

美國利率上升對香港股票市場可能帶來的影響

市場監察部研究科李兆麟、周志恒¹

2004年10月

摘要

- 目前美國聯邦基金目標利率(聯邦利率)處於1.75%水平，遠低於市場趨勢水平，並且即使將會再度加息，聯邦利率亦仍會持續“偏低”。此外，香港現時的最優惠利率較聯邦利率高出3.375個百分點，仍較慣常3個百分點的差距為高。因此，即使美國利率上升，最優惠利率亦未必會立即按相同幅度上升。同樣，外匯基金內持牌銀行的結算帳戶總結餘的現有水平較“正常”水平為高。即使美國加息及資金流出，最優惠利率亦未必會立即按相同幅度上升。因此，預期美國利率上升對香港股票市場只會帶來有限度的影響。
- 美國經濟正開始復蘇，而通脹率亦不算高。因此，我們認為近期的加息行動屬於預防性措施。
- 就對以往4個利率周期的研究顯示，利率的變動與恒生指數的表現之間並無確定性的關係。影響恆指表現的其他因素，包括海外主要市場的表現、本地市場的氣氛及內地經濟的發展。

¹ 本文僅作探究事實及研究之用，並非意圖評論任何市場／公司的發展或詮釋有關的政策。本文所表達的意見並不代表證監會的觀點。

美國利率上升對香港股票市場可能帶來的影響

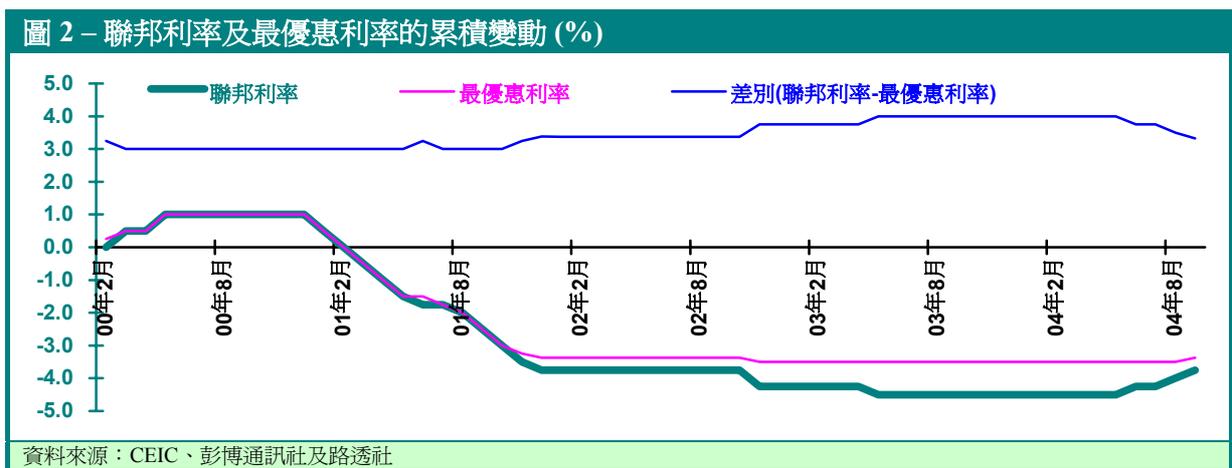
- 加息會令致資金成本上漲，對商業機構及投資者都帶來影響。由於銀行存款變得更具吸引力，各行各業將會放緩落實業務計劃，而投資者亦會減少或停止在金融市場的投資。然而，加息所帶來的確實影響將取決於多項因素，當中包括：
 - 利率的絕對水平 – 假如利率處於甚低水平，加息所帶來的影響將會較不明顯；及
 - 市場對加息的看法 – 假如加息被認為屬預防性措施(即聯邦儲備局藉此來預早避免通脹的出現)，加息所帶來的影響亦將會較不明顯。

利率的絕對水平

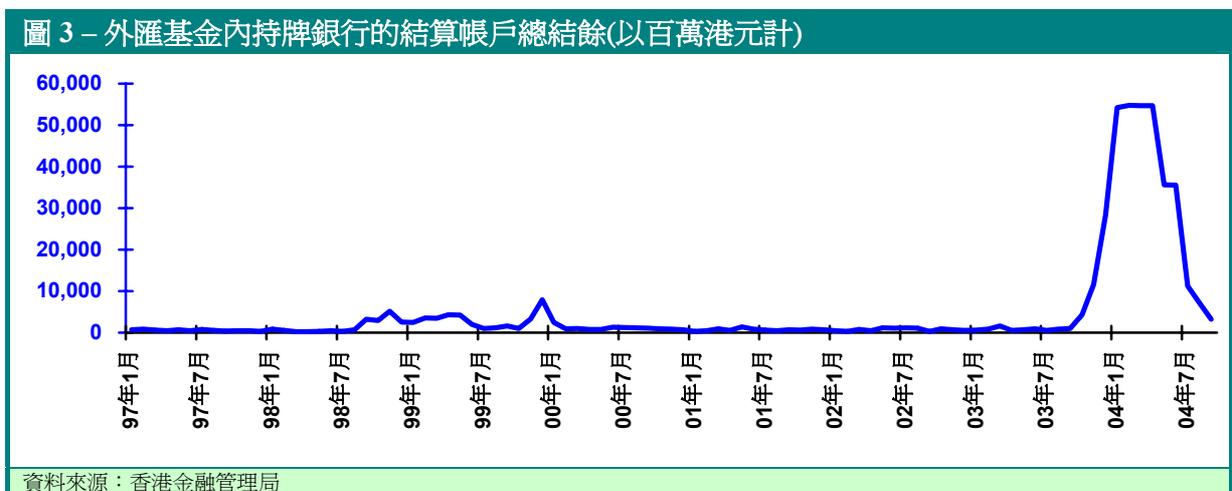
- 在分別於 6 月、8 月及 9 月出現的 3 次加息前，有關的基準利率(即聯邦利率)處於 1%的水平，即 45 年來的歷史低位(圖 1)。在 3 次加息後，聯邦利率達至 1.75%，仍低於有關期間的 6.2% 平均水平。即使撇除 1980 年代初期(即石油危機期間)計算，有關平均水平為 5.6%。另外，假如我們將集中注意最近 20 年，有關的平均水平為 5.3%，假若我們再集中注意最近 10 年，有關的平均水平為 4.3%。換言之，聯邦利率的現有水平屬“異常”偏低，而即使再度加息，聯邦利率水平亦仍然會在一段時間內維持在“低”水平。因此，加息所帶來的影響將會是有限度的。



3. 在聯繫匯率制度下，香港的利率應會跟隨美國方面而變動。香港的最優惠利率自 2000 年初以來一直較聯邦利率高出 3 個百分點(圖 2)。然而，在最近的一個利率周期中(即 2001 年 1 月 – 2003 年 6 月)，聯邦利率已下調 13 次，減幅共達 550 點子，但香港的最優惠利率卻只下調過 12 次，減幅總額為 450 點子。因此，在 2003 年 5 月 – 2004 年 6 月期間，最優惠利率與聯邦利率之間的差距擴闊至 4 個百分點。這個差距構成一個緩衝區，致令雖然聯邦利率有所增加，香港的最優惠利率亦得以維持不變。目前，最優惠利率較聯邦利率高出 3.375 個百分點，即仍高於 3 個百分點這個正常水平。因此，即使美國加息，最優惠利率亦未必會按照相同幅度立即上升。



4. 此外，外匯基金內持牌銀行的結算帳戶總結餘的水平於 2004 年 9 月底時大約是 32 億港元，較 1997 – 2003 年時的 3 億–6 億港元的正常水平高(圖 3)。銀行家及市場分析員都預期最優惠利率將會在該結餘下跌至“正常”水平時才會上升。換言之，即使美國方面加息及同時出現資金流出，最優惠利率也未必會立即按照相同幅度上升。



市場對加息的看法

5. 目前的主要經濟數據都顯示，美國經濟正開始復蘇，而通脹率亦不算高。在過去 6 個月(表 1)，
- 非農業就業人數增幅大致正在下跌且低於市場預期的水平；
 - 零售銷售數字在其中 3 個月出現下跌；
 - 工業生產量在其中 2 個月下降；及
 - 核心消費物價的升幅輕微且保持平穩。

表 1 – 美國主要經濟數據 (按月比較的變動)

	非農業就業人數增幅 (‘000 人)	零售銷售額 (%)	工業生產量 (%)	核心消費物價 (%)
2004 年 4 月	324	-0.8	0.5	0.3
2004 年 5 月	208	1.4	0.8	0.2
2004 年 6 月	96	-0.7	-0.3	0.1
2004 年 7 月	85	1.0	0.7	0.1
2004 年 8 月	128	-0.2	-0.1	0.1
2004 年 9 月	96	1.5	0.1	0.3

資料來源：CEIC、彭博通訊社及路透社

6. 因此，經濟分析員認為近期的利率上升只屬預防措施，尤其是因應過去數月油價高企的情況而採取的。

美國利率周期的過往經驗及其對香港股票市場的影響

7. 為評估利率變動對恒指表現所帶來的影響，我們對以往 4 個美國利率周期進行分析。
- 1989 年 6 月 – 1992 年 9 月(期內聯邦利率下調 22 次，減幅共 675 點子)；
 - 1994 年 2 月 – 1995 年 2 月(期內聯邦利率上調 7 次，升幅共 300 點子)；
 - 1999 年 6 月 – 2000 年 5 月(期內聯邦利率上調 6 次，升幅共 175 點子)；及
 - 2001 年 1 月 – 2003 年 6 月(期內聯邦利率下調 13 次，減幅共 550 點子)。

雖然聯邦利率在 1997 及 1998 年有所變動，但該等改變是與當時發生的事件例如亞洲金融危機有關，因此該段期間不視作為完整的利率周期。

8. 就對以往 4 個美國利率周期的研究結果顯示，利率的變動與恒指的表現之間並無確定性的關係。在該 4 個利率周期當中，有兩個周期利率上升，而其餘兩個則是利率下降(表 2)。
- 就當中兩個上升利率周期而言，恒指於其中一個上升，另一個則下跌。
 - 就其餘兩個下降利率周期而言，情況亦然。

值得注意的是，我們不能將左右恒指表現的其他因素的影響完全獨立地分隔出來。

表 2 – 美國的 4 個利率周期與恒指及杜指的表現

利率周期	聯邦利率變動	恒指的變動	杜指的變動
6/1989 – 9/1992	-675 點子	+109.1%	+27.2%
2/1994 – 2/1995	+300 點子	-30.9%	+0.6%
6/1999 – 5/2000	+175 點子	+19.4%	-3.4%
1/2001 – 6/2003	-550 點子	-33.2%	-12.8%

備註：計算恒指及杜指的變動時，所採用的是聯邦利率的首次變動直至聯邦利率最後一次變動後的1個月這段期間。

資料來源：聯邦儲備局、香港交易所、彭博通訊社及路透社

9. 杜瓊斯指數(杜指)與恒指之間亦無確定性的關係。在上述 4 個利率周期中，杜指在兩個周期中有所上升，但在其餘兩個周期中則下降。恒指的大致走勢未必一定與杜指在有關周期中的走勢相同。同樣，我們亦不能將左右恒指表現的其他因素的影響完全獨立地分隔出來。
10. 除了利率變動及主要海外市場的表現之外，在有關期間的恒指表現亦深受其他因素例如本地市場氣氛及內地經濟發展所影響。
- 在 2001 年 1 月 – 2003 年 6 月期間，雖然聯邦利率削減共 550 點子，但恒指卻下跌了 33.2%(圖 4a)。除了受其他因素影響外，該跌幅是由於科技泡沫爆破所致。恒指在 2001 年首 9 個月間下跌了 34.1%，而在餘下期間則相對地維持穩定。
 - 在 1999 年 6 月 – 2000 年 5 月期間，雖然聯邦利率上升共 175 點子，但恒指卻上升了 19.4%(圖 4b)。除了受其他因素影響外，該升幅是由於科技泡沫所致。例如，恒指在截至 2000 年 3 月為止的 5 個月期間上升了 31.3%。
 - 在 1994 年 2 月 – 1995 年 2 月期間，除了聯邦利率上升所帶來的影響之外，恒指的 30.9%跌幅是由於內地採取的宏觀經濟措施所致(圖 4c)。同期，紅籌及 H 股指數分別大幅下挫 53.1%及 37.9%。
 - 在 1989 年 6 月 – 1992 年 9 月期間，除了因聯邦利率多次下調而帶來影響這項因素之外，恒指錄得的 109.1%升幅是由於 1989 年六四事件及 1992 年初鄧小平到訪深圳分別帶來的反彈所致(圖 4d)。

圖 4 – 恒指、杜指及聯邦利率

