

為何銀行家批評負利率政策？

中銀香港經濟研究員

張文晶

歐洲央行在2014年6月首次將隔夜存款利率從零下調至-0.1%，揭開負利率政策的序幕。然而，歐元區仍面臨通縮的威脅，歐洲央行不斷減息，至今隔夜存款利率、主要再融資利率和邊際貸款利率分別下調至-0.4%、零和0.25%。自推行負利率以來，歐洲Stoxx 600指數大致持平，但是Stoxx 600銀行指數卻大跌約22%。企業的盈利能力會反映在股價之上，眾多歐洲銀行家認為負利率政策會削弱盈利，也非無的放矢。

存款成本難轉嫁

負利率實施後，銀行的存款利率減幅較貸款利率少。今年1月歐元區新做1年期以下企業存款利率較初次實施負利率時下降了33點子；同期企業循環貸款利率則下跌了95點子。從存款方面看，負利率意味着銀行在歐洲

央行存放資金需要向後者支付費用，但銀行為了防止資金流失，也難以向存戶實施負利率。

競爭激烈放貸難

與此同時，歐洲央行透過QE，為市場注入大量的流動性。3月10日的會議更決定每月的資產購買規模從600億歐元擴大至800億歐元，購買的資產種類從國債伸延至投資級別的非銀行企業債。因此，市場的流動性將進一步充裕。銀行坐擁大量資金，但存入歐洲央行反要支付費用，於是放貸便是較可取的選項。無疑，負利率政策對刺激放貸的效果是積極的。截至今年1月，歐元區對非金融企業及家庭貸款同比變化分別是0.4%及1.9%，較實施負利率時有所改善。不過，歐元區內眾多銀行面對資金充裕，但放貸需求不算旺盛的環境，銀行間的競爭激烈，貸款利率自然受到較大壓力。

負利率政策蠶食銀行的利息收入，為了緩解盈利方面的壓力，銀行可能更傾向放貸予信貸風險較高的借款人，藉此賺取更高的回報。也就是說，

銀行的信貸資產潛在違約風險上升。根據歐洲央行的銀行信貸調查報告，歐元區銀行的信貸審批標準淨百分比從2014年二季度起一直呈現負數，說明銀行的信貸審批標準趨向放寬。負利率政策或會改變銀行的放貸行為，加深對金融穩定的威脅，其潛在危機不可不察。

信貸審批趨放寬

負利率政策為銀行業帶來傷害，歐洲央行行長德拉吉在新聞發佈會上暗示不繼續降息，負利率政策可能已到極限。據此，歐洲央行同時宣佈TLTRO 2，希望藉此刺激信貸增長。歐洲央行將從今年6月至明年3月，每季啟動一次TLTRO 2，每筆貸款期限4年，貸款利率訂於主要再融資利率水平（目前為零）。若銀行在2018年1月底前錄得貸款淨增長2.5%，歐洲央行將支付提取TLTRO 2時主要再融資利率及存款利率的差額（即潛在回報是0.4%）。TLTRO 2對提高銀行的放貸意慾應有一定的積極作用，但它對刺激信貸增長的效果不宜過於樂觀。

新能源汽車發展前景闊

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近年內地新能源汽車市場增長強勁，2015年內地新能源汽車產銷量均取得超過3倍的同比增長。隨着近年各大汽車廠商紛紛投入發展新能源汽車，汽車電池的性能已大幅提升。另外政府大力推進充電樁的建設，亦掃清了另一發展障礙，過往困擾新能源汽車發展的主要因素均大為改善。政府選對購買新能源汽車提出了諸多優惠，包括不設限牌、減稅或直接補貼等，新能源汽車的高增長趨勢可望延續，值得留意。

據中國汽車工業協會公佈的數據，2015年內地新能源汽車產量及銷量分別約為34萬部和33.1萬部，分別同比增長3.3倍和3.4倍。今年首兩月，內地新能源汽車產量為3.79萬部，銷售為3.57萬部，較上年同期均增長1.7倍。雖然今年行業增速或有所回落，但產銷量保持超過一倍的增速難度不大。截至2015年年底，內地新能源汽車保有量為58.32萬部，若與政府規劃的2020年新能源汽車保有量達到500萬部相比，差距非常大。

充電樁建設提速

新能源汽車銷量大增，提升了充電樁的市場需求。去年10月中央提出要在2020年建成能夠滿足超過500萬部電動汽車充電需求的充電樁，共需新建集中式充電站約1.2萬座，分散式充電樁約480萬個，待建規模驚人。不過，由於

負利率成風 負面影響多

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

歐洲央行上星期把存款利率進一步下調，目前全球實施負利率政策的國家或地區有5個，但佔全球經濟規模卻達25%。市場目前未有對日本央行措施達成共識，故日本央行措施將足以左右全球股匯債市場表現。聯儲局原來早前亦曾討論過實施負利率的問題，故本部認為投資者需要了解負利率的問題，及在有關環境下的投資部署。

恐反損經濟增長

歐元區、丹麥、瑞典及瑞士已先後於過去兩年實施負利率措施，誰不知日本央行亦於今年1月加入負利率行列。瑞典及歐洲央行更於上月中及上星期分別再下調利率。惟再下調負利率措施，似乎反映這些地區或國家的央行，在行使貨幣政策上已經出現技窮。

今年以來，不少大型銀行股表現強差人意，當中部分原因是由於實施負利率，變相令銀行存在央行的現金，需要給予利息作罰款，令銀行的利潤難免受到影響。

為何仍有投資者買入負利率國債？我們可以分為三種投資者。第一類是機構投資者，例如央行、保險公司的資金及退休基金等。這些機構其實存在不得不買的想法，例如央行需要購買債券作為儲備的一部分。第二是投資者，現時買入並不意味着一定蝕錢。例如：買入日圓計價的日本國債，若未來日圓升幅可以抵消甚至大於國債本身購入時所蝕的金錢。第三類投資者是憂慮市場風險，現時不買入的話，未來可能蝕更多。

新一期居屋吸引力探討

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

房委新一期居屋與房協資助房屋一併推出共3,677個單位，未計郵遞早交部分，截止時共收到約43,000份白表申請及約500份綠表申請，超額比例約11倍，比較上一期的61倍，相去甚遠。是否新一期居屋的吸引力大幅下降？藉本文與大家探討一下。

綠表或一動不如一靜

一向以來，綠表申請者比例上較白表申請者數量低很多，首先這是由於資金門檻，原本公屋租戶享受低廉租金，轉做居屋業主需要拿出一筆首期。另外還要在按揭期內每月作按揭供款，基於承擔風險的考慮，很多公屋戶一動不如一靜，可以理解。

有人指出政府推出市值六折的「綠置居」計劃亦有影響。現時居屋定價，是以提供市值三成折扣率為一般指引，即是以市值七折定價，相較之下，明顯「綠置居」的定價較便宜，於是有意置居所的綠表客會選擇「綠置居」計劃。筆者理解政府把「綠置居」定價較市價折讓較多的原因，是希望吸引較多公屋住戶轉為業主，可以騰空更多公屋單位予輪候者，加快公屋旋轉門。另外，現時綠表申請居屋數字偏少，亦即是可以有較多單位撥給白表申請者抽籤。

當然近年公屋質素有所提升，比如在建築、設計、生活設施配套、綠化、管理、保安等方面皆有改善，兼且近年鐵路網絡直達新界各區，交通方便，兼且租金廉宜，不與市值租金掛鈎，這些皆是公屋租戶不願放棄住慣住熟單位的原因。

新能源汽車在不同地區的發展程度有別，充電站和充電樁的建設也有差異。

按規劃，東部及沿海加快發展地區2020年新能源汽車保有量將達到266萬部，需新建充電站7,400座，充電樁250萬個；中西部示範推廣地區新能源汽車保有量將達到223萬部，需新建充電站4,300座，充電樁220萬個；西部積極促進地區新能源汽車保有量將達到11萬部，需新建充電站400座，充電樁10萬個。預計截至2020年，內地充電站和充電樁的市場規模將超過1,300多億元人民幣，且集中在未來幾年落地，投資機會豐厚。

關鍵設備國產化

此外，現時內地新能源汽車關鍵設備如芯片、薄膜電容等仍非常依賴進口，中央正大力推動這些設備國產化。去年10月，比亞迪微電子和上海先進半導體簽訂協議，共同建設IGBT（絕緣柵雙極型晶體管，廣泛用於新能源汽車和充電樁中）國產化產業鏈。近年政府大力支持集成電路的發展，未來有望達成相關芯片國產化。不過對於技術難度更高的薄膜電容，國內廠商短期內料難取得突破，當前薄膜電容相關技術主要掌握在日韓企業手中。

筆者認為，新能源汽車無疑具備廣闊增長前景，特別是在充電樁建設方面。隨着充電樁數量增多，新能源汽車使用便捷性增強，也可刺激新能源汽車的銷售增長。至於關鍵設備國產化的趨勢，也給內地廠商帶來更多發展機會。

股市刺激不理想

第一，負利率推高股價後，便會出現無以為繼的狀況。在推高股價後，股價便會高於歷史平均價，引致高市盈率。除非公司盈利有改善，否則投資者在比較下，便發覺買貴了。日本股市便因為這個狀況，所以在實施負利率後出現回落。

第二，實施負利率代表經濟不理想。若果經濟是良好的話，為何需要實施負利率呢？在經濟欠理想下，意味着企業經營困難，盈利難以大幅提升，甚至可能出現由盈轉虧。

第三，不少主要指數中，金融股的比重屬較高水平，但負利率實施後，可能令銀行的存款流失。再加上經濟環境欠佳，銀行更加有理由不貸款予企業，令銀行的經營進一步轉差。

經濟刺激存疑問

在增加流通貨幣量的同時，其實可能會壓抑貨幣增長，央行可以做的是擴大資產負債表。若投資者認為這會刺激短期通脹上升，將會拉高債息，不利經濟增長。

負利率除了會打擊銀行盈利外，更會逼使資金追逐高風險的投資，令資金流出存款機構及貨幣市場互惠基金。此外，不少退休基金靠債息或買債作為長線投資，但如今沒有息之餘，更可能出現罰息，將會令退休基金的赤字增加。

因此，似乎實施負利率，對刺激經濟不但沒有大幫助，更可能令資金流出低風險投資，轉投高風險資產，引致市場出現波動。

白表可把握機會上車

有人認為今次申請超額比例大幅下調，連帶白表申請者的數目亦下降，與本港經濟前景及樓市展望有關，筆者不排除這個可能性。對任何首次置業者來說，置業亦代表承擔前所未有的按揭貸款所面對的風險。香港的現象是，當經濟樓市壯旺的時候，未置業而欲置業人士的信心亦趨向強勁；反之，當整體經濟轉差或社會上出現什麼事故的時候（比如沙士），置業意慾亦隨之轉弱。

根據香港樓市過去數十年的表現，樓價其實皆是呈現雖有波幅但整體向上走勢，現時香港經濟底子仍然強勁，政府收支多年有盈餘，失業率維持在世界超低水平。反觀居屋定價一向貼市，現時白表申請人數減少，中籤機會自然較高，對於符合資格的申請者來說，更應把握機會，藉以在現時競爭者減少之下購入居屋。當然，任何置業人士在作置業決定之前，均需審慎考慮負擔能力，比如作預計加息周期的自我壓力測試，知道確實應付得來，置業便更加安心。

美息不變 風險資產受捧

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

在歐央行意外加碼放水，日央行表態若有必要將加大寬鬆後，美聯儲面對全球寬鬆環境和經濟下行的事實，自然難以獨善其身。果然，備受關注的FOMC會議後，美聯儲宣佈維持利率不變，符合預期。全線下調未來利率預測，意味着年內將減少至2次加息，不是之前的4次。聲明肯定經濟溫和擴張以及就業市場樂觀增長的同時，也表達對於通脹的擔憂。隨後耶倫在新聞發佈會上強調政策沒有預設路徑，重申每一次會議皆有可能行動，暗示不排除4月加息的機會。同時未積極考慮負利率。

國際現貨金大漲

市場在此之前一直處於觀望狀態，隨着議息決定的宣佈，各類資產出現了較大的波動。美股逆轉跌勢而走高，在耶倫講話後更是擴大漲幅。較為敏感的兩年期美債收益率跌幅擴大。美匯指數不僅回吐之前的升幅，更是進一步走低。美油衝高，重返38美元水平。國際現貨金大漲逾30美元至每盎司1,260美元一線。

美聯儲釋放非常鴿派的論調。面對全球競相放水，美聯儲此番行動被認為是向市場投降。雖然經濟數據在近期是有好轉，但並沒有強勁到要急於加息。耶倫的一句政策沒有預設路徑着實有意思。可以看到其實在昨日公佈決議前，CPI亮麗，向美聯儲目標靠近，不過美聯儲仍下調利率預測和經濟增長，似乎更擔心海外，勝過自身。雖然4月仍有機會加息，但下半年的機率更大一些，甚至有可能只加一次息。可以看出美聯儲官員希望今年再次收緊政策，但全球經濟環境對於美國造成影響的擔憂也在增加。

新興市場料反彈

既然美國不急於加息，那麼預料之前一度被拋售的新興市場和商品將出現反彈。匯率方面，美匯指數走勢疲弱，至今未能回補去年12月3日的重挫，反而愈走愈弱，目前仍有下行的空間，考驗95水平支持，失守的機會不低，從技術指標看有見頂的趨勢。非美貨幣尤其是新興市場貨幣則可趁此反擊。作為風險資產之一的股市亦受捧。美股短線仍有上行空間，不過三大指數上方皆有非常大的水平阻力，料難以突破。

商品類同樣受提振。油價觸底反彈，一面是美元的走軟，一面是供應面的改善，包括對於產油國會議的憧憬。如此短線仍有上行的空間，不過考慮美元只是一部分影響因素，油市前景不明朗，且從技術面角度看上方40美元阻力較大，料油價升幅有限，且將在較長一段時間維持在較低水平。至於黃金，在年內表現可謂獨樹一幟。年初受到避險情緒支持，升勢強勁，從2月中開始經歷整固。在議息會議前，受到抬頭加息預期和好友急於平倉獲利的影響，金價大幅走軟。不過在昨天決議公佈後又重拾動能。至少今年上半年，金價仍具備上漲的基本面支持，上望每盎司1,400美元。



耶倫在新聞發佈會上強調政策沒有預設路徑。新華社

註冊制延遲與股市新政

興證國際證券客戶投資部副總裁

居宥莉

自從李克強總理在2014年政府工作報告中，首次提出「推進股票發行註冊制改革」。2015年的政府工作報告再提出「加強多層次資本市場體系建設，實施股票發行註冊制改革」。註冊制改革就成了中國證券市場的熱門話題。

然而，今年的政府工作報告，卻對註冊制隻字未提。相反，新任的證監會主席劉士余在出席全國人大記者會時提出：「註冊制改革需要一個相當完善的法制環境。配套的規章制度，研究論證需要相當長的一個過程。註冊制是不可以單兵突進的。」言外之意是，在配套的法律制度完善之前，註冊制在短時間內不會推出。

反映市場信心不足

從本質上看，註冊制改革有利於打破證券市場發展的瓶頸，促進金融市場更有效為實體經濟服務。也符合中國證券市場一路走來，從計劃經濟模式：將上市公司名額按計劃分配給各省市和各證券公司，到初步市場化模式：保薦審批制的逐步市場化發展趨勢。

這次註冊制改革延遲，除了劉主席提出的諸多原因外，市場信心不足恐怕也是重要因素之一。市場擔心註冊制改革會帶來大量新股上市，衝擊二級市場股價，這等於間接承認了現在二級市場的股價太高。投資者在缺乏合適的投資機會時，被迫參與投機性極高的遊戲。

說到新股上市註冊制，香港是典型的成功案例。全世界任何一家公司，只要公司業務符合香港法律，財務指標符合港交所的要求，就可以隨時申請在香港上市。港股的投資者從來不擔心一級市場會給二級市場帶來衝擊，原因是二級市場的公司業務模式已經穩定，公司透明度高，股價經受過市場的洗滌，比新股更能吸引投資者。新股上市時除非公司願意給投資者特別的價格優惠，否則很難吸引到足夠的投資者。另一方面，公司的老闆亦不願願意賤賣自己的股份，除非上市集資能給公司帶來更大的發展機會。在買賣雙方市場化定價機制的作用下，市場自然得到平衡。

證券市場將續改革

內地證券市場的高溢價，吸引了大量公司企圖通過上市來圈錢。這些排隊上市的公司，本身並不一定需要融資去擴大生產，有些公司甚至還面臨產能過剩，市場萎縮的困擾。因此即使註冊制改革按期推出，也並不一定能達到改善資源配置，支援實體經濟的作用。相反，可能會帶來更多混亂和不公。要打破現在證券市場的堰塞湖現象，讓渾水摸魚的人無利可圖，只能通過市場化改革，促使一級市場接軌。只有這樣才能促進金融業更有效為實體經濟服務。註冊制改革延遲，並不等於證券市場改革停止。中國證監會新人帶來新思路，人們有理由相信中國證券市場經過短期陣痛後將迎來新氣象。

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。