

# 如何監察港元資金流？

本文由經濟研究部提供

資金流入香港成為近期談論焦點，尤其是當前主要先進國家的央行為刺激經濟而公布進一步量化寬鬆貨幣政策，令這個課題更受重視。不過，外間對資金流入香港的影響雖然有一定理解，對流入資金本身的性質及規模卻往往不太清楚。本文介紹金管局的經濟研究人員平日如何監察港元資金流，並解釋當中涉及的概念和指標，希望有助各界更清楚掌握資金流涉及的風險。

## 資金流入是指甚麼？

不同人對「資金流」的理解可能都不同，因此我們要先說清楚它所指的是甚麼。金管局經濟研究部平日分析資金流是監察「外匯市場壓力」的一個環節。我們將「資金流入壓力」界定為涉及貨幣兌換的港元資產的需求增加（當中包括存款、股票、債券、物業及其他資產），「資金流出壓力」則界定為港元資產的需求減少。資金流入壓力會引致港元「價格」及「數量」的變動。就價格方面的影響而言，港元匯率會傾向轉強。就數量方面的影響而言，香港銀行體系的淨港元負債（net Hong Kong dollar liabilities），或金管局的淨港元負債（又稱為「貨幣基礎」）可能增加。本文其餘部分會集中探討資金流入的概念及指標，資金流出的情況類同但方向相反，在此不贅。

要了解資金流的概念，便必須了解外匯市場擔當的角色。外匯市場是不同貨幣（存款）進行兌換的地方，而這些貨幣基本上是「銀行負債」（bank liabilities）的一種。例如，若來自美國的投資者有興趣買入在香港交易所上市的股票，而又尚未有足夠港元資金的話，便先要把美元存款兌換為港元存款，然後把港元存款付予出售有關股票的賣方。換言之，但凡公司或個人增加對港元資產的需求，不論他們有意持有哪個類別的港元資產，通常都會在外匯市場把外幣存款兌換成港元存款。

對於非銀行界別而言<sup>1</sup>，讓他們可以把外幣存款兌換成港元存款（即賣出外幣存款，買入港元存款）的交易對手，主要就是香港銀行體系。在這個過程中，香港銀行體系買入非銀行界別的外幣存款，從而可以「創造」港元存款。此舉會令銀行體系的淨港元負債及相應的淨外幣資產（net foreign currency assets）增加。

---

<sup>1</sup> 一般而言，非銀行界別撇除了銀行體系及貨幣發行局（在香港指金管局）。

銀行體系若從非銀行界別買入美元存款，可能會令銀行本身出現外匯頭寸(即美元資產與負債不相稱)。在這情況下，銀行可利用外幣掉期市場來為外匯頭寸進行全部或局部平倉。舉例來說，上述美國投資者在現匯市場買入港元存款時，他可同時以遠期外匯形式(如3個月期匯)出售這些存款。香港銀行體系作為交易對手會進行恰恰相反的交易，即買入美元即期存款，再賣出期匯。此外，銀行可利用其他衍生工具市場(如外匯期權)來為外匯頭寸進行平倉。

除了被動地作為非銀行界別的交易對手外，銀行可主動調整本身的外匯頭寸。例如，遇到強大的資金流入壓力時，銀行基於審慎原則等因素，可能不願意進一步增加即期淨外匯頭寸(net spot foreign currency position)，甚至會不約而同減低所持外匯頭寸，導致港元即期匯率迅速轉強。

由於金管局有常設承諾，銀行可按照每美元兌7.75港元的匯率(即強方兌換保證匯率)，向金管局沽出任何數額的美元，因此當市場匯率達到這個水平時，金管局可能成為美元兌港元的單一美元買方。然而，即使港元匯率已經處於7.75的水平，但強方兌換保證亦未必會被啟動，這主要因為銀行互相之間仍可按此匯率水平買賣港元。換言之，金管局只有應銀行的要求，才會按7.75的匯率沽出港元，買入美元。

兌換保證的啟動對金管局來說是被動的，但兌換保證每當被啟動，金管局都會即時透過路透社公布。金管局會在銀行於金管局所設的港元戶口記帳，藉此支付金管局在市場買入的美元存款。這些銀行於金管局所設的港元戶口的合計餘額，稱為「總結餘」，是港元貨幣基礎的一個組成部分。換言之，強大而持續的資金流入壓力，最終會令總結餘增加。

從以上說明可見，當港元遇到強大的資金流入壓力，即市場上希望增加港元存款持有量的意欲大過希望減少的意欲時，港元即期匯率便會轉強，帶動銀行體系的即期淨外匯頭寸增加<sup>2</sup>，總結餘亦可能相應增加。這一連串都是屬於首輪的效應。上述美國投資者買入的港元存款，可以用來購買香港銀行發行的存款證、金管局發行的外匯基金票據及債券、香港交易所上市的股票，或者香港物業。

### 哪些指標可提供有關外匯市場壓力的訊號？

如上文所述，資金流入的壓力可以於港元(即銀行體系的淨港元負債)的價格及數量中反映。價格指標可以即時或於短時間內查閱，但不會顯示導致價格變動的各類金融合約的數額或頭寸。量化指標的好處是容易理解(舉例，數以十億計的港元資金流入)，但需經過一段時間才會公布，並可能在銀行資產負債表的記錄程序上因為某些會計慣例(如估值變動的處理方法)而被扭曲。以下逐一介紹金管局經濟研究人員定期監察的部分指標。

#### 即期匯率

當即期匯率顯著轉強或轉弱時，就可能顯示有大量資金流入或流出的壓力。當中最重要的是即期匯率的變動幅度，若即期匯率沒有太大變動，即使即期匯率貼近強方兌換保證，亦未必代表有龐大的資金流入壓力。即期匯率對單邊的資金流壓力往往極度敏感，可以在其他指標尚未開始顯示有資金流的時候就出現顯著變動。事實上，遇到強大的資金流入壓力時，即使尚未啟動兌換保證，總結餘亦未增加，即期匯率通常都已迅速轉強至強方兌換保證匯率。

<sup>2</sup> 若港元需求是來自非銀行界別時，便會出現這種情況。

從即期匯率反映強大資金流入壓力的一個好例子，就是2008年第4季全球金融危機最嚴峻的時期。美國當局於2008年9月中決定不會挽救投資銀行雷曼兄弟，結果震撼全球金融體系，一夜之間幾乎全部流動性都蒸發掉。香港銀行及企業紛紛撤回海外資金，並兌換為港元。在強大的資金流入壓力下，港元即期匯率急速轉強，由9月中的7.80左右轉強至10月31日的7.75(圖1)。

### 總結餘

因金管局進行外匯市場操作而引致總結餘變動，是反映資金流壓力的最顯而易見又即時可得的指標。金管局是世界上唯一承諾會以每美元兌7.75港元無限量沽出港元的機構，這代表了龐大資金流壓力最終會反映於銀行體系在金管局所持的港元結餘(存款)的增加中。舉例來說，在2008年9月至2009年12月期間，由於有大量資金流入，金管局向銀行體系合共沽出約6,400億港元，而這數額亦反映於總結餘的變動中。<sup>3</sup>

圖 1  
2008年下半年港元即期匯率

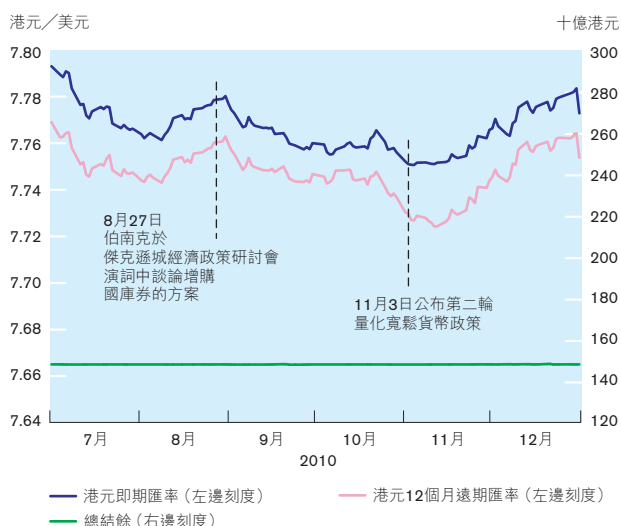


然而，總結餘不變並不一定代表沒有港元資金流入的壓力，只是流入數額不算龐大而已。例如，美國聯邦儲備局推出第二輪量化寬鬆政策後，很多人都談論港元會否再度面對資金流入壓力，結果在總結餘維持穩定下，港元即期及遠期匯率均告轉強(圖2)，銀行體系的港元淨負債(或即期淨外匯頭寸)亦有所增加。這些指標顯示，雖然非銀行界別對港元資產需求增加，但資金流入壓力不算大，並未引致銀行體系要向金管局買入港元，因此總結餘沒有太大變動。

### 銀行體系的即期淨外匯頭寸

若果非銀行界別引起的資金流入壓力不大，便可能透過銀行體系即期淨外匯頭寸的增加，而不是總結餘的增加反映。在這情況下，銀行體系即期淨外匯頭寸增加的同時，非銀行界別的港元存款亦會相應增加。例如，在2012年第1季，由於歐元區危機稍告緩和以及

圖 2  
2010年美國第二輪量化寬鬆政策及其對港元資金流入壓力的影響



<sup>3</sup> 這通常被稱為「資金淨流入港元體系」，但其實這說法不太準確，原因是言下之意港元好像只包括貨幣基礎，更準確的說法應該是「資金淨流入港元貨幣發行局帳戶」。

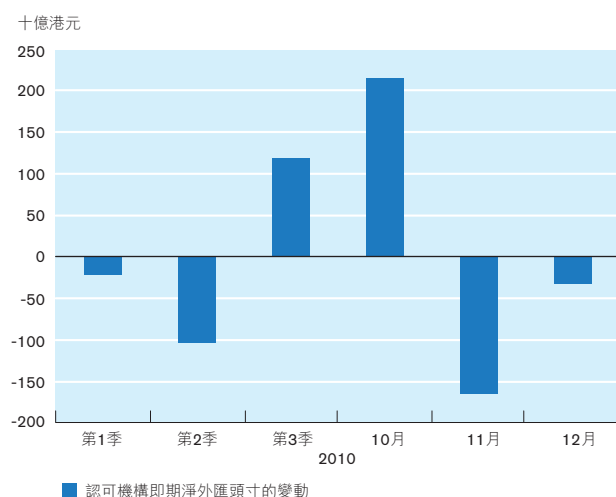
本港股市回升，市場氣氛及風險胃納改善，便有報導指有資金流入香港。在這期間，本港銀行的即期淨外匯頭寸增加約1,070億港元。雖然未有啟動強方兌換保證，金管局亦沒有沽出港元，但港元資產需求確實增加，只是幅度不算大而已。

然而，銀行體系的即期淨外匯頭寸變化可以非常大，部分反映香港作為國際金融中心，首次公開招股活動頻繁的特點。例如，友邦保險控股公司在2010年10月打破紀錄的首次公開招股，便導致銀行的即期淨外匯頭寸飆升，但情況到了翌月便迅速回復正常(圖3)。

以銀行體系的即期淨外匯頭寸作為顯示資金流入壓力的指標，其實存在一些限制。首先，這些淨額可能計入了估值效應，尤其當金融市況非常波動時，更會成為資金流入壓力的「雜訊」數據。第二，與幾乎即時公布的總結餘不同，銀行體系的即期淨外匯頭寸需經過一段時間(約兩個月)才會公布，因此無法及時反映資金流的壓力。<sup>4</sup>

圖 3

2010年銀行體系即期淨外匯頭寸的變動



## 如何利用國際收支平衡統計數字及市場調查？

### 國際收支平衡統計數字

國際收支平衡統計數字是廣泛用作反映跨境資金流的指標。作為在某段時間內(通常一個季度)香港居民與非居民之間資產負債變動的會計紀錄，國際收支平衡統計數字讓我們可以掌握跨境資金流的全貌，尤其可以反映跨境交易中涉及的資產負債類別(如銀行存款與貸款、股票、債券，以及外來或對外直接投資)。

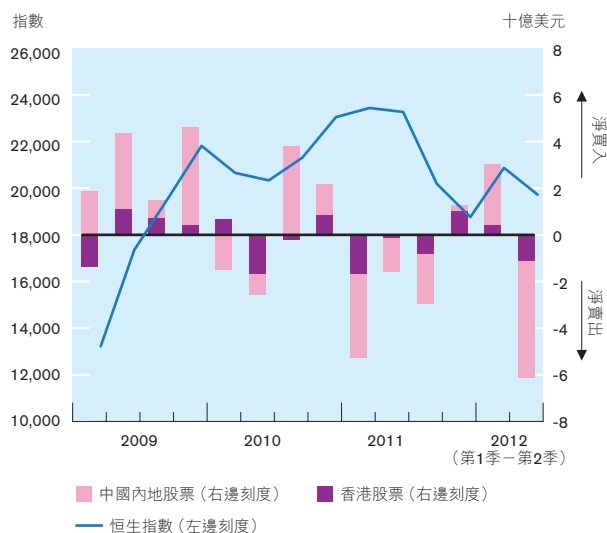
但國際收支平衡統計數字的概念，與港元資金流不同。前者指居民與非居民交易的跨境資金流，後者則專指涉及港元的資金流。國際收支平衡統計數字記錄的交易，並不一定涉及外匯市場的支付或使用，因此對分析外匯市場壓力的用處相對較少。相反，居民之間以及非居民之間的交易，可對外匯市場產生重大影響，卻不會計入國際收支平衡統計數字內。表1說明上述國際收支平衡與港元資金流之間的關係。例如，非居民認購首次公開發售H股是屬於非居民之間的交易，不會記入香港的國際收支平衡統計數字內，但這些交易通常都會對外匯市場造成壓力。此外，有別於上述的價格與量化指標，國際收支平衡統計數字需經過一段較長時間才會公布。

<sup>4</sup> 外匯頭寸數據載於金管局《金融數據月報》表3.10。

### 市場調查

市場調查亦可提供有關資金流規模及波動情況的有用資料。市場上有多間私營資訊研究公司<sup>5</sup>都可提供證券投資資金流的調查數據。在某些調查中，基金經理會被問及如何將投資分布於不同地區的股票，結果顯示越多投資分布到某個地區，便會被理解為錄得越多資金流入當地股市。調查數據顯示，2012年首季恒生指數上揚，涉及股票資金流增加，而當中的資金淨流入主要與內地相關股票有關(圖4)。

圖 4  
股票證券投資資金流



註：中國內地股票包括H股及紅籌股。  
資料來源：EPFR Global。

市場調查數據一般都很快會公布，但其涵蓋範圍往往不夠全面，並且與其他監察資金流的指標甚難比較。此外，市場調查顯示的證券投資資金流，未必涉及貨幣兌換，可見市場調查數據固然可以作為另一有用參考，但解讀時必須特別小心。

### 總結

本文探討了資金流的概念，並介紹一系列可用作監察外匯市場壓力的指標。事實上，僅使用一種指標並不足夠。金管局經濟研究人員在監察及分析時都緊記這一點，並廣泛利用價格及量化指標，以及國際收支平衡統計數字和其他市場調查，以能全面掌握香港資金流的性質及規模。

表 1

### 國際收支平衡與港元資金流在概念上的關係

	交易方		
	香港居民之間	香港居民與非居民之間	非居民之間
只涉及港元的交易		反映於國際收支平衡統計數字	
涉及外幣兌換港元的交易	反映於港元資金流指標	同時反映於國際收支平衡統計數字及港元資金流指標	反映於港元資金流指標
只涉及外幣的交易		反映於國際收支平衡統計數字	

<sup>5</sup> 例如，EPFR Global有進行股票資金流的調查。