

失業率早已降 美加息只待通脹

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

全球市場的焦點，由踏入2015年初的歐洲中央銀行量寬加碼，以及由此觸發世界各地的央行減息潮，甚至有所謂的貨幣戰，到近來，已經轉移至美國聯儲局的決定，可能並非如想像般，那麼容易受到外圍市場的牽動，反而繼續關心美國本身經濟復甦的進展。

歐美經濟不濟 或稍拖慢步伐

由近期公布的失業率和非農新增職位數字看來，投資者不得不重新評估，過去兩個月美國加息不必急於為之，可能或多或少只是大家的一廂情願，本身並無太堅實基礎，最多只是想當然的認為，歐洲和日本經濟的不濟，可能拖慢美國的步伐。

誠然，美國復甦也不是完全沒有可挑剔之處，失業率以至一眾相關數據，無疑是樂觀的，能夠由金融海嘯後，得到如此快速的復甦，央行的政策得宜，在適當時候大舉量寬，讓市場有足夠時間和空間消化當時的信心問題，資產價格止跌回穩，得以喘息，增加投資和消費的誘因，從而改善就業，而一連串大膽推動而又小心執行的貨幣政策，尤其是當中的期望管理，真正奏效所致。

然而，若真要雞裡挑骨頭，也不是沒有可供商榷之處，起碼復甦以來，的確只是較快速可適應改變的服務業增長較好，而對於結構性的經濟問題，例如長遠而言，製造業繼續

要外判或流失予新興市場，尤其較低成本的考慮，這是無可避免的，量寬也改變不了。

此外，通脹數據方面，亦不可忽視。對於聯儲局而言，兩大目標，盡可能有最大就業，其實相對於央行的職能來說，應是稍為次要的，最主要的應是物價穩定，工具就是貨幣供應的穩定性，配合經濟增長的實況和中長期展望所需。

油價瀉影響 通脹指標受質疑

對於通脹數據，由於去年油價大幅回落，以致包括油價在內的通脹指標，當然受影響。然而，撇除這個部分，單看核心，亦有不少人，在過去多年來，相繼有所質疑。

事實上，以聯儲局所進行的大規模量寬，先不說是不是前無古人或後無來者，怎樣也算是歷史性，非常時期的非常手段。以如此龐大的銀彈攻勢，也未能帶動起通脹的數字急速上升，這現象當然需要略加解釋了。

筆者認為，關鍵其實是通脹的量寬和詮釋。大家習慣以各式物價指數去量寬，但這些指數各有局限，最大的局限是，通脹定義其實是普遍物價的持續上升，而不是個別產品或服務之間的相對價格上升。單憑物價指數，不易看出端倪。

更重要的一點，就是所謂通貨膨脹，通貨也者，究其字義，其實是貨幣，貨幣供應增加，就是如此簡單直接。

明顯地，貨幣沒有直接買入通脹統計常用的物價指數中的產品或服務，而是買入資產，資產價格多年來的大幅上升，其實已說明一切。

留意下周聯儲局議息聲明

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恆

2月份的暴風雪，似乎並未對美國就業市場構成太大影響。據美國勞工部上週五公布，2月份非農職位大增29.5萬份，遠超市場預期的23.5萬份，以及1月份經修訂後增加的23.9萬份職位。過去十二個月，非農職位大幅增加330萬份，是自2000年3月以來最高水平。至於失業率方面，2月份為5.5%，不但較1月份低0.2%，而且是自2008年以來最低水平。

但有兩個數據仍令市場感到失望：分別是平均每小時工資按月只增長0.1%，較1月份增長0.5%顯著放緩。第二，2月份勞動力參與率下降0.1%，到只有62.8%。數據反映，工資增長疲弱，反映勞動市場增長並沒有如市場預期般強勁，而且反映源於勞動力市場的通脹壓力仍然疲弱。

美勞工市場已處頗活躍程度

行業分類中，多個行業表現突出。當中，酒吧及餐飲業的職位增加達5.9萬份；至於專業及商業服務部門職位亦增加5.1萬份；建築及醫療保健行業的職位，亦分別增加2.9萬份及2.4萬份。有兩個行業表現較差，礦業及石油業職位分別減少8,000份及6,000份，但對整體就業報告沒有帶來影響。

2月份就業數據，剛好在聯儲局3月17日至18日的議息會議前公布。況且，目前的失業率已降至5.2%至5.5%的長期失業目標水平，故已反映美國勞工市場目前處於頗為活躍的程度。因此，除非未來十天發生一些難以預測的事情，否則可以肯定聯儲局將於次會議上，刪除耐心等待加息的字眼。至於會用什麼字眼代替，可能分兩個可能性：1.若指等待加息時機成熟，便可能暗示在9月份才宣布加息。2.若指近期加息機會接近，便可能暗示聯儲局最快於6月份上調利率。

字眼改變 恐現「黑天鵝」效應

由於目前市場預期，6月份上調聯邦基金利率的機會只有22%左右，反映市場對6月份加息的信心機會不大。惟一旦聯儲局採納後者的字眼，不但意味短時間內將會加息，而且對市場可能構成一定程度的「黑天鵝」效應，投資者宜密切留意聯儲局的字眼上改變。

市場目前已開始對加息變得敏感，特別是上週五數據公布後，美股、美債、匯市及金市的強烈反應，可見一斑。回顧2月9日日本部的報告，其實與本部的預測接近。因此，3月份聯儲局議息，幾乎可以肯定刪除耐心等待加息的字眼。美中不足的是，工資環比升幅再度顯著放緩，可能影響到消費市場進一步擴張的表現。

就業數據強勁 美加息預期升溫

中銀香港經濟研究員
卓亮

美國2月份非農職位增加29.5萬份，遠超市場預期。失業率從5.7%跌至5.5%，已頗為接近聯儲局認為相當於全民就業的水平，加息預期顯著升溫。事實上，從2014年開始，美國在職位創造方面的表現近乎無可挑剔。惟質量方面仍存在不小改善空間，因此聯儲局加息的步伐仍有望較為克制。

加息步伐料較為克制

首先，勞動參與率跌至62.8%。繼續徘徊在37年低位，失業率的下跌相當程度上有賴退出勞工市場的人數持續上升。目前美國有近9,290萬人非勞動人口，為歷史新高。由此可見，溫和的經濟復甦未能夠吸引更多投入職場。

其次，工資增長緩慢。由於美國多個州份在年初上調最低工資，平均時薪在1月份急升0.5%，但2月份環比升幅即降至0.1%。而於最近一年內，平均時薪僅上升2%。收入增長緩慢，與美國勞工市場結構的改變密不可分。職位上升數目雖然令人振奮，卻主要由低階行業帶動。以2月份為例，職位增長最快的三個行業分別是休閒娛樂接待、教育醫護、零售銷售。這三個行業是報酬最低的類別，但在該月總共創造了15.2萬份職位，超過整個勞工市場新增職位的一半。

利率正常化前市況難捉摸

值得注意的是，在上週五勞工統計局公佈2月異常強勁新增職位當天，美股全線下挫。標普500指數跌1.4%，錄得兩

個月內最大跌幅，無疑是受投資者對聯儲局加息預期升溫所致。已經邁入第七年的美股牛市正面臨挑戰。在超寬鬆貨幣政策的年代，資產價格一直受流動性主導，與經濟基本面脫節。

經濟數據勝預期，反倒造成市場對貨幣政策收緊的擔憂，導致股市下挫。這種好消息是壞消息，壞消息是好消息的特殊現象，相信在利率正常化完成前難以改變。



受投資者對聯儲局加息預期升溫影響，令已經邁入第七年的美股牛市正面臨挑戰。

醫藥電商化 大藥企優勢大

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理
何天仲

得益於互聯網技術及移動終端的迅速普及，內地醫藥行業與電商也擦出了火花，電商成為醫藥銷售的新模式。近年內地持續深化醫療改革，醫藥分離成為主要改革方向，醫藥行業壁壘已逐漸被打破。去年內地對處方藥網售解禁，同時引入第三方物流，為醫藥電商的發展掃清了障礙。筆者認為，大藥業由於品牌效應大及資金實力突出，發展電商化優勢明顯，前景可看高一線。

據中國互聯網絡信息中心的數據，截至2014年12月，內地網民規模達到6.49億，普及率為47.9%，使用手機上網人群佔比為85.8%。其中，城市網民佔比達72.5%，農村網民僅佔27.5%。而O2O(online-to-offline)的發展情況各有不同，一線城市最為成熟，二三線城市仍處於高增長階段。由行業來看，餐飲和休閒類型的O2O市場較為成熟，醫療行業O2O的發展仍非常滯後。

管制放開 市場增長潛力大

雖然內地醫藥電商2005年已起步，但長期以來僅限於銷售非處方藥(OTC)，且物流運送監管限制大，醫藥電商發展

非常緩慢。不過，內地於2014年出台了《互聯網藥品經營監督管理辦法(徵求意見稿)》，允許網上銷售處方藥，同時放開第三方物流平台的約束，為醫藥電商的發展打開了大門，市場規模由2,000億元(人民幣，下同)一下子躍進至萬億元。

近年內地居民健康保健的意識提升明顯，網上自主購藥意願不斷增強。但內地醫藥電商仍處於起步階段，行業滲透率只有不到3%，對比發達國家滲透率可達到20%，內地醫藥電商提升空間極大。另外，海南和上海已在試點用醫療保險來報銷網上購藥的費用，試點城市有望持續增加，料可吸引更多消費者網上購藥。

一直以來，醫院都是內地處方藥最主要的銷售終端，但由於種種原因，部分品牌藥企難以進入醫藥銷售渠道，藥品銷量有限。現在放開網絡銷售限制，這類企業將迎來極佳的發展機會。但由於醫藥產品的特殊性，消費者暫時只會在較大的電商平台如天貓、京東等選擇購買知名藥企的藥品，且主要是保健類為主，料短期內處方藥網購的市場規模增長幅度有限。

筆者認為，雖然目前醫藥電商發展仍較為緩慢，但隨着政策進一步放開，以及其他配套服務持續完善，醫藥電商有望進入高增長階段。大藥企實力雄厚，競爭優勢突出，有望把握先機，率先佔領市場，值得關注。

內憂外患 港旅遊零售業蒙陰影

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

本港一連串針對內地旅客的示威滋擾行動，包括辱罵、推撞、欺凌婦孺、腳踢行李箱、甚至推跌本地長者等，片段在內地瘋傳，引起內地熱議，香港是否不再是歡迎內地遊客到來的城市？這一小撮人的不理性行為，絕對不能代表整體香港人對內地同胞的態度，搞事者借反水客為名，實際上是滋擾內地旅客，過激行為而令香港蒙羞，破壞香港「禮貌之都」的聲譽。

歐日韓幣貶值 搶內地客

根據旅遊業議會資料，今年農曆新年期間，訪港內地團數目按年下跌三成，三月初形勢更急轉直下，按年下跌近六成，料與網絡和新聞上看到不歡迎內地客的負面信息有關。另一個因素是，適逢此時內地、歐洲、日本都進行放寬資金刺激經濟，美元兌這些國家貨幣升值，港元兌人民幣亦相對調升，同期歐羅、日圓和韓圓對美元貶值，在此消彼長之下，兼且近期美國加息預期升溫，內地旅客尤其高端消費者轉移目的地到貨幣貶值地區旅遊消費漸趨普遍。

滋擾旅客行為 損港聲譽

有人滋擾內地旅客固然不對，背後的動機可能是希望減少旅客過多對本地人日常生活的影響。正如港澳辦副主任周波接受媒體訪問時指出，港澳兩個特區接待旅客的能力已大致接近飽和，正檢討優化「自由行」及「一簽多行」政策。在香港毗鄰的深圳則計劃在前海設港貨展銷中心，深圳市委書記王榮日前已親臨這個構思，並預料最快半年後落成。

香港接待旅客的能力包括硬件和軟件，從硬件的角度，香港市區街道以及主幹交通運輸系統等均屬上世紀多年前規劃和發展，按照當年所預計的人口和社會結構而設計，要增容量或擴大規模取得突破受到市區已發展的規模所局限，這一點亦難怪特區政府似乎很難有紓緩市區過分擠迫的良方。就算新規劃在邊境地域設購物商場，一來地方偏遠未必成功吸引旅客不到旺區購物，二來從規劃階段到物業落成須時多年，正是遠水救不了近火。

應友善待客 尋解決良方

市區繁盛街道及交通運輸人流太旺，本地人日常生活受到影響是事實，港人與旅客人潮出現某些摩擦事屬必然發生的事。從軟件的角度，教育兩地人民互相尊重對方，認知彼此的生活習慣不同，互相友善對待，和諧共處，這些宣傳教育則應該是兩地政府共同合作推廣的工作，現時當局已有做工夫，但或許可以做得更多更細緻。有人認為應該從源頭調節個人遊人數及「一簽多行」等措施，內地有關方面亦理解香港承受能力有限並且已達飽和，但港人亦應理解，香港97年回歸祖國，內地同胞在感情上，認為到香港走走看看是理所當然的事，國家不可能抑制這種想法，港人亦不宜對此產生抗拒，問題是怎樣增加彼此了解和想辦法避免出現各種矛盾。

近年內地厲行肅貪倡廉，兼有去年「佔領」行動，發展到近期的街頭滋擾旅客事件，香港的零售業受到衝擊是不爭的事實，近期核心旺舖地區如旺角、銅鑼灣等出現減租留個案，租客都會審慎衡量每個店舖產生的生意額比對租金及其他成本，是否能夠生存下去，對未來經濟前景的看法亦左右是否續約的決定，目前有部分租客選擇先續約觀望一段時間再作打算，暫時未見到一線街道店舖出現空置。近日預期美國有機會提早加息的機會升溫，港息隨美息走，對本港整體經濟以至房地產及零售業均會帶來負面影響，勸喻早前衝擊旅客的人士，應該為大局着想，不要再作出損害香港聲譽的魯莽行為。



滋擾內地旅客的過激行為令香港蒙羞，打擊本港旅遊零售業。



三大難題 英央行進退維谷

路透社點透視專欄作家
Edward Hadas

英國央行面臨三大難題；棘手的是，解決其中一個問題可能會使另外兩個更加難辦。

英國經濟運行良好；正常而言，這是把政策利率從0.5%的紀錄低點提高的好理由。當然，能源價格挫跌已將通脹率拉低至0.3%，遠低於英國央行2%的目標，且薪資上漲依然乏力；但失業率和企業活動指標表明經濟走勢強勁。在此情況下，這種寬鬆的貨幣政策長期會帶來很大的後遺症，因為這會削弱儲蓄意願並鼓勵過度融資。

加息恐引熱錢湧入添動盪

而如果緊縮政策，又會使英國央行置於逆流而動的境地。目前全球央行的主流趨勢是放鬆貨幣政策，以刺激經濟活動並促使本幣貶值。也許強大的美國聯邦儲備理事會(美聯儲/FED)有這個本錢，但對英國來說，利率上升可能會導致迫尋高

收益的熱錢大量湧入，造成動盪。

這對英國經濟不利。過去三個月英鎊兌歐元已累計上漲了10%。如果出口商在歐元區失去市場，可能會使英國經濟復甦面臨危險。2014年英國對歐元區國家出口佔總出口的43%。從這個角度來說，英國央行應當在更長時間內維持較低利率，甚至可以考慮推出新一輪量化寬鬆。

零息越久 越多非理性借款

最後英國還有個老問題——抵押貸款市場。房價是英國經濟景氣的核心，英國樓市以浮息抵押貸款為主。利率上升可能會導致房價大幅下挫，金融壓力加大。現在老問題又來了：維持近「零」利率的時間越長，就會有越多的非理性借款，由此帶來的後患就會更大。

那麼英國央行該怎麼辦？相反方向的作用力很大，而該行可能會盡可能地按兵不動。

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。