

大灑金錢挽民生 更要撥亂穩金融

鄭宏泰 陸觀豪

去歲下半載，反對修訂《逃犯條例》抗爭變本加厲，「黃色經濟圈」驟起，旅遊、飲食及零售等本地消費行業首當其衝。香港經濟每況愈下，步入不景氣，第四季本地生產總值下跌2.9%，失業率連升至3.4%，乃3年新高，令人不安。

一波未平一波又起，新歲伊始內地爆發冠狀病毒疫症，新冠肺炎肆虐，蔓延全國。香港經歷沙士肺炎疫症，17年前慘痛教訓記憶猶新，誰料屢誤戎機，口岸衛生檢失諸交臂，到疫症在社區蔓延時，政府採取停課不停學、停工不停手等消極應付方法，仍令大眾憂慮持久未消，經濟就業雪上加霜，手停口停的低下層所受衝擊尤大。適逢財政預算，財爺重手推出財政措施，應急解困，也紓緩民情，主要在於寬免稅項、增派福利、減免收費等，金額以百億元計，前後合計開支更逾千億元。

毋庸置疑，疫症影響較社會運動更深更廣，百業不景，市場淡靜，獨步單方的「派糖」自然難挽狂瀾。鄰近省市是香港製造業生產基地，內地疫情嚴峻，不單殃及來料供應鏈及交貨運輸鏈，也耽誤外省工人假後復工，窒礙生產，付運脫期，損失難料。確是屋漏兼逢連夜雨，令經濟復甦加添變數。

投機炒家趁火打劫

特區政府大灑金錢，穩定民心，催谷經濟，短期自然入不敷支，財政盈餘滾存縮減，外匯儲備流失更是在所難免。長期可否收支平衡，回復量入為出，則屬未知之數。金融市場向來空穴來風，港元脫鈎謠言不脛而走，走資傳聞此起彼落。況且香港經濟周期受中國影響遠大於美國，港

元掛鈎美元，先天已有矛盾。

其實，聯繫匯率有別於傳統固定匯率，港元銀根（通貨發行及清算結餘）有十足外匯支持，實際儲備更超越法定要求105%。外匯基金與銀行買賣美滙，保證官價上下限7.75及7.85以內交易。投機炒家，對手是銀行系統（即是港元市場）。除非港人自毀長城，那有可能得逞？

儘管政府聲嘶力竭闢謠，投機炒家仍言之鑿鑿，趁火打劫者大不乏人。據媒體報道，對沖基金摩拳擦掌，例如巴斯（Kyle Bass）便再三看淡港元，預言脫鈎貶值，坐言起行沽空。英國《經濟學人》2月初有評論以〈多事之秋〉（A Train of Trouble）為題，老調重彈：時移世易，掛鈎美元能力及決心成疑。早前也有報道引述英倫銀行研究，估算社會運動半載，有500億美元走資避險。是耶非耶，且以「M3來源統計模式」驗證。

按照模式，港元M3有三大成分：本地信貸、外資淨進出，其他淨資產等。本地信貸分兩部分：私營是銀行之港元借貸、同業港元淨結欠等；公營是庫務債券及政府貨幣發行。

外資淨進出也分兩部分：銀行業務是同業外幣淨結欠、外幣庫存、外幣放款減存款、外幣債券及存款證（減發行）等；貨幣銀根是外匯基金票據、銀行清算結餘、發鈔儲備等。其他資產（房地產等）減其他負債（股本及儲備等），是統計餘數。

港元長期偏軟，貼近官價7.85下限，只是走資表象，尚須統計現象確認。其一，銀行清算比率驟降。以2008年環球金融海嘯以前作準，清算結餘應相等於活期存款（支票賬戶及儲蓄賬戶）1%左右。其二，港元利率飆升，拉闊港美息差。其三，港元M3減少，貨幣銀根亦同步。

附【表】是2019年每季港元M3各

大成分變動（%）。港元M3全年上升2.3%，來自本地信貸（+4.9%）。外資淨流出亦佔-1.3%，其中銀行業務淨流出（-1.6%），而貨幣銀根淨流入（+0.4%）。其他淨資產減少佔-1.3%。年底清算結餘比率是1.48%，稍偏高；美元滙率是7.787，屬正常。

若分開上下半年分析，上半年港元M3上升3.4%，來自本地信貸（+5.1%）。外資淨流入也佔0.9%，其中銀行業務淨流入（+1%），而貨幣銀根淨流出（-0.2%）。下半年情況相反。港元M3減少1.1%，來自外資淨進出之銀行業務部分（-2.6%），皆因外幣存款增加，導致放款減存款淨值減少（佔-1.6%），及外幣債券等投資減少（佔-1.9%），而貨幣銀根部分淨流入（佔+0.5%）。本地信貸微跌（佔-0.2%），其他淨資產增加（佔+1.2%）。

走資流言不攻自破

統計分析顯示，社會運動曠日持久，貨幣銀根不減反增。市場走資流言，穿鑿附會，不攻自破。投資者未動搖對香港之信心，也未懷疑貨幣金融之穩健。

儘管金融仍穩健，社會嚴重撕裂，政治互信薄弱，經濟隱憂更迅速湧現，本地消費尤其嚴峻。商舖入不敷支，周轉不靈，裁員減薪避無可避。資不抵債，面臨倒閉，牽一髮而動全身，影響更深遠。唇齒相依，僱員加薪渺茫，職位難保，消費不振，循環殃及民生。長貧難顧，財政措施雖可濟燃眉之急，但非治本之道。若未及扭轉時局，也無長治久安良策，始終影響投資信心。

經濟有隱憂，不免影響港元穩定。其一，政府長年入不敷支，又擴大福利開

支，穩定民心，有坐食山崩之虞。若未能及早扭轉逆境，難免削弱投資意欲，外資移師尋找新機會。聯繫匯率制度下，港元仍舊保持穩定，不過銀根通貨收縮難免，過猶不及，輾轉削弱重振經濟動力，不容忽視。

其次，「置業需求管理」原是抑制樓價利民，時移世易，反作繭自縛，窒礙轉手市場流通累民，間接拖累銀行金融。稅務及按揭雙辣招下，轉手市場萎縮，成交減半淡靜，皆因按揭條件苛刻。經濟不景，勞工市場裁員減薪，拖欠按揭難免，業主即使割愛清償也不容易。

昔年亞洲金融風暴（1997年）打擊下，拖欠率（3個月以上者）節節上升，至2001年初高達1.4%，但銀行不失穩健。皆因監管有度，抓大放小，轉手市場活躍，效率高，調整快，業主逃生有門。隨後沙氏疫症（2003年）入侵，經濟復甦受阻，回落步伐放慢，直至2010年方回復正常（<0.05%），始料不及。

現今反其道而行，監管大小通抓，按揭之難，好比過關斬將，轉手市場淡靜。經濟放緩，歷史重演，業主套現逃生也不易，即使銀行處分物業清償，也未必有人問津，猶如因局。

政府以為微調監管，放寬「優惠」按揭門檻，支持短期還息不還本，大可紓緩壓力，但其實治標不治本，因放寬門檻，只惠及原可「正常」按揭者，減低首期及費用；還息不還本，猶如「債務重組」，所延還本金也須納息，延遲愈多愈久，利息負擔愈重，得不償失。

社會抗爭「一鼓作氣，再而衰，三而竭」，經濟元氣未傷，拖欠率（3個月以上者）仍徘徊0.03%上下。疫症蔓延是另一回事，市場不景，傷及元氣，復甦需時。財政司司長預測今年經濟最差情況會下跌1.5%（2003年時為負3.3%），而勞工及福利局局長預計失業率升至5%（2003年時為逾8%），兩個數字驟看雖沒2003年時嚴重，但拖欠潮來襲勢頭洶洶實未許樂觀。

上屆政府管制需求，遏抑樓價，按揭監管異變政策工具，巧立名目稱「逆周期措施」；現屆政府蕭規曹隨，但時移世易，遺禍浮現，加上刻下疫情嚴峻，實不應再抱殘守缺，應汲取沙士經驗，及早撥亂反正，重納物業市場於正軌，應付經濟衰退，安波拖欠潮，莫待投資者信心動搖，走資成真時悔之已晚。

鄭宏泰是中大香港亞太研究所研究總監、社會與政治發展研究中心聯席主任；陸觀豪是退休銀行家，亞太研究所名譽研究員、工商管理學院客座教授

港元M3組成分析 2019

季度變動	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
港元M3 (=a+b+c):	+2.4%	+1.0%	-1.1%	0%	+2.3%
本地信貸 (a)	+2.2%	+2.9%	+0.3%	-0.5%	+4.9%
外資淨進出 (b=e+f):	-0.3%	+1.2%	-1.8%	-0.3%	-1.3%
-銀行業務 (e)	-0.2%	+1.2%	-2.0%	-0.6%	-1.6%
-貨幣銀根 (f)	-0.2%	0%	+0.2%	+0.3%	+0.4%
其他淨資產增減 (c)	+0.5%	-3.0%	+0.4%	+0.8%	-1.3%
清算結餘比率	1.37%	1.40%	1.44%	1.48%	1.48%
美元滙率 (季末)	7.849	7.812	7.842	7.787	7.787

資料來源：金融統計，2019更新系列