以來最低水平，進一步逼近聯儲局早前訂立的6.5%失業率之退市目標。

失業率下跌或是假象

然而，失業率下跌的主因，是由於有許多市民因就業困難而退出求職場所導致；用於衡量多少人正在工作或找工作的9月份勞動參與率降至63.2%，創下35年來新低。事實上，非農就業職位雖然仍能錄得增長，但已自今年7月份以來連續第三個月低於市場預期。

因此，失業率減少並不代表美國就業市道明顯改善，想深一層，更是反映出就業情況未如想像般理想，加上非農就業職位增長持續遜於預期，令市場開始修正早前對美國經濟過分樂觀之預期。

互聯網金融 時勢造英雄

比富達證券（香港）業務部副總經理
林振輝

互聯網金融是今年內地最熱門的一個名詞，被視為傳統銀行的顛覆者，更是內地三大科網巨頭BAT（Baidu, Alibaba, Tencent）的主戰場之一。所謂互聯網金融，即是傳統金融與互聯網技術的結合體，主要有三種形式：網絡小型貸款公司、第三方支付公司以及金融中介公司。

現時，包括BAT在內的眾多科網公司不斷推出包含這三種形式的金融產品。繼阿里巴巴推出第一隻互聯網基金餘額寶之後，近日百度宣布將於10月28日推出和內地基金業巨頭華夏基金合作的收益率為8%的理財計劃「百發」。屆時，加上騰訊的財付通，將形成三足鼎立的局面。

內地互聯網金融之所以發展如此迅猛，有幾個原因。首先是有強大的市場需求，現有的銀行體系無法滿足個人的信貸需求。其次是互聯網公司資金充裕，技術成熟，同時坐擁龐大客戶群——無論是騰訊、百度還是阿里巴巴，都擁有過億用戶。最後是政策支持，為了盤活貨幣存量發展經濟及推動產業結構調整，內地政府積極推動互聯網金融的發展。

勢成中小銀行整合催化劑

儘管短期內互聯網金融公司無法撼動傳統大銀行的地位，但將會成為中小銀行整合的催化劑。互聯網金融公司主要針

內資「排洪」潮 海外置業成風

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

國家統計局公布，上月份全國70個大中城市樓價差不多全線上升。北京、上海、廣州、深圳四個城市漲幅均超過兩成，升幅一成以上的城市有10個之多，錄得樓價微跌的有桂林和溫州。樓價上漲的原因除了國民看好當前形勢之外，主要還是供求問題，前兩年大城市住宅用地供應不足，導致現時住宅供應量有限。就算某些城市已推出限購令，但在經濟穩步發展而市場剛性需求帶動下，樓市表現持續壯旺，近期大城市土地拍賣價亦持續上升。

有人說中國人的血液裡就含有喜歡持有「磚頭」的因子，國家經濟持續增長，國民財富累積，花錢在旅遊、名車及奢侈品之餘，最佳保值還是投資在房產之上。另外，農村城鎮化亦帶來對更舒適住房的需求，國家政策很明顯，是讓置業安居人士有優先買房權，對把房產作炒賣人士則予以抑制，而非當地人士購房亦受限制。正如香港的經驗一樣，房價上升太快易造成社會分化，已擁有房產的人士累積財富增值比未擁有者來得快，未及置業者會埋怨政府分配資源不公平，怨氣累積形成社會不穩定因素。

目前內地可供穩定投資的民間渠道的確不多，隨着國人的積蓄漸豐，社會形成有「排洪」的需要，其實近年中國人置業已遍及全球，就近的置業地點有東南亞的泰國、新加坡、日本、韓國；較遠的有歐洲，北美洲美加各大小城市，以致大洋洲的澳洲和新西蘭等地，適逢近年歐美日各國經濟不

人行微調流動性 錢荒憂慮似過敏

其實，中央不會就貨幣政策作出重大轉變。李克強總理上月底出席國慶招待會，以及月初出訪文萊期間，已兩度為貨幣政策定調，強調既不放鬆也不收緊銀根。可見，中央當前的貨幣政策取向，仍然維持中性。

中央採納中性的貨幣政策原則，其背後思路與中央調控經濟的目標一致，就是力求今年經濟增長不滑出7.5%的下限、通脹不超越3.5%的上限。內地早前公布的第三季經濟增長反彈至7.8%，9月通脹小幅上升至3.1%，反映目前的貨幣政策正引導經濟在目標軌道上運行。

那麼，人民銀行近日為什麼停止逆回購呢？我們認為，人行近期的公開市場操作主要是對沖大量資本流入。9月份金融機構外匯佔款增加1,264億元，較前期大幅上升，10月以來人民幣對美元即期匯率升值幅度達

美就業數據遜預期 年內退市機會微

更甚的是，於同一天，白宮詳細說明了政府關門和債務違約風險對美國經濟的影響，表示這兩項因素令第四季度經濟增速下降0.25%，而且令就業人數少增加12萬人，即將9月份的新增非農就業職位接近全部抹去，因此，10月份的就業數據應會出現大幅下滑的情況。

而資產價格在就業報告公布後，紛紛出現大幅波動，歐美股市再次破頂、美匯回落至年內低位，至於美國國債息亦顯著下跌，至逾三個月低位。

事實上，自聯儲局上個月於議息會議中未如市場預期般宣布開始減少買債規模後，美國國債債息便反覆向下。雖然於10月初起在債務上限問題困擾下一度回升，但除短債息外，如10年及30年期等長債息升幅並不顯著，並在兩黨達成協議後跌至近月低位，但與5月時的低位仍有一段距離。

這反映出兩點，一為市場早前預期聯儲局的退市步伐過快，因此，在越來越多證據顯示當局退市步伐並非如伯南克幾個月前所提及的計劃般快，債息便從高位回落。但另一方面，退市仍然是無可避免的結果，只是開始減少買債規模的時間較預期為遲，因此，債息雖回落，但不能重回5月時的低位。

可見投資者傾向預期當局將不會於即將來臨，甚至年底的議息會議中，宣布開始減慢買債規模，觀乎最近之數據，加上美國債務上限及財政預算等問題於明年年頭又會再次出現，相信這預期很大機會成真。

互聯網金融 時勢造英雄

對個人信貸和小微企業貸款，信貸規模有限。以阿里巴巴的餘額寶為例，雖然其規模在幾個月內已經超過600億元人民幣，但同較大的傳統商業銀行動輒過萬億的存款規模對比，仍有較大差距。

不過，互聯網金融很大可能會加快中小銀行的整合步伐。在銀行業持續改革，貸款利率下限放開的背景下，中小銀行的盈利空間已經被壓縮，互聯網金融將會加速中小銀行存款流失，或者在最致命的存款利率改革到來之前，許多中小銀行已經倒閉。

另外，互聯網金融對傳統基金行業的衝擊也不容小覷。阿里巴巴入主天弘基金，共同推出互聯網基金產品餘額寶、微信平台和財付通聯合華夏基金推出貨幣基金「活期寶」、百度聯手華夏基金推出理財產品「百發」，處處可見基金公司的身影。除了BAT三大巨頭外，各大電商如蘇寧易購、京東商城、當當網等也是基金公司積極合作的對象。

據內地《證券日報》基金新聞部統計，目前有基金產品的72家基金公司中，已經有近40家成立了基金淘寶店。內地基金行業自2008年以來一直處於被動挨打局面，與互聯網公司的合作可以增加吸納資金的渠道；而互聯網公司缺乏資金管理經驗，但擁有技術和用戶優勢，二者合作可以實現雙贏。總體而言，筆者認為互聯網金融可以幫助內地實現金融產業結構調整和豐富市場產品，短期內將會迎來爆炸式發展，前景值得期待。

內資「排洪」潮 海外置業成風

景，對中國人資金入市不抗拒，甚至有誇張的說法「中國資金打救全世界」。

有傳中國三中全會後，有新的房地產調控措施出台，有內地學者藉此時機建議廢除「限購令」，而改發「限賣令」，對業主賣樓所獲利差徵收重稅，更辣的建議，矛頭直指打擊閒置住房，如閒置3年，建議徵收雙倍房產稅，閒置5年，由政府安排流浪漢入住，閒置7年，收歸國有。

反觀香港，為解決房屋問題，政府力圖增加土地及房屋供應之餘，實施短期治標措施，就是以3D雙辣稅壓抑需求，當中尤其是買家印花稅BSD，就對非本地買家形成很大阻嚇，內地人原欲在港置業投資，或因轉移陣地到外地置業。正在這段時間，歐美日經濟未復興旺，反為當地不少城市樓市卻表現理想，料都跟中國人在當地置業有關。

發展商抗辣招 冀吸引內地買家

假如真的如所料，三中全會後新招出台壓樓市，內地投資置業資金或將流出國外找尋機會，適藉香港發展商洞悉箇中情況，近期已找到抗衡3D雙辣稅的竅門，就是以補貼印花稅作重點優惠，重新吸引內地買家入市。有評論認為，假如雙辣稅措施未能通過立法會，補貼稅款亦有望物歸原主，筆者對此有保留，照目前市道形勢，相信立法會減辣修訂的機會較細，稅金回籠機會不大。但無論如何，上市公司要為業績打算，繼後發展商繼續調低售價，加上加強宣傳對各類印花稅的補貼，或許能吸引更多內地買家，在內地資金出外置業的巨潮下，有機會分得一杯羹。

0.6%，顯著加速，表明外匯流入壓力依然較大，此反映市場風險偏好提升，資本大量流入的勢頭很可能在10月得到持續。人行進行流動性微調，暫停逆回購，淨回籠資金主要是對沖資本流入。

內地拆息抽升，主要原因是市場憂慮中央貨幣政策轉緊，產生對人行重啟正回購或發行央票的預期。經歷過6月錢荒之後，市場對人行的公開市場操作和市場利率的波動預期異常敏感，人行近兩周暫停逆回購，導致市場預期發生改變，引發銀行流動性需求上升。

市場對中央貨幣政策的錯誤解讀衝擊股市。7月以來中國宏觀數據好轉，9月中聯儲局決定暫緩啟動收水，適逢三中全會臨近令市場對改革有所期待，造就中港市場新一輪升浪，當累積相當升幅，些微壞消息傳出，即觸發獲利回吐。

預計內地第四季經濟增長將小幅回落，滬深及港股市在上升至一定階段後，短期整體有轉向隱憂。但不少符合國家產業政策方向的受惠股份，如科技、節能環保以

美中歐前景各有不同

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

美國預算案及債務上限問題有了短期解決方案後，投資者的焦點轉投往歐洲央行的銀行業壓力測試及中國拆息再度抽升的情況。

收水延後有利美股美債

在美國債務危機短期獲得緩和後，投資者普遍預料，美國經濟本季增長將會減少約0.6%，以及就業市場改善將會放緩，令聯儲局減少買債的時間將會推遲至明年3月份。由於目前仍處於評估美國經濟所受到的影響，預料聯儲局下星期的議息會議上，將維持利率及貨幣政策不變。若美國經濟於第四季出現放緩，可能令聯儲局減少買債的時間延後至明年3月份，可能令美元短期仍然受壓。聯儲局未來數月減少買債的機會下降，可能支持未來數月美債的表現。

歐洲銀行業壓力測試在即

歐洲央行宣佈，由今年11月至明年10月，將對區內128間銀行進行壓力測試，以改善金融業的透明度，並在必要時作出糾正措施。壓力測試分為兩級：1)一般歐洲銀行 - 普通股的一級資本比率為4.5%，加上緩衝資金比率2.5%，由明年起生效；2)大得不能倒的歐洲銀行

一、普通股的一級資本比率為4.5%，加上緩衝資金比率2.5%；由於大得不能倒的關係，故需要額外預留1%，由明年起生效。

開發潛在勞動人口解決短缺

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心
李樹甘 林昊輝

香港將於2018年到達勞動人口的高峰期至358.2萬人，但仍欠缺1.4萬勞動人。若包括人口老化問題、各種性質的失業和人力資源錯配，市場上欠缺的勞動力將不只此數。部分工種在結構性的勞力短缺下，需要輸入外地勞工解決；另一方面，充分運用潛在勞動人口資源亦是重要的方向。

根據政府統計處公布的勞動人口推算，2012年潛在勞動人口達240萬人，佔15歲及以上人口約40%。其中，15至29歲的非從事經濟活動的青年、30至59歲的料理家務婦女和50至64歲的提早退休人士，以上三個組別共有782,900人，佔潛在勞動人口的32%，相當於2012年整體勞動人口約22%。若能開發這個潛在勞動人口，將會大大紓緩勞動人口不足的問題。筆者嘗試從兩方面談談如何充分運用潛在勞動人口資源：

（一）**職場性**。據調查，15至29歲的非從事經濟活動的青年的教育程度普遍較低，可能導致他們的就業前景較為遜色，因而或會令他們不願在離校後開展事業。其中原因亦可能包括他們的技術和興趣與所能從事的工作錯配。政府正好藉此機會重新檢討各項青年就業培訓政策是否有效，幫助這群青年人能從事符合他們的技能和興趣的工作。

30至59歲的料理家務婦女都要肩負家庭責任，特別是須照顧子女，以致難以投身勞動力市場。就算她們因經濟原因，有需要投入或重投職場，但礙於缺乏托兒服務和固定工時模式，使很多婦女有心無力。此時，正好是加強家庭友善政策和鼓勵彈性工時政策的時機，推動有心進入職場的婦女，加入勞動人口。

（二）**非職場性**。有報告指出，約40%料理家務婦女只願意從事兼職工作(即每周工作少於五天或每天工作少於六小時)。至於準備從事全職工作的人當中，逾三分之一承認他們只願意在無需料理家務的時段工作。另一方面，

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。



■分析認為，人行進行流動性微調，暫停逆回購，從而淨回籠資金，主要是對沖資本流入。圖為江蘇省贛榆縣農村商業銀行工作人員在清點人民幣。 中新社

及醫藥等板塊仍具吸納價值。投資者若明白中央貨幣政策的思路，相信中央不會就貨幣政策作出重大轉變，才能在投資市場上做出正確的決定。

美中歐前景各有不同

一、普通股的一級資本比率為4.5%，加上緩衝資金比率2.5%；由於大得不能倒的關係，故需要額外預留1%，由明年起生效。

評估範圍有多方面，包括主權及機車、商業及零售的風險缺口、銀行交易賬目、資產負債表及信貸衍生工具、以及歐元區以外的借貸缺口及不良貸款等。預料於明年10月完成評估。一旦發現銀行有資本缺口，銀行需要重組或以其他方式改善，央行行長德拉吉指銀行倒閉可能是有必要的。由於歐洲銀行業需要進行壓力測試，故預料歐洲銀行業明年的放貸意欲下降，令經濟復甦出現困難。

中國錢荒再現拆息急升

人行持續停止逆回購，加上開始踏入交稅的高峰期，故銀行同業市場的緊張情況進一步惡化。當中，以短息上升的情況最為明顯。隔夜息升30.8點子，報4.088%。一星期、兩星期及一個的拆息分別上升68.8點子、101.1點子及58.6點子，分別報4.68厘、4.882厘及5.40厘。內地交易員表示，市場借錢情況嚴重，但大銀行沒有借出的意慾，令中小型銀行借錢無門。交易員指出，若情況持續，不少小型銀行可能頂不住。在這情況下，預料中國錢荒可能重現，而拆息上升將會不能避免。

開發潛在勞動人口解決短缺

大部分自願提早退休人士可能沒有迫切的財政需要，不容易推動他們重投勞動力市場。因此，是否就無法善用潛在勞動人口呢？

我們想藉此指出充分運用潛在勞動人口資源，並不一定要將所有潛在勞動人口推向職場，其實，通過非職場的作用也可將潛在勞動力釋放到職場去。

香港不少的社福機構和社區中心一直向家庭婦女和退休人士提供不同的服務，有消費性的服務，也有生產性的服務，而義工服務就是其中最明顯的生產性服務。雖然義工服務的效益並不計算進GDP，但確實地運用了勞力資源，產生了某種經濟或社會效益，而這種經濟或社會效益並不是發生在職場上，是非職場性的。

透過非職場訓練產生社會效益

非職場性的充分運用潛在勞動人口資源的願景是通過合適的政策和有效的計劃，使被服務的家庭婦女和退休人士轉化服務他人的義工，成為非職場上的生產力，亦可幫助因經濟原因需要重投工作的家庭婦女和退休人士，透過非職場的訓練逐步重投職場。

例如：社福機構可以與地區學校協作，招募有一定教育程度的退休人士，替有需要的小學生在放學後補習。一、可以幫助有經濟需要的家庭婦女加入職場，增進勞動人口。二、可以幫助這些學生成才，不會因父母要出外工作，缺乏管教而受到不良的誘惑，從而為社會累積未來資本。三、通過服務他人，繼續發揮個人所長，不單能成為持續的社會勞動資源，更能保持心理健康，減少被服務的成本。

非職場性的勞動資源的特點是兼職的、非全職的；其投入是短期的，非長期的。因此，需要建立一個人力資源庫，統籌及調度這些潛在的勞動人口，使其生產力有效地運用在非職場性的工作上。

筆者旨在提出可以從非職場性的概念思考如何充分運用潛在勞動人口資源，其中許多具體內容和細節安排尚需要更多的調查研究。