

## 負利率政策是銀行業毒藥

路透專欄作家  
James Saft

熱點透視

實施負利率的一個明顯副作用，是毒害銀行的業務模式和證券價格。

日本央行日前追隨歐洲央行（ECB）及其他央行，採取了負利率政策（NIRP），甚至是美聯儲也在做模型測試，看如果採取負利率，銀行業將有何反應？

### 日本銀行股指累跌15%

看看市場價格就知道，銀行業及其股東還有債券持有人皆不喜歡負利率，一點也不喜歡。日本的銀行股指數自利率為負之後下跌近15%，今年累計下跌約25%。歐洲銀行股指數也大幅下跌，今年迄今下跌23%。

瑞士信貸上週四公佈令人失望的業績之後，股價當日暴跌11%。與德意志銀行相關的證券價格也明顯下跌，尤其是應急可轉債（或有資本債券／Contingent Capital Bond）。這種債券的風險相對更高，如果銀行出現問題，將強制轉換為普通股。

投資者為什麼突然變得不喜歡金融中介業務，這其中有若干基本原因。對能源和自然資源公司的貸款看起來充滿風險，對中國以及巴西等新興市場的曝險可能同樣如此。

### 削弱金融中介業務模式

大環境看起來是，全球利率將進一步走向前所未知的水平，這將愈發減少銀行業收入，削弱它們作為金融中介的業務模式。全球政府債券的供應中，目前約有10%收益率（殖利率）為負值，而銀行配合監管規定被迫或多或少持有政府公債。當然，隨着利率調降，銀行持有的這些債券價值上升，但是這種形勢下的走勢，並沒有辦法保證是可長可久的業務模式。同時，負收益率將進一步損及淨利差（NIM）——也就是銀行必須為融資支付的利息與向貸款方收取利息費用的差距。

負利率政策實施已超過一年的瑞士，就是一個頗具參考價值的實例。儘管瑞士央行對部分利率市場具備相當大的控制權，但他們還是不能強迫民間銀行亦步亦趨追隨。因此，由於銀行的再融資成本趕不上市場利率下滑的速度，瑞士中長期抵押貸款利率實際上是上升的。



日本央行日前追隨歐洲央行及其他央行，採取了負利率政策。 資料圖片

### 低利率未激發企業借貸

利率對一個經濟體發揮作用的經典模式，就是利率下滑時，貸款需求就會增加。不過這套模式並非放諸四海皆準。以日本為例，極低的利率並未激發基層企業借貸，因為企業也會推算人口變化效應，並明白需求不太可能足以促進新的投資。

在歐洲亦是如此，雖然低利率對銀行資產負債表上部分資產的價格起到了明顯的幫助作用，但似乎並沒有讓銀行的金融中介職能滿血復活。

不但如此，從市場來看，銀行中介的特有價值的下降速度，超過了其擁有的債務價值上升速度，並且還有進一步下降的空間。從我們所經歷的銀行股下跌這一點來看，展延信貸的銀行會愈來愈少，負利率有可能會無限期延續下去。

日本野村總合研究所首席分析師辜朝明稱，在有了多年過度舉債的經歷後，大多數人在紛紛償還債務，而不是舉債。這使得以利率作為刺激手段的舊有模式不再有效。

「理論而言，通貨膨脹是一種可為央行所控制的貨幣現象，因為央行可以控制貨幣供應。不過這個理論必須要在有大量民間借貸方的環境下才能成立。」辜朝明在給客戶的報告中寫道：「但在泡沫覆滅後資產負債表縮水的環境下，上述條件無法獲得滿足，因此這一理論顯得毫無意義。」

然而可以確定的是，假設2008年情境重演也非明智之舉。當前銀行雖然持有一些問題遺留貸款，但資本和韌性均好於上述危機之前。不過金融危機之後，銀行面臨着「非中介化」風險，一方面是因為技術，一方面是因為低利率。

當前的形勢的確為銀行帶來了一些疑難。如果銀行不發放貸款、不去掙錢，那麼銀行又可以幹什麼呢？

# 負利率吸睛 金價回穩有因

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

受到美國加息的影響，金價一度受壓。進入2016年以來，隨着全球股市遭遇大規模拋售，市場避險情緒不斷升溫，黃金重獲投資者的青睞，在其他大部分資產大跌的時候，表現強勁。

### 美非農報告不如預期

年初以來，國際現貨金已累計升幅逾13%，進入2月以來升勢加快，近日更突破1,200美元，強勢不可擋。

最直接的一個影響因素便是美國。加息預期的改變推動金價走高。經濟數據擺在眼前，雖然ADP就業變動表現佳，但上週五的非農報告不如預期，表現疲弱。如果說外圍讓美國不得不多加謹慎，那麼此次非農則令加息問題不得不進入觀望模式。耶倫在最新的證詞中強調經濟風險，並未明確暗示推遲加息，表明其非常謹慎小心的態度。美匯指數不但未能填補去年12月3日的跌幅，更在今年2月初開啟新一輪跌勢，目前重回96年水平下方。我們認為，美聯儲今年年底前不急於加息，一切還要看市場發展。如此，黃金獲得動能，將愈走愈高。

### 各國爭相推更低利率

其他國家繼續維持放水模式。日本央行出其不意進入負利率時代，如此促使各大央行陷入競相推出更低利率的競爭。在農曆新年期間，日本股市暴跌，日圓被當作避險工具而受捧。歐元區的問題持續存在，更在過去一周被放大，投資者對歐洲銀行的擔憂增加，其整體經濟復甦趨勢受到挑戰。中國雖在農曆新年期間休市暫時沒有參與到這場跌勢中，但其經濟增長放緩，改革遇到十分關鍵的時機，風險和機會並存，存在進一步寬鬆的需求，料復市後補跌在所難免。

### 油價跌加劇世界恐慌

除此之外，加劇這場世界恐慌的另一個重要因素，則是國際油價。原油價下跌並非新鮮事，受困於供求不平衡的基本面問題。然而進入2016年以來，油價進入新的一輪跌勢，反映大家對於經濟前景的無比擔憂。

誠然，各大市場均有着許多不明朗因素。加上全球經濟基本面的持續疲弱帶來了全球金融市場的動盪，加劇了對經濟增長前景的擔憂。恐慌情緒持續蔓延，VIX從年初起已漲逾45%，資金持續流入金市。金價在進入2月以來的8個交易日內有7日收高，企穩5日均線，5日、10日和20日均線皆上行。成功U形反彈的金價升勢強勁，尤其是在突破1,200美元阻力後，在未來幾周內有望上探1,250美元。長倉投資者應留意獲利盤湧現，金價升勢或受壓的風險。

事實上，在春節前後，金價乘着外圍避險情緒湧現而急升，短線已明顯超買，純粹看技術走勢，並不值博，故此在近兩天已於高位回吐。當然，真正重要的是避險情緒的發酵，例如全球央行對負利率的態度如何，若美國聯儲局由加息變為放慢腳步，甚至反過來減息和重施量寬，則即使不實行負利率，對金價仍是重大利好，便是合理之至的發展了。



年初以來，國際現貨金已累積升幅逾13%。

資料圖片

## 解決產能過剩需多管齊下

時富資產管理董事總經理  
姚浩然

過去中國為了要推動經濟和改善民生，重點發展工業，惟隨着環球經濟增長放緩，外國及中國對建築工業產品和原材料的需求大大減少，以致出現產能過剩問題。為此中央經濟工作會議制定去產能為今年改善經濟結構的五大任務中之首。

國務院提出去產能會先從鋼鐵和煤炭兩個行業入手，鋼鐵目標是5年內再壓減粗鋼產能1億噸至1.5億噸，煤炭目標為3年至5年時間再退出產能5億噸左右。筆者認為，由於產能過剩行業問題由来已久，並且關係到地方經濟及民生利益，完成目標相當艱巨，中央仍需多管齊下，協助企業減少產能。

### 「一帶一路」發展長遠

近期推出措施包括培養市場機制、開闢新的市場以擴大需求和加大出口以輸出更多產能。「一帶一路」則是其中一項出口帶動輸出產能長遠戰略：該戰略範圍遠闊，有機會改變目前投資低迷的境況，為內地相關行業長遠帶來巨大發展空間。

不過短期未必能夠產生強大的經濟效益，因此妥善監督地方政府協助企業去產能仍是中短期內必要之策。

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師  
張宏業

2月2日，人民銀行再出招鼓勵內房「去庫存」，正式啟動今年第一波。

人行及銀監會聯合發佈調整個人住房貸款政策通知。在不實施「限購」措施的城市，居民家庭首次購買普通住房的商業個人住房貸款，原則上最低首付款比例為25%，各地可向上下浮動5個百分點。這說明首套房首付比例5%左右的調整主動權下放到各地方金融機構，尤其受惠是存量偏高的三四線城市。

通知還表示，對擁有一套住房且相應購房貸款未結清的居民家庭，為改善居住條件再次申請商業個人住房貸款購買普通住房，最低首付款比例調整為不低於30%。這項改善式住房需求大幅利好主要是存量處於合理區間的發達地區二線城市，如武漢、廈門、天津、長江三角洲的杭州、蘇州、南京、珠江三角洲的珠海、中山、佛山等地。

一如市場普遍預期，對於實施「限購」措施的城市，即北京、上海、廣州、深圳，個人住房貸款政策按原規定執行。不過在剛剛結束的地方兩會中，各一線城市人大／政協均熱論「去庫存」的具體措施，北京領導提出研究減免二手交易稅費，以扶助二手市場成交，健全整

### 改革產能過剩行業

現時產能過剩行業面對着很多難題，如資本減少、盈利下跌和僵屍企業問題，為此中央正為這些行業進行改革：第一，多鼓勵企業兼併重組，少破產清算，讓行業資源整合，集中推行新的營運方式，以新技術製造新產品，達到重質不重量的目標；第二，資本市場配合企業兼併重組，落實財稅支持，讓資金投向新技術企業，令投資有效提高，從而做到產業升級。

### 設立專項獎補資金

另一方面，因為企業重組牽涉到民生，所以必須妥善處理。中央將會推行失業人員再就業和生活保障以及專項獎補等政策，做好職工安置工作。以上述的鋼鐵和煤炭兩個行業為例，國務院提出設立工業企業結構調整專項獎補資金，由中央財政每年出資1,000億元人民幣，持續4年至5年，以支持兩個行業去產能過程中的人員安置等配套保障政策。

中國經濟正進入「新常态」，其經濟增長動力由以往的工業為主慢慢轉變成服務業為主。從宏觀經濟角度看，去產能將可為社會釋放勞動力，例如資源可重投到作為發展重點的服務行業上。因此，去產能無疑是為中國消除痼疾，是國家轉型之必經步驟，長遠有助經濟正常發展。

## 內房「去庫存」可行招數

個房市場發展，將部分改善式需求轉化去二手市場。

新年前，省級兩會結束，新年後，中央兩會將開幕。隨着「去庫存」問題於地方兩會充分討論、論證、研究後，地方政府結合本地具體房地產市場情形，於中央兩會上提交提案，中央便於全國兩會中具體推出「去庫存」的可行辦法。

筆者羅列以下種種方法，供相關中央部委參考。在「分類指導，因地施策」的大原則下，提出適切地方的細則。

### 放鬆金融政策

首先是延續金融政策放鬆，即進一步再下調居民第一套住房及第二套改善住宅按揭首期比例，由現時25%及30%再下調，並且容許各地可向上下浮動5個百分點至10百分點。對備高存量三四線城市深入調研，制定出不同首付比例的再放寬程度，例如庫存期高於兩年以上的城市，容許地方政府增大向下浮動至10個百分點。當然還有持續減息，下調存款準備金率。

### 調整樓市稅費

另一種方法是調整樓市稅費，例如供樓款項可扣減個人所得稅、二手樓交易稅費減免。此外，既然中央現在鼓勵建立「購租並舉」住房制度，地方政府可考慮減免

路透專欄作家

Swaha Pattanaik

德國政府公債愈來愈像是一種貴金屬，而不再是傳統的固定收益投資工具。和黃金一樣，持有德國公債得付出成本，只是黃金的持有成本是保管費，德債的成本則為負收益率。

目前七年期以內的德國公債收益率均已成負值，指標10年期公債可能不久後也會跟進。

這聽來或許荒唐，但市場價格是由供需決定，而供需指向同一方向。

在黃金方面，礦場會確保供給穩定、甚至小幅增加，但歐洲最大經濟體德國卻很少發行新債。德國計劃今年借款金額低於2,000億歐元，創2002年以來最低。然而有鑑於德國預算趨於平衡，上述借款金額大概只能涵蓋贖回及利息支出。金價偏高時通常會刺激供給擴張，然而德國債務管理機構恐怕不會做出相同回應。

需求方面，歐洲央行量化寬鬆計劃相關買盤不虞匱乏、

## 德債魅力大 黃金比不上

需求殷切。根據摩根士丹利分析師計算，在調整歐洲央行購債因素之後，淨發行額將為負1,090億歐元。

投資者知道歐洲央行只會買進兩年或30年期的公債，收益率不低於該行現為負0.2%的存款利率。信用評級機構穆迪4月14日表示，目前德國兩年或30年期公債中，約有四分之一的收益率低於歐洲央行存款利率，因而不符合量化寬鬆購債資格。歐洲央行1月宣佈購債計劃時，不符資格的德債比例僅5%。

### 合購債資格德債日減

由於符合歐洲央行購債資格的德債數量日益減少，投資人將會持續搶進那些歐洲央行可以購入的部分。這將無可避免導致更多德債收益率降為負值。

不過若供應稀少可能導致價格大漲，為了持有某項資產而付出成本也屬合情合理。

很少有紙張比任何金屬更有價值的時候，但德國公債看來是個例外。

（以上內容僅代表筆者個人觀點）

物業租金稅費，並且簡化物業租賃管理措施，鼓勵房地產壯大成為投資工具。

### 提供財政補貼

縱然「十二五」期間，內地城市／農村人均收入增長高於GDP增長率，但是房價上升率太高太快，令國民收入與房價升勢仍然脫節，尤其對於首次置業階層。通過財政補貼，如政府直接給予首套房貸支持、對首套或改善式房貸提供利率優惠、退稅等扶助措施。重點應該針對一二線城市推行，尤其過去幾年樓價升幅最高的城市。

筆者亦同意戶籍制度改革，即加快農民市民化將成為化解房地產庫存的重要手段，將有穩定勞動關係的常住人口納入公積金覆蓋範圍，鼓勵農民進城購房。如今年兩會中河南省及內蒙古的政府工作報告中，就明確倡議重點研究住房公積金支持農民工／農牧民進城購房。

### 提高安置比例

國家發改委主任近日指出特別在三四線城市，推進保障房及棚改貨幣化安置，停建保障房或經濟適用房，集中收購庫存的商品房以「出租」給保障住房群體。這樣可以減低地方政府興建福利房的財政壓力，並可消化建不成不能售出的商品房。

中國人口老化是不爭事實，通過區域協作方式有

序由大城市將老人遷入附近三四線高庫存城市。以山西省為例，鼓勵太原市老年人有序遷往晉中市、介休市，既可幫助消化後者房產，也可扶助「晉中108廊帶區」的持續經濟發展，大力發展當地養老業、餐飲業、旅遊業等，推進廊帶區產業一體化、生態一體化、交通一體化及城鎮一體化，並可紓減大城市病的不良影響。這個可通過參與城市市長、市委和相關部門定期聯席會議有效推進，大大促進同城化、同城化發展。

今年是「十三五」規劃開局之年，對未來五年經濟發展影響深遠。去年底中央經濟工作會議已定調「去庫存」為今年重要手段，待中央兩會後具體政策預期陸續推出，對內房「去庫存」成績產生重大作用。中央應該以「分類指導，因地施策」的大原則，推進整體且具彈性的全國法規去解決房產高庫存問題。

以往內房市場經歷黃金十年又十年，房價有升無跌，從未面對過「負資產」危機，政府並沒有應對經驗。在內房「去庫存」運動中，另一面是會加深「負資產」危機，中央／地方政府不可不防，緊切監察市場情形，制定兩手政策方是上策。無論如何，什麼使內房市場平穩、有序、健康發展才是最重要的，於「去庫存」中不可忽略房市穩定，不可讓內房價出現崩潰式下跌，以免經濟出現大調整。