



香港應無懼美國加息

高級經濟研究員 卓亮

美國大衰退已過去六年，聯儲局卻仍維持金融危機時的零利率政策，遲遲未邁出利率正常化的第一步。然而，近期愈來愈多決策者表態支持加息，相信聯儲局難以繼續按兵不動，年底前上調聯邦基金利率的機會頗高。由於美國通脹受控、增長溫和，利率調整的步伐會較以往慢。即使聯儲局開展新一輪加息週期，寬鬆貨幣政策仍會維持相當長的一段時間。

美國上一次加息已經要追溯至9年前，當時智能手機尚未出現；希臘債息與德國相若；港元匯率較人民幣強；可謂恍如隔世。香港的利率水平與聯儲局取態息息相關，從香港的實際情況出發，過去數年的超低息環境恐怕早已不合時宜。從整體來看，美國加息對香港而言應該是利大於弊。

香港不存在顯著遲於美國加息的條件

有部分市場分析認為，香港銀行體系結餘龐大，資金充裕，美國加息不代表香港一定要跟隨。誠然，香港與美國的利率變化未必是完全一致。惟單憑目前銀行體系結餘多寡來推算港、美未來利率調整的差異，理據略欠充分。

在香港聯繫匯率與貨幣發行局的制度下，要保持港元與美元匯率保持基本穩定，利率調整是關鍵所在。香港今日銀行體系結餘高企，其主因是聯儲局三輪量化寬鬆導致大量資金湧入香港。當港元兌美元匯率出現上升壓力時，金管局會賣出港元，增加基礎貨幣，從而令利率下跌，保持匯率穩定。

一旦聯儲局收緊貨幣政策，則會出現相反的情況。如果香港不跟隨美國加息，資金肯定會流出香港。資金外流意味著港匯受壓，為保持匯率穩定，金管局需要買入港元，從而減少基礎貨幣，導致利率上升。換言之，在聯繫匯率自動調節的機制下，無論香港金融機構是否主動第一時間上調利率，利率環境都會隨著美國加息而收緊。香港遲於美國加息的空間非常有限，從經濟分析的角度來看，可以忽略不計。

香港經濟能夠承受利率上升

事實上，無論從經濟增長、勞工市場、整體物價的表現判斷，零利率並非適

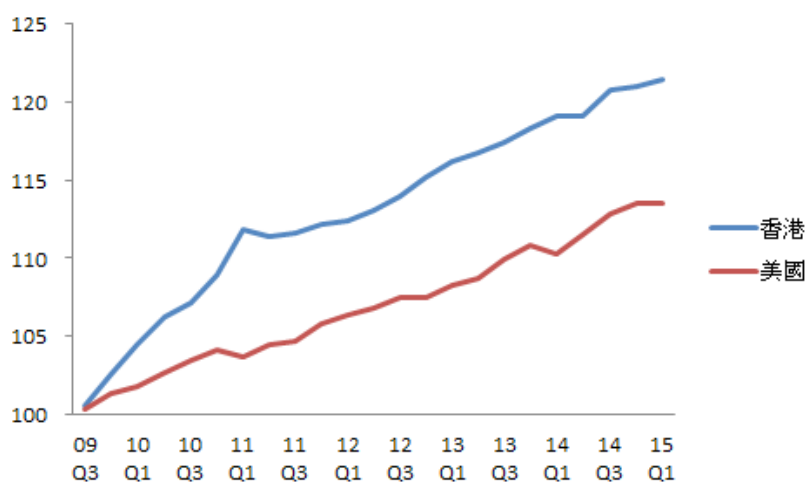
合香港的貨幣政策。美國如果開啟利率正常化，對香港經濟長遠穩定發展有正面作用。

首先，香港整體經濟活動的增幅近年雖然有所放緩，但表現仍優於大部分發達經濟體，更大幅領先美國。從 2009 年第三季復蘇開始至 2015 年第一季，香港實際 GDP 年均升幅達 3.3%，比美國 2.1% 的同期表現高出 1.2 個百分點。如果說美國復蘇溫和，某種程度上可能仍需要寬鬆的貨幣政策支持，香港則沒有這種顧慮。通過應用泰勒法則 (Taylor rule)，能夠粗略估算出符合香港實體經濟現狀的基準利率。如果代入最被廣泛引用的聯儲局三藩市分局的參數，適合不同經濟體的泰勒法則方程式如下：

$$\text{基準利率} = \text{中性實際利率 (2\%)} + \text{通脹} + [0.5 \times (\text{通脹} - \text{通脹目標})] \\ + (\text{非加速通脹失業率} - \text{失業率})$$

香港沒有通脹目標，也沒有關於非加速通脹失業率 (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU) 的權威估計。惟回顧香港經濟在本世紀初至今的數據，通脹目標為 3%、NAIRU 為 4% 的組合，應該可算是合理假設。代入以上數值後發現，目前適合香港實際情況的基準利率約為 5.2%。由此可見，美國加息不會對香港經濟增長造成負面影響。

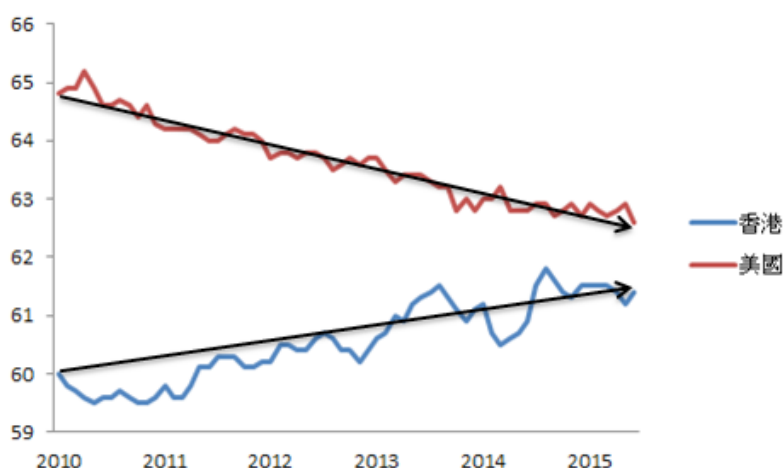
圖一：香港經濟增長領先美國 (實際 GDP；2009 年年中起點為 100)



資料來源：政府統計處、美國經濟分析局、中銀香港經濟研究

其次，香港勞工市場暢旺，失業率連續三個月維持在 3.2% 的低位，近乎全民就業。香港總就業人數及勞動人口不斷上升，顯示低失業率的“含金量”頗高，與美國形成鮮明對比。美國近年失業率持續下跌，主要由勞動參與率下降所帶動。相比之下，香港勞動參與率反覆上升，證明失業問題的紓緩受惠於就業情況的實際改善。勞工市場緊絀，無需對加息前景過慮。

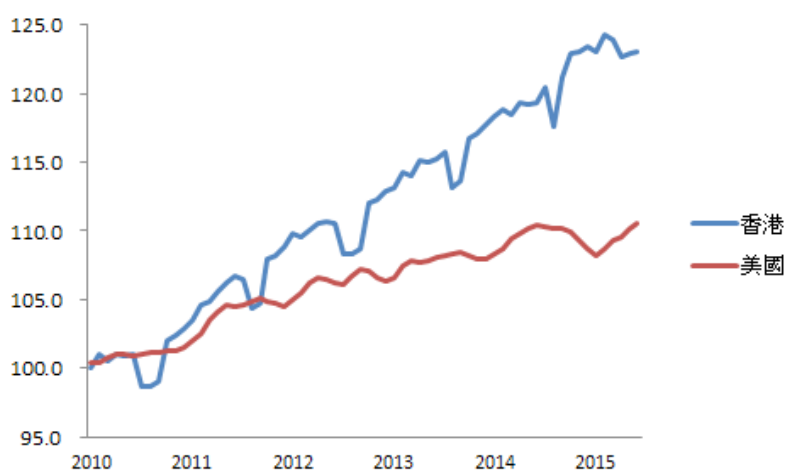
圖二：香港勞動參與率反覆上升 (單位：%)



資料來源：政府統計處、美國勞工統計局、中銀香港經濟研究

再次，香港通脹仍遠高於大部分主要經濟體，利率調整有助紓緩通脹壓力。過去一年，通縮現象在美國、英國、歐元區、甚至連新加坡都出現過（新加坡金管局預計今年餘下時間通脹都會處在負數區間），但香港整體消費物價同比變化一直維持在3%以上。月度通脹率以與前期物價水平比較得出，零點幾個百分點的按月環比變化或單位數的按年同比變化表面上看似溫和，累計影響卻不容忽視。從2010年開始，香港整體消費物價上升23.1%，而美國同期升幅只有10.5%。從另外一個角度來看，香港在過去五年半的通脹導致港元的實際購買力下降了18.8%。利率上調能夠降低通脹壓力，同時亦為儲蓄提供一定回報，對紓解民困有正面作用。

圖三：香港整體物價累計升幅拋離美國 (2009年末起點為100)



資料來源：政府統計處、美國勞工統計局、中銀香港經濟研究

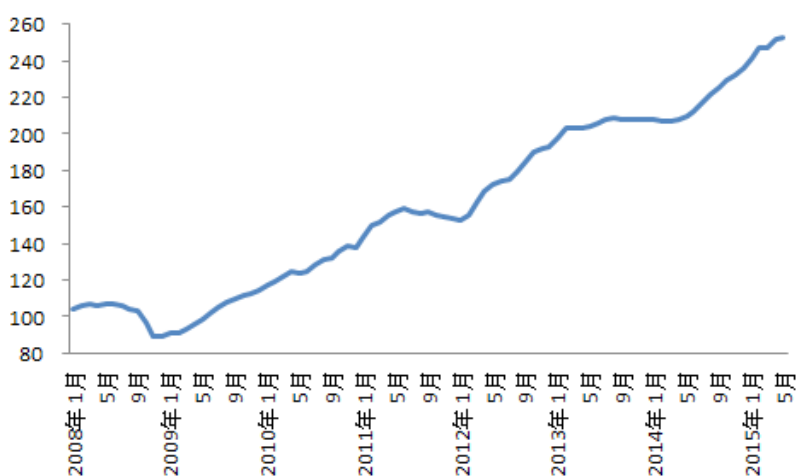
在宏觀經濟分析中，經濟活動、勞工市場、整體物價是三個最主要的範疇。如果說聯儲局在金融危機時制定的超寬鬆貨幣政策早已超出其“保質期”，那麼，

香港經濟增長與勞工市場表現優於美國，通脹亦偏高，就更加不用過分擔心利率調整的衝擊。從香港實體經濟發展的角度考慮，利率正常化應該是喜聞樂見的事。

利率調整有助抑壓樓價升幅

此外，加息有望抑制樓價。自 2008 年末觸底後，香港私人住宅物業售價便展開凌厲升勢，屢創新高。從 2009 年初至 2015 年 5 月，樓價升幅高達 185%。縱使政府推出一系列需求管理措施，樓價過高的問題依然存在。歸根結底，利率環境是決定樓價變化的關鍵因素，而超低利率水平在聯儲局加息前不會改變。

圖四：超低利率帶動香港私人住宅價格屢創新高 (2007 年末 = 100)



資料來源：差餉物業估價署、中銀香港經濟研究

利率調整主要從兩方面對樓價施壓。首先，利率上升會直接加重置業負擔。目前樓價與家庭入息中位數比率接近 15 倍，超過 1997 年的峰值。近年收入雖然持續上升，但顯然未能跟上住宅售價的升幅。如果單從兩者的變化判斷，表面上不難得出香港樓價已嚴重超出市民購買能力的結論。然而，由於利率低企，按揭還款佔家庭入息百分比並沒有急升。收入槓桿比率正逐漸接近 70%，明顯比 50% 的長期均值高出一截，但與 1997 年創下的 110% 歷史高位相距甚遠。若非超低利率的支持，按揭支出或早已超出普通家庭所能承受的水平。加息週期一旦開始，置業負擔將愈趨沉重。利率正常化對樓價的影響，或比其它任何單一因素都大。

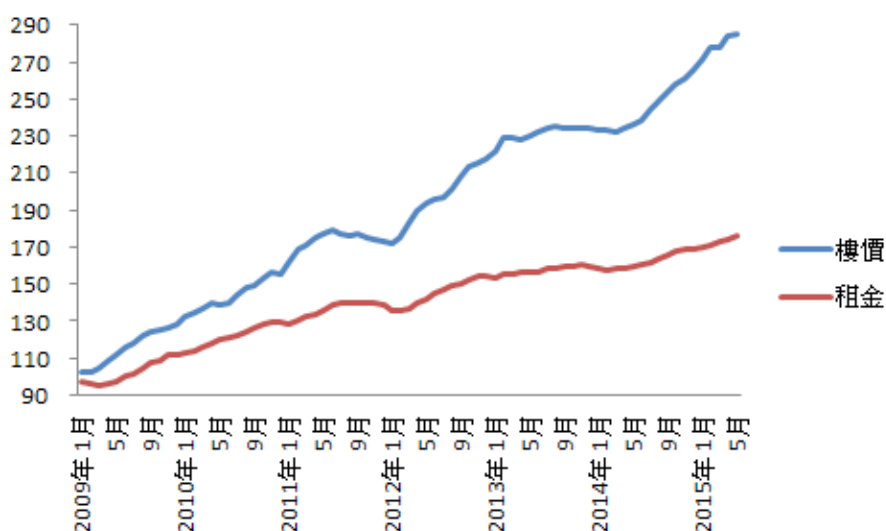
另一方面，整體利率環境收緊，租金回報難免相形見絀，削弱物業投資所創造現金流的吸引力。於今年第一季，實用面積介乎 70 至 99.9 平方米的私人住宅（C 類物業）租金回報率只有 2.6%，是有紀錄以來最低。惟絕對回報率並不是最理想的指標，要判斷物業回報的優劣，必須考慮當時的利率環境。從 1987 至 2014 的 28 年內，C 類住宅物業回報率與同期聯邦基金利率之差平均為 1.3%。今年首季 2.6% 的回報率在扣除基準利率後達到 2.5%，比歷史均值高出 1.2 個百分點。在超

低息環境下，租金回報相對表現事實上相當不俗。

倘若利率穩步上升，物業回報的吸引力必定大打折扣。從2009年開始，樓價升幅遠勝租金，期內私人住宅售價、租金分別上升185%及76%。物業回報要維持其與基準利率之間的差距，有三種途徑：一是提高租金，二是降低價格，三是租金增速較售價快。考慮到樓價的升幅在過去六年半內嚴重拋離租金增長，相信未來樓價調整的壓力會較大。再者，從資產估值的角度分析，一個物業的售價可以被視為其資產壽命內預期能夠創造的總租金回報，通過折算後所得的淨現值。利率水平是決定未來回報折算率的重要因素，利率愈低，折算率愈低，反之亦然。在長期超低利率環境下，折算率持續低企，對樓價構成莫大支持。同樣道理，當利率上升時，即使租金不變，樓價亦難免受壓。

展望未來，聯儲局加息步伐溫和，香港樓價應不會急跌。惟利率環境改變，預示著私人住宅升市正接近尾聲。

圖五：香港私人住宅售價升幅拋離租金 (2008年末 = 100)



資料來源：差餉物業估價署、中銀香港經濟研究

綜上所說，香港經濟表現相對穩健，通脹顯著較其他發達經濟體高。泰勒法則顯示，適合香港的基準利率顯著高於目前聯邦基金利率水平。美國利率正常化如能邁出第一步，對香港實體經濟實屬好事。同時，樓價近年不斷飆升一直是困擾香港民生的棘手問題，而超低利率是刺激樓價屢創新高的其中一項關鍵因素。利率上調能夠擠壓出部分樓市泡沫，為樓價降溫。香港其實早已不需要零利率政策的刺激，美國加息對香港利大於弊，無需過分擔憂。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2013	2014	2014/Q4	2015/Q1
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	20,961	21,446	6,127	5,724
升幅 (%) Change(%)	2.9	2.3	2.4	2.1
二. 對外貿易 External Trade	2013	2014	2015/5	2015/1-5
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	544	553	43	199
轉口 Re-exports	35,053	36,175	2,876	13,998
總出口 Total exports	35,597	36,728	2,918	14,197
進口 Total imports	40,607	42,190	3,319	16,167
貿易差額 Trade balance	-5,010	-5,463	-401	-1,970
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-7.6	1.7	-19.6	-13
轉口 Re-exports	3.8	3.2	-4.4	1
總出口 Total exports	3.6	3.2	-4.6	0.8
進口 Imports	3.8	3.9	-4.7	-0.8
三. 消費物價 Consumer Price			2015/6	2015/1-6
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.3	4.4	3.1	3.7
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	70,503	81,489	7,993	43,636
年升幅 (%) Change(%)	-29.9	15.6	8	27.6
五. 勞動就業 Employment			2015/3-2015/5	2015/4-2015/6
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.84	14.95	12.8	13
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	3.2	3.2	3.2
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.5	1.4	1.4
六. 零售市場 Retail Market			2015/5	2015/1-5
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	11.0	-0.2	-0.1	-1.8
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	10.6	0.6	4.6	1.3
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,430	6,077	476	2,497
年升幅 (%) Change(%)	11.7	11.9	3.6	3.9
八. 金融市場 Financial Market			2015/5	2015/6
港幣匯價 (US\$100=HK\$)	775.4	775.6	775.2	775.2
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)			2015/4	2015/5
M1	9.7	13	18	23.6
M2	12.3	9.5	10.3	9.1
M3	12.4	9.6	10.4	9.1
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	10.6	9.7	11.8	10.9
港元存款 In HK\$	5.1	9.3	9.1	11.1
外幣存款 In foreign currency	16.2	10.1	8.8	6.9
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.0	12.7	8.0	7.3
當地放款 use in HK	13.8	12.1	5.4	4.6
海外放款 use outside HK	21.4	14.2	14.3	14
貿易有關放款 Trade financing	43.8	-1.4	-12.1	-11.9
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	23,306	23,605	24,901	27,424