



HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2014年3月

本報告分析2013年8月底至2014年2月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2014年3月

目錄

1. 概論	4
2. 全球環境及展望	8
2.1 外圍環境	8
2.2 中國內地	11
3. 本港經濟	19
3.1 實體經濟活動	19
3.2 消費物價	25
4. 貨幣及金融狀況	27
4.1 匯率及資金流	27
4.2 貨幣及信貸	29
4.3 股市	36
4.4 債務市場	37
4.5 物業市場	43
5. 銀行業的表現	46
5.1 盈利及資本額	46
5.2 流動資金、利率及信貸風險	48
專題1 中國內地房地產業與其他行業之間的關聯	16
專題2 再探香港勞工市場緊絀的困惑	21
專題3 中國內地及香港人民幣可交收遠期外匯市場的相互作用	33
專題4 美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率的推動因素	40
專題5 香港銀行業的流動資金壓力測試	57
專題6 跨國銀行的流動資金管理對香港銀行業的影響	60
詞彙	

1. 概論

美國聯邦儲備局逐漸減少購買資產，引起新一輪影響新興市場經濟體的市場波動。在波動的外圍環境下，港元仍然大致穩定，本地金融市場仍然井然有序。

隨著有關主管部門引導內地經濟實現較慢但更可持續的發展，且逐步降低企業及地方政府的槓桿水平，本地銀行需要保持警惕，為內地持倉潛在的信貸風險增加作好準備。與此同時，亦需要準備好應對潛在資金外流及房地產市場調整帶來的風險。

外圍環境

美國聯邦儲備局於1月開始逐漸縮減其大規模資產購買計劃，此舉標誌著一個可能既慢長且錯綜複雜的貨幣正常化過程正在展開。在先進經濟體前景改善及主要央行會維持寬鬆貨幣狀況一段長時間的預期支持下，全球金融市場對退市的初步反應平靜。然而，在評估過新興經濟體對美國撤銷貨幣刺激政策的承受能力後，市場便出現新一輪的波動。

美國聯邦儲備局的貨幣政策開始正常化，可能反映美國經濟的增長勢頭有所改善，但美國經濟並未全面好轉。勞動人口參與率持續下降及資本投資仍然低迷，可能表示潛在產出增長放緩，令通脹風險難以判斷及增加貨幣政策的執行難度。事實上，退市的路徑未必會一帆風順，利率波動亦可能高於預期。在歐元區，儘管經濟穩定復蘇，但私人及公共部門均債臺高築以及金融狀況持續存在重大差異阻礙了復蘇。在日本，經濟增長及通脹均有所改善，但由於工資增長緩慢及經常賬出現赤字，經濟前景仍不明朗。公共債務高企及財政空間有限，也意味著一旦經濟增長放緩或政府債券收益率跳升，日本的主權債務狀況就有可能會惡化。

在東亞地區，在美國聯邦儲備局於去年年底宣佈逐漸減少購買資產之後，若干經濟體系已感受到資本外流

的壓力，但與去年夏天出現大量拋售相比較，此次金融市場總體反應尚算平靜。展望未來，資金流向或會受到一些會觸發市場避險情緒的事件而變得更敏感，在美國貨幣政策正常化的過程中，由於對新興市場的擔憂揮之不去，市場很可能出現更大的震盪。從樂觀的方面看，亞太地區大多數政府均擁有應對經濟週期性波動的空間，可減輕資本流向逆轉帶來的衝擊。

該地區資本流向的波動性，也可能反映了市場對於中國內地經濟增長放緩的擔憂。隨着增長放緩，對於地方政府及企業部門過度槓桿化的憂慮，也可能導致市場波動。有關主管部門已表示，它們決心引導內地經濟走向較緩慢但更可持續的增長路徑。而憑藉內地政府在上世紀90年代的經驗，它們應有能力實現有序的去槓桿化。

內地的房地產市場對其宏觀經濟及金融穩定舉足輕重。專題1（見第16頁）探討房地產業與其他行業之間的關聯。分析表明，房地產業與其他行業的關聯在過往數年間有所增強，而房地產業的信貸風險可能會對內地經濟的其他行業產生外溢效應。

本地經濟

在本地需求強勁及外部需求逐步復蘇的背景下，香港的實質本地生產總值於2013年第3季的按季增長率加

速至0.7%，第4季則達到1.1%。私人消費保持動力，機器及設備購買旺盛亦令投資得到加強。隨著先進經濟體及內地經濟逐漸復蘇，出口表現有所改善，但由於留用進口增速更快，淨出口仍然拖累經濟增長。

以2013年全年計，實質本地生產總值增長率由一年前的1.5%回升至2.9%，但仍低於過往十年4.5%的平均按年增長率。然而，勞工市場狀況大致保持穩定，失業率於第4季輕微下降至3.2%，就業總人數以穩健的速度增長。專題2（見第21頁）探討近幾年本地生產總值增長儘管低於趨勢水平，但勞工市場卻保持穩定的若干可能原因。

本地通脹壓力較2013年上半年有所緩和，按3個月以年率計的基本通脹率由2013年上半年4.6%的平均增長率下降至2014年1月的4.0%。此種緩和勢頭未來很可能會持續，原因是較溫和的住宅物業租金增幅應能繼續抑制通脹壓力。

香港的實質本地生產總值增長率很可能會在2014年略為加快並貼近趨勢水平。隨著先進經濟體更強勁的復蘇及內地經濟大致保持穩健，出口表現有望進一步改善。由於私人消費及投資穩定增長，本地需求或會保持強勁。然而，樓市降溫可能會導致房屋財富效應減弱，甚至轉而拖累消費。此外，因為紓困措施的規模及範圍略有縮減，財政政策已略微轉向緊縮。

市場分析師目前對香港2014年的實質本地生產總值增長率的預測平均約為3.5%，而港府預料增長率加快至3.0-4.0%之間。金管局內部編製的綜合領先經濟指標亦預示未來增長步伐會略為加快。雖然經濟前景相對上正面，但仍存在諸多不明朗因素及風險，特別是亞太地區資金流向變動有關的因素及風險。

貨幣狀況及資金流動

於2013年下半年，部份新興市場貨幣被拋售，但港元現貨匯率繼續在接近強方兌換保證匯率7.75的位

置窄幅移動。事實上，隨著本地股市在7至11月期間轉趨活躍，非銀行私人部門仍面對著溫和的資金流入壓力。至12月，美國聯邦儲備局宣佈逐漸減少購買資產，港元現貨匯率才略微走弱。但總體來說，資金流壓力較輕微，市場繼續對聯繫匯率制度保持信心。

貨幣環境依然寬鬆，利率仍然處於低水平，而貨幣供應增長速度加快。銀行業的批發融資成本繼續處於低水平，隔夜及3個月香港銀行同業拆息結算利率分別徘徊於0.08%及0.38%。零售利率亦在低位保持穩定。然而，市場對美國聯邦儲備局減少購買資產的憂慮，導致長年期港元收益率跟隨同期美元逐漸上升。另一方面，由於銀行客戶存款及由非銀行持有的可轉讓存款證增長強勁，港元廣義貨幣供應量（港元M3）下半年的增速加快至5.5%。

信貸方面，儘管整體貸款於第4季出現放緩跡象，但2013年整體貸款增長仍達到16.0%，而2012年為9.6%。在香港境外使用的貸款及外幣貸款急增，而美元貸存比率於2013年年底達到85.4%。為防止融資風險進一步積累，金管局推出穩定資金要求並於2014年1月生效。根據該要求，整體貸款增長20%或以上的認可機構要保持一定水平的穩定資金。

港元貸款及本地信貸的增速亦有加快。儘管物業市場活動放緩及審慎監管措施的影響已導致住宅按揭貸款增長乏力，個人貸款卻增加了16.8%，使家庭債務佔本地生產總值的比例達到創紀錄的62%。有鑑於此，金管局於2014年1月發出通告，要求認可機構檢視個人貸款業務的批核標準，並提升對該業務的風險管理。

香港作為離岸人民幣業務中心的地位得到進一步發展。2013年，人民幣存款及存款證總額顯著上升46.2%，主要由於人民幣貿易結算業務增加，另外在較少程度上，人民幣利率相對其他貨幣高，以及人民幣升值預期亦導致人民幣需求量上升。人民幣貸款亦

較上年顯著增長了46.3%。儘管內地流動資金收緊導致在岸銀行同業拆息大幅波動，離岸銀行同業拆息保持相對穩定。然而，遠期隱含收益率(forward-implied yields)與在岸的收益率波動較為一致。專題3(見第33頁)概述關於在岸及離岸可交收遠期外匯市場的互動的主要研究結果。一般來說，由在岸向離岸市場的外溢高於相反方向的外溢，而這兩個市場均會影響人民幣遠期匯率的價格發現過程。

資產市場

香港股票市場在過往六個月的表現落後環球股市。投資者關注美國縮減買債規模所造成的外溢效應，以及對中國內地經濟增長放緩的疑慮，令本地市場蒙受陰影。然而，因中國內地企業首次公開招股的数量在下半年急劇增加，使股票發行市場成為了亮點。展望未來，儘管在現有估值水平下，股市下行風險有限，但美聯儲進一步退市的步伐可能引致市場波動。

儘管環球債券市場波動性增加，本地債務市場仍穩步擴張。聯儲局退市的言論令投資者採取觀望態度，導致私人部門債務的發行量大幅下降。但其負面的影響已被公營機構債務發行的顯著增長完全抵銷。與此同時，離岸人民幣市場於2013年再次錄得快速增長。發行市場活動顯著增長，發行人及產品組合日益多樣化。展望未來，鑑於再融資需求增加及中國內地私人發債需求強勁，市場可能在來年維持穩步增長。此外境外企業以互換交易為基礎的債券發行(關於其近期強勁增長的分析見專題4(見第40頁))預期將進一步增加，從而成為另一股推動市場發展的力量。

在加息預期升溫，以及逆週期措施的抑制下，物業市場活動在2013年下半年及近幾個月依然疲弱，整體成交大幅萎縮，住宅價格有一些下行壓力。由於發展商提供折扣及優惠，一手市場成交有所復蘇。同時有跡象顯示，更多業主願意降低放盤叫價，銀行的物業估價亦變得相對保守。儘管分析師普遍預期房地產市場會在今年進一步整固，但並沒有樓市週期逆轉的明

顯跡象。物業估值仍然偏高，價格收入比率及收入槓桿比率仍維持於較高水平。

銀行業表現

銀行業繼續錄得穩健增長，主要表現為資產質素優良、流動資金狀況良好及按國際標準而言雄厚的資本水平。雖然銀行業的盈利在2013年下半年較上半年非常強勁的表現有所放緩，但仍優於前年同期，其中零售銀行錄得的稅前資產回報率為1.2%，而上半年及2012年下半年則分別為1.4%及1.1%。就2013年全年計，零售銀行的除稅前經營溢利錄得22.1%的增長，平均資產回報率由2012年的1.2%上升至1.3%。

於2013年下半年，流動資金狀況仍然良好，本地利率則整體保持平穩。由於存款增長超過信貸擴張，所有認可機構的整體貸存比率由2013年6月的71.9%下降至12月的70.4%。專題5(見第57頁)評估香港銀行業的流動資金風險。簡而言之，是項流動資金風險壓力測試顯示，在面臨嚴重的經濟及金融衝擊時，香港銀行業的系統性流動資金風險仍可受控。儘管敏感度測試結果亦得出相同的結論，但它突顯銀行的流動資金風險對利率變動反應敏銳。因此，銀行應警惕利率正常化的潛在影響及其步伐。

鑑於跨國銀行在香港業務規模龐大，當跨國銀行受到源於其總部所在國的衝擊時，香港銀行業的流動資金及融資實不能免於受到其內溢效應的影響。專題6(見第60頁)研究決定由跨國銀行集團內部融資活動傳遞有關衝擊的程度，及其對境外銀行香港分行的經營造成的相關影響的各種因素。研究結果表明，儘管銀行母公司的融資衝擊或會對分行經營所在國家的信貸供應及貸款定價造成顯著壓力，但在推行中的監管改革可能有助於減輕其負面影響。

展望未來，隨著全球貨幣狀況繼續正常化，應密切注視銀行資產負債表可能受到的影響。特別是鑑於近期

家庭債務及企業槓桿水平上升，倘若利率顯著上升或本地物業市場大幅度調整，則借款人的償債能力或會面臨考驗。為了防範銀行資產負債表上出現資金來源不穩的風險，金管局推出穩定資金要求，並於2014年1月生效，在相關措施公佈以後信貸增長於2013年底有所放緩。同時，本地銀行業對內地相關業務的信貸風險承擔增加，仍然對銀行業構成挑戰，銀行應繼續審慎管理其內地相關貸款的信貸風險。為了加強監察這些業務，金管局推出全新的季度內地業務申報表，要求所有銀行就其非銀行內地風險承擔呈報更詳細資料。另外，金管局亦要求內地業務活躍的銀行，就其風險管理和內部監控進行專題審查。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

美國聯儲局開始縮減資產購買規模，全球金融市場最初反應平靜，但其後新興市場的經濟狀況再次引發市場憂慮。先進經濟體系前景有所改善，但結構性問題仍未解決，可能會限制全球經濟增長速度，而金融市場仍會對未來貨幣政策走向的突然改變表現得非常敏感。

在東南亞，資金淨流出情況至今仍屬溫和，並未有外資撤出市場的跡象。然而，外界對新興市場經濟的憂慮揮之不去，市場表現很可能會繼續波動，資金流向對任何可觸發避險情緒的衝擊都會變得更加敏感。

中國內地經濟似乎已邁向較慢但更可持續的增長路徑。市場對地方政府性和企業債務的高速增長感到擔憂，但政府已決心以逐步和有序的方式降低槓桿，並致力防止國內需求大幅波動。貨幣狀況普遍有所緊縮，而相關主管部門已加強有關銀行表外融資業務的規範和監管。

2.1 外圍環境

美國聯儲局開始縮減資產購買規模，標誌著一個複雜的貨幣政策正常化程序正在展開。全球金融市場最初反應平靜，主要由於先進經濟體系前景有所改善及市場預期各主要央行仍會維持寬鬆貨幣狀況一段長時間。然而，市場對於新興市場能否承受美國撤回貨幣刺激措施所帶來的衝擊的憂慮最終重現。展望未來，先進經濟體系的結構性問題仍未解決，可能會限制全球經濟增長速度，而金融市場仍會對未來貨幣政策走向的突變表現得非常敏感。事實上，先進經濟體系的貨幣政策走向仍非常不明朗，特別是在經濟增長、通脹與失業率的關係不穩定及不確定的情況下，令制訂利率的前瞻性指引變得更加複雜。

在美國，經濟活動及就業增長自2013年下半年開始加快，但美國經濟仍面對結構性問題所帶來的挑戰。特別是當地失業率下降並非由於就業對人口比率上升，而是勞動力參與率下跌所引致（圖2.1）。雖然勞

動人口減少，有部分是基於周期性因素而非人口結構因素所造成，但離開勞動市場的人數越多及時間越長，意味著這些人越有可能最終永久地脫離勞動市場。事實上，在美國勞動市場過去五年復蘇緩慢的情況下，貝弗里奇曲線(Beveridge curve)出現結構性移動的可能性越來越高（圖2.2）。這一切現象表示結構性失業率可能已上升。

圖 2.1
美國：失業率的構成

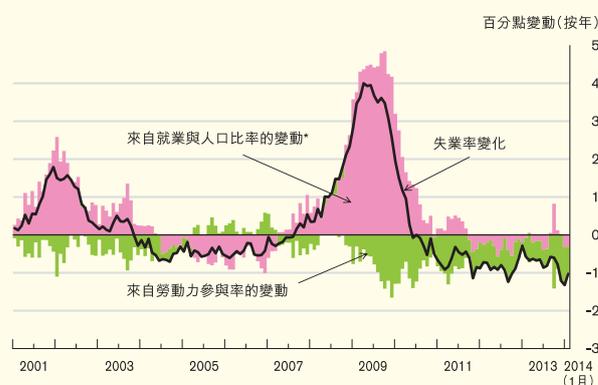
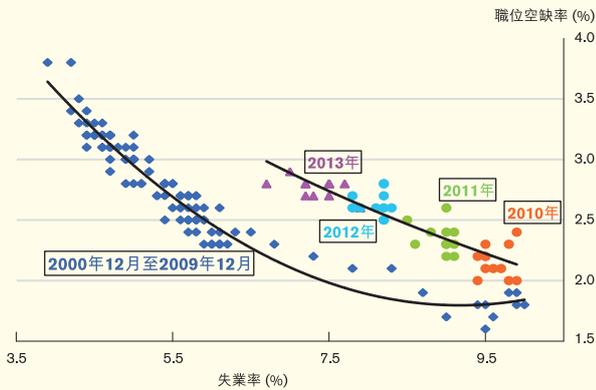


圖 2.2
美國：貝弗里奇曲線的移動



資料來源：美國勞工統計局。

勞動市場復蘇緩慢，部分原因可能是由於商業固定投資增長疲弱所致，加上公共基建投資減少，使資本累積速度緩慢（圖 2.3），繼而亦可能影響生產力。事實上，新創立企業一直是推動美國創新和投資的重要動力，但自爆發全球金融危機後，美國的新創立企業數目已驟減，直至近年才略見回升（圖 2.4）。上述一切意味著，美國的經濟增長潛力或可能低於目前預期。這或會使未來通脹比預期上升得更快，導致一旦需要加息時，加幅可能會較預期大。

圖 2.3
美國：資本變動淨值



附註：資本變動淨值的計算方法，是將公營及私營固定投資總額減去固定資本折舊。
資料來源：CEIC。

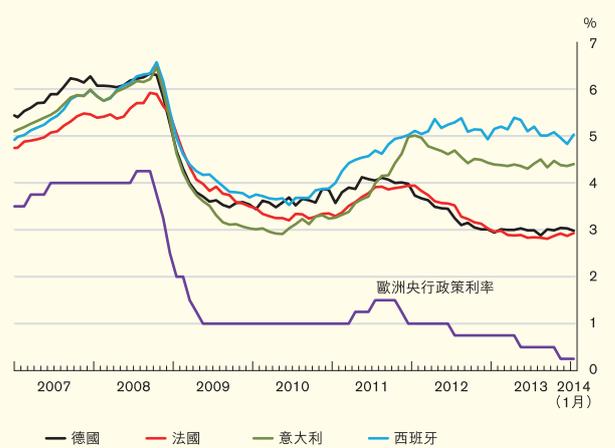
圖 2.4
美國：新創立企業數字



資料來源：美國人口普查局。

歐洲方面，歐元區經濟大致上仍處於復蘇軌道，但預期增長速度將保持溫和，而且還要面對結構性問題所帶來的挑戰。區內不但公共債務高企，私營企業亦債台高築。私營企業的財務狀況欠佳，令非銀行私營部門的信貸風險增加，使銀行不大願意批出貸款，此情況持續妨礙了周邊國家的貨幣傳導機制。因此，儘管歐洲中央銀行已連番下調政策利率，但周邊經濟體系的貸款利率依然高企，使區內的金融狀況存在重大差異的情況持續（圖 2.5）。經濟結構上的種種弱點，使歐元區難以實現更強的經濟復蘇。

圖 2.5
歐元區：貸款及歐洲央行政策利率



資料來源：歐洲央行。

日本方面，經濟狀況正在好轉，通脹率逐步回升至接近2%的目標水平。雖然如此，當地工資增長依然疲弱，經常帳面臨赤字，而且消費稅即將在4月上調，使日本經濟前景陰晴難定。此外，公共債務高企仍是日本經濟的隱憂。日本現行的財政政策走向，意味日本政府計劃在2020年回復至基本財政盈餘，可是現時大部分政府開支均用於社會保障福利（鑒於日本人口老化，這筆開支難以削減），加上需要支付日本國債的本金及利息（致使財政狀況容易受到加息影響），因此要整頓財政並非易事（圖2.6）。在此情況下，一旦經濟發展不穩或日本國債收益率驟升，日本的主權債務形勢便會出現轉壞的風險。值得注意的是，經季節因素調整後，日本近月的經常帳已陷入赤字（圖2.7），而當中的風險是，持續出現經常帳赤字可能削弱投資者對日本國債的信心，繼而使投資者質疑日本公共財政的可持續性。

圖 2.6
日本：按組成項目劃分的政府開支

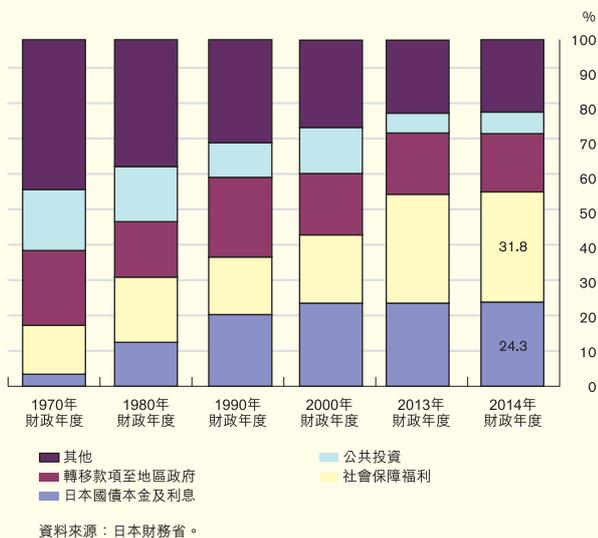
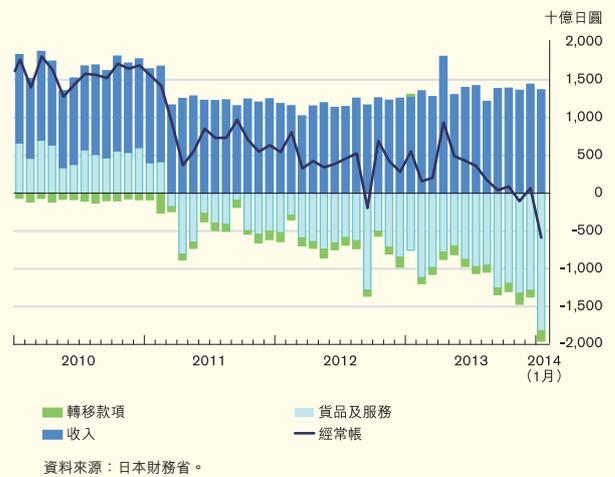
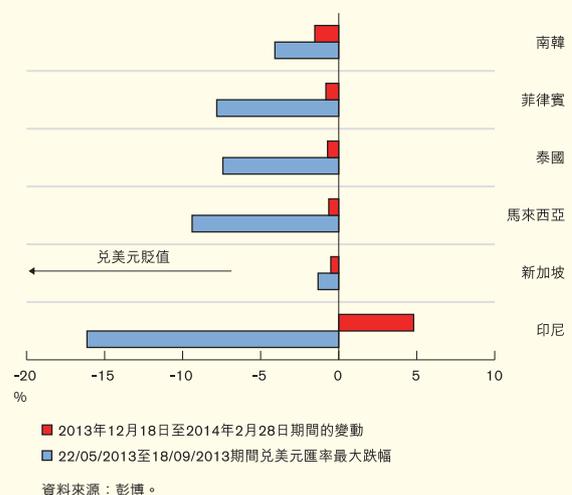


圖 2.7
日本：經常帳狀況



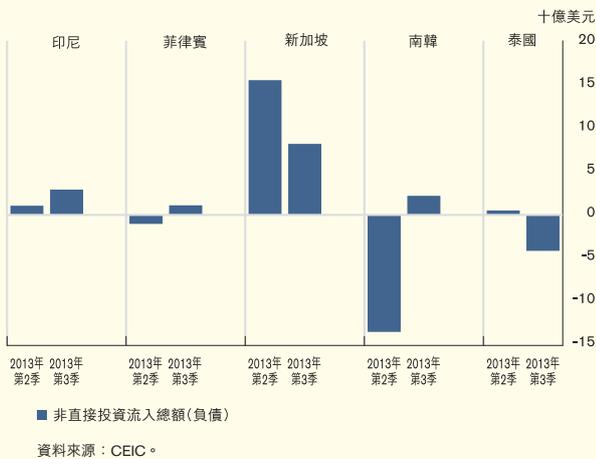
美國聯儲局於2013年12月宣佈削減資產購買規模，基本因素較弱的新興市場經濟體系隨即受壓，而東亞地區金融市場的整體反應則相對平靜（圖2.8），這或反映區內的基本因素較為穩健。相比去年夏季的拋售情況，近期的市場反應亦相對溫和，不過即使在去年夏季，區內的資本流出量亦屬輕微，並無外資撤出東亞市場的跡象。根據國際收支平衡統計資料，不少東亞經濟體系在2013年第2季至第3季的證券及貸款流出淨額，均遠低於2008年全球金融風暴期間所錄得的數目。同時，區內部分經濟體系其實一直錄得來自非居民的非直接投資資金流入¹，只是總額較小而已（圖2.9）。

圖 2.8
亞洲：東亞貨幣兌美元匯率變動



¹ 非直接投資資金流入總額指因非居民的證券投資，銀行借貸和存款，以及其他金融投資而使居民金融負債增長的幅度。

圖 2.9
亞洲：非直接投資資金流入總額



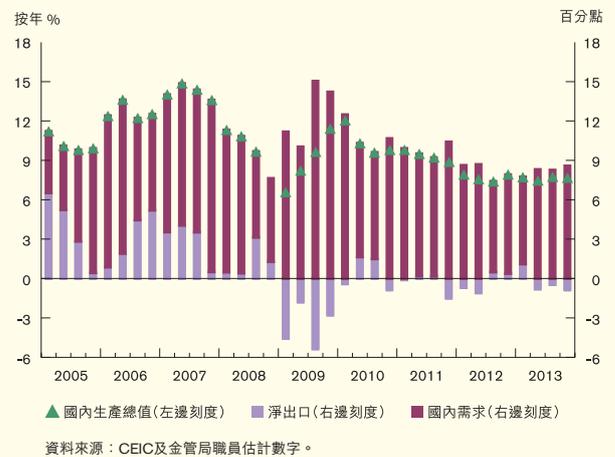
美國貨幣政策正常化及經濟增長步伐的不明朗因素，主宰了東亞地區的經濟前景。一方面，美國貨幣政策正常化步伐未明，或會令金融市場波動不定，增加資金流向逆轉及金融狀況緊絀的風險，繼而打擊區內的本土需求。另一方面，究竟美國的市場需求要復蘇到甚麼程度才能刺激東亞地區出口，以抵銷區內金融狀況緊縮所造成的拖累至今仍是未知之數。與此同時，遜於預期的中國內地經濟增長亦為區內前景添加下行風險。

展望未來，外界對新興市場的憂慮揮之不散，預期東亞地區市場仍將反覆波動。鑒於聯儲局推行貨幣政策正常化，內地增長放緩，加上區內經濟體系存在的風險和失衡狀況，相信市場投資情緒仍會多變。值得注意的是，資金流向對任何可觸發避險情緒的衝擊都會變得更為敏感。

2.2 中國內地

內地經濟增長動力於2013年下半年有所復蘇，實質國內生產總值按年增長約7.8%，而上半年為7.6%（圖2.10）。消費增長基本上保持穩定，而出口及製造業投資有所改善。通脹壓力繼續受控，按年整體消費物價指數通脹率平均約為2.7%，而生產者物價指數則於回顧期間下跌約1.6%。

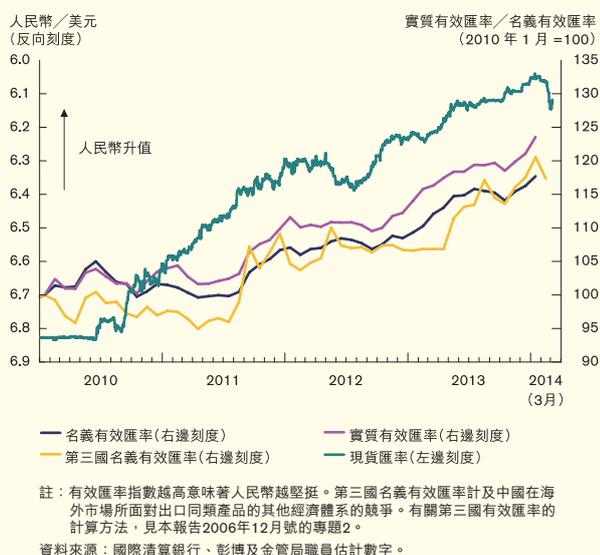
圖 2.10
中國內地：國內需求與淨出口對國內生產總值增長的貢獻



經濟增長預期將在近期大致穩定。全球需求逐步改善，將有利於內地出口，而國內需求可能因為幾個製造行業的產能過剩問題及去槓桿化壓力而繼續受到抑制。中共十八大三中全會後，有關主管部門發佈了全面改革的方案。這些改革措施將為更可持續的長期增長奠定基礎，但可能不會顯著提振短期經濟動力。由於增長動力仍然溫和，預期通脹壓力短期內亦不顯著。3月份的共識預測顯示內地經濟將於2014年增長7.4%，而消費物價指數通脹率約為2.9%。

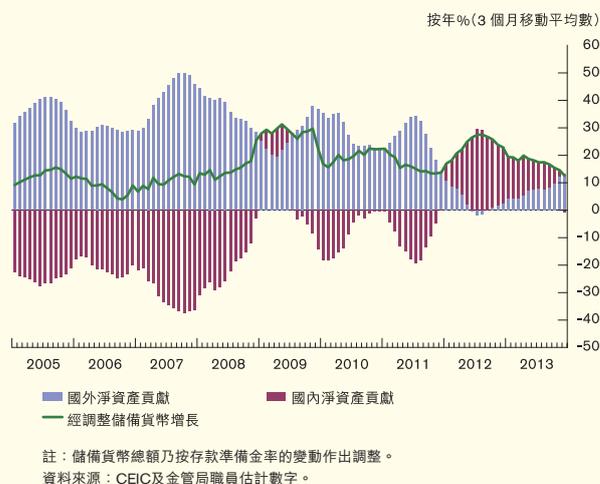
隨著經濟增長動力復蘇，資本流入壓力在第4季有所上升，而人民幣兌美元匯率則持續升值，直至近期有所回軟（圖 2.11）。人民幣與美元之間的利差可能為資金流入提供了額外的動力。中國人民銀行進一步推進人民幣匯率機制改革，在3月中旬將人民幣兌美元匯率的每日交易價浮動幅度從當日中間價的±1%擴大至±2%。

圖 2.11
中國內地：人民幣匯率



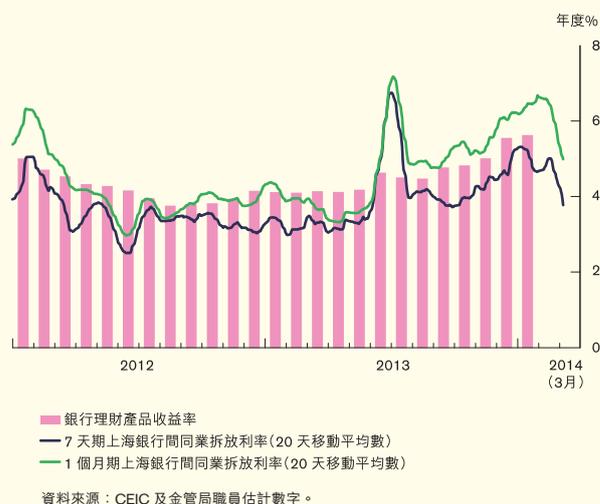
中國人民銀行的貨幣政策立場似乎有緊縮的傾向。雖然基準利率及存款準備金率維持不變，但儲備貨幣增長率繼續下降（圖 2.12）。廣義貨幣及社會融資總量增長同樣放緩，然而貸款增長保持基本穩定。整體貨幣狀況略有緊縮，但由於不同行業的通脹壓力存在明顯差異，它們的實質借貸成本繼續分化。

圖 2.12
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻



銀行同業拆借市場的流動性同樣普遍收緊，反映了季節性因素，以及金融創新和金融中介鏈延長等結構性因素的相互作用，也可能反映了貨幣政策立場的緊縮傾向。貨幣市場利率普遍呈上升趨勢，直到農曆新年假期後才有所回落，而銀行理財產品的收益率也在過去數月上升（圖 2.13）。

圖 2.13
中國內地：貨幣市場利率及銀行理財產品收益率



較高的銀行同業拆息水平可能對較小型的銀行影響更大，因為它們相對地較多倚賴從大型銀行的借貸，而且表外業務的風險承擔亦較大。隨著利率繼續市場化，利率波動性可能會上升。為應對此種情況，中國人民銀行強化了對流動性的支持措施。

股票價格在第3季出現反彈，但在過去幾個星期回復跌勢，而房地產市場則整體上仍然保持暢旺。大多數城市地區（尤其是一線城市）的房屋價格繼續上漲（圖2.14）。然而，一些較低級別城市由於房屋供應過剩的風險正在浮現，房屋價格卻處於趨勢不明狀態甚至有所回軟。相應地，部份大城市的政策制定者在過去數月進一步推出措施為房地產市場降溫，而少數較低級別的城市則微調政策措施以支持市場。

圖 2.14
中國內地：房屋價格



不同地區的房地產市場前景預期在近期繼續分化。受持續的城市化進程及穩健的住房改善需求支持，大城市的房地產需求將保持強勁。相反，由於近年來房地產供應快速增加，以及在城市化過程中居民傾向於從小城市向大城市遷移從而導致人口下降的風險，部份小城市（特別是內陸地區）的房地產市場可能將繼續面臨壓力。

事實上，內陸城市地區人均在建住房面積的增長要遠快於沿海城市地區（圖2.15）。另一方面，在大城市的人口密度持續上升的同時，小城市的人口密度則呈現下降的跡象（圖2.16）。根據獨立房地產研究機構中國指數研究院的估計，如房屋銷售維持目前的速度，較小型的城市將需要十年以上的時間來消化現有土地庫存，而大城市則為兩年左右（圖2.17）。

圖 2.15
中國內地：城市地區人均在建住房面積

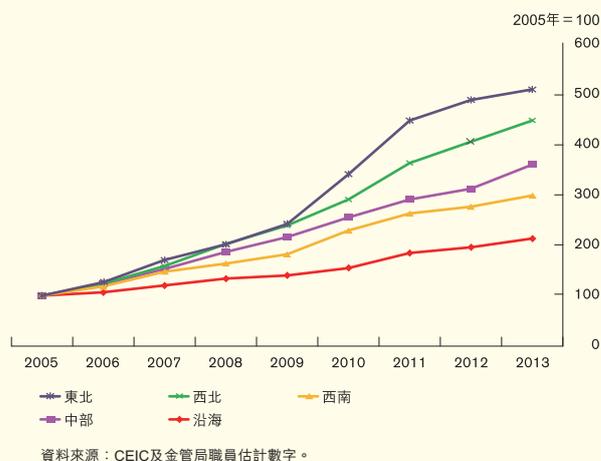


圖 2.16
中國內地：人口密度

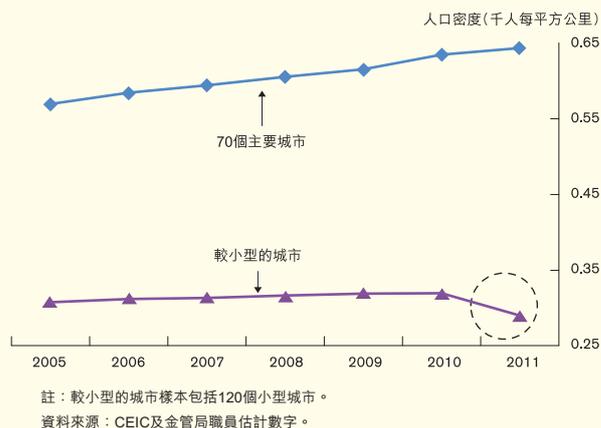
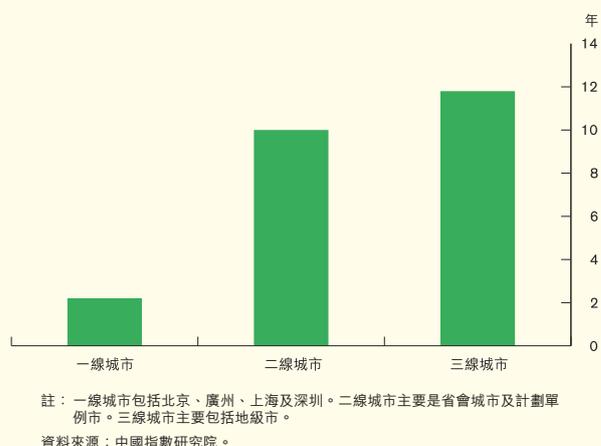


圖 2.17
中國內地：消化現有土地庫存估計所需時間



儘管面臨房地產供應過剩風險的城市數量似乎並不多，但有必要密切監測相關風險，特別是房地產業與其他行業之間的關聯越來越緊密的情況下尤其如此（關於房地產業與其他行業的關聯的更多討論，請參閱專題1）。

銀行業於最近幾個季度繼續錄得穩固的利潤增長及穩健的資本狀況，但資產質素仍然面臨壓力。² 幾個製造行業的產能過剩問題以及地方政府性債務將繼續對銀行的資產質素構成憂慮。

官方數據表明，儘管最近幾年增長迅速，但地方政府性債務水平並不是很高。國家審計署的最新報告顯示，截至2013年年中，地方政府性債務總額（包括或有債務）約佔國內生產總值的33%。我們亦對多達900個已發行債券的地方政府融資平台的財務狀況進行分析以作參考。³ 分析顯示，它們的槓桿比率並非特別高。例如，近年來，這些地方政府融資平台的整體債務與資產比率基本穩定在60%以下，而已上市非金融類公司於同期的槓桿比率則持續上升至60%以上（圖2.18）。

圖 2.18
中國內地：已發行債券的地方政府融資平台及已上市非金融類公司的槓桿情況



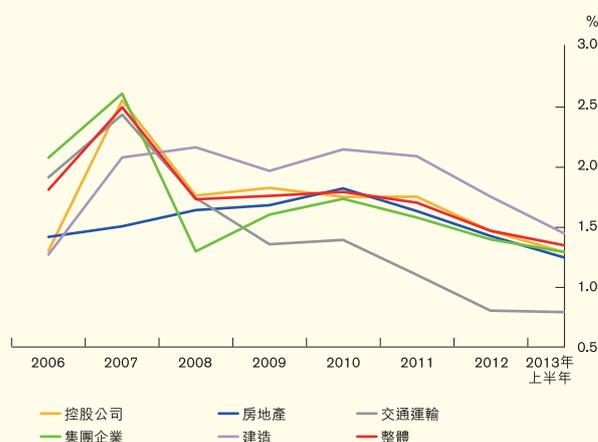
資料來源：彭博、WIND及金管局職員估計數字。

² 2013年淨利潤增長14.5%，而商業銀行於2013年年底的資本充足比率為12.2%。

³ 這些公司層面的數據包括多達900個曾經發行債券，並被WIND資訊服務商歸類為地方政府融資平台的公司。由於數據限制，不同時點及指標的樣本數目不一定完全一樣。

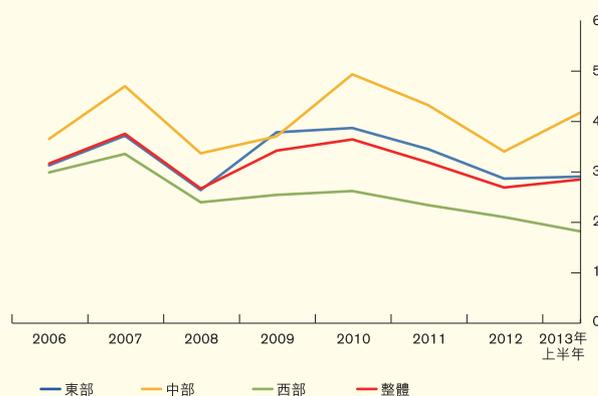
然而，部份由地方政府性債務支持的項目的盈利能力可能較差（圖2.19）。相應地，一些地方政府的償債能力亦可能受壓。根據國家審計署的調查，地方政府負有償還責任的逾期債務率在2013年年中達10.6%。而已發行債券的地方政府融資平台的利息覆蓋率在過去數年亦輕微下降（圖2.20）。部份內陸地區的地方政府情況似乎更值得關注。舉例來說，在已發行債券的地方政府融資平台中，中國西部的平台的利息覆蓋率比其他地方更低。

圖 2.19
中國內地：已發行債券的地方政府融資平台的資產回報



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

圖 2.20
中國內地：已發行債券的地方政府融資平台的利息覆蓋比率



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

儘管債券融資變得日益重要，但銀行仍是地方政府籌集資金的主要渠道。從銀行貸款所產生的地方政府性債務佔整體債務的比例於過去幾年顯著下降，但於2013年年中仍高於55%。銀行也是與地方政府有關的債券的主要買家。非銀行金融機構（如信託和證券公司）亦成為地方政府更加重要的融資來源，佔同期的地方政府性債務總額約10%。

市場對銀行業風險的憂慮於金融機構債券收益率上升中反映出來。例如，金融債券與國債的收益率差距在回顧期內有所擴大（圖2.21）。不過，息差擴大的情況並未顯示壓力已達到警戒水平。

圖 2.21
中國內地：金融債券及國債收益率



資料來源：WIND 及金管局職員估計數字。

內地政府更著力加強遏制相關風險。雖然內地銀行的表外融資業務以及其他非銀行中介機構的融資活動規模相對其他主要經濟體系為小，但在近期繼續較快增長。據報道，國務院明確了不同監管機構監管這類融資活動的責任，而這些融資活動在最近有放緩跡象。地方政府性債務的監管架構亦有所強化。⁴ 十八大三中全會及其他重要會議，亦提出了旨在控制地方政府

性債務規模及提高基礎設施投資效率的多項措施。⁵ 這些措施應有助抑制與地方政府性債務相關的系統性風險。雖然中央政府及地方政府擁有相對穩健的淨資產頭寸，從而讓政策制定者有足夠的能力在有需要時為地方政府性債務提供財政上的支持，但有關主管部門將可能盡力在防止金融動盪及控制道德風險之間取得平衡。

⁴ 例如，截至 2013 年年中，28 個省級、254 個市級及 755 個縣級地方政府已經設立合共 3,200 多億元人民幣的償債準備金，以強化它們的償債能力。

⁵ 例如，部分地方政府建立了債務風險預警制度。債務規模及增長也將成為地方政府績效考核的重要內容。

專題 1 中國內地房地產業與其他行業之間的關聯⁶

國際經驗表明，穩健的房地產市場對維持金融穩定至關重要。房地產業對內地經濟亦變得日益重要。住房服務的增加值佔整體經濟增加值的百分比，已由 2005 年的不足 4.5%，上升至 2010 年的 5.6%，而個人購房貸款及物業發展貸款佔銀行貸款總額的百分比從 2005 年初的不足 15% 上升到近年的 20% 左右。不過，這些數據仍可能低估了房地產業的重要性，因為沒有考慮房地產業與其他行業之間的關聯。因此，本專題嘗試從實體經濟及金融渠道兩方面，闡明房地產業與其他行業間的關聯。

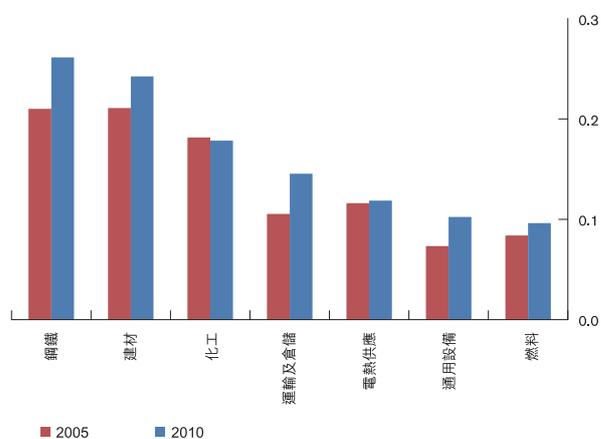
房地產業與其他行業通過實體經濟渠道的關聯

一般用投入產出表進行邊際影響分析即可見行業間通過實體經濟渠道的關聯。具體而言，通常用完全消耗系數來分析行業間的關聯。該系數反映的是，為滿足對某個特定行業所增加的一個單位的最終需求，需要直接及間接使用各個行業的多少產出以作為中間投入。由於在內地的投入產出表內，房地產業主要是指發展商及代理提供的服務，而不包括物業建造活動，因此我們將投入產出表內的房地產業及建造業合併，以探討與房地產相關活動的變化對其他行業可能會產生的影響。

分析結果顯示，房地產和建造業對各個行業的完全消耗系數在 2005-2010 年基本上升，說明該行業與其他行業的關聯有所增強（圖 B1.1）。與房地產和建造

業聯繫最密切的是鋼鐵、建材及化工業，接著是運輸及倉儲、電熱供應、通用設備及燃料業。具體來說，在 2010 年，房地產和建造業的最終需求每增加 1 元人民幣，將導致鋼鐵業的總產值增加大約 0.25 元人民幣，而該數字在 2005 年約為 0.2 元人民幣。

圖 B1.1
房地產和建造業的完全消耗系數

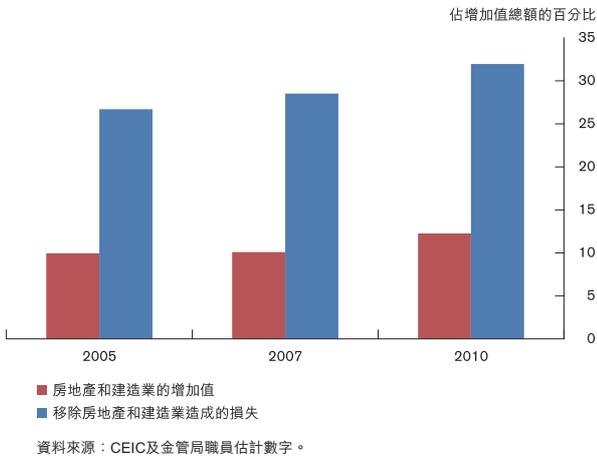


資料來源：CEIC 及金管局職員估計數字。

相應地，房地產和建造業對於內地經濟產出的重要性，遠高於該行業的增加值佔經濟整體增加值總額的比例。為進一步瞭解它的重要性，我們假設投入產出表內房地產和建造業完全消失，並估算整體經濟增加值由此而遭受的損失。結果顯示，由於移除房地產和建造業將損及其他行業的生產，2010 年內地經濟的增加值將減少 32%，遠高於該行業佔整體經濟增加值總額約 12% 的比例（圖 B1.2）。同樣，假設移除房地產和建造業，將意味著 2007 年及 2005 年的整體經濟增加值總額分別損失 28.5% 及 26.7%，遠高於該行業於同期佔整體經濟增加值總額約 10% 的比例。

⁶ 本專題改編自香港金融研究中心的工作論文「How Strong Have Been the Linkages between Real Estate and Other Sectors in China?」由 W. Zhang、G. Han 及 S. Chan 撰寫（2014 年），即將出版。

圖 B1.2
 移除房地產和建造業對增加值總額造成的損失



房地產業與其他行業通過金融渠道的關聯

房地產業與其他行業之間的金融關聯可體現在多方面。首先，房地產市場的調整可能會影響與房地產業緊密關聯的行業的盈利能力，進而影響到它們的債務質素。其次，企業通常以物業作抵押向銀行借款，而物業價格的變動會影響到抵押品的價值及資產質素。根據國際貨幣基金組織的資料，在內地五大銀行近年發放的貸款當中，有30-45%是以抵押品作為擔保，其中大部分是以房地產抵押。⁷ 此外，由於地方政府性債務部分是以賣地收入作為支撐，故物業市場的調整將影響到地方政府性債務的質素。

由於數據的局限，我們很難直接量化各行業之間的金融關聯，因此我們透過研究信貸風險的外溢效應來闡明這一問題。信貸風險以違約概率來表示，後者則使用上市公司的財務數據（如股票價格、資產增長與波動以及負債）來估算。⁸ 房地產業以上市房地產發展商為代表。⁹ 我們的分析表明，槓桿比率（負債與資產的比率）是違約風險的重要指標，而流動資金狀況及企業規模亦可提供有用參考。

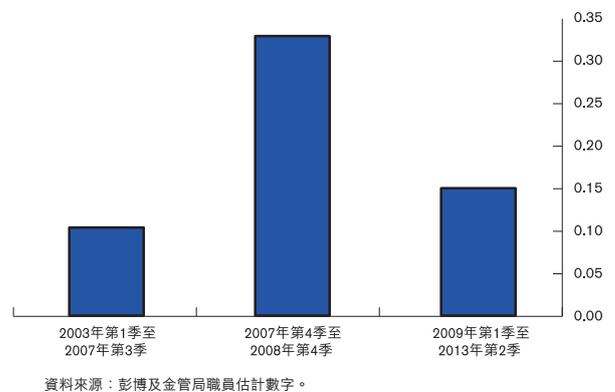
⁷ 參閱「People's Republic of China: Financial System Stability Assessment」，國際貨幣基金組織，2011年，第17頁。

⁸ 在我們的分析中，當公司股票價格所隱含的總資產值低於其總負債時，即表示發生違約。

⁹ 地產發展商的數據包括了部分房地產建造活動。

近幾年來，企業的信貸風險似乎有所上升。整體企業違約概率在2003年第1季至2007年第3季大約為0.10，但在全球金融危機前夕飆升至0.30以上（圖B1.3）。雖然該數字隨後回落，但仍然高於2003-2007年的水平。具體來說，房地產、建造及產能嚴重過剩的行業（如水泥、鋁、造船、鋼鐵及玻璃）的風險要高於其他行業，反映它們的槓桿比率相對增長較快，而盈利能力有所減弱。

圖 B1.3
 中國內地的整體企業違約概率

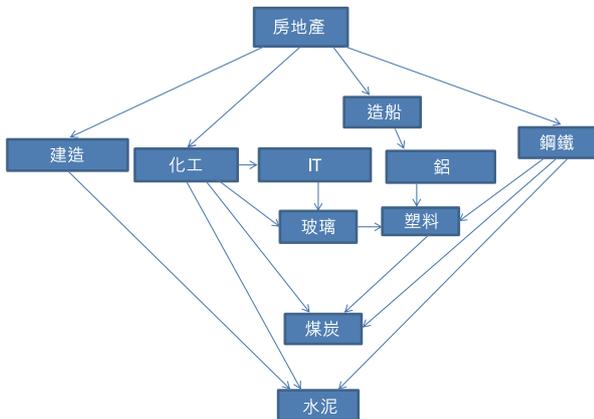


為分析信貸風險的行業間關聯，我們使用了網絡分析方法以及建立一個向量自迴歸 (VAR) 模型，以識別各行業之間的信貸風險溢出方向並量化其重要性。溢出方向由各行業之間的違約概率變化的相關性及預示性因果關係來確定。簡單地說，假如某行業的違約概率變化與另一個行業的違約概率變化有相關性，而前者能夠增加對後者的解釋能力，則認為前者對後者產生外溢效應。外溢效應的大小使用向量自迴歸模型中預測誤差的方差分解進行估算。

我們的研究顯示，房地產業可能是行業間信貸風險的一個重要來源。對同期的外溢效應所作的分析表明，上游產業（如塑料、水泥、煤炭、玻璃及資訊科技與電訊 (IT)）普遍上是受外溢效應影響的行業，而機械、汽車、房地產及化工業則是風險的來源。具體來說，房地產及機械業將對最多的行業產生外溢效應。房地產業的信貸風險可能直接傳遞至建造、化工、造船及鋼鐵業，而這些行業進一步將它們的信貸風險傳

遞至其他行業如玻璃、煤炭、塑料、水泥等 (圖 B1.4)。

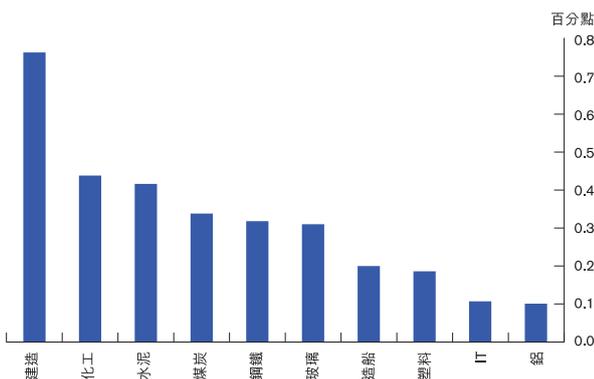
圖 B1.4
房地產業的信貸風險外溢



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

從同期外溢效應大小來看，房地產及機械業也是最具影響力的行業。具體而言，房地產業的違約概率每增加1個百分點，可導致建造及化工業的違約概率增加約0.76及0.44個百分點，隨後是水泥、煤炭、鋼鐵及玻璃業 (圖 B1.5)。

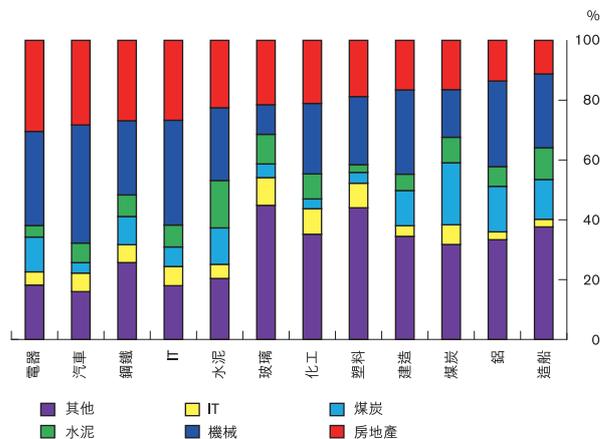
圖 B1.5
房地產業違約概率增加1個百分點造成的同期影響



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

假如將動態的外溢效應考慮在內，房地產及機械業仍然是最具影響力的行業。這兩個行業合共平均可以解釋其他行業近50%違約概率的波動 (圖 B1.6)。具體而言，如同時考慮同期及動態效應，房地產業的信貸風險可對電器、汽車、鋼鐵、IT、水泥、玻璃、化工、塑料及建造業產生顯著的外溢效應。

圖 B1.6
對主要行業違約概率波動性的貢獻



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

房地產業的信貸風險外溢效應，不僅反映了它與其他行業的投入產出方面越來越緊密的聯繫，還可能反映了許多行業均使用物業作為抵押品從事借貸。事實上，我們的分析顯示，顯著受房地產業信貸風險影響的行業如建造、鋼鐵、煤炭、汽車、IT、化工、水泥及電器業在過去數年是主要的借款者。此外，由於水泥、玻璃、建造及煤炭等是與基建投資密切相關的行業，房地產業信貸風險對這些行業的影響，也可能反映賣地收入在支撐地方政府用於基建投資的債務融資的重要性。

結論

本專題的主要內容概述如下：

- 投入產出分析表明，房地產與其他行業之間的通過實體經濟渠道的關聯有所加強。相應地，房地產業對於內地經濟產出的重要性，遠高於該行業的增加值佔整體經濟增加值總額的比例。
- 房地產業亦透過各種金融渠道與其他行業有緊密聯繫。特別地，我們的分析顯示，房地產業的信貸風險可能對內地經濟其他行業產生外溢效應。

3. 本港經濟

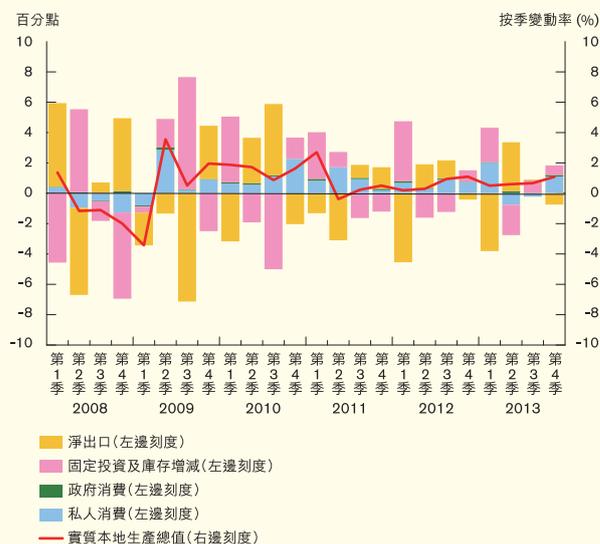
在本地需求強勁及出口表現改善的支持下，香港經濟增長於2013年下半年加快，而且勢頭有望於2014年進一步增強，但仍將面對主要來自美國貨幣政策正常化進程所產生的諸多不明朗因素。至於本地通脹，將因為住宅物業租金增長放緩而受到一定遏抑。

3.1 實體經濟活動

在本地需求強勁及外部需求逐步復蘇的背景下，香港的實質本地生產總值於2013年第3季的按季增長率加速至0.7%，第4季則達到1.1%（圖3.1）。就業狀況穩定及收入普遍提高，令私人消費保持動力，而政府消費亦穩步增長。機器及設備的購置表現穩健，刺激整體投資增加，有助抵銷較弱的樓宇及建造活動。同時，得益於先進經濟體系的逐步復蘇，以及在中國內地經濟強健的持續支持下，出口表現有所改善（圖3.2）。然而，由於留用進口增速超過出口，導致淨出口繼續拖累實質本地生產總值的增長。

第3及第4季的實質本地生產總值按年增長率保持穩定，分別為2.8%及3.0%。以2013年全年計，實質本地生產總值增長率由一年前的1.5%回升至2.9%，但仍低於過往十年4.5%的平均按年增長率。然而，勞工市場狀況大致保持穩定，失業率於第4季輕微下降至3.2%，就業總人數以穩健的速度增長。專題2探討近年來儘管本地生產總值增長低於趨勢水平，但勞工市場卻保持穩定的若干可能原因。

圖 3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支部分的貢獻



資料來源：政府統計處。

圖 3.2
貨物出口及服務輸出



資料來源：政府統計處。

展望未來，香港經濟增長有望於2014年略為加快。由於先進經濟體系的復蘇步伐已更為明確，而且中國內地經濟仍然大致穩健，因此外部需求將有望進一步支撐出口表現。本地需求方面，隨著全球貿易復蘇，本地消費信心維持正面、勞工市場保持穩定，以及收入前景改善的支持下，私人消費將溫和增長。然而，在樓市降溫影響下，房屋財富效應可能會轉弱，甚至拖累消費。基建工程繼續推進，私人部門樓宇及建造活動回復增長，以及機器及設備購置因商業前景改善而持續增加，亦會帶動經濟增長。儘管如此，由於紓困措施的規模及範圍均有縮減，財政政策已略微趨向緊縮。

根據金管局職員編製的綜合領先經濟指標，其6個月增長率正穩步提速，顯示香港經濟增長將於2014年上半年略為加快(表3.A)。就2014年全年而言，市場分析師預計香港實質本地生產總值增長率將介乎2.8-4.0%之間，平均增長率約為3.5%。政府也預料增長率將加快至3.0-4.0%之間。

表 3.A
同步經濟指標及領先經濟指標的近期走勢

	1個月變動百分比		6個月變動百分比	
	同步經濟指標	領先經濟指標	同步經濟指標	領先經濟指標
2013年				
1月	1.1	0.9	7.5	4.0
2月	0.1	0.3	6.1	4.1
3月	0.9	0.4	5.5	4.0
4月	1.3	0.5	5.9	3.6
5月	-0.8	0.3	3.8	3.2
6月	0.0	-0.1	2.6	2.3
7月	-1.2	0.3	0.2	1.8
8月	0.0	0.3	0.1	1.8
9月	0.5	0.5	-0.3	1.9
10月	0.4	0.3	-1.2	1.6
11月	2.1	0.8	1.8	2.2
12月	0.6	0.5	2.4	2.8
2014年				
1月	2.5	0.5	6.2	3.0
2月	不適用	0.4	不適用	3.1

註：領先經濟指標的6個月變動率常用於檢測經濟週期轉折點。

資料來源：金管局職員估計數字。

雖然經濟前景相對上正面，但仍存在諸多不明朗因素及風險。下行風險方面，美國聯儲局逐漸減少購買資產及利率正常化的速度和規模仍不明朗，是主要的外來風險。任何重大不利發展均有可能導致金融市場、資金流及流動性狀況加劇波動，並通過貿易及金融渠道令香港的增長前景蒙上陰影。此外，由於中港兩地的經濟關係日益密切，如中國內地經濟增長較預期慢，則可能對香港造成負面影響。本地方面，物業市場仍然是主要焦點所在。利率最終會上升，而且中期而言住宅單位供應將會增加，令現時已估值過高及交投淡靜的物業市場面臨下行壓力。假如市場對美國聯儲局的貨幣政策作出負面反應，或資金流向發生顯著逆轉，更可能加速樓價下調，進而威脅到宏觀經濟及資產價格廣泛調整。

上行風險方面，先進經濟體系及中國內地經濟的表現假若較預期為佳，會提振全球經濟增長及國際貿易，或可提高香港外部需求，並因為消費情緒改善而有利刺激消費支出。

專題 2 再探香港勞工市場緊絀的困惑

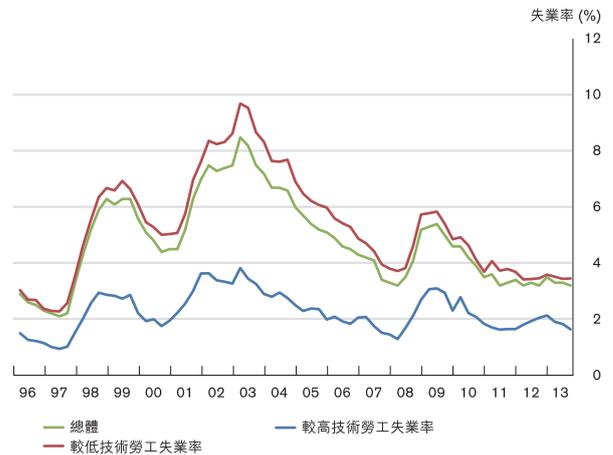
香港經濟在近年只錄得溫和增長，但本地勞工市場卻一直處於緊絀的狀態。2012及2013年，失業率僅在3.3%的低位附近徘徊，就業增長強勁抵銷了勞動人口參與率上升的影響。另一方面，實質本地生產總值增長分別放緩至1.5%及2.9%，而過往十年的長期平均增長率為4.5%。此種情況似乎與一般的觀察恰好相反，因為負產出缺口通常與失業率上升同步發展。

本專題提供近幾年香港勞工市場緊絀的若干可能原因。我們的分析顯示，特定的結構性因素加強了勞工市場上較低技術環節的穩健性。此外，經實證分析，我們發現勞工市場的技術不匹配情況及摩擦性失業(frictional unemployment)均在下降。我們也發現，在全球金融危機爆發後，香港經濟增長有所放緩，而其潛在增長率也可能同告下降，因此二者相差可能不如想像中大。

勞工市場適應能力增強的結構性因素

整體失業率有時候未能充分反映勞工市場不同環節個別發展的情況。按工作技術階層進行細分研究，近幾年較低技術階層的失業率逐步回落，即使在經濟增長放緩的情況下仍保持穩健(圖B2.1)。¹⁰不過，其實自2003年以來，較低技術階層的失業率一直呈下降趨勢。

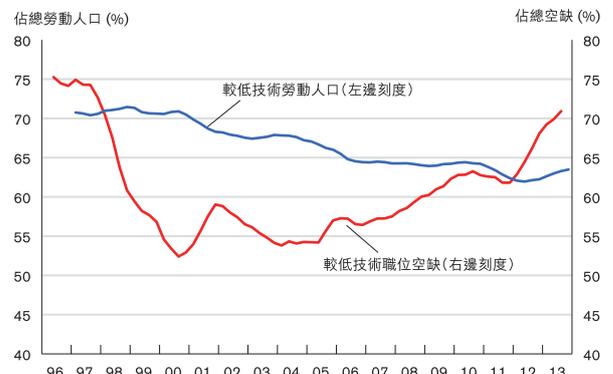
圖 B2.1
按技術環節劃分的失業率



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

我們在2012年9月的《貨幣與金融穩定情況半年度報告》已經指出，人口變化以及訪港旅客在推出「自由行」計劃後強勁增長，改善了較低技術階層勞工市場的穩健性。¹¹尤其是年青組別人口減少，加上他們更多投入較高技術環節，導致勞工市場較低技術環節的青年組別勞工供應相應減少。與此同時，推出「自由行」計劃增加了勞工相對密集的旅游相關行業的就業機會。由於勞工供應受壓但需求殷切(圖B2.2)，較低技術環節的勞工市場呈現愈加緊絀的結構趨勢。

圖 B2.2
較低技術階層的就業人口和職位空缺率



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

¹⁰ 在本研究中，技術階層按職業劃分。較低技術勞工階層包括文書支援人員、服務及銷售人員、工藝及相關人員、機械設備操作及裝配人員以及非技術勞工。較高技術勞工階層包括管理人員及行政人員、專業人員以及助理專業人員。

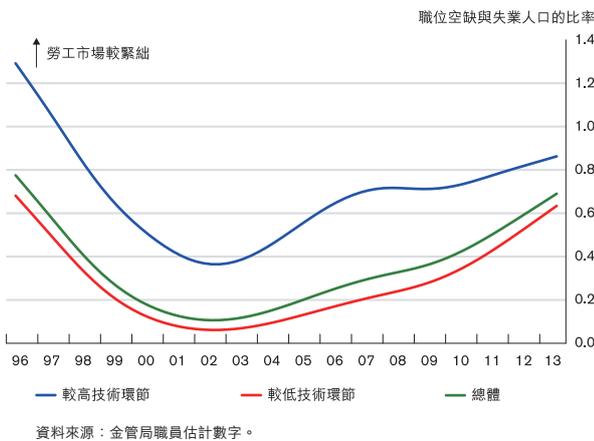
¹¹ 詳見金管局(2012)，「勞工市場緊絀的困惑：市場會否保持穩健？」，《貨幣與金融穩定情況半年度報告》，9月，第30至32頁。

技術匹配情況改善

由於勞工市場較低技術環節變得愈加緊繃，近幾年香港的摩擦性失業也可能有所下降。根據職位空缺與失業人口的比率，粗略顯示不同技術環節的勞工市場緊繃程度有趨向一致的傾向（圖 B2.3），這意味著不同技術階層勞工找工作的難易程度越來越接近。這可以理解為技術不匹配的狀況在減少。就此而言，技術不匹配指勞工市場在適當的技術環節上將失業勞工與職位空缺進行匹配的能力。但應指出，技術不匹配狀況減少不代表特定行業沒有出現人力供需失衡，近期本地建築業就是例證。

我們根據 Jackman 及 Roper (1987) 的方法編制了一個技術不匹配指數，找到香港勞工市場技術不匹配狀況正在減少的實證支持。¹² 該指數顯示失業勞工在八大職業類別出現配置不當的情況。指數的取值範圍為 0 和 1 之間，數值為 0 時表示所有職業均完美匹配，等於 1 時則表示完全不匹配。圖 B2.4 顯示，技術不匹配指數自 2003 年以來一直呈下行趨勢，而根據 Sahin 等人 (2012) 的另一方法計算的類似指數也情況相若。¹³

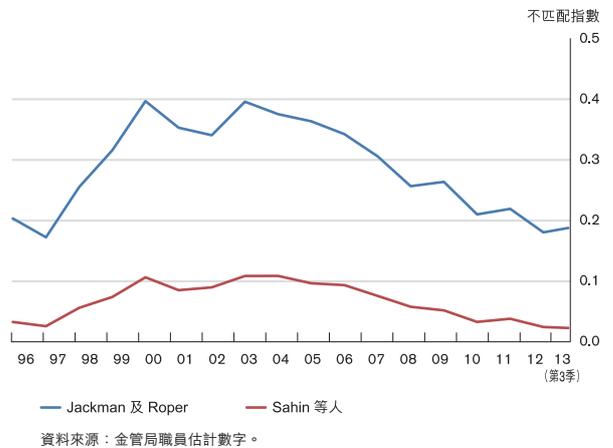
圖 B2.3
按技術環節劃分的職位空缺與失業人口的比率
(Hodrick-Prescott 過濾後)



¹² Jackman, R. 及 S. Roper (1987), 「Structural Unemployment」, 《Oxford Bulletin of Economics and Statistics》, 第 49 卷, 第 9 至 36 頁。

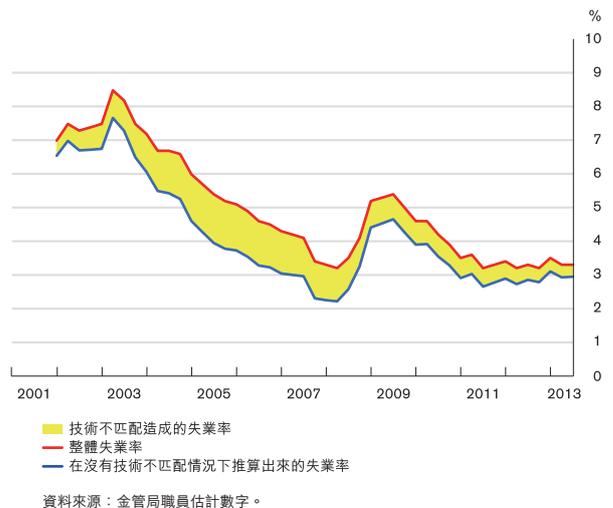
¹³ Sahin, A.、J. Song、G. Topa 及 G.L. Violante (2012), 「Mismatch Unemployment」, 《Federal Reserve Bank of New York Staff Reports》, 第 566 號。

圖 B2.4
不匹配指數



我們再以 Sahin 等人的方法，計算因技術不匹配而導致的失業率，他們將其定義為實質失業率在沒有技術不匹配的情況下的失業率 (counterfactual unemployment) 之間的差異。因技術不匹配而導致的失業率 (黃色區域) 於近年持續下降，由 2005 年年底的 1.5 個百分點下降至 2013 年第 3 季的 0.4 個百分點 (圖 B2.5)。這支持了以下看法，即在香港，技術不匹配導致的勞工市場摩擦及由此造成的摩擦性失業有所下降。

圖 B2.5
技術不匹配造成的失業率



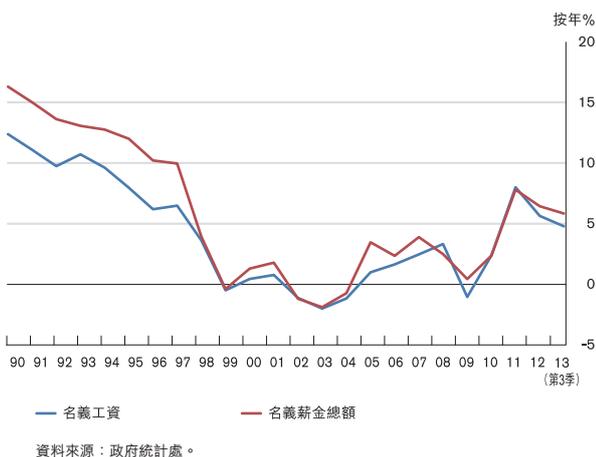
技術不匹配的減少，或可歸因於求職及獵聘技術的結構性提升，特別是網絡求職工具大量增加及招聘公司

的興起。然而，技術不匹配的程度也可能存在週期性波動。例如在美國，有研究顯示技術不匹配的狀況在經濟擴張後期會減少，而在復蘇初期會增加。¹⁴ 儘管我們沒有足夠數據來研究此問題，但香港可能也存在類似的週期模式。

由於摩擦性失業有所下降，與充分就業相適應的失業率水平（自然失業率）或已經降低。因此，失業率缺口（即實質失業率與自然失業率之差）可能沒有自然失業率較高時那麼顯著。就此而言，即使整體失業率相同，亦可能表明當下勞工市場的緊絀程度輕於過往。

儘管有上述發現，但仍應指出，整體勞工市場仍然相對緊絀，特別是勞工收入及工資在近幾年均面臨較大的上升壓力，2011年及2012年的名義工資及名義薪金總額按年增長率均加快至超過5%，相比在2000-09年間，名義工資及名義薪金總額大部分時間只錄得溫和增長（圖B2.6）。

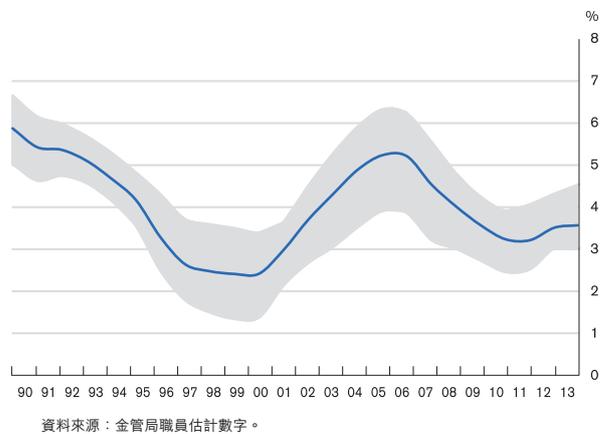
圖 B2.6
名義薪金總額及名義工資



本地生產總值潛在增長率可能放緩

假如失業率缺口沒有原本設想的顯著，那麼產出缺口（實質本地生產總值增長率與其潛在增長率之差）呢？事實上，根據我們推算，香港的潛在本地生產總值增長率在全球金融危機後有所下降（圖B2.7），這是因為先進經濟體系及中國內地潛在增長放緩造成外溢效應的不利影響。由於香港的潛在增長率下降，香港的產出缺口或小於預期。

圖 B2.7
潛在本地生產總值增長的估算¹⁵



但應指出，香港最近出現了有利於潛在增長的若干跡象。根據我們估算，潛在增長率在2011年年中開始回升，儘管仍低於危機前水平（圖B2.7）。其實香港的生產投入有所增加，這應有助提高香港中長期的潛在增長。資本積累正在增加，其中私人部門的機械設備總投資於2010年至2013年間的實質按年平均增速為10.2%。此外，由於勞動人口參與率提高，勞動人口的增長也在過往三年間加速至超過2%，比過去10年平均水平1.1%為快。全要素生產率增長維持在過去10年平均增長率的水平。

¹⁴ Barnichon, R. 及 A. Figura (2011), 「What Drives Matching Efficiency? A Tale of Composition and Dispersion」, 《Finance and Economics Discussion Series 2011-10》, 美國聯邦儲備系統理事會。

¹⁵ 我們使用四種估算方法：(1) 生產函數法；(2) Hodrick-Prescott (HP) 過濾器；(3) Kalman 過濾器；及(4) 國際貨幣基金組織多變量過濾器。藍線表示四種方法的平均值，陰影區域表示上限及下限，所有數據均使用五年中心移動平均數作平滑化處理。詳見鄭建森、鍾蒨彤及餘業榮(2011), 「香港產出差距估計」, 金管局不定期論文, 編號03/2011。

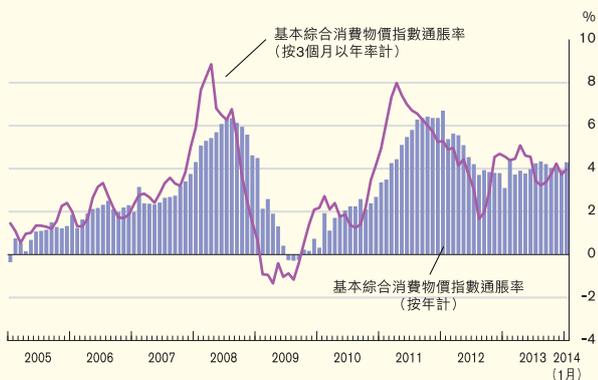
結論

失業率與本地生產總值增長率之間的關係不可能靜止不變，而是跟隨時間及經濟體系的結構性和週期性發展而變化。我們的分析顯示，特定的結構性發展加強了香港勞工市場較低技術環節的穩健性。同時，我們發現勞工市場的效率有所改善，摩擦性失業有所減少，因此整體勞工市場的緊絀程度可能沒有原先預想的嚴重。而且全球金融危機後香港的潛在增長率可能有所下降，或者導致勞工市場的緊絀程度不如預期。然而，隨著近期本地生產總值增長再度加快，勞工市場或會進一步變得緊絀，從而對工資造成一定程度的上漲壓力。

3.2 消費物價

本地通脹動力於2013年下半年有所放緩。儘管撇除租金的服務項目通脹壓力上漲，但隨著房屋租金增長放緩，按3個月以年率計的基本通脹率¹⁶已由2013年上半年平均4.6%回落至1月份4.0%（圖3.3）。自2013年中以來，按年基本通脹率大致維持約4.1%，但因農曆新年時間差的影響，於1月微升至4.3%。

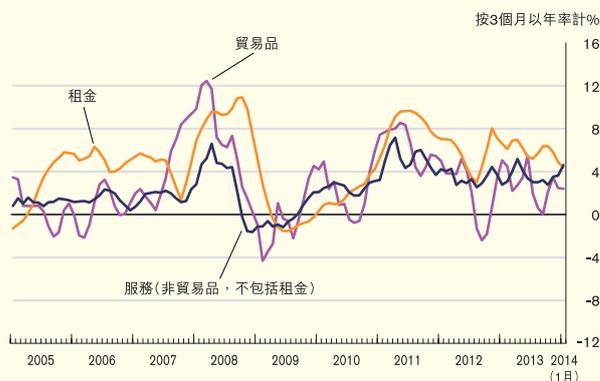
圖 3.3 反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

按季通脹動力可能會繼續放緩。首先，商業租金漲幅放緩可抵銷部份勞動成本壓力，令服務項目通脹有所緩和。就業人士實質平均薪金於2013年第3季繼續小幅增長0.4%，而經季節因素調整後的3個月移動平均失業率由2013年下半年約3.3%進一步下降至2月的3.1%，顯示勞工市場愈加緊張。業務展望按季統計調查等最新調查指標表明，此勞工市場狀況很可能會持續，並可能對勞動成本造成上升壓力（圖3.4）。這也符合2014年產出缺口可能縮小的預期，未來或會對本地經濟構成一定的需求上升壓力。然而，零售物業租金按年增長率由2013年上半年的兩位數顯著放緩至下半年的單位數，這意味著整體商業物業租金的增長亦可能放緩，令不斷上升的企業成本壓力得到一定的紓緩，進而減低服務項目的通脹。

圖 3.4 按主要組成項目分析消費物價通脹



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

其他因素也可能於近期幫助紓緩通脹壓力。由於全球商品供應預期將有所增長，全球商品價格可能大致保持穩定，而進口價格升幅可望溫和，從而降低貿易品的通脹壓力。更重要的是，隨著佔全部通脹約30%的房屋租金增幅放緩，按季通脹動力可望得到紓緩（圖3.5）。總體而言，2014年年度按年通脹率將可能下降。政府最新預測基本通脹率為3.7%，低於2013年的4.0%。

圖 3.5 綜合消費物價指數租金組成項目及市場租金



註：綜合消費物價指數租金組成項目已扣除一次性特別紓緩措施的影響。
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

¹⁶ 基本通脹率為綜合消費物價指數通脹率剔除所有政府一次性特別紓緩措施的影響。

通脹前景受到來自外部需求強弱及本地物業市場表現的相關風險所影響。在上行風險方面，先進經濟體系及中國內地的經濟增長快於預期，或會進一步增加香港的需求壓力及勞工市場緊張狀況，令本地通脹面臨更大的上行壓力。在下行因素方面，在美聯儲貨幣政策正常化的背景下，由於市場對新興市場的擔憂持續，全球金融市場的波動或會進一步加劇，從而導致香港資本流出及收緊財務狀況。本地按揭利率一旦上升，可能對樓價構成下調壓力，進而影響租金及抑制通脹壓力。

4. 貨幣及金融狀況

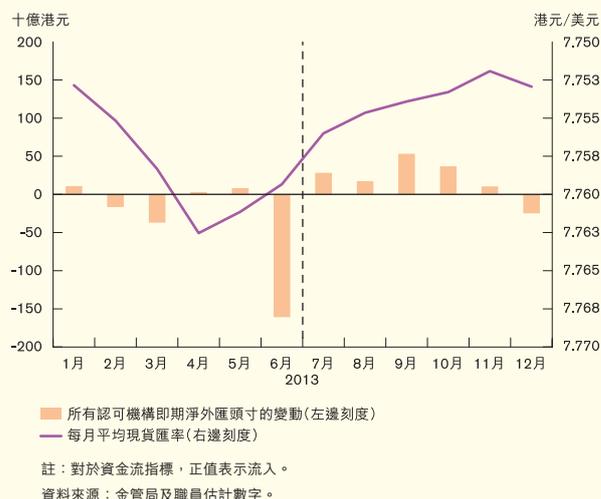
匯率、資金流及貨幣動向

雖然全球金融狀況波動，但港元仍保持穩定。另一方面，貸款增長再度加快，促使金管局加強對美元融資流動性風險的審慎監管。預計美國貨幣政策正常化引起的不確定性，仍會對資金流及香港貨幣和金融穩定構成主要風險。

4.1 匯率及資金流

儘管2013年下半年部份新興市場貨幣被拋售，但港元於同期保持穩定，市場繼續對聯繫匯率制度保持信心。具體而言，港元兌美元現貨匯率在貼近強方兌換保證的7.7515-7.7584窄幅區間內交易。截至11月為止5個月內，認可機構的即期淨外匯頭寸增加，顯示港元偏強其實正反映非銀行私人部門面對溫和的資金流入壓力（圖4.1）。本地股票市場活動回復增長，加上在2013年夏季新興市場備受衝擊，據報令避險需求上升，都有助於增加港元資產的需求。至12月，美國聯邦儲備局宣佈逐漸減少購買資產，港元現貨匯率才稍微轉弱，認可機構的即期淨外匯頭寸亦小幅下降。

圖 4.1
2013年的資金流指標及匯率



於2013年下半年，不同類型的證券投資展現了不同的流動模式，在很大程度上反映了市場對新興市場於夏季波動時的反應，以及憂慮美國聯邦儲備局將逐漸減少購買資產。根據最新的國際收支平衡統計¹⁷，非居民於第3季恢復了在香港與股權和投資基金有關的投資，刺激本港股市較整體新興經濟體系出現較快回

¹⁷ 請注意，在編寫本報告時，第4季的國際收支平衡統計尚未發佈。

升。對全球互惠基金進行的調查亦發現香港上市股票於第4季有若干淨買入(表4.A及圖4.2)。另一方面，債務證券投資於下半年有所減少。國際收支平衡統計顯示非居民於第3季減少債務證券投資，而調查數據顯示投資於香港債務工具的債券型基金於下半年出現贖回，這與2012年及2013年年初出現相當大的認購趨勢恰好相反(圖4.3)。其實，債券型基金的資金外流是一種全球性現象，其部份原因是在美國可能收緊貨幣政策的背景下，市場參與者將他們的資產從債務證券抽離並作重新分配。

表 4.A
跨境證券投資資金流

(十億港元)	2011	2012	2013		
			第1季	第2季	第3季
來自香港居民					
股權和投資基金份額	-237.3	-159.6	24.8	-151.4	35.4
債務證券	81.5	-151.3	-39.8	117.5	-214.7
來自非香港居民					
股權和投資基金份額	47.1	224.5	46.2	-27.9	45.0
債務證券	97.7	54.9	2.6	30.2	11.0

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

圖 4.2
股票資金流的市場調查

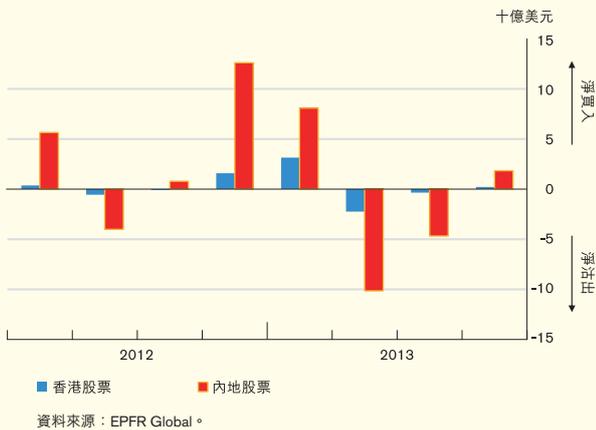


圖 4.3
債券資金流的市場調查



港元的貿易加權名義有效匯率指數(用以衡量港元較一籃子貿易夥伴貨幣的相對價值)於2013年下半年大致穩定，並與美元名義有效匯率指數的同期走勢接近(圖4.4)。另外，港元的實質有效匯率指數亦出現大體相似的走勢，但第3季波幅較大，原因是若干一次性紓困措施逐漸退出導致香港的整體通脹率出現技術性波動。

圖 4.4
名義及實質有效匯率



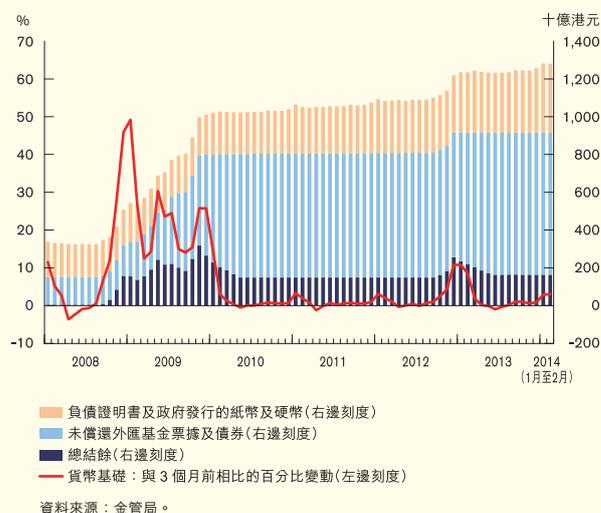
展望未來，美國聯邦儲備局已決定退出量化寬鬆政策，加上逐漸減少購買資產及利率正常化的速度和規模仍不明朗，可能加劇香港的資金流波動及資金流向逆轉的風險。2012年第4季大量港元流入及2013年5月和6月的流出壓力，均表明美國貨幣政策的轉變（或僅是可能轉變的暗示）對本地風險偏好及資金流產生不容忽視的影響。部份脆弱的新興經濟體系比較動盪（如2014年年初的情況），也可能透過各種金融渠道對香港產生不利的外溢影響。此外，多個中國內地因素，如金融體系的進一步改革及不時出現的金融及宏觀經濟憂慮，或會加劇本地貨幣及外匯市場的波動。的而且確，雖然農曆新年前的港元紙幣增發（發鈔銀行對美元的需求因此增加）以及首次公開招股所得款項匯回令港元現貨匯率偏軟，但是港元亦隨着亞洲貨幣及股市的下跌而轉弱至7.76水平。

中短期而言，促使資金流入新興經濟體系的動因（如強勁的增長）似乎正在放緩，而驅使資金離開先進市場的動因（如美國超寬鬆的貨幣環境）亦正在消退。這些因素的相對強弱，將不可避免地影響到香港資金流的規模及波動幅度。

4.2 貨幣及信貸

貨幣環境於2013年下半年仍然寬鬆，貨幣供應增長速度加快，利率仍徘徊在較低水平。受負債證明書增發所推動，港元貨幣基礎於6月至12月期間輕微上升1.9%，於年底達到12,558億港元（圖4.5）。另一方面，由於港元匯率並沒有觸及兌換保證，加上金管局沒有任何貨幣操作，總結餘大致維持不變。已發行的外匯基金債券及票據總額亦無大變動。

圖 4.5
貨幣基礎的組成部份



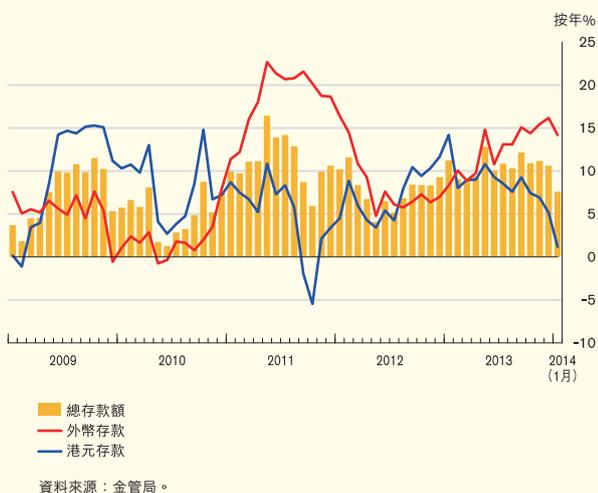
儘管貨幣基礎增長輕微，但由於銀行的客戶存款及非銀行持有的可轉讓存款證增長加快，港元廣義貨幣供應量（港元M3）於下半年以5.5%加速上升。按貨幣概覽框架的對應資產分析顯示，銀行貸款及認可機構淨外幣資產的增長（後者反映非銀行私人部門的資金流入壓力）對於廣義貨幣供應量有擴張性影響（圖4.6）。

圖 4.6
港元M3及其對應資產變動



作為港元M3的主要組成部份，港元存款在上半年保持平穩，於下半年加速上升。其彈升主要由於股市趨旺，港元資產需求增加所致。但與2012年11.7%的增長率（主要受資金流入推動）相比，2013年港元存款僅增加5.1%（圖4.7）。外幣存款亦於下半年加快上升，令其全年增長率高達16.2%。人民幣存款為外幣存款的主要增長動力，本節稍後部份將對人民幣存款的近期發展作更詳細論述。總體而言，認可機構的存款總額增長了10.6%，與過往兩年的增速相若。

圖 4.7
存款增長



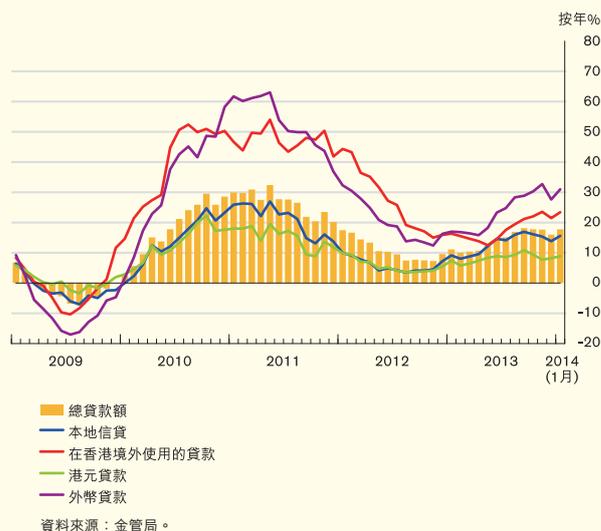
主要反映流動資金充裕，銀行業的批發融資成本於整個2013年下半年繼續處於低水平。隔夜及3個月港元銀行同業拆息分別徘徊於0.08%及0.38%，僅因銀行季末流動資金需求及股票市場集資活動而偶有波動（圖4.8）。然而，由於市場關注美國聯邦儲備局逐漸減少購買資產的計劃，長年期港元收益率跟隨美元收益率逐漸上升。例如，10年期外匯基金債券的收益率於6至12月期間由2.00%攀升至2.31%。但較低水平的批發融資成本仍傳導至零售利率。儲蓄存款利率繼續貼近零的水平，新批按揭貸款的利率大致穩定於2.2-2.3%，相比過往20年平均大約為5.3%。

圖 4.8
港元銀行同業拆息及10年期外匯基金債券收益率



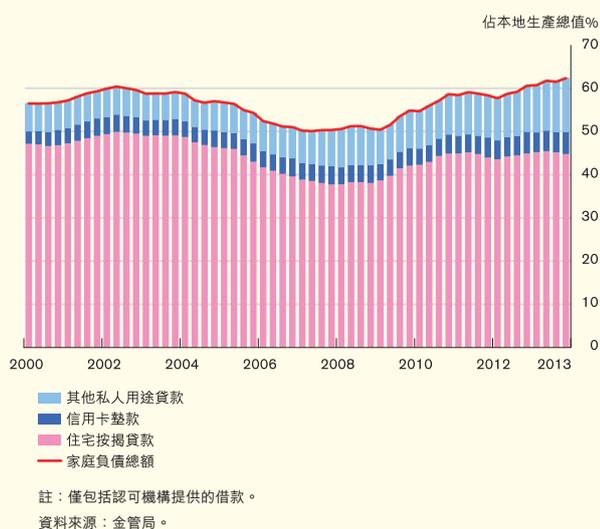
在貨幣寬鬆及低利率的環境下，仍須注意信貸快速擴張的風險。儘管第4季整體貸款有增長放緩的跡象，全年增長仍由2012年的9.6%加速至2013年的16.0%，這主要反映外幣貸款急增，以及跨境資金需求強勁導致在香港境外使用的貸款急速上升（圖4.9）。與此同時，港元貸款及本地信貸的增速亦有所加快。

圖 4.9
貸款增長



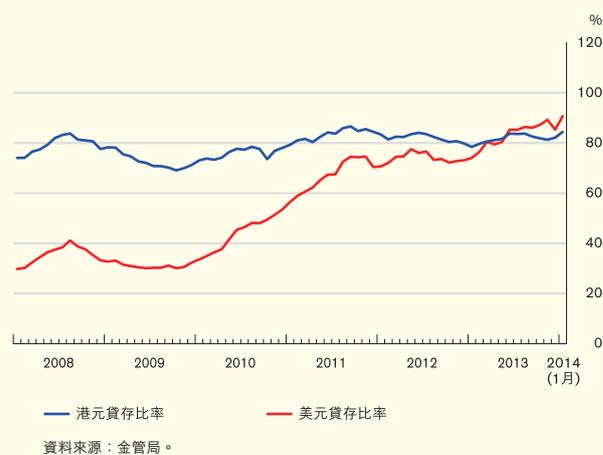
本地信貸方面，貿易融資大幅增長43.8%，而對批發與零售業、製造業、金融相關公司及股票經紀的貸款亦錄得雙位數增長。另一方面，受物業市場活動放緩及審慎措施的累積影響拖累，住宅按揭貸款僅有輕微增長。然而，隨著個人貸款（包括信用卡墊款及其他私人用途貸款）強勁增長16.8%，家庭債務佔本地生產總值的比例於2013年年底升至創紀錄的62%（圖4.10）。有鑑於此，金管局於2014年1月發出通告，要求認可機構檢視個人貸款業務的批核標準，並提升對該業務的風險管理。¹⁸

圖 4.10
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份



由於美元貸款快速增長，導致美元貸存比率於2013年年底飆升至85.4%（圖4.11）。而港元貸存比率亦於最近幾年徘徊在大約80%的水平。為防止融資風險進一步積累，金管局推出穩定資金要求並於2014年1月生效。根據有關要求，整體貸款增長20%或以上的認可機構需要保持一定水平的穩定資金。

圖 4.11
貸存比率



展望將來，面對穩定資金的審慎要求，以及美國貨幣政策正常化所帶來的風險，銀行的信貸批核準則可能會變得略為保守。此外，反映零售銀行平均資金成本的綜合利率亦已逐步地小幅上升。因此，非銀行私人部門獲取信貸可能會受到一定遏抑，而借貸成本或會面臨上升壓力。

離岸人民幣銀行業務

香港銀行的人民幣業務於2013年下半年進一步發展。於6月至12月期間，人民幣存款及未償還存款證總額以22.3%的速度加快增長，這使其2013年全年增速達到46.2%（圖4.12、表4.B）。其顯著增長主要反映人民幣更廣泛地用於貿易結算（特別是匯入香港的款項）（圖4.13），其次，人民幣利率相對其他貨幣高，加上人民幣升值預期亦導致人民幣需求強勁。同時，未償還人民幣銀行貸款對比一年前顯著增長46.3%。

¹⁸ 具體來說，這涉及審慎使用各種工具，如供款與入息比率上限、貸款年期上限、貸款組合為本的上限及內部壓力測試。

圖 4.12
香港的人民幣存款及存款證



圖 4.13
人民幣貿易結算匯款



於2013年下半年，香港離岸人民幣匯率大致緊貼在岸人民幣匯率，交易溢價平均擴大至57個點子。即使內地流動資金收緊導致在岸市場利率於第4季大幅波動，香港離岸人民幣銀行同業拆息亦保持相對穩定（圖4.14）。然而，香港離岸人民幣市場的遠期隱含收益率波動較大。專題3論述在岸及離岸可交收遠期外匯市場之間的相互關係。

圖 4.14
在岸及離岸人民幣銀行同業拆息



香港繼續提升作為環球人民幣離岸業務中心的地位。人民幣即時支付結算系統的交易額錄得強勁增長，於2013年，該系統90%的交易屬於純粹離岸市場的交易。另外，應付及應收海外銀行款項亦穩步上升（表4.B），這顯示香港銀行業在離岸人民幣市場中扮演重要角色。

表 4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2012	2013
人民幣存款及存款證（十億人民幣）	720.2	1,053.0
人民幣存款（十億人民幣）	603.0	860.5
其中：		
非香港居民個人客戶人民幣存款（十億人民幣）	4.4	19.0
人民幣存款佔存款總額（%）	9.1	12.0
人民幣存款證（十億人民幣）	117.3	192.5
香港人民幣貿易結算（十億人民幣）	2,632.5	3,841.0
其中：		
由內地匯入至香港（十億人民幣）	1,144.2	1,848.9
由香港匯出至內地（十億人民幣）	1,017.8	1,362.9
匯入與匯出的比例	1.1	1.4
未償還人民幣貸款（十億人民幣）	79.0	115.6
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	204	216
香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億人民幣）	213.7	395.4
應付海外銀行的金額（十億人民幣）	99.1	166.0
應收海外銀行的金額（十億人民幣）	117.1	164.5

資料來源：金管局。

專題 3

中國內地及香港人民幣可交收遠期外匯市場的相互作用

自 2010 年實施一系列具有里程碑意義的政策以來¹⁹，香港離岸人民幣市場上各式金融產品數量激增，包括點心債券及外匯遠期交收合約。由於這些發展，各界對香港離岸人民幣市場與內地市場之間相互作用的關注日益增加。

在此背景下，本專題重點闡述我們就中國內地及香港離岸市場的人民幣遠期匯率所開展的定量分析的主要結果。分析聚焦於兩個問題，即兩個市場之間的跨市場外溢效應，以及這兩個市場在價格發現過程中的運作。

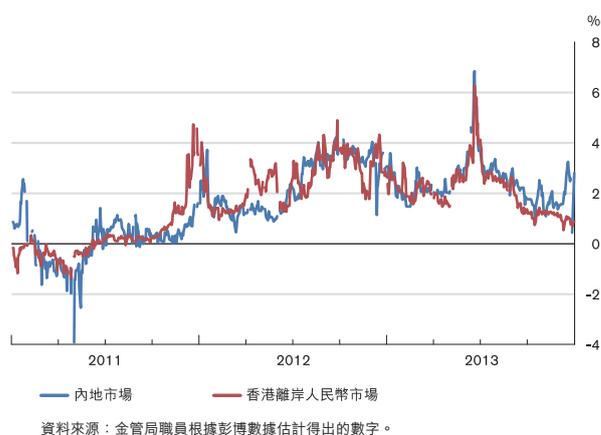
人民幣遠期匯率市場概述

在本分析中使用的是 2011 至 13 年在內地及香港離岸人民幣市場交易的人民幣遠期交收合約的隱含收益率，並基於拋補利率平價的情況下計算。²⁰ 鑑於遠期交收合約在兩個市場均交投活躍，該隱含收益率應能反映人民幣遠期溢價的動態。

圖 B3.1 所示為按日呈列的兩個市場的 1 個月遠期交收合約的隱含收益率。值得注意的是，除了偶然有差異之外，這兩個收益率的走勢大致上同步。²¹ 這表明這

兩個市場存在密切聯繫，而統計測試也證實了兩者的協整關係。²² 此外，遠期交收合約的隱含收益率不受零收益下限，它們有時會跌至負值。²³

圖 B3.1
一個月的遠期隱含收益率



跨市場外溢效應

跨市場外溢效應分析旨在評估源於一個市場的衝擊對另一個市場的波動造成的影響。衝擊可以是突然的政策變化，也可以是供需狀況的非預期變動。首先，我們使用方差分解方法，辨別其中一個市場的衝擊對另

¹⁹ 有關詳情，請參見 2010 年 9 月金管局《貨幣與金融穩定情況半年度報告》專題 3。

²⁰ 隱含收益率由以下拋補利率平價關係推算得出： $F = S(1+r_{\text{人民幣}}) / (1+r_{\text{美元}})$ ，其中 F 為遠期交收合約匯率，S 為人民幣/美元現貨匯率， $r_{\text{人民幣}}$ 為隱含收益率， $r_{\text{美元}}$ 為美元利率（倫敦銀行同業拆息）。

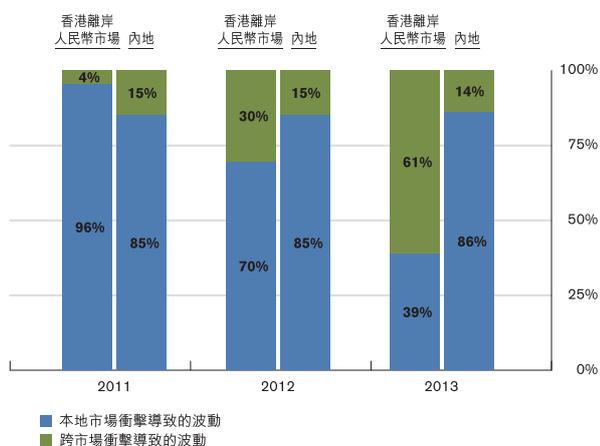
²¹ 關於內地及香港離岸人民幣市場人民幣遠期匯率之差異的討論，見 K.F. Li, C.H. Hui 及 T.K. Chung (2012)「Determinants and dynamics of price disparity in onshore and offshore renminbi forward exchange rate markets」，香港金融研究中心工作論文。

²² Engle-Granger 測試及 Philips-Ouliaris 測試的結果表明，在岸及離岸人民幣外匯遠期交收合約隱含收益率存在協整關係。

²³ 關於遠期交收合約的隱含收益率可能為負值的討論，見 G. Ma 及 R. McCauley (2008)「Efficacy of China's capital controls: evidence from price and flow data」，《Pacific Economic Review》，第 12:1 期，第 104 至 123 頁。

一個市場的波動造成的影響。²⁴ 如圖B3.2所示，分析結果表明，對於香港離岸人民幣市場來說，內地衝擊在促成波動方面起到了越來越重要的作用—例如，2013年隱含收益率平均波動的61%源自內地衝擊，較2011年的4%顯著增加。對於內地市場，此種情況並不明顯，而內地市場的衝擊始終在影響內地遠期溢價方面發揮主導作用。

圖 B3.2
內地市場和香港離岸人民幣市場的波動剖析



資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

為了進一步評估跨市場的聯繫，我們構建了一個雙變量廣義自回歸條件異方差模型(GARCH)並進行估算。該模型的均數方程式包括了標準普爾波動率指數，以考量同時影響到兩個市場的全球性衝擊。²⁵ 鑑於內地市場及香港離岸人民幣市場隱含收益率之間存在協整關係，因此是項均數方程式採取向量誤差修正

(VEC)的形式。如表B3.A所示，研究結果表明，2011-12年的跨市場外溢效應非常有限，因為大多數估計系數在統計上均不顯著，也不存在清晰的模式。在大多數情況下，2013年在岸向離岸的外溢效應較相反方向的外溢效應為大。這可能反映香港離岸人民幣市場雖然增長迅速，但規模仍小於內地市場，而且更容易受到在岸市場的影響。此外，使用人民幣的跨境貿易和其他交易日漸增加，亦可能為2013年以來內地人民幣市場影響香港離岸人民幣市場提供了更多的空間。

表 B3.A
VECM-BEKK模型下的跨市場衝擊外溢系數

	遠期交收合約隱含收益率的期限			
	1個月	3個月	6個月	12個月
2011				
內地至香港離岸人民幣市場	0.000	0.004	0.000	0.024*
香港離岸人民幣市場至內地	0.003	0.000	0.003	0.003**
2012				
內地至香港離岸人民幣市場	0.002	0.003	0.004	0.006
香港離岸人民幣市場至內地	0.000	0.094***	0.006	0.179***
2013				
內地至香港離岸人民幣市場	0.447***	0.056***	0.480***	0.103***
香港離岸人民幣市場至內地	0.110***	0.048***	0.224***	0.173***

註：

系數越大，表示跨市場衝擊的外溢效應越強。

***、**及*分別代表顯著程度處於1%、5%及10%水平。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

價格發現

價格發現指關於資產基本面的新訊息反映到其市場價格當中的過程。對於在多個市場上交易的相同或類似資產，研究文獻通常採用兩種方法評估各個市場的價格發現過程。第一種方法由Gonzalo及Granger提出，它側重於透過調整速度來衡量價格發現。²⁶ 第二種方法由Hasbrouck提出，它側重於兩個市場在價格方差中的訊息共享情況。²⁷ 本研究採用這兩種方法。這些分析方法所建基於的VEC模式，是評估跨市場外溢的GARCH模型的一部份。

²⁴ 詳見F.X. Diebold及K. Yilmaz (2012)「Better to give than to receive: predictive directional measurement of volatility spillovers」，《International Journal of Forecasting》，第28(1)期，第57至66頁。

²⁵ 標準普爾波動率指數是衡量市場的短期波動預期的重要指標，它透過標準普爾500指數期權的價格來反映，已被廣泛視為表現投資者情緒及市場波動的主要指標。

²⁶ 詳見J. Gonzalo及C.W.J. Granger (1995)「Estimation of common long memory components in cointegrated systems」，《Journal of Business and Economic Statistics》，第13:1期，第27至36頁。

²⁷ 詳見J. Hasbrouck (1995)：「One security, many markets: Determining the contributions to price discovery」，《Journal of Finance》第50期，第1175至1199頁。

簡言之，以上方法發現這兩個市場在遠期外匯價格發現過程的不同方面作出貢獻，並非單一個市場發揮主導作用（表B3.B）。一方面，由於香港離岸人民幣市場受到的規限少於內地市場，因此它可能更容易反映受全球金融環境影響的離岸市場供需狀況。另一方面，從市場走勢受內地市場的政策變動或財政狀況推動的角度上說，身在內地的市場參與者可能更易於將此類訊息反映到市場價格當中。

表 B3.B
中國內地及香港離岸人民幣市場的價格發現過程

	遠期交收合約隱含收益率的期限			
	1個月	3個月	6個月	12個月
Gonzalo及Granger	0.302	0.548	0.832	-0.149
Hasbrouck MID	0.309	0.579	0.832	0.081
在價格發現過程中發揮主導作用	香港離岸人民幣市場	內地	內地	香港離岸人民幣市場

註：Gonzalo及Granger，以及Hasbrouck MID，均提供了多種市場工具的價格發現過程的相對數據。在上表中，數值小於0.5表示香港離岸人民幣市場在價格發現過程中發揮主導作用。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

啟示

綜上所述，本研究的結果顯示雙向化的跨市場外溢效應於2013年出現，但在岸市場對離岸市場的影響，平均來說較相反方向為大。同時，兩個市場在人民幣遠期外匯價格發現過程的不同方面發揮作用。這些結果表明，這兩個市場透過不同的渠道相互作用及影響。了解這些渠道的運作方式也很有用，其中主要的渠道或許基於跨市場的訊息差距。²⁸ 比如，一個市場的參與者可能認為，另一個市場的價格能更有效地反映了某些類型的訊息。因此，另一個市場的價格走勢可以充當有用的指標，促使他們作出相應的反應。舉例來說，香港離岸人民幣市場的參與者可能將在岸市場的遠期匯率波動看作是內地貨幣狀況的反映。另一方面，由於香港離岸人民幣市場的開放性及與全球金融市場的連通性，內地市場的參與者可能認為，香港離岸人民幣市場的遠期匯率波動更能反映全球市場狀況。

最後，我們拓寬視野，對其他國家類似的在岸與離岸市場外溢效應進行考察。在這方面，歐洲美元市場的歷史經驗可以為我們提供有用的啟示。我們應用本研究的計量經濟學方法分析1964年至1995年倫敦美元離岸市場的每週數據，研究結果表明，自1980年美國聯邦儲備局取消條例Q利率上限，及其他資本管制措施之後，波動外溢效應的程度增加。此外，由離岸市場到在岸市場的外溢效應也比以前更為顯著。同樣，就內地市場及香港離岸人民幣市場而言，隨著內地放鬆利率管制及資本管制措施，這兩個市場之間的外溢效應也預期會變得更加雙向化。雖然如此，在岸市場預期仍然會在兩地貨幣和外匯市場的互動中扮演領導角色，因為兩地市場最終將由內地主管部門的貨幣政策取向所主導。

²⁸ 從理論上說，跨市場套利可以成為一個外溢渠道。然而，由於內地實施了有效的資本管制措施，該渠道在跨市場外溢效應方面的作用遠小於訊息渠道。

資產市場

本港股市於過往6個月深受外圍市況的影響。隨著美聯儲開始逐漸退出量化寬鬆政策，預期市場將在2014年內維持波動。相比之下，儘管投資者對債券的需求下降，但本地債務市場依然活躍。特別是離岸人民幣債務市場繼續快速發展，產品及發行人的種類不斷增加。由於市場憂慮美聯儲逐漸減少買債以及政策措施的負面影響，物業價格面對一些下行壓力。在估值偏高的情況下，物業市場可能會對加息及資金流向逆轉變得敏感。

4.3 股市

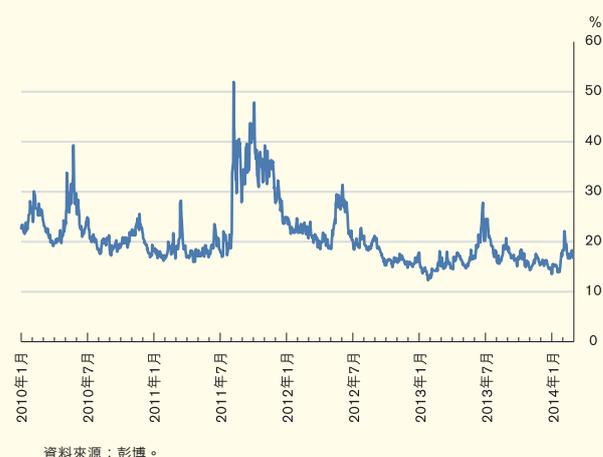
在過往6個月期間，相對環球主要股票市場上漲的趨勢，香港市場表現較為遜色。本地股市對外圍市場的狀況仍然十分敏感，尤其是美國貨幣政策的方向及中國內地的經濟前景。在12月的美國聯邦公開市場委員會會議後，美聯儲透過在其前瞻指引中重申其維持低利率的立場，成功說服金融市場逐漸減少資產購買不等同加息，全球股市因此大幅反彈。然而，香港股市幾乎毫無改善，因為部分的樂觀情緒已被市場對內地流動資金狀況的憂慮抵銷，而12月底7天上海銀行間拆放利率飆升正好反映這種擔憂。市場氣氛於2014年年初因新興市場貨幣出現大規模拋售以及投資者對全球經濟的擔憂再次顯現而進一步惡化。

總體來說，恒指於2013年9月至2014年2月期間上升了5.1%，而恒生中國企業指數（亦稱作H股指數）只錄得0.7%的輕微升幅，顯示內地經濟放緩及資金狀況緊張的擔憂繼續對H股市場施加壓力（圖4.15）。與此同時，恒生指數的引伸波幅於2月跳升至6個月的高位（圖4.16）。

圖 4.15
恒指及恒生中國企業指數



圖 4.16
恒生指數期權引伸波幅



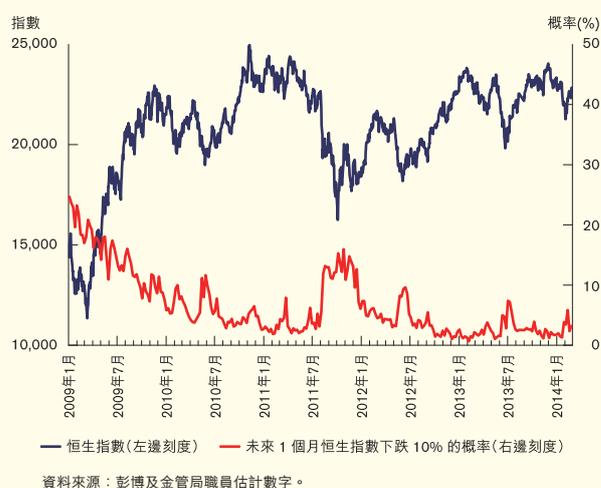
就發行市場來看，儘管市況較為波動，本港的集資活動於2013年下半年強勁回升（圖4.17）。受惠於十八屆三中全會後市場氣氛的改善，中國企業上市於12月顯著增加，使香港於2013年在首次公開發行量方面穩佔全球市場第二的位置。綜觀全年，首次公開發行所募資金達1,665億港元，較2012年增長85.6%。

圖 4.17
香港IPO市場



展望未來，以恒生指數在未來1個月內下跌10%的期權引伸概率衡量，本地股市下行風險似乎有限，反映低息環境仍舊為資產價格提供支持（圖4.18）。然而，市場仍將在相當一段時間內被諸多不明朗的因素所籠罩，這包括美聯儲逐漸減少資產購買的步伐，以及資金會否有序流出。國際投資者的反應也將取決於主要經濟體系（特別是中國內地）在未來一段時期的表現。

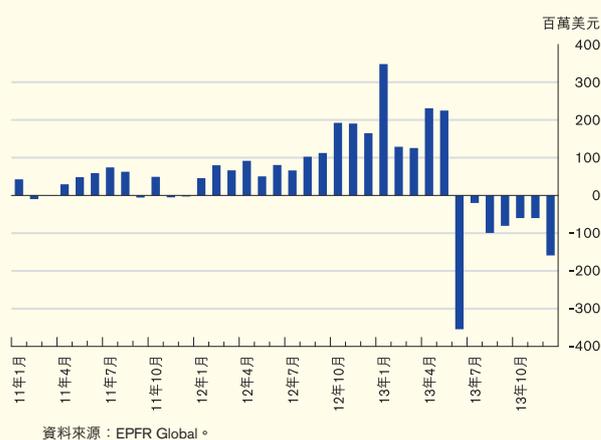
圖 4.18
恒生指數及其在未來1個月內下跌10%的期權引伸概率



4.4 債務市場

儘管全球債券市場表現波動，但港元債務市場仍錄得穩步增長。由於美聯儲逐漸縮減量化寬鬆措施的過程及其對新興市場的潛在影響尚不明朗，投資者對本港債券市場的需求於2013年下半年下降。反映這種現象，香港債券基金錄得顯著的資金流出，而外匯基金票據和債券的收益率亦同時飆升（圖4.8及4.19）。在此背景下，公營機構成為本地債務市場增長的主要動力，較去年多發行2,745億港元元債務證券，增幅達14.5%（圖4.20）。²⁹ 包括認可機構及本地企業在內的本地私營機構的新債發行額則大幅下降。³⁰ 由於公營機構新債發行額的增長已完全抵銷本地私營機構新債發行額的下降，因此2013年的新債發行總額按年增長了10.6%至23,568億港元。

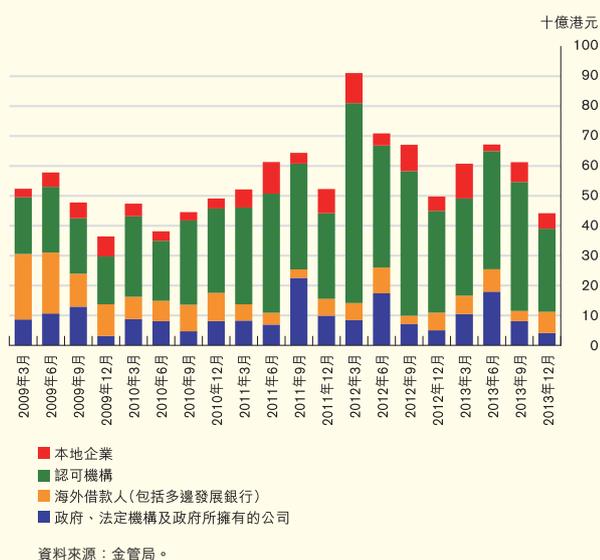
圖 4.19
香港債券資金的淨流量



²⁹ 外匯基金票據及債券佔2013年港元債務發行總額的90.1%。根據政府債券計劃發行的債務證券總額為300億港元，較去年增長15.4%。然而，法定機構／政府所擁有的公司所發行的債務下降了11.3%至107億港元。

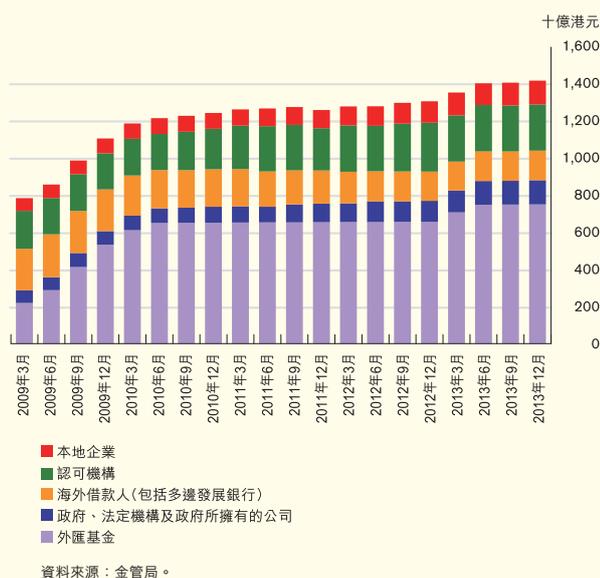
³⁰ 2013年，認可機構及本地企業的新債發行額分別下降24.8%及7.6%，至1,430億港元及256億港元。

圖 4.20
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務



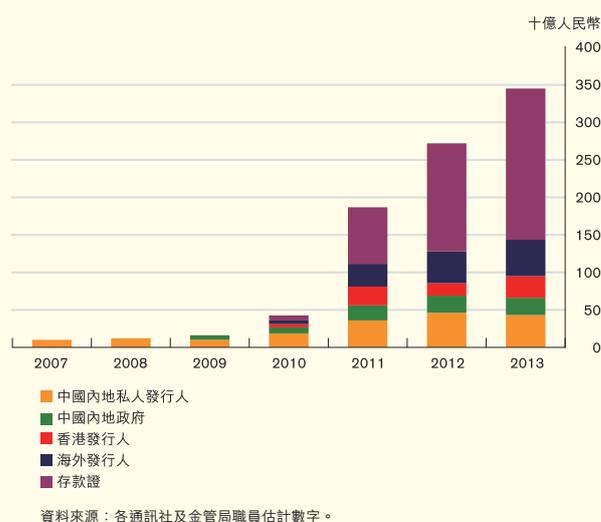
由於發行總額大幅上升，未償還港元債務總額按年急升8.5%，於2013年12月底達到14,194億港元的歷史高位（圖4.21）。³¹在發行額的快速增長下，公營機構的未償還債務金額進一步上升14.5%。在本地私營機構當中，由認可機構發行的未償還債務金額下降5.1%，儘管本地企業減少了發債活動，其未償還債務金額卻上升了10.1%。

圖 4.21
未償還的港元債務



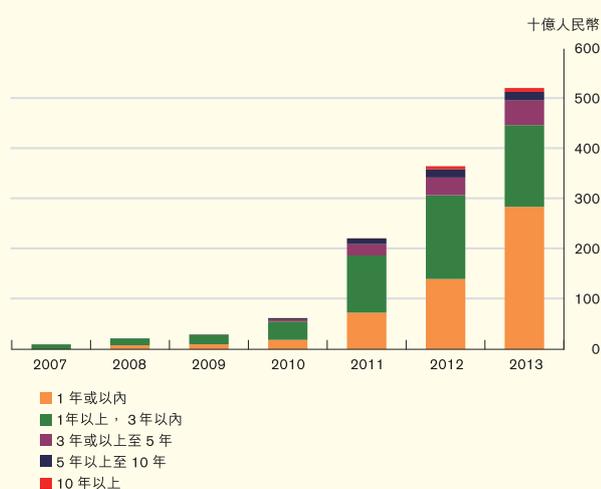
香港離岸人民幣債務證券市場於2013年亦大幅擴張。儘管投資者對債券投資的需求下降令新債發行額於2013年第3季有所減少，但發債活動於年底大幅反彈。總體而言，2013年的新債發行總額為3,443億元人民幣，較去年增長26.9%（圖4.22）。於2012年之前，非存款證債務證券的發行市場主要由中國內地私人發行人主導，但隨後海外發行人的發債額大幅增加。2013年，海外發行人所發行的債務證券佔總發行額（存款證除外）的比例上升至33.9%，超過中國內地私人發行人所佔的份額（圖4.22）。在新債發行額的強勁增長下，香港未償還離岸人民幣債務證券總額按年急升42.7%，於2013年12月底達到5,222億元人民幣的歷史高位（圖4.23）。

圖 4.22
新發行的離岸人民幣債務證券



³¹ 這相當於港元貨幣供應量M3的29.5%或整個銀行業港元資產的24.5%。

圖 4.23
未償還離岸人民幣債務證券(按剩餘年期劃分)



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

除了新債發行額的強勁增長及發行人種類的轉變外，市場還出現了另外兩項良性發展，即首次發行以人民幣香港銀行同業拆息定價為參考基準的浮息債券，以及首次發行國外省級政府債券。2013年11月13日，國家開發銀行發行了第一批以人民幣香港銀行同業拆息定價（該定價於2013年6月24日推出）為參考基準的離岸人民幣浮息債券。同日，加拿大卑詩省政府也發行了第一批國外省級政府的離岸人民幣債券。這些債券無疑標誌著市場朝著更多元化的產品及發行人種類的方向邁進了一步。

展望未來，由於發行市場前景明朗，香港離岸人民幣債務證券市場有望獲得進一步增長。首先，再融資需求的增長或會幫助維持新債發行額的增長速度。截至2013年12月底，於1年或以內到期的未償還離岸人民幣債務證券金額達2,848億元人民幣，為2012年12月底所錄得的1,406億元人民幣的兩倍多（圖4.23）。其次，離岸人民幣市場的流動資金狀況有望繼續保持良好，使債券發行人能以較低的成本籌集人民幣資金。最後，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換的利率上升，加上交叉貨幣互換市場的產品日益豐富，或會使尋求美元資金的債券發行人發行更多以互

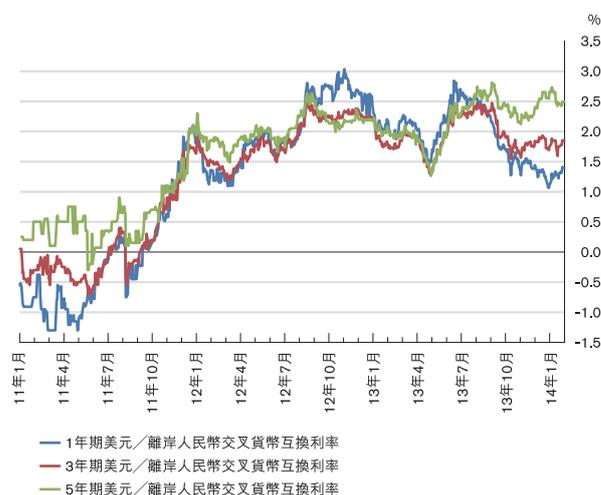
換交易為基礎的離岸人民幣債券。專題4分析過往兩年間交叉貨幣互換利率上升的推動因素，並討論其前景。

專題4

美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率的推動因素

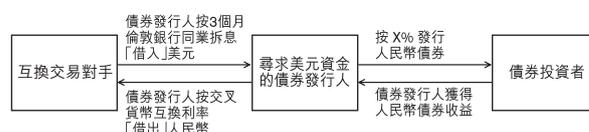
離岸人民幣債券市場在過往數年間錄得顯著增長。除中國內地政府所發行的債券外，2013年的非存款證債務證券(non-CD debt securities)發行額達1,353億元人民幣，為2010年發行額的四倍多。同時，發行人的種類亦日益多元化，其中，海外發行人發行的非存款證債務證券所佔的比例由2010年的17.9%，上升至2013年的40.6%。³²市場(特別是海外發行人的發行額)的快速增長，據報是由於過往兩年美元／離岸人民幣交叉貨幣互換(cross-currency swap)的利率(按離岸人民幣倉位的固定利率報價)上升，促使以互換交易為基礎的債券發行額增加。例如，於2011年至2012年期間，3年期美元／離岸人民幣交叉貨幣互換的利率上升了超過250個基點(圖B4.1)。美元／離岸人民幣交叉貨幣互換的利率上升，令企業有機會透過發行人民幣債券並以互換交易將它們的人民幣債券收益轉換成美元，從而以較低的成本籌得美元資金(與發行美元債券相比較)(圖B4.2)。³³而美元／離岸人民幣交叉貨幣互換的交易對手主要是由於沒有進入香港離岸人民幣資本市場的渠道，所以希望透過互換交易獲得人民幣持倉。事實上，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換市場也越來越受歡迎，市場交易量在過往兩年間不斷增加。鑑於這些發展，本專題分析交叉貨幣互換利率上升背後的原因，以瞭解以互換交易為基礎的債券發行的前景。

圖 B4.1
美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率



資料來源：彭博。

圖 B4.2
將人民幣債券收益轉換成美元資金



是甚麼決定美元／離岸人民幣交叉貨幣互換的利率？

理論上，交叉貨幣互換僅涉及兩方之間的現金流交換，這意味著雙方所有付款的現值在互換交易開始時應當相同。換言之，對於雙方來說，互換交易的初始價值應當是零。但在合約生效後，各方的互換交易價值可能會根據市場狀況(包括匯率及利率的變化)而變為正值或負值。因此，適當的互換利率應當是，在計入利率及匯率於合約有效期內的未來走勢之後，會令互換交易的初始價值等於零。有鑑於此，我們假定美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率為美元利率、美元利率未來波幅、離岸人民幣利率及人民幣兌美元升值預期的函數。

³² 海外發行人包括多邊發展銀行，以及總部設在香港及中國內地以外的金融和非金融機構。

³³ 以互換交易為基礎的離岸人民幣債券的一個例子是韓國輸出銀行(Export-Import Bank of Korea)於2012年7月發行的債券。銀行透過美元／離岸人民幣交叉貨幣互換交易把17.5億元人民幣的債券收益轉換成2.8億美元。藉此，銀行以較直接發行美元債券低10個基點的成本籌得美元資金。詳見韓國輸出銀行的新聞稿，網址：http://www.koreaexim.go.kr/en/bbs/noti/view.jsp?no=10963&bbs_code_id=1316753474007&bbs_code_tp=BBS_2&req_pg=20。

基於2011年1月至2013年11月期間的日度數據，我們透過一個計量經濟模型進行分析。由於美元／離岸人民幣交叉貨幣互換市場上最活躍的是3年期限的合約，因此我們以3年期交叉貨幣互換利率作為因變量。考慮到上述因素，我們使用了下列四個自變量對交叉貨幣互換利率進行回歸分析：(1) 3個月美元倫敦銀行同業拆息，作為美元利率的衡量指標；(2) 美林公債波動率指數(Merrill Option Volatility Expectations Index)，以反映美元利率的未來波幅；(3) 3個月人民幣香港銀行同業拆息，用以控制離岸人民幣市場的資金成本；及(4) 人民幣於未來1年的最高升值估計，以反映人民幣兌美元的升值預期。^{34、35及36}

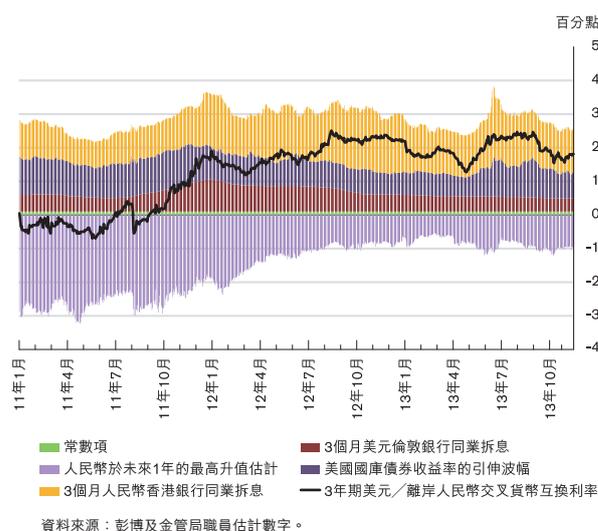
結果

所有自變量的系數符號均符合預期：人民幣最高升值估計為顯著負值，其他三個自變量為顯著正值。這表明，如其他條件不變，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率於下列情況下將會上升：(1) 美元利率上升；(2) 美元利率的未來波幅上升；(3) 離岸人民幣市場的資金成本增加；或(4) 人民幣兌美元的升值預期下降。

根據上述研究結果，我們對美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率於樣本期內的上升進行了簡單的歸因分析。圖B4.3顯示了推動美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率上升的各種因素。於2011年上半年，由於市場對人民幣的升值預期甚高，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率總體上維持於負值。隨著人民幣的升值預期下降，加上美元利率的水平及未來波幅同時上升，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率自2011年

年底開始大幅攀升。雖然美元利率的水平及其不確定性隨後下降，但美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率仍相對穩定，原因是在控制了離岸人民幣市場資金成本的變化後，人民幣升值預期為交叉貨幣互換利率在此期間的主要推動因素。

圖 B4.3
美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率的歸因分析



結論

綜上所述，人民幣的升值預期下降，是過往兩年間美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率上升的主要推動因素。這為尋求美元資金的機構提供了在離岸人民幣債券市場上集資的良機，因為它們可以透過交叉貨幣互換市場，以較高的利率把它們的人民幣債券收益「借」給希望獲得人民幣持倉，卻沒有進入香港離岸人民幣資本市場的渠道的投資者。展望未來，以互換交易為基礎的債券發行市場有望繼續向好，原因有二。

首先，在可預見的未來，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率很可能繼續對債券發行人具有吸引力。一方面，美國經濟復蘇及美聯儲逐漸縮減量化寬鬆措施將支撐美元走強，並可能壓低市場對人民幣的升值預期，從而推高美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率。另一方面，美聯儲逐漸縮減量化寬鬆措施的過程的不確定性將導致美元利率的未來波幅加劇，並很可能使

³⁴ 美林公債波動率指數由美林編製，以反映市場對美國國庫債券收益率未來波幅的預期。本研究使用的指數乃根據各種年期的國庫債券的3個月期權構建而成，衡量了長期國庫債券收益率於未來3個月的不確定性。因此，它可以用作為短期利率的未來波幅的代理指標。

³⁵ 於2013年6月24日推出人民幣香港銀行同業拆息定價之前，3個月人民幣香港銀行同業拆息乃指由中國銀行（香港）提供的3個月人民幣（香港）銀行同業拆息。

³⁶ C.H. Hui, C.F. Lo及T.K. Chung (2008), 「市場對人民幣升值的預期」,《香港金融管理局工作論文》, 編號: 03/2008。

美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率面臨更大的上行壓力。

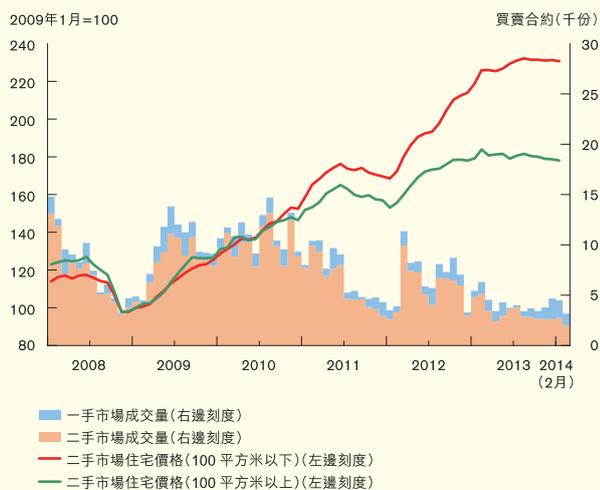
除了價格之外，交叉貨幣互換的吸引力還取決於產品的多樣性。儘管市場提供的美元／離岸人民幣交叉貨幣互換的期限可高達10年，但5年期限以上的市場流動性較低，其部分原因是缺乏可靠的定價基準。中國內地政府增加長期離岸人民幣債券的發行，可以促進較長期債券的基準收益率曲線的形成，從而提高較長年期的交叉貨幣互換的市場流動性。同時，自2013年6月24日推出人民幣香港銀行同業拆息定價之後，假如此定價能演進為浮動對浮動(floating-for-floating)交叉貨幣互換定價的可靠基準，並為市場參與者提供固定對浮動(fixed-for-floating)交叉貨幣互換以外的產品，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換市場的交易量將有可能增加。提高交叉貨幣互換市場的產品多樣性，將為機構提供更多的利率及匯率風險對沖選擇，使以互換交易為基礎的債券發行更具吸引力。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場活動在2013年下半年及近幾個月仍然疲弱，成交大幅萎縮，住宅價格有一些下行壓力。於2013年2月推出的新一輪印花稅及審慎監管措施抑制了一些房屋需求，而市場關注美國聯儲局逐漸減少購買資產以及對未來加息的預期升溫，亦令物業市場表現疲弱。住宅成交量於2013年大幅下跌37.7%至合共50,676宗，為歷來最低紀錄（圖4.24）。近幾個月，二手市場成交仍然呆滯，一手市場方面，發展商提供更多的折扣及優惠令成交回升。投機及投資活動仍然低迷，確認人交易、短期轉售交易及公司買家已經大幅減少（圖4.25）。

圖 4.24
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

圖 4.25
確認人交易、短期轉售交易及公司買家



註：SSD1及SSD2指額外印花稅措施，分別於2010年11月推出以及2012年10月作出修訂；BSD指2012年10月推出的買家印花稅措施；DSD指2013年2月推出的雙倍從價印花稅率。

資料來源：中原地產代理有限公司。

雖然住宅價格面臨一定的下行壓力，但二手市場的價格仍然相對堅挺，於8月觸及高位後平均僅輕微下跌不超過1%。二手市場輕微的價格調整，反映在現時按揭利率低企，以及勞工市場向好的情況下，業主持貨能力仍然相對強勁。然而，近幾個月有跡象顯示，更多業主願意降低放盤叫價，銀行的物業估價亦變得相對保守。在一手市場，計入折扣及優惠後，新單位的實際售價下跌幅度較為明顯，並且越來越貼近二手市場的售價。

儘管住宅物業價格適度向下調整，其估值相對於個人收入及經濟基本面而言仍然偏高。置業負擔能力仍然較弱，價格收入比率於第4季達到14.6，相當於1997年時的最高位。收入槓桿比率保持在64.1%的高位，對比該數值的長期平均水平為50%（圖4.26）。³⁷ 收入槓桿比率對按揭利率敏感度高，假設按揭利率上調300個基點至較正常的水平，收入槓桿比率將會飆升至83%。

圖 4.26
置業負擔能力指標



目前市場分析師普遍預期，住宅價格將會在2014年進一步整固。儘管低息環境在過往數年間促使住宅價格急速上漲，但情況可能比預期更早逆轉，調整幅度亦可能會超出預期。近期香港長年期利率跟隨美國國庫券收益率有所上升。而按揭利率預期進一步走高，尤其當美聯儲上調聯邦基金目標利率。假如按揭利率回復到較正常的水平，這或會導致按揭貸款者的還款負擔急劇上升。我們的內部估算顯示，以20年期按揭計算，按揭利率上升300個基點，還款負擔將增加30.2%。此外，長期利率上升，相對於租金收益僅約2-3%，亦已經減低物業投資的吸引力，並可能對物業市場造成下行壓力。

美國聯儲局減少資產購買的速度以至利率正常化過程都有不確定性，或會增加金融市場的波動並影響市場氣氛。假如資金流向出現明顯逆轉，這可能會加劇住宅物業價格的調整，並會對宏觀經濟產生不利影響。

然而短期而言，物業市場供需失衡的狀況或會持續。2013年實際竣工的新私人住宅單位數量減少17.8%至8,300個單位，而空置率於年底下降至4.1%，為1997年以來的最低比率，低於過往20年5.0%的長期平均水平（圖4.27）。在政府積極增加土地供應的情況下，預計未來3至4年總共有71,000個私人單位供應（當中包括未售出單位存貨）。

圖 4.27
私人住宅落成量及空置率



自審慎措施推行以來，新造按揭成數已由措施實施前的平均值64%下降至最近的55%，而供款與收入比率則由平均值超過40%降至12月的35%低位。銀行應繼續提升按揭業務的風險管理，並維持保守的信貸批核準則，以減少利率上調及宏觀金融狀況急速變動所帶來的風險。與此同時，置業人士應對物業市場及利率的動向保持警惕，避免過度舉債。

³⁷ 價格收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭計算）的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與收入比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

工商物業市場

非住宅物業市場同樣正在整固。市場對未來加息揮之不去的憂慮以及印花稅措施（特別是雙倍從價印花稅率），都導致投資需求有所減弱，於2013年，非住宅物業市場成交下跌42.0%至19,827宗，為四年以來的低點。確認人交易作為投機活動的指標，其跌幅於最近幾個月更為顯著（圖4.28）。物業價格僅出現大約1-4%的溫和下調（圖4.29），而租金則稍微下跌少於1%。

儘管如此，非住宅物業市場潛在的估值過高風險仍是一個需要關注的問題。由於租金收入已有所疲軟，長年期利率上升的趨勢或會壓低非住宅物業的資本價值，並對非住宅物業的價格造成進一步的下調壓力。而美國聯儲局逐漸減少購買資產，以及利率正常化過程所產生的不明朗因素，亦會影響投資氣氛。就銀行及金融穩定而言，當銀行批出新按揭貸款及資產擔保貸款時，仍須小心控制物業相關貸款的比重，並保持審慎的批核準則。

圖 4.28
非住宅物業的成交量

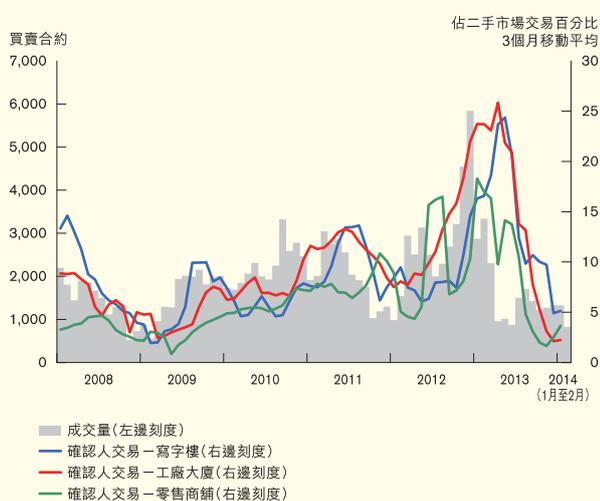
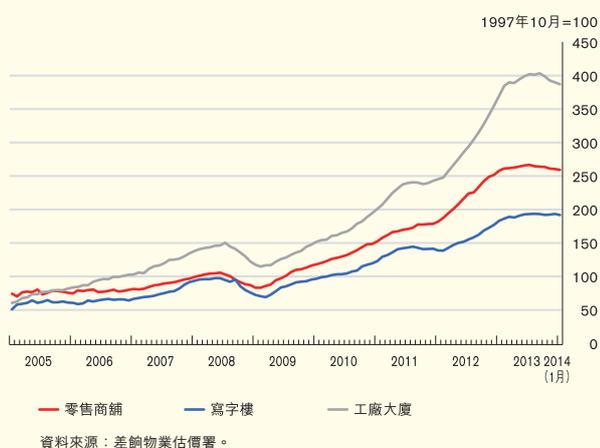


圖 4.29
非住宅物業的價格指數



5. 銀行業的表現

本地銀行業繼續錄得穩健增長，主要表現為資產質素優良、流動資金狀況良好及按國際標準而言雄厚的資本水平。展望未來，隨著全球貨幣狀況趨於正常化，應密切注視銀行資產負債表可能受到的影響。特別是鑑於近期家庭債務及企業槓桿水平上升，倘若利率顯著上升或本地物業市場大幅度調整，則借款人的償債能力或會面臨考驗。銀行亦應繼續監察其內地相關業務的信貸風險。

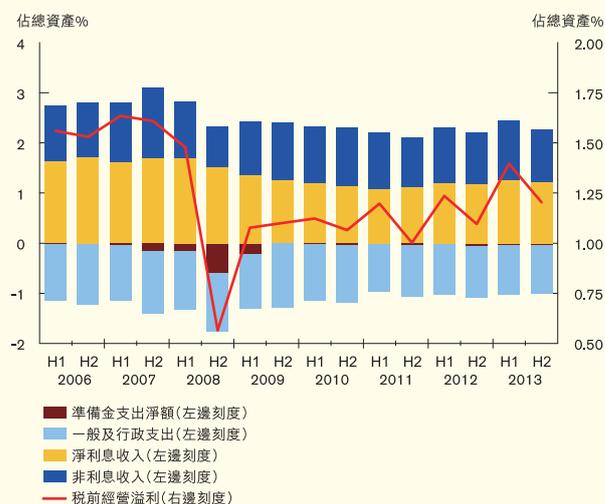
5.1 盈利及資本額

盈利

零售銀行³⁸的盈利繼上半年錄得非常強勁的表現後，於2013年下半年有所放緩，原因是淨利息收入及非利息收入輕微下降。然而，期內表現仍優於2012年同期，資產回報率³⁹為1.2%，而2013上半年為1.4%，2012年下半年則為1.1%（圖5.1）。

就2013年全年計，零售銀行的整體除稅前經營溢利錄得22.1%的增長，平均資產回報率由2012年的1.2%上升至1.3%。

圖 5.1
零售銀行盈利



註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

³⁸ 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

³⁹ 本章所載的資產回報率均按照銀行的整體稅前經營溢利計算。

銀行業的表現

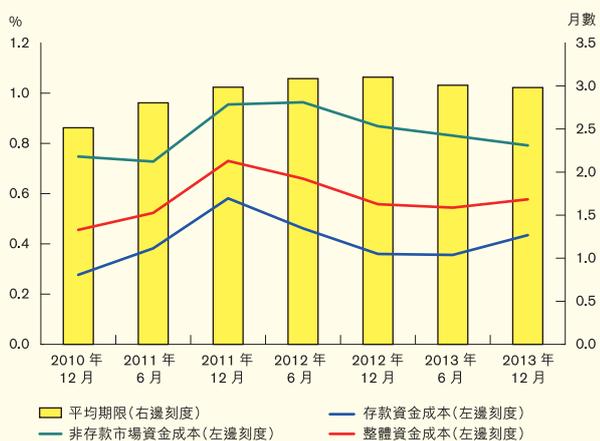
零售銀行淨息差於2013年大致保持平穩，下半年平均為1.39%，而上半年為1.41%（圖5.2）。就持牌銀行而言，其整體利息成本於下半年上升4個基點，其中非存款市場資金成本的下跌不足以抵銷存款資金成本的上升（圖5.3）。⁴⁰ 反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率，於2013年下半年上升7個基點至12月底的0.39%（圖5.4）。

圖 5.2
零售銀行淨息差



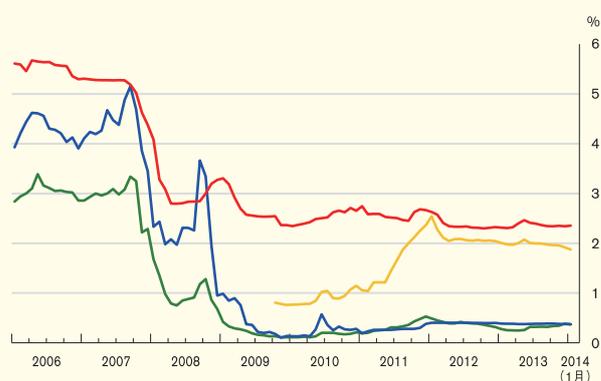
註：按季年率計數字。
資料來源：金管局。

圖 5.3
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



資料來源：金管局。

圖 5.4
利率



註：
1. 期末數字。
2. 獲批貸款的期內平均數字。所有按揭利率僅為估計數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

於2013年下半年，以最優惠貸款利率為基準及以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率均稍微回落。以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率佔新批按揭貸款的比例由上半年的14.6%上升至下半年的30.1%。

⁴⁰ 非存款市場資金成本按銀行的非存款計息負債的利息成本計算。

資本額

銀行業的資本額仍然遠高於國際最低要求。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率在2013年年底維持在15.9% (圖 5.5)，而一級資本充足比率 (即一級資本佔風險加權總資產的比率) 則由六個月前的13.1%微升至13.3%。

圖 5.5
本地註冊認可機構資本額



□ 一級資本充足比率
■ 資本充足比率

註：

1. 綜合狀況。
2. 由2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵行經修訂的資本充足框架《巴塞爾協定三》。因此，自2013年3月起的資本充足比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

資料來源：金管局。

5.2 流動資金、利率及信貸風險

流動資金與資金來源

銀行業的流動資金狀況仍然良好，零售銀行的平均流動資金比率由6月底的38.9%微升至2013年12月底的39.6% (圖 5.6)，仍遠高於25%的最低監管要求。

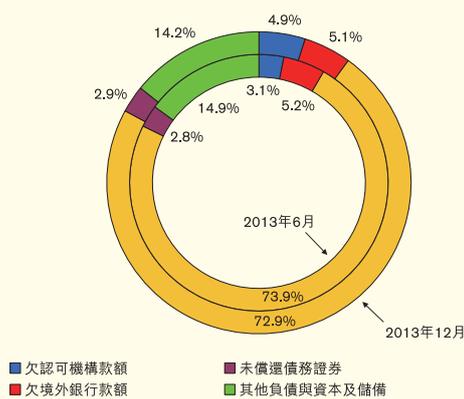
圖 5.6
零售銀行流動資金比率



註：按季平均數字。
資料來源：金管局。

零售銀行的主要資金來源仍是波動性較其他資金來源為低的客戶存款。於2013年年底，客戶存款佔銀行總負債的比例為72.9%，略低於6月底的73.9% (圖 5.7)。

圖 5.7
零售銀行負債結構



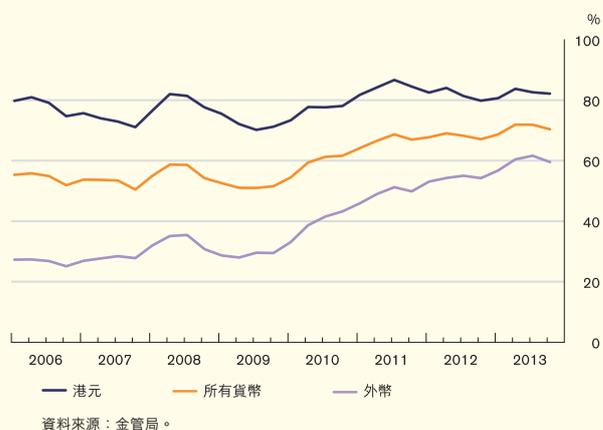
註：

1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債 (包括資本及儲備) 的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。

資料來源：金管局。

所有認可機構的港元貸存比率由6月底的83.8%輕微回落至2013年12月底的82.1% (圖 5.8)，反映接近年底時信貸增長放緩。外幣貸存比率亦由6月底的60.4%微跌至12月底的59.6%。整體而言，以所有貨幣計算的貸存比率由6月底的71.9%下降至12月底的70.4%。

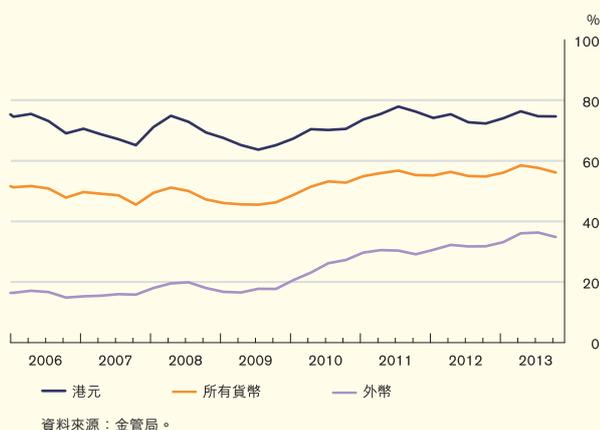
圖 5.8
所有認可機構的貸存比率



資料來源：金管局。

零售銀行方面，以所有貨幣計算的貸存比率由58.5%下降至56.2%，其中港元及外幣貸存比率均有顯著下降（圖5.9）。

圖 5.9
零售銀行的貸存比率



儘管銀行的流動資金狀況良好，但評估它們的承壓能力仍然重要。專題5評估香港銀行業的流動資金風險。簡而言之，是項流動資金風險壓力測試顯示，在面臨嚴重的經濟及金融衝擊時，香港銀行業的系統性流動資金風險仍可受控。儘管敏感度測試結果亦得出相同的結論，但它凸顯銀行的流動資金風險對利率變動反應敏銳。因此，銀行應警惕利率正常化的潛在影響及其步伐。為了防範銀行資產負債表上出現更大的資金來源不穩的風險，金管局推出穩定資金要求，並於2014年1月生效。

外匯持倉

銀行業償還以外幣計值債務的能力，可根據認可機構所有外幣的整體未平倉持倉淨額進行評估。於2013年年底，該持倉淨額為730億港元，相當於認可機構總資產的0.4%，表示認可機構面對的整體外匯風險可能不大。

利率風險

於2013年下半年，美元及港元長短期利率之間的息差超過200個基點（圖5.10），表示銀行透過借入短期資金以購入長期的計息資產，從而賺取收益的誘因仍然頗大。這種情況或會導致期限錯配加劇及利率風險上升。銀行應審慎管理資金來源與貸款之間的期限錯配。

圖 5.10
港元及美元的期限息差



上述利率風險不容低估，因為隨著美國貨幣政策正常化，若收益率曲線有任何顯著變動或利率大幅上升，可能會對銀行資產負債表產生重大影響。我們估計，假設在利率普遍上升200個基點的衝擊下，零售銀行的利率持倉經濟價值下跌的幅度，可能相當於其於2013年12月資本基礎總額的1.2%（圖5.11）。雖然影響似乎在可控制範圍之內⁴¹，但若利率以較大幅度飆升，或收益率曲線出現不利變動，則有可能引致更嚴重的影響。

圖 5.11
利率衝擊對零售銀行的影響

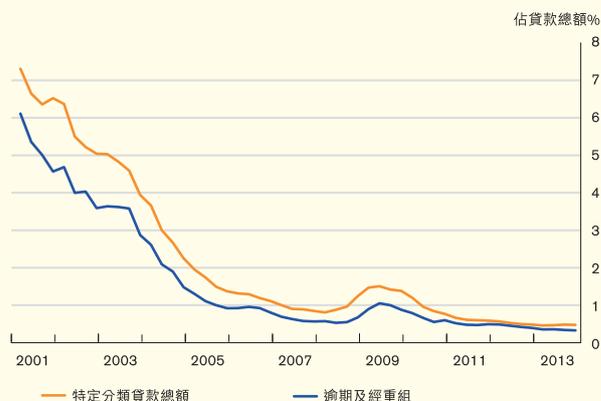


註：
1. 利率衝擊指200基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險持倉的衝擊。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳冊及自營買賣帳冊⁴²經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎的百分比列示。
資料來源：金管局職員估計數字。

信貸風險

零售銀行貸款組合的資產質素保持健康，特定分類貸款的比率於12月底穩定在0.48%的低位，而6月底則為0.47%。逾期及經重組貸款的比率則於期內由0.36%跌至0.33%（圖5.12）。然而，隨著全球貨幣狀況趨於正常化，利率上升可能會考驗借款人的償債能力，進而可能影響認可機構的貸款質素。

圖 5.12
零售銀行的資產質素



註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
資料來源：金管局。

在前三季的迅速擴張之後，信貸增長於年底放緩。按半年分析，認可機構的本地貸款⁴³增幅由上半年的10.2%放緩至下半年的3.3%。

金管局2013年12月的信貸狀況展望意見調查結果顯示，預期未來三個月貸款需求將會上升的受訪認可機構比例較上次調查有所增加，同時仍有逾三分之二的受訪認可機構預期貸款需求將保持不變（表5.A）。

表 5.A
預計未來3個月貸款需求

受訪者%	2013年3月	2013年6月	2013年9月	2013年12月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	10	10	19	24
保持平穩	67	71	71	71
略為下降	24	19	10	5
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，有關數字相加後未必等於100%。
資料來源：金管局。

⁴¹ 若對認可機構的銀行帳冊施以標準利率衝擊後，該機構的利率風險會使其經濟價值下跌相當於資本基礎的20%以上，金管局將會特別注意這類風險較大的認可機構的資本充足程度。詳情請參閱金管局於2002年12月發佈的《監管政策手冊》的「利率風險管理」單元。

⁴² 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，只須填報銀行帳冊的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，以及海外註冊認可機構，則須填報銀行帳冊及自營買賣帳冊的總持倉。

⁴³ 定義為在香港使用的貸款加上貿易融資貸款。

個人貸款

個人貸款⁴⁴增長率由2013年上半年的3.8%進一步放緩至下半年的3.3% (表5.B)，主要原因是物業交投下降導致按揭貸款放緩。然而，私人用途的其他貸款增長10.9%後，於下半年繼續錄得10.1%的快速增長。⁴⁵

表 5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	2011年		2012年		2013年	
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年
按揭貸款	5.5	1.2	2.5	5.0	3.1	0.8
信用卡	-1.4	15.9	-1.6	15.3	-4.0	10.3
其他私人用途貸款	9.4	3.8	5.0	9.3	10.9	10.1
個人貸款總額	5.6	2.7	2.6	6.5	3.8	3.3

資料來源：金管局。

無擔保個人貸款的信貸風險仍受控，以年率計的信用卡撇帳率和破產申請個案數目仍保持在低水平 (圖 5.13)。

圖 5.13
信用卡貸款的撇帳比率及申請破產個案



資料來源：破產管理署及金管局。

與此同時，銀行按揭組合維持穩健，拖欠比率保持在0.02%，而新造按揭的償債指數較6個月前的45略有改善，下降至2013年12月的43 (圖 5.14)。償債指數改善的主要原因是按揭利率降低及平均按揭貸款額減少。

圖 5.14
銀行按揭組合的拖欠比率及新造按揭的住戶償債負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的按揭的平均利率計算。

資料來源：金管局及職員估計數字。

展望未來，儘管家庭債務的增長在近期放緩，但仍處於相對較高的水平⁴⁶，並可能在全球貨幣狀況正常化及利率上升時面臨壓力。銀行業應警惕利率上升對其按揭組合可能造成的影響。

公司貸款⁴⁷

本地的公司貸款⁴⁸在2013年上半年增長13.2%之後，於下半年增速放緩至3.2%。於2013年12月底，公司貸款佔本地貸款的70.4%。

⁴⁴ 個人貸款 (Loans to households) 亦可譯作「住戶」貸款。個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2013年12月底，個人貸款佔本地貸款的比例為29%。

⁴⁵ 個人貸款是近期家庭債務上升的主要推動力之一。有鑑於此，金管局已向銀行業發出通告，要求審慎監管個人貸款業務。詳情請參閱金管局於2014年1月14日發出的通告「私人用途貸款業務的風險管理」。

⁴⁶ 詳情請參閱本報告第4.2節。

⁴⁷ 不包括銀行同業貸款。

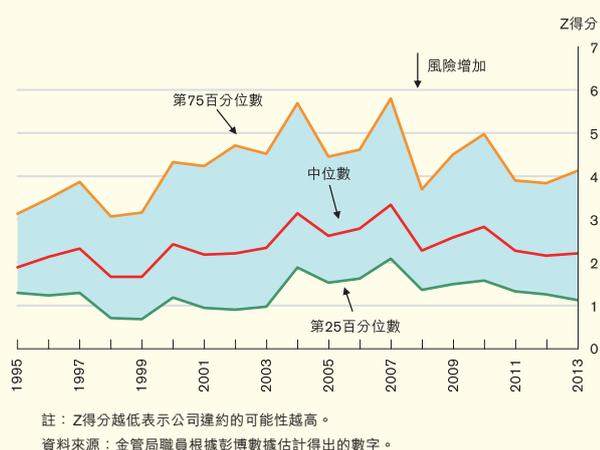
⁴⁸ 公司貸款包括本地貸款，但不包括提供予專業人士及其他個人的貸款。

若干初步跡象顯示，銀行的公司貸款信貸風險可能正在上升。雖然公司強制清盤令的數目以及Altman的Z得分⁴⁹大致保持平穩(圖5.15及5.16)，但公司的債務槓桿比率於近年不斷上升，資產與股東資金之比率於2013年6月底達到1.79倍(圖5.17)。與此同時，本地公司的利息覆蓋率(衡量以盈利償付利息開支能力的指標)有所惡化。這些指標表明，當利率上升時，公司的償債能力可能面臨考驗。

圖 5.15
公司強制清盤令數目



圖 5.16
Altman的Z得分：非金融類上市公司破產風險指標



⁴⁹ Altman的Z得分是以會計數據為基礎的信貸風險指標。該指標是典型的信貸風險指標，根據各企業財務報表所載的一系列財務比率來評估企業整體的穩健程度。用以計算Z得分的會計比率為：流動資金／總資產、保留盈餘／資產、扣除利息及稅項前盈利／總資產、股票市值／總負債帳面值，以及銷售額／總資產。

⁵⁰ 包括零售銀行設於中國內地從事銀行業務的附屬公司錄得的貸款。

圖 5.17
香港非金融類上市公司的槓桿比率及利息覆蓋率



中國內地相關貸款

本地銀行業對內地相關業務的信貸風險承擔繼續增加。所有認可機構對非銀行類客戶的中國內地相關貸款於2013年年底增至36,020億港元(佔總資產19.7%)，而六個月前則為31,970億港元(佔總資產18.6%) (圖5.18)。其中，零售銀行對非銀行類客戶的中國內地相關貸款⁵⁰由20,030億港元(佔總資產18.2%)增至22,790億港元(佔總資產19.8%)。

圖 5.18
所有認可機構對非銀行類客戶的中國內地相關貸款



銀行的內地相關貸款比例上升，仍是一個需要注意的主要風險因素。雖然非銀行類客戶的中國內地相關貸款大部份有擔保或抵押品作為保證，但鑑於內地的信貸與國內生產總值比率高企（圖 5.19）、近期中資企業的整體違約距離指數⁵¹有所惡化（圖 5.20），以及內地銀行體系的不良貸款額增加（圖 5.21），香港銀行務須繼續嚴格審慎管理內地貸款風險。為了加強監察這些業務，金管局推出全新的季度內地業務申報表，要求所有銀行就其非銀行類客戶的內地業務呈報更詳細資料。另外，金管局亦要求內地業務活躍的銀行，就其風險管理和內部監控進行專題審查。

圖 5.19
中國內地的信貸與國內生產總值比率



圖 5.20
中資企業的違約距離指數



圖 5.21
中國內地的不良貸款

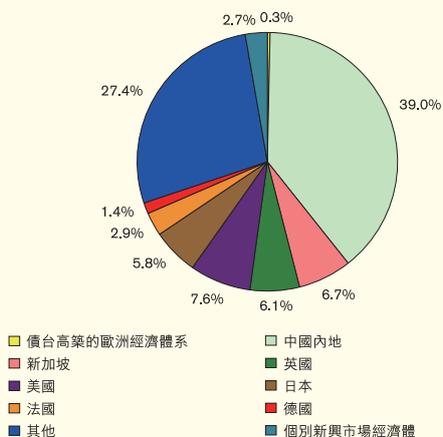


⁵¹ 違約距離是根據市場計算的違約風險指標，基礎是來自 R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第 29 期，第 449 至 470 頁所提出的架構，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。實際上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

新興經濟體危機可能蔓延的影響

近月來，經常帳戶錄得巨額赤字的新興市場經濟體的有關風險備受關注。在這方面，值得指出的是，香港銀行業涉及這些經濟體的直接風險並不顯著（圖 5.22），於 12 月底，這些地區合共只佔銀行業對外債權總額的 2.7%。

圖 5.22
2013 年 12 月底香港銀行業於主要經濟體系（所有行業）持有的對外債權



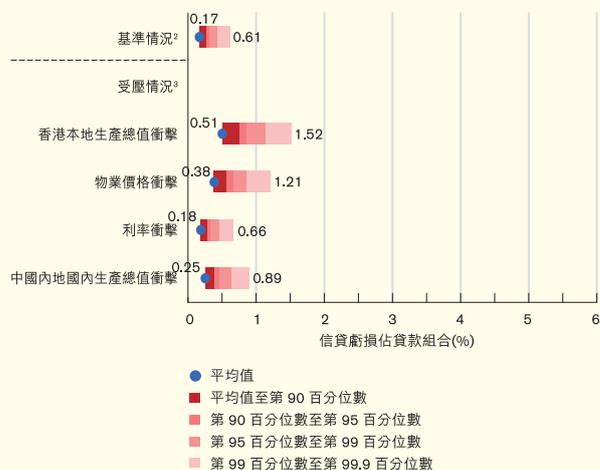
註：
1. 由於四捨五入，有關數字相加後未必等於 100%。
2. 價台高築的歐洲經濟體系所指的是希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙。
3. 錄得巨額經常帳戶赤字的個別新興市場經濟體包括巴西、印度、墨西哥、印尼、土耳其、波蘭、阿根廷、南非及哥倫比亞。
資料來源：金管局。

信貸風險宏觀壓力測試⁵²及⁵³

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖 5.23 使用截至 2013 年第 4 季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊⁵⁴下，零售銀行於 2015 年第 4 季的模擬信貸虧損比率。根據估算，在各種假定的宏觀經濟衝擊後兩年內，零售銀行整體貸款組合的預期信貸虧損將處於溫和水平，介乎 0.18%（利率衝擊）至 0.51%（香港本地生產總值衝擊）之間。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的最高信貸虧損比率（置信水平為 99.9%）介乎 0.66%（利率衝擊）至 1.52%（香港本地生產總值衝擊）之間。儘管程度較為嚴重，但仍低於亞洲金融危機後錄得的 4.39% 貸款損失。

圖 5.23
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值
信貸虧損¹



註：
1. 有關評估將 2013 年第 4 季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙特卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情況下的信貸虧損分佈。
2. 基準情況：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情況：
香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於 2014 年第 1 季至 2014 年第 4 季連續 4 季各自分別減少 2.3%、2.8%、1.6% 及 1.5%。
物業價格衝擊：香港的實質物業價格由 2014 年第 1 季至 2014 年第 4 季連續 4 季各自分別減少 4.4%、14.5%、10.8% 及 16.9%。
利率衝擊：實質利率（香港銀行同業拆息）於第 1 個季度（即 2014 年第 1 季）上升 300 基點，於第 2 及 3 季保持不變，於第 4 個季度（即 2014 年第 4 季）則進一步上升 300 基點。
中國內地國內生產總值衝擊：實質國內生產總值增長率於年內按年放緩至 4%。
資料來源：金管局職員估計數字。

⁵² 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。模型公式詳情載於黃學元等人(2006)「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第 2 期，第 1 號，第 3 至 23 頁。本文估計時使用更新版本的架構。

⁵³ 本報告呈列的香港銀行整體貸款組合的所有信貸虧損估計數字，均以經修訂的壓力測試框架為基礎。嚴格來說，這些估計數字不可與往期報告中透過過往框架得出的估計數字相比，主要原因是兩個框架採用不同的信貸虧損定義。具體來說，在經修訂框架下，任何衝擊後兩年內的信貸虧損的估計數字，為衝擊後第二年年底的估計具體撥備比率及第一年年底的估計具體撥備比例的 50% 之和；而在過往框架之下，信貸虧損的估算方法是以第二年年底的估計拖欠比率乘以估計違約損失率，而違約損失率則根據這兩年間的模擬物業價格變動釐定。

⁵⁴ 衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若，但中國內地國內生產總值衝擊除外。

銀行業的表現

鑑於跨國銀行在香港業務規模龐大，當跨國銀行受到源於其總部所在國的衝擊時，香港銀行業的流動資金及融資環境實不能免於受到其內溢效應的影響。專題6研究決定由跨國銀行集團內部融資活動傳遞有關衝擊的程度，及其對境外銀行香港分行的經營造成的相關影響的各種因素。研究結果表明，儘管銀行母公司的融資衝擊或會對分行經營所在國家的信貸供應及貸款定價造成顯著壓力，但在推行中的監管改革可能有助於減輕其負面影響。

表5.C載列銀行體系的主要表現指標。

表 5.C
銀行體系的主要表現指標¹ (%)

	12/2012	09/2013	12/2013
利率			
1 個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數)	0.28	0.21	0.21
3 個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	0.40	0.38	0.38
最優惠貸款利率 ³ 與 1 個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	4.72	4.79	4.79
最優惠貸款利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	4.60	4.62	4.62
綜合利率 ⁴	0.32	0.32	0.39
零售銀行			
資產負債表狀況⁵			
存款總額	3.1	4.9	5.3
港元	3.5	4.9	1.5
外幣	2.7	4.9	10.0
貸款總額	2.8	3.5	2.6
本地貸款 ⁶	2.6	3.0	2.6
在香港以外使用的貸款 ⁷	3.7	5.9	2.7
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-2.8	5.3	10.5
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	6.8	8.8	3.7
資產質素⁸			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	98.16	98.25	98.33
需要關注貸款	1.36	1.27	1.20
特定分類貸款 ⁹ (總額)	0.48	0.48	0.48
特定分類貸款 (淨額) ¹⁰	0.32	0.35	0.34
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	0.39	0.34	0.33
盈利			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 ¹¹	0.04	0.03	0.04
淨息差 ¹¹	1.36	1.41	1.40
成本與收入比率 ¹²	45.8	41.9	42.2
流動資產比率 (季度平均數)	42.6	38.6	39.6
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.02	0.02	0.02
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.20	0.22	0.20
撇帳率 – 按季年率計	1.82	2.09	1.85
– 本年度截至該日止以年率計	1.70	1.93	1.84
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率 (綜合) ¹³	15.7	16.1	15.9

註：

- 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
- 香港銀行同業拆息定價為香港銀行公會所公布的港元利息結算利率。
- 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
- 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網站。
- 季度變動百分比。
- 在香港使用的貸款及貿易融資。
- 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
- 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
- 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
- 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
- 本年度截至該日止按年率計數字。
- 本年度截至該日止數字。
- 由 2013 年 1 月 1 日起，本地註冊認可機構須遵行經修訂資本充足框架 (《巴塞爾協定三》)。

專題5 香港銀行業的流動資金壓力測試

引言

本專題運用加入了市場與信貸風險互動關係的模型架構(以下簡稱為「模型架構」)，評估香港銀行業的流動資金風險。⁵⁵ 評估包括兩部分。第一部分，我們將討論使用截至2013年年中數據的壓力測試結果。為配合分析，我們使用2007年年底的數據重新進行了另一組測試，並以之比較2013年年中的結果。隨後我們將審視銀行的資產負債表，以辨識在此期間可能改變銀行抵抗流動資金風險能力的若干因素。在本專題的第二部分，我們將進行敏感度測試，評估銀行業在不同利率正常化步伐的假設壓力情境下的表現。

流動資金壓力測試的結果

在模型架構中，銀行的現金流狀況乃由一年壓力期內的資產價格衝擊內生決定。這些假設衝擊導致企業債券、股票及結構性金融證券的價格顯著下降。⁵⁶ 其他衝擊假設包括利率上調125個基點及特定分類貸款的比率上升200個基點。

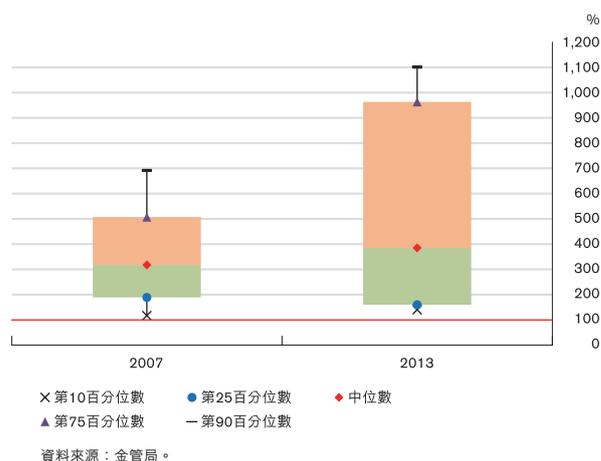
流動資金壓力測試的結果，乃按17間本地銀行在一年壓力期結束時的累計現金流入與累計現金流出的比率(即現金流比率)進行評估。假如現金流比率低於

100%，則表明現金短缺。根據2013年年中數據進行的流動資金壓力測試，現金並未出現短缺，表明香港銀行業將能承受嚴峻的流動資金衝擊。

危機後的發展

為評估在全球金融危機之後香港銀行業抵抗流動資金衝擊的能力的變化，我們比較2013年年中及2007年年底的結果。2007年年底的結果為採用我們在2009年進行評估時的數據庫⁵⁷重新進行測試而獲得。該數據庫包括12間香港上市銀行於2007年年底的財務資料。此兩組壓力測試(圖B5.1)的結果大體一致⁵⁸，表明當貨幣政策逐步緊縮而資產價格出現嚴重的衝擊，也不會令香港銀行業出現顯著的系統性流動資金風險。現金流比率的估計分佈顯示，部分銀行的現金流比率較以往高，表明承受流動資金衝擊的能力有改善。

圖 B5.1
一年壓力期結束時的現金流比率



⁵⁵ 模型架構是由黃德存及許祖愷設計(2009)，見「加入市場與信貸風險互動關係的流動資金風險壓力測試架構」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號06/2009。該架構可估算在長期的負面資產價格衝擊導致銀行的風險資產頭寸出現按市價計值的虧損時，此種虧損將如何增加銀行的償付風險及減低由資產出售來獲得流動資金的能力。

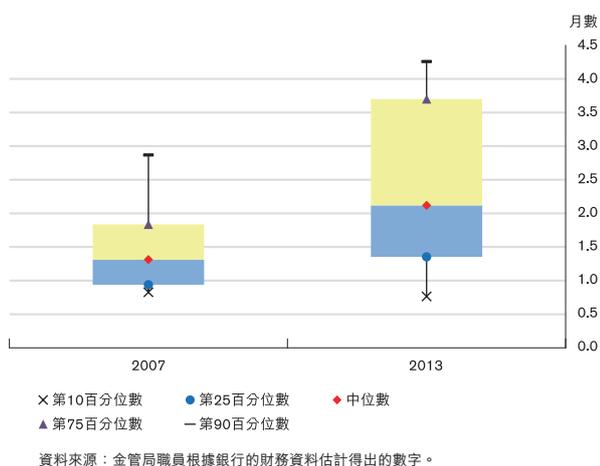
⁵⁶ 資產價格衝擊主要來自預先界定的分佈，包括對無風險利率的衝擊。在第90百分位數，信貸評級為「AA」或以上、「A」及「BBB」的企業債券的信貸息差，假定為分別上升0.4、1.7及1.74個百分點。非投資級別及無評級的企業債券的信貸息差假定為上升10.5個百分點。股票價格及結構性金融證券的市場價值假定為分別下降27%及32%。此外，我們亦假定收入產生的現金流下降10%，有15%的承諾信貸額度被授予特殊投資工具，而信貸提取率與結構性金融證券的價格呈負相關。模型架構並不考慮母公司及中央銀行可能採取的任何紓緩措施。

⁵⁷ 見註腳55。

⁵⁸ 由於樣本規模及可用資料的不同，在詮釋根據2007年年底及2013年年中的狀況進行的比較時應當謹慎小心。

資產負債表的若干發展可能有助改善銀行承受流動資金衝擊的能力。特別是許多樣本銀行接受了平均期限長於過往的存款(圖B5.2)，這可能減低他們在面臨壓力情境時發生存款外流的風險。

圖 B5.2
存款的加權平均期限



另一個值得注意的發展是，銀行已經減少了他們的債務證券持倉。樣本銀行持有的債務證券總額佔總資產的比例已由2007年底的20%下降至2013年年中的16%。所持債務證券的期限亦較以往短(圖B5.3)。在所有其他條件相同的情況下，期限較短的債務證券對利率變動的敏感度較低。換言之，加息導致的債務證券價格下跌將較過往溫和。對於銀行所持的有信貸評級的企業債務證券，整體信貸質素亦有所改善(圖B5.4)。綜合這些因素，可以解釋為甚麼部分銀行的估計現金流比率在全球金融危機過後會上升。

圖 B5.3
債務證券的加權平均期限

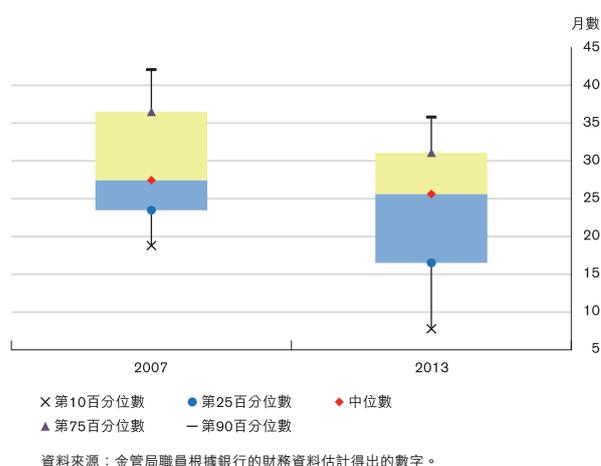
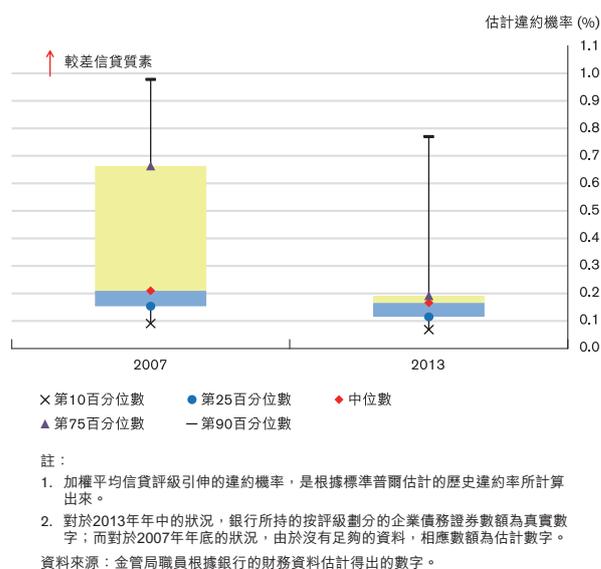


圖 B5.4
加權平均信貸評級引伸的企業債務證券違約機率



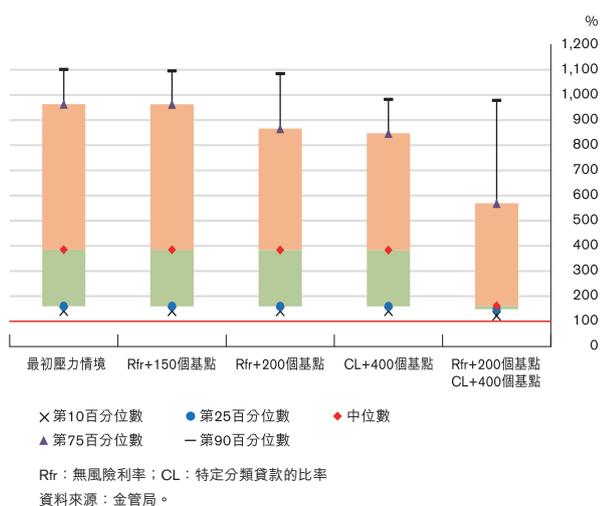
然而，若干風險因素的發展可能需要留意。首先，銀行所持的無評級企業債券的份額上升。⁵⁹ 這些無評級債務證券的信貸質素及市場流通程度均不甚明晰。從流動資金管理的角度看，在市場動盪時期，銀行可能很難出售這些無評級債務證券來增加流動資金。其次，或有負債及承擔亦有增加。與2007年的27%相比，樣本銀行於2013年的或有負債及承擔佔總資產的比例平均達32%。這可能導致銀行面臨較大的或有流動資金風險。

⁵⁹ 在我們的樣本中，無評級企業債務證券佔總債務證券的比例於2013年年中增至約5%，而2007年年底為約2%。此觀察與有關特定債務證券的調查結果一致，即無評級非結構性債務證券佔認可機構所持非結構性債務證券總額的比例，由2008年12月的4.9%上升至2013年6月的9.1%（見《香港金融管理局季報》）。

敏感度測試

在模型架構中，無風險利率的變動是決定銀行按市價計值虧損數額的一個關鍵的風險因素。上述壓力情境假定的是無風險利率上升125個基點。在進行若干敏感度測試時，我們假定利率上升150個基點及200個基點。與加息較快的情境一致，我們假定特定分類貸款的比率增加400個基點，增幅比最初的壓力情境更大。圖B5.5描述敏感度測試的結果。正如我們的預期，受到更嚴峻的衝擊時，銀行的現金流比率下跌。特別是，在加息200個基點、同時特定分類貸款的比率跳升400個基點的情境下，預計現金流比率將出現更加顯著的下降。然而，即使在如此嚴峻的情境下，亦沒有一間銀行在一年期限內發生現金短缺。

圖 B5.5
敏感度測試下的現金流比率



結論

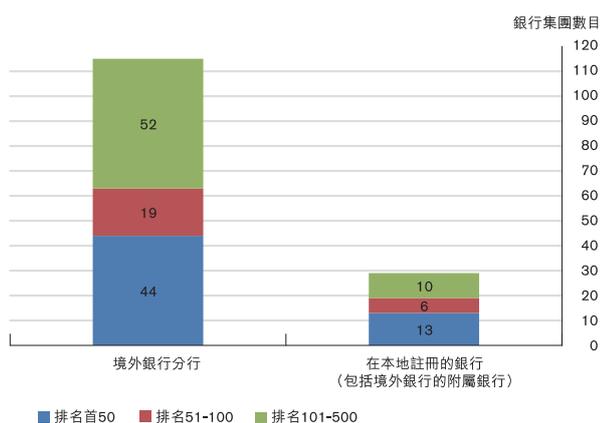
流動資金壓力測試顯示，在面臨嚴重的經濟及金融衝擊時，香港銀行業的系統性流動資金風險將得到控制。儘管敏感度測試結果的結論相同，但它突顯銀行的流動資金風險對利率變動反應敏感。因此，銀行應警惕利率正常化的潛在影響及其步伐。

專題 6

跨國銀行的流動資金管理對香港銀行業的影響

全球金融危機突顯跨國銀行在國際金融衝擊傳導過程中的關鍵角色。跨國銀行在香港業務規模龐大（圖 B6.1），意味着香港銀行業難免受跨國銀行總部所在國的衝擊內溢效應⁶⁰ 影響。事實上，於 2013 年年底，29 間全球系統重要性銀行⁶¹ 中有 27 間香港開設分行營運。全球金融危機前，這些分行大多負起融資任務，而其集團內部融資活動（即內部資本市場）是傳播金融衝擊的渠道之一。本專題提供實證證據，分析決定金融衝擊經該渠道傳播的程度之因素以及對境外銀行香港分行經營的相關影響。

圖 B6.1
按綜合資產規模及營運模式劃分的跨國銀行香港業務



註：排名以 2013 年的綜合資產規模為依據。部份跨國銀行在香港同時經營分行及附屬銀行。
資料來源：金管局。

跨國銀行香港分行的內部資本市場

在全球金融危機前，主要由於跨國銀行對美元流動資金的需求強勁，香港銀行業提供的跨境銀行業務資金（按淨額計算）迅速增加，並於 2007 年 10 月達到 2,220 億美元的峰值（圖 B6.2）。該數額相當於 2008 年第 4 季錄得的美聯儲提供的中央銀行流動資金互換機制未償還金額峰值的 40%，由此可知這些跨境資金流動規模龐大。

圖 B6.2
香港銀行業境外銀行同業貸款淨額[#]



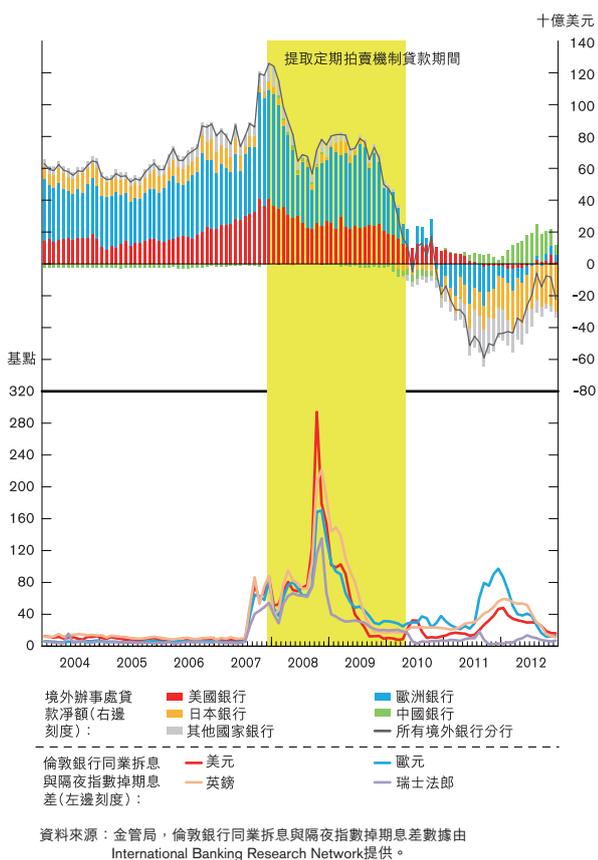
這些跨境資金流主要由跨國銀行香港分行的集團內部融資業務的資金流所帶動。其外幣「境外辦事處貸款淨額」（NDF，即「境外辦事處貸款」減去「境外辦事處借款」）的週期性波動於圖 B6.3 展示。當境外辦事處貸款淨額為正（負）值時，指香港分行為各自的銀行集團其他部門的淨貸方（借方）。我們根據各間銀行的

⁶⁰ 衝擊內溢效應指香港銀行業受到源自跨國銀行總部所在國的外部金融衝擊。

⁶¹ 這 29 間全球系統重要性銀行由金融穩定理事會於 2013 年 11 月確定。

總部所在地，將整體境外辦事處貸款淨額按國別分析。圖表顯示，在全球金融危機前夕，歐洲銀行及（在較小程度上）美國銀行愈來愈多地透過內部資本市場從香港抽取資金，以滿足母公司的資金需求。須注意，境外辦事處貸款淨額增加大致與2007年下半年出現的第一波資金壓力高峰相關，而此種資金壓力是利用銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率之間的息差（即倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差）來量度。此現象表明，為應對銀行母公司所在國的資金衝擊，跨國銀行啟用轉自境外分行的集團內部資金來紓緩母公司的流動資金壓力。

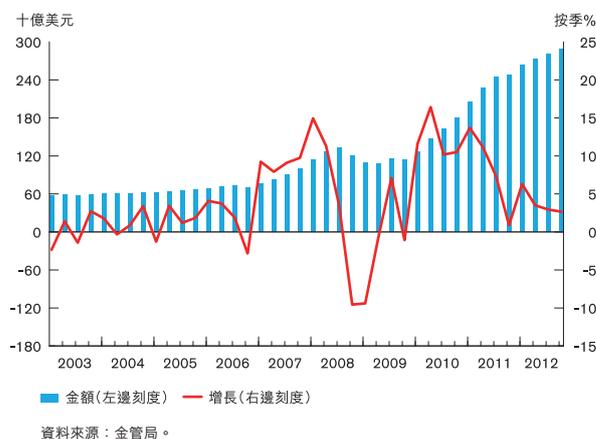
圖 B6.3
外資銀行香港分行的境外辦事處外幣貸款淨額及倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差



然而，香港分行提供的內部資金之規模自2007年第4季以來一直下降。另一方面，美聯儲於2007年12月推出定期拍賣機制，這與前述時間點剛好一致。隨着跨國銀行透過美聯儲措施取得流動資金，其香港分行的融資角色不再那麼重要，融資格局遂於2010年年中開始逆轉。自此，許多境外銀行的香港分行變成了內部資金的淨接收者（即境外辦事處貸款淨額為負值）。

歐洲及日本銀行的融資格局變化尤其明顯，這種變化與Shin (2011)⁶²的假設一致，即非美國銀行透過利用美聯儲在危機期間的中央銀行流動資金舉措，將美元流動資金轉移至新興經濟體。事實上，美聯儲發佈的銀行數據顯示，許多在香港設有分行的跨國銀行均透過定期拍賣機制的渠道取得資金。史無前例的央行舉措令跨國銀行獲得充裕的流動資金，或是2010年以來香港外幣貸款急劇增長的一個重要原因（圖B6.4）。

圖 B6.4
香港銀行業的客戶外幣貸款及墊款



上述觀察支持了一個假設，即跨國銀行透過其內部資本市場，將總部所在國的資金衝擊及央行流動資金傳送至不同的業務所在國，進而影響到其香港分行的貸款供應。我們將在下一節使用計量經濟學的方法來檢驗這個假設。

⁶² 見H.S.Shin (2011)「Global Liquidity」，國際貨幣基金組織會議「Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis」發言，華盛頓，2011年3月7至8日。

實證模型及估計結果

為檢驗上述假設，我們採用了類似於 Cetorelli 及 Goldberg (2012) 的研究的兩階段式計量經濟學方法。⁶³ 實證研究的策略大致如下：在第一階段的回歸分析中，我們估計銀行母公司的資金需求如何帶動其香港分行的境外辦事處貸款淨額變化 (ΔNDF)。 ΔNDF 的預測值 (該預測值反映受母公司資金需求所驅動的 ΔNDF 部份) 隨後被用作第二階段回歸分析的一個工具變量，以解釋分行的經營，包括流動資產調整、(境外及本地) 貸款及信貸 (即貸款及信貸承擔之和)。

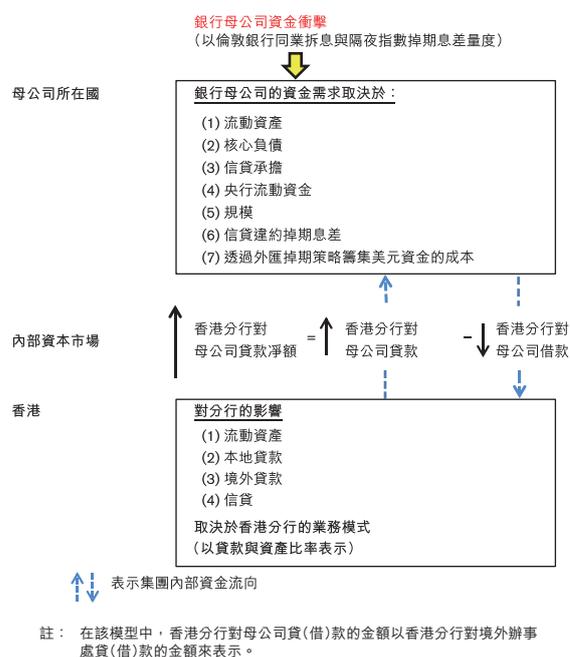
我們不擬詳述該模型的計量設定，而會以一間歐洲銀行為例，提供該模型的經濟學直觀解說。該模型的架構亦參見圖 B6.5。假設歐元區出現外生流動資金衝擊，導致歐元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差急劇上升。為應付銀行母公司的資金需求，歐洲的跨國銀行會動用集團的內部資本市場，增加由海外分行取得的內部資金流淨額。在綜合層面持有較少流動資產及核心負債 (即客戶存款及股本之和) 及批出較多信貸承擔的銀行，其增幅可能尤為明顯。銀行規模也考慮為一個重要的決定因素。

我們進一步假設，銀行母公司在調整境外辦事處貸款淨額時會考慮其香港分行的業務模式。具體而言，母公司往往從先前扮演較明顯的融資角色，但對貸款及投資活動貢獻較少且貸款定價相對遜色的海外分行提取更多的內部資金。

此外，跨國銀行如取得中央銀行的流動資金，它們會減少倚賴海外分行的內部資金支持。最後，籌集外部資金的能力 (以其信貸違約掉期息差量度) 及透過貨幣掉期將本國貨幣換成美元的籌資成本，也影響來自海外分行的內部資金支持之規模。

從香港分行的角度來看，分行資產將需作調整，以彌補上級銀行「提取」的內部資金。該調整的形式多樣，包括出售流動資產及削減境內外貸款。分行審批信貸承擔亦會變得謹慎。上述調整如何在各類資產之間分配，將取決於香港分行的經營模式 (以分行的貸款與資產比率來表示)。

圖 B6.5
實證模型的架構



該模型使用涵蓋了由 2006 年第 1 季至 2012 年第 4 季的期間，共 37 間境外銀行香港分行的縱列數據集進行估計。分行的變量乃使用這些分行提交予金管局的監管數據來構建，而銀行母公司的變量乃使用 *Bankscope* 中各家銀行母公司的數據來構建。所有因變量均以美元計價的資產負債表項目來設定。因此，估計結果讓人更明瞭跨國銀行如何在全球金融危機期間管理它們的美元流動資金。

初步估計結果大致符合我們的預期，並印證了我們的假設。主要估計結果概述如下：

- (1) 為應對銀行母公司的資金衝擊，跨國銀行從它們的香港分行增加淨內部融資，持有較少流動資產的銀行母公司其增加幅度更為明顯。

⁶³ 見 Cetorelli, N. 及 L.S. Goldberg (2012), 「Follow the Money: Quantifying Domestic Effects of Foreign Bank Shocks in the Great Recession」, 《American Economic Review》, 第 102(3) 卷, 第 213 至 218 頁。

- (2) 能直接獲得央行流動資金的跨國銀行較少倚賴來自香港分行的內部資金，表明於全球金融危機期間，央行的流動資金舉措在緩解跨國銀行的資金壓力方面起到了重要作用。
- (3) 估計結果印證了地域營利順序 (*locational pecking order*) 的假說 (Cetorelli 及 Goldberg, 2012)。⁶⁴ 具體而言，假如香港分行被視作核心資金來源，銀行母公司就會從香港提取更多的內部資金。反之，假如香港的貸款價格更具吸引力，銀行母公司就更可能向其香港分行投放穩定的內部資金。
- (4) 在對分行營運的影響方面，估計結果表明，假如增加用以支持銀行母公司的內部資金轉移，跨國銀行香港分行的貸款供應就會減少，其中貸款與資產比率較高的分行就會作更大幅度的調整。比較而言，分行減少在香港境外使用的美元貸款⁶⁵ 的幅度要高於在香港使用的美元貸款。研究發現，信貸承擔的下調幅度更甚，表明銀行母公司的資金衝擊會對分行的貸款供應產生長期影響。

結論

我們的研究發現，跨國銀行的跨境內部資金流動，以至它們境外分行的貸款供應，對央行提供的流動資金反應明顯。因此，先進經濟體系流動資金正常化，即使對利率影響有限，在理論上也會改變跨國銀行內部資金流動的格局，從而導致經營所在國家的貸款明顯縮減。這可能給經營所在國家的信貸額度及貸款定價（特別是外幣貸款）產生相當的壓力。實體經濟面臨的潛在影響需密切留意。

儘管如此，我們的研究結果仍支持了以下觀點，即正在推行的監管改革可能會成為一項抑制因素，有助於減低金融衝擊透過跨國銀行內部資本市場渠道跨境傳播的程度。具體而言，我們的研究結果表明，從流動資金管理的角度看，銀行母公司持有的流動資產及來自它們的香港分行的內部資金，被跨國銀行視為近似的替代融資來源。因此，《巴塞爾協定三》的流動資金要求（即銀行須持有充足的優質流動資產，以支持它們的現金流出）或會減少跨國銀行在面臨壓力時倚賴跨境內部資金的支持。

⁶⁴ Cetorelli, N. 及 L.S. Goldberg (2012), 「Liquidity management of US global banks: Internal capital markets in the great recession」, 《Journal of International Economics》, 第299至311頁。

⁶⁵ 包括用於貿易融資美元貸款。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元付息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本（如員工及租務支出）、信貸成本及對沖成本。

兌換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兌換為外幣，或將外幣兌換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兌7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兌換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兌換範圍

由弱方及強方兌匯保證匯率為上下限的美元兌港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具。外匯基金票據及債券計劃在1990年3月推出，多年來不斷擴充；外匯基金票據及債券期限由3個月至15年不等，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

流動資產比率

香港所有認可機構必須將每月平均流動資產比率維持在不低於25%的水平。流動資產比率是指流動資產（如：有價債務證券及1個月內償還的貸款，而這些資產必須按照流動資產換算因數調整）與限定債務（基本上是指1個月內到期的所有負債）的比率，有關的計算方法及組成部份載於《銀行業條例》附表4。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣（銀行紙幣及硬幣）與銀行體系存放在中央銀行的結餘（儲備結餘或結算餘額）的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書（作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持）、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

©2014 香港金融管理局

本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站 www.hkma.gov.hk 查閱。

香港金融管理局

香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓

電話: (852) 2878 8196

傳真: (852) 2878 8197

電郵: hkma@hkma.gov.hk

www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522 (網上版)