

港元利率結構扭曲無關滙率強弱

鄭宏泰 陸觀豪

近來港元滙率偏軟，輿論關注熱錢是否飽食遠颺之餘，更憂慮港商有否趁機走資？日前官僚更不諱言，港元偏弱正中下懷，只因利率扭曲經年，大可趁勢矯正，恢復正常結構云云。不過，港元既然掛鈎美元，利率必然同步，若有偏離甚至結構扭曲，沒可能是市場使然，必定是干預所致，官僚實有混淆視聽之嫌。

收緊融資一石二鳥

去年末季前後，外滙基金突增發票據，抽走同業清算賬戶800億元流動資金，轉作定期存款，語焉不詳。市場普遍認為是向銀行示警，收緊投地融資，遏抑地價飆升，乃借艇劃禾以牽制樓價升勢。誰料尚有所圖，趁港元偏軟之際，順水推舟，加速滙率走向弱方保兌價7.85，冀消除港美息差，推高港元牌價利息。既抑制需求冷卻樓市，又證實利率起跌循環非空談，可謂一石二鳥。不過，理論歸理論，現實卻另一回事。

貨幣局聯繫滙率制度本質被動，若港元供大於求，外滙基金以弱方保兌價7.85買入；若求大於供，以強方保兌價7.75賣出。故此港元滙率應環繞官價7.8上落，即使偏強偏弱，皆跳不出兩端保兌價。

若有熱錢湧入或走資外流，3個現象必然同時出現，缺一不可：若游資熱錢湧入，外滙基金履行承諾買入美元，港元滙率偏強，且停留在強方保兌價7.75。銀行清算結餘激增，對即期存款（即支票及儲蓄賬戶）比率跳升，居高不下。

銀根（即銀行清算結餘、鈔票發行、外滙基金債務等合計）膨脹，港元拆息急跌，低於美息，出現逆差；反之，若有走資外流，外滙基金履行承諾賣出美元，港元滙率偏弱，且停留在弱方保兌價7.85。銀行清算結餘激減，比率下瀉，盤踞低位。銀根收縮，港元拆息急升，高於美息，出現正差。

所謂萬千交易流歸一賬，分析廣義

貨幣統計，抽絲剝繭，可分辨外資流出流入，從中推算熱錢成分。首先拆解港元M3增減為3個因素：本地信貸增減、外資進出淨額、其他資產增減（扣除負債）。

銀根異動熱錢活躍

外資進出淨額，可再分拆為銀行業務結算（即外幣存貸、貿易、滙款、投資等收支）及貨幣金融銀根（即銀行清算結餘、鈔票發行、外滙基金債務等增減）兩部分。香港對外收支向有盈餘，銀行不時向外滙基金結滙，擴大銀根增加貨幣供應，以應付港元需求，實屬正常。若銀根變動不尋常，則顯示熱錢進出活躍，或有資金外流，應提高警覺。

回顧2008年末季，環球金融海嘯後，美國推出量化寬鬆救市，實施近零利率政策，美元泛濫，港元首當其衝，正好實證分析熱錢對貨幣金融之影響。據官方推算，當前後15個月，共有6400億元游資流入，威力不言而喻。

從【表1】可見，該5個季度貨幣金融銀根增減，佔各季度港元M3升跌幅度（-0.3%至+6.0%不等）的大部分（+2.0pp至+5.7pp不等），而個別季度更超越貨幣增減。期內銀行清算結餘比率是8.2%至11.8%不等，比海嘯前1%上下高出十倍，且已反映外滙基金增發票據，干預結餘之效應。

不過，銀行儲備比率（即是傳統存款儲備，以外幣為主力）保持39%以上，貸款存款比率也不低於42%，顯示銀行自律甚嚴，信貸依然保守謹慎，外滙基金干預清算結餘，實反應過敏。港元滙率全期偏高，停留強方保兌價7.75。港元利率隨美元降至近零，基準利率是0.75厘，儲蓄存款利率降至0.01厘，似有若無，同業拆息（1個月）低至0.1厘。最優惠貸款利率卻沒有跟隨，仍停留在5厘，不受影響。

在聯繫滙率制度下，港元上游利率與美元同步，基準利率（即貼現息）是美元目標利率加半厘。下游利率（即銀行存貸息牌價）未必同步，卻不能越軌。結合上下游，港元利率結構，依次是最優惠貸息 > 基準利率 > 同業拆息 > 儲蓄利率。

以2001年全面撤銷港元存息協議作分界，之前最優惠貸息平均是儲蓄利率2.4倍；之後比率是3.4倍（截至2007年底環球金融海嘯前）。存息協議簽訂於1964年，支票賬戶不設存息但豁免收費，儲蓄賬戶劃一存息，定期存息按銀行大小分級，原意約束大銀行，不能恃強凌弱、以本傷人，也保障市民有基本銀行服務之權利。撤銷協議，表面上恢復自由競爭，其實放虎歸山，大銀行率先大幅降低儲蓄利率，拉闊息差，又巧立名目收費，變相排擠無利可圖存戶，一石二鳥。

其實，2008年初港元利率已扭曲，最

優惠貸息及儲蓄利率同時下調，而比率跳升至20倍，顯然銀行察覺山雨欲來，先下手為強再減存息。

金融海嘯發生後，存款利率降低至近零，最優惠貸息卻不變，比率飆升至500倍之高。

10年後的今天，美元已結束量化寬鬆，貨幣銀根走向正常化，港元上游利率同步上升，下游利率卻原封不動，明顯反常。分析統計，正常貸存息比率是3倍，而息差不少於3厘，以收回固定成本。換言之，即使儲蓄利率跌破1厘，最優惠利率也維持3厘；近年按揭利率不論以最優惠貸息或同業拆息報價，皆徘徊此水平是為佐證。

應讓市場重拾重力

去年港元貨幣銀根平穩正常，從【表2】所見，港元M3增加主要來自本地信貸，貨幣銀根佔分是+0.05pp至+0.29pp不等。銀行儲備比率維持在43%上下，貸款存款比率在47%上下，一貫謹慎穩健。上半年銀行清算比率已回落至6%，顯示熱錢應已撤退，下半年再跌是外滙基金兩度抽資，變戲法掩眼。

去年末季賬面有外資淨流出，影響港元偏軟，是外幣存款增加，牽涉外滙兌換，而算作外流，並非熱錢或走資。不過近日港元跌近弱方保兌價7.85，應與官僚

放風干預有關。

順便一提，港元浮動期間（1974年至1983年），政府三管齊下，改組銀行公會為法定機構；實施銀行三級制（傳統銀行、批發銀行、存款公司），港元存款回流傳統銀行，受制於存息協議；藉調控港美息差，調節游資進出，維持滙率穩定。當年《信報月刊》有多篇好文章深入淺出分析箇中奧妙，值得重溫。時移世易，在聯繫滙率制度下，政府再無可為。

分析歷史數據，若以最優惠貸息5厘作準則，並參考2006年底狀況作藍本，港元穩定，銀行儲備、貸存、清算等比率正常，利率結構常態依次是基準利率（3.75厘）> 同業拆息（2.5厘）> 儲蓄利率（1.5厘）。

10年來，熱錢來又去，港元強轉弱，上游利率跟貼美息回升，下游依然扭曲，存息不起，貸息不跌，距離常態尚遠，顯然非關市場因素或滙率強弱，而是銀行流動性反常偏高。監管雷厲風行，銀行借貸，寧緊毋寬，避免動輒得咎，退而拉開息差彌補機會損失。

正本清源，有形之手應自律，讓市場重拾重力，存貸供求自回復平衡，利率結構也重回正軌。

鄭宏泰為香港中文大學香港亞太研究所助理所長；陸觀豪為退休銀行家、香港中文大學香港亞太研究所名譽研究員

熱錢湧入下銀根變動分析（2008-09）表1

(期末統計)	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
港元M3增減(=a+b+c) :	+2.9%	+1.3%	+6.0%	+3.3%	-0.3%
本地信貸增減(a)	-4.3pp	+0.0pp	+3.2pp	+0.5pp	-2.7pp
外資淨進出(b=e+f) :	+7.2pp	-1.1pp	+8.6pp	+2.8pp	+5.1pp
-銀行業務(e)	+2.1pp	-3.1pp	+4.4pp	+0.2pp	-0.6pp
-貨幣金融(f)	+5.1pp	+2.0pp	+4.2pp	+2.7pp	+5.7pp
其他淨資產增減(c)	+0.0pp	+2.3pp	-5.8pp	-0.0pp	-2.8pp
銀行結餘比率	10.0%	8.7%	11.1%	8.2%	11.8%
銀行儲備比率	39.0%	39.3%	42.2%	41.9%	43.4%
貸款存款比率	44.6%	43.2%	42.2%	42.0%	41.6%
港元兌美元滙率	7.751	7.751	7.751	7.751	7.756

資料來源：金融統計

信報

外資進出正常時銀根變動分析（2017）表2

(期末統計)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
港元M3增減(=a+b+c) :	+5.06%	+3.62%	+2.47%	+0.07%
本地信貸增減(a)	+3.10pp	+3.62pp	+3.77pp	+3.33pp
外資淨進出(b=e+f) :	+2.88pp	+0.89pp	+0.10pp	-3.28pp
-銀行業務(e)	+2.82pp	+0.60pp	-0.13pp	-3.33pp
-貨幣金融(f)	+0.06pp	+0.29pp	+0.23pp	+0.05pp
其他淨資產增減(c)	-0.91pp	-0.90pp	-1.39pp	+0.02pp
銀行清算結餘比率	6.6%	6.5%	5.0%	4.3%
銀行儲備比率	43.6%	43.1%	42.8%	42.1%
貸款存款比率	46.1%	47.0%	47.6%	48.0%
港元兌美元滙率	7.770	7.807	7.810	7.814

資料來源：金融統計

信報