

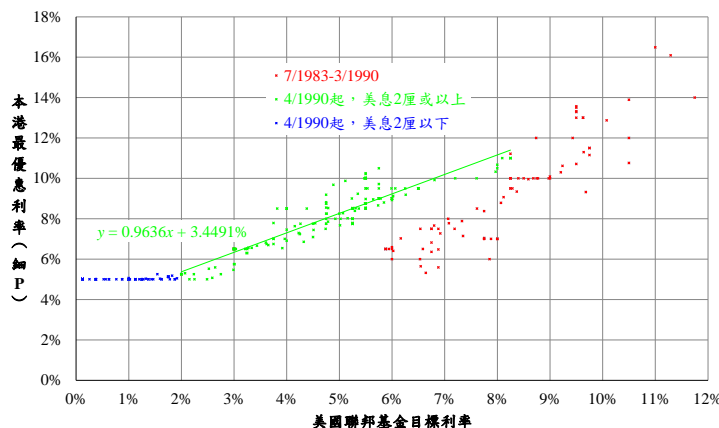
《信報》專欄〈一名經人〉

美國加息終要跟 股樓影響有疑問

聯儲局幾乎篤定下週加息。接着幾乎人人都問的是香港幾時跟加（最優惠利率）。由於在美國減息時本港最優惠利率正是自聯邦基金目標利率跌穿 2 厘後「沒怎跟隨」，而今次美國加息將使基金目標利率升穿 2 厘，故今次「開始跟隨」的機會便相當大了。不過，一者是美國央行借予銀行，而另一是本港銀行借予街客的，兩個息種到底不同，概念上本已不應直接比較。然而，硬要直接比的話，亦會發現兩者是無必然關係的。

從有紀錄至今的聯邦基金目標利率和本港最優惠利率（這裏取細 P 看，但細或大 P 於此分析上分別不大）比較所見，兩者大致正比，但並非一對一【圖一】。聯匯之下，美、港息應一樣，但對應聯邦基金目標利率而「一樣」的港息，是本港央行（金管局）借予銀行的貼現率，稱基本利率，為聯邦基金目標利率下限加半厘或區間中值加 $\frac{3}{8}$ 厘。有此差距是因貼現窗是銀行不夠資金時向金管局借，是懲罰性的；至於美國聯邦基金，卻讓銀行在有錢剩時存於央行收息，除必須的儲備部分外都是自願的，故息應稍低。

圖一：美息與港息

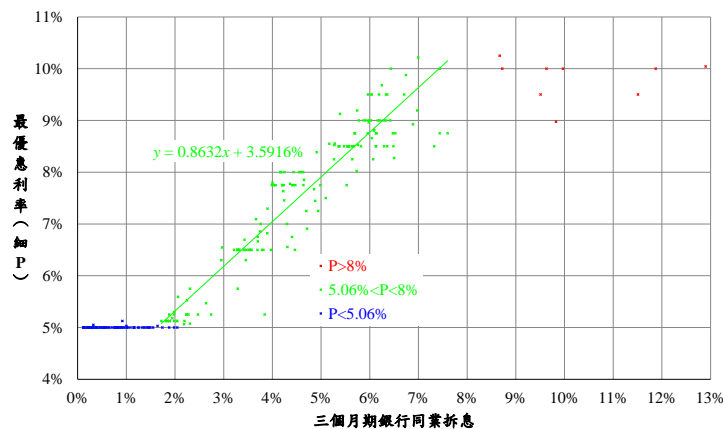


至於最優惠利率，無論哪裏（美國都有 P，與本港同為 5 厘）都屬銀行商業策略。既然這息包括銀行資金成本和利潤，縱不跟隨央行借予銀行的政策利率亦不足為奇了。就算兩者有類似一對一的關係，若以 1990 年前、後來作比較，同一美息水平所對應的 P 息亦相距起碼 2 厘（紅綠點距）。至於 1990 年起至今，兩者關係也非線性，而是起角（綠、藍點）。不難發現，細 P 跌至 5 厘後拒絕再跌，概是銀行資金成本和利潤下限。對稱地看，當美息即將重上 2 厘後，美息加幾多，恐怕港 P 亦幾乎跟足（1:0.96）。

另一看 P 的角度不是從美息出發，而是從港元拆息，即變相是以浮息來推測定息，或以資金成本（H）來估資金售價（P）。兩者是否必然正比？如果資金利潤不變就是。觀圖所見，當 P 跌至近 5 厘或當拆息高於 8 厘時，P 沒怎因應拆息而有變化【圖二】。只有當介乎兩種情況之間時，兩者才有接近正比的關係，但關係卻不及 P 與美息的高。

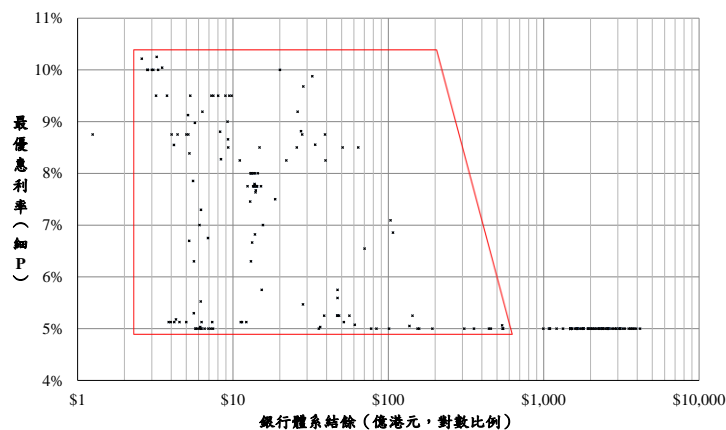
平均而言，三個月期銀行同業拆息每升1厘，P只對應升0.86厘，大概是7:8之別。

圖二：本港浮息與定息，8/1992-8/2018

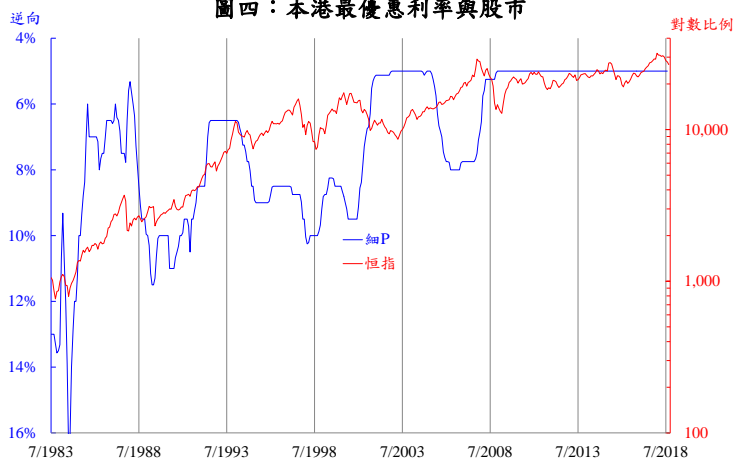


第三個被視為會影響本港利率的，是銀行體系結餘。結餘多寡又是否真的關事呢？自廿餘年前有紀錄至今，銀行結餘與最優惠利率間顯然看不到什麼清晰關係【圖三】。別說海嘯後結餘大增而P僅在5厘橫行，即使在海嘯前的日子，兩者也展示不到關係。固然，加息期下結餘多少會減，但當結餘是甚高或甚低時，與利率間的關係便頓失。

圖三：本港銀行結餘與最優惠利率，5/1997-8/2018

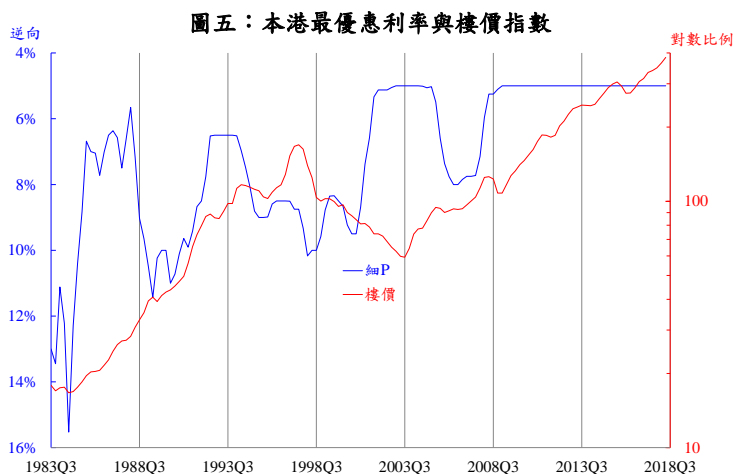


圖四：本港最優惠利率與股市



看了幾個影響P息的因素，現進一步，看看P息上升所影響的環節。最多人驚的，來來去去都是股市和樓市。加息若令股跌，兩者便應反比。結果所見，長線的確反比，

但在週期窗口上則關係不大，甚至有時正比【圖四】。這倒正常：股市行先利率滯後，一先一後下，本應反比的亦變成正比了。至於長線而言，息也難跌，難以利好股市。



最後樓呢？其實關係也差不多，好長線是有關，但週期上關係就不大了【圖五】。由是之故，加息無啥好驚，更重要的還是本身市場有否泡沫，和外圍宏觀會否變壞。

羅家聰
環球金融市場部