



▲日本股樓兩個資產泡沫自上世紀90年代先後破裂以來，日圓匯率仍是雙向波動，升值的情形略佔上風。

# 重視民生 港推動高質量發展



高文宏議 李惟宏 香港立法會議員

有關2024年施政報告的建議，筆者於早前撰文三篇，主要談及金融相關的建議。今次是第四篇文章，亦是系列最後一篇，將會聚焦於推動經濟民生高質量發展。

## 五大範疇提交建議

社會發展離不開整體市民福祉，筆者一直關注民生議題，並於立法會上參與多個與經濟及民生相關的議題討論，亦有提出不少改善意見。是次施政報告建議書中，筆者就五大範疇，包括中小企、環保、醫療、青年及教育發展、旅遊業五方面向特區政府提交建議，期望能促進香港走向高質量發展。

### 1) 支援中小企營造有利的營商環境

香港特區政府過去提出的「中小企融資擔保計劃」獲工商業界歡迎，措施有助企業獲得銀行貸款，減輕財務壓力。不過，目前不少中小企仍處於困難時期，業界期望特區政府能進一步優化計劃，例如因應不同擔保產品，降低貸款利率或提供更多利息補貼，並在審慎平衡財政壓力及整體經濟環境下，將有關計劃恆常化，為中小企提供持續和穩定支援，營造有利的營商環境。

業界還建議為本港商會、工商專業團體，以及港商企業參與內地或海外商貿考察、外訪、展覽活動等提供更多不同途徑的財政資助；同時審視目前政府各項有關對外推廣香港工商經貿與服務業發展的資助計劃，探討涵蓋更多產業範疇及可獲資助類別，以及研究進一步簡化申請手續和行政程序，提升審批效率。

### 2) 促進青年及教育發展

香港未來發展離不開對青年人才的培育。為配合具備不同才能的本港青年，提供更多元化的培訓和實習機會。期望特區政府能深化職業專才教育，並利用好大灣區發展機會，加強大灣區的就業資訊及創業支援，鼓勵青年人放眼大灣區，把握融入國家發展大局帶來的重大機遇。筆者也建議特區政府加強與內地相關部門協作溝通，加快落實大灣區證券、期貨、貴金屬、資產管理等專業資格互認機制，以及簡化審批互認程序，促進兩地人才流通。

此外，特區政府應進一步加強推廣投資理財教育，特別是從中小學、大學課程層面入手，進行有系統和連貫的理財培訓，灌輸正確的價值觀、金錢和道德觀，協助年輕人實踐理財規劃、累積財富；同時，亦需加強向公眾推廣最新的金融防騙信息，以免他們墮入金融騙局。

### 3) 旅遊盛事重振香港旅遊業

中央政府今年推出多個惠港措施，包括新增開放多個內地自由行政城市、提高內地遊客的購物免稅額，以及送上一對大熊貓等。為進一步提振本地的旅遊零售經濟，筆者建議特區政府加強推廣「一程多行」、鞏固商務旅遊城市地位、加強與海外地區合作聯合舉辦體育文娛盛事，以及在北部都會區設立名牌特賣場，銷售貴金屬、珠寶產品以至服裝首飾，吸引大灣區內居民到港購物，並推廣本地貴金屬品牌。

### 4) 推動環保事業實現「雙碳」目標

為達到「雙碳」目標，新能源的發展起着相當重要的作用。筆者建議，特區政府應加強推動氫能產業發展，包括探討與內地建立氫能運輸的基建，盡快制定政策法例強化加氫站建設。發揮本地世界級大學和香港科學園等研發優勢，加強香港氫能在不同領域的應用。同時，為加快香港電動車行業發展，建議引入更多電動車品牌和款式，例如國產品牌，以滿足本地對不同電動車的消費需求，並積極解決公私營電動車位及充電站不足的問題，以配合電動車普及化的需要。

就興建廢物處理措施，特區政府可考慮參考內地經驗，以PPP (Public-Private-Partnership) 模式，興建及營運I·PARK1及I·PARK2等垃圾焚燒發電設施。由私人市場負責管理及興建垃圾發電設施，特區政府則負責周邊配套，藉此提高營運效率和減少特區政府的資本投資。

### 5) 改善醫療服務

隨著愈來愈多港人在內地生活，筆者建議，香港應加強與內地共同推動兩地醫療資源聯通，包括：持續擴大「醫健通」病歷跨境互通的應用、加強推廣「港澳藥械通」、加快兩地醫療藥物儀器互認的進程。並建設大灣區一站式安老醫療系統，支持更多港資醫療機構落戶大灣區內地城市，以滿足在內地生活的港人醫療需求。

同時，特區政府亦要增加對精神健康支援，針對不同年齡層的精神問題，推出全面政策，加強基層醫療精神健康的支援服務，提高公眾對精神健康的認知，並為照顧精神健康患者的照顧者提供支援。面對精神科醫護人員不足，特區政府可透過增加相關大學學位、放寬精神科海外醫生在港註冊資格等政策，增加人手，以及增撥資源，挽留精神科醫護人才。

隨著特區政府愈加重視中醫藥的發展，筆者認為，當局應持續推進中西醫協作服務，將有關協作擴展至治療更多病患，包括應用於癌症治療。同時，亦可善用創科技術推動中醫藥發展、提升中醫藥基礎研究和中藥研發能力等。

隨着美聯儲大手筆降息0.5厘，正式拉開美國貨幣寬鬆帷幕，有助於緩解中國資本外流和匯率調整壓力。不過，在中外利率倒掛、股市樓市調整及長期低通脹的背景下，人民幣升值趨勢能夠延續嗎？觀察上世紀八九十年代以來的日圓經驗，或許可以給我們提供部分答案。

# 日圓為鑒 看待人民幣波動



集思廣益 管濤 中銀證券 全球首席經濟學家

2021年以來，日圓匯率年度「三連跌」，由2020年底的103跌至2023年底的141，同期年均2年期日圓債收益率差由0.54厘擴大至4.58厘。然而，與其說這輪日圓貶值是利差驅動，還不如說是日美經濟周期和貨幣政策分化所致。日美負利差擴大與日圓匯率走弱是「分化」這枚硬幣的兩面。

## 雙向波動成為常態

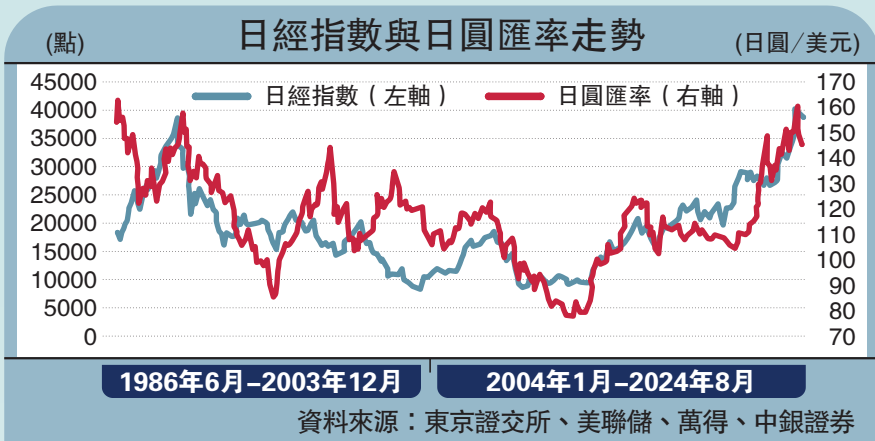
新冠疫情爆發以來的2020至2023年，美國實際國內生產總值(GDP)四年複合平均增長1.96%，美國實際經濟總量早在2021年就恢復到了2019年的水平；日本實際GDP四年複合平均增長0.31%，日本實際經濟總量到2023年才恢復疫情前的水平。其結果是，雖然自2022年4月以來，日本也遭遇了高通脹回歸，通脹持續超過2%的目標，但日本央行因為經濟復甦不充分，在美聯儲緊縮抗通脹的同時，一直堅守負利率和收益率曲線控制(YCC)，導致日美利差不斷走闊。直到2024年3月，日本央行才退出負利率時代。

當前市場擔心的是，在日美貨幣政策繼續分化，日本央行進一步加息，而美聯儲轉向更加寬鬆的情況下，日圓利差交易反向平倉，有可能引發的日圓大幅升值對全球金融市場的衝擊。

1990年初日本股市泡沫破裂，經歷了231個月的兩波調整。第一波是到2003年4月28日，東京日經225指數跌至7608點，較1989年底高點累計下跌80%。之後，日經225指數止跌反彈，到2007年7月9日升至18262點。第二波是受2007年美國次貸危機到2008年底演變成全球金融海嘯的衝擊，日經225指數重新下跌，跌至2009年3月10日的7055點，較前高點累計下跌61%。

1991年初日本樓市泡沫破裂，經歷了歷時73個季度的調整。根據國際清算銀行(BIS)編製的經通脹調整的實際住宅物業價格指數，日本房價於1991年一季度見頂189，此後一路震盪下行，到2009年二季度跌至97，累計下跌49%，其間基本沒有反彈。引爆次貸危機的美國房地產泡沫破裂歷時22個季度，美國實際住宅物業價格指數從2006年二季度至2011年三季度累計下跌39%。

在此期間，筆者發現兩個有意思的現象。一個是，日本兩個資產泡沫破裂的初期，日圓匯率還在持續走強。到1995年4月末，日圓兌美元升至84的階段性高點時，東京日經225指數較1989年底高點累計下跌57%，實際住宅物業價值指數較1991



年初高點累計下跌16%。另一個是，日本資產泡沫破裂的後期，日圓匯率走勢偏強。如2007年7月9日至2009年3月10日，日經225指數累計下跌61%，同期日圓匯率由123升至99，累計升值25%；2007年三季度至2009年二季度，日本實際住宅物業價值指數累計下跌7%，同期日圓匯率由123升至96，累計升值29%。

從日本的經驗看，匯率有可能晚於資產泡沫破裂見頂，卻早於資產泡沫破裂觸底。之所以如此，或是因為在資產泡沫破裂的初期，外匯市場的參與者沒有意識到資產泡沫的破裂或者泡沫破裂的危害，而在資產泡沫破滅的後期，外匯市場參與者對於泡沫的破裂及其危害已經出現審美疲勞，反應鈍化了。

上世紀90年代，日本股市和樓市兩個資產泡沫先後破裂以來，日本長期呈現物價低增長(指消費物價指數CPI同比正增長1%以內，包括0和1%)甚至負增長，經濟停滯的狀態。這被稱為日本經濟「失去的三十年」。然而，即便物價低增長甚至負增長時期，日圓匯率也是雙向波動，且升值的情形略佔上風。

## 多重因素影響匯率

過去三十多年來，日本有三個時期出現了物價低增長甚至負增長。

第一個時期為1998年4月至2008年1月，日本CPI同比增速有28個月為低增長，佔比24%，其餘90個月均為負增長，合計118個月平均同比負增長0.27%。其間，日圓匯率由1998年7月末的低點145升至1999年11月末的102，累計升值42%；之後冲高回落，到2002年1月末跌至135，較前高點累計下跌24%；接着又止跌反彈，到2004年12月末升至102，較前低點累計上漲32%；然後又見頂回落，到2007年6月末最低跌至123，較前高點累計下跌17%。到2008年1月末，日圓匯率收在106，較1998年3月末的133累計上漲25%。

第二個時期為2008年12月至2013年8月，日本CPI同比增速有16個月為低增長，佔到28%，其他41個月均為負增長，合計57個月平均同比負增長0.51%。其間，日圓匯率由2009年2月末的低點98升至2012年1月末的76，累計上漲28%；之後沖

高回落，到2013年5月末跌至100，較前高點累計下跌24%。到2013年8月末，日圓匯率收在98，較2008年11月末的96累計下跌3%。

第三個時期為2015年4月至2017年11月，日本CPI同比增速有7個月為負增長，佔到22%，其他25個月均為低增長，合計32個月平均同比正增長0.18%。其間，日圓匯率由2015年5月末的低點124升至2016年9月末的101，累計上漲22%；之後衝高回落，到2016年12月末跌至117，較前高點累計下跌13%。到2017年11月末，日圓匯率收在113，較2015年3月末的120累計上漲7%。

可見，前述三個日本物價低增長，甚至負增長時期，日圓匯率均有漲有跌。其中，首尾兩個時期，日圓匯率總體是升值的，尤其第一個時期的升值趨勢更為明顯。

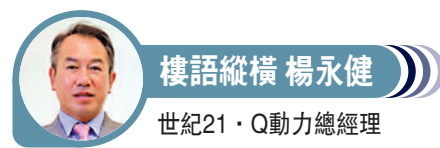
綜上，日圓匯率走勢的經驗再次印證了影響匯率的因素很多，只是不同時期不同因素在發揮主要的影響作用，即便同一因素在不同時期影響作用也不盡相同。

例如，2013年4月，日本央行正式開啟量化質化寬鬆貨幣政策(QQE)。到2015年5月末，日圓兌美元由2013年4月末的97跌至124，累計下跌22%，同期月均2年期日圓債收益率差由0.12擴大至0.61厘。這波日圓貶值可以說是利差驅動。

但到了2016年1月底，日本央行正式引入負利率，到9月末，日圓兌美元卻由1月末的121升至101，累計上漲20%，同期月均2年期日圓債收益率差負值由0.93縮減至1.01厘。因為2015年底美聯儲加息引發國際金融動盪，避險情緒驅動日圓升值。由此，從貨幣寬鬆得出本幣必然對外貶值的結論，就輕鬆被證偽。

美聯儲前主席格林斯潘曾表示，對匯率問題要樹立強烈的謙卑心態。他甚至非常直白地指出，雖然分析師們做了大量的努力，但沒有一個模型可以比拋硬幣更有效地預測匯率的方向。國際貨幣基金組織(IMF)前首席經濟學家羅格夫也表示，對日圓、美元、歐元匯率的解釋始終是很困難的任務，即使事後看來也是如此。因此，匯率測不準是必然，雙向波動是常態。

# 銀行減息 租金回報超定存



樓語縱橫 楊永健 世紀21·Q動力總經理

相信上星期無人相信香港銀行會即時跟隨美國減息0.25厘，因為過去香港未有跟足美國加息幅度。此前兩年多時間，美國累計加息11次共5.25厘，同期香港最優惠利率僅加息0.875厘，香港對美國息率變化確實沒有亦步亦趨。原先市場預期香港最快要等到年底才會減息，多間本地大型銀行即時減息0.25厘，來了一次「突如其來」的香港減息。

那麼，減息會對樓市帶來多少刺激？比對於年初的全面撤辣，今次樓市能否全面逆轉呢？

在過去一段時間裏，3個月以至1年期的中長期定期存款息率，曾升至4厘甚至5厘以上，比對於同期的租金回報率曾跌至3厘以下，甚至只是2厘的水平。當定存的息率遠高於租金回報率，加上過去一段時間樓價持續堅固，買磚頭成為風險較高的投資，一般投資者自然會將資金存放於定期存款，買樓收租變得相當陌生。

不過，隨着減息周期的展開，近月定期存款的息率已顯著回落。最新的定期存款的息率一般已回落至約3厘水平，個別或許會達3.5厘以上。與此同時，樓價回落，租金顯著回升。按照差餉物業估價署計算的私人住宅回報率，以A類的小型住宅單位計算，最新物業回報率已升至3.6厘，是自2012年中以

來的近12年新高。換言之，租金回報率已超越定期存款的息率，加上暑假過後租金更高，買樓收租的吸引力自然大增。

## 供平過租重現

買樓收租回報率顯著回升的同時，供平過租亦已重現。以馬鞍山的半新樓蒼明為例，屋苑現時一房單位售價約430萬元，七成按揭的每月供款為1.75萬元，而屋苑一房單位租金為1.8萬元，供樓比租金還要低。港島杏花村的供平過租更明顯，早前低層單位以648萬元成交，按七成按揭計算，減租後每月供款僅約2.13萬元，但有關單位最新租值達2.4萬元。減息不單令買家供樓負擔減輕，亦令供款比起租金更低，自然有助整體一、二手成交的回升，樓市氣氛自然逆轉，樓價亦會見底回升。



▲買樓收租回報率回升的同時，供平過租亦重現。