

財赤高企 如何調整社福政策?

投資全方位 一點靈犀

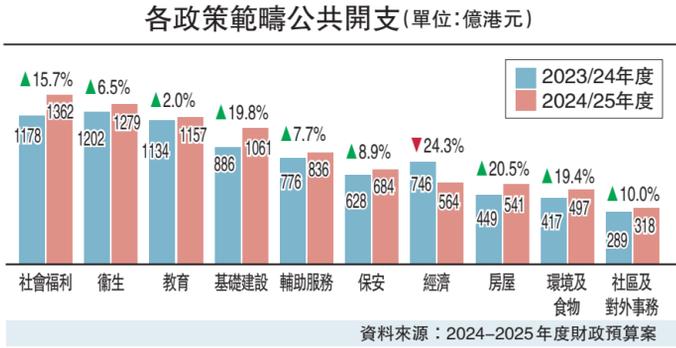
以往香港特區政府秉承「小政府」理念，以市場化方式構建社會保障體系。但鑒於全球化退潮、老齡化加劇等因素，政府管治愈發強調積極有為，以社福為代表的公共支出也逐年水漲船高，在財赤高企的今天尤為引人矚目。

李聖修

在全民社保缺位的背景下，香港於2000年底引入強積金制度，就是以私營機構為主體，取得不俗成果。近年來特區政府加大公共開支力度，但在制定政策時容易忽視「選擇性激勵」原則，造成政府、企業、居民三方的行動目標不一致，無法達成集體利益最大化效用。

乘車優惠淪為公地悲劇

事實上，社會福利作為公共用品，衍生出的「搭便車」行為在香港十分普遍。以當下廣泛討論的「60歲以上老人兩枚乘車優惠」為例，由於香港沒有嚴格的退休年齡標準，很多60歲以上的老人仍然在職，如60至64歲人士的勞動參與率高達49.2%，這些打工長者憑藉乘車優惠為自身工作提供便利，顯然與政



策初衷相違背。而很多公交线路都實行分段收費，巴士公司放任60歲以上老人「長車短搭」——乘坐短途旅程、支付長途費用，變相套現更多財政補貼，更是白白浪費公帑。

打工長者乘搭政府財政的「順風車」，巴士公司又搭打工長者的「順風車」，當財政支出無以為繼，只能大幅縮減甚至裁撤福利，最終落得「三個和尚沒水喝」的下場。

如何將非市場化的福利措施，置於價格機制的約束之下，是各國政府的重要課題，但成績優異者寥寥。社會保障

體系本應作為「安全網」，兜底弱勢群體的基本利益；但往往被做成「彈簧床」，誘惑普羅大眾主動躺平。

公共政策若出現「父愛氾濫」傾向，必然導致兩大危害：首先是獎懲機制失效。少數人鑽政策漏洞可以坐享其成，額外費用卻由所有納稅人共同承擔，社福系統不能對「犯規者」予以即時懲戒。其次是分配機制失衡，大學畢業生為申請公屋尋求低薪職位，人生境遇可能反而好過奮力打拚的同學，「愈努力、愈絕望」，勞動力市場出現逆向淘汰。



▲香港的社會福利存在不少「搭便車」行為，導致公帑白白浪費。 AI製圖

不可否認，香港特區政府也一直打擊「搭便車」行為，但要知道社福政策從來都是「落地容易、收回難」，若不能在構思之初就設計好激勵相容性，事後修正往往會惹得民怨四起。當前歐洲經濟的舉步維艱，蓋因福利民粹主義經已做大，封鎖了政府改革的騰挪空間。

擺脫衰退唯有經濟轉型

筆者在此建議，未來的社福政策應更多體現機會平等，而非結果平等；公共支出亦要有清晰、完整的長遠收益考量；與其通過轉移支付方式填補社會貧

富差距，不如持續增加人力資源投入，如免費提供AI培訓項目，幫助更努力的年輕人匹配到更理想的工作崗位。

回顧疫情期間的消費券政策，雖然表面上是面向全社會的福利發放，但其內在隱含了「選擇性激勵」的條件。因為消費券的主要應用場景是小額支付、且有時間限制，所以工薪階層的經濟效用要明顯高於富裕群體，再加上彼時的香港如同孤島，人口無法跨境流動，政府支出最大程度地沉澱在本地消費市場，保障了企業與居民部門的財務健康。

最後要強調的是，香港作為高度外向型的自由經濟體，難以依靠自身的減支增收，擺脫財政赤字泥潭。過去香港經濟增長受益於「雙輪驅動」，但如今中美金融周期顯著背離，塑造出「高利率、弱通脹」的奇特組合，唯有切實推動經濟轉型才能突圍。（詳見去年12月5日B4版《香港經濟新周期 財赤觀念應轉變》）。財政預算不是紙面上的「算術遊戲」，政府大幅減支不僅會衝擊企業收入，而且容易引發民意反彈。如果居民生活的「獲得感」大幅下滑，就怎能對未來的經濟改革全心擁護呢？

心水股 工商銀行 (01398) 建設銀行 (00939) 布魯可 (00325)

派息吸引 險企大買內銀股

港股繼續受壓，成為焦點的騰訊(00700)亦繼續出現特大成交，就筆者所知，大沽盤有來自美資基金者，因要遵循美國政府的「指引」，不得不「清倉」騰訊。雖然這些都是賺錢貨，但將一隻好股「割愛」，與之「斷交」，亦實在捨不得也。我相信，當這一批被迫清倉的基金全部拋售完畢後，騰訊即會迎來強力反彈。屆時損失的，便是這些被美國政府「累死」的基金了。

19000點為重要支持位

事實上，恒指昨日回到19111點的低位時，已經有反彈了。當時，恒指跌去336點，並逼近重要支持位19000點水平，買家重新集結，戰術部署正確，加上內地A股指數也有反彈，遂加強了港股守土決心。

對筆者來講，這一回合跌市，影響極微，因為本人已將主力全部放在



內銀股和本地銀行股之上。還記得我推介的6隻銀行股嗎？股價都展示逆市上升的能耐，尤其是工行(01398)，昨日更一度重越5元關。中行(03988)下周一就除息，「搶息派」加入戰團，使得股價非常硬淨，收3.93元，升一格。還有農行(01288)和建行(00939)同樣撐得住拋售，在高位紋風不動，持有人真的是「阿肥拾油」，「瞞得覺落」。翻查消息，內銀股的大買家中，不乏內地保險公司，就我所知，這些保險公司均持有國債，於是將國債交與人行，便套得現金可以在資本市場操作。已公開的資料包括平安資產管理斥資近7000萬元增持農行，使其持股量升至5.03%，還有平安保險亦一再增持工行，最近一次運作以每股4.88元作價，增持1.55億股，其持股量升至16.02%，成為工行的其中一個大股東。可以想像，有這麼多財金企業加倉內銀股，這一板塊簡直成為「天之驕子」了。有問，何以他們揀選內銀？一個原因是內銀穩陣、高息，以往所持國債只得2厘息，重倉內銀，自然大大「有息可圖」，內銀股多了這支大水喉射住，股價堅挺，絕非子虛，這亦是筆者「清一色」在首季力推內銀股的原因。

恒指昨日收19279點，跌167點，是第三日下跌，三日共失481點。昨日成交額1684億元，較上日少373億元。

美全球搞局 港股添波動

實德 踏入新一年，市場不安定因素繼續增加，多國政府出現政局不穩，政治局面可能成為新一年投資市場的最大「黑天鵝」，同時中美紛爭也為內地和香港股市帶來不少的不明朗，美國國防部把134家中國企業列入「中國軍方合作企業」，清單中包含騰訊(00700)、中移動(00941)、中芯國際(00981)等大型企業，預示着中美紛爭繼續成為市場的一大關注點。

值得一提的是騰訊，除了「清單」這一負面因素外，南非大股東再度出手減持也是另一個隱憂，騰訊在指數的影響力大，而且縱使作出申訴，但上訴成功到離開清單也需要一段時間，估計短時間內單單騰訊也會為大市帶來一些陰影。

此外，特朗普的再次當選美國總統，雖然他還沒正式上任，但他表示想把加拿大成為美國第51個州，也聲稱不排除用武力拿下格陵蘭和巴拿馬運河，並建議把墨西哥灣改名為美國灣。種種跡象都預示，特朗普這次上任或許會更為激進。

減息預期降溫 不利投資市場

除了政治因素外，利率前景對投資市場也不會像2024年般友好。首先美國降息空間已大為降低，而歐元區去年12月通脹也有所回升，暗示歐洲今年的降息空間也在收窄，所以2025年

的息口前景對全球投資市場和經濟幫助很有限。

筆者預計，今年歐美這些傳統成熟經濟體只會對內地和香港股市帶來負面效益，而東盟、中東這些「東方」集團對內地和香港企業的利潤和發展變得更加重要。近年東盟已經成為中國最大的貿易夥伴，而且中東國家與內地和香港之間的相互合作關係也變得更加密切，今年首個利好就是來自中東市場，聯想(00992)完成與沙特主權財富基金20億美元投資及達成戰略合作協議，協議除了有3年期20億美元無息可換股債券投資外，同時也涉及業務拓展，包括在沙特投資旗艦零售店，以及進一步加大在中東及非洲地區的研發、市場營銷及戰略合作的投資力度。估計未來會有更多類似的合作協議在中東國家和東盟出現，相關企業也有更好的前景，所以投資也向「東」方找了。

(作者為實德金融策略研究部經理)



產品定位準確 布魯可有望升五成

近日新股市場中，以明日上市的布魯可(00325)最為熱門，有傳超額倍數將超過10000倍，股價升幅有望超過五成。如果股價真的有這樣的升幅，即一手300股已經可以賺大約一萬元，根據以上新股表現的情況，宜見好就收。

數據顯示，布魯可全市場孖展申請額有8774.96億元，孖展申請倍數達6027.58倍，申請倍數預計將超過1萬倍。布魯可是中國拼搭角色類玩具的領導者，通過500多個的專利布局，原創IP能力，和與約50個知名IP的非獨家合作關係，聚焦為消費者提供好而不貴的廣泛拼搭角色類玩具產

品，並取得了快速成長。

自建工廠 料明年竣工

強敵環伺下，布魯可是如何突出重圍的？一是找準了產品定位：布魯可則類似拼搭界的瑞幸，兼顧平價、品質、玩法和渠道。和萬代相比，布魯可更平價、渠道更廣、配件更豐富；和其他國產品牌相比，布魯可的SKU(存貨單位)更豐富、更新速度更快、IP更多元、造型更豐富。在品質上，布魯可精度可達0.004毫米，對標樂高品質。二是渠道覆蓋非常廣。布魯可的合作經銷商數量持續增長，截至去年6月已超過500家，如毛細血管般覆蓋了中國一到四線城市，線下渠道覆蓋面持續提升；與此同

時，加速拓展海外市場。

布魯可能夠實現平價策略，背後是中國高效的產業鏈以及規模化量產的優勢。一方面，中國玩具產業自世紀九十年代承接大量海外代工業務，發展至今成本控制優勢顯著。另一方面是規模化量產的優勢，拼搭角色類玩具開模成本高，布魯可通過設計、研發、生產高度銜接的標準化系統實現規模化高效上新，產品質量穩定且具成本優勢，隨着銷量提升成本優勢進一步顯現，毛利率從2021年的38%提升至2024上半年的53%。此外，布魯可計劃投資建設自營工廠，預計2026年年底後竣工，將提升產能、縮短新品推出時間並有望進一步提高毛利率。

美今年料減息2次 經濟溫和增長

展望2025年，在美國聯儲全年約減息2次，以及「特朗普2.0」主要政策兌現程度及節奏均沒有大幅超預期的基準情形下，美國經濟預測將保持溫和增長，全年國內生產總值(GDP)同比增速約2%。

具體來說，消費預計保持一定韌性。首先，居民部門槓桿率低於疫情前、消費舉債規模相對可控，疊加新一輪耐用用品周期開啟、拉動商品消費進一步增強，周期效應有所支撐。其次，主要由於疫情期間積累的超額儲蓄耗盡，減稅政策落地需時，關稅政策預計使部分產品漲價，或對消費造成較溫和影響，服務消費則因利率敏感性低而難以受美聯儲減息提振，造

成政策效應有所減弱。

美股估值過高 漲幅或受壓

再者，本年度美股已計入政策預期，特朗普就任首年的市場波動性或加大，當前估值過高等因素可能影響美股漲幅。利率下行放緩或限制房價漲幅，也不利於財富性收入明顯增長。但另一方面，就業市場韌性、反移民政策支撐工資性收入，預計財富效應總體持平。

投資增速預計持平，主要因為不確定性有所減弱，促使庫存周期回升從下游逐步向中游傳導，但上游補庫或仍需時日。其次，美國長期抵押貸款利率依然高於租金收益率，同時美聯儲2025年預計減息幅度低於2024

年，短期內對地產投資或有所影響。另外，雖然人工智能技術周期預計推動知識產權投資擴張，但企業投入資本回報率與融資成本相當，減息放緩預期下企業投資改善較為緩慢，複雜地緣形勢亦影響企業投資信心。

除此之外，關稅政策預期對通脹有所擾動，但減稅政策導致的美元走強或部分緩解關稅引起的進口價格上行，關稅對居民消費價格指數的短期影響相對不明顯，以及美聯儲對關稅政策保留抉擇空間，維持依數據路徑調整貨幣政策的方針，疊加國際油價上行動能偏弱，綜合來看通脹快速上行的可能性較低。

(中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心)

企業審慎發展 商廈空置率上行

高見 回顧2024年，全球局勢的不穩定性及高利率周期，使得營商環境艱難，企業投資取向保守，加上「宅經濟」興起，也導致香港的寫字樓市場須面對格局轉型，預期2025年仍處於轉型探索階段，如何適應市場，勢成租賃資產組合的表現關鍵。

宏觀上，儘管美聯儲去年連續3次降息，香港金管局亦有跟隨步伐，隨着融資成本減少，理應為營商市場帶來利好，惟隨着美國新執政班子即將上任，其對全國貿易，以及對內地及香港的保守政治取態，也成為眾多經營者的關注點，一旦其實施較為激進的「保護主義」政策，不少專業分析均指出有機會帶動美國進入新一輪的通漲潮，也令利率走向陡增變數。

租戶選址 偏好核心區邊緣

故此，一般商業經營者預期在2025年，仍然會抱持觀望和保守態度於企業發展，同時貫徹於其辦公室的租賃策略上。事實上，租金是企業落戶的首要考慮，去年的市場租賃活動以小型交易為主，67%的新甲級寫字樓租賃交易的面積不足4000方呎。

據高力早前發布的《租戶傾向調

查報告2024》中可見，跨境保險及相關的專業服務行業，成為最大的租賃來源，而主要租賃目的，則以分行開設為主，而隨着地緣局勢的新格局，加上內地和香港融合的趨勢逐漸深入，可預期租戶群主要為內地企業；同時間，為進一步省卻開立辦公室的前置成本及維護費用，租戶更傾向於有基本裝修及樓齡較新的大廈進駐，選址則集中於核心區邊緣地區，例如金鐘、上環、灣仔等。

去年截至年底，香港整體甲級寫字樓空置率為16.8%，總空置面積近1390萬方呎(淨樓面面積)，而本年寫字樓新增供應將有350萬方呎，使空置率再度上行的挑戰，雖然去年10月發表的施政報告提到，落實優化遷冊制度，透過簡化申請流程，加大力度吸引海內外重點企業在香港設立總部或分部業務，也着手研究把空置商廈改劃用途，作學生宿舍的標準化流程，惟措施均較利好於舒緩中長遠的空置率。

為應對目前市況，建議租賃資產組合的管理者與專業諮詢人員，及早就市場趨勢，制訂相應的策略，包括租務條款、價錢、續約洽談，以至到物業翻新項目管理上，作適當的部署，應對市場挑戰。

(作者為高力商業物業服務副董事)