

美股今年升勢未必及去年

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

首次於2014年與讀者見面，先祝各投資者今年心想事成，身體健康。美國聯儲局於2013年底正式宣佈退市，每月買債金額減少至750億美元。雖然減少買債的時間較預期早，但由於美國就業市場持續改善，加上第三季經濟增長高達4.1%，故寧可在現階段提早減少買債，是可以理解的。

以美國目前經濟情況，未來仍會逐步減少買債步伐。雖然美國就業數據持續改善，但失業率仍高達7%，以與非農業新增職位超過20萬份的情況下，預料美國經濟改善的速度仍較以往為慢。另一方面，美國三十年按揭息率升至4.3厘水平，較去年低位已經升了一厘，對美國剛復甦的樓市可能構成考驗。

相對美國的強勢回歸，歐洲及日本經濟仍在掙扎中。歐洲央行以及德國財長近期先後表示，歐洲央行目前不急於減少買債，但未來再減息的機會不大。惟歐洲目前仍受通縮威脅，加上區內第二大經濟體的法國，當地第三季經濟出現收縮的情況，故預料歐元區經濟仍可能處於呆滯的局面。至於亞洲區，雖然有希望於首季加推量寬，為當地股市及經濟帶來短期刺激作用，但似乎有機會出現「臨尾香」的情況。在這情況下，預料

日圓的跌勢將會再度展開，上半年有機會見115水平。

未來受多項因素所左右

回到美國方面，雖然預料聯儲局只會逐步減少買債，但未來仍有多項因素可能左右美股的升勢。首先，即使聯儲局只會逐步減少買債，但今年聯儲局的公開市場委員會卻出現了人事變化，將加入較多中性至鷹派委員於會內。伯南克的老師——前以色列央行行長費沙，亦會成為聯儲局副主席。以色列央行近年在經濟下行時，仍有上調利率，故可以預示聯儲局未來的貨幣政策將會傾向中性。即使作為大鴿派的耶倫將會接任聯儲局主席，最多只能紓緩退市步伐。未來可能令投資者感到意外的是，聯儲局今年的會後聲明字眼上，可能較市場預期強硬，令美股今年的波動性增加。

第二，根據以往的歷史，美股未試過可以連續六年升市。美股自2009年3月以來的升市，牛市已經長達57個月，惟自1950年以來的牛市，平均壽命只有53個月。即使美股仍可能上升，未來上升空間將會有限。另一方面，聯儲局將由本月開始減少買債，而且未來一年聯儲局只會持續減少買債，故預料貨幣供應量增長將會逐步減慢。因此，預料美股未來上升空間可能會逐步收窄，而全年美股升幅亦未必及去年。

老齡化推動養老地產發展

比富達證券(香港)業務部副總經理
林振輝

隨着內地逐漸進入老齡社會，養老產業正在成為未來二三十年最具潛力的市場之一。養老地產就是其中一種形式，保險公司和房地產公司推出升級版的養老院或者住宅區，將其視為長期地產項目長期經營。基於巨大的市場需求，養老地產備受市場熱捧，2013年更被視為「養老地產元年」。不過也有不少人憂慮養老地產會變成新一輪房地產泡沫的催化劑。筆者認為，若規劃適當，養老地產未來必定是內房最主要的新增長點之一。

據聯合國的規定，若一個國家的老年人口比例達到10%以上(60歲以上人口)或7%(65歲以上人口)時，標誌着這個國家或地區進入老齡社會。2010年中國人口普查結果表明，65歲及以上老齡人口佔中國總人口的比例已近9%，早已超過進入老齡社會的標準。今年中國60歲以上的老人已經超過2億，未來20年，假設2015年可以全面實施「單獨二孩」政策，這個比例仍將攀升至18%。以14億人作為基準，20年後中國老齡人口將達到驚人的3.6億。

市場巨大 內房企業佈局早

由於老齡人口多、需求大，政策上也支持養老地產發展，再加上傳統商業地產的發展空間已經越來越小，養老地產成為了眾多保險公司和地產商必爭之地。近年來包括萬科、保利、萬達、遠洋地產、康泰人壽等公司紛紛在一線城市佈局養老地產項目，二三線城市甚至中西部地區也有項目進入，發展勢頭迅



圖為青年藝術工作者為近百名老年人奉獻了一場精彩演出。 新華社

猛。國際旅遊地產專家評審委員會高級官員曾曉成表示，養老地產的規模有望由2010年的近1萬億元(人民幣，下同)提升至2020年的8萬億元，以及2030年的22萬億元，將成為新型城鎮化的重要支持。

無可否認養老地產有極大的市場需求，但也存在一定的風險，合理的規劃非常必要。現時養老地產面臨的問題包括開發投入大、回本慢，要保證盈利開發商難免要走高檔路線，這樣就設置了較高的消費門檻，壓抑了部分需求，同時要求開發商要有更為雄厚的實力。

合理的規劃至關重要。首先要有較好的景觀環境和田園氣氛，因為回歸自然是養生養老人群普遍的心理需求。其次是要有完善的服務配套如超市等，以及醫院等康體醫療設施，為老人提供24小時的專業護理服務。第三是豐富的社會交往活動選擇和娛樂活動。

養老地產不是簡單的建房子，需要體現出「養老味」。養老地產仍需要5年-10年的時間才可以變成成熟，不過其巨大潛力是顯而易見的，筆者看好養老地產的發展前景。

拒絕輸入外勞真的可保障本地工人?

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

筆者想先問讀者們有關生產鏈的問題：如果你是生產蘋果批的商人，有兩種質量差不多的蘋果，一種賣3元，另一種賣6元，你會選擇買哪一種當原材料？如果你是消費者，有兩種質量差不多的蘋果批，一種賣5元，另一種賣10元，你會選擇買哪一種？相信讀者心中已有答案：不論是生產者還是消費者，當然是買較便宜的那種！

香港自開埠以來，因為自身資源貧乏，必須依靠對外貿易(入口資源)，才能滿足其生活需要，並在過去數十年得以快速發展。時至今日，香港依然要依靠龐大的對外貿易來維持生活，但隨着時代改變，面對勞工短缺，香港需要入口的再不只是傳統的資源，而是人力資源。

不少研究均指出輸入外勞對紓緩勞工短缺十分重要：勞工技能不符合職位空缺要求所產生的技能錯配，需輸入高技術外勞；因工作環境、社會地位等偏好不符合勞工期望所造成的偏好錯配，則需輸入低技術外勞。根據2013年人口政策諮詢文件指出，未來香港將會出現整體勞工數量不足的情況，更需輸入外勞。

現在來到本文開始生產鏈的問題：如果不是蘋果與蘋果批，而是勞工與產品/服務，那麼答案會變成怎樣？答案本應一樣簡單的，但現在問題卻被看得複雜很多。香港現時除了「外籍家庭傭工」外，「補充勞工計劃」的限制很大，每宗申請均需要經過勞務處考慮後才由政府審批，只要勞力代表堅決反對，輸入外勞的申請便難以通過。勞工團體擔心本地工人被外勞替代，拉低本地工人工資；經濟衰退時，又會導致勞工過剩，造成失業問題。

新加坡經驗可作借鑒

然而，拒絕輸入外勞會令工資因勞工短缺而不斷上

升，令生產成本不斷增加(人手短缺行業主要是勞力密集為主的服務性行業，工資佔生產成本比重)。除了工資外，另一主要生產成本——租金亦已為通貨膨脹帶來不少壓力。但是，土地對香港來說是非常困難入口的資源，相對來說，勞工是較容易入口的資源，更是除租金以外的重要成本組成部分。以新加坡為例，同樣面對緊張的市場，她容許輸入廉價外勞，500萬人口中，廉價外籍勞工約佔100萬人，減慢民生相關物品價格上升幅度，市民受益之餘，也能吸引外資、專才，有利可持續發展及提升國際競爭力(當然過分輸入外勞也會造成社會問題)。

另一方面，使用相對較保守的輸入外勞政策就要依靠強大的國內經濟支持，以日本為例，其使用非常保守的輸入外勞政策，國內工資遠較區內其他地區為高，加上保護貿易、限制入口，日本成為世界上物價最高的地區之一。而香港是一個小型的開放經濟體，並沒有強大的國內經濟支持，必須以龐大的入口來維持生活，強行實施保守的輸入外勞政策只會為香港經濟帶來不利影響。事實上，日本雖然經歷通脹放緩但物價仍高，削弱出口競爭力，減慢復甦速度，近期更要依賴大幅貶值以刺激經濟，但香港在聯繫匯率制度下不能隨意貶值，就算貶值，都會帶來資金湧入，增加資產泡沫、輸入通脹壓力，減弱經濟自動調整能力，不利香港長遠發展。

當然，輸入外勞可能會拖低部分工種的工資，但這只是硬幣的一面。若果我們不容許生產者買3元的蘋果，那麼市面上又怎會有5元的蘋果批？

當我們以為拒絕輸入外勞以保障本地工人便能解決問題之時，其實只是製造了另一個產品價格過高(低競爭力)問題。輸入外勞，反而令香港整體受益。另外，政府可為低技術勞工提供培訓，以從事較高級的職位，將本地工人升級，甚至可將一部分輸入外勞得益重新分配到受影響者手上，同時投放資源協助外勞融入本地社會，以達致全民受益這一目標。

優化補地價機制增住宅供應

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

港府宣布本季推出12幅住宅用地，共可建5,500單位，連同前三季的供應，總共今個財政年度推地的可建單位，達到13,700個，與既定全年實地計劃目標相若，而按年增加5,000單位，則顯示政府增加房屋土地供應的決心和實際行動。港府的實地名單，其實經過調整，去年中三幅沙田石門住宅地現改為用作建公屋，新加入了天水圍兩幅共可建1,100伙限量住宅地，另外15幅用地因為進行密度檢討或規劃程序等原因，從原實地計劃中被抽起。

政府擬定目標全年私樓供應為20,000個單位，除了港府透過實地那一部分外，其餘部分靠港鐵、市建局、房協以及私人發展商透過重建及「私人土地契約修訂」所建單位來達成。有評論說非政府控制範圍內的供應難以全數完成，全年實際供應只約15,000至17,000伙。事實上鐵路蓋項目便曾試過大圍站流標、天榮站輕鐵站無標等，這兩項目加上稍後推出的將軍澳日出康城四期，合共可建約6,000伙住宅，說明這類項目所佔比重。

適度放寬地積比率可取

就現時港府以雙鞭稅逼的「政策市」狀態下，加上美退市加息陰霾，樓市成交大幅縮減而樓價偏軟，根本不必拘泥財年是否有2萬伙新增供應。待政府找到穩定的長遠土地供應的方法之前，料壓市措施仍將持續，或許樓價往下慢慢調整亦是港府預期之內，在如此一個動態中而不穩定的形勢下，發展商仍將持保守態度投地補充土儲。作為港府可控制範圍內的措施，筆者



圖為興建中的本港新樓盤。 資料圖片

贊成港府進一步研究適度放寬地積比率及逐幅檢討各「綜合發展區」的規劃，以便加快住宅的供應。

另一方面，鐵路蓋項目能否如期成功招標，是否能達成2萬伙目標的關鍵。這些項目一般投資規模較龐大，技術上涉及鐵路工程及額外成本、商場分紅比例等，而最有決定性影響的還有補地價金額的高低，過去曾試過流標後，港鐵向地政總署要求覆核補地價金額，當中程序上便很耗時。另外，發展商面對港府雙鞭逼過市，賣樓訂價不能像以往的同區二手樓有若干溢價，而銷售進度比以往來得緩慢，加上近來建築費不斷上升，於是投標鐵路蓋項目時都顯得格外謹慎。建議當局檢討各個涉及的環節，以增加鐵路上蓋項目的吸引力。

由法庭裁定最終補地價金額

還有優化補地價機制，最終可以令市場住宅供應增加。就地政總署處理補地價這個程序，不少私人申請項目便因為不接受該署的補地價要約Premium Offer而不能進行或被擱置。筆者理解該署面對工作壓力大，兼且補地價金額是代表政府公帑收入作把關，必須公平及公正，但現時申請者雖然可提出上訴Premium Appeal，但最終決定權還是在署方之內。建議優化上訴機制，如申請者不同意該署的補地價要約，可上訴至獨立第三方如土地審裁處，加設合理時限，雙方可延聘專家撰寫報告，由裁決者聽取證據後，裁定最終補地價金額。

美退市熱錢跑進環球股市

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

日前本欄分析了國際財金形勢，尤其是中國的改革進程和美國的退市步伐，如何影響港股投資者的評估過程，得出如下結論。先看中國，三中全會後揭示的改革，方向相當清楚，投資者選股將繼續以此為主題。再看美國，而對於股市的資金供應，則以美國聯儲局的貨幣政策為念，過去幾年都是活在量寬勢減，退市加速的影響下，港股有着大型上落市的格局。

兩者的動態，似乎沒有甚麼跡象，在2014年有所改變，故此，2013年的形態，相信會延續至2014年。當然，國際金融市場，資金流轉，進退迅速，不只港股一環。事實上，就算是股市，都有歐美日股市，亞太區新興市場，中國內地與香港等各個以不同地域劃分的板塊。何況，環球投資者尚有更多選擇，例如債市或商品，甚至匯市，都是重大的資產類別。

港股去年形態或延續至今

既已從貨幣政策和改革方向等，分析過港股的2013年形態，可能延續至2014年，何不以同一思路，看看在其他金融市場或工具上，有否類似的情況？首先，客觀看2013年，以全球的資產配置看，資金由債券市場和商品市場流出，轉而投入股市，可說是相當明顯。事實上，只要把觀點看遠一點，不再局限於港股甚至中國股市，放眼全球，上述現象是十分清楚的。

這個趨勢不難明白，畢竟過去幾年，可說是活在全

融海嘯後，非常時期的非常手段下，如今隨着實體經濟漸漸復甦，雖談不上強力反彈，但各個環節都有改善，市場亦不乏信心，與金融海嘯時，甚至金融海嘯後的初期，相去甚遠，是兩碼子事。

當復甦來臨，央行自然要作好準備，把非常時期的非常手段，漸漸淡化，繼而回復常態。去年5月，聯儲局主席伯南克的發言，正是溫馨提示了，復甦來，量寬去，是大趨勢，問題只在遲早，一切當然看經濟數據而定，他本人都沒有固定不變的時間表。然而，可以肯定的是，由當時起，本質上類似債券風險回報比例的，都在5月至6月有明顯跌勢，之後再沒有回覆到當時的水平，說明了資金由債券或類似工具流出的形態。

當然，其實比起這段時間更早的，2011年金價在高位1,921美元之後，後來再有第三輪量寬，都沒有對它起太大支持作用，反而每況愈下，顯而易見，投資者早在當時已明白，即使再有什麼量寬，規模和效果都不及早前，黃金作為實物，過去幾年的升勢，與其說是中國和印度的資金需求強勁，倒不如說是對央行無止境印鈔的風險，但復甦既來，量寬一旦無用武之地，又豈有必要再做對沖？由此而來，當然是金價下跌，觸發當日純粹炒作，跟紅頂白順趨勢而加碼的，轉為部署看空。

由此可見，2013年資金由債市和商品市場流出，明顯是退市因素所致。過程中，不少流入到成熟經濟體，包括歐美日的股市，美國連創新高，而歐日股市不斷造好，都是受惠者。基於上述2013年的退市因素，只會在2014年愈演愈烈，相信將加速把資金趕出債市和商品，有利環球股市。

走資壓力雖不大 港股仍波動

太平金控、太平証券(香港)研究部主管
陳羨明

港股在2014年首個交易日最終紅盤高開高收，投資者憧憬港股、內地A股乃至新興市場股市今年可追落後。惟美國雖啟步退市但持續低息，歐日亦勢再放水谷經濟，有利股市。新興市場則面臨資金流出壓力。內地力推改革引發的陣痛，不免對港股構成影響。

去年內地A股及港股市表現不理想，恒指累升2.9%，不過不失，上證綜合指數下跌了6.75%，成為區內表現最差的市場。歐美日股市表現突出，美股道指全年上漲26.5%，創18年來最大年度漲幅。歐股市漲17.37%，是2009年以來表現最好的一年。日本股市則以57%之升幅冠絕亞洲，是1972年以來的最大年度漲幅。相比之下，港股及其他新興市場明顯跑輸發達經濟體。

聯儲局宣佈QE退出安排之後的兩周時間裡，發達經濟體股市持續攀升，此前為市場所擔心的新興經濟體股票市場則表現穩定，正如我們去年12月20日在本欄《關注新興市場資金逆轉》一文的分析。文章最後指出，「整體來看，這一次QE退出的預期比此前兩輪持續時間長，加上會議聲明有以上第二點這樣一段闡述，我們認為QE退出對金融市場短期的衝擊已大大減緩。」

不過，我們同時亦指出，「金融市場還是會出現新的變化：風險資產漲幅將受到壓制，美元回升、黃金等

商品下跌。流動性邊際遞減，美國國債收益率將上行，全球的融資成本將出現上行壓力。」「聯儲局過去數年推行量化寬鬆政策，以致不少資金流入新興市場包括香港。隨着美國開始退市，資金或會逆轉，新興市場價格亦有下調壓力。這正是前文我們所關心的。」

由此來看，雖然近日新興經濟體股市表現穩定，惟以過去一年環球股市的表現看，新興市場股市大幅跑輸發達經濟體股市，與量寬持續與否不無關係。

展望今年，聯儲局雖言退市但承諾續保超低息，其減債行動更惹來「債轉股」憧憬。歐、日央行見美國放水令經濟見復甦苗頭，已放聲氣加碼放水以托經濟。

熱錢回流發達體惹關注

至於新興國，過去幾年因資金湧入推高其資產泡沫，至去年資金撤出又令其經濟、股市大受影響。今年在美國退市議題主導下，預料資金由新興市場回流發達經濟體，雖然由於有所預期，短期的衝擊有所減緩，但長期來說對新興市場還是有影響的。

中國內地為經濟基調較佳的新興市場，資金流走的壓力未必太大。惟今年內地經濟環境仍然複雜，深化改革措施的逐步落實將備受市場關注，另外，政府能否有效解決部分行業產能過剩，以及地方債平穩危機，亦將影響股市表現。今年香港經濟環境尚可，走資壓力應不大，惟內地力推改革引發的陣痛，不免對港股構成影響。