

資深財經評論員
肖林

百家觀點

提升消費率發展新生市場

提振消費已經成為老話題，年年「兩會」都是熱議焦點。今年媒體在報道中傳遞了一個特別的信息：未來數年消費率增長將成為約束性指標。筆者以為，給消費定指標固然重要，要讓消費上去，破除老套路培育新生市場更重要。



中國經濟快速增長，市民對黃金等高級消費品需求急升。新華社

溫家寶總理在政府工作報告中已經明確：鞏固擴大傳統消費，積極培育信息、旅遊、文化、健身、培訓、養老、家庭服務等消費熱點，促進消費結構優化升級。並提出發展消費信貸和電子商務等等。筆者以為，提升消費率，必將有健康發達的新生市場承接，否則就算培育了消費熱點，也會自身自滅。

中國經濟在這20年中是發展速度最快的時期，而消費對經濟的貢獻從數據看明顯小於投資。有數據顯示從2001到2009年國內投資率由36.5%上升47.7%，消費率卻由61.4%下降到48%，其中居民消費率由45.3%下降到35.1%。消費率又稱最終消費率，是指一個國家或地區在一定時期內的最終消費佔當年GDP的比率。很顯然，消費率也是衡量一國經濟發展狀況的重要指標。

無論學者或政府官員，對於消費率低的原因都有很多的研究和解釋，分析的思路基本一致，中國的消費率沒能與經濟的發展同步。原因又關乎社會總收入的排序，這些年基本是國家、企業、個人。儲蓄存款同樣如此，中國龐大的儲蓄中，對公存款也就是企業和單位存款長期大於居民儲蓄存款。刺激居民消費增長，動力不足。

找到消費率低的病根也不是什麼新發現，一邊說太低，一邊難到位，提振消費彷彿陷入人人關注，難以提振的奇怪循環系統。有研究認為，中國投資高於消費不用擔心，只是發展階段的必然。筆者不大認同這個觀點，說淺了是過於強調看得見的政績，說深了是忽視了

消費自身的規律。

關注消費要關注消費品市場的增速，這一點沒錯，但是如果年年月月不變，幾十年如一日地堅持，內需不振是必然的。從滿足生活必需，到提高生活品質，消費品升級換代也對，但這不能涵蓋消費多樣性需求。

消費是一種經濟現象，也是人文現象。很大程度取決人們的心境和滿足感。吃不飽的時候，只想有吃的，吃飽之後要求生活更加方便，方便以後希望生活更為豐富。解放勞動力，讓身心愉悅，讓生活更有幸福感。很顯然，人的需求層次是根據經濟地位和實力不斷變化的。

這如同淡化GDP不可能不問GDP一樣，GDP在現階段依然是評價一國經濟發展的關鍵指標。眼下人們對於GDP質疑聲，主要集中在增速和唯GDP上。因此需要改變，改變評價經濟增長評價體系，在GDP之外增加民生指數，為的也是在發展經濟的同時，滿足人們的多種需求。這些需求有的是物慾的，更多是精神的。

提高消費率不能光想著讓老百姓怎麼多花錢，更要重視供給的變化，發展短板市場，注意培育那些關係人們提升生活質量的市場，避免簡單重複，低檔次循環。譬如順應老齡化社會到來，就當發展更多功能多樣的養老設施，運用多種方式切實解決老有所養的問題。往往消費附加價值高是由滿意的服務和購買的安全而產生的。要讓消費率上去，必須要找到政策新的給力點。

油價或短期見頂 避險情緒不算糟

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

如果說今年金融市場有投資主題，其中最重要的，非全球經濟復甦莫屬。從去年第4季起，這個勢頭愈趨明顯。固然，新興市場早就擺脫金融海嘯的陰影，重要的反而是歐美日等地，這些地方過去一段日子，一直被認為有可能出現雙底衰退，但打從去年第4季，情況便有所不同，即使歐債危機未完全解除，但實際上投資者已不再悲觀，從資產價格的走勢，即可見一斑。

無論如何，近來的數據繼續支持復甦的看法。美國上周五公布，美國上月非農業新增職位19.2萬個，高於市場預期，為自去年5月以來最多；而2月份失業率更回落至8.9%，低於市場預期，反映美國就業情況繼續向好。

歐洲債務危機困擾紓緩

事實上，不單美國有起色，早前備受歐債危機困擾的歐洲大陸，也有一定改善。歐元區統計局預期，歐元區2月份的通脹率為2.4%，繼續高於歐央行2%的警戒線，而早前央行行長特里謝更有下月加息的言論。

當然，從較為現實的考慮看，以往一直對通脹較不容忍的歐洲財金官員，有此態度並不出奇，但由於復甦的勢頭才剛開始，沒有道理立即摧毀之，故此，很大可能只是短期的炒作而已。尤其與歐陸一海之隔的英國，當地英國2月份房價按月下跌幅0.9%，跌幅大於預期的0.5%，反映英國房地產市場仍然存在隱憂，如此一來，立即加息對大家都沒有好處，相信央行不敢輕舉妄動。

相同道理，美國就業數據雖然向好，但同樣仍未足以使美國聯儲局提早改變貨幣政策方針。誠然，

正如瑞士央行副行長日前表示，利率不會持久留於現水平，增強了市場對瑞央行的加息前景，但美元不同於瑞郎，雖云兩者都是避險貨幣，但瑞郎加息事小，美元加息事大，後者即使有加息機會，也要待到年底，即使真的如美國股神巴菲特所估計失業率大降，也要大半年時候的數據，才足以令官方有充分理由，向大家交代其加息決定。

美債息欠吸引不值得投資

事實上，目前影響息口去向的其中一個主要因素，是近日中東北非地緣政治局勢緊張，油價急升，有關趨勢若持續，勢必惹來擔憂，認為復甦進度會受到打擊云云。從這個角度看，中東局勢轉趨緊張，反政府浪潮正在蔓延至沙特阿拉伯，油價更飆升至兩年多高位，直接或間接地令市場避險需求增加，才會令上述如瑞郎的避險貨幣造好，以及令美債造好，否則單以美債的息率計和美國財政前景，其實不值得投資美債。

的確，上周五油價已創2009年後新高，已有英國官員指出，若中東局勢持續惡化，油價可能會升至200美元一桶；類似的言論或想法，短期內將繼續影響投資者情緒。

重要的是，油價究竟是持續急升，抑或短期現象。這一點可以從一些數字看出端倪，國際能源機構預計，利比亞當地受動亂影響而停產的石油，已達每天100萬桶，而利比亞港口原本每天133.7萬桶的運油量已經降至50萬到60萬桶。

然而，客觀上，沙特阿拉伯始終是最主要的美國石油利益所在，只要這個地方沒事端，其實油價短期急升可能是見頂之先兆，由此看來，投資者不必太悲觀，事實上，反映投資者對美股標普後市波動性預測的VIX看來，亦未見持續急升，即情況並不算糟。

歐盟銀行壓力測試：目的何在？

IFR主筆
Keith Mullin

才剛展開的歐洲銀行業壓力測試是一項既不得要領又徒勞無益的行動，可能弊大於利。

本專欄之前曾指出有關非預期後果的定律。由於未能通過這項更嚴苛測試的銀行業者，在非黑即白的名單中將被深淵分明地劃分出來，因此可能引發一些極嚴重後果。

我懷疑歐盟執委會是在盤算把銀行監管機構轉型為官方的證券經紀商。其正朝著那個方向進行，因為未能通過測試的銀行，實際上等於拿到一紙歐洲監管者介引且背書的賣單。

測試結果或有反效果

同時，公布壓力測試結果，而非類似的流動性測試結果，也無濟於事，也會起反效果。據推測流動性也是壓力測試衡量的一個標準，所以為什麼要搞得那麼神秘？為什麼要特地製造不完美的資訊？如此對透明度的分析還是會留下許多未解的問題。

監管者再次考慮到其行動對市場動力的影響。對於那些名列官方的不完善銀行名單的業者，特別是那些沒有立即修正措施，或未能機警達成未雨綢繆和事先宣布籌資等其他補救措施的業者，投資人根本沒有持有其股票或債券的動機。

投資者嗅得出其中的恐懼。資本市場發行人只有在根本不需要資金時，才有傑出表現。若是卑躬屈膝地求助市場——誠如壓力測試結果宣布時料會有十幾家銀行那麼做——就得有難以從市場獲得資金，且失去定價能力的準備，特別是在風險意識日益升高的環境更是如此。若是有多種選擇，為什麼要浪費時間甚至蒙受機會成本，投資於有缺陷的銀行。

行。

EBA冀重建影響力

在歐洲銀行業管理局(EBA)的前身——歐洲銀行業監管委員會(CEBS)去年混亂的嘗試反而帶來事與願違的結果且成為笑柄後，EBA正加緊努力，想重拾一些威信並重建其影響力。拿第二階段壓力測試賭上其聲譽的風險太大；儘管大家對那些銀行資本不足基本上早已了然，或稍緩和了這樣的風險。

更重要的是，對於無法通過測試的銀行，除了可能遭受投資人的摒棄外，究竟可能產生什麼後果？EBA主席恩瑞亞(Andrea Enria)和英國金融服務官員Mark Hoban都希望政府能出面支援。

「我們不能只公布數據，顯示一些銀行的資本短缺，然後沒有人提供資金。」恩瑞亞在路透社金融未來峰會中說。很好。但那是什麼意思？如果當中想傳達的明確信息是政府將支持其陷入困境銀行，是不是有人未領會其意？事實上，我對銀行監管發展的分析愈深入，就愈認為那可能就是我了！

我認為新一代銀行監管和系統保護的整體要旨就是，不縮減規模的銀行就等著歇業，而新監管過程部分就是在確保有序地結束。所有有關銀行業者合理措施的中心假設，不就是說銀行再也不能把獲利歸私有，損失歸公嗎？2月8日付諸實施的2011年投資銀行特別管理規則(Investment Bank Special Administration Regulations 2011)的整體要旨，就是有序地破產。

老實說，銀行資本和規則的爭論中有太多矛盾，空話、混淆、誤解、政治權謀、花招，很難清楚一窺多重倡議的面貌或其走向，及其是否連貫(並不相連)。因此就讓事情順其自然發展吧。該是做空部分股票的時候了。

濠江規範「樓花」買賣之我見

山西省政協委員、威格斯資產評估顧問公司執行董事、特許測評師、中國房地產估價師

張宏業

兔年是澳門法律建立光輝的一年，正表現出該地在努力完善整體投資環境，步入國際化大都會之路。特區政府推出土地法進行諮詢後，最新的舉措是着力建立規範「樓花」買賣的法律制度。

澳門現行的房地產交易市場法律主要是針對現房買賣而設置的，相反「樓花」買賣一直依據《民法典》中的「預約合同」的法律制度。於是該地便流行了所謂「三方契」，但「三方契」產生了大量問題，例如「一屋多賣」、「貨不對辦」、按揭銀行的法律保障問題、交樓時間難以確立等等具體操作的問題。在近年澳門因賭權開放令經濟起飛之前，這些歷史性的問題使濠江樓市長期停滯不前，外資不敢貿然進入。

特區政府在2009年就登記公證法律制度改革進行公開諮詢時，曾就完善「樓花」買賣法律制度以及登記公證制度進行具體諮詢，當中的建議也得到社會的各界認同及接受。在這個基礎上，促進房地產市場可持續發展工作小組於二月底提出具體的措施，以期達到完全規範「樓花」買賣之終極目的。

省港預售許可制度可借鑒

特區政府擬建立「樓花」預售許可制度。其實這套制度於香港和中國廣東省各大城市已運行一段時間，收到一定的預期效果。

以本港為例，大部分新建成的樓宇包括住宅、商業及工業一定要取得地政署發出的「預售樓花同意書」後方可公開發售，已經待批出的樓宇名稱定期刊登於公開發網頁，供公眾人士免費查閱。網頁上的資料相當完整，包括地段編號、地

址、樓宇名稱、發展商、其母或控股公司、律師、認可人士及其公司、承辦商、按揭銀行、融資人、同意書簽署日期，預計落成日期、單位數目等等。再者該網頁更保留了原始資料，讓大眾人士可以查詢已入伙建築物的有關資料，可以保障公眾人士的權利。

新例會建議訂定「樓花」買賣合同的強制性條款，清楚列明樓宇的公共設施、會所及單位間隔、實用面積、房間客廳數量、座向和付款方式，以避免出現「貨不對辦」。再者合同裡須強制列明買家在樓宇地基興建到上蓋時須付的百分比，完成整幢樓宇以至到「入伙紙」時須付款比例和交付日期。再者新例會建議建立「樓花」買賣合同公證制度和登記制度，以期減少「內部認購」等不規範交易及炒買情況和堵塞「一屋多賣」的漏洞，並可清楚公開「樓花」的銷售及轉售情況。在建立登記制度後，可以大大減少外資銀行對「三方契」的法律問題，鼓勵她們積極投入澳門樓宇按揭市場，有助與國際金融中心接軌，將本澳金融事業推上新台阶。

批准書宜有查詢及上訴機制

在具體運行方面，新例更列明只有在物業登記局完成臨時分居登記，工程項目已經取土地工務運輸局發出整體建築工程准照並完成地基工程後，方可向該局申請銷售「樓花」的批准書。本人建議應該加入政府對批准書的事務承諾時間表和相關查詢/上訴機制。相比之下，濠江的完成地基工程已可申請批准書似乎太寬鬆了，有待公眾人士諮詢的必要。對「樓花」買出而收到的樓款的監管方面也遺漏了，是否是「專款專用」呢？

但無論如何，特區政府跨出重要的一步，對於「樓花」法律制度的建立寫下決定性的一頁，值得公眾認同和鼓勵！

相對通脹 亞債更憂經濟增長前景

路透專欄撰稿人
Wayne Arnold

熱點透視

比起經濟增長前景，亞洲債券市場似乎沒那麼擔心當地的通脹問題。儘管有經濟學家警告決策當局升息的速度不夠快，債券收益率卻表明投資者願意接受較低利率，向亞洲出借資金。那反過來可以體現市場對亞洲經濟增長的擔憂，言外之意就是投資者認為美國經濟有可能表現更佳。

阿拉伯國家的政治動盪讓亞洲食品、燃料和房屋價格上漲的嚴峻形勢顯得十分惹眼。而亞洲各國決策當局已經採取行動弱化通脹的影響：韓國、印度、印尼和中國內地今年相繼升息。很多經濟分析師警告指出，有必要將利率調升至危機前水平。

債券收益率曲線開始走平

通脹是債券的命門，會降低債券未來收益的實質價值。亞洲債券收益率已經上升。但讓人意外之處在於，亞洲債券收益率攀升的速度沒有美國債券那麼快，也許是因為美國通脹率較低。更能說明問題的是，亞洲長期債券收益率的升速要比短債更慢。而在美國，情況恰恰相反，長債收益率漲得比短債快。

結果，亞洲長債較短債的收益率之差在幾個月內一路縮窄。主要亞洲國家的債券收益率曲線趨平程度雖因國情不同而相異，但它們都是在去年11月初美聯儲局(FED)開始實施第二輪量化寬鬆時，開始出現走平的趨勢。

催生這股趨勢的動力更多是源於美國，而非亞洲。量化寬鬆措施幫助美國成功降低通脹憂慮。但亞洲市場卻惟美國馬

首是瞻：大量便宜的美元湧入亞洲市場以對沖美元貶值，推動亞股和亞債雙雙上揚。而當時由於預期美國將推出第二輪量化寬鬆計劃，海量美元的湧入加速，亞洲債券收益率曲線因此趨陡，暗指通脹或上行。

投資者為增長放緩早作打算

可真正等到美國實施第二輪量化寬鬆後，趨勢卻出現反轉，亞洲長債收益率之差縮窄，收益率曲線趨於平坦。再看看今年亞股的跌勢，市場不言而喻，全球投資者已經摒棄去年「大買特買亞洲資產」的策略，相反卻在為亞洲經濟增長放緩早作打算。



圖為位於首爾的韓國央行——韓國銀行。新華社