

《信報》專欄〈一名經人〉

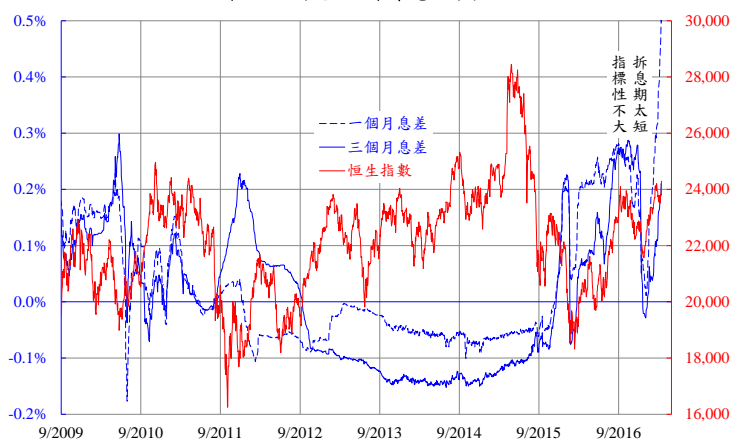
資金流向看恒指 目前應是尋頂時

港股動力十足，記得年初還未到兩萬二點，現在兩萬四、五點水平眨眼就已到了。今回升市坊間主要歸咎外來資金推動，觀乎加息後美息全線抽升而港息連拆息都無跟，看來確有一定程度的資金因素。不過外圍不少市場也升得亮麗，到底有幾多是跟大隊，又有幾多是此消彼長的資金轉移？今回舊題新寫，卻不限於是次升浪而放眼海嘯後。

聯匯之下，美港息差理論上反映資金進出，息差上升即資金剩令港息相對美息跌，反映資金淨流入；反之亦然。十年前當時港、美息還有好幾厘時，敝欄多次探討此象，謂「資金市有排升」，而其時恒指亦由兩萬點升穿三萬點。不過自海嘯港美皆零息後，拆息本身的噪音擾動或已蓋過了反映資金進出的息差變動，除非進出的資金很大手。

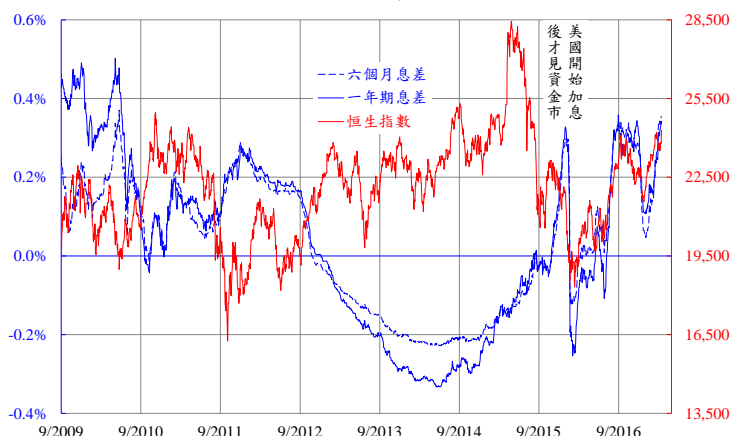
以較短的一、三個月期美港拆息差與恒指比較所見，2009至2011年秋兩者相關，之後至2015年底兩者無關，再之後至今則又再相關【圖一】。如果息差確能反映資金，又若港股百分百由資金驅動，那麼2012至2015年間應（如藍線所示般）跌穿兩萬點，而非在兩萬二以上甚至最終升穿兩萬八點的。當時有什麼原因推升港股就不得而知了（滬港通是遲至2014年底才推出），在此亦不深究，反正都過去了，總之現在又再相關（其一猜測，是早幾年美息不斷跌但港息因資金成本因素而跌不下去，令息差續跌）。至於兩個檔期的拆息差比較，則三個月的顯然比一個月的較貼恒指走勢，近期尤是。

圖一：美港短期拆息差與恒指



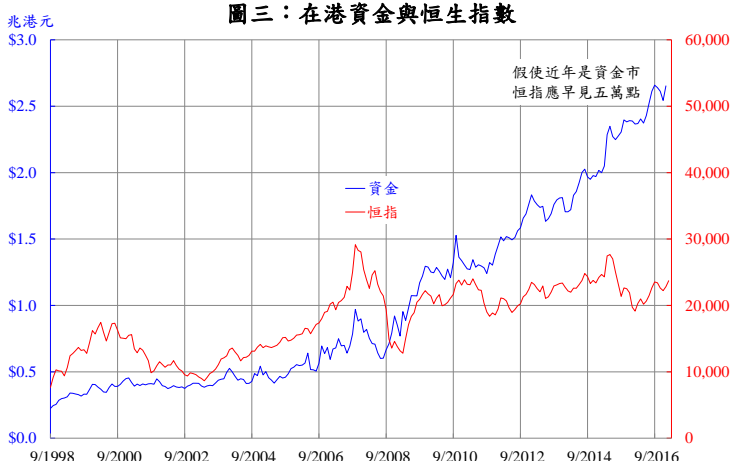
若再換上更長的普遍檔期六個月和一年期，則見息差與恒指關係較三個月的更貼，而六個月與一年期卻分別不大【圖二】。經驗顯示，外資進出多不會一兩個月便反轉，通常食一個浪都一兩季，故三個月或以下的息差不是最好的指標。回到中期拆息差上，兩者於2015年底重拾關係，這正是美國重新開始加息之時，即當港美息皆偏離零時，關係又再復見。至於今輪息差與恒指的上落，則不似海嘯前般有先後時差，而是同步。因此，我們可斷定是次升市有相當重的資金因素，但資金流向卻無助預示港股後向。

圖二：美港中期拆息差與恒指

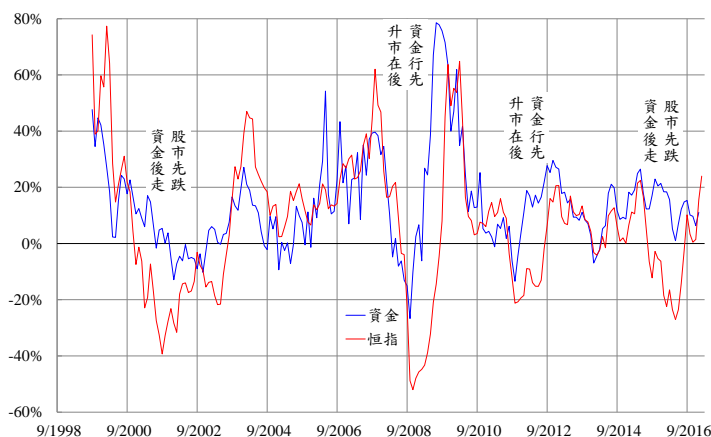


資金流向可按每日的美港息差推算出來，但其總量是有數得計的，只是滯後而已。按金管局的做法，外資淨流入由本港貨幣基礎連淨外匯資產的變動反映，通常按月計，但亦可按季或按年計，無所謂的。如不計變動而只報總數，這大概可說成是在港資金。由1998年有紀錄至今，這在港資金與恒指的關係，在海嘯前還不錯的，但之後卻不明【圖三】。如果自製（本港貨幣基礎）和流入的資金都買入港股，恒指應見五萬點的。顯然，大概近五年急增的資金並無對應入市；或許是做實業、買地等等則不得而知。

圖三：在港資金與恒生指數

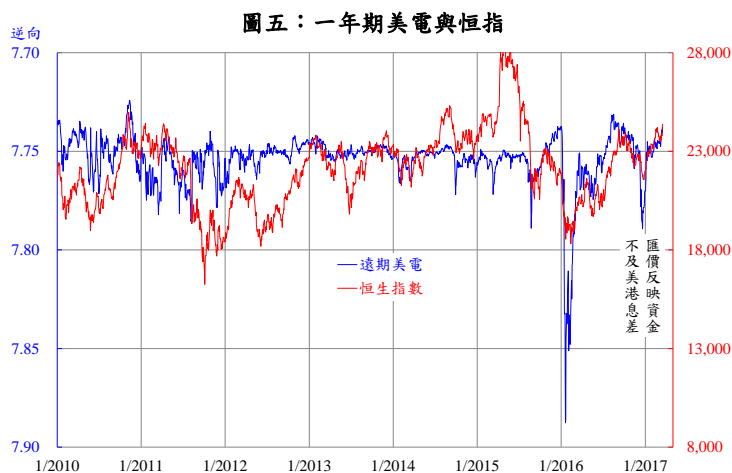


圖四：在港資金與恒指按年變幅



若兩者俱計按年變幅則見關係，但海嘯至今有三輪資金增幅遠高於恒指【圖四】。

而且，通常升市時資金先來，跌市時則資金後走。這次序重要的：資金流是入市指標，但出貨時看資金流則遲了。另一有趣觀察是，通常當恒指升幅大幅拋離資金升幅之際，往往是股市見頂時（兩線皆用左軸，直接可比高低）。目前亦剛處這個「尋頂階段」。



最後順帶看看另一組反映資金的指標：匯價。息差、匯兌其實屬同類東西，固然，政府干預了匯兌，息差應較能反映市場現象。一年期遠期美電理論上已包含了兩因素，是息差連即期匯的合體，但觀圖所見，其與恒指關係一般，前者變動素來不大【圖五】。以匯反映資金流的好處是分秒皆見日內數據；若看拆息，大多報價機每日只報價一次，不得貼市。然而，匯所包含的因素多很多，除了美匯上升本身會推升美電外【圖六】，年結資金緊時亦容易推升美電多於拆息。是故息、匯兩者作為指標，各有辣有不辣。



綜觀資金流向指標（息、匯）及其本身但滯後的數字，看來數字本身具一定資訊，但首先，以資金流測後市不易，前者數字本身嚴重滯後，而其指標則未必與股市相關。其次，資金流向不外反映買或賣的傾向，問到底，其實在先應問為何大戶會買或賣呢？這樣追問下去，最終都難免回到基本因素，即宏觀的經濟或微觀的企業盈利前景如何。只有當這些基本因素無大方向或看不通（不識睇）時，以資金流看數月前景才管用。

羅家聰

環球金融市場部

有意加入敝隊伍從事研究者，請函 recruit_4@bankcomm.com.hk