

《信報》專欄〈一名經人〉

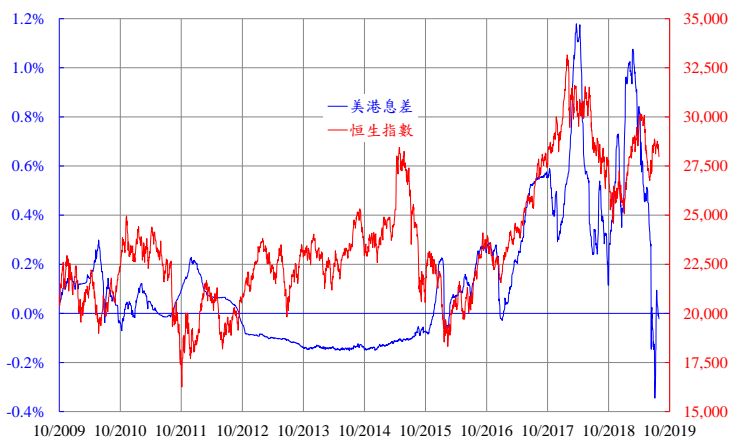
千方百計資金流 息匯正路亦滯後

近期熱話之一是資金有否流走。問此一題，其實大多的最終目的都是問股市升跌。資金進出固然有數得計，但宏觀的貨幣數據通常滯後一、兩個月發放，知道都無用了。至於另些指標如深、滬港通的南向北向額等，一如以前的 QFII、QDII 數字，額太小，不反映整個市場。再有已是個別機構或大行指標，但通常抽樣不全，代表性也不高。

講來講去，最大路的指標還是息、匯。資金進出好比吹氣進球或漏氣，壓力會變；而息、匯正是量度資金壓力的最正路指標。不過，由於息、匯也受其他因素所影響着，故識得運用數字也很重要。譬如息升，很多人都知道是水（錢）緊，但嚴謹點說的話，這是絕對而非相對的鬆緊。資金進出是跨境活動，故分析時須要兩個息口而非一個。

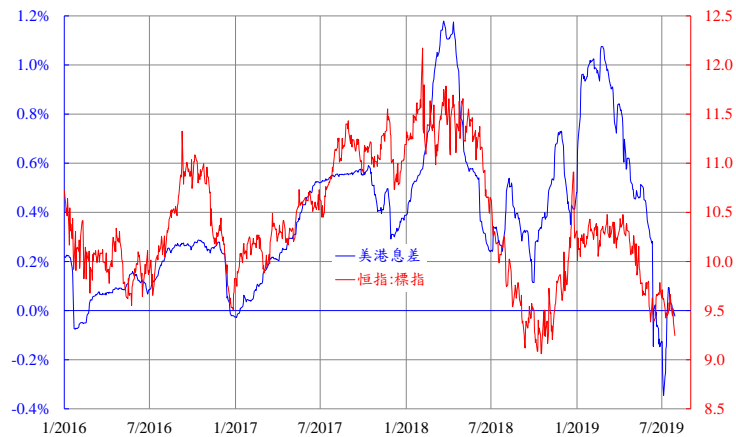
然而，近十年來各地低息，有時更貼近零。若息口水平本已不高，通常外圍亦然，外圍與港的息差亦自然窄。太窄的息差未必能反映資金進出，因息口本身有市場擾動，而這些擾動幅度或大於息差，變相妹仔大過主人婆。是故觀圖所見，2009 年尾至 2015 年尾期間，美港息差與港股走勢未必相關【圖一】。不過隨着 2015 年底美國開始加息，美港息差又再與港股相關。但怎樣解釋近期息差大幅收窄，但港股卻非跌穿兩萬點？

圖一：美港三個月期拆息差與恒指



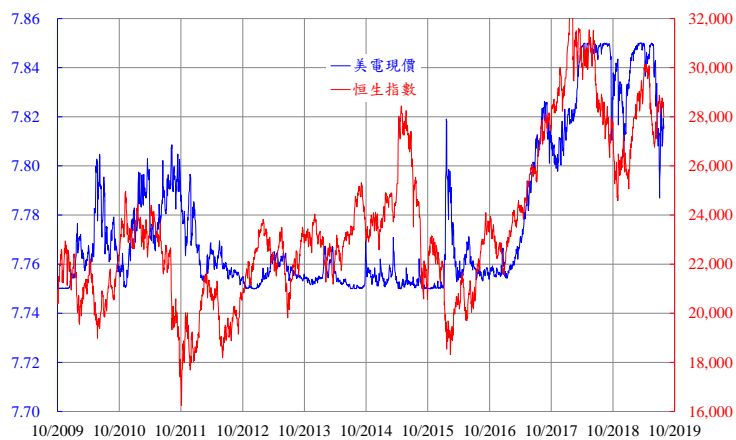
這就是所謂的是否用對指標。息口有整體高低的大圍因素和資金進出的相對因素，股市一樣，有影響全球股市和個別股市的宏觀和微觀因素。若息差反映本土相對外圍，對股市的影響也應作如是觀。將上述的恒指換上恒指對標指比例，即見近年關係頗緊密【圖二】。早前港息較美息低一大截，但港股並無相對比美股表現好，是不尋常現象，即資金進出解釋不到股市的相對好壞。然而，不尋常的現象通常不會維持過久。果然，踏入 6 月兩者「分久必合」，又再接再軌起來。現在美港同息，恒指應低於標指的十倍。

圖二：美港三個月期拆息差與恒指標指比例

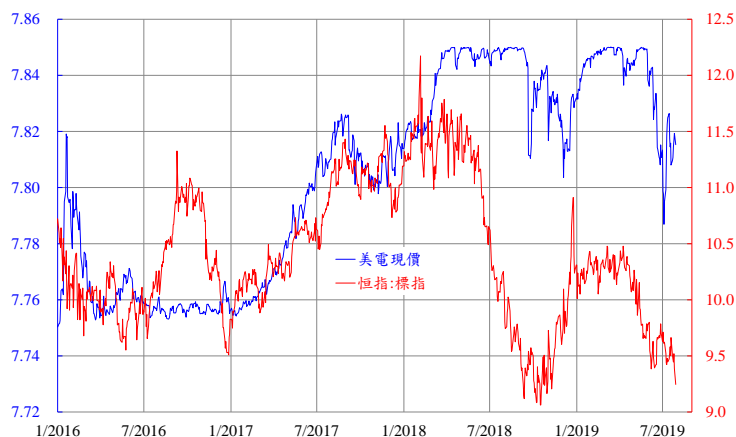


除了息差，匯價也可量度資金壓力；在利率平價下，理論上息和匯的指標性一樣。但在本港，兩者實際上各有好壞。聯匯之下，匯價是受干預的，雖也可於 7.75 至 7.85 間窄幅上落，但情況如早年息差太窄日子一樣，數據噪音或已大於所要反映的資金流。然而，這意味着息好過看匯嗎？放遠些少眼光，是的；但拆息每日 11 時只報價一次，看不到日內資金流動。因此，要知日間進出唯有看匯。但看匯有另一缺點：觀圖所見，2016 年初美電曾異常飆升（或因農曆年結），但股市並無對應變化【圖三】。事實上，以前不是美電、港股同向，甚至應是反向，因為電強代表港元弱，是資金流走之象。

圖三：美電現價與恒指

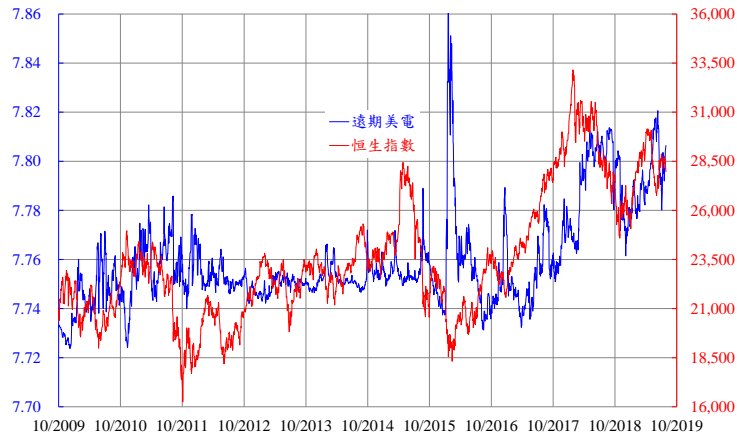


圖四：美電現價與恒指標指比例



若如上述般將美元兌港元對應恒指對標指的話，則過去兩年卻分道揚鑣【圖四】。看來，單單息或匯都未必是最佳的資金指標。其實，將息、匯一齊計出的遠期美電價，才較長久地反映港股走勢【圖五】。可惜肉眼可見，這個指標仍稍落後於股市。是故，縱以最大路的息連匯作資金指標，對後市啓示亦很有限，倒不如回到基本因素好了。

圖五：一年期遠期美電與恒指



羅家聰
環球金融市場部