

從美勞工市場預測利率調整

中銀香港高級經濟研究員
卓亮

財經述評

聯儲局近年一直視就業最大化為其首要使命，但聯邦公開市場委員會（FOMC）把失業率與利率調整掛鈎的決定卻令前瞻指引的缺陷暴露無遺。2012年12月，FOMC宣布在失業率跌穿6.5%之前不會加息，目前失業率已跌至5.4%，聯邦基金利率卻依然處於0至0.25%。

失業率非最佳指標

聯儲局主席耶倫多次重申失業率並非最佳指標，須知道聯儲局編制的勞工市場環境指標（Labor Market Conditions Indicators, LMCI）囊括24個變量。零以上讀數顯示勞工市場活動優於長期均值，反之亦然。在金融海嘯前，勞工市場活動在絕大部分時間內均較長期均值活躍。然而，從2008年7月至今，LMCI已連續83個月處於負數區間，顯示勞工市場仍未恢復至正常水平。

失業改善嚴重誇大

4月勞動參與率為62.8%，較2008年初低3.4個百分點，更創下1978年以來最低值。無業人士只要被界定為已退出勞動力市場，就不被統計入失業人口內。參與率不斷走低，證明失業問題的改善被誇大。參與率下跌的原因相當具爭議，存在兩種不同意見。一方認為參與率下跌源於周期因素：經濟增長動力不佳，未能吸引人重返或進入勞工市場。另一方則認為主因是結構因素，與復甦步伐偏慢無關。一般來說，人口結構、升學或就業抉擇等結構轉變不會突然浮現。然而，勞動參與率在金融海嘯後「插水」，顯示周期因素不容忽視。

就業人數比例倒退

低參與率壓低了失業率，但就業人士佔適齡就業人口比例未見起色。美國失業率的起伏曾與就業人士佔比亦步亦趨。失業率下降，往往是因為就業比例上升，而非退出勞工市場的人口比例增加。這個規律在金融危機後不復存在，失業率與就業人士佔比明顯背馳。在2009

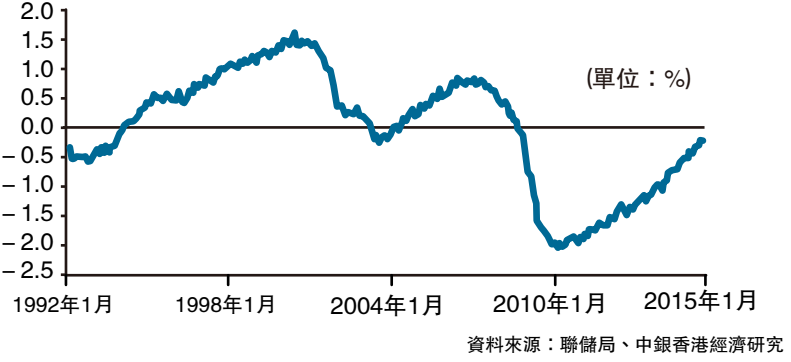
年6月大衰退結束時，就業人士佔比為59.4%，2015年4月該比例為59.3%。經過近6年的「復甦」後，就業人數比例沒有任何改善，這是一個相當驚人的現象。

勞工市場結構惡化

美國勞工市場近年在非農業職位增長方面表現不俗。然而，年齡結構出現一個不尋常的現象，這就是55歲以上人士完全「壟斷」了新增職位。從2007年至2015年4月，55歲至69歲的職位增加逾750萬份，但其餘年齡層的職位總數全部錄得萎縮。其中，25歲至54歲人士本應是勞工市場主力，惟期內職位減少近330萬份。最佳就業年齡人口的職位數目下降，接近退休年齡的就業人士則急升，顯示勞工市場的結構有所惡化。

從2007年至2015年4月，16歲至24歲的勞動參與率由60.9%暴跌至54.6%；25歲至54歲參與率則從83.2%跌至81%；55歲以上人士的參與率卻由38.5%升至40.1%。由此可見，整體勞動參與率下降並非由戰後嬰兒潮人口步入退休年齡造成。相反，較年長人士是唯一

LMCI顯示勞工市場整體表現仍較長期均值差



資料來源：聯儲局、中銀香港經濟研究

一個參與率錄得增長的年齡層。

料維持低利率環境

美國勞工市場實際上仍然存在不少深層次問題。勞動參與率跌至37年低位、就業人士佔比較大衰退結束時更低，新增職位全部來自年長人士等，這些均不是復甦6年後應有的現象。FOMC或繼續推延利率調整，首次加息可能不會在2015年第四季前出現。另一方面，鑑於增長動力一直未出現突破，低利率的環境仍會維持下去，貨幣政策將保持寬鬆。

從希臘自身利益說起

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

歐美市場上的焦點，首選希臘債務危機。說起來，拖拖拉拉數年，始終未有改善，不斷說投資者受其困擾，反過來說，希臘何嘗不是受投資者所困擾？當然，此投資者未必就是彼投資者，前者可以是全球不同資產的投資者，後者主要就是持有希臘國債的投資者。

是的，從絕大多數人的印象，不難發現外界對希臘還債問題一事，多歸咎於希臘，認為其領導人沒有盡力還債，甚至經常向外發窮惡，要賴得很。不過，細心一想，這大概只因為主流傳媒，其實太受歐美傳媒影響，希臘在其中只是小角一員，無人真正關心。事實上，反過來，從希臘的觀點看整件事，也未嘗沒有道理，以下可試以申述之。

整個歐元區的誕生，打從一開始便是德國為主導，以經濟實力，歐陸各國，無出其右。由此而有一大統的概念，當然從經濟學理論上，不無基礎，主要就是最優貨幣區域，是說得通的。不過理論往往有不少假設，當中局限條件的少許不同，已可造成實際上是否行得通的關鍵。

政治考慮 難題所在

建構如此大的藍圖，參與者是多多益善，少則絕對不佳。從上述理論的適用範圍計，則並非人多好辦事，皆因各國條件不同，若太懸殊，其融合有多種技術困難。更重要的是，政治上的考慮，似乎未為理論創始人所重視。

偏偏由金融海嘯至今，真正的難題就是政治考慮。誠然，金融海嘯發生，沒有人想過有如此龐大深遠的影響。在此之前，正如外界報道，希臘本身亦有造假之嫌，難以完全洗脫。不過說到底，希臘小國一個，實力如何，加入歐元區之前所有人都知道，容許其加入，便應有足夠心理準備，萬一出事，希臘會是如何脆弱；只是根本無人在乎出事後的發展，眼中僅得開創大一統的盛況。

說到底，投資者應清楚知道的，是冒得起風險，才可有預期回報。同樣道理，系統的參與者亦應該知道，容許這個國家加入，不無風險。

自掃門雪 無可厚非

然而，出事後，各國出於自掃門前雪這合理不過的角度而行，絕對有必要，德國如是，希臘如是，所有國家



■希臘的債務危機拖拉數年仍未見改善。

資料圖片

亦必如是。從務實的角度考慮，這是最起碼的自利條件。困難在於，對於實力最強的德國，要從海嘯後反彈，肯定較易，甚至從相對排位上，當其他人仍在掙扎中，其已有條件再上一層樓，比海嘯前更好。

更重要的是，在危機中，短期和長期的處理策略，可謂截然不同。長期而言，當然是平衡預算，讓債權人有信心，但短期而言需要刺激消費，增加公共開支，減少稅收，基本上是難以超越的想法。兩者有如此本質上的不一致，希臘出於本身合理的利益計算，怎可能不擺出目前姿態？

美加息幅度更為關鍵

興業證券(香港)市場拓展部聯席董事

周嘉儀

4月起投身金融界，加入興證（香港），上班不到幾天，股市就如火箭般上升，上落過千點成等閒事，同事均對我說：「你『腳頭』真好！」我不知道自己是否鴻運當頭，但看着成交動輒上千億元，大堂經紀衝鋒陷陣，深深見識到股票市場的緊張刺激，確是大開眼界，亦有感需要努力學習。我的專欄以後會每月一次跟大家見面，在此先祝各位讀者堆金積玉、誠信興業！

說回市場，6月的其中一個重要主題是在16日至17日舉行的美國聯儲局議會議。我們幾乎可以說加息是遲早的問題。不過，當大家仍在估計加息時間，加息的幅度可能更為關鍵。

「充滿不確定性」

聯儲局有一份每年更新一次的官方文件，列明其長期目標及貨幣政策策略，2015年的目標是通脹維持約2%、失業率在5.2%至5.5%。聯儲局主席耶倫在5月底的演說亦強調這兩個目標，當客觀數據顯示美國的經濟正在持續復甦，才是加息的時候。當然，時間是不確定的。

現在，香港的財金官員每每論及美國退市時，常掛在口邊的一句是「充滿不確定性」。金管局總裁陳德霖在5月初出席立法會財經事務委員會已預告現時由聯邦基金期貨所反映（即市場預期）的加息速度，較聯儲局在

■耶倫指，當客觀數據顯示美國經濟持續復甦，才是加息的時候。

資料圖片

3月時發表的預測為慢。簡單來說，我們均知聯儲局將會加息，但有機會低估美國加息的幅度。不過，這是聯儲局3月的想法，最新的還要看6月中的會議。

還看月中會議

另外，金管局屬下的香港金融研究中心最近亦發表論文，研究2013年5月至9月亞洲各地區債券息率，分析當時聯儲局宣布減少買債後的變動。結果發現大部分地區孳息率的增幅均超出預期*。這在說明各方的估量若有偏差，可能會出現更大的尾部風險（Tail Risk）。這風險可能不在於時間，而在於幅度。

投資者面對加息周期，重點可能是加息的幅度，而不是何時開始，當然整個過程「充滿不確定性」。

（註：*原文見 http://www.hkimr.org/uploads/publication/419/wp-no-13_2015-final-.pdf）

港股六月或現較大調整

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

在一個飯局聚會，一位德高望重的長者語出驚人，股市在月底或見24,000點。大家問他何以見得？他說假如政改不通過，加上新沙士（中東呼吸綜合症）疫情持續擴大，兩者加起來對經濟及投資所引起的負面影響，足以令股市下跌大約10%，執筆時恒生指數約27,300點，下跌一成即24,500左右。席間對此眾說紛紛，甚至有人猜測樓價亦會受到牽連，雖然有多人認為就算兩者加起來的影響並不會太嚴重，但無人敢完全否定長者的預測。

近日長和主席李嘉誠亦指，香港經濟前景倚靠內地，政改亦影響民生，若政改方案被否決，「香港所有人都是輸家」。這番說話有其道理，政改不獲通過，香港經濟受損，市民受損。中央對港的支持和政策會否改變？屆時沒有普選議題，特區政府施政仍須面對各項民生、經濟和房屋等社會事務的議題，怎樣突破仍然高度政治化的議會氛圍？在現時的議會制度下，料仍難扭轉局面，在事事政治化爭拗及「拉布」頻繁的環境下，經濟發展只會愈來愈落後於競爭對手。

中央料續撐香港

當然，亦有較為樂觀者，認為中央未來仍將持續支持香港，「港股通」、「深港通」、「一帶一路」及「亞投行」等持續推出，香港都有份參與，有機會對沖一部分政改不通過對港經濟的負面影響。不過無論如何，政改不獲通過之後，短暫的經濟回調仍有很大機會出現。

新沙士不容忽視

回說文首提及的新沙士，執筆時韓國那邊傳來確診感染的個案漸多，全國加強醫療機構的防疫工作，數以百計學校停課，但韓國衛生部拒絕公布有新沙士個案的醫療機構名單。本港食物及衛生局局長高永文提醒港人訪韓時如遇到不適可先服成藥，但不要到當地醫療機構，包括整容場所。本港及韓國雖然地理上不接近，但兩地市民因商務及旅遊互訪者眾，早前已有韓國人感染新沙士後經港到惠州。香港早於2003年經歷沙士肆虐，早已有應對經驗，或許韓國應向香港及早取經，在防疫及後續處理等環節及早部署，以免因處理失當，衍生災難後果。

綜合以上所述，6月底前港股或有機會出現較大調整，投資者宜小心行事，避免蒙受損失。



■韓國新沙士疫情料對經濟造成負面影響。

資料圖片

互聯網專車 發展潛力厚

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

近日，上海推出「上海出租汽車資訊服務平台」（下稱平台），這是政府部門首次與叫車軟件開展合作，為近期由於政府監管而前途未卜的互聯網專車服務帶來一絲曙光。互聯網專車服務由上年興起，由於其有效解決了叫車難的問題，得到爆發式增長，對壟斷營運的的士營運商造成一定衝擊，因此受到部分地方政府的打壓。專車服務雖然起步時間短，但其發展空間巨大，平台的推出也表明政府對專車服務的態度出現轉變，專車服務的爆發式增長有望維持。

打破的士壟斷

長期以來，內地的的士營運處於壟斷經營狀態，運行效率較低，供需失衡。根據人民網的數據，內地出租車每天訂單量約為3,000萬單，僅佔需求總量六成左右，還有大量乘車需求得不到滿足，叫車難成為各大城市的通病。然而，內地擁有大量私家車，若能夠有效調用私家車的閒置資源，不但能提升車輛使用效率，亦能解決乘車需求。

市場預計，專車消費市場至少在4,000億元以上，市場容量巨大。2014年初，Uber進入上海，專車服務開始在內地興起，本土專車服務亦開始迅速發展，並

佔據了市場的主導地位。同時，新的競爭者也在不斷加入，今年1月，神州租車宣布與優車科技合作推出「UCAR神州專車」，進軍專車服務市場，市場競爭日趨激烈。

科網巨頭角力

專車服務的興起，改變了部分乘客的乘車習慣，加上內地用戶群體龐大，也為中間各個環節帶來巨大商機，互聯網巨頭早已迅速進入。叫車軟件上，滴滴和快的身為內地發展最早的兩大叫車軟件，燒錢攬客大戰由上年延續至今年，背後是兩大科網巨頭騰訊與阿里巴巴在角力。與叫車軟件相配套的移動支付方面，BAT（百度、阿里巴巴和騰訊）也已展開激烈競爭。由於專車服務主要是移動網絡與汽車的結合，科網公司在此領域無疑擁有巨大優勢。

當前，中央政府正大力倡導互聯網和傳統行業的融合，互聯網專車亦是其中一種。不過，由於互聯網專車對內地傳統出租車行業顛覆太大，受到出租車公司的強烈抵制。同樣的事情，Uber在美國和歐洲也遭遇過。由於內地出租車公司與政府關係較為密切，政府對互聯網專車的取態一直不夠清晰，上海本次發布的文件，從某程度上表明了政府的態度，即提升監管要求，同時滿足市場需求。筆者相信，內地互聯網專車服務仍有巨大的發展空間，其發展前景值得關注。

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。