

# 聯儲局歲末會議忽然惹警覺

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

踏入12月，國際金融市場的參與者，還未有做什麼回顧展望的打算，反而是繼續推進，希望在餘下的幾個星期內，盡量把握機會。當然，把握機會的意思，不一定意味投資順利，更不代表大家看好或看淡某一市場，是純然中性的一個字，有機會，無論是升是跌，甚至是不動依然，都有機會，只是工具不同而已。

值得注意的是，在這12月的第一周，大家似乎忽然醒覺，原來聯儲局又要開會了！當然，這只是戲言，聯儲局本月的會議是今年最後一次，大家早已知道，只是為什麼現在這個時候，突然被人覺得如斯重要，才是重點所在。

不要誤會，這裡可不是說聯儲局開會不重要，這絕對不是我的意思。我的說法只是，重要歸重要，為什麼突然成為市場十分關心的對象呢？

其實，細心一想，當知道，既然是今年最後一次，這就是關鍵所在。可不是嗎？由今年5月起，聯儲局主席伯南克的訊息很清楚，隨著復甦勢頭持續，即使不是今天或明天，即使不是今年或明年，但總有一天，總有一年，聯儲局要從非常時期的非常手段退下來，退市是也。

這裡可以細緻一點說，所謂退市，短期開始改口風，以圖透露傳媒，只是大眾做期望管理工夫，希望大家有所明白，知所進退，中則改變量寬的規模，買債買資產的步伐，由現行水平，漸漸減少，長期連聯邦基金利率也可以加息了。

問題是，伯南克並無清楚指出時間表，這是他高明之處。他的說法是可加可減，視乎經濟數據而定。這種條件，本身並無問題，甚至是理所當然，自然要看復甦進度如何，才能決定怎樣由當前的處境，全身而退，對不對？

但想深一層，他既然沒有清楚指出時間表為何，則大家只能小心處理控制本身的風險水平，因為萬一他真的決定提早退市，要走便來不及。故此，大家紛紛把之前多炒的部分，無論是看好或看淡哪個市場哪種資產工具，都要減倉。當然，最為明顯的是隨著復甦愈堅穩，防守類別的工具便由高位回落甚多。

但無論怎說，大家自行減倉的行動，已經為伯老解除一定的煩惱，因為整體金融市場的風險水平，在沒有出口術以外沒有真正行動的情況下，已經立即下降



聯儲局本月將舉行今年最後一次會議，成為市場十分關心的議題。

了。

正因為當時的期望管理太令人相信，才會有人估計9月鐵定退市，而根據上述的對退市一詞的理解，除了期望管理工夫多做之外，9月可沒有退市。問題是，當時遺留下

來的，還有年底前考慮是否應該退市，或更準確一點的理解，是年底前考慮是否應該退市。如此一來，踏入12月，年底迫在眼前，怎樣不自行產生驚嚇效果呢？尤其美股年內屢創高位，更有空間藉美國經濟數據勝預期，而先行回落了。

## 滬自貿區將為港帶來新契機

太平金控、太平証券(香港)研究部主管  
陳羨明

上海自貿區投資機會的深耕細作正式拉開帷幕。人民銀行2日公佈《關於金融支持中國(上海)自由貿易試驗區建設的意見》(《意見》)，當中界定了相關主體在自貿區開展業務的範圍，並且進一步明確了自貿區利率市場化、人民幣國際化、資本項下自由兌換的具體操作形式，標誌自貿區金融領域的業務進入實質性操作階段。滬金融發展步伐加快，中央改革意志明顯，港亦可藉機搶佔合作機遇。

人行出台自貿區金融細則，整體符合之前市場的預期。金融機構趨首企盼的制度框架終於落地，區內金融服務的開展、金融創新的推進、離岸金融市場的建立成為可能。

內地近年積極力推對外開放，金改門戶開得愈大，香港的優勢難免受影響，且讓港人憂慮滬金融競爭加劇，例如《意見》指，將助在海外註冊的內地紅籌企業到上海發債，恐和本港點心債正面競爭。

### 企業融資業務發展潛力巨大

不過，從辨證的觀點看，事物都是一分為二的，上海更為開放構成競爭之餘，亦會為香港帶來新的契機。例如《意見》稱，上海自貿區的金融機構和企業，未來可從境外借入人民幣，對香港的企業融資業務來說，將是極大的機遇。

本港人民幣較新加坡、倫敦等規模更大，資金成本低，且資金池已近萬億元人民幣，充裕、價格具競爭力的人幣資金可貸予上海自

貿區的企業的同時，亦可藉此推動做大本港人幣規模。

其實，香港能否抓住機遇，關鍵是面對競爭時，能否將靜態優勢，轉化為動態動力。例如，單是一個國債市場，就可見香港尚有很多未拓展、發揮的空間。在加大國債市場闊度，以及發展國債衍生工具方面，就頗具潛力，可以將市場愈做愈闊，從而擴大香港人幣離岸業務的國際影響力。

### 擴大港人幣離岸業務影響力

此外，亦可在其他金融環節，例如股市、期貨、滙市等方面着力，例如《意見》指，在上海自貿區內就業者，將可投資境外證券等。為吸引更多內地資金以香港作境外投資首站，除加強在內地的業務網點外，亦可設計出更多適合內地投資者的產品，將香港觀優勢化為開拓新業務、將現有業務升級的動力。

要迎合內地的金融改革商機，本港監管機構亦需配合。例如，要提升香港國債市場廣度，市場參與者除要有更多投資機構外，還要有活躍散戶。惟散戶認購國債前需要繁複地提前多日兌換人幣作準備。市場兩月前已傳出此兌換限額即將提高，惟至今未見落實。

無疑，香港相對新加坡等區內金融中心有不可比擬的優勢，就是中央與香港關係更緊密、更獲中央信任。香港可藉此更準確掌握內地金改步伐與節奏。

中央要提高國家在國際間的金融話語權，要大力推動金改，力推人幣國際化。惟香港則要靈活走位，搶先優化本港金融政策、市場框架、金融產品設計，自可將內地金改的衝擊，化為金融再上台階的機遇。

## 環球商品明年上半年前瞻

康宏投資研究部環球市場高級分析員  
葉澤恒

上星期，筆者談及了對明年匯市的看法。本星期，筆者先回顧今年環球商品市場的走勢及對明年的看法。

金價方面，今年以來累積跌幅達25%，但驚險的場面不少，特別是今年5、6月時間，曾經連續兩日出現下跌100美元的情景。展望明年，筆者對金價的看法仍然相當審慎。除了因為聯儲局可能減少買債，令美元出現反彈而拖累金價的表現外，其實從投資及實質需求的情況看，亦不太樂觀。雖然歐美央行實施寬鬆措施，但已發展國家不但未有出現嚴重通脹，反而歐元區仍處於通縮的情況。在這種情況下，令黃金欠缺發揮抗通脹的作用。

### 金價或低見1050美元

至於需求方面，全球對黃金需求最大的中國及印度，兩國經濟明年仍欠缺大幅改善的空間。況且，中國大媽於今年一役已投放不少資金於黃金，預料短期不會再增持黃金。印度方面，當地大幅上調進口黃金稅率，避免經常賬進一步惡化，而措施預料明年將會持續。因此，預料對當地黃金需求帶來壓力。在這種情況下，預料金價明年上半年可能在1,050至1,450美元上落。

### 油價下跌空間料不大

油價方面，今年下半年一度高見110美元後，反覆回落至近日低位92美元，才見反彈。伊朗核問題明朗化，歐美國家的制裁可能放寬，或令

伊朗的石油產量增加，令全球的供應量有所上升。但與此同時，環球經濟復甦步伐仍存在不確定性，加上美國方面增加使用頁岩油，令全球石油需求存在不明朗因素。在這種情況下，預料油價仍有下行風險。惟在油租可能出口衝，甚至減產的情況下，預料油價下跌的空間不大。料紐約期油明年上半年在85至105美元上落。

至於基本金屬方面，全球經濟雖然有所復甦，但步伐並不一致，令基本金屬價格存在不明朗因素。而且據倫敦金屬交易所資料顯示，雖然全球銅庫存持續下降，但是鋁庫存卻反覆上升，令基本金屬仍然受壓。預料全球鋁價明年上半年在1,600美元/噸至2,100美元/噸上落。

至於銅價方面，既然有銅博士之稱，亦即對全球經濟敏感度頗高。但目前全球仍有多項不明朗因素，特別是聯儲局一旦於3月減少買債後，美國經濟增長會否再度回落。在這種情況下，銅價明年上半年有機會出現先低後高的情況。預料銅價明年上半年在6,300美元/噸至7,600美元/噸上落。



市場需求下降，金價明年上半年可能在1,050至1,450美元上落。

## 新股重啓 券商力量大釋放

比富遠證券(香港)業務部副總經理  
林振輝

上周六(11月30日)，中國證監會發佈新股發行體制改革的意見，內容主要包括：1) 股票發行由核准制向註冊制過渡；2) 核准和發行周期大幅縮短，券商在IPO時點和配售方面擁有更高決定權；3) 監管重點從行政管理控制轉向加大資訊披露和透明度，以市場監管為主。IPO將會在2014年1月重新開關，據證監會估計，到時將會有約50家企業完成程式並陸續上市。另外，早前證監會也發佈聲明，部分企業可以試點發行優先股。筆者看好內地券商前景，因IPO重啓，券商投行業務收入將會大幅增長，同時IPO審核效率的提高和優先股的試點，也有利投行業務的持續擴張。

### 來年投行業務收入料倍增

目前共有77筆IPO已經獲得批准等待掛牌上市，據Wind資訊估計，融資額將達到364億元(人民幣，下同)。以融資額來看，中信證券和招商證券排在前兩位，分別達到127億元和25億元。若符合資格但未通過審核的在會企業也考慮進來，券商排名將會有所不同。據中證監公佈數據，目前在會企業有763家，若從在會項目和過會項目(已核准可以上市)來看，招商證券數量最多，分別為51家和6家；其次是廣發證券，分別是46家和4

家，中信證券和國金證券等緊追其後。IPO的重啓將會令券商的投行業務大幅改善，筆者保守估算，2014年內地券商業務投行業務收入將會同比增長100%以上，佔營業收入將達到5%-10%之間。

另外，股票發行制度的改革，即核准制向註冊制的過渡，將會大大簡化發審環節，股票的發行價格、規模和時間窗口將由市場決定。筆者預計，新股定價將會有所降低，可以有效解決一直以來一二級市場價差過大的問題；同時新股發行將會變得簡單，IPO項目將會明顯增加。發行制度改變後，證券公司將擁有新發定價權和配售權等，令投行的研究和承銷能力成為發行業務的關鍵因素。預計未來券商的投行業務將會出現大洗牌，承銷份額將會向綜合實力強的大投行集中。

### 沉寂多年內地股市將激活

IPO重啓符合市場預期，對內地大盤影響不大，但對中小板和創業板衝擊很大，周一內地創業板收盤跌8.26%，創下歷史最大單日跌幅。另外，優先股允許試點發行也屬意外驚喜。優先股沒有投票權，不會攤薄股權；同時以固定息率為融資成本，周期較長，可以滿足投融資雙方多元化需求。長遠來看，IPO重啓和改革可以激活沉寂多年的內地股市，內地券商業務將會直接受惠，筆者看好內地券商板塊，尤其是投行業務能力出來的大券商。

## 維持競爭力需解決勞工荒

香港專業人士協會副主席及資深測量師  
陳東岳

港人愈來愈長壽，但出生率偏低，香港面對人口老化趨勢，勞動力不足、稅基狹窄等問題漸現，特區政府由政務司司長林鄭月娥擔任主席的人口政策督導委員會展開人口政策諮詢，促進市民廣泛參與討論，好讓未來政策方向凝聚共識。

諮詢文件按照三大範疇，即「現有人口、新來源人口、老齡化人口」建議了五個應對人口挑戰的政策方針，筆者將之歸納為：

- (甲) 增加勞動人口；
- (乙) 改善教育，優化人才；
- (丙) 引入外地人才及勞工；
- (丁) 鼓勵生育；
- (戊) 友待長者，促進銀髮市場。

在芸芸亞洲城市中，要維持一定競爭力，有可持續的人口政策很重要，但當中亦要顧及社會穩定及社群共融等因素。近期就房地產政策討論時，有人認為要限制新來港人士，這不是應該的態度，香港開埠以來，主要人口來源自內地同胞及其下一代，基於人道，怎可以把家庭團聚者摒諸門外。

### 本土所缺人才 可針對性引進

受制於市區現在土地供應種種條件，香港的確不能容許太快太多的人口增長，只可循序漸進，在控制底下增加。要維持經濟競爭力，解決勞動力不足尤其重要，參考外國的做法，就是針對性引進本土缺乏的人才，記得當年，就曾經有國家招納香港的護士、航空控制員及中廚等。

### 加強經濟民生治理 鼓勵生育

中國新國策放寬生育，香港一向沒有控制生育，相反近年積極鼓勵生三個孩子，子女免稅額亦有所提升，但似乎社會反應不甚明顯，原因值得仔細探討。或許現時生活壓力大，很多夫婦都需要工作養家，根本無暇照顧孩子，現時醫療及教育費用不菲，更重要的是教養小孩，父母都要上班，誰來照顧小孩，可否他人代勞？但如教不好，責任誰屬？這些都是普羅家庭所顧慮的問題。無論如何，社會經濟民生治理得好，人人安居樂業，生育率自然提升，反之，社會日夜爭拗不休，要生孩子亦要再三思量。

人口老化亦影響長者居所的需求及該類住房的設計，房協推樂融軒長幼共融樓盤，是顧及人口老化及家庭倫理的概念，值得推廣。港府可考慮在私人住宅用地條款上，要求部分單位作長者屋設計。日後房委的出租公屋，亦可考慮撥適量單位作長者屋，而這些單位的內外設計亦以適合長者居住為宜。

### 人口趨老化 應善用長者餘暉

社會人口老化，但很多退休長者仍然精力充沛、思想敏捷，應該多給機會他們發揮其人生經驗及善用餘暉。現時民政總署、社署及警務處等部門均有推動不同長者可參與的社會服務計劃，比如長者論壇、各類文娛康樂活動、長者義務送飯給行動不便的獨居長者及長者減罪先鋒隊等，都是值得加強撥資源發展的項目。人類壽命延長是世界趨勢，退休後享受生活的時光愈來愈長，長者消費模式很值得研究，銀髮市場是未來商機，當中外來旅客的銀髮一族亦愈來愈多，怎樣在服務及生活品味方面滿足他們的需要，是本港旅遊服務的新課題。

## 最低工資影響爭議仍大

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

最低工資、標準工時等是近年最熱門的勞工政策議題。筆者於近兩年接觸了一些勞工界人士、商界人士、學者等等，與他們討論勞工政策的問題。從中發現社會對於實施勞工政策與否及其影響，仍有不少爭議，而這些爭議必須得到解決，社會才能達成共識。

當中，最低工資的影響是其中一大爭議。一些評論指出最低工資造成生產力與工資脫鉤，企業不能賺取合理的賬面利潤，便會離場，一些蝕本的企業更會倒閉或裁員。然而，坊間亦有不少評論指出，最低工資可提升工作效率、減少失業和流失率等，並引用外國研究作證據。為什麼結論的差異會這樣大？筆者認為，最低工資的影響是正面還是負面，取決於勞力市場的結構，在不同的市場結構下，最低工資的影響差異甚大。

### 利弊取決不同市場結構

另外，我們最常聽到增加最低工資水平的理據是最低工資滯後，原因是本港低薪行業時薪已超過最低工資。而事實上不少行業的市場工資顯著上升，是勞工短缺的結果。可是，我們有否想過勞工短缺很大程度上反而是由最低工資所造成？我們先要弄清楚因果關係，不能把所有負面因素都當成調高最低工資的理由。此外，最低工資會否引致失業增加、引發通脹或轉工潮，是否需要定期檢討等都是討論焦點。其實，最低工資在不同的經濟周期都有不同的影響，現在所見的只是經濟景氣的現象，不能忽略經濟差時的後果。

除了最低工資之外，坊間亦提出了各式各樣支持實施標準工時的理據，不少標準工時的支持者都以「縮短工時，增加作息時間」為理據，希望透過減少工作時間，從而幫助員工改善作息平衡。可是，實施

標準工時，令額外工作時間的工資比原來工資高，會否適得其反，減少作息時間？在「變相增加工資」後，僱主可能增加兼職以取代加班，員工總收入反而減少，又增加上下班時間，員工服務質素亦受影響，是否社會所樂見？

### 標準工時或增勞資矛盾

此外，在標準工時下，僱主會更重視員工為公司帶來的效益。例如他們將加強監察員工的工作效率，工作比以前更要爭分奪秒。勞工政策目標在減少勞資矛盾，還是增加雙方磨擦的機會？若員工的工作壓力將會更大，標準工時反而不利於改善作息平衡。何況，在勞工短缺的情況下，縮短工時是否實際可行？

除了勞工政策困擾着勞工市場之外，勞工短缺亦是目前勞力市場最嚴重的問題之一。有勞工團體指出聘不到員工是僱主不願提高薪金所致。但是否高薪就一定可以聘到足夠員工？為何僱主在有利可圖下仍不肯加薪以吸引及挽留員工？是否「自討苦吃」？有建議指出香港有輸入外勞的需要，勞工團體指外勞將會取代本地勞工，故作出反對。可是即使不輸入外勞，在工資不斷被非市場力量推高的情況下，一些本地勞工遲早被機器取代，而面對全球化競爭，香港又不能自給自足，輸入外勞應否視為持續發展的政策，能照顧勞資雙方利益？近年為何勞資關係愈來愈緊張，究竟當中的矛盾在哪裡？可否化解？畢竟勞資雙方是共坐一條船，大家需要齊心面對外來風浪。

我們就現時本港勞力市場目前面對的三大熱門問題：勞資矛盾、勞工政策及勞工短缺，撰寫《勞資矛盾的危、機——勞工政策與勞工短缺的分析》一書，嘗試以經濟學角度分析以上問題。筆者盼望能拋磚引玉，帶起更多討論，在不久的將來，見到更多更有系統地研究本地勞工及相關的公共政策。

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。