

利率與資金走勢

市場監察部研究科李兆麟、潘嘉怡¹

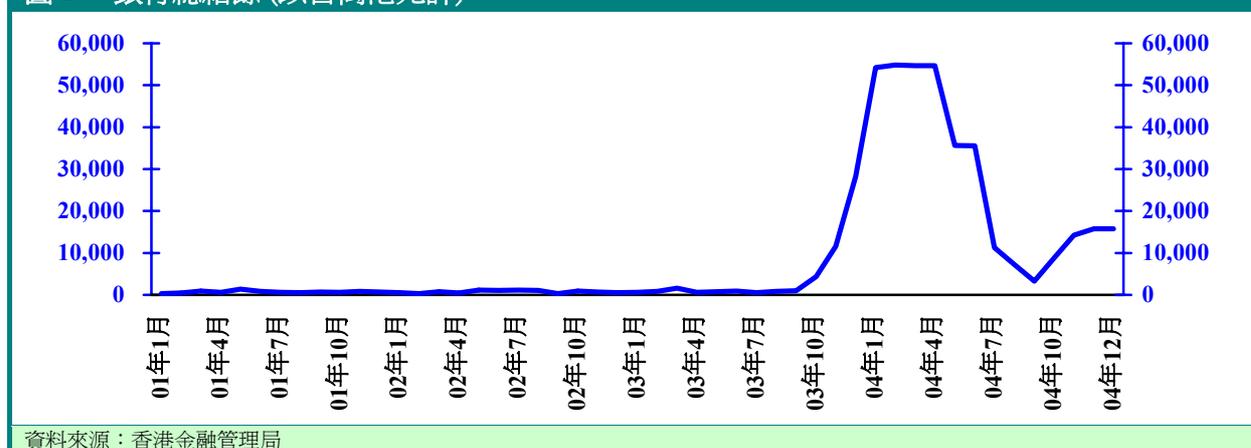
2005 年 1 月

摘要

在聯繫匯率制度之下，香港的利率走勢理應與美國的看齊。可是，美國與香港的息差持續擴闊。這主要是由於資金流入香港所致。目前，香港股票市場受惠於流入的資金及因此導致的低利率。然而，這可能只屬於暫時性現象。當市場對人民幣的看漲情緒平復下來，資金可能會退出港元體系，而本地息率可能出現上升的壓力。

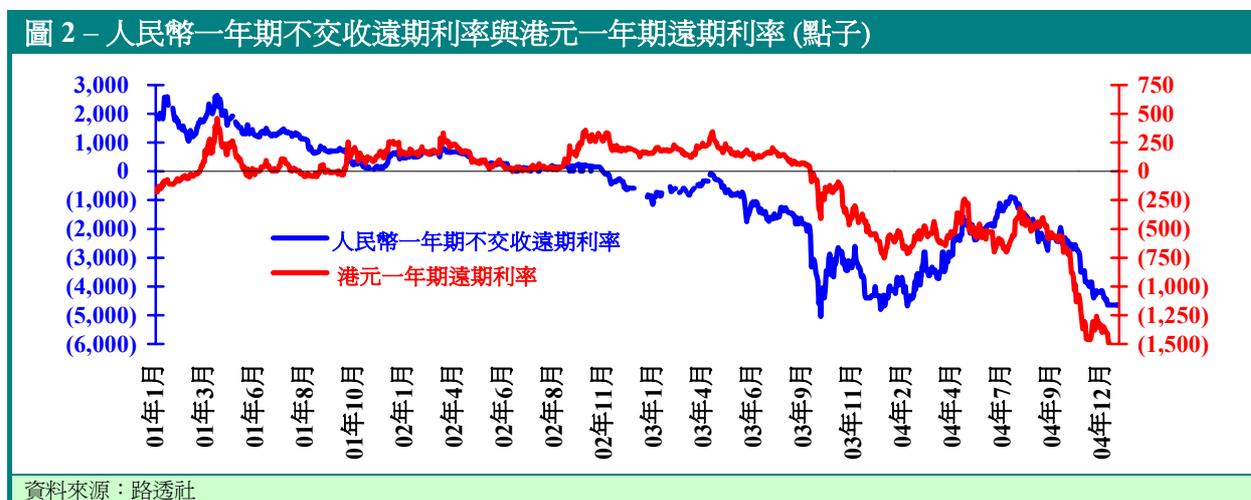
1. 在聯繫匯率制度之下，香港的利率走勢理應與美國的看齊。可是，美國與香港的息差持續擴闊。在 2004 年 11 月 10 日，儘管美國聯邦基金目標利率上升 25 個基點，香港銀行卻在翌日將最優惠貸款利率減回至 5%。此外，在 2004 年 12 月 14 日，聯邦儲備局再次將聯邦基金目標利率調高 25 個基點，但香港銀行的最優惠貸款利率卻維持不變。這主要是由於資金流入所致。銀行總結餘由 2004 年 9 月底的 32 億港元上升至 2004 年 11 月 11 日的 141 億港元及在 2004 年 12 月 15 日進一步增至 158 億港元，便充分反映這個情況(圖 1)。

圖 1 – 銀行總結餘 (以百萬港元計)



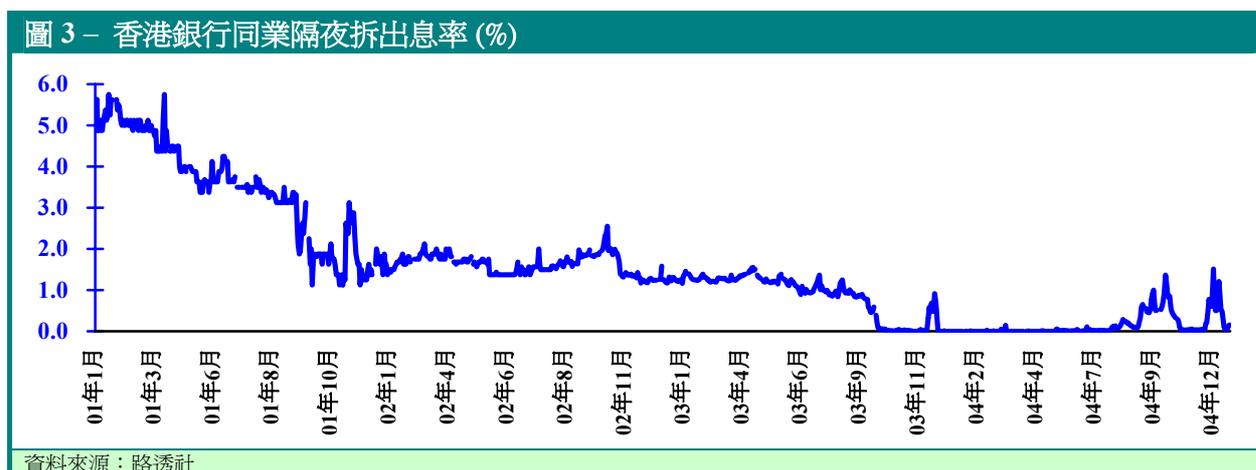
¹ 本文僅作探究事實及研究之用，並非意圖評論任何市場／公司的發展或詮釋有關的政策。本文所表達的意見並不代表證監會的觀點。

2. 傳媒報道指部分資金在就人民幣可能升值而作出投機性活動。在 2004 年 12 月 15 日，人民幣一年期不交收遠期利率以折讓價 4,650 點子買賣(暗示人民幣將升值 5.95%)。事實上，該折讓已較 2004 年 9 月底的 2,440 點子為闊(圖 2)。

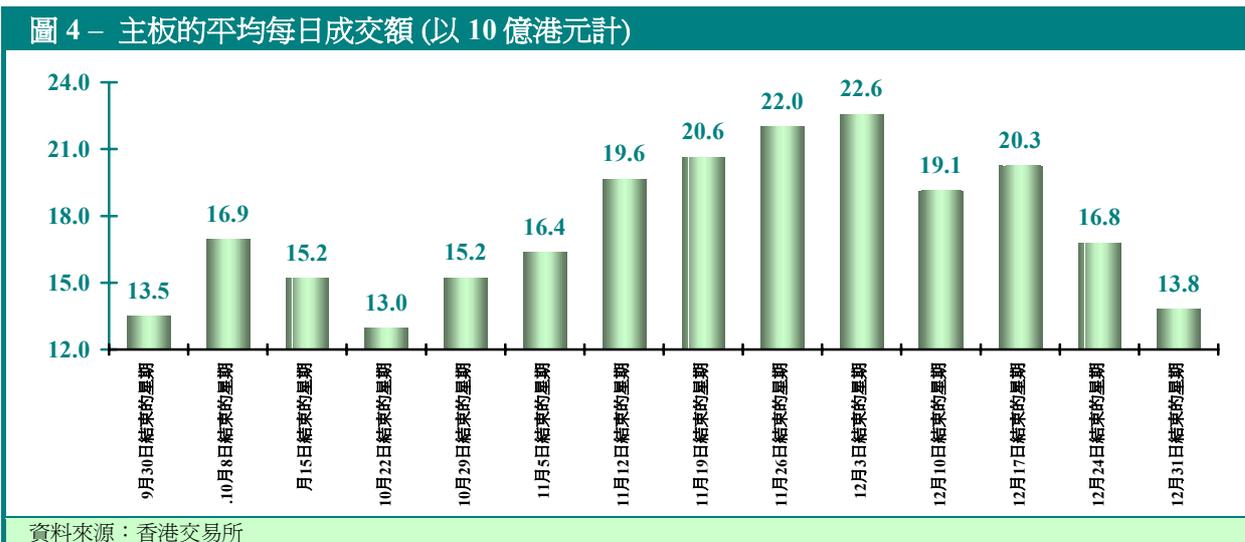


3. 香港是內地公司進行海外上市的理想地點，而且也是環球投資者可以輕易進入的國際金融中心。當人們預期人民幣升值，資金便會投入香港以購買與內地相關的資產(包括在香港交易所上市的內地股份)；市場對港元的需求因而上升。在 2004 年 12 月 15 日，港元一年期遠期利率以折價 1,415 點子買賣，較 2004 年 9 月底的 605 點子為闊。

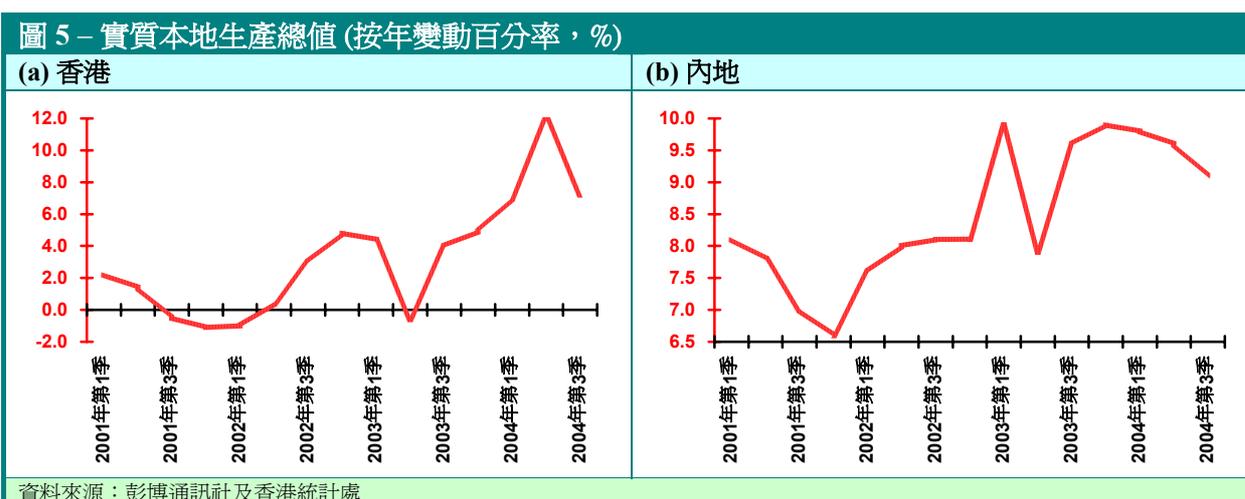
4. 香港銀行同業隔夜拆出息率近期下跌了數個基點。香港在 11 月 11 日減息前，銀行同業隔夜拆出息率只約為 3-5 個基點(圖 3)，較當時的基準存款率 0.125% 為低。基準存款率其後在 11 月中降至 0.01%。除了在 12 月由於數個大型首次公開招股活動而短暫回升至約 100-200 點子外，香港銀行同業隔夜拆出息率在 2004 年底約為 10-15 點子。



5. 儘管美國聯邦公開市場委員會在 2004 年 11 月 10 日及 12 月 14 日的會議上決定加息，鑑於資金流入，港元利率維持在極低水平。香港股票市場自 9 月底以來的升浪，已反映出香港利率偏低的情況。由該段期間的低位起至 12 月份的高位止，恒生指數上升了 8.7%。
6. 市場成交額亦有所增加。在 2004 年 12 月 3 日結束的該星期內，主板的平均每日成交額達 226 億港元(圖 4)，高於 2004 年 9 月 30 日結束的該星期的平均每日成交額 135 億港元。市場成交額其後萎縮，但市場分析員認為這是由於期內的大型首次公開招股活動及其他因素例如聖誕及新年假期所致。



7. 今次的資金流入與去年年底/今年年初時的資金流入有若干不同之處。
- 上次的資金流入受到內地政府的支援性措施支持，例如《更緊密經貿關係安排》及內地放寬旅遊規則，以致香港經濟在沙士過後強勁反彈(圖 5a)。地產市道在連續六年的整固後穩定下來。內地經濟亦充滿活力，自 2003 年第 3 季以來已增長 9%+(圖 5b)，而市場預期人民幣將會升值。
 - 相反，在今次的資金流入中，儘管內地及香港兩地的經濟均持續蓬勃，經濟增長卻在市場預期之內。內地已實施宏觀經濟措施，暫時未能確定是否會有任何進一步的收緊措施。今次的資金流入主要是由於預期人民幣可能升值所致。



8. 目前，香港股票市場受惠於流入的資金及因此導致的低息環境。然而，這可能只屬於暫時性現象。當市場對於人民幣的看漲情緒平復下來後，資金可以會退出港元體系，而本地利率可能會面對需回升至較接近美元利率水平的壓力。
9. 無論如何，截至 2005 年 1 月底，銀行總結餘為 158 億港元，遠高於 1997-2003 年的“正常”水平 3 億至 6 億港元。銀行家及市場分析員預料當銀行總結餘下降至“正常”水平時，香港的最優惠貸款利率便會上升。
10. 此外，聯邦利率仍維持在低水平。自 2003 年 6 月加息前，聯邦基金目標利率處於 1%的水平，即 45 年來的歷史低位(圖 6)。目前聯邦基金目標利率達至低於有關期間的 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 5.2%，假若我們再集中注意最近 10 年，有關的平均水平為 4.1%。換言之，聯邦基金目標利率的現有水平屬“異常”偏低，而即使再度加息，聯邦基金目標利率水平亦仍然會在一段時間內維持在“低”水平。

