

永豐金融集團研究部主筆  
涂國彬

百家觀點

# 美國增長看個人消費

美國今年第一季度實質國內生產總值(GDP)按季僅增長2.2%，低於市場預期的2.5%，亦低於去年第四季度的增長3%，經濟增速似有放緩，惟細看其他同期數據，卻發現美國經濟情況依然樂觀。

美國今年第一季經濟增速減慢的主因，在於政府開支大幅減少，由於美國政府大幅削減國防開支，今年首季美國政府開支按季減少3%，使政府開支對國內生產總值的貢獻為負0.6個百分點。

雖然企業投資增長放緩，但受惠美國今年首季大量的住宅興建，居民住房固定投資卻大幅增長19.1%，增幅遠高於去年第四季的11.6%，為自2005年以來首次連續四個季度錄得增長。

數據顯示房地產市場改善，當地消費市道亦樂觀，今年首季個人消費按季增長2.9%，增幅高於去年第四季的2.1%，貢獻國內生產總值的增長達兩個百分點，為2010年第四季以來最高水平，當地家庭的儲蓄率亦從去年第四季的4.5%降至3.9%，反映美國人對經濟前景的信心增強，減少儲蓄而消費更多。

消費增長及房地產市場能夠得以改善，主要因為當地就業市場好轉，美國勞工部數據顯示，今年首季美國私營部門新增就業職位達63.5萬份，為2006年首季以來最大季度增幅，而收入亦有所增加，扣除通脹因素後美國家庭可支配收入亦按季增長0.4%。

從上述的數據可看出，美國的經濟增長引擎，似乎由企業投資轉移至個人消費身上，而目前美國人對經濟前景仍然樂觀，密歇根大學4月份消費者信心指數終值亦升至76.4的一年高位，若歐債危機沒有再進一步惡化，未來幾個月美國消費市道相信仍可保持較快增長。

雖然美國首季企業投資增速大幅減慢，政府開支更出現負增長，但傳統上貢獻美國經濟超過七成的消費增長強勁，抵消了大部分的負面影響，而目前美國企業手上現金充裕，若當地消費及就業市場保持強勁，需求增加將能刺激企業增加資本開支，未來企業投資者仍存有很大的增長空間，美國經濟前景仍然樂觀。



美國今年首季個人消費按季增長2.9%，增幅高於去年第四季，貢獻國內生產總值的增長達兩個百分點。

## 中國金融業該如何改革

時富金融策略師  
黎智凱

上年溫州民間金融危機爆發，據統計當時有1,100億人民幣民間資本流竄於借貸市場，並無法進入主流金融體系，最終造成部分民企資金鏈斷裂而爆發地區性金融危機。而危機亦促成中國加快民間金融改革，率先發展溫州金融試驗區。國務院發展研究中心金融研究所副所長巴曙松早前在浙江溫州舉行的「改革創新與溫州轉型」高峰論壇上表示，整個金融業須被當作一個產業來看待。之後深圳、珠三角、天津濱海等地皆陸續推動地區性金融改革。

筆者認為，金融是資金流，沒有區域概念，一個地方的試點會影響到區域以外，目前地方試點有些混亂，中國金融改革到底該如何可以進行突破？

### 鼓勵民資進入金融業

要按照市場化原則推進相關重大改革。首先要堅決取消各種不必要的金融管制，並減少對微觀金融活動的干預。鼓勵更多的民間資本進入金融業，放寬市場准入門檻。中國應該除了控制幾家主要系統性金融機構外，其他的中小金融機構的股權應逐步轉讓；同時放寬民間資本成立金融機構的種種限制。

金融改革必須構建民間金融法規體系。現時由於沒有針對民間金融設立系統而完善的監管體

系，造成民間金融長期以來始終徘徊在正規金融體系之外的灰色地帶。內地相關金融法制不健全亦使民間金融的合法地位並沒有建立，加上非法集資及集資詐騙等犯罪活動，使正常的民間借貸行為游離於合法和非法之間。

### 構建民間金融法規體系

如果要使民間金融的合法性得到承認，逐步讓處於「地下」、「半地下」的民間金融活動慢慢走上地面的話，那就需要履行適當的程序。政府應不是照搬上市金融機構的監管方法，反而需要新的思路和方法對民間金融組織及其金融活動實施有效的監管。

### 推進利率市場化

利率市場化是金融改革的重要領域。如果一天利率沒法市場化，就無法通過金融市場有效地配置資金的使用效率，也沒有辦法有效地配置各種經濟資源。現時高利貸現象始於有大量民營企業同時需要使用非常有限的民間資金，拉高利率。相反，國有銀行通過其壟斷地位通過很低的成本(利息)取得大量存款，但並沒有充分地貸給缺乏資金的民營企業，因為這些銀行沒有動力去這麼做。推進利率市場化改革，發揮市場配置資源的功能和作用，這樣目前普遍存在的所謂的「非法集資」、「集資詐騙」等的現象就會大為減少，並可以激發各類金融市場主體的活力，優化金融資源配置。(節錄)

## 中國的世界形象(上)

瑞德證券亞太首席經濟學家  
沈建光

本次歐美之行，筆者一個明顯的感受便是中國傳統製造業正面臨衰退。美國產品中，諸多傳統的「Made in China」(中國製造)正在被「Made in Vietnam」(越南製造)、「Made in Indonesia」(印尼製造)所取代。可喜的是，同時也看到中國和亞洲的影響力逐步上升，中國經濟的結構轉型已然發生，中國企業走出去步伐正在加快。

### 中國製造業競爭力下降

從筆者個人感觸，當下歐美與以往存在明顯不同之處。幾年前，我仍在歐洲央行工作，在麻省理工做博士後時，當時海外市場到處都遍佈着中國製造的產品。而這次路演得空閒遊之時，我發現來自中國製造的產品明顯減少，尤其是傳統的低端製造業產品，取而代之的是其他國家，比如土耳其、越南、印度、南美洲，甚至美國自產的產品。

數據顯示，2011年美國的進口市場上，來自中國的玩具份額由2010年的89%下降到87%；鞋類份額由2010年的79%下降到2011年的76%；家居產品由2010年的60%下降到2011年的59%；服裝從2010年的41%下降到2011年的40%。而近期海關總數公佈的2月外貿數據也顯示，雖然機電產品的出口增長較強，而服裝、紡織品、鞋類出口已經出現明顯下降，顯示中國的結構性升級正在進行。

回看國內，我曾在文章中提到中國劉易斯拐點的到來。實際上，早在金融危機以前，用工荒的現象便較為突出，而金融危機的到來，經濟增長與企業生產活動受到影響，就業率有所下降，掩蓋這一問題的本質。

根據國內學者蔡昉的判斷，中國農村的剩餘勞動力早在2007年便已顯不足，普通勞動力正由全面過剩向結構短缺轉變。而勞動力不足導致工資大幅上漲，標誌着中國「劉易斯拐點」的到來，加大中國出口的压力。而從好的方面來看，壓力也是動力，低端勞動力工資上升也將為促進自動化和產業鏈升級創造機會。

除勞動力成本上漲外，人民幣匯率升值也是導致中國製造業優勢喪失的重要因素。自2005年匯改以來，人民幣兌美元累計升值已經超過30%，這直接導致以美元計價的中國商品價格處於不斷上升。對於人民幣匯率的討論一直是熱點，我認為，人民幣升值長期持續升值的時代已經結束，今年人民幣最多升值3%，而且會出現升值和貶值的雙向波動。現在是加快人民幣升值的時機。

### 東南亞南美爭奪市場

在美國，搶佔中國製造份額的不僅有東南亞、南美洲等國家，也包括很多美國製造的產品。這與高油價以及美國就業的刺激政策都密切相關。油價上漲加大航運成本，跨越半個地球把原材料運往中國，再把成品跨越半個地球運往美國，加上運費後其價格優勢已經得不償失，所以美國一些小企業開始把外包的企業撤回國內。

金融危機以來，奧巴馬寄望於製造業能夠挽救美國就業，先後推行一系列政策，傾向於使製造業就業從國外「回歸」。根據OECD的資料顯示，目前美國製造業的單位勞動成本從2000年到2010年已經下降13%，比加拿大、歐元區降低的幅度還要大。當然，這實際上也包含兩輪量化寬鬆政策推出後，美元貶值的因素。(節錄)

## 三大行業受惠中國未來十年

AMTD高爾財富策劃董事兼行政總裁  
曾慶璇

筆者主觀認為就中國未來十年經濟發展最受益的三大行業包括投資銀行、醫療保健和高端消費品。這三大行業都分別針對中國特殊的需求性、人口結構和社會心態所推斷。

首先是投資銀行業，可細分至投資理財、金融產品創新、中介商、私人銀行等。內地的金融業比西方，甚至香港及新加坡落後了至少二三十年。這事實在中國民間貸款利率可高達五六十厘年息便可見一斑。金融業缺乏融資渠道，創新的投資產品，而法律亦缺乏透明度。所以平均來說，國民絕大部分的儲蓄不是定存就是買房，所以房價持續居高不下，導致通脹升溫，令儲蓄減除通脹後的真實回報亦大大減低。

### 投資銀行業乘國策放鬆

最近的改革容許民間資本進入銀行業，從而加強市場競爭性，並打破壟斷局面。大家一向相信自由市場基本上可從競爭帶來創新，因而減低成本，增加流通性。同時相信深化和開放任何一個產業都必為該產業帶來光明的前景。為了增加投資渠道，減低融資成本，甚至減輕社保基金的壓力，中國國民的巨額儲蓄需要增加效率，一定可為眾多以上的細

分行業帶來機遇。

醫療保健是另一有重大發展空間的行業。中國擁有逾13億人口，人口老化速度是新興市場中最快的國家。加上三十年的工業化帶來巨大的生態和生活環境的破壞，單以癌症和乙型肝炎兩種不治之症為例，患者總人口更是世界之最。國內的藥物品質控制亦十分參差，不時出現假藥等個案。更重要的是，中國投入於醫療保健研究的經費十分之少，又缺乏人才。再加上大多數成藥是無專利權或已過專利期的所謂普及藥品(Generic Drugs)，所以利潤率遠低於國外同業。政府應投入更多資源在此行業，並更積極發揮監控角色，至少在公營、私營醫院和組織的回扣政策需嚴加監管。筆者相信，人口的剛性需求可帶動此行業的長遠發展。

### 炫耀富裕促高端消費品

最後是高端消費品，中國的貧富懸殊情況有加劇之勢，部分人士更有暴發心態。若果全民一般富裕，對炫耀財富的衝動便會相應減少。如整體社會極之貧窮，而短期內有一部分人口突然富起來，財富便變成能力、運氣和地位的代名詞。要得到一個圈子的認同感，炫耀便變成必須。由於這種特殊的社會風氣，再加上中國人最重要的「面子問題」，人民普遍富裕，追求特別富裕的衝動將更為強烈，絕對有利高端消費品行業的長遠發展。

中國經濟的結構轉型已然發生，中國企業走出去步伐正在加快。

## 西班牙銀行面臨的困境

中銀經濟研究員  
潘南

西班牙銀行面臨的困境可以說是在過去十多年來房地產泡沫破滅後，又有歐債危機、信貸緊縮等的「雪上加霜」。

### 1、經濟過度依賴房地產行業

與愛爾蘭等國家一樣，西班牙也曾經歷過房地產繁榮的時期，1995年至2007年，住房建設佔西班牙GDP的比例從7.5%增長到15.7%，即使到2009年，這個比例仍然維持在10%以上。同期，住房建設而創造的工作崗位佔全部工作崗位的1/5。

2008年金融海嘯以來，信貸緊縮、通脹升溫、利率提高和經濟低迷導致房地產泡沫的破滅，西班牙房地產和建築行業遭遇沉重打擊。與去年韓國儲蓄銀行爆出的問題類似，過去多年，西班牙政府對於銀行貸款監管甚少，再加上不斷飆升的房價，最終導致銀行過度放貸。根據西班牙央行4月18號公佈的結果，銀行業2月的壞賬比率，由1月的7.91%升至8.16%，創1994年10月以來的新高。此外，西班牙最新公佈的4月份的失業率高達23.6%，如果失業率繼續保持在20%以上的高位，按揭違約率則有可能從目前的15%左右急劇上升超過20%。

### 2、流動性「捉襟見肘」

與歐元區其他很多銀行一樣，西班牙銀行一直較為依賴以批發融資的形式解決資金來源問題，主要包括發行：住宅按揭支持的證券、擔保債券、商業票據以及在同業市場(interbank)拆借。西班牙銀行業的貸存比一直高企(2008至2010年分別為170%、159%、150%)，目前也高達145%，

即便是實力較強的CaixaBank，其貸存比也達到136%，這意味着總放款與總存款之間存在巨大的資金缺口，而銀行只能通過批發融資籌得的資金去填補，遠高於亞洲一些地區(例如香港)銀行業的貸存比。

截至今年3月，西班牙銀行向歐洲央行借款額高達3,163億歐元，佔當月歐元區國家借款總額的28%，這一數字遠超過2月份的1,698億歐元；其中，淨借款增至2,276億歐元，佔歐洲央行當月借款總額的63%，也遠超過2月的1,524億歐元，表明西班牙銀行目前可以獲得的融資管道不多，只能主要依靠歐洲央行。

西班牙銀行的融資成本(特別是短期融資成本)近期急升。目前西班牙十年期國債的收益率又突破6%，由於國債的成本與銀行債成本之間的高度相關，這也相應拉動銀行債的收益率。在短期融資成本方面，4月24日西班牙拍賣共計7.25億歐元的三個月和六個月的票據(bills)，其中，三個月票據的平均收益率從3月時的0.381%上升到0.634%；六個月的平均收益率則從一個月前的0.836%上升到1.58%。在此時前的一個星期，西班牙十二月期和十八月期的國債拍賣平均收益率亦由3月20日的1.42和1.71%分別上升至2.62%和3.11%。

### 3、資本不足 盈利下降

目前，西班牙政府已把整治銀行列為首要任務，並在今年2月通過一項法令，內容是迫使銀行對自從2008年房地產市場崩潰以來一直積壓在資產負債表中的不動產相關損失進行重組，並尋求提高針對銀行業的資本要求。截至去年底，西班牙銀行已經做出91.9億歐元的核銷，並需要進一步做出290.8億歐元的撥備和155.8億歐元的資本緩衝。姑且不論上述總值約538億歐元(約710億美元)的資金是否能真正滿足風險防範以及彌補資金缺口的需要，可以肯定的是，西班牙銀行的盈利必將受損。(節錄)

## 下屆英國央行總裁如何遴選?

路透專欄撰稿人  
John Kemp

英國央行總裁金恩將於2013年6月卸任，結束第二任為期五年的任期，儘管英國政府聲稱遴選下屆總裁的工作要到秋季後才會正式展開，然而各方競相角逐總裁寶座的競賽此刻已然展開。

英國央行負責金融穩定的副總裁塔克，已躍然成為該行內部的候選人，代表著政策的延續性。其他的候選人為英國金融服務監管局(FSA)主席Adair Turner、前任財政部常任秘書兼文官長Gus O'Donnell、經濟學家John Vickers。如果政府想在英國相對不多的政治經濟學家以外另覓人選，總是會讓人聯想到加拿大央行總裁卡尼。

### 需要一名超人

最終的選擇結果，歸根結底要看英國政府希望央行發展成什麼樣子。金融時報的Brittan稱：「這份計劃中的工作讓人望洋興嘆，只有超人可以申請。」勞工黨首席財經發言人Ed Balls呼應這個觀點。

擢升塔克或將暗示政府滿意於延續金恩時代。從外部空降一位調停者，或將為近期的爭議畫上句號，同時掌控英國央行，限制其獨立性並迫其接納一種集體性更強的決策方式。若加拿大央行總裁卡尼出任，算

得上最激進的突破，暗示英國央行應該重新聚焦於技術優勢、控制通脹以及審慎金融監管，退出政治舞台。

外部人士對於金恩成功與否莫衷一是。近來，金恩大力提倡財政節制與貨幣寬鬆相結合。因此，對其工作成就的評價產生分歧，有人認為目前的政策組合令英國避免了主權債務危機，並最終將讓經濟恢復增長；另一些人則認為，當前政策不必要地延緩了經濟低迷，並令經濟再度陷入衰退。

事實證明該行過去五年的通脹預測全部錯誤，而且沒有改善的跡象。對於應以通脹為目標的央行來說，通脹預測屢次錯誤令人懷疑其可信度，以及其能否吃一塹長一智。

內部候選人央行副總裁塔克因此負擔很重。部長們可能願意選擇外部人選，並顯示央行未來將有不同。不過從政府角度看來，金恩一直是非常有幫助的支持者。他願意不顧通脹上升來維持低利率，並一再進行量化寬鬆，這為實施節制計劃贏得重要的時間。在質疑節制有效性的呼聲高漲的情況下，但仍為其保駕護航。各部長最不希望看到的，是新總裁通過升息重建對通脹目標的信心。

所以當部長們坐下來做最後抉擇時，他們面臨的實際問題是延續金恩時代，還是尋求改變。若進行改變，是選擇政治和經濟上更為和諧的成員，還是以技術專家揚名的外部人士？(節錄)