

發達國鬥「放水」 美成效最顯

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

最近幾個交易日，歐英日美央行均有關於貨幣政策的消息，導致匯市以及商品市場均出現大幅波動，而各國央行之取態，正好反映該國之經濟前景。在四地央行中，以日央行及歐央行取態最為寬鬆；日央行於周四（21日）的議息會議上，維持目前的寬鬆政策不變，同時決定以每年60至70萬億日圓的規模繼續擴大基礎貨幣。

顯然日本經濟雖然正在復甦，通縮壓力亦得以舒緩，CPI數據連續四個月出現同比增長的情況。不過，要到日本經濟得以不再依賴央行的寬量政策，並出現自然增長，仍然需要一段較長的時間。至於歐央行，則在月初宣布減息至0.25厘後，近日更傳出歐洲央行正考慮施行前所未見的方針，將存款利率下調至負0.1厘，從而吸引資金流入市場，可見當地經濟前景更弱於日本。

事實上，歐元區失業率的確未見回升跡象，至於製造業市場亦好像參半，歐央行之

寬鬆貨幣政策對經濟未有顯著成效，逼使歐央行進一步調整貨幣政策。歐元區經濟仍然疲弱，至於同屬歐洲的英國經濟卻有轉強跡象，英倫銀行近日發表的議息會議紀要表示，英國先行經濟指標持續向好，今年下半年經濟將保持復甦狀態，且增長動力有所增強，更預期當地失業率於明年第三季度降至7%以下的可能性過半，比該行早前預期的2016年第二季度要大幅提前。

歐元區以及英國貨幣政策相若，然而，寬鬆貨幣政策似乎對英國經濟的刺激作用卻較

歐元區為佳，關鍵在於歐元區成員國各國財政政策不一，卻採取相同的貨幣政策。在財政和貨幣政策無法互相配合的情況下，量寬政策對歐元區經濟的效用，自然遜於英國，而這結構性問題一天不解決，單靠貨幣政策的刺激，對推動歐元區經濟將事倍功半。

而目前推出寬量措施最為成功的，相信是聯儲局。在經過多次寬量後，美國經濟以及就業市場已出現明顯復甦，不單第三季經濟增長達2.8%，失業率更回落至7.3%的水平。聯儲局最近公布的會議紀要更顯示，當局官員已開始討論如何退市，更明確表示，預計更好的經濟數據會允許在未來的幾個月內縮減購債規模。

從各央行之取態可見，美國及英國的經濟前景相對強於日本及歐元區，兩地貨幣政策開始收緊的時間應會較快。美英貨幣升值壓



英倫銀行近日發表的議息會議紀要表示，英國先行經濟指標持續向好，預期當地失業率於明年第三季度降至7%以下的可能性過半。圖為英倫銀行。路透社

力加快，這反過來將會有利於日本及歐元區經濟，加速兩地經濟復甦。話雖如此，但日本面對人口老化等結構性問題，經濟即時復甦其動力亦難以如美國般強，同樣地，歐

區亦有財政及貨幣政策不一等問題，若遲遲不能解決，成員國之間的矛盾將持續擴大，歐元區各國經濟情況將會持續分化，危害整體的經濟成長。

2014年環球債市前瞻

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

受到聯儲局可能退市的影響，今年以來債券市場出現先升後跌的情況。當中，新興市場債券的表現，確教投資者感到失望。以摩根大通新興市場政府債券指數為例，今年以來下跌6.53%，表現較其他類別的債券指數為差，反映新興市場債券較受聯儲局可能減少買債的影響。至於全球政府債券方面，今年以來保持平穩，摩根大通全球政府債券指數今年以來升0.24%。

美國企業債券方面，今年以來亦受到聯儲局減少買債的影響，但跌幅較少。以美銀美林美國公司債指數為例，今年以來下跌1.69%。可見在美國企業盈利持續有改善的情況下，資金仍樂於購買美國公司債券，令美國公司債券有支持。至於評級較低的高收益債券，今年以來仍錄得不俗的升幅。美國及全球高收益債券指數，今年以來升6%以上，而歐洲高收益債券指數升幅更逾8%。

展望明年，由於預料市場仍會炒作聯儲局可能於3月或6月份的會議上，公布減少買債，故預料美元仍會表現偏強。若果真的出現這情況，預料資金仍有機會流出新興市場債券，令新興市場債券可能受壓。當中，以新興市場當地貨幣計價的債券，可能受匯價貶值的影響，令其表現可能遜於以美元計

價的新興市場債券。當中，相對高通脹的國家，例如印度及巴西，仍可能受到困擾較多。

企業債券方面，雖然仍可能受到聯儲局退市及美國債務問題的影響，但預料企業盈利增長仍可保持的情況下，對美國企業債券的影響較少。由於預料企業盈利可以持續，料美國公司債券仍可平穩發展。至於評級較低的高收益債券方面，歐洲高收益債券仍受惠區內經濟復甦，與及當地央行維持超低息及量寬的政策，令當地上半年的高收益債券表現，仍較市場預期為佳。

政府債券較受政府的評級變動所影響。以目前的財政情況看，韓國的政府債券或受惠央行有機會下調利率，以及由於當地經濟表現持續不俗，令當地主權評級有機會獲上調。另外，歐洲及日本的央行預料將維持量寬政策，以刺激經濟增長。因此，預料兩地的債券表現亦會不俗。但美國聯儲局可能減少買債的陰霾尚未消除的情況下，預料美國債券價格仍可能下跌。

總體上，預料維持低息及量寬的國家或地區，當地的債券市場整體表現將會較佳。美國可能減少買債，不但影響當地債券價格的表現，亦會影響到資金流出新興市場債券。

相對而言，新興市場債上半年表現仍可能遜於其他債券。除非企業盈利轉差，否則資金仍可能由債券市場轉投股市。

擴大人幣波幅非加快升值前奏

太平金控、太平證券(香港)研究部主管
陳羨明

人民幣匯率和利率市場化改革是內地金融改革的重點，通過改革能夠提高資金配置效率，化解金融風險，推動實體經濟快速發展。惟中央仍極力求穩，相信匯率改革亦不例外。

當前，金融制度改革處於進一步深化的深水區，匯率和利率市場化為核心的金融改革將穩步推進。近兩年來，內地的金融改革已經取得了很大成績，例如匯率波動彈性增大，貸款上限放開、外商資金對華投資領域有序開放等政策得到有效的實施。

金融改革與開放將全面提速。19日人民銀行行長周小川發表文章，提及人行將基本退出常態式外匯市場干預，將會擴大人民幣匯率波動區間；並且將取消合格境內機構投資者(QDII)、合格境外機構投資者(QFII)資格和額度審批。

雖然周小川沒有提及今次放寬匯率波動區間的時間表及幅度，不過跟三中改革一樣，有關導讀本為金融改革提供了一個全面戰略大綱，多項改革的總體影響力，讓人看出行改的決心。容易看出，人行更致力於放寬對跨境資本流動的限制，預料資本帳戶有限度自由化的可能性愈來愈大。取消QFII資格和額度審批，亦有利於金額市場帶來新的資金動能。

而當中最值得留意的，是人行有意改變定期干預匯市的做法。市場憧憬人民幣市場化加速，帶動人民幣匯價再創新高，昨日人民幣兌美元中間價報6.1305，較前一交易日繼續上漲12個基點，再次刷新匯改以來的紀錄。

然而，若以為人民幣波幅擴大，等同人民幣自由化加速及升值加速，則是誤判。中央擴大人民幣波幅，應是三中全會力推的匯率市場化改革中的一環，主要是逐步推進以完善人民幣匯率形成機制。在人民幣匯率全面開放之前，在中央容許的範圍下，擴大空間進一步反映市場供求。

事實上，擴大人民幣波幅並非加快升值的前奏。2007年人民幣兌美元波幅區間由每天0.3%擴至0.5%，以及去年4月再由0.5%擴至1%，人民幣均只是呈橫行及緩升格局。

無疑，三中全會的核心思想，是要推動市場化，以釋市場活力推動經濟。中央加快人民幣國際化的進程，既可倒逼出口企業升級轉型，亦可進一步釋放市場創造力，讓人民幣在國際上獲得廣泛的認可和接受。

雖然三中全會雖揭開新一輪改革浪潮，力求在改革過程中將市場對资源配置、價格的決定作用體現出來，惟習近平多次強調要「穩中求進」，相信國策和實際形勢的考量下，中央對人民幣升值步伐的取態，亦不離這種求穩的取向。

房協推「樂融軒」成功創新

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

房協推售港島東「樂融軒」長幼共融項目，新概念在同一座大廈融合了私人住宅及長者屋的設計，有受訪長者表示願意資助子女購入單位，由於低層長者屋設計迎合長者需要，自己選擇租住樓下，會議出樓上單位給子女家庭居住。除了見證香港社會有長者願意用積蓄幫助子女置業的偉大之外，亦為房協這個新項目的長幼共融理念，能夠迎合現代社會倫理需要提供佐證，房協藉此成功走出一條新的發展路線。

據了解，「樂融軒」項目設計了六層低層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，這些單位擁有無障礙設施。長者一般行動遲緩，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，另一方面遇事時容易讓救援人員做救援工作。

此外，為適應輪椅使用者，在大廈建築上要預先作無障礙設施設計，包括電梯、升降台、斜道、加闊走廊及大堂、室內外亦要加闊門框及加大廁所浴室等，除了要符合相關法例要求之外，設計師還要花心思在使用者的具體細節上，比如室內應否設間隔減少障礙及每戶安裝救命鐘等。這些建築設施令建築費提升及可能令單位的有效實用率下降。

房協今次在「樂融軒」售樓方面亦引入新猶，委托逾百

家大小代理行為樓盤銷售，這是首次打破大行壟斷一手樓銷售的慣例，讓更多代理可以把自己的客戶介紹給房協，尤其在現時二手樓市淡靜的情況下，更加難能可貴，從市場角度看，這是更充分有效利用市場上的銷售人力資源，擴大銷售網絡到每個市場角落。

側聞有議論認為「樂融軒」訂價過高，據披露，首批60個單位呎價由12,700元至15,100元，平均呎價約13,838元。筆者理解這是參考同區一手新樓及二手樓同類樓盤的相若水平。藉此機會討論一下新盤的訂價哲學，無論甚麼樓盤，發展商事前都會小心測試同區市場可接受的樓價水平，然後因應本身樓盤的質素和賣點去訂定售價及銷售策略。

在此我們只講訂定基準售價水平，箇中大哲學及講究火候，訂價太高則樓盤滯銷，有礙回本及支付建築費等開支。反過來說，訂價太低，樓盤可能轉瞬售罄，但這亦不是好事，因為結果只會益了炒家，馬上在市場轉售及賺取差價，所以發展商實樓一定要恰當訂價，一般愈貼市愈好，既不留下水位給炒家短炒，又要不影響樓盤的銷售進度。

房協是半官方機構，實樓訂價當然要訂得貼市，雖然現時港府實施3D雙辣稅，基本上市場短炒摩售住宅已絕跡，房協需要審慎參考同區同類新樓樓價水平來訂定市價作售價，「樂融軒」的單位沒有轉售限制，訂價所考慮因素與上述私人發展商的一樣，筆者對房協的專業人士所作的訂價水平有信心。

從職位空缺率推算行業長遠需要

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心
李樹甘、曾俊基

先前筆者於不少場合與朋友討論該如何支持本港各行業發展，眾人不約而同得出以下結論：若以支持本港各行業為目標，政策支援和配合應以長遠考慮為本，但現在相關政策支援和配合都較為傾向解決短期問題。為此，筆者於本文中希望為讀者們介紹其中一種可行辦法，先由空缺率的計算入手，加入一些有前瞻性統計數據，反映行業長遠需要。其中一種較可行的是加入考慮「非局限下的空缺率」。

空缺率，一般是指空缺職位佔總職位的百分比，例如一間公司總共有2個職位空缺，而聘請員工數有8人，那麼職位總數為10個，而空缺率便是20%。但事實上，香港現時一些有關空缺率的數據均出現相當大的差異，舉例說，根據政府統計處資料，零售業2012年底的職位空缺率約為3%，但根據香港零售管理協會的資料，零售業2012年底的職位空缺率約為11%。

筆者認為當中出現差異原因之一為各界對空缺率的計算方法並不一致，而其定義亦沒有作清晰的界定。有見及此筆者認為應找出三種不同的「空缺率」以及進行其人力資源估算：觀察空缺率、非抑壓空缺率、非隱藏性空缺率，以補充現有不足。

觀察空缺率為一般較為常見的空缺率計算方法，即先前文中提及的計算方法，比較職位空缺數與職位總數。一般而言，香港多把職位空缺定義為「職位仍懸空，需立刻填補而現正積極招聘人員」，但筆者參考一些外國研究，發現他們主要把職位空缺定義為「正進行招聘、未來12個月計劃開設的新職位、預期未來12個月將出現的離職真空」，即包括考慮未來一年的情況。但這空缺率是因應現實環境所得，亦即是有限局下的估算。

相對於觀察空缺率，以下兩種空缺率都希望解除一些

局限條件下進行估算。研究非局限下的空缺率，將有助於了解行業所面對的困難，協助行業發展。

非抑壓空缺率需要考慮「目標僱員人數」的資料，目標僱員人數的定義為「考慮到業務的發展需要，認為最理想的僱員人數」。而非抑壓空缺率是在考慮到業務的發展需要，以目標僱員人數為基數，比較聘請員工數而計算出的空缺率。這數字一般較觀察空缺率為高，因為非抑壓空缺率加入考慮一些沒有正式開設的職位空缺(例如因職位空缺時間太長而放棄招聘、或是因無法招聘某種職位放棄招聘其他相連職位)。

非隱藏性空缺率需要再加入「聘請低於要求的員工」的資料。非隱藏性空缺率是在非抑壓空缺率的基礎上，加入考慮「因招聘困難而聘請低於要求的員工」的數字。一般而言，公司在招聘困難的情況下，會聘請部分低於要求的員工，事實上，於公司立場中這些職位若有合適人選便會作出替代，所以於公司立場中合適的僱員人數應較觀察所得的數字為低，而非隱藏性的空缺數應較直接觀察為高。

當然，只有文字理論較為困難解釋三者分別，現在以一個例子說明：舉例說，若一間公司，有2個職位空缺，而聘請員工數有8人，則職位總數為10個，觀察空缺率為20%。若加入非抑壓性因素後該公司的目標僱員人數為12人(可能因各種原因而沒有開設總共4個職位)，對比聘請員工數8人，則非抑壓空缺率為33%。此外，若該公司因招聘困難而聘請了2名低於要求的員工，則加入非隱藏性因素後的聘請員工數為6人，對比目標僱員人數12人，非隱藏性空缺率為50%。

由以上例子可見，三種空缺率的差異可以相當大。筆者認為，以上三種空缺率均反映着行業發展所面對的不同困難，而對比三種空缺率的數字可以以更明確找出問題，對症下藥。所以為配合行業長遠發展，除觀察空缺率外，應加入考慮非抑壓空缺率、非隱藏性空缺率等有前瞻性統計數據。

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。

「單獨二孩」效用恐被高估

比富達證券(香港)業務部副總經理
林振輝

上周五晚內地政府發表三中全會《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》(《決定》)，內容涉及政府職能轉變、城鎮化、環保、國防和計劃生育等方面的改革，超出市場預期，本周一恒指大幅上升627點或2.73%，港股成交量超過1,000億，創出9個月新高。其中，受「單獨二孩」政策提振，奶粉和嬰兒用品、保險等相關行業均大幅抽升。不過，筆者對「單獨二孩」實際利好影響持保留態度，認為相關板塊升幅較大，或已過分反應該消息，後市須保持審慎。

剛出台的「單獨二孩」政策規定，夫妻二人中只要有一人為獨生子女就可生育第二個孩子。而之前的政策是，部分農村夫婦可以生育二胎，夫妻雙方都是獨生子女也可以生育二胎。政策調整對夫妻雙方都是獨生子女的家庭沒有影響。因此，引用美國人口學家Carl Haub的表述，該政策實際上相當於「一孩半」政策。人口專家估計，生育政策調整後未來三年出生的嬰兒數量將會增加100萬-200萬，遠低於之前市場預測的1,000萬左右。

「單獨二孩」政策在農村不會造成太大衝擊，但

在城市衝擊較大。按之前實行的政策，大多數農村頭胎為女孩的家庭可以生二胎，而且農村超生比例高，育齡人口大多已經進入城市工作或生活，農村早已空巢化，因此新政策對農村影響較小。而由於城市住房、生育和教育成本不斷攀升，城市的生育意願已經很低，很多城市家庭仍會選擇只生一個孩子。另外，內地政府正在推行的城鎮化、戶籍改革等措施將會推動農村人口向城市轉移，無形中將會推高城市生活成本，進一步壓縮生育意願。因此即使新政策落實，內地新生嬰兒數量也不會出現大幅上升。

新政策對農村影響較小

內地政府對獨生子女政策作出調整，主要是為了解決目前中國人口老齡化導致出現的勞動力短缺問題。中國勞動適齡人口(15-64歲)正在明顯下降。據聯合國預測，2010年至2030年，中國的勞動適齡人口將減少6,700萬，長遠來看，「單獨二孩」增加的嬰兒數量不足以彌補未來可能出現的勞動力缺口，而且最少也需要等待20年，遠水難救近火。因此，筆者相信「單獨二孩」只是過渡政策，未來幾年內地將很大機會出台更加徹底的生育政策及改革措施。

前海與橫琴互補達雙贏

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

前海批准進入6種產業，包括金融業、現代物流業、信息服務業、科技服務業、專業服務業及公共服務業，共112個產業項目。其中重點是金融業的23個項目和現代物流業的18個項目。但橫琴新區的發展目標有所不同，主要發展產業有7種，包括休閒旅遊、商務服務、金融服務、文化創意、中醫保健、科教研發及高新技術。

可以看出兩者的發展重點有所不同，前海集中金融/物流/信息/專業/科技/服務，橫琴則以旅遊/文化/中醫/科教/娛樂為主，主要是服務其鄰近的不同特區！她們不相同的未來思路已在整體開發規劃中有效地體現出來。前海共分三大主要區域，即南部的前海灣保稅區、北部的前海商務中心及中部的綜合功能服務區；整個橫琴劃分為「三片十區」的功能佈局，「三片」為商務服務片、科教研發片及休閒旅遊片。

在土地出讓方面，前海起步較橫琴遲。據資料顯示，前海共推出3幅商業用地，分別於7/8月以掛牌方式成功售出，中標投獲地皮的企業均為內房開發商，三幅商業地皮總成交價定為233億元(人民幣，下同)，比底价高出55%，折合平均樓面地價約18,000元以上，加上政府指定最少投資成本

15,000元每平方米和合理開發利潤，則未來辦公室價格不會少於每平方米43,000元。在十月開始，前海已加快推地，當中兩幅位19單元和四幅位於7單元，看可否吸引更多港資發展商競投。

早於2011年2月，橫琴已開始掛牌出讓土地，直到2013年10月共賣出超過17塊土地，共回收約153.6億元，最高地價只是約15,890元每平方米(以樓面地價計)，預料未來最終樓價達到每平方米35,000元以上。其實兩地最終預計樓價已超過其所屬市區的現有水平，而橫琴更會創下珠海市同等高樓的最高水位。前海的中標者主要是國內開發商，而橫琴的獲地者以澳門投資者為主，是以彌補澳門土地的短缺情況。

在剛剛結束的三中全會中，通過《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》，推出了全面深化改革的行動綱領。在經濟體制改革上，放寬投資進入，加快自貿區建設。上海自貿區掛牌後，廣東綜合自貿區包括橫琴、前海、南沙等等已「高唱入雲」，究竟能否成事及何時被批准，都是華南地區商賈人士「引頸以待」的天大事件。

在港珠澳大橋通車和城際列車開入橫琴新區之日，正是四地經濟互相融合的里程碑，如何利用這個特大機遇是粵港澳三地政府未來十年的共同利益點，必須立即正視並聯合探討，達到三贏局面，前海與橫琴不會是對立而是互補呢。(二之二)