

未虞美國早退市 樂觀中國市場化

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

年中至今，市場上最期待的，不外乎兩個主題，一個是美國聯儲局主席的新人選，以決定未來美國財金政策，起碼是貨幣政策的主調；另一個當然是中國的新領導層上場後，將來5年至10年的規劃如何。前者關乎退市，自然牽引環球資金動向；後者關乎中國未來的定位，當然影響不同經濟體的勢力平衡。誠然，兩者都是重點，但相比之下，美國的財金政策，外界反而較易掌握。

事實上，隨著現任聯儲局副主席耶倫獲美國總統奧巴馬提名，即使在議會上可能有些不同意見，但人選應已大定。現任主席伯南克即將卸任，耶倫尚未接任，按理應以平穩過渡為主。的確，耶倫在聯儲局多年，學有專精，熟悉失業問題，如今躬逢其會，正值美國在金融海嘯後量寬多時，尚餘失業率未可大幅降低至合理水平，正是她一展所長的好時機。既然多次的聯儲局言論均顯示，失業率降至合理水平，通脹壓力亦不高，整體數據指向復甦存在，但動力不強，此時此刻，綜合各種環境理由，投資者才不用太介紹她是鴿派或鷹派，都可以佔到，

退市一事，實不必急於一時。尤其她在周四(14日)將發言，但主要內容既已公開，市場解讀傾向認為調子是友善的，退市無必要提早便是了。

相比之下，近兩個月的焦點，其實是放在中國的三中全會。會議在周二(12日)閉幕，隨即有公報，之後各界的大篇幅報道、解讀或評論，自然是意料中事。比較值得討論的是，外界的反應相當奇怪，每每對於公報之中，沒有提及某些事，而不是留意提及了某些事。這一點很有趣。從市場人士的

角度看，看看有沒有新資訊，有沒有驚喜，本來就是習以為常，但其實這裡有個盲點，而且是根本性的盲點。一言以蔽之，為甚麼要以本身的期望作為標準，以為會議便應該談些甚麼，而不是客觀看看會議最終談些甚麼？說到底，外界一開始的期望，本來就不是甚麼理所當然應該得到符合的事情，最終公報的是否與其相符，沒有根本的必然性。

坦白說，撇開一廂情願的各種期望，但以具體寫了出來的，大家知道，市場力量可以有決定性的影響力，這一點其實是最最重要的，甚至比起很多人關注的其他路向，更有重要性。原因很簡單，邏輯井然的，就是市價本身就是資源配置最有率的訊號，以往由於各種歷史理由，沒有依市價行事，或就算是有市價，此價也不是真實反映供求的市價，既然以價格為主導的競爭方式被限制而令其沒法發揮效力，非價格競爭所蘊含的一切黑市，以至壟斷，甚至貪腐等，各種的尋租行為，都是必然存在的。只有容許市價發



耶倫在聯儲局多年，學有專精，熟悉失業問題。資料圖片

揮功效，上述的情況將大為減低，那時候，競爭壓力將迫使自然的改變，包括國體體制改革、地方財政及很多其他的重大改變，這些都不言自明，不必寫出來，但效果上，卻是市場力量得到重視的後果。不明白這一點，而單純從主觀期望出發，看待公報有否心目中的字眼，是市場人士容易犯上的毛病，而且差之毫釐，謬以千里。

不宜低估中央改革力度

太平金控、太平證券(香港)研究部主管
陳羨明

中共十八屆三中全會前日閉幕，會議公報提出全面深化改革總目標，提升國家治理能力，及發揮市場配置資源決定性作用，藉進一步市場化釋放改革紅利。三中全會為未來十年定改革大框架，具體政策將在會後陸續出台，會議被市場指欠新意，兩地股市前天下跌，若現在就說中央改革力度不足，恐是誤判。

會議結束，股市下挫，進一步證明11月5日我們在本欄題為「三中全會倡改革市場期待高」一文的預判，文中指，「三中全會是指導經濟、社會改革大方向的大會，預計會在國企改革、財稅體制、資源價格、土地流轉等方面提出一些原則性、方向性的改革方案」。「但改革的具體措施可能需要各個部委再次細化」，「市場對三中全會的改革有很大的期待，情緒偏樂觀，三中全會反而是股市回調的風險窗口」。因此，與其說會議令市場失望，不如說市場期望過高。

中央集權衝破阻攔

三中全會的主題是全面深化改革，市場關注的改革都有涉及。如外界預期，公報指全面深化改革總目標，完善和發展中國特色社會主義制度，推進國家治理體系和治理能力現代化。

今次三中全會推改革有一重大突破，就是為確保改革成功，成立全面深化改革領導小組，由黨中央集權抓改革。外界對此有疑慮，惟此實是中國推動改革的政治現

實。經改強調市場重要性，但要打破官僚、國企等既得利益者的攔阻。中央要推市場化，會遭到國企湧湧而來的抵制。往屆三中全會亦提多項改革，但推動改革遇到的最大問題，是地方、國企等利益集團阻力極大。例如，中央推土地改革，讓農民流轉土地，會遭到地方的對抗。可惜以往未能衝破既得利益者重重阻攔。因此，中央集權，樹立更大政治權威，才有望從上而下力推改革。

落實改革需要時間

很顯然，三中全會定出的改革藍圖，是能夠透過市場化帶來經濟效率的職能範圍，國家則放權，但在國家安全和政治過程中的權力資源，則將進一步集中和重新配置。

改革不同於政策，改革紅利如何在「經濟放權、政治集權」的模式下得到有效釋放，需要時間。三中全會明確了未來的方向，改政策細節還有待公布，現在更需要關注的是政策如何落實。可以期待，諸多過去沒有提過以及在過去提出但未能落實的改革，例如破除壟斷、國資有序流動、金融市場化、農地流轉等將有實質進展。

三中全會對股市長短期的影響，11月8日我們在本欄題為《內地貨幣政策傾向中性偏緊》一文亦指出，「從過去四次三中全會召開前後的情況看，會議召開前後股市有漲有跌。短期而言，若股市已充分反映了政策預期，則會作適當的調整。長期看，則市場注意力將集中在改革紅利釋放的方面，影響市場的因素在於會後政策的調整與宏觀經濟的表現」。

內地網購市場潛力巨

比富達證券(香港)業務部副總經理
林振輝

過去30年，內地民間自發形成的全民定期狂歡只有3個：除夕的春節聯歡晚會，國慶黃金周和雙十一電商(電子商務)狂歡。雙十一電商狂歡始於2009年，由淘寶網發起，以虛構出來的「光棍節」為噱頭，短短5年時間就變成一個火爆到幾乎全民參與的購物狂歡節。今年雙十一火爆程度可以用一串數字來說明：11月11日凌晨第一分鐘，支付寶交易額破1億元(人民幣，下同)，6分7秒，破10億元，13分22秒，破20億元……下午13時破去年全日成交額191億元，全日成交額錄得350億元，超過香港今年9月零售業總銷貨值。狂歡背後，是內地網購消費人群和習慣的轉變，以及電商之間、線上線下企業日趨激烈的競爭。

網購年輕主力 無線端成交增

網上購物已經成為內地最主要的消費行為之一。內地網購人群已經超過2億人，主要以年輕人和女性為主。據艾媒諮詢(iiMedia Research)最新發布的數據顯示，雙十一網絡促銷活動中，女性消費者佔65.3%，男性消費者佔34.7%。其中18歲至25歲網民佔比高達71.9%，主要是在校學生和參加工作時間不長的一類人群。

消費者年輕化帶來的一個重要改變是無線端(主要是智能手機端)成交量大增。據淘寶天貓公布的數據，今

年雙十一全日無線端成交額為53.5億元，是去年9.6億元的5.6倍，無線端佔全日交易的比例達15.3%。無線端成交額大增，主要得益於近年互聯網技術的提升和智能手機的普及。網購陣地已經由PC端向無線端轉移，包括微信在內的電商已經開始部署，移動電子商務市場潛力巨大。

電商競爭激烈 線下賣場受壓

參加雙十一活動的電商平台相對集中。阿里巴巴的天貓和淘寶平台依然佔絕對支配地位，佔比高達68.1%，京東商城、蘇寧、易迅和亞馬遜緊隨其後，佔比分別為11.4%、2.9%、2.6%和1.9%。事實上，阿里巴巴在電商競爭中優勢依然巨大，其下兩個平台——淘寶以小商戶為主，天貓則聚集了正品大商戶，分工和目標人群明確。京東和蘇寧過去幾年加快了追趕阿里巴巴的腳步，在重品類產品方面(如數碼產品、家電、家具等)逐漸建立優勢，對阿里巴巴發起挑戰。

電商風光的背後是線下實體賣場的無奈和抵制。雙十一前，內地紅星美凱龍、居然之家和集美等19家實體家居賣場集體抵制電商，禁止任何商戶在賣場內傳播和推廣電商雙十一的促銷活動。線下實體店比起網店，需要承擔租金，和更高的水電、人工等成本，同樣商品價格高於網店，在內地整體經濟較為低迷、內需較低的背景下，經營壓力巨大。對比之下，電商擁有低成本和高客流優勢，加上互聯網應用和智能手機的普及，未來市場佔有率將會越來越大。



日本第三季出口及私人消費表現不濟。資料圖片

日本第三季經濟大幅放緩

中銀香港發展規劃部經濟研究處經濟研究員
卓亮

以年率計算，日本第三季GDP增長1.9%，表現略較預期佳。惟與第二季3.8%的讀數相比，增速驟減一半，而今年首季增幅更高達4.3%。因而從趨勢來看，日本經濟增長動力逐漸放緩，安倍經濟學的刺激恐怕曇花一現。

出口萎縮跌3.5百分點

在各經濟活動組成部分中，出口及私人消費表現尤其不濟。在第三季，出口從第二季的2.9%增速急劇惡化至0.6%的萎縮。淨出口令日本GDP增長減少0.5個百分點，是三個季度以來首次負貢獻。與此同時，佔日本經濟總量55%的私人消費僅輕微上升，增速從0.6%大幅放緩至0.1%。相比之下，政府公共開支急增，較上一季度上升6.5%。

展望未來，由於日本消費稅在明年四月將從5%升至8%，消費者可能會趕在新稅率生效前逐漸增加耐用品

開支以節省成本。因此，在未來兩季，GDP增長有望得到一定程度支持。然而，日本一方面大舉加稅，一方面繼續縱容低效的公共開支不斷膨脹，不但對經濟的可持續發展沒有幫助，更難免導致已經相當嚴峻的債務問題不斷惡化，前景依然堪憂。

工商物業供應需充足

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

香港是一個國際城市，在社會整體發展的大前提下，除了對關乎民生的住屋供求需要平衡之外，商用物業的前瞻規劃配置，提供充足而合乎社會發展所需的工商物業，對香港在國際市場的競爭力，甚至因商業租金高企，引致營商環境受負面影響，都起着關鍵作用。

行政長官梁振英在午餐會表示，本港工商樓宇需求殷切，空置率見5年來新低。他強調，增加土地供應除了要顧及住屋需要，亦應兼顧工商界的需求，避免經濟發展競爭力減弱，導致社會發展同遭室礙。他指出，非經濟活動用地，如宗教、國際學校擴充、福利團體等也同樣需要土地，香港大約每10年就要提供相等於沙田新市鎮的土地總面積。

他說港府已有應對之策，以短、中、長期計劃增加土地供應，包括提高發展密度和搬遷政府大樓及停車場以短期增加商業樓面面積，在「起動九龍東」計劃，啟德發展區、觀塘和九龍灣商貿區，供應400萬平方米新增寫字樓面積，政府正着手兩個行動區搬遷現有政府設施，預計可提供約50萬平方米樓面面積。

長期計劃方面，港府以新發展區及新市鎮應付經濟和產業發展需要，例如赤鱗角機場島北商業區、新界東北新發展區、洪水橋新發展區，同時將進一步探討新界北土地發展潛力，研究建設一個規模與上水相若的新市鎮的可行性。

應適度放寬地積比率

筆者認同港府要多管齊下，增加土地供應以應付社會各種不同用途的需求。新開發土地面臨規劃諮詢及收地等困難而耗時的程序，筆者傾向政府應重視現時有哪些地區可以作區域性的適度放寬地積比率，以這個途徑去增加樓面面積，起碼可省略收地因收地對業主和租客的反對，又毋須開發土地，是較快捷收效的方法。比如

九龍城及九龍塘一帶過去一直因為前身啟德機場飛機航道問題，而壓低地積比率及建築物高度等，舊機場1998年搬遷後，至今15年一直未有提高該區的地積比率，過往或有交通的顧慮，但港鐵東九龍線及沙中線將帶來九龍東部交通大大改善，這些地區的地積比率應可作出適度的放寬。

在商用物業供應方面，2011/12年度，政府推出約12幅商業或酒店地，但最近兩個年度合共只推6幅用地，其中本年度暫時賣出3幅，較前大幅回落。由於供應明顯偏低，當中尤其逾萬方呎大樓面寫字樓，近年內地企業到港往往想找較體面而價格合適的寫字樓，在核心商業區較難找到。於是商用地每次推出都幾乎「爭崩頭」。最近招標賣出限作改裝酒店的美利大廈，以及加入了不准分層出售限制的九龍灣宏照道商業地，就分別接18及17份標書，最後通通高價獲承接，反映市場需求殷切，港府可考慮加推同類土地應市。

本港商用土地的不足，最明顯見於酒店的供應上，酒店設施不足以應付龐大旅客需求，對旅遊業發展造成影響，長假期酒店房間不足，供不應求下，有酒店調升房價，引來物非所值的非議，影響本港國際形象。美利大廈招標的熱烈反應，反映市場對高檔酒店的熾熱需求。建議政府考慮為酒店業提供誘因，提高酒店的地積比率，以提高財團發展、重建或改裝酒店的興趣。

零售長遠可按區分流

至於本港零售區過分集中於銅鑼灣及尖沙咀等區，使人潮擁擠及商舖租金被搶高，但這些零售區受制於市區現有建築規模，無法擴展及增強特色活力。租金高企影響營商，部分行業無法在旺區生存，甚至推高物價，最終轉嫁到市民身上。長遠解決問題，筆者建議把零售作地區性分流，可於新界北的新市鎮興建「商業城」作分流，但亦明白要成立一個新的核心有一定困難，而且政府於開發新發展區亦遇到一定困難，歸根究底，還是要香港市民諒解，給予政府更大支持。

雙軌制不宜用於膠袋稅

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心
李樹甘、吳堯堯

塑膠購物袋環保徵費計劃(下稱「膠袋稅」)於2009年7月開始實施，根據立法會文件指出，膠袋稅現涵蓋約3,300間登記零售店。相關登記零售店如向顧客提供塑膠購物袋，須收取每個5角的環保徵費。

登記零售店亦須向政府提交季度申報，列明當季在其所有登記零售店的任何非豁免範圍內向顧客派發的塑膠購物袋總數，以及已徵收的收費總額。同時，登記零售店須根據申報內容，按季向政府繳付徵費收入。

膠袋稅的成效顯著，據政府估算，自實施膠袋稅以來，登記零售店分派的塑膠購物袋已大幅減少約九成。膠袋的價格只由零上升至5角，需求量卻下跌九成。這可能是人們過去已習慣免費得到膠袋有關，一旦徵費(由無到有)便對需求量造成很大的影響(但將來增加徵費額的效果會較不明顯)，港人的環保意識不斷提升亦是重要因素之一。

可是，由2009年年中至2010年年中，未受膠袋稅規管的界別棄置於堆填區的塑膠購物袋數量增加了約6%。有見及此，政府於2011年5月是否及如何擴大徵費計劃諮詢公眾，結果大部分人支持擴大膠袋稅至涵蓋中小型企業。

儘管如此，因現時膠袋稅要求企業按季向政府繳付徵費收入，若涵蓋中小企業則會對部分中小企業構成行政上的沉重負擔。有建議提出使用「雙軌制」來解決問題，即大型或連鎖商戶依舊向政府繳付徵費收入，而中小企業則容許保留膠袋收費，毋須交付政府。

零售業料難公平競爭

然而，「雙軌制」會對零售業公平的競爭環境帶來

衝擊，大企業因膠袋稅要投入額外資源，員工亦因相關政策而增加和顧客、公司間的磨擦，在「雙軌制」下我們已可預期大企業損失而中小企得益。企業在一個已被預設了誰是贏家(pick the winners)的制度下競爭，顯然會對大企業有欠公平。而一些目前正參與膠袋稅的零售店已作出不少投資設立電腦系統，作為向政府繳付徵費收入之用，不論採用「雙軌制」或容許所有零售店保留徵費收入，亦會可能引起部分零售店不滿。存在既定贏家的政策是難以接受的，問題可能並非在於大企業未能保留徵費收入，損失了增加收入的機會，而是在於一旦有此先例，則可能被人用作將來實施同類存在既定贏家政策的藉口，損失則遠大於現在所失去的徵費收入。

擴大徵稅需兼顧效益

總結以上的討論，我們可以得出三個重點：一、膠袋稅的成效顯著，擴大膠袋稅至涵蓋中小企可對環境保護有極大的幫助，理應實行。二、實行擴大膠袋稅涵蓋範圍會對中小企造成傷害，使其負擔大筆行政費用，不是社會願意看到的結果。三、若以「雙軌制」保護中小企，則產生不公平的現象。因此，擴大膠袋稅涵蓋範圍需要同時兼顧效益、中小企對行政費用的承受能力及公平性三個方面。

筆者建議，政府可容許中小企向膠袋生產商入貨時一併繳交膠袋稅，再由生產商向政府繳付徵費收入，同時規定中小企必須向顧客收取膠袋稅。這樣可解決中小企對行政費用的承受能力及公平性的問題。但此舉可能有損膠袋稅的成效，因為中小企可能暗中不向顧客收稅，當作優惠吸引顧客，就此政府可加強巡查，保障膠袋稅的成效。此外，企業向膠袋生產商入貨時會有數量記錄，若暗中不向顧客收稅，膠袋的消耗應異常增加，入貨的次數或數量亦會顯著增加，若能向膠袋生產商收集這些數據，便可加強執法的效果。

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。