## 名家指點

# 零利率禍害經濟

香港中文大學財務學系副教授 葉家興

葉家興

美國最新公布的5月消費者物價指數，按年增加3.6%，比起0%−0.25%的聯邦基金利率，相當於實質利率爲負3.6%。對比中國最新的物價指數5.5%，以及央行官定利率3.25%，大約負2.25%的實質利率，顯示美國負利率的程度，比中國還要嚴重。

### 零利率造成經濟停滯

2008年底開始，聯儲局推出史無前例的零利率政策，加上兩輪的債券購買計劃，兩年半以來，超寬鬆的貨幣政策對實體經濟幫助有限，失業率和樓市都沒有起色。很明顯，伯南克的實驗再次印證了日本的經驗，零利率和量化寬鬆對於控制流動性危機有效，但絲毫無助刺激經濟。

**相反地，零利率的熱錢在全球造成資產價格膨脹，卻在美國製造了反向誘因。貨幣乘數跌破金融海嘯時0.8–0.9的低點，最新讀數只有0.742。也就是說，資金在商品市場炒翻天，卻沒有在美國市場流動。虛擬經濟泡沫驚人，實體經濟卻毫無生氣。零利率實際上成為經濟停滯的幫兇，嚴重阻礙經濟復蘇的腳步。**

聯儲局想用零利率和量化寬鬆製造通脹，幫助美國經濟走出樓市泡沫爆破的谷底。然而，日本經驗顯示，長期低利率反而製造了樓市的惡性循環：在泡沫爆破後，人們預期房價會持續走跌，但政府干預的低利率政策支撐房價，使房價緩跌，無法迅速回到合理價格。淪爲負資產的物業投資者，寧可支付貸款（因爲利率低），也不願折價賣出。新買家預期房價並未落底，而利率會長期低企，按揭成本不會馬上提升，因此也延後購房決策。

低利率降低消費者和企業借貸成本，但因人們預期借貸成本會不斷走低，因此導致市場投資和消費的誘因持續降低。**事實上，就像日本經驗所揭示的，如果借貸成本長期低企，消費者和企業就沒有急着購房或借貸投資的迫切性。低利率政策想要逼使人們增加投資的效果不但沒有達成，只會造成通貨緊縮式的反效果。**

長期低企的零利率，使買家延後房市消費決策，企業延後擴大生產的決策，在實體經濟形成反誘因的效果。

零利率除了造成貸款需求不振，也造成貸款供應不足。斯坦福大學經濟學教授Ronald McKinnon就認爲，零利率不但加劇全球通脹，也破壞了美國金融中介體系，形成雙輸局面。金融海嘯之後，銀行體系貸款大幅縮減，因爲收益率太低，不足以彌補貸款潛在的對手風險，使得大銀行不願意貸款給小銀行，從而造成中小企業取得貸款的困難。金融體系功能無法發揮，貸款增長受到抑制，龐大規模資金不流動，貨幣乘數於是跌破金融海嘯時的低點。

### 伏爾克震撼療法堪借鑑

**在實質利率接近負4%之際，聯儲局應該讓利率回歸正常水平，記取過去長期低利率造成的後遺症，立即放棄對刺激經濟無效的零息和量化寬鬆政策。收緊資產負債表的規模，並且將基準利率從0%至0.25%逐步上調，宣示利率正常化的步調展開。**這有助於促使銀行業增加在銀行間市場的放貸，擠壓銀行無風險套利的利潤，將資金引導到正常的放貸業務。

聯儲局放出充沛資金在市場，卻沒有在美國境內流動。超寬鬆的貨幣政策不能創造就業，長期維持的後果只會造成金融體系更加不穩定。30年前的聯儲局主席伏爾克，以震撼療法對付通脹，嚴厲打擊炒作，讓經濟快速落底，從此創造了1980至2000年美國長期低通脹、高成長的環境。

奧巴馬在就職宣言中說：只幫助有錢人的國家無法永遠強大。然而在通脹超過3.6%，而且還在攀升的同時，聯儲局卻仍堅持零利率。在負利率環境下，熱錢炒作使食品和能源不斷侵蝕美國人的消費能力，消費不振，經濟委靡，失業率焉有可能下滑？

**在伏爾克擔任聯儲局主席的年代，利率高於通脹，人們有儲蓄的動機，儲蓄的資金用於能夠創造價值的科技研發，而不是流連商品市場炒作。儲蓄累積財富，增加生產與就業，而生產與就業的增加有助提高消費。聯儲局希望透過消費帶動美國經濟增長，然而，消費提高應該是經濟增長的成果，而非原因，靠借貸消費撐起的經濟增長不能長久，聯儲局難道還沒有得到教訓嗎？**

**葉家興教授**是美國精算學會副精算師，研究興趣包括統計精算學、保險經濟學、汽車保險與政府保險計劃，已有論文發表於Journal of Risk and Insurance等多種國際學術期刊，並譯有《經濟學與社會的對話》、《世代風暴：人口老化即將引爆新經濟危機？》、《助人為獲利之本：哈佛案例研究60》等書。葉教授亦與業界保持良好聯繫，曾經擔任香港精算學會教育委員會委員，並參與香港中文大學與中國銀行廣東省行的財務策劃師（CFP）培訓工作，以及接受香港保險業聯會的多項政策諮詢。

# 解決樓市結構性問題

凌昆

## 經濟點評

最近港府又再爲冷卻樓市出招，且還從供應及需求兩面夾擊：一是降低按貸比重以壓抑對較高價樓宇的集資能力，二是大幅增加土地供給，下季拍賣土地足供建造6000多個單位。這反映了港府正循序漸進出台冷卻措施，每當感到有必要時便會出手，且樓市已初呈降溫迹象，成交及價格都開始下調。另一方面，樓市仍有一些較長期及結構性的問題須予解決，對市場的長遠發展意義尤大，故應及早探索新路，以便能及時採取有效的處理方案。

### 樓市爭議須及早籌謀

目前關於樓市仍存爭議，且各方意見分歧頗大者有幾點，包括長期的土地供應，是否限制內地人士買樓，和應否復建居屋等。給樓市降溫只是一種周期性調節，而上述重要問題則涉及更根本更長遠的樓市及經濟發展規劃，故遲早也要作出決定。

當然，早比遲好：一是這能令各方心中有數，投資或自用者均可作出長期計劃；二是可配合當前的冷卻措施，由互相促進而事半功倍。何況香港本乃彈丸之地，只有約兩成土地可供建設住房，故如何好好利用有限資源，確須從長計議，及早籌謀。

曾蔭權特首說過：現有土地要供應建築公屋及私屋之用，若要復建居屋便要填海。其實這等於承認了土地供給不足，要加緊開發，到時以居屋或其他形式來供給乃另一問題。尤須注意者是，香港基礎建設周期很長，若要大規模填海，便須盡早啓動規劃、環評及撥款等程序而切勿拖延。

### 反對限外人置業邏輯可笑

限制非本港居民買樓，主要是針對內地人士。反對此舉者每以違反自由市場經濟原則爲理據，其實這除了充滿過度理想主義的不切實際迂腐味外，在邏輯上更爲可笑。

一、香港早因爲免擠佔本地資源或需求而限制內地各種交流，如來港生仔有配額、讀書有配額、工人不能來港找工作，港人的子女及配偶移民來港亦多限制，故限買樓從性質上看並無分別。

二、樓市相比上述的醫療、教育及勞工等市場自由度更低，政府基本上壟斷了一手土地供應。無論以勾地、定期拍賣或其他形式賣地，最終供應量及價格都由政府控制，何況還有其他措施如地積比、高度等限制，可影響落成樓宇面積。

另有一些以技術性困難爲由反對設限，但困難應設法克服，而不能成爲反對大原則的理據。事實上，不少國家均設有各類外人置業限制，其正反經驗香港均可借鏡。當然，即使反對無理，是否設限還須看支持理據是否足夠，以免不必要地干預市場。

### 設限宜早不宜遲

從理論上看，內地人士置業帶來額外需求，故可拉高樓價，但可由增加土地及新建住宅的供應來彌補，從而穩定樓價，這是必由之路，當局必須加快土地供應及批出建築圖則，但從實際層面看也確有兩個設限的理據：

**一、供求時差要求短期性設限。**內地需求突然大增，而增供土地需時，故在新土地推出前宜暫時設限，到有大量土地供應時才取消。這樣樓價也不會隨撤限大幅反彈。

**二、市場容量差別巨大。**內地人多錢多，而本港只是彈丸之地，兩個市場規模並非同一級數，故如內地需求大舉南下，本港無論怎樣增供土地亦應付不來，且增供土地也將引致成本上升，令邊際供給價格不斷攀升而推高樓價。

**由此可見，設限宜早不宜遲。當然，如何限制亦須詳加研究，可劃分豪宅及主體樓市，限後者不限前者，也可參考澳洲做法，限二手樓不限一手樓，以保證新增外來需求必有新供應滿足，從而防止樓價上升過多。看來無論何種形式，實行二元市場體制乃香港樓市發展的必由之路，而這種結構變化並非與宏觀或樓市周期相關者，因內地對香港樓宇的需求，是由多種穩定增加的因素所驅動，周期因素並非主導。**

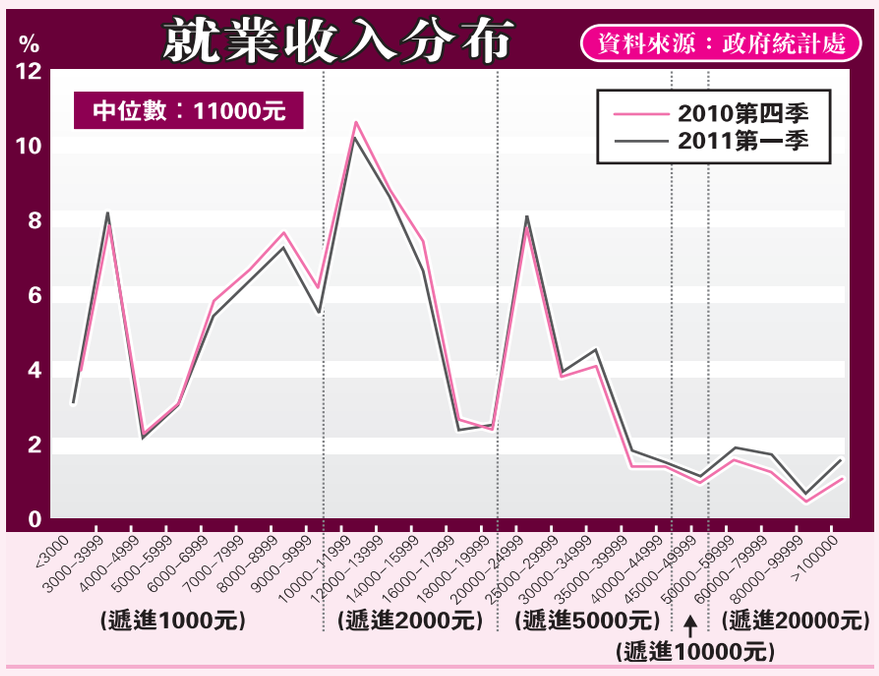
### 復建居屋一石二鳥

**最後，現時社會各方都要求復建的居屋，實質上可起到同時保障中低收入群體置業及限制外來人士進入的雙重目的，可謂一石二鳥之策，確是值得認真考慮的出路之一。**

**總之，當樓市開始降溫，令泡沫膨脹的危險暫緩後，港府必須把注意力轉向更深層的樓市結構性問題了。**

**凌昆先生**是資深評論員，曾在大型跨國銀行任經濟分析員。

## 宏圖大勢




### 小康中產收入跑輸？

今年首季，本港打工仔收入普遍增加。與上一季比較，低工資者佔比明顯下降，月入低於1萬元的，由42.8%跌至41.4%；相反，高收入者佔比則顯著增加，月入高於3萬元者，從13.2%升至15.6%。兩者此消彼長，圖表上已有反映。低薪僱員收入有邁向高收入群組的趨勢，最低工資的落實似加快了有關進程。然而，月入介乎1萬至3萬元者，收入則變幅不大，其中1.6萬至2萬元的比例不但幾乎沒變，且更出現「斷層」，形成「M型」形態，反映小康中產人士的工資上漲遜於整體，跑輸大市。

**香港商報評論部**

## 國際視野

# 耶路撒冷問題死結難解

楊漢群

5月19日，美國總統奧巴馬就中東問題發表講話，提出新的和平方案，倡議回到1967年中東戰爭前的邊界，以解決以色列、巴勒斯坦數十年衝突。然而，奧巴馬同時指出，和巴勒斯坦難民問題一樣，其方案不足以解決耶路撒冷問題，充分凸顯這個古城在中東和平進程上的特殊性及複雜性。

### 平安之城神聖超然

耶路撒冷意爲「平安之城」，有超過3000年歷史，具有極爲重要的宗教、民族、文化意義，被視爲「聖城」。

古以色列王國以耶路撒冷爲首都。大衛王（公元前1011年至公元前971年在位）、所羅門王（公元前971年至公元前931年在位）統治期間，以色列國勢達致極盛。所羅門被視爲充滿智慧的王者，在耶路撒冷興建崇拜上主的聖殿，後世稱之爲「所羅門聖殿」，進一步鞏固耶路撒冷的地位。所羅門死後，以色列分裂爲南北兩國，北方的以色列國以撒馬利亞爲首都，南方的猶大國以耶路撒冷爲首都。

以色列和猶大於公元前722年及公元前586年分別亡於亞述和巴比倫。巴比倫攻入耶路撒冷時，更將聖殿拆毀。後來雖經重建，但公元70年羅馬軍攻入耶路撒冷，聖殿再被摧毀，只留下部分西牆。及後猶太人流散他方，聖殿未再重建。從此，耶路撒冷和西牆成爲猶太人精神所寄和信仰所託，讓他們在流亡、苦難之中保持團結和復國的希望。今天，猶太人在西牆祈禱時，仍每每因想起千百年來民族的苦難和上主的應許而涕淚交流，故西牆又稱爲哭牆，是猶太人心目中最神聖的地方。

公元638年，伊斯蘭先知穆罕默德歸真後第六年，穆斯林大軍進入耶路撒冷。穆斯林相信，穆罕默德是在耶路撒冷的聖石上登霄（升天）的。公元687年至691年期間，穆斯林以這塊登霄聖石爲中心，建成了著名的聖石清真寺，又稱金頂清真寺、聖石圓頂清真寺、岩石清真寺等。公元705年至709年間，穆斯林又在聖石清真寺緊鄰之處興建了阿克薩清真寺，該寺其後因地震、戰爭等破壞，一再重建、修復。兩寺至今仍然矗立，成爲耶路撒冷的主要地標。隨着穆罕默德登霄和兩大清真寺的建成，耶路撒冷成爲伊斯蘭第三大聖地，地位僅次於麥加和麥地那。

### 千年烽火平安無期

由於耶路撒冷意義非凡，歷史上屢遭兵燹（如巴比倫、羅馬之難）。中世紀十字軍東征（1096−1291），最初也是由耶路撒冷而起。戰爭期間，耶路撒冷成爲歐洲十字軍和穆斯林反覆爭奪的中心，種下基督教世界和伊斯蘭世界之間的深仇大恨，禍延至今。

在猶太人流亡和阿拉伯帝國擴張期間，信奉伊斯蘭教的阿拉伯人成爲巴勒斯坦地區的居民。1948年，以色列在西方的支持下復國，並矢志奪回耶路撒冷。1967年，以色列在「六日戰爭」中大敗阿拉伯軍隊，重奪這個古都。在世界各地許多穆斯林心目中，這是無可忍受的奇恥大辱，是對伊斯蘭無可饒恕的褻瀆。因此，巴勒斯坦問題不單純是巴勒斯坦人復國、返回原居地的問題，更是耶路撒冷問題。而耶路撒冷問題，則是猶太教、整個伊斯蘭世界、全球基督教世界一個不可退讓的問題。

另一方面，許多猶太人、猶太教徒、基督教徒（包括天主教、東正教、新教）都相信，耶路撒冷聖石清真寺和阿克薩清真寺的座落地點，正是當年所羅門聖殿的位置，將清真寺一帶稱爲「聖殿山」。西方一些極端的宗教組織，甚至公開鼓吹拆毀清真寺，重建聖殿。當然，如此極端的主張，近乎瘋狂，不可能得到包括以色列在內的任何國家接納。不過，抱有這種想法的大不乏人，絕不能掉以輕心。

巴勒斯坦人要建國，以巴、以阿要和解，還是可以談的，1979年的以色列和埃及和解、1993年巴勒斯坦和以色列簽署和平協議，都是明證。可是，耶路撒冷地位特殊，牽涉幾乎全世界的宗教問題，遠遠超越以色列和巴勒斯坦的國家民族範疇，看不到有任何妥協的空間。奧巴馬在講話中，承認方案無法解決耶路撒冷的前途問題，足見其死結與困局。看來，耶路撒冷這個平安之城，在未來仍然會與真正平安有着非常遙遠的距離。

## 局長隨筆

# 忠於祖國 服務香港

民政事務局局長 曾德成

國務院港澳辦主任王光亞日前在香港出席青年座談會。接近結束時，一位來自大埔區的學生爭取到最後一個發問機會，提及王主任過去在外交部工作多年，能否幫助香港年輕人赴外交部實習，甚至參加外交部的工作？王光亞即時作了積極回應，表示他個人會全力支持。

王光亞讚揚香港青年有志加入外交工作，稱做外交工作是很光榮的事情。他也談到有一些規章制度首先需要突破。順着話題，他還講到國防，說希望有一天不但看到香港的青年能進入外交隊伍，還看到香港青年能進入國防隊伍。

香港回歸祖國後，依照《基本法》實行「一國兩制」，外交和防務由中央政府負責。這些年來，不時有聲音提出，可否讓香港人到外交部參加工作，又有人提出可否讓香港人當兵。這未見得已成為普遍訴求，而人各有志，的確有本地青年希望有機會參加自己國家的外交或國防工作。這既是出於個人興趣，也可體悟為光榮的承擔。

香港幾家大專院校現在都開辦了國際關係課程，連年報讀人士十分踴躍，大部分學員來自本地，也有外籍的現任外交官想從中多了解中國的外交情況。我也知道，在香港各院校從事國際關係研究的教員和學者，與國內外同行經常交流。中國在國際舞台上日益舉足輕重，香港從事這方面研究的學者見到前景日益海闊天空，師生欲進一步登高望遠者大不乏人，我就不止一次聽到有香港學者向中央外交官員問及港生投考外交部的可能性。

另外，自回歸以來，中國人民解放軍駐港部隊在市民心中樹立了好形象。民間團體如群力資源中心，每年都與駐港部隊合作舉辦「香港青少年軍事夏令營」，學生競相報名，家長們也十分支持。我聽過家長說，孩子參加了軍事夏令營，前後判若兩人，改掉先前懶散怠惰的習氣，變得精神煥發，懂得照顧自己。我多次出席軍事夏令營結業禮，也聽到學員詢問當兵的可能性。我國實行義務兵與志願兵相結合的制度，青年志願入伍，只要符合條件，當受歡迎。但是中華人民共和國兵役法未有列入香港《基本法》附件三內，並非適用於香港特別行政區的全國性法律，所以港人參軍的法理根據，還有待研究。

外交與國防固然是不同的工作，但也有共通之處：一文一武，都是為了保衛和平，維護國家利益、民族尊嚴和人民利益。中華人民共和國成立之初，派出第一批駐外使節15人，裏面就有11人是兵團級現役軍人。這固然有革命戰爭的歷史原因，但也說明軍人與外交官所需求的素質，非無共通性。一項是要勇於承擔，再一項則是二者每每涉及國家民族的重大利益，都講求很高的紀律性。已故周恩來總理曾反覆說，「外交無小事」，「外交授權有限」，這是大家耳熟能詳的。從事外交與國防工作，同樣都必須作風嚴謹、紀律嚴明。

香港青年什麼時候才能夠參加外交、國防工作，視乎客觀條件，也看主觀因素。理想的追求，立足於自身的努力。有志氣的年輕人，可以向自己提出更高的要求，以待將來有一天能在不同崗位上，忠於國家，服務香港。

## 參政議政

# 港鐵宜特惠基層

民建聯政策副發言人 顏汶羽

港鐵加價後，社會人士均表不滿，要求港鐵擱置加價計劃及於更多地點增設「港鐵特惠站」。港鐵自2002年起設立「港鐵特惠站」，目的是希望透過給予一至二元的車費優惠，鼓勵一些居住或工作地點距離港鐵站稍遠的市民，選擇步行至車站乘車。

港鐵訂定了好幾項原則，決定是否增設「港鐵特惠站」，包括乘客實際數目及可達致增幅、有否其他交通工具接駁、與車站的距離（一般以約500米作標準）、市場情況及區內交通競爭等。

現時，港鐵公司在全港設有26個特惠站。說到底，特惠站是港鐵公司的一個商業競爭工具，目的在爭取乘客，獲取利潤。作爲一間商業機構，這本無可厚非。

從經濟學角度來看，基層市民對價格的敏感度較高，即其價格需求彈性較高。因此，若港鐵於他們所處的區域設置港鐵特惠站，提供優惠，使他們因而轉乘港鐵，機會比中產人士爲高。換句話說，港鐵公司在基層區設置特惠站能令總收入上升。因此，筆者建議港鐵公司在與港鐵站距離400米之外地方的基層區設置更多港鐵特惠站，以求一舉兩得。在港鐵公司來說，這是一個增加盈利及塑造承擔社會責任形象的機會。在基層市民來說，他們能進一步減低交通費負擔，紓緩經濟壓力。請港鐵公司及社會各界好好考慮！