

太平金控・太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

百家觀點

十八大確立目標 內需成發展火車頭

舉世矚目的中共十八大剛結束。大會繪就了2020年全面建成小康社會的宏偉藍圖。十八大明確確立了未來發展的目標是：確保2020年GDP和城鄉居民收入人均收入比2010年翻一番。這意味，未來中國內地仍將以發展經濟、促進民生為施政重心，以繼續改革開放為動力，而內需將成為經濟發展的火車頭。

過去十年中國由一個發展中大國成長為一個對世界影響舉足輕重的新興大國。在經濟輝煌成就之下，還有許多不盡如人意的地方。在全球經濟下滑的大背景下，要實現高達13.7億人民的人均收入翻倍的目標，還有很多問題需要解決，其中包括經濟結構性矛盾方面的問題。

經濟結構性矛盾表現在多方面，其中包括：一是依賴出口推動經濟增長；二是內地發展也還面臨一些不平衡、不協調的問題。包括部分行業產能過剩等問題。

因此，中共十八大明確提出，在轉變經濟發展方式方面邁出更大步伐。而轉變經濟發展方式最主要的是調

整經濟結構。我們認為，從政策基調上，調結構已經定調，李克強副總理在講話中保持了相對一致的政策方向，即通過推進城市化、發展服務業、擴大消費來穩增長，同時推進多個領域改革，而這些實質上都是調結構的範疇。

事實上，經過一段時間的努力，中國內地在經濟結構調整上已取得了一定的成績。就以需求結構來說，以往靠出口推動經濟增長的主要原因是內需不足。目前，在需求結構上，內需已逐漸成為拉動經濟增長的主導力量。2011年和今年前9個月，內需的拉動作用已經超過了105%，其中消費拉動的作用已超過投資，今年前9個

月，在內需105.5%的拉動經濟增長的份額中，消費佔55%，投資佔50.5%。

因此可以預見，在取得一定的成績和經驗後，在支撐中國經濟發展的要素條件正在發生變化，勞動力、資源、環境成本都在提高，舊有的發展模式空間越來越小的經濟環境下，中國內地不會走單純靠規模擴張推動發展這條路，中國經濟未來將進入重大轉型期，企業原先熟悉的投資驅動、規模擴張、出口導向的發展模式將發生重大轉變。

而今年調低經濟增長目標，亦可給轉變發展方式，調結構預留空間。在穩增長和調結構的關係上，穩增長不是全面放鬆，今年以來所體現的經濟政策基調是調結構而非保增長。不過，不確定性在於其推進的節奏方面。

因此，在未來一年內，我們要關注兩個尤為重要的政策時間點：一是今年年底的中央經濟工作會議對明年經濟



圖為內地大型商場。 資料圖片

政策的表述，尤其要注意關於穩增長和調結構的定調，這對兩方面的力度和側重的把握具參考意義；二是明年下半年舉行的十八屆三中全會會對中長期改革政策如何定調。

內房有望平穩渡過調整期

康宏証券及資產管理董事
黃敏碩

國統局公佈，今年首10個月累計全國房地產開發投資，按年增幅與首9個月持平，維持在15.4%，達57,629億(人民幣，下同)，住宅投資佔了當中的68.9%，達39,704億，按年升10.8%，升幅比首9個月加快0.3%。另中指院公佈，10月全國十大城市房地產綜合指數，按月上漲0.35%，增速較9月加快0.04%，而當月百城新建住宅的每平方米價格，雖然連續五個月錄得按月升幅，惟10月的按月增速只為0.17%，為8,768元。

內地房價雖然呈現回升勢頭，惟升幅不算明顯，而由房地產開發投資增長看來，數字雖然仍維持於較低水平，惟未有進一步下跌，反映發展商對於房地產後市的看法，未有進一步轉淡，行業整體大致穩定下來。

內地年內繼續維持房地產調控政策，多番強調要維持房地產政策不動搖，但當局的主要目的，乃旨在遏止房價急漲，並促使樓價回歸合理水平，而非存心打壓，以免房地產及其相關產業受到波及，進而影響宏觀經濟增長步伐。

而就內房現階段的狀況看來，當局再出手加碼調控的機會相對較低，始終中國經濟近月初現回穩訊號，其中

10月發電量按年增長6.4%，高於累計的3.9%，工業增長亦加快，加上國家正值換屆時期，相信短期內不會有重大措施出台打擊樓市。另一方面，由於當局實施調控已有一段時間，對於控制市場的樓價的預期，已起到一定作用，相信有利樓價保持於平穩水平。

業內併購有利個別發展商

然而，內房仍要面對貸款增長放慢的問題，上月新增貸款只有5,052億，少於預期。內銀考慮到資產質素轉壞的憂慮，在內房相關貸款顯得審慎，影響發展商的資金鏈，這進而會促使內銀轉變貸款結構，減低房地產相關項目之貸款，給予內房資產負債表更大的壓力。不排除會再有發展商的財務陷入困境，業內料續出現整合期，惟個別銷售成績理想、套現能力強勁，以及負債較低的發展商，卻有望受惠其中，藉其品牌或規模，繼續在銷售上取得優勢，並提升市佔率。

再者，配合「以量換價」以及深化三四線發展佈局的發展策略，部分內房的前景仍可看俏，加上內地料續加快城鎮化進程，部分能夠在是次整固周期維持屹立不倒的發展商，在房地產下一上升周期中，其表現更是不值得期待，可分段吸納作中長錢持有，其中中海外(0688)、華潤置地(1109)、越秀地產(0123)及龍湖地產(0960)等皆可留意。

外國舊廠房改裝LOFT經驗可參考

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

為拓展可用的土地作住宅用途，其中一個可能是把閒置或使用不足的舊工廈，經改裝甚至重建成允許作住房用途。另一方面，目前市區舊樓及工廈剝房林立，說明市區低廉住房的需求強大。早前傳港府正研究，讓工廈改裝為過渡性住房，以紓緩這類住房的市場需求，為低收入單身人士甚至夫婦提供住房的選擇。

筆者從外國網頁上，找到很多類似的個案，當中不乏成功樣板例子，很多城市都面對因社會經濟轉型，建於工業繁盛年代，舊城市的工業廠房遭荒廢，起先有人嘗試把舊廠房改裝成LOFT，作藝術家的工作及生活混合空間。

LOFT是指那些「由舊工廠或舊倉庫改造而成的，少有內牆隔斷的高挑開敞空間」，這個定義誕生於紐約SOHO區，20世紀40年代的時候，LOFT這種居住生活方式首次在美國紐約出現。當時，藝術家與設計師們利用廢棄的工業廠房，從中分隔出居住、工作、社交、娛樂、收藏等各種空間，在寬闊的廠房裡，構造各種生活方式，創作行為藝術，或者辦作品展。而這些廠房後來漸漸演變成最具個性、最前衛、最受年輕人青睞的地方。

空間感存非常大靈活性

LOFT的空間感有非常大的靈活性，讓人可以隨心所欲地創造自己夢想中的家、夢想中的生活，被已有的機構或構件所制約。粗糙的柱壁，灰暗的水泥地面，外露的

鋼結構已經脫離了舊倉庫的代名詞，一間間其貌不揚的舊式廠房裡，一股新的氣息正在湧動，形成了所謂LOFT生活。

舉出美國城市由工業區轉化成LOFT地區的成功例子，其一是紐約曼哈頓的Meatpacking區。其二是洛杉磯，2001年推出新法例Adaptive Reuse Ordinance (2001)，以鼓勵將不再經濟可行的工業和商業建築物，改裝成住宅的LOFT社區。

在20世紀後期，LOFT逐漸演化成為了一種時尚的居住與工作方式，並且在全球廣為流傳，甚至有新建建築採取LOFT社區概念。如今，LOFT總是與藝術家、前衛、先鋒、798(北京798藝術區)等詞相提並論。

回到香港的現實生活中，LOFT的概念雖然未在法律允許之列，但實際上已在不小工業區如火炭、觀塘、大角咀、長沙灣等存在，成為年青藝術家以及IT行業工作者的創業天地。

「過渡性住房」的性質與LOFT相近，建議政府研究採納，若工廈允許作住房用途，需要跨越幾道圍牆，首先城規條例要修改，可考慮加設一類新用途「Live/Work」即「生活/工作」於第二欄允許用途。第二，土地批租契約的用途限制，這個可以用特別豁免執執行，可考慮以10年為期，寬免地價，期內只可租不可買，甚至乎對租客及租金可以設限。第三，建築及消防條例等仍需符合。第四，允許簡易改裝作宿舍形式及公用廚房，以節省工程成本，讓計劃的財務可行性提高。最後，考慮讓個別工廈單位申請改裝，在符合消防安全的大前提下，收到對工廈剝房寓禁於徵的效果。

債市畸形與政企關係畸形

比富達證券分析員
王 靳

11月7日，新疆中基實業股份有限公司(新中基)短融「11新中基CP001」如期兌付，兌付利率為8.30%。此前，「11新中基CP001」的主體評級被中誠信國際直接從A級降至CC級而淪為垃圾債，一次性直降12級的情況實屬債市罕見，但這一巨大的信用風險，與之前的山東海龍、江西賽維一樣，在政府「兜底」之中化解。

新中基是新疆生產建設兵團重點扶持的企業，以番茄製品深加工為主營業務。2010年以來，番茄醬加工行業整體陷入低迷，新中基持續處於虧損狀態。2012年3月20日，該公司被證監會立案調查，根據更正後的財務報表(之前該公司被查出有財務造假行為)，發現其資產負債率由2011年年末的98.39%上升至2012年6月的103.58%，公司資本不抵債。參考該公司的銀行借款違約事件屬實，「11新中基CP001」的主體評級被中誠信國際直接從A級降至CC級，意味大概率違約導致其只具備投機或賭博的屬性了。

政府「兜底」系統性風險積累

但是，新疆生產建設兵團和農六師的資金支持，與之

前山東海龍、江西賽維等「政府兜底」的案例一併，使得投機與投資的界限在債券市場上越發模糊。對於債券持有者而言，避免了兌付風險似乎是一件好事，但是長期來看，政府對債券市場的兜底在阻礙債券市場正常發展的同時，只能將風險延遲。如果投資者都在預期投機性債券在最後關頭可以獲得救助，整個市場都會脫離價值，使得市場的系統性風險不斷積累和擴大。

另外，政府的資金與資源也是有限的，在調結構的大背景下，政府對財政的把握將逐漸合理也是大勢所趨。在債券市場進一步擴大，而政府無力繼續為企業買單時，風險就將集中爆發。

筆者認為，目前債券市場上的畸形現象很大程度上源於政企之間的畸形關係。以江西賽維為例，在江西省新余市將賽維公司的債務缺口納入其年度財政預算之前，早在該公司發端之時，政企聯誼就已經發揮了重要作用。在賽維創辦之時，新余市政府在資金、人力、電力供應以及用地方面都開出了極為優惠的條件，被當時的媒體成為「築巢引鳳」。而這種在政企聯誼的基礎上建立的超常規的跨越式發展方式在中國也實屬常見。但在政府對企業發展大量的干預之下，實質上的「市場化」也將無從談起，而企業與政府之間的利益糾葛，更將這種干預擴大到資本市場之中，阻礙資本市場的正常發展。

政局不穩 日本易有財政危機

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

逾半政府支出需發債籌集

目前，市場的焦點主要集中於美國財政懸崖問題身上，再次造成股市大幅波動，而事實上，除這一風險外，環球經濟還在面對幾大風險，包括歐債危機、以及日本政府預算資金不足的問題，即日本版的「財政懸崖」。

由於經濟不景，日本政府稅收於1990年達至高位後便逐年減少，但與此同時，由於持續的基建投資加上人口老化導致的社會保障增加，使財政支出持續上升，令日本政府持續出現赤字。根據經合組織(OECD)之數據顯示，日本的財政赤字自2009年起便一直處於約10%的水平，為已發展國家中最高。

由於持續入不敷支，日本政府為確保國家能正常運作，不斷發行國債，而對發行國債的依賴亦持續上升，導致2009年起首次出現國債發行量高於稅收的局面。

然而，由於歷史留下來的規定，根據日本的《財政法》，日本政府只可以因基礎設施建設而發行國債，其他原因基本上是不允許的。因此，目前用於支付其他開支而發行的國債，均是屬於特例，且必須每年制定相關法律，即《公債發行特例法案》，並付諸國會表決通過後才可以發行，而近期日本版的「財政懸崖」，正是因此而起的。

從「阿羅不可能定理」看社會矛盾(二)

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心
李樹甘、吳祖堯

筆者於11月9日的文章提到，香港社會矛盾日益嚴重，這可能與「投票悖論」(或廣義可稱作「阿羅不可能定理」)有關。本文將討論可行的解決方法。有人認為改變投票制度可解決問題，但這只能改變表面的結果，並不能準確地表達出社會偏好。事實上，不少經濟學家試圖挑戰阿羅，結果無功而還。直到1998年度諾貝爾經濟學獎得主阿馬蒂亞·庫馬爾·森(Amartya Kumar Sen)的出現，「投票悖論」才得以破解。森的破解方法非常簡單，只要將甲的偏好排序由A>B>C改成B>A>C即可(見表)。

投票者	對政策方案建議的偏好排序
甲	B>A>C
乙	C>B>A
丙	C>A>B

若再次以少數服從多數的民主投票方式：首先，在A和B之間的選擇中，甲和乙會選擇B(因B>A，見表)，只有丙選擇A，由於少數服從多數，最終得出B>A的結論。其次，在B和C之間的選擇中，甲和乙會選擇B，只有丙選擇C，最終得出B>C的結論。最後，在A和C之間的選擇中，乙和丙會選擇C，只有甲選擇A，最終得出C>A的結論。結果將會變成：B>C，C>A，B>A。當中不再出現矛盾(請對比筆者11月9日文章中的例子)。

尋求共識找出非最佳方案

為何改變甲的偏好次序後，「投票悖論」自然消失？在未對甲的偏好排序作出改動前，甲認為A最好(因A>B>C)，乙認為B最好，丙則認為C最好，大家認為最好的方案各有不同，沒有出現一個大家都認為並非最好的方案。在改變甲的偏好次序後，甲和乙同時認為B最好，而丙則認為C最好。值得注

意的是，現在所有人都認為A並非最好的方案。因此，解決「投票悖論」的關鍵在於要社會同意其中一項選擇方案並非最佳(其實還有兩種情況可解決「投票悖論」，筆者不想將文章複雜化，留待讀者探索)。在例子中，我們可以強行改變甲的偏好從而達到此目的。現實中忽略或犧牲社會一部分的偏好並不可取，可能引起更大爭議。由此理論引申，筆者推想若要改變社會的偏好，理性分析十分重要。透過理性分析找出「非最佳」的方案，從而感染社會取得共識，改變社會偏好。

一刀切政策非最佳方案

在敬老的問題上，若我們站在道德高地作出批判，特惠生果金是不能不發的，而且是每一位長者都應該得到的。如果社會資源無限，相信所有人都會大力贊成一刀切的特惠生果金。可是，當社會資源有限時，政策便需要「對人」而非只「對事」。換言之，我們則要考慮是否所有長者都需要這筆特惠生果金。相信一些足夠應付生活所需的長者，寧願家人多點關懷，子女多點慰問或多給一、二千元生活費，可能比政府發放三千元的效用更大。真正需要幫助的是生活艱難的長者。我們是否應以人性化的思想取代機械式的只對事而不對人的思想呢？最低工資標準工時同樣是一刀切的政策，我們是否可用負入息稅這個「對人」的政策取而代之呢？

希望社會理解一刀切的政策缺乏彈性，是一種只對事而不對人的政策，在一般情況下並非最佳的選擇方案。找出非最佳方案後，「投票悖論」則迎刃而解。政府更能確立以人性化的政策為目標，更順暢地推出舒解民困的措施。

最後筆者想分享一個故事：一群箭豬在嚴寒的天氣下相依取暖，可是當牠們靠近時便會刺痛對方，最終牠們忍受痛楚免得一齊凍死。到大地回春時，箭豬們存活下來，一同享受陽光的溫暖。我們能否向箭豬們借鏡？

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。