

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師

張宏業

百家觀點

十八大閉幕 考量國家未來十年經濟走向

2012年是現代兩個超級大國的政治年，繼美國大選奧巴馬成功連任後，中國舉行中共十八大會議，順利選出新一代中央領導人，將會譜出未來十年治國藍圖。筆者上文討論過美國大選後經濟何去何從，本文是延續篇去考量祖國未來十年經濟走向。

本月15日，中共新一屆領導集體誕生，以習近平為首的七位政治局常委正式亮相，他們都是執政經驗豐富的技術官僚，其中六位更享有長期治大省、治多省的實務經歷。如果讀者細心，不難將他們治理過的地區於中國地圖連結起來，可以發現中國的海岸線基本上貫穿起來。這些地區全是臨海地區，是中國改革開放最早、經濟發展最快、人均GDP最高、外貿參與投資最早最多最廣、民生情形最先進、與港澳及海外聯繫最密切之地。他們曾主政沿海，形象開放鮮明、海外人脈廣闊、見慣國內外大小經濟風浪，應對慣大型危機、推動內地經濟體制改革便能「駕輕就熟」。

再者，另一個普遍的共通點是大多於文革時期做過知青，知青生長於基層、注重農民、注重調研、實事求是。這種特徵於習近平總書記當選首次發言中表露無遺。延續十七大的科學發展觀，習總書記強調非常具體的民生期待，例如「更好的教育、更穩定的工作、更滿意的收入、更可靠的社會保障、更高水準的醫療衛生服務、更舒適的居住條件、更優質的環境」，描繪了未來十年治國的基本思路。他鮮明地指出必須下大氣力解決黨員的貪污腐敗、脫離群眾、形式主義、官僚主義等問題，否則會導致「亡黨亡國」的嚴重後果。總括來說，

這比舊班子更重民生，注重改革延續，關注投資利益和致力維持穩定。

回顧過去十年，中國經濟總量以2010年約40萬億元的強勢首次超越日本成為世界第二。如果要實現十年後再翻一番目標，則需要保持經濟增長7-7.5%。根據官方資料顯示，去年中國經濟增長貢獻中，消費和投資的拉動作用是104.5%，外資淨出口則大約是-4.5%，今年前三季度，內需對經濟增長的拉動作用為105.5%，其中消費佔了55%，投資佔50.5%，表明三頭馬車的排列已經變成消費、投資和出口，這意味著內地未來十年要保持7.5%增長必須加快建立擴大消費需求的長效體制，釋放居民消費能力、建立較公平的收入分配制度等等，讓經濟增長成功轉化為人均收入增長。為了激活居民消費能力，政府還必須竭力保持物價平穩、有效控制房價、致力解決基層住房需要和持續增長居民基本工資水平。

如果政治局常委李克強成功當選下任總理，他的獨特中國經濟理念便可施展出來。身為經濟學博士，他說出未來十年經濟增長的關鍵是城鎮化。李常委一直強調城鎮化是最大的內需潛力所在，他預算「未來二三十年，每年將有一千多萬人口轉移到城市，必將持續釋放巨大

內需」。據官方估計，城市人口會由現在超過一半逐漸增長至60%以上，但同樣衍生沉重城市民生問題。如居住、教育、醫療、就業、交通、環境等等一系列後遺症。有見及此，習總書記推出重民生的治國方案，以有效地回饋國家的經濟繁榮成果。

就居住問題，十八大報告提出建立房地產雙軌制發展目標，結合市場配置和政府保障的全國住房制度，加強保障性住房建設和管理，繼續商品房調控措施，避免供應量能滿足各層次需求前房價失控！在十八大召開前，建設部部長姜偉新指出近年內地保障房建設規模空前，到2011年底全國已解決2,600萬戶中低收入家庭的住屋困難，並於明年將開建約600萬套保障房。他再重申內地樓市調控政策不會放鬆，力度會加強直至高價回落至可負擔水平。如果投資者理性分析，「雙軌制」房地產制度對內房企業持續發展不失是個好消息，樓價大幅上升容易產生資產泡沫會損害中國長遠經濟增長。

自從全球爆發金融危機，各國政府包括美國、中國、英國、德國政府更加重視實體經濟的基礎作用，但今天已不再發展勞動密集高的工業，紛紛轉向推動新興產業和先進製造業，加快傳統產業轉型升級，推動服務業發展壯大，支援小資企業。新任領導班子的施政作風有利多種投資主題，如內需消費、城市建設，創新科技，環境保護、醫療保健、文化產業、內銀金融等等，各投資者可多加留意。



分析認為，為了激活居民消費能力，政府須竭力保持物價平穩、有效控制房價。圖為顧客在青島一超市選購食用油。

兩個超級大國領導層已經確立，都立刻面對經濟持續發展的問題。中美歐各國應充分合作，減少貿易保護主義，攜手重建實體經濟，達到雙贏局面。哪家企業能首先締造合作局面，則是未來十年的領跑者。

感恩節銷情具啟示 網購成必爭之地

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

在美國經濟中，消費貢獻約七成，因此，美國消費市道之好與壞，可被視為美國經濟的晴雨表，當中，從感恩節開始至聖誕節以及元旦期間的美國銷售季節所貢獻的銷售，更往往佔大部分零售商全年銷售額兩成，甚至三成以上，因此，這段期間的銷售情況，對美國經濟而言更具指標性。

根據一間芝加哥市場研究機構的調查指出，美國感恩節之後的黑色星期五（23日），商舖銷售按年下跌1.8%至112億美元，部分商舖提早營業及推出更多優惠的招數，似乎並不太成功。

雖然如此，但這並不代表美國今年的銷售情況不佳，若計及網購，美國今年感恩節四天假期之銷售，仍然錄得增長；美國零售商聯合會25日發布的調查報告顯示，美國商舖購物和在線網購的消費者高達2.47億人次，比去年增加了9%，零售額預計高達591億美元，可見，美國零售市道應已復甦，相信只要美國能處理好財政懸崖之問題，美國經濟將可如聯儲局主席伯南克所指，明年將會有良好的增長。

商舖銷售雖仍保持暢旺，但高速增長不再，反而網購銷售則已高速增長，這事實上說明了零售業的一種轉變；IBM旗下研究機構IBM Benchmark上周六（24日）發表的調查報告

顯示，美國今年的黑色星期五網購零售額較上年同期增長20.7%，感恩節當日亦增長17.4%，可見，雖然目前網購佔整體銷售額僅約10%，但增長速度遠高於傳統銷售。

透過行動設備網路購物更大升

當中，透過行動設備網路購物的消費者比例更大幅提升。在眾多行動設備之中，以蘋果的iPad為網路零售商帶來的流量最多，佔到網路購物流量的近10%。而單計平板電腦流量，iPad流量更佔了達88%，其次是美國大型連鎖書店巨擘邦諾的Nook，流量為3.1%，至於亞馬遜的Kindle為第三，流量為2.4%，而三星的Galaxy系列則為第四，流量為1.8%。

從實地到商場購物，到足不出戶用電腦網上購物，再到隨時隨地使用平板電腦購物，人們的消費習慣於近十年起了很大的變化，商家亦只好紛紛加強網購平台，保住市場佔有率，同時亦造就了eBay、淘寶等網購平台。

可見，未來網上購物將會成為主流，由於目前網購佔整體銷售額的比例仍然很低，最流行的美國亦只有約10%的佔比，因此，相關周邊業務發展空間仍然很大，當然，傳統商舖式的銷售所提供的購物體驗，如有銷售員提供的服務等，仍然是難以取代，未來零售企業要做大，看來除需要穩固傳統市場外，網上銷售市場更是兵家必爭之地。

對美國新政的期望

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶璋

經過激烈的選舉競爭，美國總統奧巴馬成功連任。是自富蘭克林·羅斯福以來能在經濟低迷下連任的總統。畢竟在失業率接近8%的情況下贏得連任並不容易。但在更重要的問題是，在新任期期間他有何作為。

近年來，不少大國的領導人都因經濟政績令人不滿而被趕下了台。儘管金融風暴是前總統執政八年種下的禍害，但奧巴馬需要承擔復甦不振的責任。奧巴馬獲勝的原因主要是，對手不能提出具體的政策，導致很多中間選民儘管不滿經濟復甦速度，但仍認為奧巴馬當總統總比共和黨的羅姆尼偏袒富人的政策較好。另外，人口結構變化顯示拉丁裔和其他少數族裔的票源越來越左右美國政壇。

奧巴馬將在美國疲軟的復甦、寬鬆貨幣政策和持續的大規模財政赤字下開展第二個任期。企業囤積着大量現金，私人投資項目卻停滯不前。同樣地，歐洲國家也過分依靠歐洲央行無限制干預主權債務市場的承諾。但失業率正處於幾十年來最高水平，連德國經濟增長也出現停滯，南歐經濟體系亦深陷衰退。希臘已無法維持社會穩定，但它的退歐行動會造成極嚴重的骨牌效應。

新興經濟體情況較為穩定，但是，儘管它們潛在產出的基本趨勢增長率比發達經

濟體高得多，但畢竟是出口型經濟主導，不可能與周期性脫鉤。美國亦不可能單槍匹馬決定世界經濟的未來，但美國政策對世界有着巨大的影響，在IMF、世界銀行和G20中仍然擁有大多數投票權。

奧巴馬在第二個任期中應該把什麼作為政策主導？美國、中國、德國和其他國家還擁有巨額的可投資資源。同時，勞動力和就業也面臨着不少挑戰。但可持續的經濟增長需要那些手握可投資資源的國家真的開始投資。而這需要依賴包括美國在內的發達經濟體的中等收入和低收入群體全面復甦。提供投資者所等待的需求持續地反彈，這短期內是不可能發生的。

平衡收入分配至關重要

企業部門的利潤空間很大，但實際資本稅率並不太高，從中可以獲得廉價的融資。但高收入集中在部分當地人，平衡的收入分配不僅是一個社會和道德問題；它對於宏觀經濟也存在重要的關鍵。這對於美國和中國來說尤其是大問題。美國對教育和合適的技能培養需求迫切。很多工人長期處於失業狀態，將全面高質量教育作為當務之急，也有助於解決收入分配不均的問題。

最後，只有美國的參與才能開啟多層次的清潔能源革命，刺激大規模就業創造投資和新的增長周期。在艱苦的選戰之後，是時候進行全面政策改革了。希望美國國會議員們能夠支持推動美國的政

內地應着力提高居民購買力

時富金融策略師 黎智凱

早前，聯合國發佈全球幸福指數報告，比較全球156個國家和地區人民的幸福程度。報告顯示，丹麥成為全球最幸福國家，美國排在第11名，台灣地區排名第46位，中國香港第67位，中國內地則排名第112位。也就是說，除了那些戰火紛飛的非洲國家，中國基本上在全球幸福排名中處於墊底級別。

在筆者看來，中國內地在全球幸福排名中處於墊底級別，這與當下居民購買力是有很大的關係。過去10年來中國家庭的儲蓄率一直在下降，而不是在上升。相對於個人可支配收入，儲蓄率已經從30%下降到了25%。這表明了中國居民普遍購買力不足，在這個前提下，中國到底如何實現經濟轉型以及振興內需，筆者實在感到憂心。

十八大報告中提出，到2020年中國的GDP總量和城鄉居民人均收入都要翻一番。筆者關注中國人收入增長，但更關注居民的購買力。根據國家統計局，2010年城鎮居民可支配收入為19,109元(人民幣，下同)，農村人均純收入為6919元，這

意味着到2020年這兩組數字都要翻倍，實在是一個不小的挑戰。

收入增幅遠遠追不上物價

現時實際情況是，內地經濟在增長，居民購買力卻在不斷的下降。當然我們不否認收入也在增長，但是現實中收入的增幅遠遠趕不上物價的大幅增長。這也是中國GDP高了人民幸福感下降的原因之一。當然幸福感並不是指來源於物質世界，精神世界的幸福也是很重要的。

在內地經濟陷入「冰火兩重天」情況下，「中國購買力」已成為當下不可忽視的經濟驅動力。如何提高中國居民的購買力，以此來緩解我國消費需求減弱、經濟放緩帶來的不利影響呢？

在筆者看來，進一步調整收入分配，提高城鎮中低收入家庭的購買力水平。要調整居民收入現有的分配結構，加大居民收入在國民收入中的比重，改善城鄉之間和居民內部的收入差距；要適時調整消費政策，及時對短缺經濟時期制定的一系列稅費政策法規作出相應的調整，努力創造一個良好的消費環境，真正發揮商品對經濟的巨大拉動作用。

窩輪溢價高低非重要考慮

中銀國際證券股票衍生品部執行董事 雷裕武

相信窩輪投資者對「溢價」應該絕不陌生。傳統以來，這是坊間選擇窩輪的常用指標之一，不少更奉為金科玉律，以此比較窩輪價格高低。

坊間對於窩輪溢價，往往有不同理解——有指這是窩輪價格平貴的度量準則，溢價越高，反映價格越貴，因此，傳統以來，投資者大多傾向選擇一些溢價低的條款；此外，也有指「溢價」是發行商的收入來源，舉例來說，一支啤酒的成本（來價）是10元，倘若商販以14元發售，溢價便是40%，因此溢價也往往被視為商販的利潤，而精明投資者一般會避開溢價較高的窩輪條款，以免影響勝算。

然而，這些只是眾多市場謬誤的其中一二，隨着近年投資者對窩輪產品的分析能力日漸全面，以往純粹依靠溢價和成交量揀的日子已不復見，但溢價仍有其參考價值，投資者值得花時間了解其實際分析作用和限制。

其實，窩輪溢價的基本概念不難掌握，甚至在日常生活中也經常遇上。例如，各大地產發展商近年為促銷新盤，往往推出不同的優惠計劃，如提供免息、免供、奉送迎新禮品等，藉以吸引市場注視。大家不難發現，在同一樓盤中，即使同一單位的售價，往往會因不同付款方式而出現差異。比方說，即供價跟首2年免息免供的價格可能存在不少分別。假若準買家選擇以優惠計劃置業，他將要付出較即供價為高的價錢，而中間的差價或所謂「溢價」，其實就是發展商的時間成本、利息支出及其他開支等。

此外，在樓市暢旺時，選擇首2年免息免供的買家明顯較多，以往甚至有機會吸引一些短線投機者入場，在以往未曾推出打擊炒賣措施時，不少短線炒家往往在首次供款前，便以更高價將物業轉手獲利，哪管優惠計劃的「溢價」有多高，他們相信只要能捕捉「高買高賣」的機會便有利可圖，而以往成功的例子實際亦不少，這與窩輪溢價的概念不謀而合。

現在讓我們看看溢價的真正定義。簡單來說，窩輪溢價代表正股在該輪到期日前，需要上升（認購證）或下跌（認沽證）達至打和的百分比。換句話說，一種溢價20%的認購證，代表相關正股在窩輪到期前必須上升20%才能打和，當然，升幅超過20%便開始出現利潤。簡言之，窩輪溢價越高，能打和的機會率則越低，因此，投資者鍾情於低溢價窩輪，也是可以理解的。

應多留意波幅及流通量等

然而，大家需要留意，溢價分析法其實假設投資者一直持有窩輪至到期日，但在現實情況下，試問又有多少投資者會選擇買入窩輪，並持有至到期日？眾所周知，認股證屬短線投資工具，長期持有的話，便要承擔因時間值損耗帶來虧損，（或可視作每日持貨成本），因此選擇長期持貨的投資者仍屬少數。其實，認股證的投資價值，是讓投資者透過當中的槓桿效應，再配合一些市場波動的機會，來增加短線買賣的利潤。因此，對於個別純粹作短線買賣的投資者來說，溢價的參考價值並不高，應多留意窩輪的其他數據，如波幅、流通量、街貨量等。

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。

行業轉暖 內房股可跑贏大市

太平金控、太平證券(香港)研究部主管 陳羨明

港股經過一輪調整後呈現反彈，內房股異動急升，多隻內房股股價見一年新高。內房股近期跑贏大市，主要是從公佈的數據方面看，行業短期有轉暖跡象。本月初中國指數研究院最新數據顯示，10月全國100個城市（新建）住宅平均價格為每平方米8768元人民幣，環比9月上漲0.17%。這也是自6月止跌後連續第5個月環比上漲。

隨着銷售企穩，房企業績好轉，地方政府政策微調，房地產市場升溫預期明顯提升。從百城指數變化來看，房價指數保持連續環比回升的態勢。儘管當前房價較去年同期仍有下降，但同比跌幅已經收窄。數據顯示，從同比的角度看，全國100個城市住宅均價仍連續第7個月下跌，跌幅為1%，但比9月縮小0.4個百分點。全國住宅價格中位數為每平方米5,850元，環比上漲0.86%。

無獨有偶，國家統計局上週日公佈10月份70個大中城市房價指數，其中我們發現房價環比上漲的城市個數較上月有所增加。一手房市場上，雖然10月份房價環比上漲的城市個數低於今年7月50個城市房價環比上漲的峰值，但已由9月份的31個小幅增加至35個。雖然10月份房價環比下跌的城市個數仍然高於今年7月9個城市房價環比下跌的最低值，但已由9月份的24個下跌至17個。

房市調控政策短期不可能鬆動

今後一段時期，影響樓市走勢的很多因素都有可能發生變化，唯一確定的是，嚴厲的房地產市場調控政策短期內不可能鬆動。三季度宏觀經濟數據顯示的見底信號，更為堅持房地產調控增添了一份底氣，因為經濟下行壓力而放鬆房地產調控的可能性越來越低。

今後一段時期，嚴格執行現有各項調控政策，鞏固調控成果將是房地產市場政策面的主基調。因此，現有調控政策比如差別化信貸和限購將繼續存在以防止房價反彈，而房產稅將很快向更多城市推廣，從而在持續地抑制房地產投資需求。

儘管房價上漲的核心風險仍然存在，政策仍然將對房價地價反彈勢頭保持警惕。由於數據顯示流動性持續改善和去庫存速度超預期，以及市場對房價的預期變得更為樂觀。我們對房屋需求尤其是一二線城市房屋需求較為樂觀。因此我們建議投資者抓住其充足土儲、負債率相對較低且估值合理的開發商。