

港美息差久分未合 熱錢來去如幻似真

鄭宏泰 陸觀豪

3月6日，有證券公司發表報告，指本港銀行之前未有跟足美國聯儲局加息步伐，令港美息差擴闊，招來沽港元買美元的套息活動，此點無疑點出坊間有關熱錢進出的如幻似真圖像。事實上，多年來，特區政府寄望美元加息，解困本港樓市的意願，可謂盡在不言中。當息口欲升不升，樓市則如火加油時，官員總是苦口婆心，反覆提醒置業要量力而為，毋忘市場風險，更警惕當熱錢離場、游資撤退，利率必然飆升，樓價則會滑落，屆時資不抵債，悔之已晚。

加息步伐 打亂盤算

不過，理論歸理論，熱錢游資來去自有因，實非主觀意志能轉移。美國聯儲局新人新政，近日變調放緩貨幣金融正常化，加息步伐難料，顯然打亂政府盤算。

自2015年底美元利率掉頭攀升，港元基礎利率（即貼現利率）依例亦步亦趨，維持聯繫匯率制度，已提高至年率2.75厘（下同）。不過，銀行同業拆息（以1個月計）未有緊跟聯儲局步伐，去年始明顯調升，次季穿破1厘關口後，再多番升越2厘。反觀下游利息多年無變，儲蓄利率近零，最優惠貸款利率停滯5厘，直至年底始有個別銀行上調，皆聊備一格。

貨幣局聯繫匯率制度優點，是借助市場原動力，四兩撥千斤，矯正港元官價偏差。理論上毋須外力干預，除非客觀環

境令市場失效。不過，港美經貿往來今昔比，貨幣無復唇齒相依，況且滙率、利率、流動性三方關係錯綜複雜，變成雙面刃。上下游利率不協調，港美息差消弭無期，是否意味聯繫滙率名實不副？萬千交易流歸一賬，拆解去年金融統計，抽絲剝繭，所謂資金外流，其實是港元存款轉換外幣套息造成的假像。

分析金融統計，追蹤熱錢流向，須理解銀行貨幣賬如何會計過賬：

一、若熱錢泛濫，游資擇木而棲，港元首當其衝，滙率偏強而止於官價上限（7.75），利率偏軟且低於美息。銀行資產負債膨脹，存放海外同業（美元）及港元存款同步增加，且須向外滙基金沽售美元套取港元應付，清算結餘（港元）增加，或觸及官價上限。

二、若熱錢退潮，游資離場，形勢剛好相反，滙率偏軟而止於官價下限（7.85），利率偏強且高於美息。銀行資產負債收縮，存放海外同業及港元存款同步減少，且須沽售港元套取美元應付，清算結餘縮減，或觸及官價下限。

三、若外幣存款轉換港元，或港元存款轉換外幣，銀行資產負債不變，但清算結餘則會有所增或減，進而令滙率呈現偏強或偏弱的情況，效應等同外資流入或流出，此點值得我們細心分辨。

四、港元銀根是發行儲備、清算結餘、外滙基金票據等三為一體，而且互通互換，此消彼長。增發票據，干預清算結餘，雖會影響同業拆借，左右流動性於一時，但銀根依舊不變。

此外，熱錢進出或存款轉換貨幣，牽動港元及美元供求失衡，滙率固定前提下，有賴港息自動調節。若港息長期偏高或偏軟，始穩定官價於下限或上限，顯示港元市場流動性偏低或偏高變成常態。換言之，港元實際受制於美元貨幣銀根政策以外因素。多年來最顯著者，莫過於憧憬港元、美元、人民幣三角關係轉變，投機人民幣自由兌換，港元轉錨掛鈎的時機。

沿用貨幣拆解分析法，港元增減源自三方：

一、本地信貸，顧名思義即港元客戶放款，也包括證券、債券、存款證等投資；

二、外資淨進出，分為銀行業務，包括外幣放款（減存款）、投資等，以及貨幣銀根兩部分；

三、其他淨資產，即房地產等減資本賬及其他負債。實在點說，熱錢游資來去，必然牽動貨幣銀根增減，但貨幣銀根增減，非必然是熱錢游資來去。

資金外流 純屬假像

回顧2018年，港元M3增加3.7%，本地信貸擴張佔升幅5.6pp，外資淨流入佔3.5pp，其他淨資產收縮抵消5.4pp。分析外資淨流入升幅，銀行業務佔4.4pp，而貨幣銀根抵消0.9pp。不過銀行營運比率走勢分歧，清算結餘比率下跌4.2pp至2%，港元滙率偏弱靠向官價下限，1個月期拆息全年平均上升0.79pp至1.63%等，皆熱錢撤退指標。反觀港元貸存比率提高3.3pp至79.6%，存款備蓄比率提高1.8pp至44.5%，銀行資產負債

擴張而非收縮，外資也錄得淨流入，走資論調成疑。

香港金融市場開放，客觀條件優越，是公認國際融資中心，離岸外幣放款借道掛賬，有境外同業存款照應，資產負債互相抵消，不影響外資進出統計。客戶外幣存款則存放境外同業等資產照應，外幣及港元存款掉換，資金實際未流出銀行系統，卻造成外資進出假像。

去年第四季是典型實例，港元M3縮減0.5%，外資淨流出佔1.2pp，其實是賬面現象。貨幣銀根縮減佔0.1pp，來自銀行調整清算結餘，沽港元購美元，照應外幣存款驟增5.1%至66711億元套息，更觸及官價下限。銀行業務縮減佔餘下1.1pp，乃照應港元存款之原外幣儲備不變，產生外幣存款抵消外幣放款效應，也是資金外流虛像。

港元紙幣是政府授權私營銀行發行，新鈔發行及回籠牽動銀根增減，涉及官價買賣外滙儲備，亦產生游資進出假像。現金需求有季節性，農曆新年前後是高峰期。去年首季是典型實例，港元M3擴張3.2%，外資淨流入佔2.9pp，其中貨幣銀根佔0.6pp，大部分是鈔票發行儲備。季內外幣存款季節性回流港元，而外幣儲備未縮減，故銀行業務所佔之2.3pp，也有賬面虛數成分。

順帶一提，去年底公眾手持現金對比往來及儲蓄存款合計（公眾現金比率），竟比年初上升1.6pp達12%。政府推動金融科技，趕上內地發展，而推出「快速支付」之際，公眾反增持現金，是否揠苗助長？

況且每宗交易平均高達2萬多元，與方便P2P小額交收，替代現金初衷不符。政策與現實矛盾之多，值得社會反思。

短炒投機 結算離場

舉一反三，清算比率漸回落至金融海嘯前<1%水平，顯示短炒投機者不蹉跎歲月，結算離場，流動資金縮減；守株待免者作長遠打算，變身投資，融資需求增加，港息依然故我。事實擺在眼前，寄望美息正常化，熱錢游資撤離，帶動港息牌價回升，推動樓價回落，乃脫離現實的一廂情願。

分析10年金融統計，2008年金融海嘯是轉捩點，美國放錢減息救市，熱錢游資變本加厲，憧憬港元改錨升值，資產通脹肆虐。形勢比人強，港美息差根深柢固是現實，多番干預也徒然是佐證。近來港元偏軟，是存戶轉換外幣套息居多，與熱錢來去無關，勿被假像蒙蔽。

近日輿論敦促政府順水推舟，趁樓市大漲小回之際，干預同業拆借市場，抽緊流動資金，消弭港美息差，加快轉勢調整，顯然捉錯用神，亦折射財金官員寄望美元加息以解本地樓市之路不通，重彈老調提醒置業者毋忘市場風險亦昧於現實，因這樣做不但無助理順房屋問題，令樓價回落，反惹游資重臨，實非解決問題之良策。

鄭宏泰博士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、亞太研究所名譽研究員、工商管理學院客座教授