

日本央行新招難助孳息曲線陡峭化

中銀香港經濟研究員

張文晶

日本央行自今年1月底實施負利率以來，孳息曲線趨向平坦，對銀行的利潤造成衝擊。日本央行希望透過引入長期利率目標，藉此令孳息曲線更為陡峭，但成效值得商榷。

買債操作更為靈活

日本央行新的貨幣政策框架改以控制孳息曲線為重心，短期利率方面維持基準利率在-0.1%；同時設定長期利率目標，將10年期國債孳息率維持在大約0%水平。儘管購買國債規模保持每年80萬億日元不變，但操作上有更大的彈性。

第一、取消了買債平均年期的目標。故此，日本央行在操作上對買賣不同年期的國債能更為靈活。

第二、日本央行的買債行動將持續至通脹升逾2%的水平。日本仍未走出通縮的泥沼，8月份CPI同比下降0.5%，為連續第六個月呈現萎縮，最新的通脹目標顯得遙遙無期。也就是說，日本央行的買債行動仿如2012年聯

儲局的開放式QE，在買債的時間上沒有設限。

負利率政策令孳息曲線趨向平坦

日本央行在今年1月底宣佈負利率前夕，3個月期與30年期的差距為118個基點。日本央行推行負利率，進一步推低日圓的借貸成本。與此同時，日本的實體經濟未見起色，企業的投資意慾不高，這鼓勵泛濫的資金用於投資金融資產。加上日本國債是傳統的避險資產，故受到投資者熱烈的追捧。日本國債的價格上升，孳息率則下降。自實施負利率以來，整條孳息曲線往下移及變得更為平坦。至7月27日，3個月期與30年期的差距已大為收窄至55個基點。而在9月議息前，投資者轉向拋售國債，尤其是2年期至10年期的情況更甚。

9月議息前夕的孳息曲線，2年期至10年期部分較7月下旬的同段孳息曲線明顯陡峭。不過，3個月期與30年期的差距為75個基點，仍低於日本央行實施負利率前。

孳息曲線陡峭化或未能如願

孳息曲線陡峭化意味着一方面要壓低孳息曲線前端年期的息率，同時提

高後端年期的息率。要達到這個效果，日本央行應該要買入短期國債，並沽售長期國債。在新的貨幣政策框架下，日本央行的買債操作是有更大的彈性。可是，日本央行能夠按計劃實行的空間其實不大。

日本央行自2013年4月開始實施QQE，買債方面非常進取。日本央行已經變成國債市場的最大投資者，手持的規模已佔總體的38%。除非日本政府大大增加發債的規模，否則日本央行在市場上吸納更多各年期的國債的難度越來越大。

目前，日本10年期國債孳息率約-0.06%，略低於日本央行設定的大約0%的目標，其買債操作應該是沽售10年期國債。而現時日本央行手持的國債組合中，以10年期為主，佔比為36%，沽售的操作應該問題不大。而10年期以下共佔38%，10年期以上及其他(包括浮息及通脹指數國債)則共佔26%。日本央行作為國債市場上最大的投資者，其短中期國債的比例遠超過長期國債，說明日後日本央行要真正實行「買短沽長」是不容易的。

其實，要做到孳息曲線陡峭化，最有效的方法是提高基準利率水平。但日本央行表示，未來有需要時，可進一步下調利率。也許孳息曲線陡峭化只是難以實現的願景。

德銀風暴未除 關注德美政府態度

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

成立147年的德意志銀行(Deutsche Bank)，是歐洲最大的投資銀行。但股價於今年以來下跌達五成，單單9月份已經下跌了兩成，創下歷史新低。銀行本身最大的問題在於面臨美國司法部的天價罰款，不約而同的是蘋果公司早前亦被歐盟重罰。但為何德意志銀行的股價持續下跌呢？

德銀受困天價罰單及操控利率

美國司法部要求德銀繳交140億美元的罰款(約1,085億港元)，以和解於金融海嘯前不當銷售住宅抵押貸款的擔保證券。但140億美元已相當於德銀的法定準備金兩倍以上，令本已財務狀況欠理想的德銀雪上加霜。另一方面，德國總理默克爾早前表示，一旦德銀出現危機，德國政府不會注資入去，令投資者視德銀情況猶如美國雷曼兄弟的情況，在欠缺政府的支持下，可能最終以倒閉收場。

德銀另一個問題根源，相信是來自倫敦銀行間同業拆借利率的醜聞。德銀多名員工去年被指於2004年至2015年間非法操縱倫敦銀行間同業拆借利率(Libor)，使德銀價值大大提高，亦令他們在金融海嘯中表面上安然渡過。事實上，德銀於當時隱藏了120億美元巨額虧損，以逃避德國政府的注資。金融海嘯後，德銀在市場集資三次，金額達125億美元(約975億港元)。

德意志銀行是歐洲最大的投資銀行，全球員工人數大約10萬人，業務遍佈歐、亞及美洲。據去年財務報告顯示，德銀總資產值為1.63萬億歐元(約14.17兆港元)，相當於德國經濟規模的一半，可以想像德銀對市場的影響有多大。投資者目

前擔心，德銀一旦倒閉，它將會成為第二間雷曼兄弟，最終會危害歐洲的銀行業。

另一方面，由於德銀亦有可能參與場外衍生工具的交易，一旦德銀出現問題而未能作出支付的話，亦有可能令其他金融機構受到影響，出現火燒連環船的情況。據了解，目前已有十多間對沖基金，將會逐步把在德銀的持有倉位轉移至其他投資銀行，以免一旦德銀出現問題時，其持倉戶口的變動可能受到影響。

兩國政府角力 或影響德銀命運

德國與美國近年的外交關係，似乎已遠不及冷戰時代般密切。俄羅斯吞併烏克蘭克里米亞，令歐美各國一度處於同一陣線，希望透過貿易制裁令俄羅斯放下武器。然而，德國以至不少西歐國家，正正是依賴俄羅斯的天然氣供應。一旦天然氣供應出現不穩，對西歐國家的影響不容忽視。正正由於德國政府未有出盡全力打擊俄羅斯，令美國在外交制裁俄羅斯上，似乎未能成功。因此，目前德銀的命運，不但是集團管理層怎樣處理過去的問題，更重要的是留意美德政府能否各讓一步，令德銀的財政情況出現曙光。

料成默克爾明年能否連任最大隱憂

德國總理默克爾近日便表示，一旦德銀出現財政問題，德國政府不大可能出手拯救。她此番言論，即被視為明年大選的重要舉動。她近期的民望持續下跌，主因難民潮問題持續困擾德國。明年德國將會舉行大選，難民潮問題相信不大可能於短時間內解決。因此，她反對拯救德銀，相信是避免進一步激怒選民。但不拯救德銀，最終都可能導致賠上德國經濟，難道默克爾可以逃過這一次命運？

熟地稀缺 開闢新土地刻不容緩

香港專業人士協會常務副主席及註冊專業測量師(產業測量)

陳東岳

筆架山龍翔道地皮以72.68億元售出，樓面呎價逾2.1萬元，屬九龍區歷史新高，九龍豪宅用地有價有市，凸顯了市區住宅用地稀缺的現況。有研究機構推算，未來30年香港需要9,000公頃可發展土地，規模超過三個沙田新市鎮，就算政府建議的新發展區及填海大計全部順利落實，亦只有約5,000公頃，因此多管齊下開闢新土地，刻不容緩。

近年政府賣地，賣的多是十多年前開始以不同方式開發的土地，但該批比如位處將軍澳、白石、九肚等區的地皮，現時都差不多賣完賣光。1997年後因為亞洲金融風暴及沙士等導致香港經濟不景，一段長時間沒有進行大型土地開發，雖然現屆政府想方設法積極面對，但社會各界有識之士都擔心，當幾年後現有僅存的熟地賣完用完，怎樣滿足社會對私營房屋的新增需求？況且現時社會不單單是住屋缺地，差不多各種各類用途，包括公屋、商業、工業、倉庫、物流、文娛、體育、足球場、公共設施甚至靈灰安置場等均需要用地，地從何來？更複雜的是，有些用途是大家公認有需要的，但千萬不要在我家園附近，民意更限制了可供選擇的地點。

解決問題須各方摒棄成見

「橫洲」和「石門傑志」等事件，是不同現存土地用途與建房屋用途之間，誰孰優先的例子。試想想，假如政府採取消極態度，你反對我便放棄，又如何解決愈來愈長的公屋輪候

冊及如何平抑愈來愈高的地價房價？解決問題還是大家摒棄成見，按照實際現場各持份者使用者的情況，先要妥善安排賠償及重置搬遷，然後騰出用地建屋讓更多人居住。

中長期土地供應不應求怎樣解決？近日港府公佈未來幾年，公營房屋供應或未能達到長遠房屋發展策略的目標。面臨重要抉擇，假如港人不希望讓意見嚴峻的情況持續下去，便要以全港市民福祉的角度去理解和分析事情，需知政府可以用的方法如在改劃用地、增加密度、利用岩洞、開發郊區等都用得八八九九。筆者認為應該對開發部分郊野公園和維港外填海採取較積極支持態度。只有開發大型新市鎮，始能提供讓50萬人以至100萬人安居的新社區，而在規劃上，政府可以整體全盤考慮，將各種各類不同土地用途及交通基本建設配套，以達至居住、就業、消閒以及提供社會設施的各項目標。

籲政府加強仲裁機制使用

筆者和業界察覺，近年發展商較積極於購入港府推出招標的發展用地，反為較少以修改地租租約Modification of Leases方式將手頭上土地儲備發展，部分原因是規劃申請程序需時及涉及多項專業範疇的細節。另一原因是，申請過程耗時長而補地價金額不易達至協議，建議政府加強仲裁機制的使用，以及在涉及補地價計算金額的各項假設，包括扣減發展成本的項目，如市場推廣費、建築費、發展商利潤百分比等。此外，多與業界團體如測量師學會等溝通，為怎樣計算這些項目，訂下貼近市場近況的指引，才能促使更多在私人手上的土地儲備或可重建舊樓，建成新住宅投入市場，以應付社會上的需求，從而減低對政府開發土地的需求壓力。

多元化經營 澳門博彩業回暖

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

近期公佈的今年9月澳門博彩業毛收入繼續錄得同比正增長，一改此前連續下滑態勢，行業階段性底部或已出現。2013年以來，受內地反腐影響，澳門博彩業收入持續下降達26個月。為擺脫困境，博彩公司紛紛調整經營策略，如加大力度吸引中場客及採取更多元化的經營來提振收入，卓有成效。未來隨著多元化經營策略進一步拓寬，澳門博彩業有望持續回暖，值得留意。

澳門博彩業歷史悠久，自2002年澳門政府開放賭權之後，更迎來了長達10年的黃金發展期，早在2006年其博彩業收入便超越美國拉斯維加斯，位居世界首位。其後澳門博彩業發展勢頭不減，依託內地貴賓客帶來的巨大收入增長，至2013年澳門博彩業收入已經是拉斯維加斯賭場收入的7倍之巨。不過2013年內地開始打擊貪腐之後，澳門博彩業貴賓客戶大幅減少，令澳門博彩業收入持續下滑。

據澳門博彩監察協調局的數據，澳門博彩業收入主要來自於幸運博彩，其他如賽狗、賽馬、六合彩、體育等項目佔博彩業收入比重尚不足0.5%。其中，貴賓百家樂是幸運博彩中佔比最高的單項，過去僅此項目就貢獻了幸運博彩總收入的7成左右，但其收入自2014年開始下滑，2015年收入較2013

年高峰時期下跌了46.4%，幾乎腰斬，令博彩業陷入低谷。

攻中場客 收入明顯增長

除了貴賓百家樂之外，服務中場客的普通百家樂也是重要收入之一，長期以來二者收入佔幸運博彩比重高達九成，雖然近兩年這兩項收入明顯下降，但2016年二季度佔比仍達到約87.7%。隨著賭場經營策略由貴賓客戶向中場客戶傾斜，普通百家樂收入明顯增長，2016年二季度其佔總收入比重已升至36.1%，是博彩業收入回升的主要原因。預計下半年普通百家樂可保持增長，行業谷底反彈可期。

非博彩業務成新突破口

客觀而言，產業結構相對單一，過分依賴單一項目收入是澳門博彩業面臨的主要問題，應對辦法主要是吸引更多中場客及多元化經營，當前中場客已成為澳門博彩業主要的業績增長點。

不過，由於澳門政府設置了賭桌上限，即2023年前每年賭桌增加不得超過3%，博彩收入增長空間已有限，發展酒店及休閒娛樂等非博彩業務成為新突破口。發展非博彩業務可吸引更多遊客進入澳門，增加博彩公司收入來源的同時，也可吸引更多遊客進入賭場。當前澳門博彩業止跌機會大，惟尚未具備大幅反彈條件，其發展可持續關注。

貨幣政策恐收緊

金價短線仍受壓

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

市場對貨幣政策預期出現重大轉折，猜測各國央行可能將開始收緊寬鬆政策，如此一來避險資產大受打擊，包括黃金重挫，引發全球市場波動。

自從金融危機後，各國採用各種手段刺激經濟，寬鬆的貨幣環境為黃金提供非常有利的環境。美國從去年底宣佈靴子落地，不過隨後一直受到外圍風險和自身經濟數據不理想的影響而不斷延後。

受阻1350美元凸顯沽壓大

單看今年，在這個黑天鵝事件頻出的多事之秋，金價表現足以令人滿意。從年初的1,050美元一路最高升至1,350美元上方，升幅近三成。不過自從脫歐公投後，金價便保持在1,300至1,400美元區間內，來回震盪近三個月，無力突破，不過下方千三支持有力。尤其是進入八月後，1,350美元好似成了金價的緊箍咒，遲遲無法突破，這是一個對市場來說較為負面的信號，可以看到金價承壓不小。

那麼支持和壓制金價的又是什麼？最重要支持的第一點是全球寬鬆的貨幣環境，其他也包括美國大選的高度不確定性，以及脫歐對於英國乃至整個歐洲的經濟和政治中長期影響等。壓制則是來自美聯儲的加息壓力。尤其是脫歐後，各類資產都很快做出修復，美國經濟數據轉好，尤其是勞動力市場，加上美聯儲官員鷹派言論不斷，向市場不斷傳達加息的警鐘。

所以這次的暴跌主要是上文提到的第一個支持原因的改變。原本還有歐日等國不斷放水的預期支持，但是近幾個月，這些國家的放水政策越來越無力，基本都保持觀望態度。轉折點在歐央行傳內部已有共識，在量化寬鬆到期前逐步縮減買債規模，目前歐洲央行每月購買800億歐元的歐元區國債和企業債，買債計劃將於明年3月到期。雖然歐央行發聲明，澄清理事會尚未討論有關議題，正如行長德拉吉在上一次記者會和新近出席歐洲議會作證時也曾提及過，但這點風吹草動足以讓市場大震盪。

歐央行無力放水觸發拋售

在歐央行或效仿美聯儲做法逐漸退出QE，加上美國年內加息概率大，兩者作用下，避險資產包括黃金、美債和日圓等都重挫。黃金在本周二暴跌逾40美元，創2015年7月以來最大單日跌幅，自6月以來首次跌破每盎司1,300美元。不但直接跌破1,300美元水平，更是測試1,260美元水平，黃金的支持位一下子從1,300美元下移至1,250美元。這一跌徹底改變了市場對金價後市的展望。當前的拋售也伴隨着一些技術性因素，主要是跌破1,300美元觸發的止損盤。周三金價延續跌勢，不過橫盤整理為主，波幅收窄，料短線還將維持震盪，主要是等待周五的非農報告，金價短期內還將測試1,250美元支持。

到底這次大跌是調整還是更大跌幅的一個前兆？整體看，金價的確已經走出從2012年形成的下降通道。現在，11月美國大選和英國準備明年正式啟動脫離歐盟程序仍能給金價提供支持，尤其是在美國大選前，料金價弱勢震盪的概率大，不會有太深的跌幅，所以不建議看太淡。不斷短線仍有下行壓力，餘震未了。



市場猜測各國央行可能將開始收緊寬鬆政策，如此一來避險資產大受打擊，包括黃金重挫，引發全球市場波動。

資料圖片

人幣「入籃」短期波動難免

興證國際證券市場拓展部聯席董事

周嘉儀(前無線電視新聞主播)

今年10月1日是人民幣國際化進程中值得紀念的一天，因為人民幣被正式納入國際貨幣基金組織(IMF)特別提款權(SDR)其中一隻籃子貨幣，成為繼美、歐、日和英後第五種儲備貨幣，佔比為10.92%，在五種貨幣中排名第三位。

回顧「入籃」歷程其實殊不容易，IMF前副總裁朱民曾在去年表示人民幣「入籃」過程裡中國政府曾向IMF發出評估人民幣的請求，而當IMF在評估中發現人民幣貨幣政策框架不健全之處，中國人民銀行便進行了大刀闊斧的改革。可想而知，能夠成為第一個發展中國家「入籃」確實不易，那「入籃」對中國以至全球經濟有什麼好處？

正如現任IMF副總裁張濤所言，人民幣「入籃」有助全球金融穩定，因為「入籃」不但令SDR更具代表性，同時亦增強人民幣作為國際貨幣的吸引力，有利於分散風險；再者，「入籃」也從另一方向令中國繼續推動貨幣、匯率 and 金融體系改革，而這跟李克強總理口中一句「用開放倒逼改革」一脈相承，也就是說加入了SDR的

「大家庭」，開放資本賬及金融市場等改革必定會繼續進行，最終達至改革的目標。

佔國際結算支付比例不升反跌

但另一方面，我們亦不需要為「入籃」過分興奮。首先，雖然各國政府及央行都會參考SDR作資產配置，但其實SDR發行量只有2,041億，在全球金融體系中根本微不足道，因此「入籃」的短期象徵意義大於實際影響。

而且如我們觀察人民幣在國際社會使用的數據，便知道現在離人民幣真正國際化的道路仍然很遠：人民幣現時在各國官方儲備中只佔1.1%，全球排名第七；在國際債務證券中只佔1.8%，排名第九；在現貨市場中只佔0.8%，排名十一；回顧「入籃」消息在去年11月公佈至今，人民幣佔國際結算支付的比例亦由一年前超過2%跌至今年8月的1.86%。

離岸人民幣(CNH)由去年11月至今已累計貶值超過4%，CNH在9月初升至6.65附近水平，至近日已回落至6.7左右。看來人民幣在「入籃」後短期波動仍然難免，但長遠在全球的重要性將會穩步上升。

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。