

# 中國式量寬言之尚早

中銀香港高級經濟研究員

戴道華

財經述評

量寬寬鬆 (QE) 顧名思義是央行在官方名義利率減無可減、價格型貨幣政策工具已經再沒有運用空間的情況下轉用數量型工具，通過購買資產向市場注資，連帶影響市場利率。今年以來，中國萬億元人民幣地方政府債務置換乃至人民銀行 PSL 操作等引起市場熱烈討論，有意見認為是中國式量寬的開始。但深究之下，一來迄今為止人民銀行所使用的貨幣政策工具與之前一直使用的常規工具並無本質區別，二來其價格型工具還未到用盡的地步，傳統的數量型工具的空間就更大，非常規的量化寬鬆並非唯一的選擇。

由於購買資產，量化寬鬆最直接的表現就是央行資產負債表的膨脹。美國聯儲局資產負債表的規模目前是危機前的 4.9 倍，當中包括了 4.1 萬億美元的各種債券。歐洲央行的資產負債表是危機前的 2.1 倍，惟

當中債券規模只有 4,289 億歐元，另有 3,954 億歐元的 LTRO 餘額。人民銀行的資產負債表規模目前為 34.54 萬億元人民幣，是 2006 年底時水平的 2.7 倍。

不過，人民銀行資產負債表的擴張主要從因應資金流入而購買外匯而來，其中的外匯資產有 27.05 萬億元人民幣，佔比超過四分之三，但這並非是直接從本地市場購買資產、釋放基礎貨幣的量化寬鬆。

## 人行措施有期限及有成本

近年來，人民銀行投放基礎貨幣的方式從購匯向逆回購、SLO、SLF、MLF、PSL、以及削減存款準備金率等多種方式並用，但這些措施從嚴格意義而言都不構成量化寬鬆。美、歐、日央行印鈔從市場上購入各種債券，其交易由市場主導，其注資是永久性的，只有當央行重新出售有關債券或任其到期贖回才算逆轉。但人行逆回購、SLO、SLF、MLF 和 PSL 等都是有限期限 (多為短期)、有成本 (都要擬定利率水平) 的流動性注入方式，其背景是外匯佔款的大幅減少，

就交易而言是央行主導，但到期以後如果央行不續做便會逆轉。

據此，其本質與歐洲央行的 LTRO 和 TLTRO 相似。要知道，歐洲央行的資產負債表曾在 2012 年中時一度達到 3.1 萬億歐元，目前卻降至 2.43 萬億歐元，主要的原因就是 LTRO 的到期還款和提前還款，它與 QE 之後有關資產可以通過滾動再投資無限期停留在央行資產負債表上是有根本的區別。

## PSL 向國開行定向進行

此外，PSL 是向國開行定向進行的，其最終的信貸投放也是定向的，而人民銀行如果接受新發行的地方政府置換債券作為抵押品的話，也與直接將之買斷不同，因為除了有關的流動性投放還是有成本和時限以外，地方政府債務不會一筆勾銷，還是會停留在地方政府的資產負債表之上。

最後，人民銀行的常規性貨幣政策手段遠沒到用盡的地步。

## 常規性貨幣政策遠未用盡

美、歐、日央行在零利率之後轉而進行量寬，但目前人民銀行的政策利率如一年期基準存、貸款利率分別為 2.25% 和 5.10%，離零還有相當距離。不過，美、歐、日央行的政策利率都是短期的如隔夜或一週等，但人民銀行的政策利率長至一年期，由於長、短期利率是應該有差別的，因此該基準利率不可能減至零。目前，隔夜和一週 Shibor 分別為 1.08% 和 2.05%，人民銀行 1 天和 7 天的 Repo 定盤利率分別為 1.17% 和 2.12%，只有當這些短期利率接近零，量寬的壓力才會顯著增加。

從數量型工具而言，目前大型銀行的存款準備金率為 18.5%，中小型銀行為 16.5%，另外超額儲備金率有 2.3%，亦即有超過 23 萬億元人民幣的存款是作為準備金存放在人行。相比之下，整個中國債券市場的規模為 37 萬億元人民幣，整個銀行業存款為 129 萬億元人民幣，那麼存款準備金率調降兩個百分點所釋放的資金就可以買走 7% 的債市餘額，顯然降準要比等量從債券市場買債進行量化寬鬆的各種副作用要小得多。據此，中國式 QE 言之尚早。

# 洪水橋定位成新一代市鎮

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

港府致力增加長遠可發展土地，剛啟動洪水橋新發展區的最後階段公眾諮詢，預計於 2020 年開始工地平整及基礎設施工程，首批居民可於 2024 年入伙，料整個發展區會在 2037 年完工。根據最新建議方案，新發展區的總人口約 215,000，共提供約 60,100 個住宅單位，創造約 150,000 個就業機會。吸納前期諮詢收到的意見，當局新方案作了頗多大刀闊斧的修訂。

洪水橋位於新界西北策略性地理位置，透過現有和擬建的鐵路和公路連接香港國際機場及香港和深圳各地區，新發展區將會定位成一個本港社會和經濟增長的新一代新市鎮，亦是香港中長期的主要土地來源之一，有助於應付未來房屋及社會發展的需求，新定位將會有助於重新平衡全港人口和就業的分佈。

筆者重視新發展區的新定位打造將成為境內西北地區的就業中心，解決本港就業機會過分集中在主要市區的問題，有助應付天水圍以至本港西北地域尤其較高薪職位短缺，兼可緩解新界至市區的交通走廊的交通擠塞。

## 新方案引入商業街增活力

順應前期諮詢時公眾的意見，新規劃對洪水橋及天水圍兩個鐵路站周邊地區均引入大量商業元素。洪水橋新車站周邊重新規劃為「商業」用地，除擴展用地範圍外，亦都加高了密度至 9.5 倍容積率。新商業中心擬結合文娛及公共服務元素，包括興建一個裁判法院、政府辦公室和社區會堂。同樣地，圍繞西鐵天水圍站的地區也進行類比重組，冀能為附近居民提供新增就業機會。新方案更在不同的位置引入商業街，以加強街道的活力，為居民提供各類購物體驗和選擇。

回應市民推動流浮山地區經濟的要求，修訂建議在該區規劃一個附有公共停車場的新「商業」地帶，新建議的環保運

輸服務也將延伸到新發展區的北部，利便遊客直接往返擬建的洪水橋站及西鐵天水圍站。

在物流和特殊及創新科持用途發展方面，新方案充分利用洪水橋新發展區聯繫香港和深圳主要貨運和客運的策略性地理位置，把連接港深西部公路的周邊地區預留作物流、企業和科技區及工業區，提供地方發展廣泛的工業/特殊工業用途如創新科技研究中心、測試和認證、資料儲存中心及相關行業等。

## 公私營住宅已作周全布局

總體規劃相關經濟土地用途將就業機會數目增至 150,000 個。公眾普遍關注公私營房屋供應以及相關組合，新發展區將會是中長遠房屋發展主要土地來源之一，有合共約 60,100 個新住宅單位，有意見認為應增加公屋及居屋的數目，估計當局已為此作周全考慮，包括目前鄰近天水圍的公屋數量比例較高，新規劃需在整個地區考慮及平衡不同類型的住宅發展，以應付市民的不同需求和負擔能力。要締造均衡的社區，避免造成過分由公營房屋主導，新發展區建議 51 (公營) : 49 (私人) 的房屋單位比例，若與天水圍整體綜合考慮的比例則約為 69:31，料出於為鄰近天水圍已發展區域重置平衡的考慮。

為確保新發展區土地能夠適時推出，發展局指出，洪水橋發展區將採用類同適用於新界東北發展區的「加強版的傳統新市鎮發展模式」進行收地。政府原則上將收回發展區內的土地，包括私人持有的土地，重新規劃發展。洪水橋新發展區內私人土地約 70%，政府較難以全部收回土地模式開發新發展區，否則或惹來司法覆核挑戰。為免訴訟曠日持久，借鑑新界東北新發展區的要求，政府大致上有 4 個允許原業主申請原址換地條件：(一) 土地規劃作私人發展 (住宅或商業等)、(二) 不少於 4,000 平方米 (4.3 萬平方呎)，由單一業權人或協營公司持有、(三) 在指定期限內完成補地價、(四) 向土地佔有人作出現金賠償，金額須與政府作出的賠償安排相若。

# 希債未解決 政經成考慮因素

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

上星期，國基會、歐盟及希臘三方代表持續為希臘債務及援助問題，尋找解決的方案。但由於希臘政府的態度仍然強硬，而作為歐洲最大國家的德國，對援助方案亦出現嚴重分歧，令會議不歡而散。

據了解，在會議上國際債權人要求希臘政府，必須快速作出決定，是否同意進行更多的經濟改革，或要令國家宣布破產。國際債權人說話的口吻，出乎市場預期之外，似乎是憂慮希臘總理齊普拉斯一直以拖延手法，希望國際債權人於最後一刻作出讓步，以及高估了達成協議以換取援助金所剩餘的時間。歐盟理事會主席表示，已經沒有空間及時間去周旋，談判恐怕已經接近結束之時。至於國基會的代表，言論更加直接，表示由於談判毫無進展，故代表已返回華盛頓。

## 或拖累歐經濟復甦後腳

雖然歐洲央行自今年起推出量寬措施，令區內國家息出現回落，令市場上的融資成本更低，但是希臘債務問題遲遲未獲得解決，可能是拖累歐洲經濟復甦的後腳。歐元區物價終於出現回升，六個月以來首次出現正數，扣除能源及食品

的核心消費物價指數，更按月升 0.9%，是九個月以來最高，反映區內經濟有改善。從歐元區經濟復甦的情況看，理應更有利歐洲經濟發展，惟希臘問題卻成了歐洲國家，以至德國內部的磨心。

## 本月底可能見到三個結果

本月底希臘可能見到的三個結果：1、最小機會的是本周成功達成希臘改革措施的相關協議，在本月底以前如期獲得 72 億歐元救助貸款；2、可能是當前救助協議再次延期；3、可能是希臘出現債務違約。

但更加意想不到的，是德國內部亦因為希臘而可能出現分裂的情況。德國總理默克爾及財長朔伊布勒卻因為希臘問題，而可能出現分裂的情況。默克爾認為，德國可以作出部分讓步，令希臘仍留在歐元區，以及希臘退出歐元區可能令金融市場出現動盪不安。但朔伊布勒卻認為，希臘政府由始至終都沒有誠意商討債務及援助安排，而且歐元區成員國必須遵守有關規定，才可以令歐元區生存。因此，他認為希臘離開歐元區是最符合歐洲的利益。以目前情況看，希臘會否離開歐元區，需要視乎德國內部的取態。惟若連德國內部分歧未能解決，希臘債務問題可能成為最終的犧牲品，這才會令歐元區出現混亂的情況。

# 內銀混改揭幕影響正面

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

近日中國國務院批准了交通銀行的深化改革方案，內銀混合制改革 (下稱混改) 揭開序幕。混改將為內銀引入更多非國有資本，有效擴充資本實力，同時推行薪酬制度改革及員工持股計劃，也有助提升員工的積極性。當前內銀面臨淨息差收窄、存款流失以及壞賬率上升等問題，混改可以有效舒緩這些問題造成的負面影響。隨着內銀改革逐步深入，行業整體營運效率有望明顯提升，成為業績新的增長動力，值得留意。

長期以來，內地銀行業坐擁壟斷優勢，「躺着賺錢」，飽受詬病。隨着近年內地 GDP 增速下滑，實體經濟營運壓力不斷增大，對銀行業進行改革，為實體經濟減壓的呼聲也越來越高。今年中央對內銀祭出利率市場化、存款保險制度及混改的組合拳，力度極大，對銀行業影響深遠。可以預見，未來內銀的壟斷優勢將會持續被削弱，提升服務質量、差異化經營將成為內銀主要的競爭重心。

## 營運環境受壓須尋出路

為了減輕實體經濟的負擔，內地央行自去年 11 月至今一共進行了三次降息，一年期貸款基準利率由 6% 降至 5.1%，一年期存款基準利率雖然由 3% 降至 2.25%，但是其浮動上限也

相應提高至基準利率的 1.5 倍，屬非平行降息，淨息差收窄。據中國銀監會的數據，今年第一季度內銀淨息差已經由去年四季度的 2.70% 降至 2.53%，預期未來還會進一步收窄。由於內銀有近 7 成收入來自淨息差，即使存款準備金已大幅調低，也難以彌補淨息差收入減少帶來的影響。

此外，由於互聯網金融的快速發展及股市連好，內銀存款流失情況嚴重。據央行公布的數據，去年全年人民幣存款增加 9.48 萬億元，同比少增 3.08 萬億元人民幣。為了攬儲，部分銀行直接將存款利率上浮到頂，進一步壓縮淨息差水平。另外，銀行不良貸款率也由去年一季度的 1.04% 升至今年一季度的 1.39%，考慮到龐大的表外業務，實際壞賬率可能更高。

## 補充銀行資本助提升效率

在營運環境受壓背景下，引入非國有資本，補充銀行資本水平及提升營運效率當必需要。此前匯金減持銀行股被視為混改的開始，交行混改方案獲批則被視為混改落地的開始。筆者相信，混改可以提升銀行的營運效率，豐富發展方向，而員工持股計劃也有助激發銀行管理層及員工的積極性。交行作為五大行之中國有持股最低的企業，混改阻力最小，成功機會最大。筆者相信，交行混改啓動只是一個開始，其混改模式及經驗較易被借鑒，預計未來內銀混改將陸續有來，值得關注。

# 美暫未加息 市場漸消化

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

備受關注的美聯儲議席會議在昨日香港時間凌晨結束，如市場預期的宣布維持利率不變，不過下調今年 GDP 增速預期，降低了對明年兩年利率預測。經歷了一季度令人失望的經濟狀況，進入二季度以來美國頻頻發喜報，最近的數據例如零售銷售和非農等等，皆令投資者重新對於美國經濟增長復甦恢復信心。美聯儲亦認為經濟溫和擴張，就業加速增長，而投資和出口依舊疲弱。

隨後，主席耶倫也發表講話，並沒有太多對於加息事件的指引，大體是覺得今年加息可能性大，不過還要看未來的經濟數據表現，也希望大眾不要過多聚焦第一次加息時間點，加息的整個路徑才是更應該關注的。

## 大多數人料 9 月加息機會較高

目前大多數人對於 9 月加息預期較高，當然 12 月亦有可能。就業和通脹依舊是美聯儲主要關注的兩大條件。而從官員們對利率從的預測來看，今年內有一到兩個 25 幾基點的加息，整個加息速度會比想像的更慢一些。總體來看，美聯儲這次的聲明符合預期，體現審慎的樂觀。

一直以來，深信市場力量，且看各類別資產對於美聯儲這次議息的反應。首先是美匯指數。在 FOMC 會議前一個星期內，美匯指數不同於前幾次會議波幅巨大，此次則表現平靜，區間窄幅震盪在 95 水平附近。而就在昨日議息決定公布後，美匯指數突然急降，而後擴大跌幅，全日挫 0.74%，而昨日早盤更是延續跌勢。此外，VIX 聞訊下跌，昨日跌幅達 2.09%。

其次是美國股市，三大指數略微上漲。道指在會議前一個星期內，寬幅調整。在周三高開後回落，直到決議公布後則應聲反彈，隨後在一定回調後又進一步走高，全日升 31.26 點或 0.17%。標普和納指走勢相似，分別升 0.2% 和 0.18%。

而債市方面，短債息率挫，長期息則收窄升幅。10 年期公債收益率從美聯儲聲明發布前的 2.39% 下跌至 2.32%。五年期/30 年期公債收益率差擴大至 147 個基點，為 5 月 22 日來最寬。美國兩年期國債價格上漲，息率率跌至兩週低點，下跌 3 個基點至 0.65%。

## 商品市場對加息預期反應平淡

商品方面亦受到較大影響，美聯儲有意緩慢收緊貨幣政策，促使貴金屬出現反彈。國際現貨金在昨日凌晨 2 點後大幅反彈，全日升 0.29% 或 3.48 美元至 1185.55。黃金期貨 (8 月) 亦在決議公布後上漲，不過依舊以 0.36% 的跌幅收市。紐約期油則先受到庫存持續下跌而價格升高，隨後回落到全日低點 58.85 美元，美聯儲公布決定後則小幅反彈，不過幅度不大，全日依舊收跌 0.08% 至 59.92 美元。

整體而言，市場快速消化消息，反正美聯儲已經鋪好了通往加息的道路，但究竟過快加息會令現在看起來不錯的經濟受到影響，也令其他非美國家受牽連。現在市場已經逐步開始對於加息有可能所帶來的負面影響做準備，即使今年要加息，這個幅度也不會很大。目前來看美國暫緩加息對於香港市場影響有限，而本港加息和美國大體一致。



美國聯儲局一如市場預期，宣布維持利率不變，不過下調今年 GDP 增速預期，降低了對明年兩年利率預測。資料圖片

# 重塑可靠金融業

興業證券(香港)市場拓展部聯席董事

周嘉儀(前無綫電視新聞主播)

自古至今，誠信乃修身齊家以至經商之本。孔子曾多次提及「信」，其中《周易·乾·文言》中載「君子進德修業。忠信，所以進德也；修辞立其誠，所以居業也。」意思是君子講誠信，才可提升品德，說話以誠信為本，才可積功立業。我在進入金融業後，更親身體會誠信對金融機構至關重要，一旦信任受損，要重建絕非易事。

## 金融海嘯不良影響未除

2008 年金融海嘯歸咎於銀行業為求利潤，銷售有毒資產，後來觸發危機，影響至今仍未完全解除。經此一役，金融業被猛烈批評為貪婪，為了天價花紅罔顧客戶利益，而業界的形象更一落千丈。

其後，各國監管機構、國際組織及業界人士都積極加強保障投資者權益。例如，跨國的金融穩定理事會 (Financial Stability Board) 成立了，美國有多德-弗蘭克法案 (Dodd-Frank Act) 通過，英國則實施了《2012 年金融服務法案》(Financial Services Act

2012)，而香港亦按巴塞爾銀行監管委員會建議加強監管「具本地系統重要性銀行 (D-SIB)」，中國內地亦不斷深化經濟體制改革。國務院在五月批轉發改委的《關於 2015 年深化經濟體制改革重點工作意見的通知》便強調「推進金融改革」。

## 大型機構加強內部監控

近年金融機構亦不斷加強內部監控。湯森路透在上月公布了自 2009 年開始每年一度的「合規成本調查」(Cost of Compliance survey)，結果發現大型金融機構的合規成本都不斷增加。以我們熟悉的兩間「全球系統重要性金融機構」(G-SIFIs) 為例，匯豐銀行去年的合規成本激增五成至 24 億美元，而工商銀行則有超過二萬名合規管理人員。

誠信要經年累月建立，卻可在頃刻之間完全摧毀。金融機構向股東交待，在商言商實無可厚非。但貴為百業之母，銀行及其他金融機構與公眾生活息息相關，因此必須秉持高度的專業標準。在後海嘯時代，如何重建公眾對金融業的信心需要各方包括業內人士共同努力，而且這是一條漫長而充滿細節的道路。

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。