

外匯基金與香港的貨幣和金融穩定

香港金融管理局總裁
陳德霖

百家觀點



香港金管局總裁陳德霖
資料圖片

1、最近這次全球金融危機爆發，對全球金融體系和經濟造成很大的破壞，但亦帶來了不少的啟示。其中一項重要啟示就是銀行體系和金融市場是存在極大的潛在不穩定性，即使全球最大和最先進的金融體系，亦不能倖免於難。目前G20集團正在積極推動大規模和全面的金融體系改革，包括增強銀行資本和流動資金、限制槓桿比例等等，就是希望能汲取教訓，避免重蹈覆轍。但在我看來，無論這些改革設計得如何精密，亦難以排除將來會再次出現大型金融動盪和危機。

2、這次金融海嘯的另外一個重大啟示，就是政府在金融危機出現之時，有責任和有必要出手拯救出事的金融機構和市場，以維持整體金融體系的信心和穩定。但政府出手是否有效，就很大程度要看政府的財政實力。金融體系越發達和越龐大，要動用的救市資金便越多。例如英美便動用了數以千億甚至上萬億美元計的資金，挽救有問題的金融機構，才可將金融體系穩定下來。反觀實力較弱的冰島和愛爾蘭，則因為要拯救出事的銀行體系的資金過於鉅大，不但令政府負債急劇惡化，更令國際市場對它們的公共財政和經濟前景失去信心。

3、至於香港的情況又如何呢？雷曼兄弟在2008年9月中倒閉後，全球金融危機全面爆發，雖然香港的銀行體系基本上穩健，但亦受到當時全球信貸緊縮和歐美投資者從香港抽資而被波及。為了穩定香港的銀行和金融體系，特區政府在2008年10月宣佈外匯基金對全港所有銀行存款，不論個人或企業、本幣抑或外幣，一概給予百分之百的無條件擔保。同時政府亦推出「備用銀行資本安排」，在有需要時向銀行注入資本。這兩項是在非常時期所採取的非正常措施。這些措施大大增強了香港銀行體系的穩定性，避免香港受到席捲全球的金融海嘯的衝擊而產生系統性危機。

現時香港銀行體系的總存款高達6萬億港元，為什麼外匯基金可以作出如此巨大的財務擔保呢？除了金管局深信香港的銀行資本充足，經營穩健，不應出現類似歐美銀行的壞賬問題外，就是外匯基金本身資本雄厚，所持有的資產均是高質素、高流動性的外幣金融資產，可

以隨時在有需要時調回香港應急和運用。在外匯基金的支持下，香港市民和國際投資者對香港的銀行體系，即使在金融危機高峰期間，仍然是信心十足。去年十二月，國際評級公司「標準普爾」首度給予香港「AAA」的最高評級，這就是國際對香港金融和財務整體實力的一個肯定。

4、外匯基金是香港特區政府最重要的金融資產。它不是一般專注投資用途的主權基金。外匯基金的用途是由香港外匯基金條例所規定，是用於支持香港的貨幣和金融穩定。為了要保持貨幣穩定和市民對港元的信心，香港採用貨幣發行局的制度與美元掛鈎（亦即是「聯繫匯率」制度）。所有香港發行的貨幣基礎（包括法定貨幣，銀行體系在金管局戶口的結餘和外匯基金票據）都要有超過百分之百的美元資產作為支持。外匯基金現時有2萬2千億港元的外幣資產，其中為貨幣基礎而設的「支持組合」就佔了1萬1千億港元。但「支持組合」作為支持港元貨幣之用，一旦有資金流出港元，我們便立刻要用美元支付，所以這筆資產不能輕易撥用。

5、撤除了這個「支持組合」，外匯基金資金來源主要為外匯基金歷年透過審慎投資而累積的盈餘和特區政府存放在外匯基金的財政儲備。現時外匯基金的累積盈餘和政府財政儲備加起來有1萬2千億港元，看起來是很龐大的數目，比起十年前7,200億港元多很多。但我們要明白香港的銀行體系和金融市場在過去十年不斷茁壯成長，現在規模已變得非常龐大。銀行體系

的資產總值十年前是6萬7千億港元，現時幾乎倍增至12萬3千億港元。而股票市場十年前的市值是4萬8千億港元，現時已增大幾倍至21萬億港元。香港金融體系的深度和規模在過去十年獲得快速增長，是反映了香港在發展成為亞洲區內的國際金融中心方面的工作取得了重大成就。

6、但發展國際金融中心的同時，香港亦要加強對金融體系的風險管理。要保持市場對香港銀行和金融體系的信心，有一個龐大的外匯基金作為後盾至為重要。我們深信香港銀行的經營是穩健的，而金管局亦會竭盡所能去加強審慎監管。但沒有人能保證香港的金融系統不會受到往後全球金融市場的動盪而再次被波及。所以我認為外匯基金必須要保持與香港金融體系規模相稱的實力，以維繫金融體系的穩定和市場信心。外匯基金在九十年代亞洲金融危機時發揮了決定性的穩定作用，到最近的全全球金融海嘯亦同樣幫助香港渡過難關。

7、有人認為外匯基金持有多少儲備才算足夠應該作出一個量化估算。我認為在理論上和實際上都是很難對此作出可靠的評估。這次全球金融海嘯正正教訓了我們，金融風險和危機是難以預計和避免，而處理危機所需要動用的資金就更加無法事先準確估量。既然如此，我們只能盡量固本培元，自強不息，才可以一方面積極發展和壯大香港的國際金融中心地位，一方面又可以確保我們有足夠的實力和資源去處理潛在的金融動盪風險，並維持香港的貨幣和金融穩定。

市場漸接受國家貨幣政策轉向

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

國統局及央行分別公佈1月經濟及貨幣數據，CPI按年增長4.9%，升幅在經過去年12月的下降後，再度上揚，食品價格續成通脹源頭，同比增幅高達10.3%，而新增貸款則達1.04萬億，雖比去年同期的1.39萬億下降，惟數字仍處高位，《上海證券報》更報道指，內銀今月的貸款額度，已在本月首四日全數用盡，企業貸款意慾甚為強勁，增加了流動性及宏觀調控的壓力。

國家今年貨幣政策由「適度寬鬆」轉向「穩健」，意圖減低流動性過剩對資產價格及民生的影響。原本加息乃有效遏止流動性過剩，惟美國量寬令美元貶值，同時不斷促使人民幣升值，削弱國內出口，量寬的資金也加劇商品價格炒風，推高國內通脹，另內地房地產的熾熱未減，亦是中央及地方財政收入的主要來源之一，令當局未敢大開加息之門。

當局料只會有限度加息

縱然國家自去年10月起三度加息，已可確定步入加息周期，但除非通脹未見受控，否則預期當局只會有限度地上調息率，上半年或最多再加息1-2次，調整方式也會以不對稱加息為主，以達收緊中期流動性之效，惟預期央行收緊貨幣政策的力度將有增無減，調控手段或集中於存款準備金率、公開市場操作、提高銀行資本要求、加強新增貸款監管，以及引導資金外流等。措施對內銀股，料構成一定的不利。

至於內房股，限購令已在全國遍地開花，配合早前各種行政措施，今年內房價格料平穩下降，難以重拾去年的火紅。

A股抗跌 可望中期見底

然而，A股市場似已適應了內地收緊貨幣政策的模式及方向，在最近的加息中，A股未再有出現先前加息前後的恐慌性下跌，反而呈現反覆向上的格局，內銀及內房股的表現雖然落後大市，但在資源及內需帶動下，股指節節進好。

內地通脹壓力在中短期內繼續升溫，以及當局出手調控的趨向，均已成為市場共識，然則流動性的縮減，非一朝一夕所能達到，貨幣政策收緊力度縱預期增加，惟當局為了維持經濟較快穩定增長，幅度料有限，或呈「緊中有寬」。另當局積極調控樓市，更有機會加快資金轉而流向股市。

再者，國家年內經濟增長或會減慢，但在積極財政政策支持下，「軟着陆」機會較大，經濟總體前景仍屬偏好，加上去年A股表現大落後於大多新興市場，其追落後的潛力不容忽視，而從A股近期表現，以及宏觀大局看來，A股或有望見底。



圖為位於北京的人民外幣。 新華社

資金未有流出新興市場

敦沛金融證券業務董事
施俊威

港股市盈率與美股依然相近，而香港仍是外資進入內地唯一平台。港元與美元掛鈎，鄰近新興市場雖受熱錢引發惡性通脹，特別是商品與樓市，使不少亞洲區央行實施加息及把貨幣升值對抗通脹，此乃正常排擠效應(Crowding Out Effect)。

去年是新興市場稱雄的年份，各區都有着傑出的表現，來到新一年市場果然出現新氣象，美國及歐洲為首的西方成熟經濟陣營，美歐經濟復甦的故事越演越烈。美國報出優於預期的增長數據，德國亦表現不俗，無奈歐元區尚要應對不時浮面的債困危機，然而市場逐漸適應並估計歐元區可避開此等危機災害，以印度、中國、巴西及印尼等新興大國為首的高增長市場，卻正努力對抗通脹的威脅，收緊貨幣政策的掣肘利車動作，問題是力度會否過猶不及，幾輛高速汽車難免會彼此出現碰撞。

農業股受惠糧食供應不足

成熟市場及新興股市本年出現的分道揚鑣，這現象又會否持續下去？相對歐洲及日本市場，美國股市確是持續強勢，道指曾7日連升，然而更反映整體股市的標普500及納斯達克卻未能一致，見有回軟的跡象。聯儲局主席伯南克周中評論強調長期失業問題的嚴重性，令市場產生升市過熱反映現實的猜測。升市中表現理想的農業股，繼續受惠於環球糧食供應不足的聯想。當中玉米期貨更升見每蒲式耳7美元。美國農業局下調該國本年玉米存產量預期達7000萬蒲式耳，比對市場預期只下調1600萬多出不止，估計本年總存產量只有6.75億

蒲式耳。玉米的消耗大量來自乙醇及糖產的大量需求帶動，因此有關玉米的原產商品都被受熱捧。時日一過，食品價格最後都受原產商品成本影響而上升，來自基層的通脹，影響最大的就是貧困國家，埃及動亂多少亦歸咎於通脹種下來的因果。聯合國警告情況將趨惡化，過去一年全球天氣是農產失收，俄羅斯的山火及澳洲的水災令人記憶猶新，近日全球最大小麥生產國中國旱情估計令小麥失收，因此農業股或許是有效抗通脹的投資。

新興市場預期市盈率折讓10%

農業價格上揚，本應有利於農產大國巴西的出口，但近日巴西卻跟隨環球新興市場的跌浪下墜，因巴西1月通脹數據年率接近6%，遠遠高於政府所訂下4.5%的目標。投資者估計巴西息率將會上升又或是政府將大削開支以緩和物價急升的壓力，故此出現拋股潮，亦令整體拉丁美洲組合帶來沽售壓力。

巴西官員已發表本年將削減開支近500億雷阿爾(約300億美元)，金額將佔去預期本年GDP的1.5至2%比重。新一年第一季度已過了一半的時候，拉美國股市實在稱不上出色表現，但相信調整的時間不會長期延續。分析師估計新興市場以預期市盈率計，現價較成熟市場折讓近10%，預期新興股市本年逐年升30%。IMF推斷整體新興經濟GDP本年增長可達6.5%，而成熟經濟卻只有2.5%，快與慢的強烈對比依然明顯。如此說來，進取投資者仍然不可或缺新興股市的投資，過去兩年的大升市後出現調整市都屬正常周期時，亦相信是進取投資必須面對的風險。

復甦勝預期 關注通脹升溫

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

假如說今年，或起碼今年的上半年內，有什麼主題可以持續地拿出來炒一番，其中一個熱門之選，必須包括經濟復甦加快，勢頭比外埠早前想像為佳。

的確，經濟數據的樂觀景象多的是，從物業市道來看，美國公布1月新屋開工月率上升14.6%，至59.6萬戶，遠超市場預期的54萬戶，加強投資者對經濟復甦的看法。從零售層面看，美國公布1月零售銷售月率增長0.3%，為連續第7個月增長。從物價方面分析，美國公布1月生產者物價指數(CPI)月率上漲0.8%，符合預期；剔除能源和食品價格的核心PPI月率上漲0.5%，創2008年10月以來最大漲幅，高於市場預期，亦反映經濟正持續復甦。當然，物價向上，除了本身內部需求帶動，一部分原因亦是外圍的變化，事實上，美國1月份進口價格增幅遠大於預期，主要受能源、食品和工業用品成本增加影響。

美官方開始有樂觀言論

無論如何，真正重要的是，連美國官方也開始有樂觀的言論，值得留意，這些樂觀言論，並非危機時為了安撫人心的那種，而是實際把聲譽押上，有具體數據的預測，聯儲局公布1月會議紀要，官員將今年經濟增長預期自3%至3.6%上調至3.4%至3.9%，失業率預期自8.9%至9.1%，下調至8.8%至9%，官員對經濟看法偏向樂觀，但並未提及退出刺激政策的時間。這一點其實不難理解，聯儲局已指出，經濟復甦雖加快，但

復甦步伐仍不足以大幅拉低失業率。

說起通脹，其實全球都有升溫的跡象，就以英國為例，其1月份通脹率達4%，創2009年後的新高，通脹預期加劇。不過，這並不意味即使通脹真的變得嚴重，以致外界單憑通脹的數字增加，而估計加息機會增加，也不算推論得好。的確，由於英國上月CPI升幅較英倫銀行的目標水平高出一倍，市場預期英國加息機會上升。

但要留意的是，如果是伴隨高增長而來，通脹升溫，起碼在短期可以降低失業率，但實際看看英國是否如此，不無疑問，事實上，英國公布去年第四季失業率上升0.1%，至7.9%的水平。正因如此，英倫銀行報告暗示，加息步伐不會如市場預期般迅速；其中，英國央行總裁表示，通貨膨脹今年將達高點，預期明年將會減緩，其談話削弱了市場對英國加息的預期。

當然，提到通脹，不得不提的，自然是更有影響力的中國通脹升溫。中國近日公布的物價數據雖低於預期，但市場仍然相信中國將進一步收緊政策。原因其實亦不難，眾所周知，內地調整了編纂數據方法，降低食品類別佔消費價格權重後，內地公布的1月份通脹率為4.9%，比市場原來預期的超過5%低，雖然CPI漲幅低於預期，故此，市場普遍認為，通脹壓力還在繼續加大，當局年內還須加息和上調存款準備金率以調控物價。

觀乎此，不難明白，真正有通脹壓力的，始終是高速增長的地方，例如中國內地；相反，失業率難以下降的如歐美或英倫等，其實未見通脹立即急速升溫。

markto@wfgold.com

港府土地政策應變快速

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師
陳東岳

在新一年度財政預算案推出之前，傳出消息港府將透過「新三招」增加土地供應，去確保樓市健康發展，並希望扭轉市場「樓市只升不跌」的心理預期。據了解，該三項措施包括：勾地表加入更多住宅用地、更頻密主動推出住宅地拍賣、增推「限呎樓」中小型住宅用地。

消息又指，「額外印花稅」已炒風停止，政府無意引入新的打擊炒樓財政措施。種種措施，可看出港府在各方面作出針對性的措施，如早在推前元朗地皮時，就收緊發水上限加上單位數目設下限配合「限呎」條款，就是想供應上車盤。我亦認同這些新招的推行，可以見到港府對市場變化掌握得很快及作出反應。

上述消息傳出的同時，土地註冊處數字顯示，200萬元以下的細價樓跌幅擴大，1月二手註冊數字跌28%至2472宗，創08

年12月後新低，佔整體買賣宗數不足32%，是紀錄次低。數字反映上車盤佔市場成交比例愈來愈小，除因供應不足外，亦反映樓價上升已蔓延至這類別墅樓宇，事實上是連市區公屋都賣到200萬以上。

樓市是民生重要環節，上車盤缺令未上車一族失望，感覺置業夢愈來愈遠，這是民間怨氣增的原因之一。有人埋怨政府幾年沒有遠見，當時為何不預早增加土地供應。我認為不能怪政府，2008年金融海嘯，至2009年下旬始有穩定跡象，歐美量化寬鬆令本港投資充裕，同時，港府廢除遺產稅，亦令非本地資金轉移到港以備免稅傳承下一代。利率低企令原本「食息一族」改為持有物業，這些變化的影響都在2010年本地物業市場中反映。

上車新盤供應少，亦有人認為源於新樓盤「豪宅化」，大堂會所加上靚裝修，但這不能怪發展商，營商之道是追求利潤最大化。在新政策下，未來新的實地條款，將加入更清晰的限制，以確保達到港府預期的效果。

財案增土地供應 成效拭目以俟

置業18主席
張肇柱

新一份財政預算案即將登場，市場普遍期待港府推出「派糖」措施，是否真能得償所願仍未知，但針對樓市方面，有指財案將推出穩定樓價措施，主要由土地供應入手控制。

綜合市場資訊，新措施將包括加快推地步伐及增加興建中小型單位地皮等，亦有指新一年勾地表內將加入更多的土地，並會主動推出約10幅住宅地皮拍賣等等；而連同地鐵及市建局可供招標項目等，有傳政府有意將每年新供應單位增至3萬個。

筆者認為，3萬個純粹是「數字遊戲」，皆因由拍賣地皮，至單位獲批預售推出市場，時間最少需要2至3年，該批供應未能解決現時樓價高企的燃眉之急，遠水不能救近火，難以令樓價短期內「降溫」，但供應量增加，長遠亦有助穩定樓價，令樓市朝更穩定方向發展。

不過，土地供應增加的同時，亦須注意發展商的投地意慾，好像4月正式實施的「發水上限」，或會影響發展商的投地策

略。政府推出這麼多土地，主要是希望增加單位供應，但發展商是否就會如所料般全數吸納呢？他們一般是看地皮位置及質素而投地，去年就曾經有一幅柴灣地皮因位置差而流拍，相信大家仍未忘記。

香港寸金尺土，樓價高企，普遍大眾均希望新一份財政預算案能有穩定樓價措施出台，其實，港府去年為壓抑過熱樓市已做了不少功夫，包括主動推出土地拍賣，年內先後推出6幅豪宅用地和3幅中小型住宅地皮，而去年底更以推出前元朗地皮招標，首次限定地皮興建單位面積及比例等，以增加中小型單位供應。

同時，港府去年亦曾3度出招，先有4月的「9招12式」，規管新樓銷售手法及樓花示範單位，其後6月推出「3招14式」，及後在11月，更推出針對短線投機活動的「額外印花稅」等，打擊力度可謂一次比一次深。受政策影響，樓市亦不斷調整適應。

市場對預算案抱有期望，會否推出舒緩樓價的措施則是未知之數，現時距離新一年度預算案公布不足一星期，政府財案成效如何，且拭目以俟。