

【解牛集】—刊於〈信報〉，2012年11月6日

熱錢湧入亞洲檢資產「便宜貨」

顏至宏

香港科大商學院財務系客座教授

自美聯儲局9月推出第三輪貨幣量寬(QE3)後，如今很清楚看到，其影響逐漸顯化。一方面，令市場增加對美國經濟復蘇的一些信心，而隨後陸續公佈的宏觀經濟數據，把這種變化體現出來。

美國經濟出現多項好轉信號，其中包括最重要的就業市場回暖，以及房地產止跌回升。美國民間企業10月新增僱員工人數達到8個月來最高水準，而且上周首度申領失業救濟金人數減少9千人。美國房市景氣緩慢復甦，也在為總統大選決勝時刻的奧巴馬加分。

美國經濟好轉有穩定跡象

事實上，讓全世界等待很久的美國房地產終於開始復甦，目前房價已從金融海嘯後的低點反彈，新屋銷售站上2年多來新高，新屋開工的速度也處於2008年至今最快；將消費者信心拉抬到金融海嘯爆發來的最高點。

根據美聯儲局，歷經5年衰退後，美國人持有地產的價值已連續兩季攀升，比去年底高7,300億美元。另外一連串的利好消息，如9月營建支出攀升到3年來最高點，10月製造業ISM指數也溫和上升，使得10月的消費者信心指數上升到2008年2月以來的最高點。受到這些有利經濟指標的激勵，美國上周美國股市開出高盤，道瓊、標準普爾5百及納斯達克三大指數都上漲逾2%，也為奧巴馬的選情帶來利多消息。

另一方面，由於經濟可望好轉，加上QE3投進市場的巨大的流動性，將使得美國的資金也加速流到亞洲新興地區。從日本、南韓、台灣以至香港，這些流動性都在不斷增加，並成為一股跨國流竄的熱錢。可以說，這些熱錢流來亞洲區檢資產「便宜貨」。根據香港聯交所公佈資料，11月2日香港聯交所平均市盈率(PE Ratio)是10.02,上海交易所的平均市盈率是11.43.都是遠遠低於歷史平均。因此若然美國的經濟好轉，進而能夠帶動中國以及其他亞洲國家出口，這些地區的股價很可能有15到20%的增長空間。

總統大選結果的影響

上周，蹂躪美國超級風暴「桑迪」並沒有把美國金融市場的一股「熱火」撲滅。雖然重建這些被嚴重破壞的城市，如美國第二大賭城大西洋城，可能要聯邦政府提供 400 億美元以上的資金，但並沒有影響美國金融市場的亢奮情緒。若干州份樓價已經明顯止跌回升，據統計過去兩個季度，美國房地產的價格增值約增加了 7 3 0 0 億美元，無疑給美國打了一記強心針。

雖然上星期公佈的失業率上升 0.1 個百分點到 7.9%，但估計沒有妨礙投資人對就業市場好轉的信心。不過，好轉之勢亦非沒有令人擔心的地方，包括好轉的持續性究竟有多久。其中一個可能影響因素，是週二（11月6日）美國總統大選的結果。

如果現任總統奧巴馬能夠當選連任，則九月中美聯儲推出的第三輪貨幣量化寬鬆（QE3）可以延續下去。奧巴馬是華爾街比較喜歡的候選人，其中的原因就是奧巴馬支持量化寬鬆政策，但羅姆尼就比較難捉摸他未來的金融施政方向，因此不確定因素也比較大。但不管誰當選，短期內政策應該不會有太大的影響，因此美國的資金流動性應該會比較充裕，資金成本低廉，讓投資人可以將資金投資到其他回報更高的地方。

熱錢加快湧入香港

熱錢不斷流入，由於美元貶值，亞洲區的貨幣匯價紛紛上升。香港金融管局理從 10月20日起至執筆時（11月3日），已十次入市承接美元沽盤，購入港元，以穩定港元與美元掛鈎的聯繫匯率。承接美元的數量達到 320 億以上，換言之，香港銀行體系的總結餘的餘額，高達約一七千百億港元，而這星期很容易就衝破一千八百億甚至一千九百億港元的規模。雖然目前香港股市成交還在 500 億到 600 億交易量，尚未看到大量資金湧入，但外資大舉入市的可能性已經相當高，而且香港政府在房地產的打壓將使得資金進入香港股市或國內股市。

由於之前國內資金外逃，內地 A 股依然在低位徘徊，然而國家對房地產市場的宏觀調控依然嚴厲，外資沒有大舉進入缺乏高回報投資資產的內地市場。但是，投資人看好中國經濟將在年底或明年年初見底回升的前景，熱錢更有可能是暫時留在香港，待中國經濟發出明顯的回暖信號後，才會大舉進入。

因此在未來 3 到 9 個月，將是資金陸續來到香港部署的時間。至於會不會到達歷史的高位的 3200 億，相信這個可能性不高。上次港匯觸及 7.75 的兌換保證水平已是 2009 年，由於美聯儲在 09 年 3 月 QE1，令大量熱錢湧入香港，當時港匯多

次觸及 7.75 元兌換保證水準，使得金管局多次入市幹預，一度令本港銀行體系總結餘上升至近 3200 億元歷史高位。並引發投資銀行設計結構型產品對賭香港政府解除聯繫匯率的可能性，當時市場預期這個事件在一年之內發生可能性達到 6%。

換言之，從目前金管局兩周之內十次出手，銀行體系總結餘之數達到當前水準，明顯反映熱錢流入香港有持續增加之勢。但由於 QE3 的規模遠小於 QE1，因此銀行體系總結餘到明年可能到達 2200-2500 億。造成股市反彈的幅度也不會像 2009 年由 QE1 帶動的那次 60% 反彈那麼大。

資產泡沫形成風險升溫

熱錢流入對中國最大的影響，是激化內地的通貨膨脹。照目前形勢看，內地通脹率在年底估計還可以維持在 2.2% 以下，但到明年春，萬一大量熱錢流入中國，則通脹率有機會再度攀升，房地產和物價上升之勢預料逐步明顯。到時候，通脹率回到「3」字頭，我們擔心目前中國政府正在進行的維持經濟穩定發展的基調可能會變，會從放鬆變成收緊，甚至在明年年中後有增加銀行準備金率或加息的壓力。

很明顯，這一輪熱錢流入香港，本地的資產泡沫形成的風險，更多在於股市而非物業市場。幸好過去幾個月，港股調整有一定幅度，價格相對比較便宜，因此，如今由熱錢激發出來的升勢，未致遠遠脫離企業的價值，即使恒生指數上升至二萬五千點，市盈率來到 12 左右也不致攀上高危的風險水準，形成巨大的資產泡沫。

照情形觀察，香港房地產在政府新一輪壓抑樓價的猛烈措施，有可能下調，但幅度在需求的支撐下以及地產商通力合作控制供應量的情況下，相信也不會大，在 5% 至 10% 之譜。因為湧入香港的熱錢，因政府的「辣招」暫時對房地產物業採取觀望態度，不過，隨著樓市的調整，在回調至一定水準，基於熱錢的規模不少，樓盤供應也有限，對此形勢的變化，恐怕會激發入市意欲。

港股泡沫風險較樓市大

政府通過新增買家印花稅（BSD），提高非本地居民購買物業的成本費用，針對內地賣家推高本地樓價，藉新增稅項加以打壓，政策目標十分明顯，但如果細心觀察本地物業的交易結構，本地炒樓客「短炒」的成份，其實比從內地而來的炒賣更大。內地買家有相當一部分都非短期炒賣，而是屬於「放長線」，甚至是考慮長久居住之用，因此以 BSD 來壓抑「短炒」，對壓抑本地房地產飆升之勢作用

十分有限，事實上，解決問題始終需要從增加供應入手。同樣，要增加居屋與公屋的供應量，讓香港中低收入居民，可以很容易買到一個安身之處，達到未來居者有其屋的目標。香港可以參考新加坡的房屋政策，將房屋市場分開成商品市場供炒家炒賣，政府可以抽比較重的稅，以及居民市場，提供合資格的香港居民一個較為合理容易上車的市場，如港人港地政策規定這類房屋只准香港居民擁有。

美國長債價格變化的啟示

從美國貨幣政策操作的角度，觀察看這一輪跨國資金流向亞洲的趨勢，值得注意的一點是，目前有分析認為「扭曲操作」(OT) 購債計劃年底結束，美國聯儲會否將之延期，以致流動性有進一步增加之虞？

對於這方面的考慮，筆者認為，關鍵視乎美國債券價格的變化。如今美國十年期國債孳息率約 1.7% 左右。這個低息水準明顯對美國財政負擔有好處。照美國 15 萬億美元規模的負債，以利息 1.7 釐計算，一年的利息支出約 2500 億美元之譜。相對三年前十年國債孳息率的水準，目前的債息水準一年可節省 2000 多億美元負擔。

因此，若美國十年期債券孳息率維持在當前這個 1.7% 水平，即使美聯儲把 OT 延期操作，但購買規模至少可以減少一半，不必再刻意沽短債買長債，因為長債的息率水準已經處於一定的「舒服」水準。

但無論如何，熱錢流向亞洲的趨勢，因為過去歐美經濟低迷，各國的出口嚴重受挫，經濟下行壓力，令當地的股市和樓市等資產作出相當大的調整，如今熱錢流入亞洲區以至香港，明顯帶有「撿便宜貨」意味，因此相信短期內也不會倏然中止。