

國際視野 潘迪藍：今年港元下跌 毋須憂慮

文章日期：2017年6月5日

【明報專訊】差不多兩星期前，評級機構穆迪先後將中國大陸和香港的信貸評級調低。雖然香港是完全財政自主的，毋須內地政府提供任何財政補助，也沒有出現內地那種槓桿迅速上升的情形，但穆迪仍然將香港的信貸評級（長期本幣及外幣發行人評級）由Aa1降低至Aa2（展望則由負面升至穩定）。穆迪警告說，由於香港在經濟、金融及政治上均與中國大陸高度關連（包括香港亦有參與「一帶一路」等投資項目），這出現了更多直接渠道，令風險容易由內地蔓延至香港。

乍看之下，穆迪所說的風險，似乎已經令投資者對港元的情緒產生負面影響。今年至今，港元兌美元的匯率下跌了0.5%。相對其他貨幣來說，這可能還是一個較小的跌幅。但是，這已經令港元兌美元的匯率，由允許交易區間（1美元兌7.75至7.85港元）中的偏強區域，差不多移動至中段。對於一種透過貨幣發行制度與美元掛鈎的貨幣來說，這已算是一個頗大的跌幅，再次令人關注到香港的聯繫匯率制度是否有檢討的空間。

港元近期走弱 非信心問題

然而，市場上不但未有出現任何港元信心危機，某程度上，最近的即時匯率走勢還反映了市場對持有港元表現出安心態度。這與2016年1月份，港元現貨出現疲弱兼且被大幅拋售形成鮮明對比。當時，由於投資者擔心內地對人民幣的政策有變，會讓人民幣貶值，間接影響到港元，故紛紛拋售港元，短期內，美元兌港元的現貨匯率，就由1美元兌7.75港元，變成1美元兌7.83港元；12個月的遠期匯率，則由有折讓變成有800點（10000點相當於1元）的溢價。

但現時的情況截然不同。這一次，港元並沒有因為市場預期人民幣轉弱而被拋售。事實上，今年至今人民幣兌美元升值了差不多1.4%，美元普遍是處於較疲弱的狀態。從港元的遠期市場來看，美元較疲弱這一點更非常清楚。2016年1月時，美元兌港元的遠期匯率出現800點的溢價，意味着市場相信港元將會貶值。但現在，遠期匯率相對現貨匯率卻有500點的折讓，意味市場相信港元將會升值。

實際上，沒有人預期香港政府會修訂港元和美元之間的聯繫匯率。遠期匯率和現貨匯率之間的差別，只是反映了港元和美元兩種貨幣市場的利率差異。雖然近期美國聯儲局上調它的基準短期利率時，金管局也機械式地提高其基準利率，但今年以來，港元同業拆息利率卻是下跌了，而不是上升了。當1個月的美元倫敦銀行同業拆息（Libor）由0.77厘攀升至1.03厘時，1個月的香港銀行同業拆息（Hibor）卻由0.75厘下跌至0.36厘。因此，兩者的息差由接近零擴大至67點子（1厘等如100點子）。這個息差乃是2008年底以來最大者。

資金湧入 港息比美息更低

港元利率比美元更低，反映了在香港金融體系中，港元的流動性愈來愈高。近幾個月，由於內地資金持續湧入，香港幾乎可說是資金滿瀉，令利率持續低企。不過，很難有準

確的方法追蹤內地與香港之間的資金流動。關於資金從內地非法流入香港，有很多傳聞。或許更重要的是，因為內地政府近期收緊了對資金跨境流動的管制，令內地企業更加不願意將資金匯回內地。

這些「被困」的現金大部分都轉換成港元，以投資於本地的股票和地產市場。值得注意的是，過去兩年，香港的人民幣存款已減少了5000億元人民幣；港元存款的增加速度，則繼續跑贏港元貸款。港元的貸存比已下跌至僅僅高於75%，這乃是2010年以來的最低水平。與此同時，隨着本地住宅樓價按年上升22%，再創歷史新高，香港的恒生指數亦按年上升了25.6%。

金管局可拋售美元紓港元壓力

由於港元的流動性這麼大，港元同業拆息低於美元同業拆息，那麼在現貨市場上，港元兌美元繼續顯得偏弱，就毫不令人奇怪。現時，港元兌美元的現貨匯率已接近其允許交易區間的下限（即1美元兌7.85港元）。但是，這並不意味，港元和美元掛鈎的聯繫匯率面臨風險。香港金管局持有的可兌換外匯儲備，要比香港在聯繫匯率制度之下必須持有的美元為多，所以實際上，金管局可以無限地拋售美元來支持港元。

若金管局真的開始拋售美元，香港金融體系中的港元流動性就會減少，從而將香港銀行同業拆息推高至和美元同業拆息相若的水平，紓緩港元的貶值壓力。

簡而言之，雖然以近年的尺度來說，今年以來的香港銀行同業拆息以及美元兌港元的現貨匯率走勢有些異常，但這種扭曲結果是由內地政策造成，並不會威脅到港元和美元掛鈎的聯繫匯率，以及香港金融體系的穩定性。

GaveKal Dragonomics資深經濟師

[潘迪藍 國際視野]