內地貨幣投放基礎轉向國債

財經評述

劉雅瑩 中銀香港分析員

近年，由於人民幣貶值預期升溫，內地外匯佔款增長明顯放緩，制約了人行依靠外匯佔款投放貨幣的能力，同時促使內地的貨幣投放機制發生改變。2015年以來，人行不斷創設新的貨幣工具來投放流動性，一定程度上增強了貨幣投放的主動性和獨立性。然而，由於內地國債市場的發展程度，依靠新型貨幣工具來投放流動性這一方式仍受制約。至於內地國債市場規模較小，以及國債收益率曲線的不完善，均影響着利率市場化的進程。

■近年人民幣貶值預期升溫，內地外匯佔款增長明顯放緩。 資料圖片

外匯佔款增長乏力

2012年至2016年這5年間，內地年均基礎貨幣規模達28萬億元（人民幣，下同），明顯超過外匯佔款規模24.7萬億元，人行已無法完全依靠外匯佔款來投放基礎貨幣。為此，人行於2013年初創設了SLO和SLF兩項新工具，並在2014年創設抵押補充貸款（PSL）進行流動性投放。同年9月，人行創設中期借貸便利（MLF）作為中長期基礎貨幣投放的主要工具。2016年2月，人行將原先每周二、四的公開市場操作改為每個工作日均開展操作，顯著提高公開市場操作頻率。2017年初，人行還推出臨時流動性便利（TLF）來緩解短期的流動性緊張。

自人行開始採用新型工具來彌補基礎貨幣供給缺口以來，人行公開市場操作和MLF的投放量顯著增加。據統計，2016年央行通過逆回購向市場投放的流動性共計24.8萬億元，是2015年的6.7倍；通過MLF向市場投放的流動性共計5.5萬億元，是2015年的2.4倍。新的貨幣形成機制亦對基礎貨幣投放格局產生影響，央行流動性管理從過去使用外匯佔款的被動對沖轉向使用MLF等的主動管理。在貨幣形成機制轉變的背後，貨幣投放的信用基礎開始由外匯轉向國債，意味着在人行不斷完善貨幣投放工具的同時，不能忽略抵押品框架的管理。

銀行抵押品趨不足

由於人行創設的新型貨幣工具均需由商業銀行提供抵押品，故隨着這些操作規模的增加，未來抵押品不足問題將凸顯。目前，人行進行公開市場操作、MLF和PSL其所需的抵押品（即利率債）總規模大約為11.4萬億元，低於今年2月底商業銀行持有的利率債規模15.5萬億元。事實上，銀行還需考慮為滿足流動性覆蓋率（LCR）考核所需持有的利率類抵押品規模。LCR是銀監會用於監管內地銀行業流動性風險的重要指標，其定義為（合格優質流動性資產/壓力情景下的未來30天現金淨流出量）×100%。據市場估算，為滿足LCR考核需求，全部商業銀行需要利率類抵押品約為12萬億元，疊加長期資金MLF所需的抵押品約4萬億元，一共16萬億元，已小幅超過了目前市場上的利率債存量15.5萬億元。目前多數股份行、城農商行的LCR均低於100%，故中小行在接受人行資金時更容易出現抵押品不足的問題。

人行擴抵押品框架

人行投放基礎貨幣方式的轉變，意味着貨幣投放基礎將從外匯資產轉向國家信用。觀察全球可見，各國貨幣當局普遍將基礎貨幣的創設與國家信用直接掛鈎。和其他國家一樣，內地在擴大公開市場操作的同時，亦需要有體現國家信用的各類國家債務工具（如國債、政府支持債券等）作為支持。然而，當前內地國債規模遠未能滿足基礎貨幣的投放需求。數據顯示，2010年後美國國債佔M2的比例持續超過100%，中國的國債規模佔M2的比重持續低於10%。近年，人行也在努力拓寬合格抵押品的範圍，如在設立PSL時首次將高級信貸資產納入抵押品框架、推動信貸資產質押再貸款，以及於2015年將地方債納入央行抵押品庫。

（二之一）

加息「縮表」來臨 看重期望管理

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

金融市場的焦點，一如早前預期，由連串的地緣政治事件，轉移至美國聯儲局的議息活動。事實上，本港時間周四凌晨，美聯儲公佈的議息會議結果，正是投資者最關心的一件事。

美聯儲依舊對美國經濟持樂觀態度，宣佈加息25個點子，符合市場普遍預期，為2017年以來的第二次加息，並暗示今年還有一次加息。除了加息，美聯儲公佈了今年開始縮減資產負債表的計劃，主席耶倫更稱若經濟進展符合預期，可能會相對較早實施縮減資產負債表的計劃。

這樣的態度比預期來得更「鷹派」，尤其考慮近期不少人較悲觀的情緒，更是如此。的確，近月以來，不少數據未必十分強勁，偶爾令外界揣測，局方可能放慢加息的步伐，亦未必會提及「縮表」一事。不過，正如筆者早前在本欄指出，這只不過是議息會議愈臨近，投資者愈在乎短線提示，當中自然包括近期數據的解讀，從而估計央行貨幣政策取態。說到底，關鍵其實在期望管理，局方看重的是中長期趨勢變化，不是個別數據是否符合預期。

如此一來，不單加息機會是高，這一點背景下，年內加息3次，根本不是什麼難以想像的進取。筆者亦指出，只要情況許可，年內就算有第四次加息，亦無太大疑問。原因是簡單的，因為這樣才達到期望管理之道，讓市場明白和相信央行會在適當時候做適當的事，不是左搖右擺。

當然，外界的想法未必如此，起碼從金融市場日內波動劇烈，即可見一斑。說起來，不得不提，就在決定公佈前，美國公佈的零售銷售和CPI數據均低迷，自然讓投資者失望，大家猜想加息機會真的減低了，金價一度漲至突破每盎司1,280美元，美匯指數跌至6個月來最低，美債10年期收益率曾創7個月新低。

中長期金價下行壓力大

然而，重點就是重點，其他只是枝節，美聯儲加息決定公佈之後，又有另一番震盪，金價從高位回落，逢高沽空力量加強。尤其是在耶倫講話期間連破每盎司1,270美元和1,260美元兩大關口，回吐了大部分升幅，雖然最終收在每盎司1,260美元水平之上，但整體走勢明顯轉弱。即使短期有反彈調整，中長期金價還是不得不面對較大的下行壓力。

另一些資產價格亦有相應的反應。美匯指數受到加息影響，從低位反彈，收復失地，一度高見97.125，不過最終仍收跌0.04%至96.939。

美元後市仍有走強空間

考慮到重大的加息周期不變，美元後市仍有走強的空間。美債收益率亦反彈，日內跌幅收窄，但包括2年和5年以及10年和30年期的收益率仍下跌。

至於股市，由美國股市領跌，四大科技股下挫，納指受壓曾跌逾1%。隨後收窄跌幅，反映投資者明白，只要加息步伐平穩甚至逐漸提速，其實代表經濟復甦到一個地步，反而是樂觀的事。加息的影響將令資金由債市流出，重投股市，反而利好全球股市。

■耶倫稱若經濟進展符合預期，可能會相對較早實施縮減資產負債表計劃。 路透社

樓價處高峰 置業需審慎

陳東岳 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)

美國聯儲局剛宣佈加息0.25厘，還預示年內或會再加息一次。香港住宅樓市卻迭有創新高價成交，隨便舉一些報章頭條出現的成交案例，屯門疊茵庭中層381方呎兩房單位，以約465.8萬元成交，呎價約12,226元，創屋苑歷史新高。公屋亦有高價成交，香港仔華貴邨華廉樓中層單位，面積544方呎，成交價405萬元（綠表價），呎價7,445元創全港綠表公屋新高。似乎市場無視加息，在政府現行多項「辣稅」措施下，用家主導的市場何以仍然非理性亢奮？筆者呼籲置業人士必須關注，謹慎作出決定。

美今年料再加息一次

美國聯儲局議息後，決定加息0.25厘，同時展望今年將會再加息一次，16位委員當中，有8名預計今年餘下時間再加息一次，4位預計再加息兩次。此外，該局亦表示，預計將在今年實施資產負債表正常化。該局認為，經濟短期風險大致平衡，但預計通脹短期內保持在低於目標的1.6%，並會密切關注發展。

財政司司長陳茂波早前出席活動後提醒市民，目前樓市出現非理性亢奮，有意置業的市民宜審慎，留意加息對市場帶來的影響。美國今次加息是利率正常化周期的第四次加息，市場一般認為美國加息方向明年仍會持續。陳茂波指，在聯繫匯率機制下，香港始終會跟隨美國加息，雖然時間和幅度可能不一樣。

筆者亦認同陳司長的看法，無論下一次加息在年底前甚至明年初，香港銀行加息的時間和幅度如何，始終現階段樓價已處高峰，現階段欲置業人士，應充分考慮加息趨勢比對本身供樓負擔能力的影響。或許預早進行自我假設持續加息累計至1%甚至2%的壓力測試，假如仍能應付才考慮置業，便更加安心。

預留備用現金更安心

有傳媒朋友向筆者表示，近日大屋苑放盤量減少，市場造價乾升，或有個案出現銀行估價不足，如準買家手頭現金不足，最後或面對撻訂損失。其實銀行聘用的專業估價師一般採用市場比較法，參考市場近期同區同類樓宇成交案例，作比較後因應各因素差異作調整，然後得出估值。目前部分屋苑缺乏近期成交，估價或與買家的成交價存在某程度差異。筆者提醒準買家，應在簽臨時買賣合約前，預先與銀行商討按揭事宜，提交個人財務狀況及負擔供款能力資料，讓銀行對欲按揭的物業做估價的同時，也為借款人的還款能力加上壓力測試做評估，然後得出可貸出多少金額的建議。這能讓準買家更準確做好預算，要多少現金才足夠付樓價尾數及支付印花稅、律師費和經紀佣金等。或許同步向多一兩間銀行作貸款諮詢亦可作比較，另外如可以額外再預留備用現金，當成交價與估價出現差距，仍可有足夠資金去完成交易及支付上述其他費用。

手遊精品化 龍頭優勢大

何天仲 比富達證券（香港）資產管理部及研究部聯席董事

得益於4G網絡的滲透及智能手機性能提升，內地手遊市場迅速壯大，現時手遊已經成為遊戲市場最大的細分門類。近年《陰陽師》及《王者榮耀》等精品手遊受到大量玩家追捧，同時也展現了強大的吸金能力，手遊已成為各大遊戲廠商爭奪的主戰場。目前手遊呈現出向精品化及重度化發展的趨勢，大型遊戲廠商未來可望憑藉研發和渠道優勢，進一步鞏固領先地位，其發展值得關注。

據艾瑞諮詢統計，2016年內地手遊用戶規模達5.23億人，同比增長3.7%。增速雖有所放緩，但在《陰陽師》及《王者榮耀》等「現象級手遊」的帶動下，手遊市場規模同比大增88.7%至783.2億元（人民幣，下同），增速驚人。目前內地手遊市場呈現雙寡頭競爭局面，騰訊（0700）及網易（NTES.US）佔手遊市場份額比重已超過七成。

《王者榮耀》變現能力強勁

值得關注的是，過去一年《王者榮耀》以迅雷不及掩耳之勢橫掃內地手遊市場，並創下了多項紀錄，包括30億元月流水、DAU（日活躍用戶數量）超過8,000萬、「皮膚」日流水1.5億元，展現出強勁的變現能力和極高的用戶黏性。得益於這款遊戲強勁的吸金能力，2016年騰訊手遊業務收入高達384億元，佔遊戲總收入過半，成為騰訊股價上升的新動力。

《王者榮耀》是一款MOBA（多人在線戰術競技遊戲）手遊，填補了MOBA手遊空白的同時，可操作性亦非常高，迅速吸引大量玩家。其可以關聯QQ及微信，融入了社交元素。此外，騰訊還開發了一套基於位置的排名系統，進一步增強了遊戲的趣味及競爭性。

為進一步推廣上述手遊，騰訊自去年下半年便開始營運KPL（《王者榮耀》職業聯賽）移動電競業務，取得巨大成功。據其官方統計，首屆KPL賽事觀看人數便突破3.5億，超過4,000萬個獨立用戶觀看過KPL直播。日觀賽用戶峰值超過800萬人，賽事互動量超過3,600萬人次。除了電競賽事，圍繞這款手遊的直播亦開始興起，因遊戲主播可在直播平台上錄製教學影片。遊戲的火爆還催生出一批遊戲代練，形成了一個龐大的生態圈。

騰訊這款手遊的成功，充分體現了大型遊戲廠商在營運現象級手遊產品的巨大優勢，同時也重塑了手遊產品發展的方向。中長線來看，在用戶規模逐漸觸及天花板的環境下，大型遊戲營運商無疑更具競爭優勢，手遊產品精品化及重度化成為發展趨勢，行業馬太效應料將加強，值得關注。

英政局不穩 礙收水部署

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

英國大選結果最終塵埃落定，首相文翠珊這次提早大選可謂「落筆打三更」。一心希望在大選獲得大勝後，令英國政府與歐盟談判「脱歐」時，可以擺出強硬的立場，顯示選民大多支持「脱歐」及由保守黨領導的政府。結果，保守黨不但損失了國會控制權，更令英國保守黨可能陷於分裂。

文翠珊料面臨逼宮

大選過後，明顯地由於保守黨未能控制國會過半議席，令文翠珊政府由強勢轉弱勢。過去大選，往往政黨領導人士會為選舉失利負責而呈辭，故文翠珊目前的情況相當接近。有消息指，內政大臣盧綺婷及「脱歐」事務大臣戴德偉，可能合作把文翠珊拉下馬。另外，財政大臣夏文達早在選舉前，曾被視為可能被換走的政府高層，故他亦可能合謀逼宮。

想深一層，英國將於數日後便開始與歐盟展開「脱歐」談判。又是否有官員願意承擔這個責任？再加上，一旦出現內部逼宮，可能對保守黨的形勢更加不利，增加工黨上台執政的機會。因此，除非「脱歐」談判出現非常不理想或失控，否則保守黨內部或維持聯合政府的情況，直到「脱歐」談判完成，才向文翠珊逼宮。

由於保守黨目前未能控制國會，故會與北愛民主統一黨成立聯合政府。因此，投資者宜先了解北愛民主統一黨的立場。第一，要求恢復死刑。第二，反對同性戀或雙性戀。第三，與特朗普一樣，沒有提及氣候變化的問題。第四，避免硬「脱歐」。

與歐盟談判轉弱勢

文翠珊一心硬「脱歐」，原本是希望不會被歐盟在談判桌上採取主動。相信投資者仍會記得「歐豬五國」的存在，即希臘、西班牙、葡萄牙、意大利及愛爾蘭。除了愛爾蘭成功擺脱金融海嘯，令經濟全面復甦外，其餘四國的經濟仍浮浮沉沉。過去幾年，歐元區被投資者詬病德國及法國經濟強大，但其他國家的經濟未見改善，令投資者懷疑歐元區政策只向大國傾斜，忽視小國的問題。

依目前政治環境看，文翠珊政府只可以由強勢主動攻擊，轉為弱勢力守英國的本土政策。為何英國去年舉行「脱歐」公投？民眾又為何支持「脱歐」？主要是由於英國民眾認為難民問題，是歐盟開放邊境及實施配額制所帶來的結果，英國民眾普遍是不滿這情況的。不過，文翠珊這次豪賭失敗，將可能令英國在談判桌上處於不利的位置。

保守黨在選舉中失利，相信投資者最率先感受到投資市場的影響是英鎊匯價大幅下跌。這可以是歸咎於英國在「脱歐」談判桌上處於劣勢，令投資者對英國的經濟前景感到迷茫。對於有消息指，目前最有可能代替文翠珊首相一職的外相約翰遜，以投票結果後最高的姿態支持文翠珊留任首相。因此，預料英鎊兑美元短期可能會略為回穩。不過在「脱歐」談判開始後，可能會傳出較多不利的消息，故英鎊兑美元仍可能進一步尋底，目前首個目標是1.25水平。

由於英國可能由硬「脱歐」轉為軟「脱歐」，令英國在與歐盟商討談判時處於較不利的位置。因此，預期英國經濟難以於短期內增加復甦動力。英倫銀行可能維持利率不變一段較長的時間，甚至為「脱歐」對英國經濟帶來的衝擊，做好新的準備。由於預期英鎊匯價仍有下跌空間，故可能出現輸入性通脹問題，對當地通脹可能帶來影響。另外，亦要留意在政治不明朗因素影響下，當地資產價格亦可能出現調整。

■大選過後，文翠珊政府由強勢轉弱勢。美聯社

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。