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

2018年3月

本報告分析2017年8月底至2018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
2018年3月

目錄

1. 概論	**4**
2. 全球環境及展望	**9**
2.1 外圍環境	9
2.2 中國內地	19
3. 本港經濟	**32**
3.1 實體經濟活動	32
3.2 通脹及失業率	33
4. 貨幣及金融狀況	**38**
4.1 匯率及資金流	38
4.2 貨幣及信貸	40
4.3 股市	46
4.4 債券市場	51
4.5 物業市場	53
5. 銀行業的表現	**56**
5.1 盈利及資本額	56
5.2 流動性及利率風險	58
5.3 信貸風險	60
5.4 系統性風險	64
專題1 新興市場債券基金的資金流向與基金表現的關係	15
專題2 中國的國有企業改革進展如何？企業借貸約束方面的佐證	28
專題3 量度按揭供款負擔對私人消費的影響	35
專題4 亞太區股市的尾端風險溢出效應	48
專題5 關於香港認可機構的吸收虧損能力規定的成本效益評估	68
詞彙	

1. 概論

隨着市場重新評估美國的通脹風險，全球金融市場於年初再現波動。在2月份，全球股市由1月底的高位大幅下挫，完全抵銷年初的顯著升幅，而基準10年期美國國債收益率亦升至四年高位。過去兩年全球股市在低波幅情況下持續上揚，是因為市場預期經濟環境會延續穩健增長、且通脹及利率保持低企的理想狀態。然而，這種預期正面對全球貨幣狀況收緊、貿易保護主義情緒升溫及地緣政治局勢緊張的風險。

港元匯率轉弱，市場繼續運作有序。2017年下半年，整體貸款繼續增加，但速度較為緩慢。樓價升幅及成交量在經歷去年中小幅放緩後，於2017年第4季均有所回升。展望未來，全球及本地金融市場波動再現，可能會為香港資金流向增添波動。

鑑於金融市場存在不確定性，以及美國貨幣政策正常化及地緣政治風險持續，銀行應持續警惕利率波動加大及潛在的資金外流風險。尤其是，鑑於企業槓桿水平持續上升，以及個人債務負擔亦處於高位，銀行應評估利率升幅超過預期可能對資產質素產生的影響。

外圍環境

繼芝加哥期權交易所波幅指數(VIX)在過去兩年多在低位徘徊後，全球金融市場於年初再現波動。全球股市由1月底的高位大幅下跌，標普500指數一度下挫超過10%，完全抵銷1月初錄得的顯著升幅。市場情緒出現轉變，原因在於有跡象顯示全球經濟復甦有可能對低企已久的美國工資及價格構成壓力，因而有可能導致美聯儲加快其加息步伐。基準10年期美國國債收益率亦升至四年高位。

過去兩年全球股市長期上揚，是建基於市場預期經濟狀況將持續理想。2017年下半年，全球經濟增長動力繼續增強，先進及新興市場經濟體的經濟活動同步回升。接近年底時，美國國會通過稅改方案，當中包括減稅及全面改革企業及個人稅務條例，令市場憧憬美國的強勁經濟復甦於短期內將獲得額外的週期性刺激。儘管活動有所加強，主要先進經濟體的核心通脹依然溫和，更加鞏固市場對全球利率將長期低企的預期。在此背景下，2017年全球資產市場顯著上揚，特別是美國股市更屢創新高。

然而，隨著美國公布1月份的工資增長數據強於預期，全球股市重新評估通脹風險。在短期的金融市場波動過後，全球貨幣狀況收緊的風險，可能會繼續為全球經濟前景蒙上陰影。在美國，經濟現已達至其產出潛力，預期減稅對內需的週期性刺激可能會加速通脹反彈，從而促使美聯儲加快收緊貨幣政策。同時，由於減稅會導致財政赤字上升，美國未來或會發行更多國債，此舉料會在美聯儲繼續推進資產負債表正常化之際，加大長期債券收益率的上行壓力。在美國以外，其他主要先進經濟體的增長動力趨強，令市場預期它們的央行可能縮減量化寬鬆計劃規模。倘若落實，此舉將會導致全球貨幣狀況同步收緊。

國際政治及地緣政治緊張局勢引發的政策和事件風險，亦有可能為全球經濟增長前景蒙上陰霾。美國政府似乎越來越傾向採取貿易保護主義措施，以保護國內產業免受競爭，近期例子包括宣布向太陽能電池板、洗衣機、鋼材及鋁徵收進口關稅。這些舉動令人憂慮其貿易夥伴會否以報復性措施回應。此外，一旦地緣政治緊張局勢出乎意料升溫，可能會影響全球貿易，並加劇全球金融市場的波動。

鑑於全球經濟前景存在上述不確定性因素，目前全球資產市場高企的估值能否持續成為疑問。從基本層面來看，全球需求的週期性增長及美國減稅預期導致財政赤字上升，是否會推高自然利率(R*)，仍然有待觀察；加上美聯儲的資產負債表正常化料會導致期限溢價上升，或會推高長期利率，從而不利於資產市場估值。

東亞方面，區內經濟體亦處於穩健增長及通脹溫和的理想環境。隨着良好的經濟表現及樂觀的前景，資金亦加速流入，金融市場同時上揚。不過，由於主要央行同步推進貨幣政策正常化導致全球流動性收緊；美國政府推行內向型貿易政策；地緣政治局勢緊張以及美國企業因應該國稅改下的一次過「視為匯回」規定而大舉將利潤匯回美國可能使離岸美元流動性緊絀，這種種因素都令上述良好前景面臨下行風險。一旦信貸及金融市場面臨任何衝擊，均有可能引發資金流動逆轉，而槓桿水平較高的行業及經濟體最容易受到金融狀況收緊的衝擊。

中國內地方面，在消費穩健、基建強勁及工業支出於接近年底時反彈等因素的支撐下，中國內地經濟於2017年下半年表現良好。與此同時，「新經濟」興起的跡象愈加明顯，過去幾個季度，高增加值的製造業及服務業等行業展現了強勁的業務擴張動能。展望未來，近期經濟增長前景維持正面，但仍存在不明朗因素。特別是，「新經濟」的快速增長能夠在多大程度上有助於抵銷結構性改革進一步推進對增長構成的短期壓力，仍然有待觀察。內地當局於2018年宣布繼續採取積極的財政政策立場，這或會有助於在必要時紓緩經濟方面的不利變化。

回顧期內，結構性改革及系統性風險的控制均取得若干進展。特別是，隨著收緊措施的推出，內地房地產市場於回顧期內呈現降溫跡象，尤其以一線城市最為明顯。與此同時，由於銀行收緊貸款審批標準，銀行對產能過剩行業的企業的風險敞口仍然受控，而影子銀行活動在金融去槓桿的情況下亦有所放緩。除以上的正面發展外，我們的分析亦顯示，中國內地的資金配置效率似乎有所提高。尤其是，還款能力較弱的國有企業所面臨的借貸約束似乎有所收緊，可能是由於地方政府所提供的支持有所減弱（詳情請參閱第28頁專題2）。外圍因素方面，在經濟形勢趨穩及風險減弱的情況下，資金流出壓力於2017年的大部分時間內保持溫和。

本港經濟

香港經濟於2017年下半年保持環比增長動力。實質本地生產總值於2017年全年增長3.8%，增速是近6年以來最快。由於就業及收入狀況良好以及資產價格上升，私人消費於2017年下半年依然穩健增長。整體投資開支也因企業資本開支增加而反彈。外圍因素方面，受惠於全球貿易增長改善，加上入境旅遊業逐步復甦，香港的出口表現因而進一步改善。儘管如此，由於進口增速較出口增速為快，貨物淨出口仍拖累本地生產總值增長，而服務淨輸出則對本地生產總值增長有正面貢獻。

預期2018年經濟增長仍然穩健。當中私人消費、樓宇及建造活動以及出口將繼續支撐經濟增長。鑑於港元利率最終會上升，專題3研究較高按揭供款負擔對私人消費的影響。政府及市場共識預測2018年實質

本地生產總值增長分別為介乎3至4%及3.0%。然而，香港的增長前景仍受包括上文提到的外圍環境、中國內地在金融狀況收緊下的經濟表現，以及本港資產市場的走勢等眾多不明朗因素及風險所影響。

雖然失業率降至近20年來的低位2.9%，但是本地通脹壓力仍然受控。不過，環比通脹動力於最近數月有稍微上升的跡象。當中，貿易品及服務價格均告上升。展望未來，基本通脹率可能略微回升至仍屬溫和的水平，部分反映新簽訂私人住宅租金上漲所帶來的傳遞效應。

貨幣狀況及資金流動

受新股集資活動的資金需求與季節性資金需求影響，流動性狀況趨緊，港元短倉的平倉活動增加，促使港元現貨匯率於2017年9月至11月期間轉強。隨着流動性狀況有所紓緩及利率套戥活動重新活躍，港元匯率自2017年12月起再度回軟。2018年初，儘管全球金融市場（尤其是股票市場）出現震盪，但港元仍基本保持穩定。港元匯率於2018年3月初進一步轉弱，但兌換保證未有被觸發。

港元銀行同業拆息於2017年9月至12月期間有上升壓力。這主要是由新股集資活動的資金需求及銀行臨近年底對流動性管理持審慎態度所致。於12月，隔夜及3個月香港銀行同業拆息平均值分別較六個月前上升14個及50個基點，為0.25%及1.26%。香港銀行同業拆息於2018年1月初略為回落後，大致保持穩定，未有受近期全球金融市場調整的影響。儘管按揭貸款業務競爭激烈，但銀行的新造按揭平均貸款利率仍跟隨短期港元銀行同業拆息的升勢，於12月份升至2.16%。另一方面，零售銀行融資成本因新股集資活動於10月份短暫上升後仍普遍低企，綜合利率於12月份收報0.38%。

展望未來，隨着美國貨幣政策持續正常化，港元利率可能面臨更大的上行壓力；若全球金融市場情緒急劇轉變，資金流的波動或會增加。

2017年全年，銀行貸款總額穩步增長16.1%。繼上半年強勁增長10.2%之後，貸款增速於下半年放緩至5.3%。其中，多數行業的本地貸款及在香港境外使用的貸款的增速均告下降。外幣貸款增長放緩，部分原因是美元融資成本上升。而由於本地經濟環境向好及港元融資成本相對較低，港元貸款則繼續錄得快速增長。

由於港元貸款的增長速度快於存款，港元貸存比率於2017年下半年上升，於年底時升至82.7%，為2015年3月以來的高位。另一方面，由於外幣貸款的增長相對緩慢，外幣貸存比率於年底降至63.1%。

在岸及離岸人民幣兌美元匯率於2017年9月至11月期間呈現回穩跡象。其後，隨着美元兌多數主要貨幣顯著轉弱，在岸及離岸人民幣兌美元匯率自12月份起有所轉強。香港的離岸人民幣資金池（包括人民幣客戶存款及存款證總額）繼上半年小幅下滑後，於下半年略有回升，大致反映市場對人民幣匯率預期的變化。至於其他離岸人民幣業務，雖然人民幣貸款繼續減少，但香港銀行處理的人民幣貿易結算金額於下半年有所回升。人民幣即時支付結算系統的日均成交金額仍保持在高位。展望未來，香港的離岸人民幣業務有望受惠於「一帶一路」倡議的推進及人民幣持續國際化。

資產市場

香港股市延續升勢，但於臨近回顧期末時大幅向下調整。在過去六個月，全球經濟明顯好轉，加上美國通過減稅方案，全球投資者對企業表現的預期不斷提升，令市場情緒一直高漲。此外，越來越多投資者對

新一輪資訊科技熱潮的來臨持樂觀態度，相信數據技術及人工智能被廣泛應用於多個領域的經濟活動。透過與中國內地兩家交易所的股票市場互聯互通機制，本港股市亦受益於南向投資的大幅增長。然而，市場擔心債券收益率上升，促使本港股市於回顧期末大幅調整。

市場前景確實仍存在重大不確定性，特別是主要經濟體的貨幣政策收緊程度會否超乎預期，以及投資者的願境能否實現。例如當前蓬勃的資訊科技能否一如預期令生產力提升？專題4（第48頁）分析區域內外發生的衝擊對包括香港在內的亞太股市帶來的潛在影響。

港元債券市場於去年輕微擴張。隨著美國貨幣政策正常化持續，港元債券收益率逐步攀升。於回顧期內，借貸成本上升，削弱了發行港元債券的動機，導致非外滙基金票據及債券的發行量輕微減少。至於需求方面，債券基金淨流入有所下降，反映本地貨幣債務吸引力下降。與此同時，由於一級市場活動持續低迷，香港境外人民幣債券市場於2017年進一步收縮。儘管在岸與離岸收益率的變化使得離岸發行較為有利，但市場前景仍取決於其他多項因素，例如人民幣匯率預期及內地當局現時推動經濟去槓桿的動力。

隨着第八輪宏觀審慎監管措施於2017年5月份實施，住宅物業市場交投在2017年中短暫放緩。其後因經濟狀況及市場情緒改善，成交量再度回升。樓價升勢自第4季起亦有所加快，導致置業負擔能力進一步趨緊。

住宅物業市場前景仍不明朗。短期而言，目前香港經濟環境良好、市場預期房屋供應短缺、按揭利率仍然低企，加上可從其他融資渠道獲取置業所需資金，均可能會繼續支持住宅物業需求，但市場情緒或會受到近期環球金融市場的波動所影響。長遠而言，樓市仍繼續面臨一些阻力。特別是隨着美國貨幣政策正常化進程持續，本地按揭利率最終會上升。倘若因環球金融市場的波動性加劇，大量資金從香港外流，本地利率的上升速度更有可能加快。此外，在政府竭力增加土地及住宅物業供應的情況下，房屋供求缺口或會逐步收窄，長遠有望緩解樓價上升的壓力。

銀行業的表現

零售銀行的盈利持續改善，2017年下半年，資產回報率升至1.15%，而2016年同期為1.11%。這主要由於淨利息收入增長及貸款減值撥備減少。

銀行的資本狀況維持穩健，本地註冊認可機構的綜合總資本比率上升至19.1%。為增強香港銀行對系統性風險的抵禦能力，自2019年1月1日起，香港逆周期緩衝資本比率將由現時的1.875%提高至2.5%。此外，金管局最近公佈了一份諮詢文件，就《金融機構（處置機制）條例》下制訂適用於認可機構吸收虧損能力規定的規則展開諮詢。專題5（見第68頁）對吸收虧損能力的規定對香港的潛在影響進行成本效益評估。我們的評估表明，實施吸收虧損能力的規定有望為香港經濟帶來淨經濟效益。

部分由於與首次公開招股相關的資金需求以及美國於6月及12月的兩次加息，港元銀行同業拆息於2017年下半年顯著上升。然而，在零售存款利率低企的支持下，反映零售銀行港元資金成本的綜合利率於低位保持穩定。與此同時，按《巴塞爾協定三》的標準衡量，認可機構的流動性狀況整體穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率與第2類機構的平均流動性維持比率於2017年第4季分別保持在155.1%及49.4%的高位，遠高於最低監管要求。為加強銀行具備足夠穩定資金來源為其業務活動用作融資的能力，金管局於2018年1月1日引入穩定資金淨額比率，作為其中一項《巴塞爾協定三》流動性要求。認可機構實施新規定將有助減低其中長期資金風險。

信貸增長繼2017年上半年快速增長10.2%之後，於下半年放緩至5.3%。與此同時，資產質素按歷史標準衡量保持良好，並於回顧期內進一步改善。鑑於近年來香港境外使用的貸款增長迅速，銀行的資產質素可能對外部環境更為敏感，因此銀行應密切監察其信貸風險。此外，銀行應警惕在美聯儲進一步加息及持續縮減資產負債表的情況下可能引致突發資本外流和利率波動加大的風險，以及地緣政治風險。特別是，鑑於企業槓桿水平持續上升，以及個人債務負擔處於高位，銀行應評估利率升幅超過預期可能對資產質素產生的影響。

2. 全球環境及展望

全球經濟自2016年後期以來同步趨強的勢頭未見減弱。增長前景改善，帶動全球股市於2017年及2018年初持續走高。然而，隨着市場重新評估美國通脹風險，全球股市在2月份出現拋售潮及大幅波動，標誌金融市場結束過往兩年的平靜狀態。展望未來，全球金融狀況收緊風險以及一系列政策及事件風險，將繼續為全球前景蒙上陰影。在緊絀的勞工市場下，美國減稅可能會加速通脹的週期性反彈，令美聯儲加快步伐收緊貨幣政策。在美聯儲繼續推進資產負債表正常化之際，美國增發國債以應付減稅，或會增加長期債券收益率的上行壓力。貿易壁壘抬頭陰影以及一旦地緣政治緊張局勢出乎意料升溫，亦可能對剛起步的全球貿易復甦構成威脅。

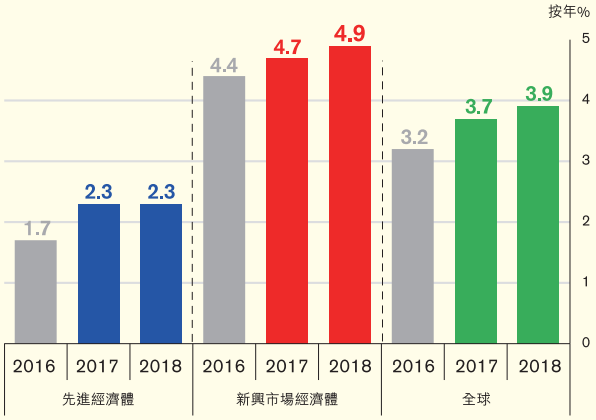
東亞方面，受惠於強勁的出口表現及穩定的國內需求，實質經濟增長於2017年下半年持續上升。然而，經濟前景雖然樂觀，但同時亦面對多種下行風險，例如全球貨幣狀況收緊幅度可能超乎預期，美國內向型貿易政策及地緣政治緊張局勢。一旦發生這些下行風險，亦會增加資金流向逆轉的風險。政策制訂者正面臨多重挑戰，一方面須防範經濟增長面對的風險，而另一方面亦要限制長期寬鬆的金融狀況對通脹及資產負債表脆弱程度的影響。

中國內地方面，2017年下半年經濟表現良好。回顧期內，結構性改革及遏制系統性風險取得若干進展。近期增長前景維持正面，但仍存在不確定性因素，而這將部分視乎「新經濟」的快速增長能夠在多大程度上抵銷結構性改革進一步推進對增長構成的短期壓力。由於經濟情況趨穩及風險減弱，資金流出壓力於2017年的大部分時間內保持溫和。

2.1 外圍環境

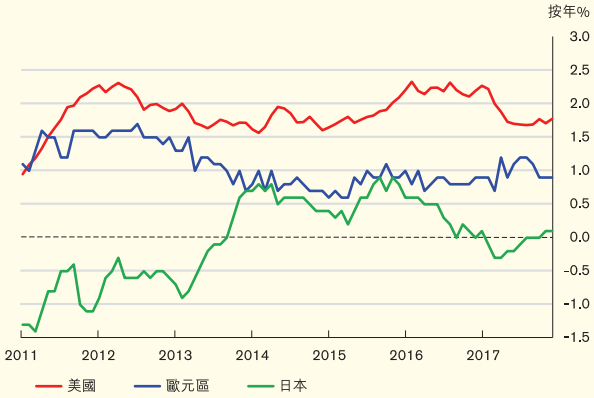
隨著週期性經濟改善的勢頭自2016年後期以來越見穩固，先進及新興市場經濟體的增長於2017年同步加快。在主要先進經濟體當中，美國受私營部門樂觀情緒向好及美元大幅貶值的帶動，投資及出口穩健上升，而歐元區及日本亦錄得全面的週期性復甦。新興市場經濟體的出口也受惠於全球大宗商品價格趨於平穩，以及主要先進經濟體的進口需求增加。短期而言，美國通過稅務改革後，投資及消費可望受惠於企業及個人所得稅的寬減而進一步得以提振。有見目前週期性經濟上行的勢頭及美國稅改所帶來的擴張效應，國際貨幣基金組織於1月份預測，全球經濟增長將由2017年的估計約3.7%加速至2018年的3.9%（圖2.1）。

圖2.1
實質國內生產總值增長預測



資料來源：國際貨幣基金組織。

圖2.2
主要先進經濟體的核心通脹



註： 日本的數據為「核心－核心」通脹率，並已就2014年調高銷售稅的一次性影響進行調整。

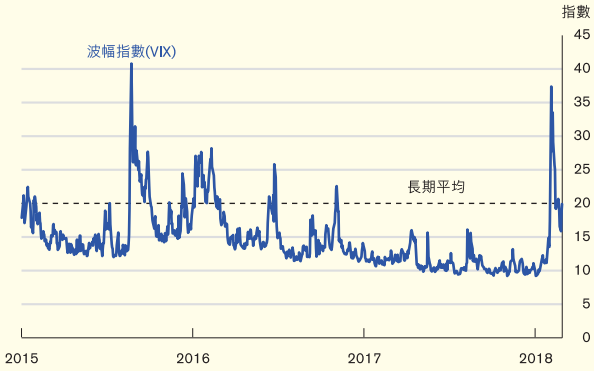
資料來源：CEIC及金管局職員估計。

隨著歐元區及日本的增長動力加強，市場預期全球貨幣政策分歧將會收窄，加上全球增長前景更為樂觀，刺激風險胃納上升及資金流入新興市場經濟體，進而令美元受壓。儘管美聯儲於年內三度加息，並開始推進資產負債表正常化，但美元指數於2017年仍錄得接近10%的跌幅。

與此同時，儘管經濟增長全面加速，主要先進經濟體的核心通脹仍然疲弱，且低於其央行的目標，令市場直至最近仍預期全球利率將維持低企（圖2.2）。在此背景下，全球股市於2017年及2018年初持續走高，標普500指數更屢創新高，推動經週期性調整的市盈率於2018年1月升至33.8，為2000年初「科網泡沫」以來的最高位。

然而，自2017年下半年以來，市場擔心減稅會導致財政赤字及通脹上升，令美國長期國債收益率持續攀升，日益高企的資產市場估值能否持續因而成為疑問。由於美國公布2018年1月的平均每小時工資增幅高於預期，市場重新評估美國通脹風險，觸發全球股市於2018年2月初調整。標普500指數由1月26日的高位一度下挫超過10%，完全抵銷年初的顯著升幅，並在美國政府於3月初宣布新一輪貿易保護措施後繼續受壓。基準10年期美國國債收益率亦在2月中升至4年高位。市場波幅急劇上升，芝加哥期權交易所波幅指數一度飆升至37.3的兩年新高，標誌著過往兩年持續的窄幅波動環境結束（圖2.3）。

圖2.3
芝加哥期權交易所波幅指數(VIX)

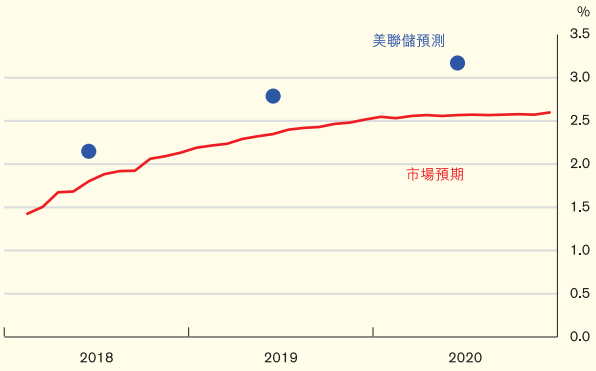


資料來源：彭博。

展望未來，在短期股市波動過後，美國通脹風險、美國長期債券收益率上行風險及其他主要央行可能收緊貨幣政策，均有可能導致全球貨幣狀況收緊，繼而為全球經濟前景蒙上陰影。

首先，就美國通脹風險而言，最近通過的稅改包括若干條款，料會為私人消費及投資提供短期週期性刺激。稅改所涉及的主要措施包括：(1) 調低企業及個人所得稅稅率、(2) 短暫允許資本投資全額費用化，以及 (3) 有助減低美國企業將其海外盈利停泊海外的動機的一次性「視為匯回」規定。雖然尚未能確定減稅措施將如何影響國內需求及通脹，但隨著美國經濟現已達至其產出潛力，減稅有可能將美國的產出進一步推至超出潛力範圍，繼而導致經濟過熱及通脹週期性反彈。[1] 若通脹壓力的上升幅度超過預期，或會促使美聯儲加快步伐收緊貨幣政策。目前，金融市場預期的聯邦基金利率走勢較美聯儲所發布的預測更為平緩。不過，倘若通脹意外反彈，則不能排除突然重新調整加息預期的風險 (圖 2.4)。

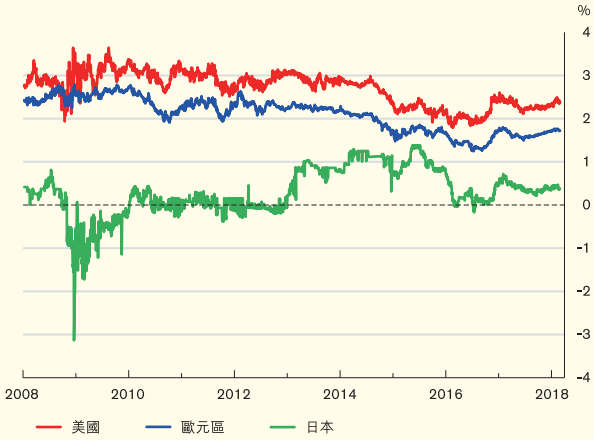
圖 2.4
聯邦基金利率預測



註： 市場預期源自 2018 年 2 月 28 日的聯邦基金期貨合約的價格，而美聯儲的預測則基於 2017 年 12 月美國聯邦公開市場委員會的預測資料。
資料來源：Datastream 及美聯儲。

其次，鑑於稅改有可能加劇財政赤字，預計日後美國國債的發行量將會增加。[2] 在美聯儲繼續推行資產負債表正常化計劃之際，預期將導致期限溢價上升；在此情況下，美國國債發行量增加，可能會加劇長期債券收益率的上行壓力。此外，隨着市場憧憬美國通過減稅方案的可能性增加，自 2017 年下半年以來，美國的通脹預期持續上升 (圖 2.5)。因此，基準 10 年期美國國債收益率繼在 2017 年大部分時間內於低位徘徊後，自第 3 季以來已上升逾 70 個基點，部分反映市場對國債供應壓力增加的憂慮以及通脹預期上升。

圖 2.5
5 年、5 年遠期通脹預期



資料來源：彭博。

此外，作為長期利率主要組成部分的自然利率 (R*) 是否會一如多數人預期將會長期處於低位，是一大關鍵。[3] 儘管對 R* 的估計各有不同，但普遍認為其自全球金融危機以來大幅下跌 (圖 2.6)。[4] 儘管如此，由於 (1) 預期財政赤字增加導致國民儲蓄率下降，以及 (2) 企業減稅及對資本支出更加有利的稅務待遇可能會令投資率上升，美國的 R* 未來或會面臨上升風險。

1 根據美國國會預算辦公室的估計，自 2017 年第 3 季以來，美國的產出缺口已轉為正值，而 2018 年 2 月的失業率為 4.1%，亦低於多個自然失業率的估計值。另請參閱紐約聯邦儲備銀行行長達德利 (Dudley) 於 2018 年 1 月 11 日發表的講話「The Outlook for the U.S. Economy in 2018 and Beyond」。

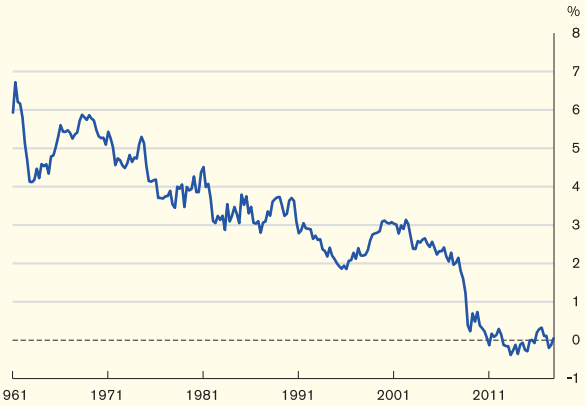
2 美國國會的稅務聯合委員會估計，即使考慮到增長加快可能對稅收產生的推動作用，但到 2027 年，稅改計劃將導致財政赤字增加超過 1 萬億美元。

3 按照寬鬆的定義，R* 是當實際產出等於潛在產出時將達致的經通脹調整 (即實質) 利率。因此，R* 是不能透過直接觀察所得的均衡概念。R* 與通脹預期和期限溢價共同決定均衡長期利率。

4 R* 有可能受到包括全球儲蓄過剩及自全球金融危機以來趨勢生產率增長放緩等結構性因素影響而下降。詳情請參閱 Williams, J.C. (2016 年)，「Monetary Policy in a Low R-star World」，三藩市聯邦儲備局經濟信函。

R* 上升，以及美聯儲資產負債表正常化預期會導致期限溢價上升，可能預示長期利率將會上升，從而對資產市場的估值構成阻力。

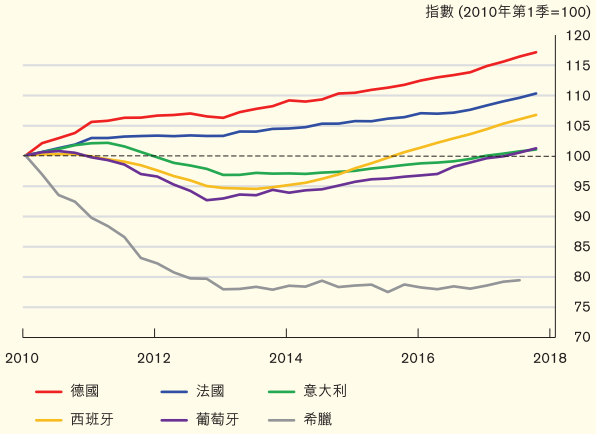
圖 2.6
按 Laubach-Williams 模型估計的美國 R*



資料來源：彭博。

第三，歐元區及日本的增長動力增強，令市場預期其央行可能會縮減貨幣寬鬆措施。一旦出現這種情況，可能預示全球貨幣狀況將會同步收緊。歐元區方面，各成員國經濟體錄得全面的週期性擴張（圖 2.7）。至於日本方面，經濟亦加速復甦，實質國內生產總值於 2017 年第 4 季錄得連續第八個季度正增長。雖然歐洲中央銀行（歐洲央行）及日本銀行在通脹乏力的情況下繼續發出維持寬鬆貨幣政策的訊號，但隨着歐日經濟增長前景明朗化（和日本勞工市場持續趨緊），已導致一些市場參與者預測其將於不久將來進一步縮減量化寬鬆計劃。[5]

圖 2.7
歐元區部分成員國的實質國內生產總值



資料來源：Datastream。

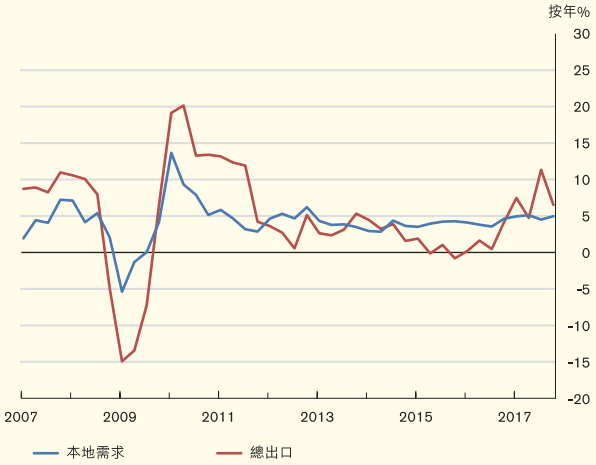
因國際政治及地緣政治緊張局勢導致的政策及事件風險，亦有可能對剛起步的全球經濟增長及貿易復甦構成威脅。美國政府似乎更傾向於採取內向型貿易政策來保護國內產業，最近的例子是 2018 年 1 月公布對太陽能電池板及洗衣機徵收進口關稅，以及在 3 月初宣布對鋼材及鋁徵收進口關稅，令人憂慮其貿易夥伴會否以報復性措施回應。與此同時，英國與歐盟其他國家就脫歐後的貿易安排目前正在談判當中，過程存在多個不明朗因素。倘若上述事態發展導致貿易摩擦增加，則有可能會阻礙全球貿易往來並降低全球生產效率。此外，地緣政治緊張局勢一旦出乎意料升級（例如朝鮮半島軍事衝突、中東政治動盪及潛藏的恐怖襲擊風險），或會增加全球金融市場波動。

東亞方面[6]，經濟增長動力於 2017 年下半年進一步增強，全年以強勁的表現作結。2017 年的實際增長加速至 4.3%，為 2012 年以來最快的增長速度。對外貿易仍然是增長的主要動力，而內部需求亦提供穩定的支持（圖 2.8）。先進經濟體加速復甦、中國內地增長較預期強勁，以及全球對科技產品的需求回升，均推動區內的出口。

[5] 儘管如此，歐洲央行承認，近期的歐元匯率波動值得關注，這可能意味著歐洲央行在未來縮減量化寬鬆計劃方面將持較謹慎的態度。

[6] 東亞經濟體指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

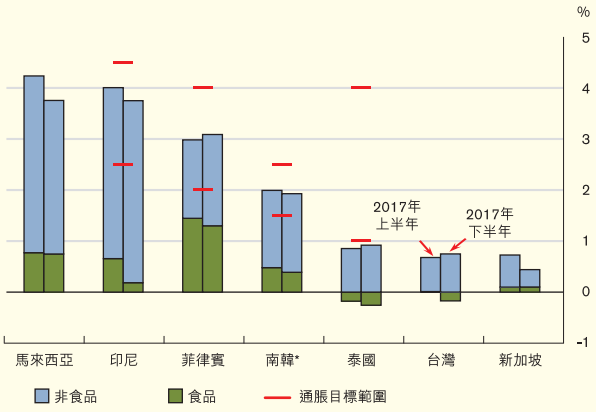
圖2.8
東亞：本地需求及出口



資料來源：CEIC及國際貨幣基金組織。

通脹壓力至今仍然疲軟。2017年下半年，受食品價格通脹下降及能源價格平穩影響，東亞的整體通脹有所緩和（圖2.9）。與此同時，由於多個經濟體工資增長緩慢，核心消費物價通脹率（扣除食品及能源）仍然處於較低的水平。

圖2.9
東亞：整體核心消費物價通脹率

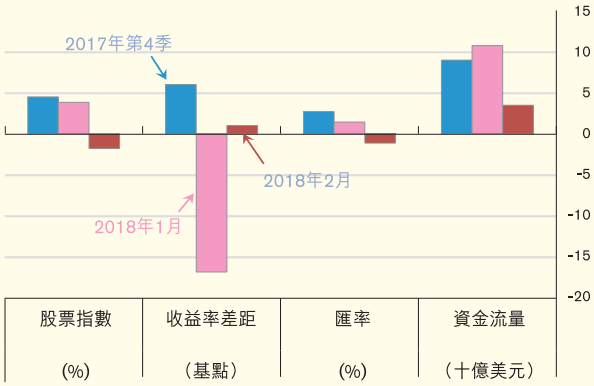


*註：自2016年起，南韓將通脹目標設定為2%，而幅度區間為+/- 0.5%。
資料來源：CEIC及各中央銀行。

經濟向好伴隨著大量的資金流入，令金融資產價格在2017年及2018年初顯著上漲（圖2.10藍色及粉紅色柱）。流入區內市場的資金量在2017年顯著反彈，其中證券投資總流入金額達2010年以來的新高。區內各類金融資產的估值亦隨市場上漲。事實上，區內的信用風險補償在2017年下半年進一步收窄，而整個區域的基準股票指數亦全面上升。區內貨幣普遍兌美元升值。

然而，在剛過去的2月初，在全球股市出現拋售的情況下市場情緒急轉（圖2.10紅色柱），金融資產的強勁上升亦暫告一段落。亞洲股市於2月初全面遭受重創。同時，不同國家及行業的債券收益率差距擴闊，資金流入減緩，而區內貨幣亦輕微轉弱。

圖2.10
東亞：金融市場的表現

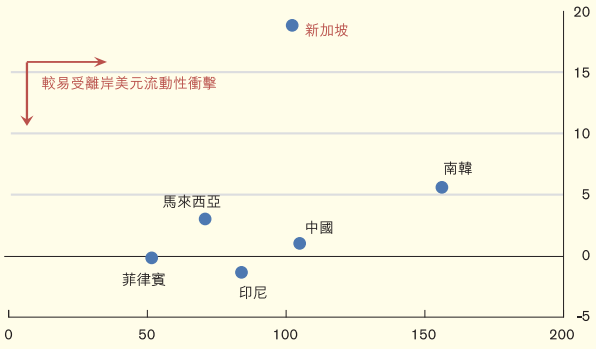


註： 圖表顯示以下指標的平均變化：(1)基準股票指數、(2)10年期區內主權債券收益率與美國國庫債券收益率的差距、(3)區內貨幣兌美元匯率；及(4)七個東亞經濟體的總EPFR資金流量，包括債券及股票基金。上述經濟體為印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。
資料來源：彭博、CEIC及EPFR。

儘管近期金融市場波動，但除非出現任何預計以外的衝擊，東亞各經濟體近期的經濟前景將很可能隨著週期性上升及普遍的寬鬆貨幣狀況而繼續向好。然而，正面的經濟前景很容易受到一些下行風險的影響。

– *全球貨幣狀況收緊幅度超過預過期* – 除美聯儲貨幣政策正常化步伐未見明朗及主要中央銀行可能同時收緊貨幣狀況外，新通過的美國稅改下的「視為匯回」規定亦可能會收緊離岸美元流動性，不過，基於過往經驗，相關影響應屬可控。[7] 若全球貨幣狀況的緊縮程度超乎預期，均有可能對經濟增長及資產市場構成風險。尤其是美元債務快速增長、外幣錯配增加以及外部結餘疲弱的經濟體可能更容易受到離岸美元流動性收緊的影響（圖2.11）。

圖2.11
東亞：外幣貸存比率及經常帳結餘



X: 外幣貸存比率（佔存款的百分比）
Y: 經常帳結餘（佔國內生產總值的百分比）

資料來源：CEIC及金管局職員計算數字

– *美國內向型貿易政策* – 美國政府轉向內向型的貿易政策，可能會觸發全球貿易保護主義情緒，並拖累東亞地區的出口復甦。若美國對東亞地區各經濟體採取更嚴厲的貿易措施，將直接減少區內的跨境貿易流動。另外，隨著與其他地區貿易及投資往來增加，若美國改變對這些地區的貿易政策，亦有可能會影響東亞的貿易流動。

– *地緣政治風險* – 全球多個地區的地緣政治局勢仍然緊張。儘管多方努力斡旋以求緩和緊張的局勢，動盪的形勢很可能繼續威脅全球穩定。而一旦衝突升級，可能波及全球經濟及金融市場。

一旦發生這些下行風險，其影響將不止於拖累經濟增長和引致資產市場波動，同時亦有可能令過往幾年有大量資金流入的新興亞洲經濟體出現資金急劇外流的危機。

儘管如此，若干現有因素可能有助於緩解風險。大多數區內經濟體的基本因素相對穩健，加上最近幾年推行的宏觀審慎措施所提供的緩衝，可能有助於緩解外部衝擊造成的壓力。與此同時，近年來機構投資者資金流入區內債券市場的比例上升，也有望減少區內資金流入的波動，因為當市場壓力較低時，機構投資者的資金流向往往更為穩定。[8] 此外，正如第15頁的專題1所討論，儘管於市場低迷期間，新興市場經濟體債券基金會錄得資金流出，但其速度可能不會如流入時迅速。

展望未來，由於經濟增長前景強勁、通脹溫和但增長穩定，以及資產價格壓力，區內多間央行可能面臨多重挑戰，一方面須防範經濟增長面對的風險，而另一方面又要限制長期寬鬆的金融狀況對通脹及資產負債表脆弱程度的影響。

[7] 2004年的《本土投資法案》針對美國企業的海外累計利潤制定了一次過免稅期。於2004至2006年期間，約有三分之一的全球未歸國累計收益（約合3,620億美元）已被匯回，少數避稅天堂經濟體在匯回金額中佔主要比例。在此期間，源自亞洲的匯回金額處於較低水平（約300億美元），這可能反映亞洲主要作為外資直接投資目的地而非避稅天堂。與2004年相比，亞洲似乎仍是外資直接投資的理想目的地。此外，由於目前「視為匯回」規定並無規定最後匯回期限，因此潛在匯回可能會逐步進行。有關2004年情況的詳情，請參閱Redmiles，M.(2008).「The one-time received dividend deduction」，《收入統計公報》春季刊，第102-114頁。

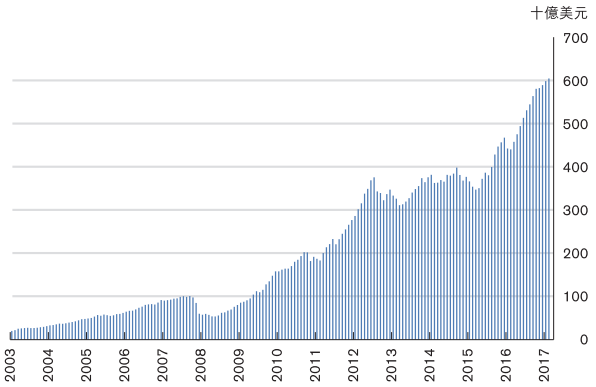
[8] 詳情請參閱金管局2016年8月的研究備忘錄「影響証券資金流向亞洲新興市場的因素：機構投資者與零售投資者之間是否有別？」(英文版)

專題1
新興市場債券基金的資金流向與基金表現的關係[9]

引言

自全球金融危機以來，投資新興市場債券的互惠基金增長近七倍（圖B1.1）。[10]從金融穩定的角度而言，了解基金表現好壞如何影響資金的流向對政策制訂者至關重要。在本專題中，我們研究對這些基金的資金淨流入與其過往表現的關係，尤其是資金流向在面對出色及遜色的基金表現的對應反應是否存在差異。[11]

圖B1.1
新興市場債券基金淨資產總額



資料來源：EPFR Global。

資金流向與基金表現的關係為何重要？

眾所周知，假設其他因素不變，資金流向與基金表現呈正向關係。[12]出色的表現吸引資金流入，而遜色的表現則會導致資金流出。一個重要但經常被忽略的問題是，這種正向關係是否不對稱。而這其中存在兩種可能性。其一，它是呈*凹性*的：表現遜色時所導致的資金流出高於表現出色時所吸引的資金流入。其二，它是呈*凸性*的：表現遜色時所導致的資金流出少於表現出色時所吸引的資金流入。這一點相當重要，因為倘若對此了解不足，當市場狀況突然變化時，潛在的資金流向逆轉往往會被低估或高估。[13]

方法

我們採用一個固定效應面板數據模型進行分析，並將其界定為：

$$FF_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 RR_{i,t-1} + \beta_2 D\left(RR_{i,t-1} \leq 0\right) RR_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n} \gamma_k Z_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，$FF_{i,t}$為對新興市場債券基金i於時間t的淨資金流，而$RR_{i,t-1}$為該基金於上期的總回報。[14]為了令不同基金之間的數據具有可比性，$FF_{i,t}$被界定為當期資金淨流入除以上期基金資產淨值所得出的值。

我們利用$RR_{i,t-1}$和虛擬變量$D\left(RR_{i,t-1} \leq 0\right)$間的交互作用項來估計資金流向與基金表現之間的凸性關係。若上期的基金回報小於或等於零，該虛擬變量的數值為1，否則的話則為零。在這個模型下，若β_2為正（負）值，則表明資金流向對負回報較為（較不）敏感。除基金表現外，模型中亦包含其他解釋變量$(Z_{k,i,t})$，用以控制可能影響資金流向的各種因素，當中包括基金成立時間、市場的風險規避程度、資金流向滯後值、基金資產淨值及過往回報的波幅。

9 本專題是基於Leung及Kwong (2018)，「The flow-performance relationship in emerging market bond funds」，香港金融研究中心工作論文，編號04/2018。

10 根據EPFR Global的資料，於2017年年底，新興市場經濟體債券基金的管理資產總額為6,040億美元，而於2009年年底為880億美元。

11 除符號不同外，淨流入與淨流出之間並無差異。

12 Christoffersen 等人(2014)，「Investor Flows to Asset Managers: Causes and Consequences」，《Annual Review of Financial Economics》，第6(1)期，第289至310頁。

13 例如，倘若該關係為凹性（凸性），以牛市的資金淨流入為基礎，熊市的潛在資金淨流出便會被低估（高估）。

14 為進行穩健性檢驗，我們亦採用基準回報作為衡量基金表現的另一種方式，所得出的結果非常相似。基準回報界定為基金的總回報減市場基準指數的回報率，而這兩項回報率均以美元計算。

數據

我們的樣本包含1,784個遍佈全球各地的新興市場債券基金。[15] 每個基金的淨資金流、資產淨值、回報以及其他基金相關的具體詳情均按月度頻率由晨星數據庫獲取。市場層面相關的解釋變量則來自彭博。受限於數據可用性，樣本期為2000年1月至2016年12月。

實證結果

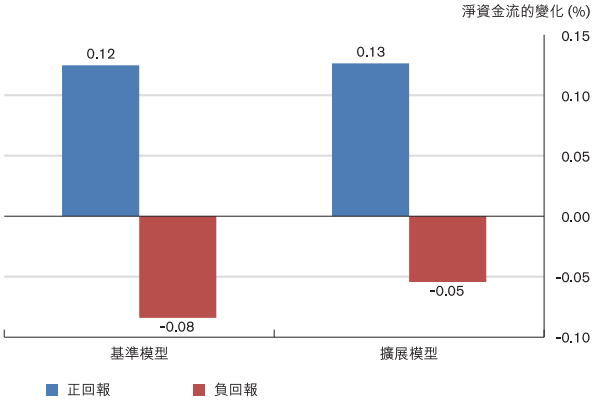
我們的結果表明，新興市場債券基金的資金流向與基金表現之間存在*凸性*關係。如表B1.A所示，在基準模型中，由於 β_1 的數值為正0.12而且顯著，顯示資金流向與過往的回報呈正向關係。交互作用項的系數 (β_2) 為負值-0.04而且顯著，意味著凸性關係的存在。當在擴展模型中加入其他控制變量時，這種關係保持不變。圖B1.2顯示當基金回報為正值和負值時資金流向的敏感度。

表B1.A
基金層面回歸分析結果摘要

	因變量：$FF_{i,t}$ 新興市場債券基金的淨資金流	
	基準模型	擴展模型
常數	-0.07	3.87
$RR_{i,t-1}$	0.12	0.13
$RR_{i,t-1} \times D(RR_{i,t-1} \leq 0)$	-0.04	-0.07
$LN(TNA_{i,t})$		-0.13
VIX_t		-0.03
$LN(Fund\ Age_{i,t})$		-0.81
樣本數目	79,288	79,288
經調整R平方	0.255	0.259

註：所有相關系數的顯著程度均為99%。

圖B1.2
淨資金流對正負回報的敏感度



註：上圖中的柱顯示淨資金流在基金回報上升（下降）1個百分點的情況下的相應變化。

[15] 挑選這些基金的準則是它們屬於晨星全球基金分類下「Emerging Markets Fixed Income」類別。

資金流向與基金表現之間存在凸性關係的原因

大致而言，對於新興市場債券基金的資金流向與基金表現之間的不對稱關係，有三種可能的解釋。

(1) 第一種解釋是資產管理公司所採取的防範措施降低了出現資產拋售的風險。對於持有流動性較低資產的基金而言，這種風險更為顯著，這是由於基金經理須以大幅折讓出售這些資產以滿足投資者贖回要求。由於這些額外成本會由其餘投資者承擔，與其他投資者相比，首批贖回的投資者會擁有先發優勢。一旦市場狀況轉差，這種優勢將刺激投資者贖回資金，有可能導致資金大舉外流。有證據表明，這種誘因會導致投資於流動性較低資產的基金，其資金流向與基金表現之間存在凹性關係。[16]

由於新興市場債券基金所持有的資產的流動性普遍較低，其基金經理已採取措施，防範資產拋售風險。其中一項措施是持有額外現金以備不時之需，這樣可避免基金在投資者大量贖回時需要以大幅折讓出售流動性較低的相關資產。由於現金持有量一般會在可公開獲得的基金便覽中匯報，較高的現金持有水平可減輕投資者對資產拋售的擔憂，而新興市場債券基金較高的現金持有率似乎印證了這種猜測（表B1.B）。[17]

[16] 例如，美國公司債券的流動性相對較低。關於美國公司債券基金的資流向基金與表現之間的關係，請參閱Goldstein等人(2017)「Investor flows and fragility in corporate bond funds」，《Journal of Financial Economics》，第126(3)期，第592至613頁。

[17] 為進一步驗證現金持有量對資金流向敏感度的影響，我們對現金持有量較高和現金持有量較低的新興市場債券基金進行子樣本分析。結果表明，在負回報的情況下，現金持有量較高的基金的資金流動敏感度較現金持有量較低的基金平均低16%。

表B1.B
美國及新興市場債券基金的現金持有狀況

現金持有狀況（2016年）	新興市場債券基金	美國債券基金
平均數 (%)	13.86	9.52
中位數 (%)	6.88	5.46
標準差 (%)	10.89	7.91
基金數目	1,251	1,360

資料來源：晨星。
註：
1. 現金持有狀況是指以現金形式持有的基金資產比例。現金包括由投資組合持有的實質現金和現金等價物（期限為一年或更短的固定收益證券），加上應收賬款及減去應付賬款。
2. 根據晨星全球基金分類 (Morningstar Global Category Classifications，MGCC)，新興市場債券基金包括被分類為「Emerging Markets Fixed Income」的基金。美國債券基金包括晨星全球基金分類下的「US Fixed Income」類別下的基金。

另一項降低資產拋售風險的做法是採用擺動定價機制，即透過調整基金的資產淨值，從而將交易的稀釋成本轉嫁予購買或贖回基金的有關投資者身上。研究發現，此機制能夠將投資者贖回基金時所引致的交易成本及資產出售成本內部化，以中和投資者搶先贖回的先發優勢。[18] 值得注意的是，本研究的樣本中的新興市場債券基金大多位於允許擺動定價的地區（例如盧森堡、愛爾蘭、英國和開曼群島）。[19] 這或許可以解釋為何我們發現資金流向與基金表現之間存在凸性關係。

(2) 第二種解釋與媒體（尤其是互惠基金的廣告）偏向報導表現出色的基金有關。[20] 這些廣告能吸引資金流入所宣傳的基金。由於基金投資者的注意力被吸引至表現最佳的基金，而表現最差的基金往往被忽視，導致資金流向與基金表現之間呈現凸性關係。[21] 普遍而言，由於新興市場的投資者投資經驗相對較少，他們可能更易受媒體的影響。[22] 與此同時，先進國家的投資者往往對新興市場了解較少，他們在投資這類市場時更易受到廣告及媒體報導的影響。

(3) 第三種解釋與新興市場債券基金的參與成本較高有關。[23] 理性投資者只會在預期收益超過參與成本的情況下才會投資於基金。由於投資者對基金的預期回報往往建基於其過往表現，因此，對於參與成本較高的互惠基金而言，只有具備良好往績的基金才能吸引資金流入。[24] 另一方面，較高的參與成本會減低現有投資者因其表現不佳而減持的誘因。雖然參與成本中某些組成部分的不可觀察性導致我們難以對其進行準確量度，但透過查看表B1.C中債券基金淨開支比率的摘要數據，我們仍可估算出兩個市場的相對成本。加上新興市場較高的平均交易成本，似乎能合理得出新興市場債券基金的投資者在進行基金投資時需承擔較高的參與成本的結論。[25]

表B1.C
新興市場及美國債券基金的淨開支比率

淨開支比率	新興市場債券基金	美國債券基金
第80百分位	0.88	0.40
第60百分位	1.05	0.58
第40百分位	1.25	0.78
第20百分位	1.56	0.97
基金數目	410	939
中位數	1.17	0.66

資料來源：晨星。
註：開支比率為基金在2016年的營業開支和管理開支佔資產的比率。它被用作投資互惠基金所涉及的交易費用的指標。

18 關於擺動定價效果的實證證據，請參閱Lewrick及Schanz (2017)，「Is the price right? Swing pricing and investor redemptions」，《BIS Working Papers》第664期。

19 美國的互惠基金自2018年起才可採取擺動定價機制。而這已超出我們的樣本期。詳情請參閱https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10234.pdf。

20 詳情請參閱Sirri及Tufano (1998)，「Costly search and mutual fund flows」，《Journal of Finance》，第53(5)期，第1589至1622頁。

21 有關互惠基金廣告對資金流向的顯著影響，請參閱Jain及Wu (2000)，「Truth in mutual fund advertising: evidence on future performance and fund flows」，《Journal of Finance》，第55(2)期，第937至958頁。

22 根據「OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies 2016」，新興市場投資者的金融知識水平普遍較低。

23 參與成本包括：(1)在作出投資之前蒐集及分析有關互惠基金的資料成本及(2)認購或贖回基金單位的交易成本。詳情請參閱Huang及Yan (2007)，「Participation costs and the sensitivity of fund flows to past performance」，《Journal of Finance》，第62(3)期，第1273至1311頁。

24 有關基金的預期回報與其過往表現的關係的實證證據，請參閱Goetzmann及Peles (1997)，「Cognitive dissonance and mutual fund investors」，《Journal of Financial Research》，第20(2)期，第145至158頁。

25 有關新興市場平均交易成本的詳情，請參閱Ferreira等人 (2012)，「The flow-performance relationship around the world」，《Journal of Banking & Finance》，第36(6)期，第1759至1780頁。

結語

總括而言，我們發現新興市場債券基金的資金流向與基金表現之間存在*凸性*關係。一方面，基金管理公司採取相關措施抑制基金投資者因基金表現不佳而贖回的誘因，降低了基金的潛在凹性關係。另一方面，媒體偏向報導表現出色的基金，加上新興市場債券基金較高的參與成本，均令這種凸性關係更加明顯。

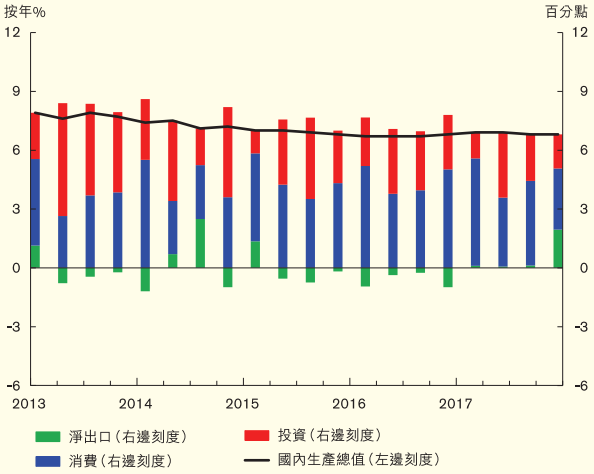
我們的研究結果雖然在一定程度上可能會減輕人們擔憂新興市場債券基金的脆弱性，但需要注意的是，這種凸性關係受政府法規、投資者基礎、基金管理公司政策及其他因素所影響。為確保正確評估資金流向的敏感度，應密切關注這些因素的任何變化。

2.2 中國內地

實體經濟

儘管結構性改革持續推進及為遏制潛在的系統性風險而採取的收緊措施對增長構成短期壓力，但在消費穩健、基建支出強勁及工業支出反彈的支撐下，內地經濟於2017年下半年表現維持良好。實質國內生產總值在2017年上半年按年增長6.9%後，於下半年錄得6.8%的增長（圖2.12）。2017年全年而言，內地經濟國內生產總值增長6.9%，高於市場預期的6.8%及政府訂立的6.5%左右的增長目標。

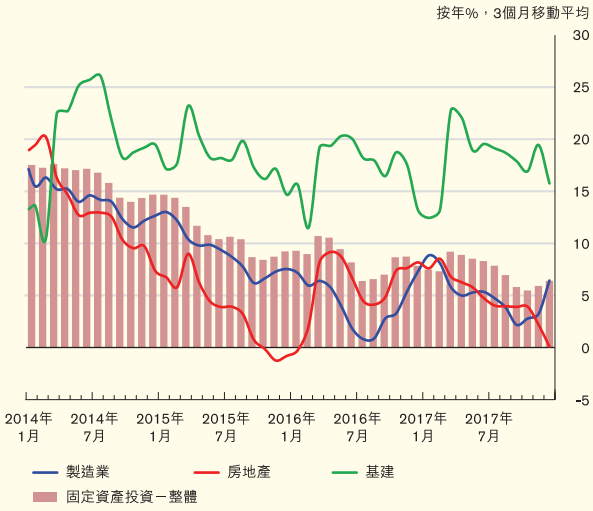
圖2.12
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

至於支出方面，儘管消費在最後一季呈現若干放緩的跡象，但整體而言於2017年下半年保持暢旺，並繼續成為經濟增長的最重要驅動因素。至於資本形成總額方面，在房地產市場降溫的情況下，整體企業開支有所放緩。相比之下，製造業投資於2017年年底有所反彈，而基建開支則依然強勁（圖2.13）。外部環境方面，由於在2017年年底時進口增長的放緩速度比出口為高，淨出口於下半年對整體增長的貢獻有所增加。

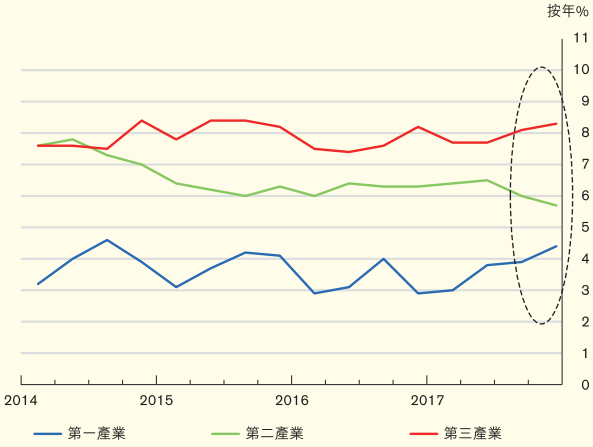
圖2.13
中國內地：按行業劃分的固定資產投資



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

以增加值計算，儘管房地產行業增長放緩，但第三產業的增速於2017年下半年仍略有上升（圖2.14）。金融及資訊科技等子行業快速增長，以及與互聯網相關經濟迅猛發展，支持了服務業的強勁擴張。相比之下，第二產業的增速則有所放緩，部分原因是在房地產市場降溫的情況下建築活動放緩，以及受到與大宗商品相關的採礦及加工等增加值較低且效率欠佳的行業進一步去產能及去槓桿的影響。一些增加值較高行業如電子設備及製藥等繼續錄得強勁增長。

圖2.14
中國內地：按行業類別劃分的國內生產總值增長



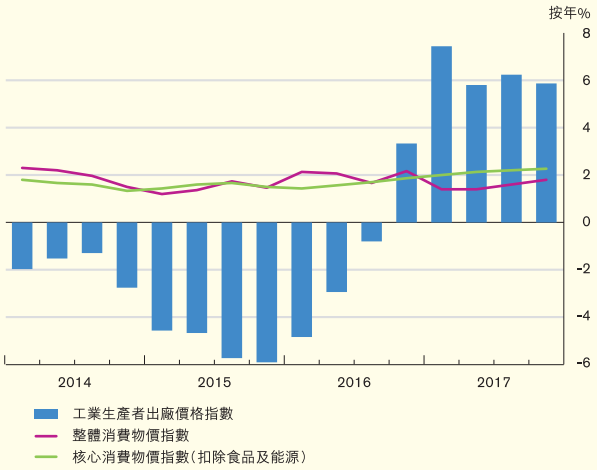
資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，增長前景在短期內仍然正面。當局在2018年將繼續採取積極的財政政策立場，這或會有助於在必要時紓緩經濟方面的不利變化。此外，在過去幾個季度「新經濟」興起的跡象愈加明顯，一些行業如高增加值製造業及服務業等錄得強勁的業務擴張。然而，倘若內地政府部門進一步推進結構性改革，並採取收緊措施來遏制系統性風險，這種正面的業務擴張能夠在多大程度上抵銷房地產市場降溫，以及效率較低的製造商持續去槓桿和去產能所帶來的下行壓力，仍然有待觀察。

儘管2017年的經濟表現優於預期，但政策制訂者將2018年的經濟增長目標訂為6.5%左右。這可能反映內地政府對較為緩慢的增長有更高的容忍度，以及政策重點由強調經濟增長的速度轉向增長的質量。為實現這一目標，在繼續深化供給側改革的同時，政府宣布了遏制金融風險、減少貧困及解決環境污染問題將是未來三年經濟政策的主要重點。市場分析員的最新共識預測顯示，2018年實質國內生產總值增長預期為6.5%。

2017年下半年，消費物價通脹在經濟趨穩的情況下仍保持溫和，儘管較上半年水平略有上升。受食品價格的按年下滑幅度由-2.2%收窄至-0.8%所影響，整體消費物價通脹由2017年首六個月的按年1.4%上升至下半年的1.7%（圖2.15）。核心通脹（扣除食品及能源價格）由2017年上半年的按年2.1%微升至下半年的2.3%。在批發層面，由於大宗商品價格高企，按年計工業生產者出廠價格通脹於2017年下半年徘徊在5至7%的區間。

圖2.15
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，上游價格通脹高企可能會在短期內繼續轉嫁至消費者，而食品價格的低基數效應亦有可能增加整體通脹的上行壓力。儘管如此，一些抵銷因素如結構性改革及旨在遏制系統性風險的緊縮政策等，可能進一步影響國內需求，從而有助紓緩通脹壓力。

資產市場

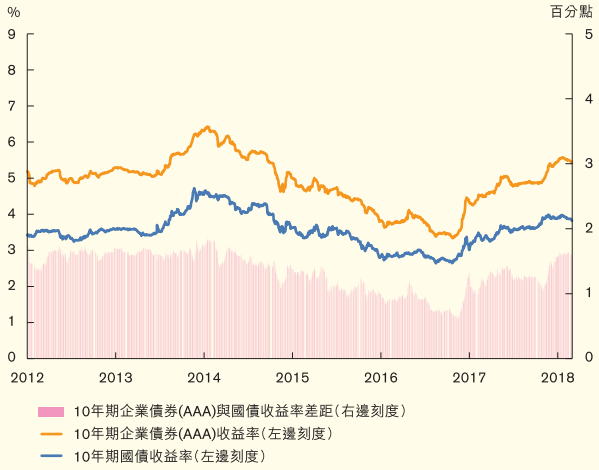
回顧期內，當局為遏制系統性風險而採取的收緊措施，繼續影響中國內地的資產市場的表現。舉例而言，在流動性收緊的情況下，內地股市表現大致平穩，而股票融資活動維持在低水平（圖2.16）。

圖2.16
中國內地：主要股市指數

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

債券市場方面，銀行間流動性狀況收緊，繼續推高發行成本，10年期政府及企業債券收益率均創下自2015年以來的新高（圖2.17）。儘管企業財務狀況因經濟表現優於預期而有所改善，公司債券與政府債券的收益率差距亦有所擴闊。公司債券收益率差距加大，可能部分反映在近期銀行信貸收緊的情況下，內地企業對融資需求增加，以及投資者的風險胃納因持續的金融去槓桿而有所減弱。

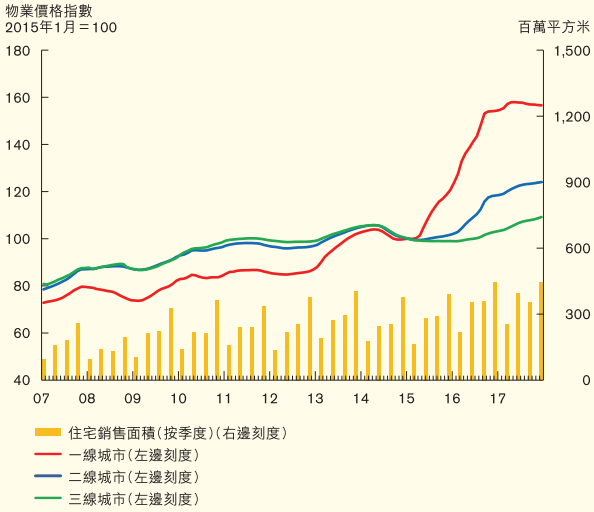
圖2.17
中國內地：10年期企業及政府債券收益率



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

隨著採取收緊措施如提高首付比例要求以及限購和限售等，內地房地產市場於回顧期內呈現降溫跡象，一線城市尤為明顯。自2017年年中以來，一線城市的房價已趨於穩定（圖2.18），而房地產交易的活躍程度亦有所下降。

圖2.18
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



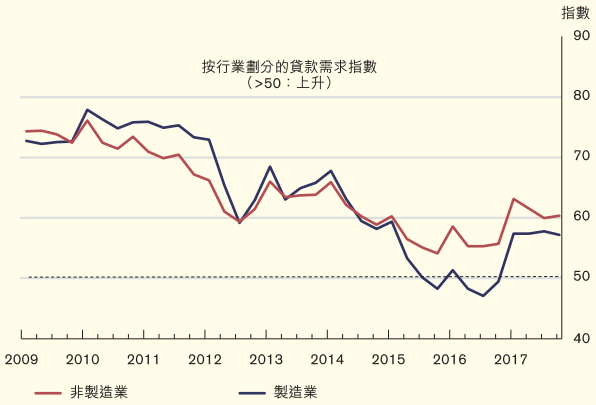
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

在較低級別的城市，房價格進一步小幅度上升，但速度有所放緩。儘管市場情緒有所轉弱，但過往幾年困擾三線城市的住房供應過剩問題仍大致受控。截至2017年年底，三線城市的庫存銷售比率由2015年初高位的25個月進一步下降至14個月。儘管房地產市場略有降溫，但由於置業負擔能力偏緊，房價能否維持在目前的水平，仍然是影響內地金融穩定的主要風險。為遏制此類風險並促進房地產市場的平穩健康發展，政府部門於去年12月舉行的中央經濟工作會議上提出加快保障性住房建設，同時亦擬加快住房租賃市場的發展，以及建立更加靈活的制度來增加土地供應。

信貸及資產質素

在經濟表現良好的背景下，2017年下半年內地企業的貸款需求保持強勁。根據中國人民銀行的季度問卷調查，製造業及服務業的貸款需求均保持強勁（圖2.19）。

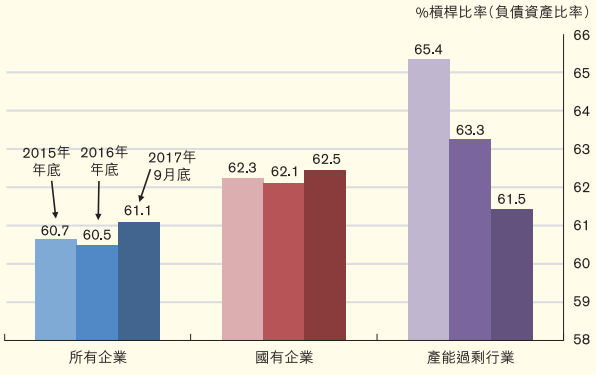
圖2.19
中國內地：按行業劃分的貸款需求指數



資料來源：中國人民銀行及金管局職員估計數字。

雖然貸款需求殷切，但由於當局正努力推動企業去槓桿而採取收緊措施，因此，於回顧期內，人民幣貸款的按年增長大致維持於13%左右的水平。特別是銀行繼續對較脆弱的借款人收緊貸款審批標準，以助控制銀行對產能過剩行業的企業所承擔的敞口風險。因此，產能過剩行業的企業的槓桿比率因企業盈利於近期經濟復甦中強勁增長而進一步下降（圖2.20）。

圖2.20
中國內地：國有企業及產能過剩行業的企業槓桿

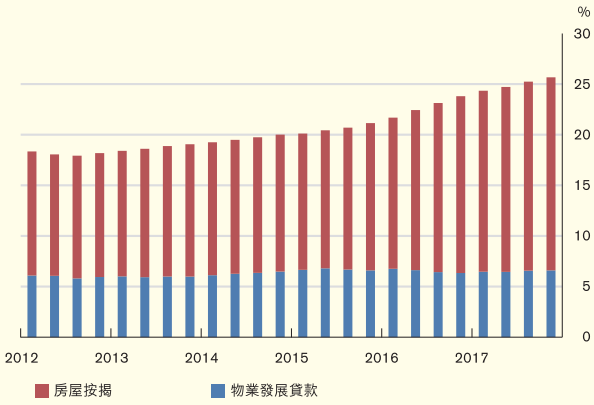


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

相比之下，在基建開支強勁的情況下，國有企業整體槓桿比率於2017年首三個季度略為上升。雖然這可能表明內地銀行向國有企業授出的信貸增加，但亦有理由相信，國有企業之間的信貸分配效率實際上有所提高，因為更多的銀行貸款被授予還款能力較好的國有企業。具體而言，專題2表明，與還款能力較好的國有企業相比，還款能力較弱的國有企業所面臨的借貸約束近年來似乎有所收緊，但整體而言，國有企業仍較民營企業享有更優惠的借貸條件。借貸約束的收緊，可能是由於近年推行國有企業改革後，地方政府透過隱性擔保所提供的支持有所減少。

鑑於與房地產市場近期發展相關的風險，銀行亦已進一步加強對規模較小及較脆弱的開發商的貸款審批要求。因此，於2017年，銀行對房地產發展商的直接敞口風險大致保持穩定，約佔銀行貸款總額的7%（圖2.21）。

圖2.21
中國內地：按揭及發展商貸款佔銀行貸款總額的比例



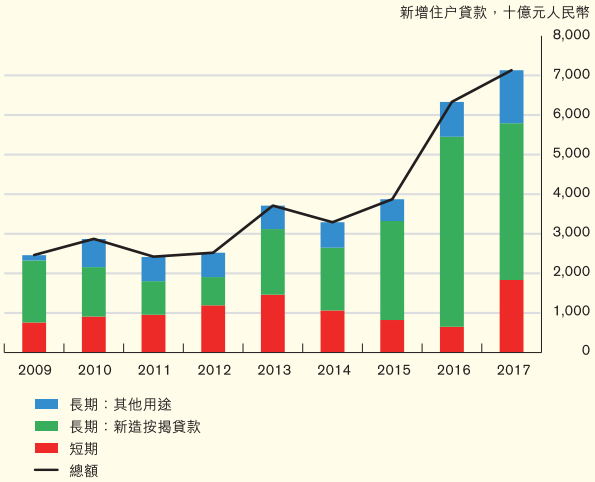
資料來源：CEIC及Wind。

相比之下，雖然採取了諸如增加首付要求等收緊措施，內地銀行的按揭貸款敞口風險繼續增加。儘管如此，該敞口風險的規模仍然不大，約佔未償還銀行貸款總額的19%。此外，由於最近幾個季度房地產市場降溫，按揭貸款增長減慢，敞口風險的擴張亦隨之放緩。

儘管按揭貸款增長放緩，但一些市場分析師認為，最近幾個季度，收緊按揭成數可能導致置業人士使用短期貸款為按揭首付提供資金。事實上，最新數據顯

示，新增短期住戶貸款明顯由2016年的6,500億元人民幣大幅升至2017年的18,300億元人民幣（圖2.22）。儘管按家庭貸款總額與家庭存款總額的比率計算的整體住戶槓桿水平於2017年仍處於約49%的低位，但倘若此趨勢持續，則仍須密切監察個人借款快速增長的情況。[26]

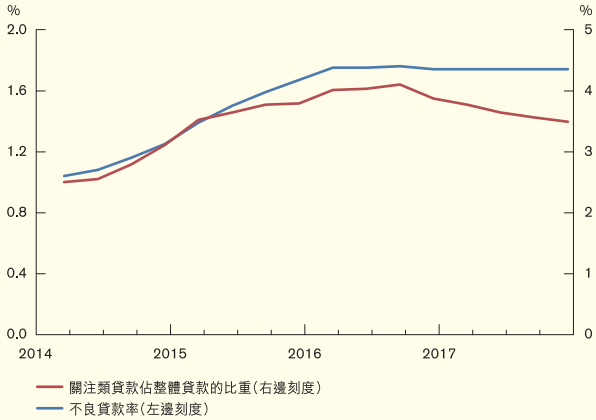
圖2.22
中國內地：短期及長期新增住戶貸款



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

於回顧期內，金融風險因收緊措施及經濟環境趨於穩定而有所下降，銀行資產質素呈現改善跡象。尤其是，2017年下半年內地銀行整體不良貸款率大致不變，而關注類貸款佔銀行貸款總額的比重繼續下降（圖2.23）。同時，銀行不良貸款覆蓋率亦由2016年年底的176%輕微上升至2017年第4季的181%。

圖2.23
中國內地：不良貸款率及關注類貸款佔銀行貸款總額的比重

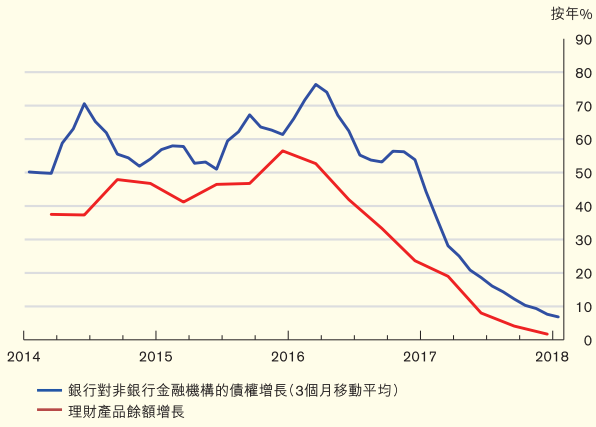


資料來源：中國銀監會及金管局職員估計數字。

儘管整體銀行業務穩健性有所改善，但仍存在一些薄弱環節，尤其是一些小型銀行的資產質素。舉例而言，農村商業銀行的不良貸款率由2017年6月的2.8%輕微上升至年末的3.2%。

於回顧期內，當局加強對銀行部門的監管，以減低影子銀行活動帶來的金融風險。特別是，當局繼續推進金融去槓桿，以限制銀行參與影子銀行業務。受此影響，接近2018年年初時，由於流動性狀況收緊及銀行間融資成本上升，銀行對非銀行金融機構的債權增長進一步放緩至個位數水平（圖2.24）。與此同時，銀行對非銀行金融機構的債權佔銀行總資產的比例維持於12%左右的穩定水平。

圖2.24
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權及理財產品餘額增長



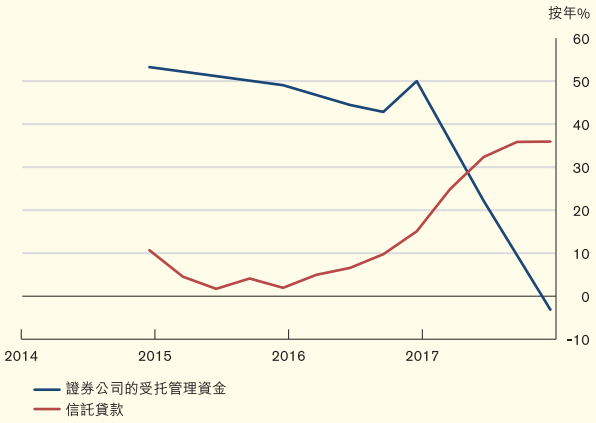
資料來源：CEIC、Wind及金管局職員估計數字。

[26] 用作計算內地住戶槓桿的住戶貸款總額只涵蓋消費貸款而不包括經營貸款。

在中國內地，除了銀行間融資外，影子銀行業務資金來源亦包括理財產品。過去幾年，理財產品快速增長，其中一個原因是內地理財產品投資者傾向相信無論如何他們都會得到保障，尤其是由大型銀行發行的理財產品。截至2017年年底，銀行發行的理財產品餘額規模約為30萬億元人民幣，佔銀行總負債的12%。因此，控制與銀行參與理財產品發行相關的潛在系統性風險，並促進財富管理業務的可持續發展，已成為當局的一項要務。

為此，當局於去年11月公布計劃試圖打破資產管理業務（包括理財產品）的剛性兌付。該項舉措及其他收緊措施的共同作用下，理財產品的增長受到進一步抑制（圖2.24）。隨著銀行對非銀行金融機構的敞口風險及理財產品的發行趨於穩定，信託貸款及證券公司的受托管理資金等影子銀行業務的擴張亦於2017年有所放緩（圖2.25）。

圖2.25
中國內地：信託貸款及證券公司的受托管理資金的增長

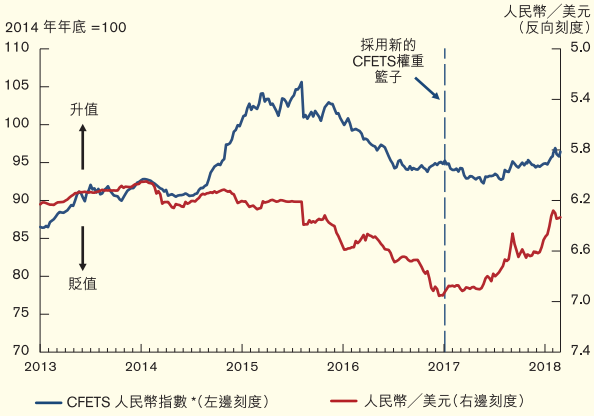


資料來源：CEIC及中國證券業協會。

匯率及跨境資本流動

人民幣兌美元匯率於2017年前三個季至度隨美元轉弱而升值後，在去年餘下時間維持在6.5至6.7之間窄幅波動，其後於2018年首兩個月進一步升值2.8%（圖2.26）。與此同時，人民幣兌一籃子貨幣匯率轉強，回顧期內，中國外匯交易中心(CFETS)人民幣指數上升2.9%。人民銀行於2018年初宣布，參與在岸人民幣定價構成的中間價報價行可自行決定是否在人民幣匯率報價中引入逆週期因子。

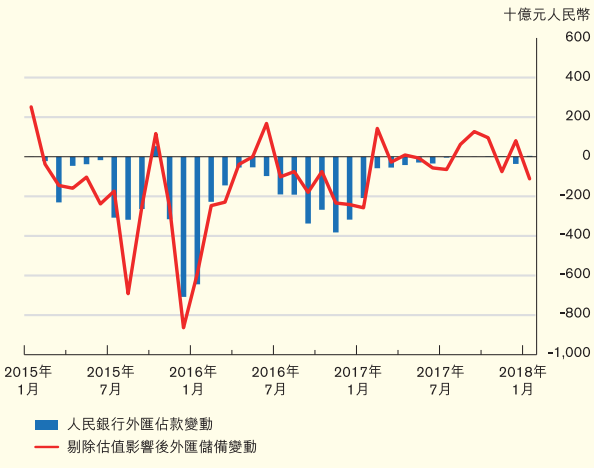
圖2.26
中國內地：CFETS人民幣指數及人民幣兌美元匯率



* 2015年12月之前的指數根據CFETS人民幣籃子的權重估計。
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

回顧期內，在經濟環境趨於穩定及金融風險減弱的情況下，資金流出壓力明顯有所緩減。具體而言，中國內地外匯儲備錄得12個月的增長後，於2018年2月輕微下降至31,340億美元。同時，與上半年相比較，剔除估值影響後的外匯儲備以及人民銀行外匯佔款這兩個常用的跨境資金流動指標，其變動波幅於2017年下半年均顯著收窄（圖2.27）。

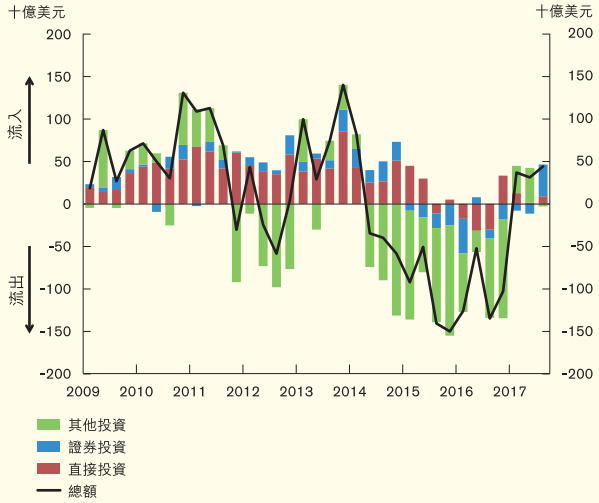
圖2.27
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

國際收支平衡最新統計資料亦顯示資本外流壓力減少，其中淨跨境資本流動於2017年首三個季度保持正值（圖2.28）。雖然2017年首三個季度直接投資的淨跨境流動保持穩定，但2017年第3季透過證券投資渠道錄得強勁的淨流入，取代了上半年透過其他投資渠道的顯著淨流入。

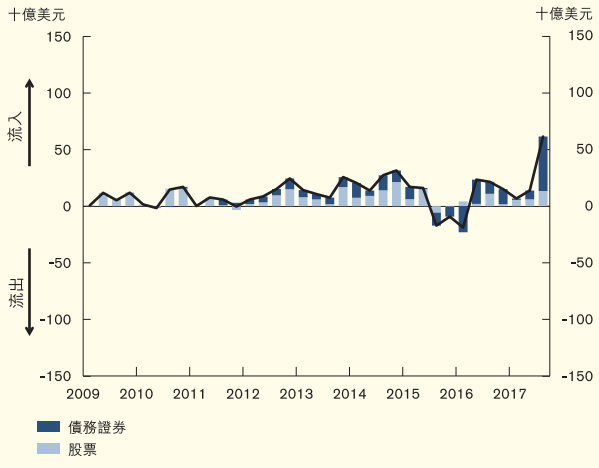
圖2.28
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資本流動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

證券投資的進一步細分表明，去年第3季的強勁淨流入很可能是由於在岸市場流動性收緊後內地公司的離岸債券發行量高企，以及債券通自去年7月份推出後，對在岸債券的海外投資有所增加（圖2.29）。

圖2.29
中國內地：透過證券投資渠道的跨境資本流動：負債方



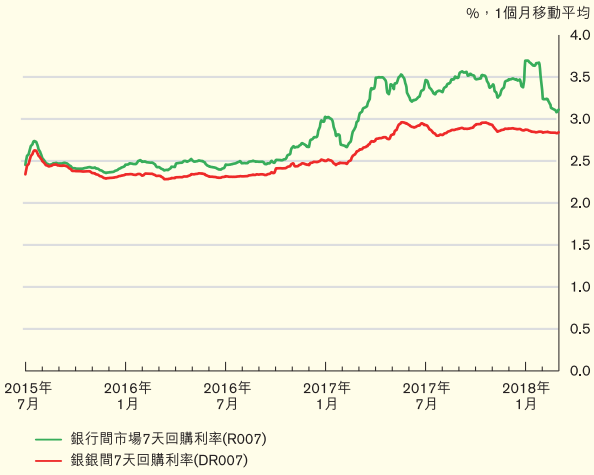
資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

展望未來，隨着市場情緒改善，資本外流壓力短期內或保持溫和，但主要先進經濟體貨幣狀況的不確定性、美元匯率的未來變動，以及美國稅改對資金匯回的潛在影響，亦會影響內地跨境資金流動的未來前景。

財政及貨幣政策

貨幣政策方面，於回顧期內，中國人民銀行維持穩健中性的政策立場。反映當局透過金融去槓桿遏制潛在系統性風險的決心，銀行及非銀行金融機構的銀行間借貸成本於回顧期內維持高企（圖2.30）。

圖2.30
中國內地：銀行間回購利率

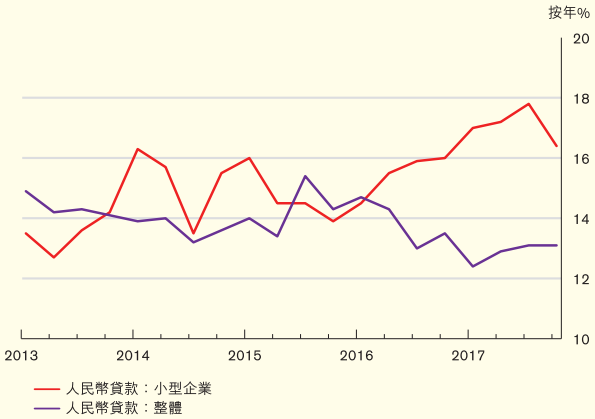


資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

回顧期內，銀行間流動資金狀況收緊，繼續推高最終使用者的融資成本。非金融企業及其他部門貸款加權平均利率由2017年第1季的5.5%，進一步上升至第4季的約5.7%。隨著利率上升，M2增長以及社會融資規模餘額的擴張分別從2017年6月底的按年9.5%及12.8%進一步下滑至2018年2月底的8.8%及11.2%。

為抵銷流動性收緊對整體經濟的不利影響，央行繼續採取定向措施，支持銀行向私營部門（特別是中小型企業）提供貸款。從2017年下半年至2018年2月底，中期借貸便利餘額進一步擴大13.1%至約47,800億元人民幣。與此同時，央行亦於2018年1月份對為普惠金融提供足夠支持的銀行（例如向小型公司提供貸款）定向下調存款準備金率。因此，於2017年，向小型企業授出的銀行貸款增長速度遠快於整體銀行貸款增長（圖2.31）。

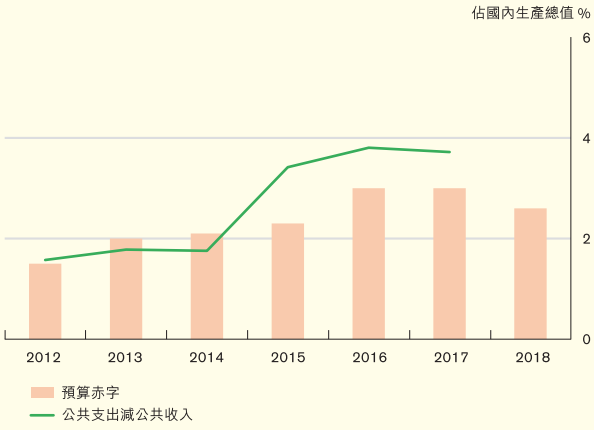
圖2.31
中國內地：小型企業銀行貸款及銀行貸款總額增長



資料來源：Wind。

在央行採取定向寬鬆措施的同時，政府部門鑑於持續推進結構性改革所帶來的短期下行壓力，亦繼續採取積極的財政政策立場以穩定經濟。於回顧期內，除了3%的預算赤字之外，當局亦繼續使用政府預算外資金為公共開支增加提供所需的資金。剔除政府預算外資金的支持後，2017年公共支出與公共收入之間的差距估計約佔國內生產總值的3.7%，較預算赤字高出0.7%（圖2.32）。

圖2.32
中國內地：預算赤字及公共支出與公共收入的缺口



資料來源：政府工作報告、Wind及金管局職員估計數字。

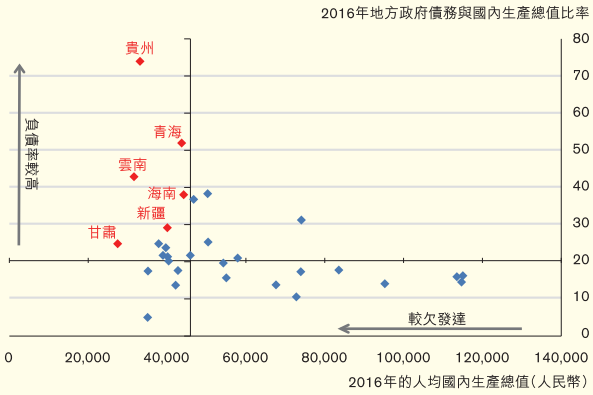
2018年的財政政策將保持積極。內地政府宣布將預算赤字維持在2.38萬億元人民幣的水平，與2017年相同。但隨著經濟繼續擴張，預算赤字相對國內生產總值的比率則從2017年的3%下降至今年的2.6%。

特別是，為支持私人投資及消費，當局將在2018年進一步削減今年企業和個人稅負8,000多億元人民幣，並計劃減少對企業的收費及營商成本3,000億元人民幣。在支出方面，當局亦宣布進一步投資於基建項目。例如，政府計劃在2018年分別投資7,320億元人民幣和1.8萬億元人民幣於鐵路項目和公路水運項目。

反映積極的財政政策，內地政府的債務進一步增加。2017年，內地地方政府債務增長7.5%至16.5萬億元人民幣，而2016年的增幅為3.8%。由於國內生產總值的名義增長更加強勁，地方政府的債務與國內生產總值比率實際上由2016年的21%小幅下降至2017年的20%。

儘管債務佔國內生產總值的比率下降，但地方政府債務相關風險不容忽視，特別是財政狀況較弱的省份。我們的分析顯示，貴州、青海及雲南等省份的債務佔地方生產總值比率較高，且經濟基本面較弱（圖2.33），可能面臨更大的償還壓力。倘若房地產市場進一步降溫，導致今年的土地銷售收入下降，其償付能力可能會進一步轉弱。

圖2.33
按省份劃分的2016年地方政府債務與地方生產總值比率及人均生產總值



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

為更好地遏制地方政府債務相關的風險，當局已加強對地方政府違規融資行為的監管。特別是，2017年11月，財政部要求地方當局核查現有可能存在『明股實債』情況的政府和社會資本合作項目。同時，中國保險監督管理委員會於2018年1月與財政部聯合發布一份指導意見，禁止地方政府透過保險渠道進行違規融資活動。

專題2
中國的國有企業改革進展如何？企業借貸約束方面的佐證

引言

國有企業與民營企業之間的信貸錯配已成為中國內地經濟體系內的一個主要問題。近年來私營部門整體上對國內生產總值的貢獻佔約60%，但投向私營部門的銀行貸款卻只約佔總貸款量的40%[27]。

導致這種錯配的主要原因是，國有企業整體上效益低於民營企業，但由於有政府支持，國有企業通常更易獲取信貸，尤其是銀行貸款。因此，中國內地結構性改革中的一個重點就是通過消除政府的隱性擔保來收緊對效益低下的國有企業的借貸約束。這些改革措施正是有效抑制金融風險及促進經濟可持續發展的關鍵所在。

雖然糾正這種信貸錯配十分重要，但可供決策者參考有關改革進展的信息不多。這可能因為我們無法直接觀察到國有企業，或者說任何公司，所面對的借貸約束。一個量度公司借貸約束的方法是估計該公司的投資受其經營活動產生現金流影響的敏感程度。若一間公司在投資時較倚賴內部現金流而非借貸，則一般認為其所受到的借貸約束較大。

本研究通過估算內地公司的投資－現金流敏感度，分析內地國有企業和民營企業在近期的經濟轉型中所面臨的借貸約束。此外，本研究探討國有企業的借貸約束變動（如有）是否因政府減少支持所致，從而了解中國內地國有企業改革的最新進展。

計量公司的借貸約束的實證架構

為估算內地公司的借貸約束，我們採用了Fazzari、Hubbard及Petersen (1988)率先引入的方法，量度公司的投資受內部產生的現金流影響的敏感度[28]。這種方法認為，借貸約束偏緊的公司通常更倚賴內部產生的現金流進行投資，因此投資－現金流敏感度往往較高。我們的基準迴歸模型詳列如下：

$$Inv_i = \beta_0 + \beta_1 CF_i + \beta_2 SOE_i + \beta_3 SOE_i * CF_i + \beta_4 X_i + u_i,$$

其中 Inv_i 為新增投資，以 i 公司的有形資產變動代表，而 CF_i 為 i 公司內部產生的現金流，以未計利息、稅項、折舊及攤銷的利潤計量。Inv_i 與 CF_i 均以所佔公司有形資產的賬面值表示。

為比較國有企業及民營企業所面臨的借貸約束，該模型添加了一個虛擬變量 SOE_i 及其與現金流的交互作用項。X_i 是該模型的控制變量，反映可能影響公司投資的其他因素，例如所處行業、負債比率、銷售規模、收入增長、公司的成立時間以及公司的還款能力[29]。

我們主要感興趣的系數為 β_1 及 β_3，反映公司的投資－現金流敏感度。其中，β_1 計量民營企業的投資－現金流敏感度，而 β_1 與 β_3 之和反映國有企業的敏感度。系數的數值越高，表示敏感度越高，則公司所面臨的借貸約束越嚴格。

27 貸款數據為人民銀行所報告的數據。民營企業對國內生產總值的貢獻數據引自國務院關於民間投資的2016-12號通知。

28 分析中國公司的文獻已採用類似的方法估計借貸約束。舉例而言，Xu, Xu 及Yuan (2013) 使用此方法研究政治關係在家族公司的投資行為中的角色，而Hericourt及Poncet (2009) 則研究外商直接投資是否有助緩解國內公司的信貸約束。

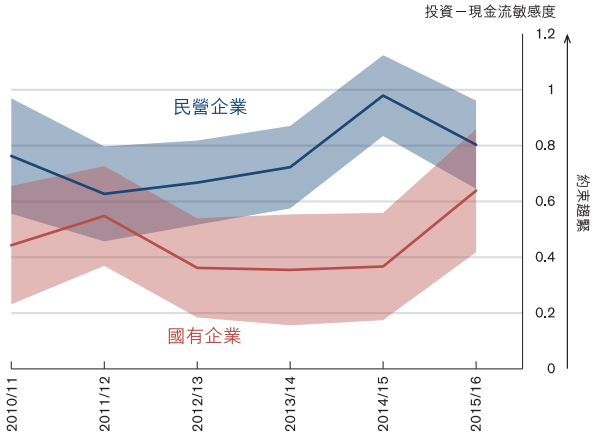
29 公司的還款能力以利息覆蓋率代表。

數據及實證結果

我們的數據集包含中國內地2010年至2016年期間約2,500間非金融上市公司。國有企業及民營企業的投資－現金流敏感度均按兩年滾動窗口估計，因此我們能夠研究內地公司的借貸約束隨時間的變化[30]。

我們的結果表明，在2010至16年期間，國有企業的投資－現金流敏感度往往顯著低於民營企業，即使已考慮了兩者間不同的公司特點如信貸風險（圖B2.1）。此結果似乎印證一個普遍觀點，即中國內地的國有企業整體上較民營企業更易獲取信貸。

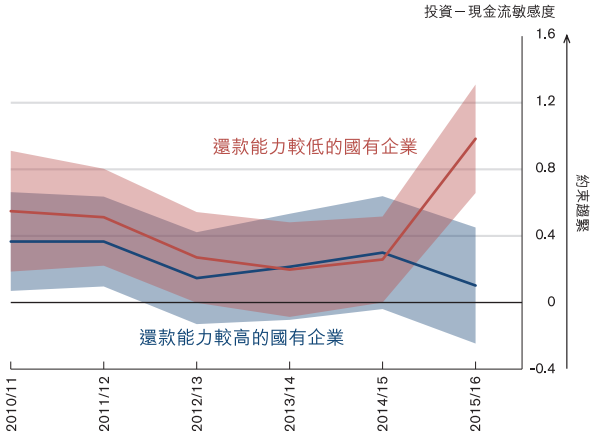
圖B2.1
國有企業及民營企業的估計投資－現金流敏感度



註：陰影區域代表95%置信區間。
資料來源：金管局職員根據彭博及CEIC數據估計得出的數字。

圖B2.1顯示2015至16年期間，國有企業的借貸約束出現趨緊的跡象，因其投資－現金流敏感度升高並貼近民營企業的敏感度水平。進一步分析表明，此結果或由還款能力較低的國有企業的借貸約束顯著趨緊所致。具體而言，在2015至16年期間，利息覆蓋率低於樣本中位數的國有企業相對於利息覆蓋率較高的國有企業，其投資－現金流敏感度顯著上升[31]（圖B2.2）。

圖B2.2
還款能力較高及較低的國有企業的估計投資－現金流敏感度



註：陰影區域代表95%置信區間。
資料來源：金管局職員根據彭博及CEIC數據估計得出的數字。

對於還款能力較低的國有企業的借貸約束趨緊，有兩種不同的解釋。第一種解釋是，結構性改革成功減少了政府以隱性擔保形式為國有企業提供支持的行為，因此內地銀行在對國有企業貸款時更重視它們的信貸風險。另一種解釋是，還款能力較低的國有企業的借貸約束趨緊純粹是因為這些國有企業恰好位於財政狀況較差的省份，故近年來獲得地方政府的支持減少。因此，這些國有企業的借貸約束趨緊未必與國有企業改革有關。

就內地公司的所在地作進一步研究表明，並無證據證明在2015至16年期間，還款能力較低的國有企業集中於財政狀況較差的省份。事實上，還款能力較低的國有企業在不同省份的分佈情況在近年來大致穩定，約半數位於沿海地區。多年來這些地區的經濟表現較好，政府債務負擔較輕且財政赤字較低。

為了弄清楚政府支持減少是否為還款能力較低的國有企業借貸約束趨緊的原因，我們集中分析還款能力較低的國有企業，並研究位於不同財政狀況省份內這些企業所面臨的借貸約束變化[32]。我們的研究結果表

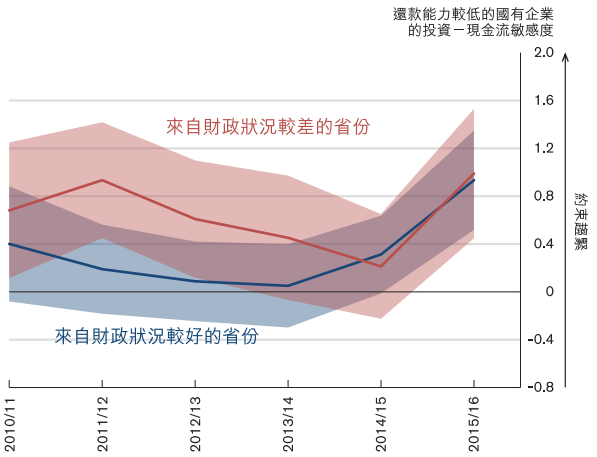
30 為使各年份的估計數字變動更平緩及減低波動，我們使用各個變量的兩年平均數字進行估計。

31 在穩健性檢驗中，我們研究了識別還款能力低的借款人的其他方法，例如使用一個固定的利息覆蓋率的水平，或選出在整個樣本期間中利息覆蓋率一直低於樣本中位數的借款人。我們發現這些變動並不影響結論。

32 在本研究中，一個省份的財政狀況以該省的負債界定，以省政府的負債對其生產總值的比率為代表。其中，北京、上海以及負債對其生產總值的比率低於30%的省份被分類為財政狀況較好的省份，而其餘17個省份則被分類為財政狀況較差的省份。

明，在樣本初期，地方政府的財政狀況似乎是國有企業能在何種程度上獲取政府信貸支持的重要因素。就還款能力較低的國有企業而言，位於財政狀況較好省份者比位於財政狀況較差省份者所受到的借貸約束較低（圖B2.3）。

圖B2.3
位於不同財政狀況省份的還款能力較低國有企業的估計投資－現金流敏感度

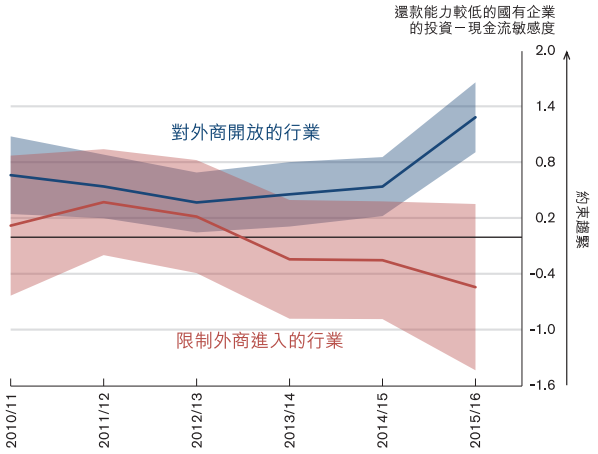


註：陰影區域代表95%置信區間。
資料來源：金管局職員根據彭博及CEIC數據估計得出的數字。

然而，近年來，位於不同財政狀況省份的還款能力較低國有企業所面臨的借貸約束差距已消除，與此同時，這些企業的投資－現金流敏感度顯著上升。這似乎表明中國內地的國有企業改革確實取得一定進展。財政狀況較好省份的政府在近幾年似乎選擇減少對效益較低的國有企業提供的隱性擔保，即便是它們財政狀況允許的情況下亦如此。

雖然政府減少了對還款能力較差的國有企業的隱性支持，但在外商進入受限的行業，政府對國有企業的支持仍然較大。舉例而言，我們的分析表明，同樣是還款能力較低的國有企業，在外商准入行業的企業相對在外商進入受限行業的企業似乎面對更嚴苛的借貸約束（圖B2.4）[33]。此外，在2015至16年期間，這種差異亦有所擴闊，主要由於在對外商開放的行業，還款能力較低的國有企業所受到的借貸約束進一步收緊。相比之下，在外商進入受限的行業，還款能力較低的國有企業所受到的借貸約束大致保持不變。

圖B2.4
在對外商開放／外商進入受限的行業，還款能力較低的國有企業的估計投資－現金流敏感度



註：陰影區域代表95%置信區間。
資料來源：金管局職員根據彭博及CEIC數據估計得出的數字。

在外商進入受限的行業，還款能力較低的國有企業所面臨的軟預算約束幾乎沒有改進，或可表明對於這些受保護行業政府支持仍然較強。因此，這些行業中還款能力較低的國有企業仍享有較寬鬆的借貸條件。有鑑於此，深化改革仍需繼續，以提升內地信貸分配的效率。

結論

本研究透過探討中國內地國有企業所面臨的借貸約束的變化，分析近年來國有企業改革有否提升信貸分配效率。內地非金融上市公司的數據表明，雖然近年來國有企業整體上仍較民營企業更易獲得信貸，但有跡象表明國有企業所面臨的借貸約束收緊，還款能力較低的國有企業尤其如此。

還款能力較低的國有企業面臨的借貸約束收緊，很可能是由於地方政府減少支持所致。這表明中國內地旨在減少為低效率國有企業提供的隱性擔保的改革已見一定成效。然而，在外商進入受限的那些受保護行

[33] 國家發展和改革委員會及商務部於2015年3月發布的《外商投資產業指導目錄》中界定了約束外商准入的行業，包括稀有材料、公共運輸、電訊、媒體等。

業，還款能力較低的國有企業所面對的軟預算約束並無太大變化，說明國有企業改革仍需進一步深化。

參考文獻

Fazzari, S., Hubbard, G., & Petersen, B. (1988)，「Financing Constraints and Corporate Investment」，《Brookings Papers on Economic Activity》，第1988期，第1號 (1988)，第141-206頁。

Hericourt, J., & Poncet, S. (2009)，「FDI and credit constraints: Firm-level evidence from China」，《Economic Systems》，第33期，第1號，2009年3月，第1-21頁。

Xu, N., Xu, X., & Yuan, Q. (2013)，「Political Connections, Financing Friction, and Corporate Investment: Evidence from Chinese Listed Family Firms」，《European Financial Management》，第19期，第4號，2013年9月，第675–702頁。

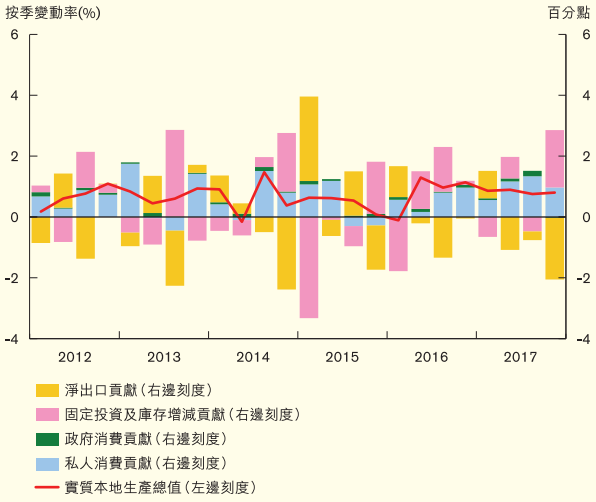
3. 本港經濟

隨着本地需求暢旺及出口表現改善，香港經濟於2017年下半年保持穩健的增長動力。預期2018年經濟增長仍然穩健。本港經濟前景仍受各大央行的貨幣政策正常化、環球金融市場穩定性、保護主義情緒升溫及地緣政治緊張局勢升級等眾多不明朗因素及風險所影響。短期而言，雖然本地通脹壓力應會保持溫和，但若干上行風險仍然存在。

3.1 實體經濟活動

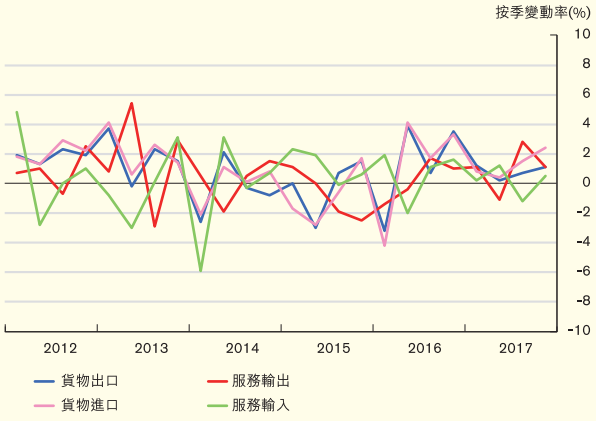
香港經濟於2017年下半年保持增長動力。經季節性因素調整的實質本地生產總值於第3季及第4季按季增長率均為0.8%，與此前兩季的平均增長率0.9%相若（圖3.1）。與上半年比較，私人消費仍然穩健增長，並繼續成為本地生產總值增長的其中一個主要動力。消費增長穩健，原因是就業及收入狀況良好，消費者情緒仍然樂觀，以及資產價格上升透過財富效應帶來正面影響。雖然樓宇及建造活動減弱，但企業資本開支增加，令整體投資開支在經歷三個季度的大致穩定表現後，於最後一個季度顯著上升。外圍因素方面，受惠於全球貿易增長改善，加上入境旅遊業逐步復甦，香港的出口表現因而進一步改善（圖3.2）。儘管如此，由於進口增速較出口增速為快，貨物淨出口仍拖累本地生產總值增長，而服務淨輸出則對本地生產總值增長有正面貢獻。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖3.2
實質進出口



資料來源：政府統計處。

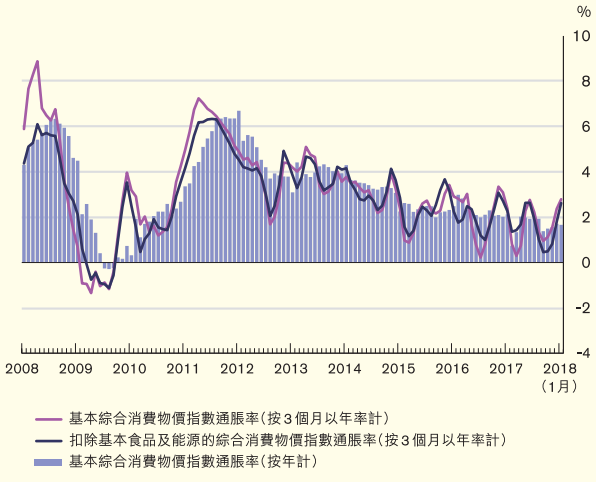
經濟增長動力持續，帶動就業職位於2017年下半年增加。期內總就業人數增加約0.7%至逾385萬人，其中建造業、金融及商用服務業以及公共行政、社會及個人服務業的增幅最為顯著。由於實質本地生產總值增長超過就業人數增長，勞動生產力呈現進一步改善的跡象。

預期2018年經濟增長將保持穩健。外圍因素方面，香港的出口表現將繼續受惠於全球經濟增長前景改善及入境旅遊業逐漸復甦。本地方面，私人消費料將持續增長，主要是由於勞工市場狀況理想所致。鑑於港元利率最終會上升，專題3研究較高按揭供款負擔對私人消費的影響。至於本地固定資本形成方面，受惠於住屋供應增加及基建項目持續展開，樓宇及建造活動應會穩步增長。雖然經濟環境改善將會刺激商業資本開支，但利率有可能上調或會帶來負面影響。政府預測2018年實質本地生產總值增長介乎3至4%，而國際機構及私營機構分析師的增長預測則介乎2至4%。然而，香港的增長前景仍受包括之前章節提到的外圍環境、中國內地在金融狀況收緊下的經濟表現，以及本港資產市場的走勢等眾多不明朗因素及風險所影響。

3.2 通脹及失業率

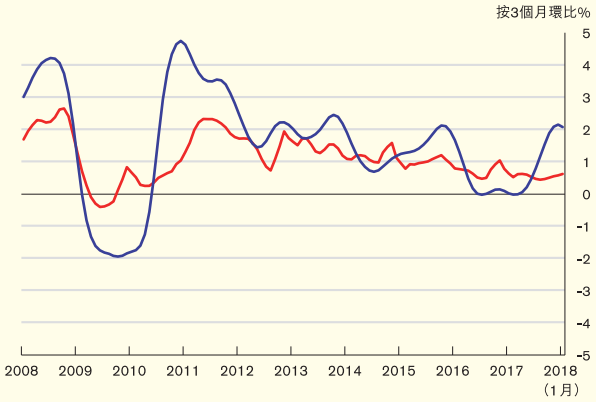
本地通脹壓力於2017年下半年仍然受控，但環比通脹動力於最近數月有稍微回升的跡象。按年比較，基本綜合消費物價指數於第3季及第4季分別上升1.7%及1.6%，與該年度上半年的平均升幅約1.7%相若。不過，反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率於2018年1月稍升至2.8%（圖3.3）。當中，貿易品及服務價格均告上升。新簽訂的私人住宅租金自2016年年中以來回升亦可能在一定程度上增加了通脹動力（圖3.4）。此外，近幾個季度的勞工成本壓力繼續保持溫和（圖3.5）。

圖3.3
反映消費物價通脹的不同指標



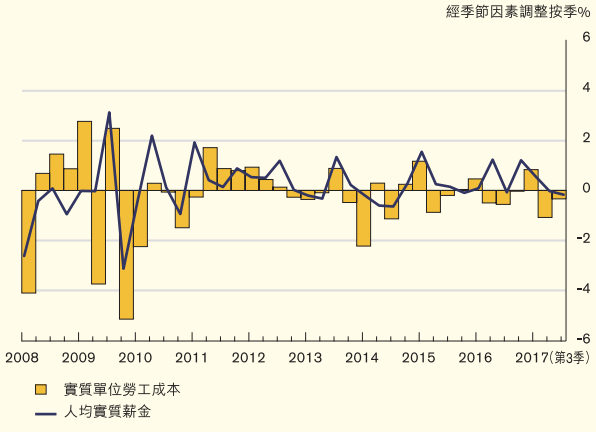
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖3.4
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

圖3.5
單位勞工成本及人均薪金

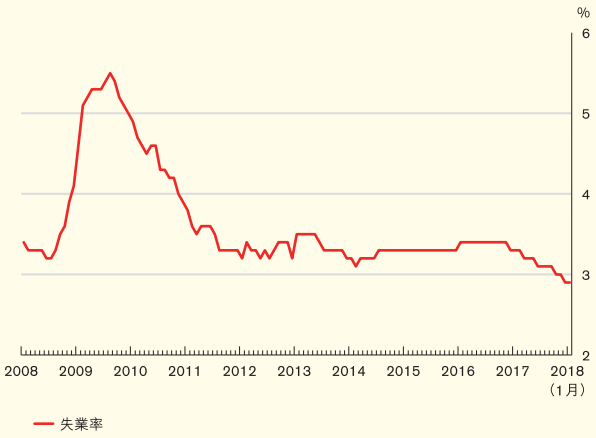


資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

由於全球通脹依然溫和，而且本地成本升幅穩定，預期香港的通脹壓力於2018年將保持溫和，但基本通脹率可能會由2017年的八年低位1.7%逐步回升。舉例而言，由於新簽訂私人住宅租金增長所帶來的傳遞效應，通脹壓力於2018年下半年可能會有所增加。市場共識預測整體通脹率於2018年為溫和的2.2%，而政府預測的基本通脹率則為2.5%。

雖然通脹前景溫和，但是上行風險仍然存在。外圍因素方面，全球通脹或大宗商品價格一旦錄得超乎預期的漲幅，則有可能增加本地通脹動力。本地因素方面，近期勞工市場進一步收緊，經季節性因素調整的失業率由2016年的3.4%下降至2017年12月的2.9%，是近20年來首次低於3%（圖3.6）。當前的產出缺口估計接近零，倘若勞工市場大幅收緊，則有可能對通脹構成額外的上行壓力。

圖3.6
失業率



資料來源：政府統計處。

專題3
量度按揭供款負擔對私人消費的影響

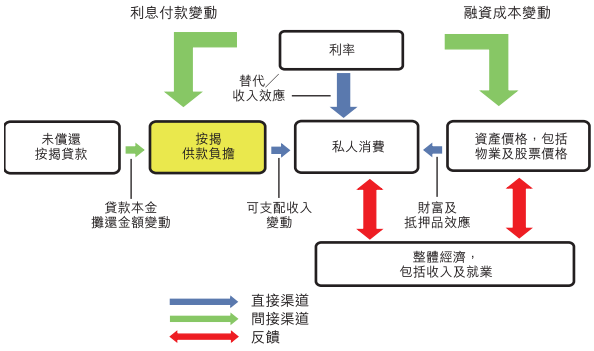
引言

2008年全球金融危機後利率低企，香港家庭的按揭負債增加。隨着美元利率正常化的推進，港元利率最終會跟隨美元利率上升，未來家庭按揭供款負擔會相應增加，從而拖累家庭消費。因此，本專題研究按揭供款負擔增加對香港私人消費的影響。[34]

量度按揭供款負擔

按揭供款負擔指按揭償債付款（即利息付款加上貸款本金攤還金額）佔入息的比例。圖B3.1顯示按揭供款負擔在利率衝擊傳遞至私人消費過程中的角色。除一般經濟理論所提及的替代效應、收入效應及由資產價格變動引致的財富效應和抵押品效應外，在有按揭供款負擔的情況下，利率衝擊亦會透過改變按揭利息付款額，繼而改變家庭的可支配收入，從而影響私人消費。這一影響將會隨着未償還按揭貸款額的增加而擴大。此外，貸款本金攤還金額會隨着未償還按揭貸款額的變化而變動，這亦會透過改變家庭可支配收入影響私人消費。

圖B3.1
私人消費的決定因素



資料來源：金管局職員製作的圖解。

為量度按揭供款負擔對私人消費的影響，我們基於未償還按揭負債，估算了未償還按揭供款與入息比率(OMDSR)。有別於現時僅適用於新造按揭負債的按揭供款負擔指標，OMDSR涵蓋與私人消費總額關係更緊密的整體家庭所有未償還按揭負債。我們大致參照國際結算銀行所用的方法[35]，使用固定分期付款的標準公式量度OMDSR：

$$OMDSR_t = \frac{r_t}{(1-(1+r_t)^{-s_t})} \times \frac{D_t}{Y_t}$$

其中 D_t 為銀行業的未償還住宅按揭貸款金額，Y_t 為自置居所家庭的入息總額（以自置居所家庭入息中位數乘以自置居所家庭數目為指標），而 r_t 及 s_t 分別為未償還按揭貸款的平均利率及期限。

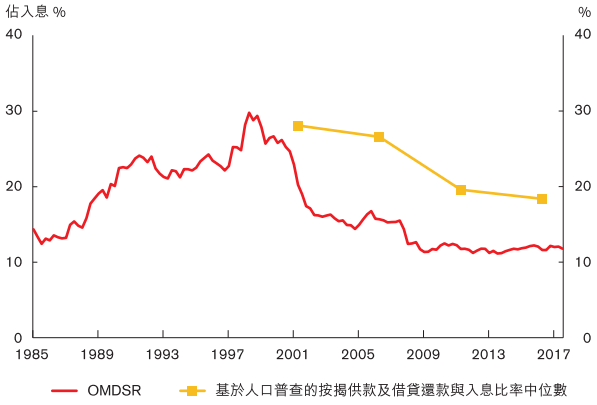
為評估OMDSR能否可靠量度整個家庭部門的按揭供款負擔，宜將OMDSR與兩個常用的供款負擔指標作比較。

圖B3.2顯示1985年至2017年中的OMDSR估算，以及政府統計處基於五年一度的人口普查所估算的按揭供款及借貸還款與入息比率中位數。於2000年代初期，這兩個比率均呈下行趨勢，這與1997年的樓市泡沫爆破後整體家庭按揭借貸減少及同期按揭利率大幅下跌的趨勢吻合。儘管在全球金融危機後物業價格大幅上升，但這兩個比率仍保持穩定，這是由於金管局對銀行按揭貸款採取宏觀審慎措施，遏制了整體家庭按揭槓桿。另外，新造按揭貸款的期限延長亦令按揭供款的實際金額減少。

[34] 有關分析的詳情，請參閱Chan等人(2017)，「量度按揭供款負擔對私人消費的影響」(英文版)，香港金融管理局研究備忘錄16/2017。

[35] 例子可參閱國際結算銀行(2016)，「BIS database for debt service ratios for the private non-financial sector」，國際結算銀行資料文件(http://www.bis.org/statistics/dsr/dsr_doc.pdf)。

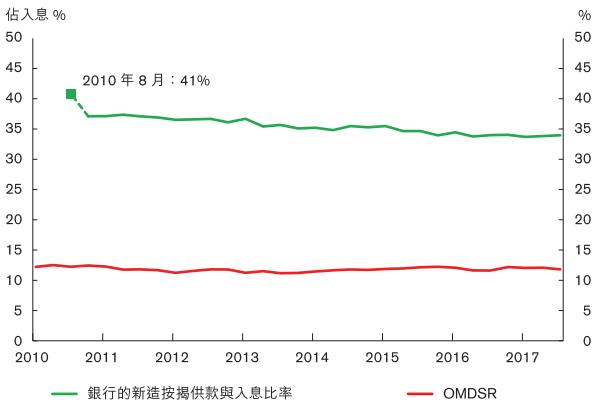
圖 B3.2
OMDSR 以及按揭供款及借貸還款與入息比率中位數



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

我們亦將OMDSR與銀行的供款與入息比率比較，後者是銀行的新造按揭申請人的實際償債與入息比率。如圖B3.3所示，OMDSR低於銀行的供款與入息比率，部分原因是OMDSR不僅涵蓋新造按揭，亦涵蓋原有按揭。由於原有按揭在訂立時樓價較低，它們的供款相應低於新造按揭的供款。因此，涵蓋原有及新造按揭的未償還按揭供款負擔指標（即OMDSR）會低於新造按揭的供款負擔指標（即銀行的供款與入息比率）。此外，銀行的供款與入息比率較高亦是由於銀行遵從金管局的審慎監管要求，在計算供款與入息比率時計及非按揭貸款還款。在全球金融危機後，OMDSR及銀行的供款與入息比率均保持穩定，這主要緣於金管局實施按揭貸款的審慎監管，對銀行的供款與入息比率設定上限，而該措施亦有助於平抑OMDSR。

圖 B3.3
OMDSR 及銀行的新造按揭供款與入息比率



註： 金管局自2010年8月以來編製銀行的供款與入息比率。為便於比較，銀行的供款與入息比率之月度時間序列已轉換為季度平均數據。

資料來源：金管局職員估計數字。

整體而言，OMDSR與常用的供款負擔指標基本一致，但OMDSR具有更強的即時性，而且能夠反映整體未償還按揭負債的負擔，而不僅是新造按揭負債的負擔。因此，我們相信使用OMDSR可評估按揭供款負擔對私人消費的影響。

實證分析

為評估按揭供款負擔對香港私人消費的影響，我們按照Lai and Lam (2002)[36] 以及Kang (2016)[37] 的方法估算一個誤差修正模型(error-correction model)。其中，實質私人消費（以實質平均每個家庭私人消費為指標）與其決定因素的長期關係在短期公式中以誤差修正項(error-correction term)呈現。基於已有理論及實證證據，我們將實質收入（以家庭入息中位數為指標，經綜合消費物價指數平減）、實質房屋及金融財富（分別以住宅價格及恒生指數為指標，經綜合消費物價指數平減）及OMDSR作為私人消費的長期決定因素。

表B3.A顯示基於1985年第1季至2016年第4季的季度數據，以誤差修正模型估算的結果。對於長期公式，所有估算系數的符號均符合預期。在統計上，實質收入、實質住宅價格及實質股票價格均對實質私人消費有顯著的正向影響，而OMDSR則有顯著的負向影響。根據估算，長期而言，若OMDSR上升一個百分點，則家庭消費會減少0.76%，這表明債務負擔增加會使私人消費更易受加息拖累。[38]

[36] Lai, Kitty and Raphael Lam (2002)，「個人信貸、家庭負債與消費的關係」(The nexus of consumer credit, household debt service and consumption)，金管局季報，2002年11月號。

[37] Kang, Joong Shik (2016)，「Private sector activity in Hong Kong SAR and the Fed: transmission effects through the currency board」，《IMF Working Paper》第16/35號。

[38] 我們亦將實質利率（以3個月香港銀行同業拆息減綜合消費物價指數通脹率為指標）加入實質私人消費的長期決定因素，重新估算長期公式。實質利率的估算系數為正數，但在統計上不屬顯著。這或反映收入及替代效應相互抵銷。將實質利率納入長期決定因素不影響其他長期因素的系數估算值。有關估算的詳情，請參閱Chan等人(2017)。

表B3.A
誤差修正模型的估計結果

長期協整(co-integrating)公式：

$$\log(PCEH(t)) = constant + \beta\ variables(t) + \varepsilon(t)$$

短期公式：

$$\Delta\log(PCEH(t)) = constant + \alpha\varepsilon(t-1) + \gamma\Delta variables(t) + \mu(t)$$

解釋變量	長期公式	短期公式
常量	0.53 *	0.00 ***
誤差修正項(α)		-0.14 **
實質家庭入息中位數 ^	0.63 ***	0.14 ***
實質住宅價格 ^	0.28 ***	0.11 ***
實質恒生指數 ^	0.03 **	0.05 ***
OMDSR	-0.76 ***	-0.20 (1)

註：^ 指對數變換變量。
*** 、** 及 * 指估計系數在統計上屬顯著，分別為1%、5%及10%。
(1) p值 = 0.1911
資料來源：金管局職員估計數字。

就短期公式而言，誤差修正項的系數為負且統計上屬顯著，表明實質私人消費會傾向調整至長期均衡水平。除OMDSR外，所有短期決定因素系數的符號均符合預期並且在統計上屬顯著。整體而言，我們的研究結果顯示，OMDSR可影響實質私人消費的長期均衡水平，但對短期實質私人消費的增長並無顯著影響。

對政策的啓示

我們的實證研究結果顯示，雖然金管局的宏觀審慎措施旨在加強銀行的風險管理，但卻可透過供款負擔渠道緩解利率上升對私人消費的影響。具體而言，宏觀審慎措施可減低整體家庭按揭槓桿的增長，從而抑制在利率上升情況下按揭供款負擔的增加，故有助於減輕對私人消費的相應影響。[39]

舉例說明，表B3.B顯示基於未償還按揭貸款額上升幅度的不同假設情境下，按揭利率上升200個基點對OMDSR及平均每個家庭私人消費的估計影響。基於未償還按揭貸款的當前水平，若按揭利率上升200個基點，則OMDSR會由12.0%上升2.9個百分點至14.9%。若未償還按揭貸款較當前水平增加40%（表B3.B的最後一行），則在利率不變的情況下，OMDSR會由12.0%升至16.7%；若按揭利率上升200個基點，則OMDSR會進一步上升4.1個百分點至20.9%。因此，未償還按揭貸款額的增加不僅會推高OMDSR，亦會擴大按揭利率上升對OMDSR的影響。

表B3.B
假設情境的數值示例

若未償還按揭貸款較當前水平增加(%)	未償還按揭供款與入息比率(OMDSR) (%)		OMDSR升幅（百分點）	實質平均每個家庭私人消費跌幅(%)
	利率不變	利率上升200個基點		
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)	(D) = -0.76 * (C)
0（當前水平）	**12.0**	**14.9**	**2.9**	**-2.2**
10	13.1	16.4	3.2	-2.5
20	14.3	17.9	3.5	-2.7
30	15.5	19.4	3.8	-2.9
40	16.7	20.9	4.1	-3.1

資料來源：金管局職員估計數字。

若按揭利率上升導致OMDSR上升，這會降低消費開支，而未償還按揭貸款的增加則會使這一影響變得更大。基於OMDSR的長期彈性估計（即據長期公式估計為-0.76），若未償還按揭貸款額增加40%，實質平均每個家庭消費開支會減少3.1%，而若未償還按揭貸款額維持在當前水平，減幅則較小，為2.2%。[40]

結論

總括而言，我們的實證研究結果顯示，按揭供款負擔會影響私人消費。這意味着宏觀審慎措施透過抑制整體家庭按揭槓桿的增長，有助減低按揭供款負擔，並可間接有助於緩減利率上升對私人消費的潛在負面影響。

[39] Wong等人(2014)指出，宏觀審慎措施可抑制家庭的按揭槓桿水平。Wong, Eric等人(2014)，「How does loan-to-value policy strengthen banks' resilience to property price shocks – evidence from Hong Kong」，《香港金融研究中心的工作論文》編號03/2014。

[40] 為求簡便，本示例假設其他變量不變。

4. 貨幣及金融狀況

匯率、資金流及貨幣動向

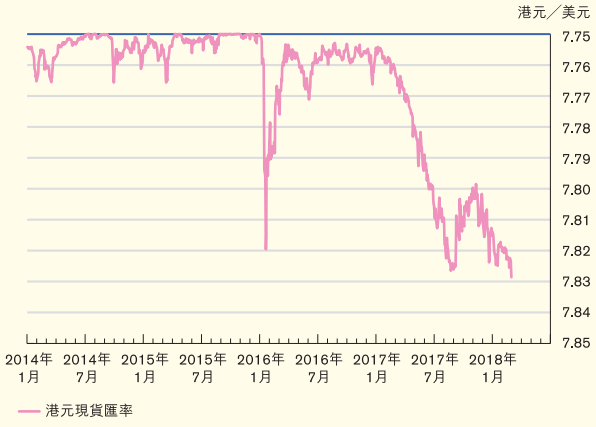
港元匯率轉弱，本地銀行同業市場繼續運作有序。2017年下半年，貸款總額繼續增加，但增速較上半年放緩。展望未來，隨着美國貨幣政策持續正常化，港元利率可能面對更大的上行壓力。若全球金融市場情緒急劇轉變，資金流的波動或會增加。

4.1 匯率及資金流

2017年下半年，港元兌美元現貨匯率在7.799至7.827之間上落（圖4.1）。港元現貨匯率於2017年9月至11月期間短暫轉強並維持在7.80附近的水平。這主要是由於新股集資活動的資金需求上升及銀行在月底與年底前對流動性管理持審慎態度，引致流動性狀況趨緊，進而使得利率套戥活動放緩，港元短倉的平倉活動增加。隨着港元流動性緊絀的狀況有所舒緩，以及年底美元商業需求上升，港元現貨匯率於2017年12月中旬再度回軟。

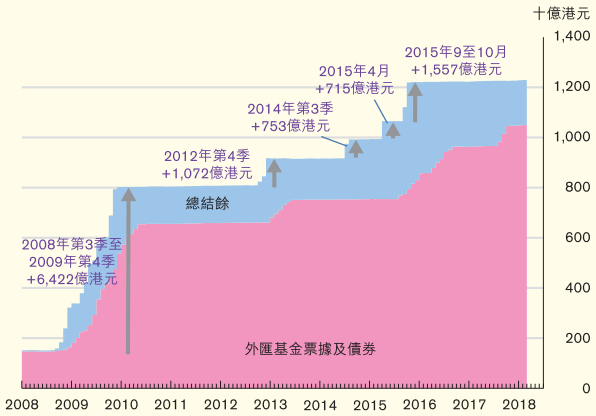
踏入2018年，儘管全球金融市場（尤其是股票市場）波動增加，但港元繼續運作有序。於報告期內，港元兌美元匯率轉弱，但兌換保證未有被觸發（圖4.2）。

圖4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

圖4.2
資金流指標



資料來源：金管局。

港元的名義有效匯率指數於2017年下半年小幅波動，但近期隨着美元進一步走弱而面臨更大的下行壓力（圖4.3）。這與美元兑大多數主要貨幣的走勢基本一致。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小並且對實質有效匯率指數影響有限，港元的實質有效匯率指數繼續緊貼名義有效匯率指數的變動。

圖4.3
名義及實質有效匯率

註：實質有效匯率指數經季節因素調整，僅有月度數據。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

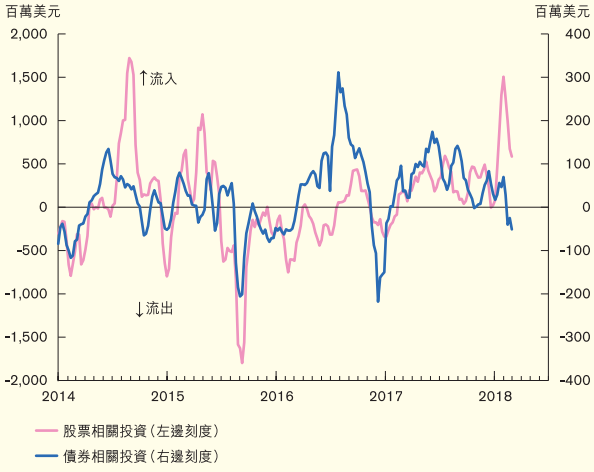
非本地居民的證券投資於2017年下半年錄得流入。最新的國際收支平衡統計資料顯示，第3季本地及非本地居民的股票證券投資錄得流入，反映區內經濟前景好轉及市場情緒樂觀（表4.A）。[41] 非本地居民的債務證券投資於2017年第3季錄得流入，抵銷了本地居民的債務投資流出。一項對全球互惠基金進行的調查亦顯示，由於市場對經濟前景及企業盈利持樂觀態度，股票及債務投資於2017年第4季均錄得流入。在最近幾週，該項調查數據顯示，儘管全球金融市場出現調整，股票投資仍錄得流入，而債券投資則錄得輕微的資金流出（圖4.4）。

表4.A
跨境證券投資資金流

（十億港元）	2015	2016	2017 第1季	2017 第2季	2017 第3季
來自香港居民					
股權及投資基金份額	-420.2	-354.7	-64.1	-17.3	0.6
債務證券	-241.0	-175.5	108.0	128.0	-68.3
來自非香港居民					
股權及投資基金份額	-329.7	19.3	14.2	28.1	27.2
債務證券	20.0	41.3	44.9	90.4	27.0

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

圖4.4
股票及債券相關資金流的市場調查



註：數據為四週的移動總和。
資料來源：EPFR Global。

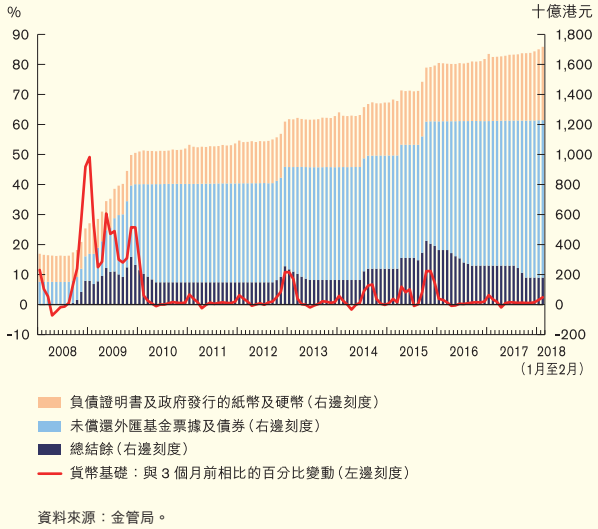
展望未來，隨着美國貨幣政策正常化進程持續，港元與美元之間的負息差將會擴大，或會引致套戥活動增加。因此，不應排除港元弱方兑換保證會被觸發的可能。這是聯繫匯率制度下的正常過程。同時，鑑於美國貨幣政策正常化步伐尚未明朗，並且全球宏觀金融狀況及市場情緒瞬息萬變，港元資金流及港元匯率的波動或會增加。金管局會繼續依據貨幣發行局機制全力保證港元匯率的穩定。

41 在撰寫本報告時，第4季的國際收支平衡統計資料尚未公佈。

4.2 貨幣及信貸

儘管美聯儲加息並持續縮減資產負債表，但香港的貨幣環境於2017年下半年及近期仍然保持寬鬆。2017年下半年港元貨幣基礎進一步上升1.4%，主要由就發行紙幣而發出的負債證明書增長所致（圖4.5）。由於兌換保證未被觸發，下半年總結餘與未償還外匯基金票據及債券的總額基本不變，維持於約12,268億港元。其中，總結餘有所縮減，而未償還外匯基金票據及債券則相應增加。這是由於增發外匯基金票據（總額為800億港元），以滿足銀行在流動性管理方面的龐大需求所致。[42] 踏入2018年，儘管股市經歷調整，但貨幣基礎仍然保持穩定。

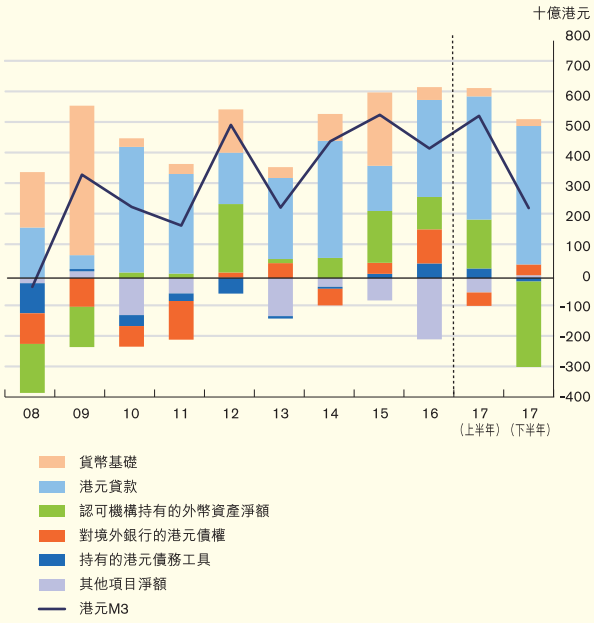
圖4.5
貨幣基礎的組成部分



資料來源：金管局。

與此同時，2017年下半年港元貨幣供應進一步增長，但增速放緩。港元廣義貨幣供應（港元M3）的增長由上半年的8.9%放緩至下半年的2.5%。作為港元M3的主要組成部分，港元存款於下半年微升2.2%（圖4.7）。其中，活期存款於下半年增長較快，部分原因是資產市場暢旺，投資需求上升。對應資產分析顯示，港元M3的增長一方面受港元貸款的強勁增長支持（圖4.6），另一方面則受非銀行私營部門的港元資金淨流出，銀行淨外幣資產收縮所拖累。

圖4.6
港元M3及其對應資產變動

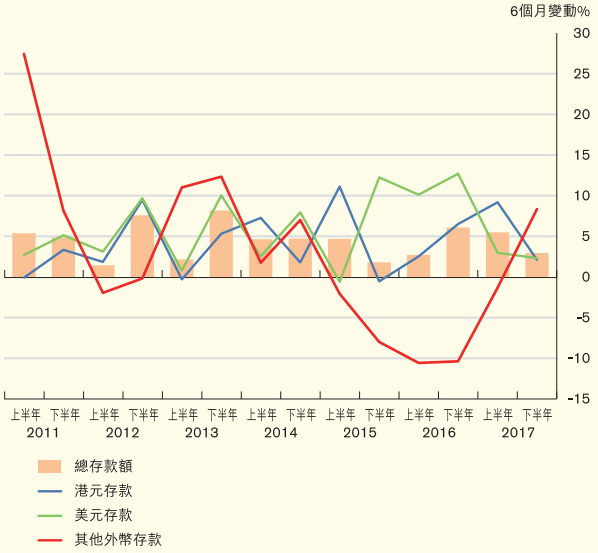


註： 貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款及剔除持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。
資料來源：金管局職員估計數字。

另一方面，外幣存款增長表現參差。部分反映美元兌多數主要貨幣貶值，美元存款的增長率由上半年的3.0%降至下半年的2.4%（圖4.7）。相比之下，其他外幣存款則持續下跌逾兩年後於下半年顯著回升，升幅達8.4%。這主要受近期人民幣存款回升所帶動。由於港元及美元存款增長放緩，下半年認可機構的存款總額輕微增加3.0%，而上半年增速則為5.6%。2017年全年而言，存款總額溫和增長8.7%，與2016年大致相若。

42 增發外匯基金票據符合貨幣發行局制度的運作原則，反映貨幣基礎的組成部分由總結餘轉移至未償還外匯基金票據及債券。在增發外匯基金票據後，銀行同業市場的流動資金大致保持充裕。

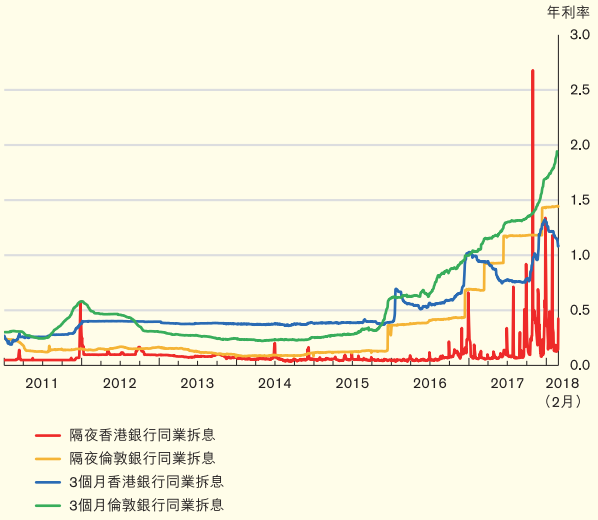
圖4.7
存款增長



資料來源：金管局。

2017年9月至12月期間，新股集資活動的資金需求上升，而銀行在月底與年底前對流動性管理持審慎態度，這對港元銀行同業拆息構成上升壓力（圖4.8）。與六個月前相比，隔夜及3個月香港銀行同業拆息分別上升14個及50個基點，於12月份分別升至0.25%及1.26%（按月平均值計算）。1個月至3個月的港元與美元銀行同業拆息負息差亦相應地有所收窄。

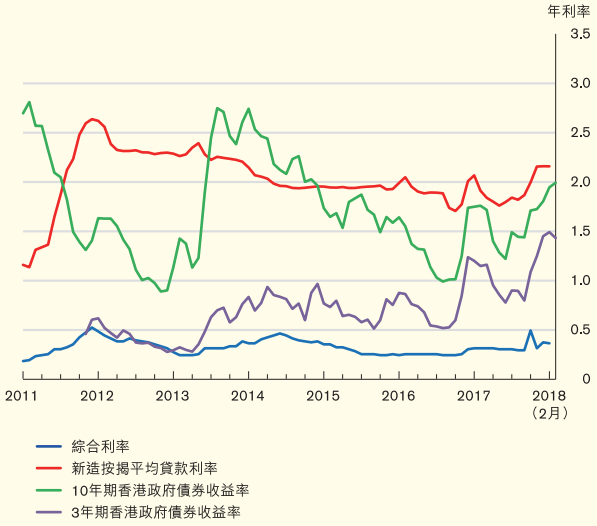
圖4.8
港元與美元銀行同業拆息



資料來源：CEIC及金管局。

與此同時，港元收益率曲線上移但趨於平坦，與美元收益率曲線的走勢大致相若。於下半年，3年期香港政府債券收益率上升63個基點，於2017年年底收報1.52%，而10年期香港政府債券收益率升幅較小，上升33個基點，於2017年年底收報1.83%（圖4.9）。

圖4.9
政府債券收益率、綜合利率及新造按揭平均貸款利率



資料來源：金管局。

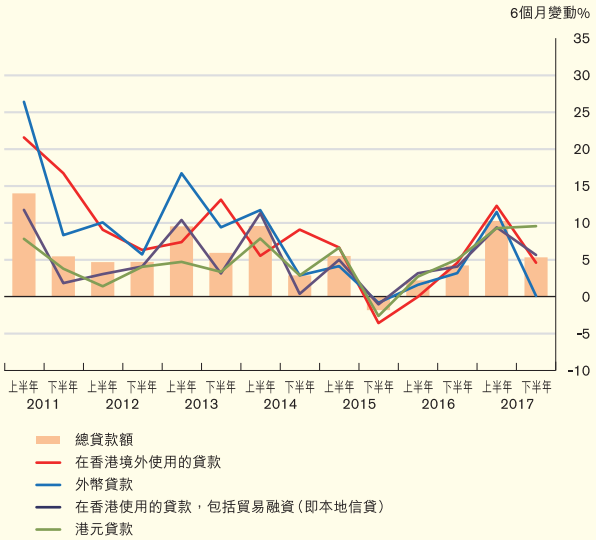
踏入2018年，港元銀行同業市場繼續有序運作。隨着年底資金需求減退，港元銀行同業拆息於1月初回落。此後，儘管全球及本地股市經歷調整，港元銀行同業拆息大致保持穩定。隔夜及3個月香港銀行同業拆息於2018年2月底分別收報0.43%及1.08%。

至於零售層面，雖然銀行的貸款利率隨香港銀行同業拆息抽升而有所上升，但由於存款基數仍然龐大，銀行的融資成本普遍維持在低位。儘管按揭貸款業務競爭激烈，銀行的新造按揭平均貸款利率於12月逐步上升36個基點至2.16%（圖4.9），大致跟隨1個月香港銀行同業拆息的升勢。另一方面，衡量零售銀行港元融資成本的綜合利率雖然因新股集資活動的資金需求增加而於10月份短暫上升，但於下半年大部分時間保持偏軟，於12月底收報0.38%。

展望未來，隨着美國貨幣政策持續正常化，加上其他主要經濟體或會啟動利率正常化，港元利率可能會面臨更大上升壓力。同時，環球市場情緒起伏，宏觀金融狀況瞬息萬變，或會增加資金流的波動。不過，龐大的港元貨幣基礎可作緩衝，有助緩和港元利率上漲過急。此外，銀行審慎的流動性管理以及可經貼現窗進行貼現，亦有助抑制銀行同業拆息過度波動。

銀行信貸於2017年全年增長強勁。貸款增長率於上半年高達10.2%，下半年則放緩至5.3%（圖4.10）。2017年下半年在香港使用的貸款及在香港境外使用的貸款增長均告放緩。按貨幣分析，由於本地經濟環境向好及港元融資成本相對較低，港元貸款於下半年繼續快速增長9.5%，而外幣貸款僅微升0.1%。其中，美元貸款的增長放緩至1.8%，部分原因是美元融資成本上漲。2017年全年，貸款總額錄得16.1%的強勁增長，而2016年則為6.5%。

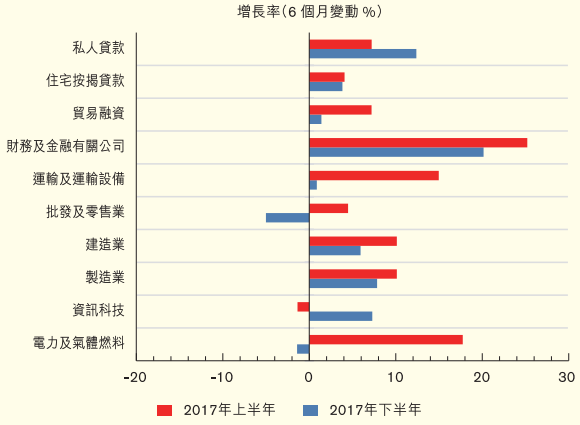
圖4.10
貸款增長



資料來源：金管局。

在香港使用的貸款（包括貿易融資）增幅由上半年的9.4%降至下半年的5.6%，各個主要行業的表現參差（圖4.11）。建造業與物業發展及投資的貸款增速於下半年放緩，部分原因是自2017年6月起，當局要求銀行加強對地產發展商貸款的風險管理。[43] 儘管商品貿易及零售銷售進一步改善，但貿易融資及運輸業的貸款只錄得相對輕微的增幅，而批發及零售業的貸款則錄得下跌。相反，財務及金融相關企業的貸款增長仍然強勁，這在一定程度上反映金融服務業穩步擴張。

圖4.11
個別行業的本地貸款增長



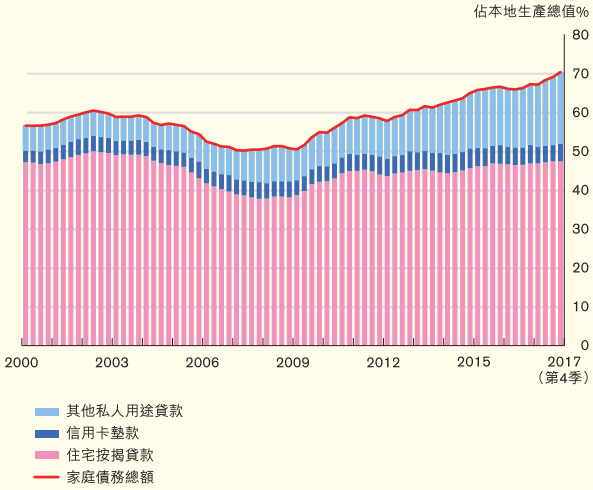
資料來源：金管局。

家庭債務於2017年下半年增長6.5%，而上半年的增幅則為5.0%。在家庭債務中，私人貸款（包括信用卡墊款及其他私人用途貸款）增長進一步加快，下半年增幅達12.4%。私人貸款的強勁增長主要受以金融資產作抵押的私人銀行和財富管理客戶的借貸所帶動。這些貸款的增長與銀行所管理的客戶資產的持續增長大致相若。這類抵押貸款的風險屬可控範圍。此外，金管局於2014年1月向銀行發佈了有關私人貸款風險管理的指引，要求銀行採取審慎的風險管理措施，包括對貸款年期和借款人償債比率設置上限。

43 詳情請參閱金管局於2017年5月12日發佈的「地產發展商貸款的風險管理」通告。

另一方面，雖然住宅成交量有所增加，但新批按揭的按揭成數下跌，住宅按揭貸款增速於下半年輕微下滑至3.8%。整體而言，家庭負債佔本地生產總值的比率由2017年第2季的68.2%上升至第4季的70.2%（圖4.12）。

圖4.12
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分

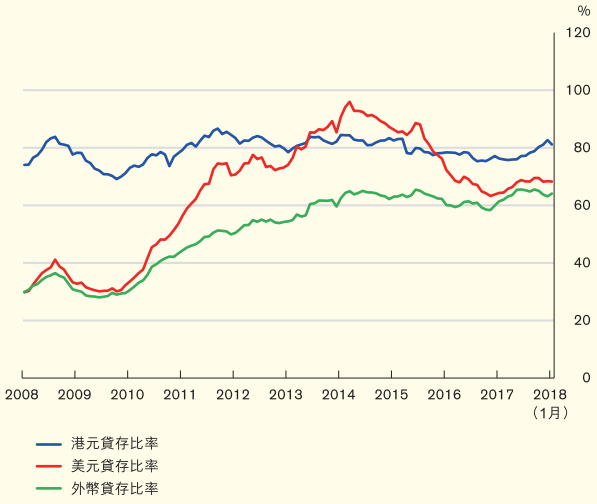


註：僅包括認可機構提供的借款。
資料來源：金管局。

繼2017年上半年大幅上漲12.3%之後，在香港境外使用的貸款增長於下半年放緩至4.6%。就銀行業而言[44]，內地相關貸款於2017年下半年錄得4.9%的增長，較上半年12.0%的增速放緩。內地相關貸款所涉及的信貸風險仍然可控。截至2017年年底，76%的貸款之借款人為內地國有企業及非內地跨國公司。大部分內地民營企業的貸款均以抵押品作抵押或已獲取擔保。

由於港元貸款的增長速度快於存款，港元貸存比率由2017年6月底的77.1%升至年底的82.7%，為自2015年3月以來的高位（圖4.13）。相比之下，整體外幣貸存比率由65.5%下降至年底的63.1%，其中美元貸存比率基本不變，維持於68.4%。

圖4.13
貸存比率



資料來源：金管局。

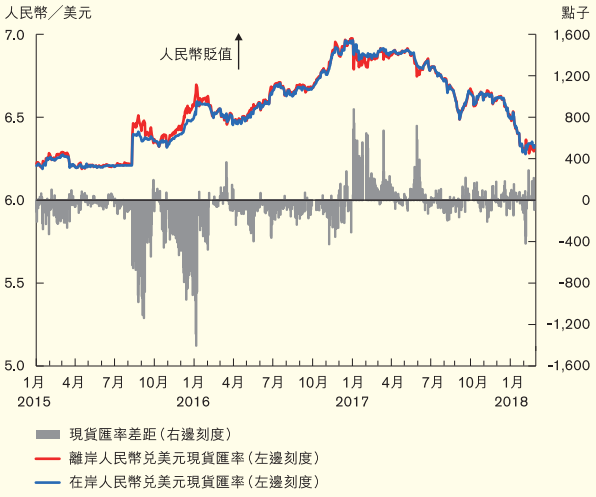
短期而言，持續的經濟增長及潛在的基建融資需求有望為信貸增長提供支持。金管局的「信貸狀況展望意見調查」顯示，銀行預期短期內信貸需求強勁（請參閱第5章表5.A）。然而，美國的貨幣政策正常化以及環球及本地金融市場波動亦有可能拖低香港的信貸增長。

離岸人民幣銀行業務

在2017年下半年及近期，離岸人民幣市場有序運作，離岸人民幣匯價緊貼在岸人民幣匯率走勢。離岸及在岸人民幣匯價於9月至11月期間基本保持穩定（圖4.14）。自12月份以來，離岸及在岸人民幣兌美元匯率轉強，主要反映美元兌主要貨幣明顯貶值。於報告期內，在岸與離岸人民幣之間的差價大致窄幅波動。

44 包括認可機構的香港辦事處、內地分行及內地附屬公司。

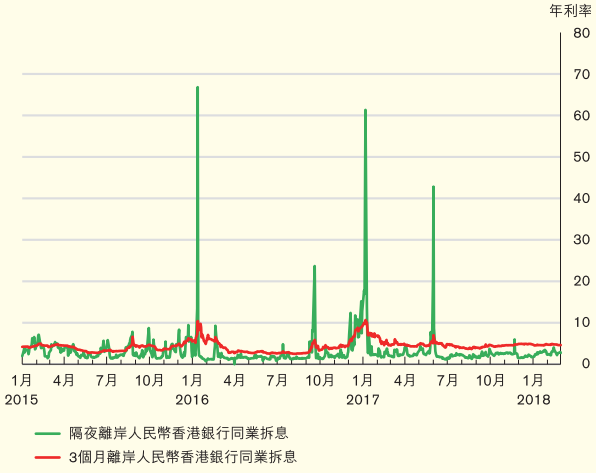
圖4.14
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

由於離岸市場的流動性狀況大致保持穩定，隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息於2017年下半年及近期大多維持在4%以下（圖4.15），偶爾因季節性的流動性需求而出現波動。同時，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息由2017年9月初的4.0%左右逐步上升至2018年2月底的4.65%。

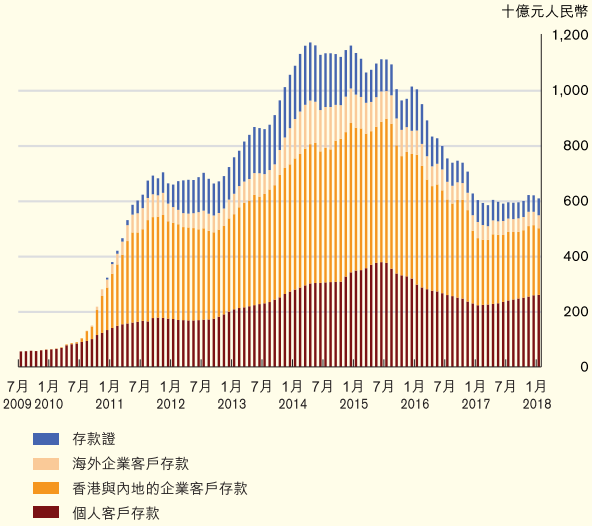
圖4.15
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：財資市場公會。

隨着市場對人民幣匯率走勢變得樂觀，香港的離岸人民幣資金池繼2017年上半年輕微下跌後，於下半年恢復升勢。人民幣客戶存款及存款證餘額於下半年溫和增長5.1%至2017年年底的6,184億元人民幣（圖4.16及表4.B）。其中，人民幣客戶存款增長6.3%，主要反映人民幣存款的優惠利率回升，個人客戶存款增加。另一方面，存款證餘額於下半年繼續下跌5.3%，但跌幅較上半年收窄。

圖4.16
香港的人民幣存款及存款證



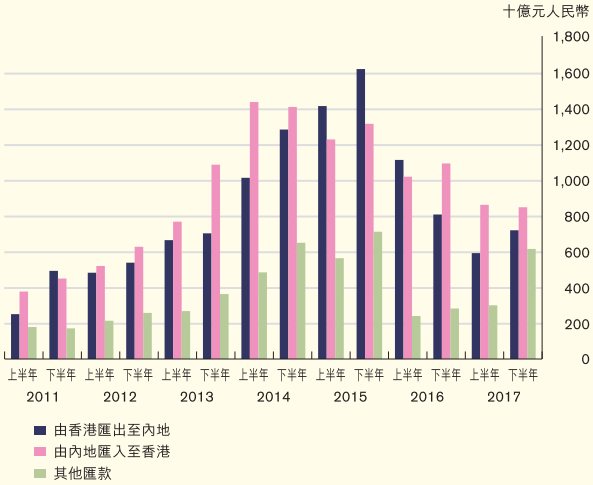
資料來源：金管局。

於報告期內，香港的人民幣融資活動仍然偏弱。2017年下半年人民幣銀行貸款餘額下降30.0%至1,445億元人民幣，部分由於人民幣融資成本高於美元及港元融資成本。

相比之下，香港的人民幣貿易結算在2017年上半年整固後，於下半年回升。下半年香港銀行處理的人民幣貿易結算交易額增加至21,771億元人民幣，較上半年增長24.5%（圖4.17）。

總體而言，人民幣資金池仍相當充裕，其規模足以繼續支持大量人民幣金融中介活動。在2017年全年，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額高達9,036億元人民幣。

圖4.17
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

短期而言，香港離岸人民幣市場的發展仍將取決於市場對人民幣匯率走勢的預期，以及內地宏觀金融狀況的變化。儘管如此，預期香港的離岸人民幣業務受惠於內地持續開放資本帳，以及「一帶一路」倡議推動區內經濟合作。

表4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2016年12月	2017年12月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	625.1	618.4
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	546.7	559.1
人民幣存款佔存款總額(%)	5.2	5.3
人民幣存款證（十億元人民幣）	78.3	59.3
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	294.8	144.5
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	210	203
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	69.0	95.4
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	91.6	131.3
	2016年	**2017年**
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	4,542.1	3,926.5
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	2,106.1	1,705.3
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	1,915.2	1,308.0
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；十億元人民幣）	863.6	903.6

資料來源：金管局。

資產市場

由於市場愈發擔心債券收益率上升，香港股市的強勁表現於回顧期末大幅回調。港元債務市場穩定增長，而離岸人民幣債務市場則於2017年進一步收縮。住宅物業成交在2017年中經歷短暫放緩後回升。樓價升勢自第4季起亦有所加快。

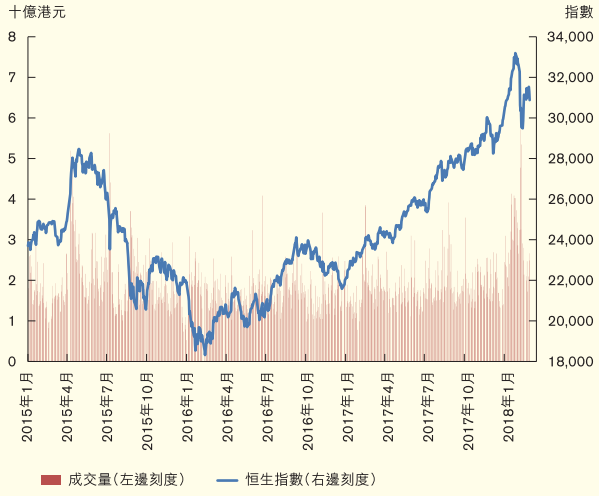
4.3 股市

香港股市於2017年延續升勢，但在接近回顧期末時大幅回調（圖4.18）。2017年下半年，美國、中國內地、歐洲及若干新興市場的宏觀經濟表現顯著改善，推動早前升勢。美國通過稅改方案亦進一步為全球股市提供上升動力。國際投資者亦憧憬數據技術及人工智能的廣泛應用，能導致包括教育、醫療保健、金融及交通運輸等活動的生產力大幅提高，並最終令經濟步入漫長及可持續的繁榮時期。與此同時，美聯儲計劃推進資產負債表正常化，以及歐洲央行宣佈縮減資產購買計劃，表明各大央行均對經濟前景充滿信心。

內地投資者透過滬港通及深港通為香港股市注入大量資金。截至2月底，南向資金累計買入淨額為8,358億港元，較去年同期增長89%（圖4.19）。

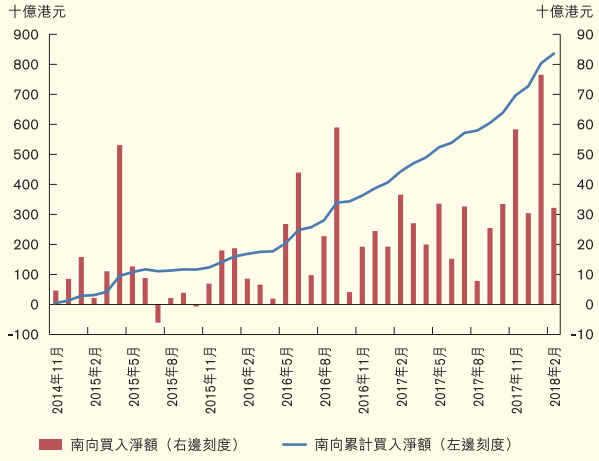
然而，由於市場愈發擔心債券收益率上升，上述所有利好因素均未能阻止本港股市於回顧期末大幅調整。避險情緒升級亦帶動期權引伸波幅急升（圖4.20）。整體而言，雖然此輪調整令恒指較其1月份創下的歷史新高大幅下跌7%，但於2017年9月至2018年2月期間，恒指仍錄得10%的升幅。估值方面，按經週期性調整市盈率衡量，本地市場仍較其他主要市場吸引，這應該有助於在一定程度上減輕未來阻力所帶來的影響（圖4.21）。

圖4.18
香港股票價格



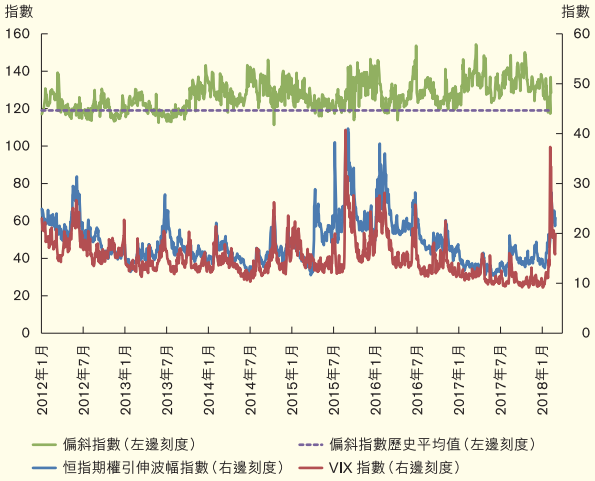
資料來源：彭博。

圖4.19
股票市場交易互聯互通機制的累計南向買入淨額



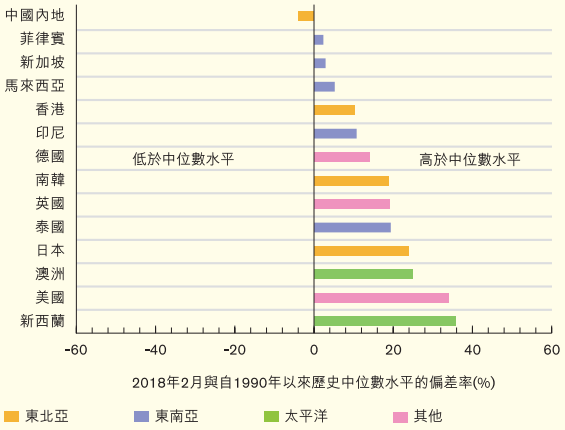
註：南向買入淨額指滬港通及深港通淨買入淨額的總和。
資料來源：CEIC、香港交易所及金管局職員估計數字。

圖4.20
恒指及標普500的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

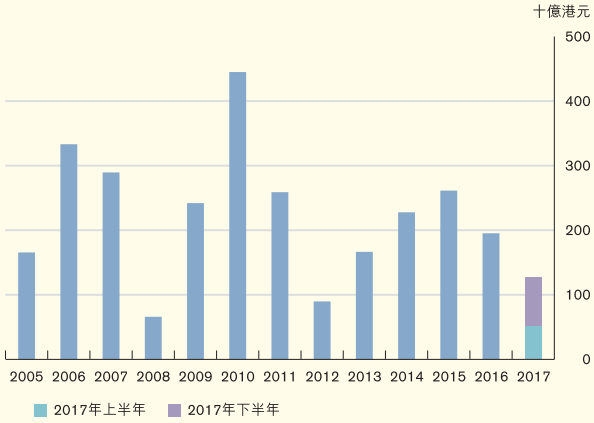
圖4.21
亞太區及其他主要市場的經週期性調整市盈率



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

香港首次公開招股市場在2017年的表現乏善可陳。雖然2017年下半年透過首次公開招股籌集的資金較上半年增長逾40%，但經香港交易所籌集的首次公開招股資金總額從2016年的1,950億港元下降至2017年的1,270億港元（圖4.22）。

圖4.22
香港首次公開招股市場



資料來源：CEIC及香港交易所。

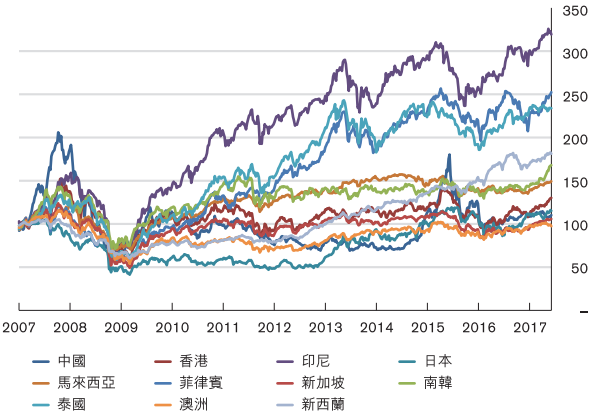
本港市場仍極易受到外圍因素的影響，例如主要經濟體收緊貨幣政策的力度。專題4評估了源自亞太區域內外的衝擊對香港及其他亞太市場的潛在溢出影響。除宏觀風險以外，投資者對於新技術廣泛應用能帶來實質經濟利益的信心如何，仍然有待觀察。

專題4
亞太區股市的尾端風險溢出效應

引言[45]

亞太地區股價自2009年以來大幅上升，部分原因來自於美聯儲推行的量化寬鬆計劃所產生的溢出效應（圖B4.1）。然而在這次牛市中，股市曾於2013年及2015年出現兩次顯著的調整，部分經濟體的股市在一周內跌逾20%。在股市劇烈波動的背景下，投資者自然會問：「在下跌期間，對亞太區股市造成連鎖反應的主要因素是甚麼？」對於致力避免國際金融市場連鎖反應及維護金融穩定的決策者們而言，這個問題的答案相當重要，因為源自外國股市的衝擊會影響當地股市，繼而影響本地貨幣市場，並最終波及主權信譽。

圖B4.1
亞太區股市價格



註：2007年第1季 = 100。
資料來源：彭博。

大量實證文獻分析了跨國股市回報之間的相互影響。[46] 不過，多數文獻完全專注於評估股市回報之間的平均關係。此類分析主要反映平穩時期的風險，可能會低估在金融危機時期國際衝擊的實際影響。更貼切的命題應評估危機時期的連鎖反應，分析熊市、危機和財務困境的情形下，極端負回報之間的溢出效應。

在本專題中，我們研究亞太區股市之間的金融互動關係，以及亞太區股市與全球其他股市之間的金融互動關係。透過評估這些互動關係，可估算亞太區的平均（即平均風險溢出）及尾端（即尾端風險溢出）風險溢出效應的主要來源，並找出兩種溢出效應之間的差別。

方法及數據

在經濟計量方面，我們使用一個分位數向量自迴歸(QVAR) 模型來反映股價回報之間的關係。[47] 其次，我們運用Diebold及Yilmaz (2009、2012)提出的方法，評估不同經濟體之間的金融互動強度。[48] 在本分析中，我們計量36個經濟體之間的股市溢出效應（表B4.A）。本專題涵蓋了2009年1月2日至2016年6月30日間共391周股市回報樣本。[49]

表B4.A
作為內生變量的36個經濟體

組別	經濟體
先進經濟體	澳洲、加拿大、丹麥、法國、德國、意大利、挪威、西班牙、瑞典、瑞士、英國、美國
亞太區	澳洲、中國、香港、印尼、日本、馬來西亞、新西蘭、菲律賓、新加坡、南韓、泰國
新興歐洲、中東及非洲	捷克共和國、匈牙利、以色列、波蘭、俄羅斯、斯洛伐克、南非、土耳其
拉丁美洲	巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥、秘魯

45 本專題的詳細結果載於Fong等人(2017)「亞太區股市尾部風險的溢出效應 — 來自股市互動的證據」，金管局研究備忘錄14/2017。

46 有關跨國股市回報之間的連鎖反應及溢出效應的最新調查，請參閱Forbes (2013)。

47 我們使用3個外生變量以控制全球因素的影響。這些變量為(i)芝加哥期權交易所標普500引伸波幅指數，代表全球風險偏好；(ii)紐約聯邦銀行估計的10年期美國國庫債券溢價，代表美聯儲採納的非常規貨幣政策的影響；及美元指數，用以控制美元強弱而導致的影響。

48 在分析中，這些互動關係以QVAR模型的未來10周整體預測誤差變異分解計量。在估算時，我們用自迴歸順序1考慮QVAR，選擇0.5分位數（即中位數，$\tau = 0.5$）計量平均風險溢出，並選擇0.05分位數（即$\tau = 0.05$）檢驗股市之間的尾端風險溢出效應。

49 由於選定的經濟體位於不同時區，而高頻率數據會造成干擾並有機會導致估算失真，故我們使用每周回報解決時區差異的問題。

實證結果

我們的研究得出三大結果。首先，我們發現，各經濟體對亞太區的尾端風險效應溢出高於平均風險溢出效應，相關數據列於表B4.B，該表報告了平均及尾端風險的估計溢出效應。此效應用該模型的方差分解來衡量，方差分解顯示了個別經濟體受另一個經濟體衝擊而導致的變化。就亞太地區的平均風險溢出而言，估量的平均效應為17.1%，區內的溢出效應最大（即25.6%）。就尾端風險溢出效應而言，估計的效應較高，平均為24.1%。個別效應略有差異，源自拉丁美洲的溢出效應最大(27.4%)，源自先進經濟體的溢出效應則最小(22.9%)。

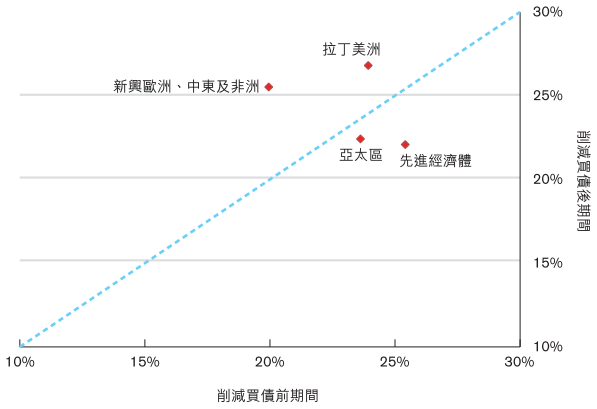
表B4.B
各經濟體組別對亞太區的平均及尾端風險溢出效應

	衝擊來源				
經濟體組別	先進經濟體	亞太區*	新興歐洲、中東及非洲	拉丁美洲	行平均
平均風險	16.2	25.6	12.5	14.2	17.1
尾端風險	22.9	23.1	23.2	27.4	24.1

註：* 在計算組別的平均效應時，溢出效應不包括經濟體自身的效應。
資料來源：金管局職員估計數字。

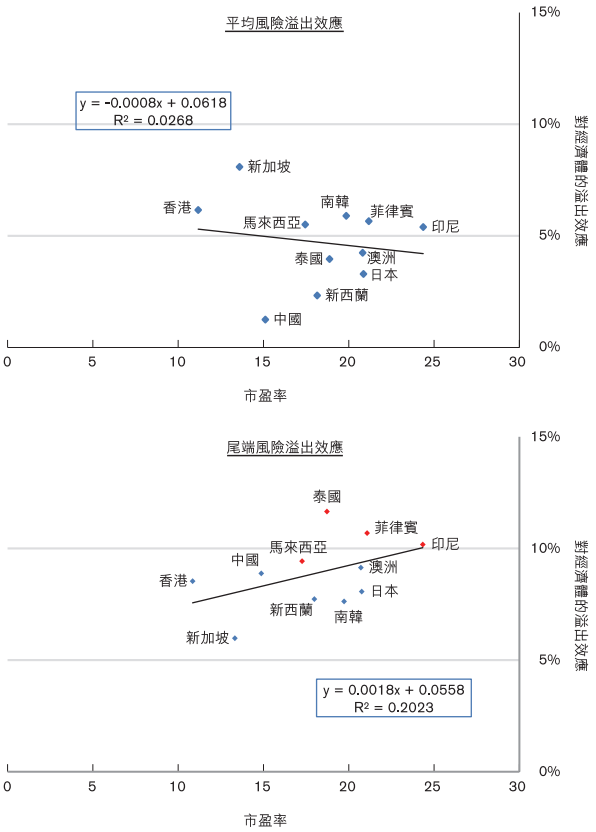
其次，我們發現，在美聯儲縮表恐慌後，新興歐洲、中東及非洲以及拉丁美洲的溢出效應顯著較高。圖B4.2比較縮表前後各經濟體組別對亞太區經濟體的尾端風險溢出效應。如圖所示，新興歐洲、中東及非洲以及拉丁美洲經濟體分佈在45度線上方，顯示這些經濟體在縮表恐慌後的溢出效應高於縮表恐慌前。先進經濟體及亞太區經濟體則略低於45度線，顯示其在削減買債後期間的溢出較小，但仍相當大，約為20%。

圖B4.2
各經濟體組別對亞太區的尾端溢出效應



最後，亞太區經濟體對尾端風險溢出的反應較大，可能與這些經濟體的股市被高估有關。圖B4.3基於縮表恐慌後的樣本，對比亞太區經濟體的市盈率和這些經濟體的平均溢出效應的分佈。如圖所示，平均及尾端溢出效應的所計算的簡單線性迴歸的解釋能力（即R^2的值）分別為2.7%（上圖）及20.2%（下圖），這証明個別經濟體的市盈率傾向於與該經濟體對尾端風險溢出效應線性相關，但與其平均風險溢出效應並不線性相關。

圖 B4.3
亞太區市盈率與溢出效應的相對分佈



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

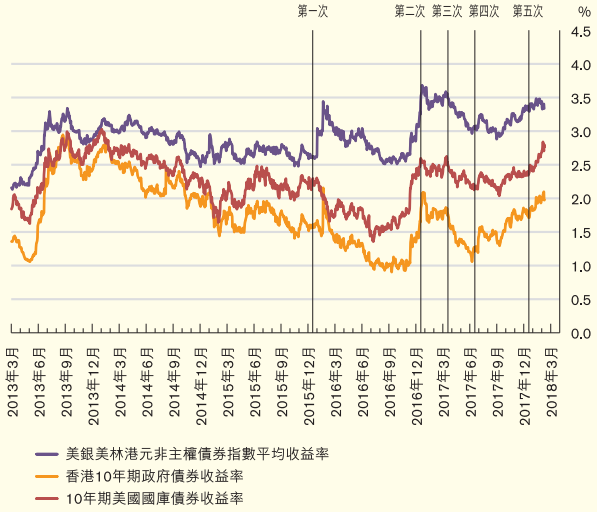
結論

本專題評估了其他股市對亞太區股市的溢出效應。基於36個股市的數據分析，我們發現亞太區股市的平均風險溢出效應主要源自於亞太地區區內的衝擊。然而，就尾端風險溢出效應而言，區內及非區內市場的衝擊同樣重要。我們還發現，在縮表恐慌後，源自拉丁美洲以及新興歐洲、中東及非洲的衝擊均顯著增加。最後，我們的研究結果顯示，一個經濟體的當地股市市盈率越高，則對源自其他市場的尾端風險溢出效應的反應強度越高。

4.4 債券市場

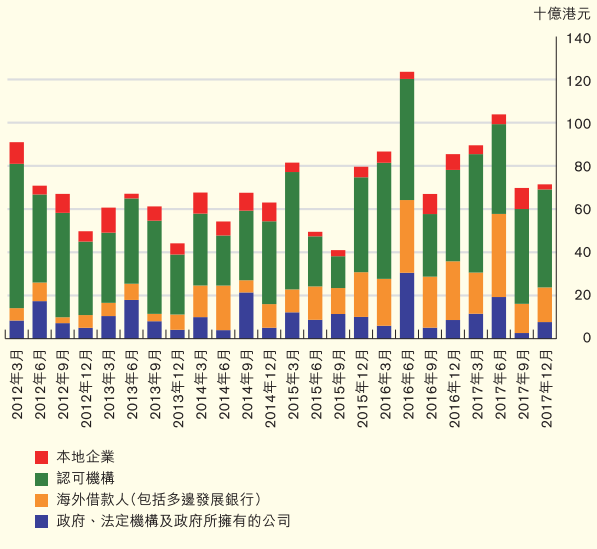
港元債券市場於2017年持續溫和增長，但增速較前年緩慢。一級市場活動有所放緩，主要反映下半年非外匯基金票據及債券發行量下降。這可能是由於在美聯儲持續推進貨幣政策正常化的背景下，港元債券收益率跟隨美國國庫債券收益率的上升走勢所致（圖4.23及4.24）。港元債券吸引力下降，亦導致近期債券基金淨流入速度放緩（圖4.25）。

圖4.23
港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收益率



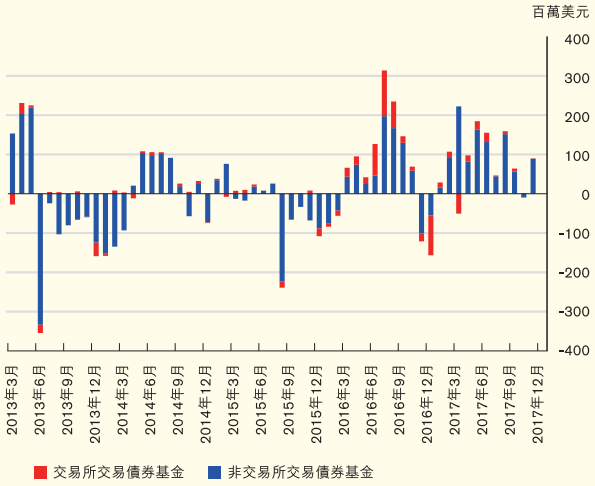
資料來源：金管局、美銀美林及彭博。

圖4.24
新發行的非外匯基金票據及債券港元債券



資料來源：金管局。

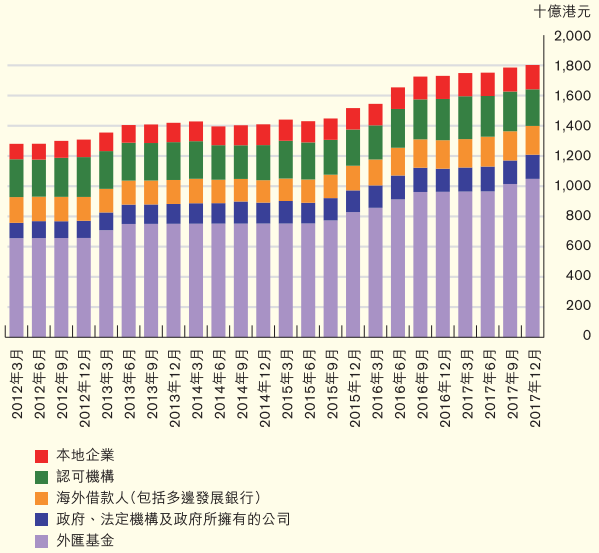
圖4.25
香港的交易所買賣及非交易所交易買賣債券基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

2017年港元債券發行總額為33,353億港元，較前年上升9.3%，主要由於外匯基金發行量強勁。其中，公營機構發行的新債按年增長11.0%，超過海外借款人（包括多邊發展銀行）的17.9%減幅，而本地私營機構的發行額幾乎沒有變化。截至2017年年底，港元債券未償還金額較前年上升4.1%至18,022億港元（圖4.26），相當於港元M3的25.7%或銀行業以港元計價的資產的21.5%。非外匯基金票據及債券的港元債券未償還金額三年來首次同比下降，主要反映認可機構的未償還債務減少11.2%。

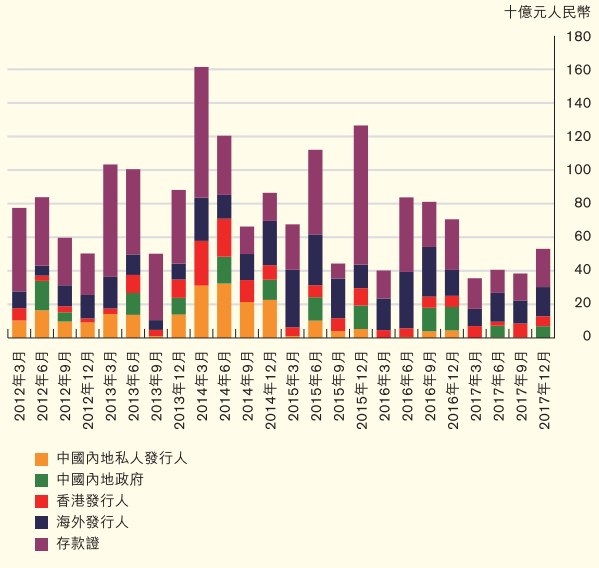
圖4.26
未償還的港元債務



資料來源：金管局。

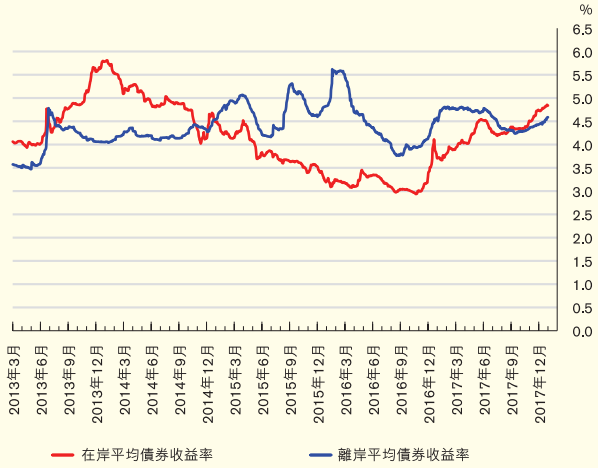
香港離岸人民幣債券市場於2017年進一步收縮，發行總額大幅下跌39.2%至1,675億元人民幣(圖4.27)。內地及海外金融機構的非存款證債務證券發行額減少41.4%至562億元人民幣，超過香港公司發行債券的2.9%漲幅。儘管伴隨著在岸與離岸收益率差距逆轉，離岸市場的平均融資成本相對較低，第四季度發行額有所回升，但整體情況依然不變(圖4.28)。

圖4.27
新發行的離岸人民幣債務證券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

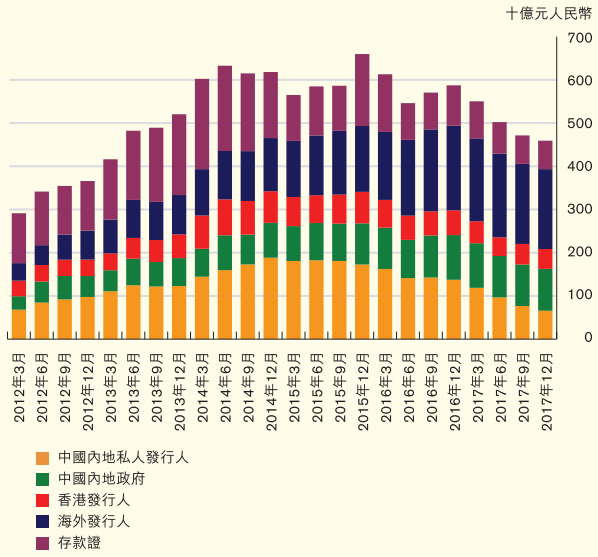
圖4.28
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



資料來源：彭博、恒生指數有限公司及中央國債登記結算有限責任公司。

由於一級市場活動低迷，香港的未償還離岸人民幣債務證券持續下降，按年下降8.1%至2017年底4,592億元人民幣(圖4.29)。

圖4.29
香港的未償還離岸人民幣債務證券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

與此同時，債券通計劃於去年7月推出，首階段暫時先開通北向通交易。該計劃吸引了越來越多國際投資者透過香港市場參與中國內地債券市場。截至2017年12月31日，共有247名境外投資者註冊參與該計

劃。展望未來，金管局與香港及內地的有關機構將致力改善北向通業務及研究擴展至南向通。

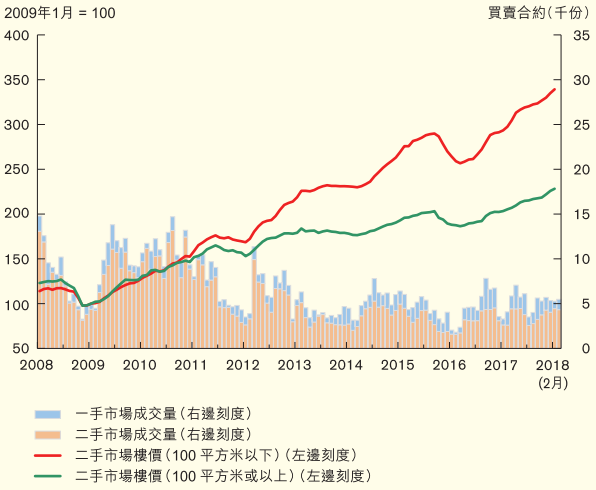
對內地發行人而言，相對較高的境內融資成本可能會在可預見的未來促進境外債券發行。然而，發行人於離岸市場融資的誘因仍然易受到其他多項因素的影響，例如人民幣匯率、內地經濟以及政策方向（特別是目前的去槓桿進程）的前景。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場成交在2017年中經歷短暫放緩後回升。隨着經濟狀況及市場情緒改善，住宅每月平均成交量於2017年最後一季已逐漸回復至接近5月份第八輪審慎監管措施實施前的水平。其中二手市場的每月平均成交量由7至8月份的2,670宗（圖4.30）上升至第4季的約4,020宗，略低於第2季4,220宗的水平。儘管一手市場成交量於8月份曾出現過反彈，但於接近2017年底時則回軟。

圖4.30
住宅物業價格及成交量

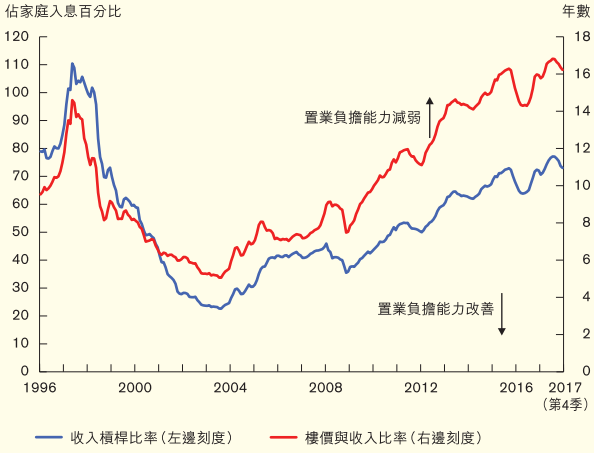


資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

樓價升勢經過5個月的放緩後，自第4季起有所加快（圖4.30），而升勢亦一直延續至2018年首兩個月。2017年全年計，樓價上升14.8%。中小型單位價格（實用面積小於100平方米）的上升速度依然較大型單位（實用面積100平方米或以上）為快。

隨着樓價上升，置業負擔能力進一步趨緊。樓價與收入比率由2016年第4季15.9上升至2017年第4季16.4，高於1997年的高峰值14.6。收入槓桿比率亦升至74.1%，遠高於約50%的長期平均值（圖4.31）。[50] 由於2017年第4季住宅租金收益率仍保持在2.0至2.7%的低位，衡量樓宇使用者相對成本的買租價差仍然高企，達到169.4%（圖4.32）。[51]

圖4.31
置業負擔能力指標

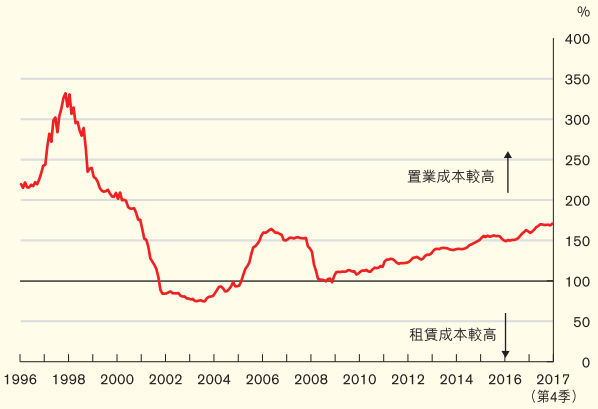


資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

[50] 樓價與收入比率指一般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。另外，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。收入槓桿比率與借款人的實際供款與入息比率不同，金管局的審慎監管措施對後者設有上限。

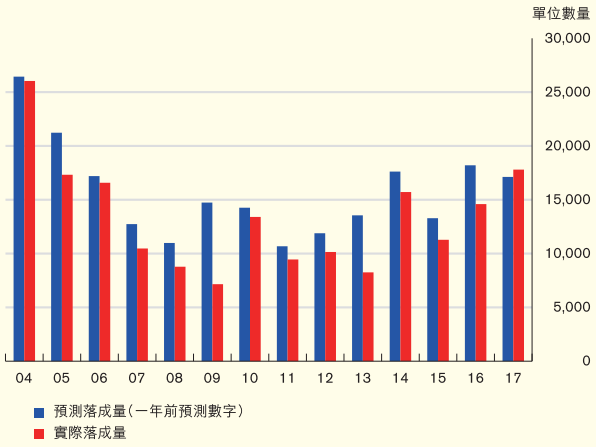
[51] 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

圖4.32
買租價差



註：該指標按一個50平方米單位的平均置業成本與相應租賃成本的比率計算。
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。

圖4.33
預測及實際私人住宅落成量



資料來源：運輸及房屋局及差餉物業估價署。

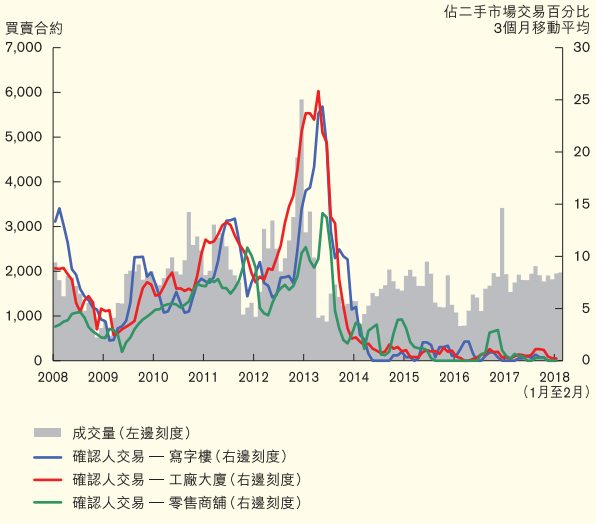
自2009年底以來，為加強銀行在按揭貸款方面的風險管理，金管局先後實施八輪宏觀審慎監管措施，以提升銀行業抵禦樓市衝擊的能力。新批出按揭的平均按揭成數從實施措施前的64%降至2017年12月的49%，而供款與入息比率亦降至34.7%，反映了措施的成效。

住宅物業市場前景仍不明朗。短期而言，當前香港經濟環境良好、市場預期房屋短缺的狀況仍然持續、按揭息率仍然低企，加上可從其他融資渠道獲取置業所需資金(包括由地產發展商提供的按揭貸款及父母的財務支持)，均可能會繼續支持住宅物業的需求，但市場情緒或會受到近期環球金融市場的波動所影響。長遠而言，樓市仍繼續面臨一些阻力。特別是隨着美國貨幣政策正常化進程持續，本地按揭利率最終會趨升。倘若因環球金融市場的波動性加劇，大量資金從香港外流，本地利率的上升速度則有可能加快。此外，在政府竭力增加土地及房屋供應的情況下，房屋供求缺口或會逐步收窄，長遠有望緩解樓價上漲的壓力。事實上，2017年私人住宅物業的實際落成量按年上升22%至17,800個單位(圖4.33)，略高於一年前的官方預測17,100個，反映了政府的增加供應措施及地產商提高建屋量以應付市場對住宅的強勁需求。

非住宅物業市場

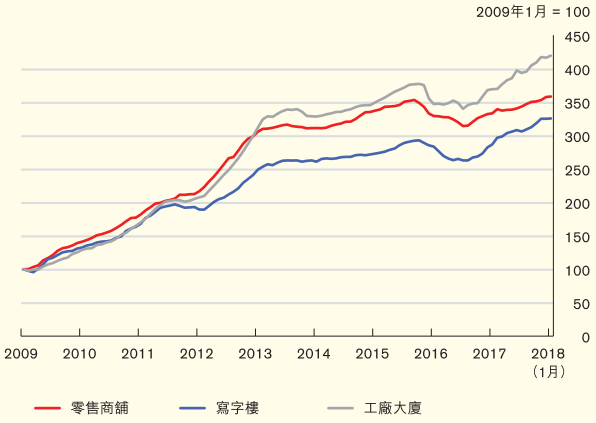
非住宅物業市場於2017年下半年表現持續活躍，每月平均成交量輕微上升至1,910宗，而反映投機活動的確認人交易則仍然淡靜(圖4.34)。繼一幢位於中環的寫字樓創下最高成交價紀錄後，市場更加看好黃金地段的寫字樓的前景。因此，寫字樓價格於2017年下半年快速攀升5.5%(圖4.35)。工廠大廈價格上升4.8%，而零售商舖價格的上漲速度加快。非住宅物業的租金升幅落後於相關物業的價格，當中以零售商舖最為明顯。故此，非住宅物業的整體租金收益率輕微下跌至2.4至2.9%的水平。

圖4.34
非住宅物業的成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖 4.35
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

短期展望而言，鑑於零售銷售及訪港旅遊業的前景有所改善，優質地段零售商舖的吸引力或會上升。隨着內地及外資企業的擴張，寫字樓的需求將會保持強勁。同時，施政報告中提及工廈轉型的新措施，或有助提升工廠大廈的投資價值。然而，本地利率上升的風險，環球金融市場的波動性加劇，以及全球貨幣狀況及資金流動所衍生的不明朗因素，都有可能會抑制市場對非住宅物業的投資需求。

5. 銀行業的表現

主要受惠於淨利息收入增長，零售銀行的盈利於2017年下半年較2016年同期有所改善。資本及流動資金狀況維持穩健。信貸增長於2017年上半年經歷強勁增長後，於下半年有所放緩，而資產質素按歷史標準衡量仍屬穩健。儘管港元銀行同業拆息顯著上升，但由於零售存款利率低企，零售銀行的港元資金成本仍處於低位。然而，銀行應警惕美國貨幣政策正常化下利率波幅上升及資金可能外流的風險，以及地緣政治風險。由於企業槓桿水平持續上升，個人債務負擔亦處於高位，銀行應對利率升幅超過預期可能對資產質素產生的影響進行評估。為提升銀行對系統性風險的抵禦能力，自2019年1月1日起，香港的逆週期緩衝資本比率將提高至2.5%。

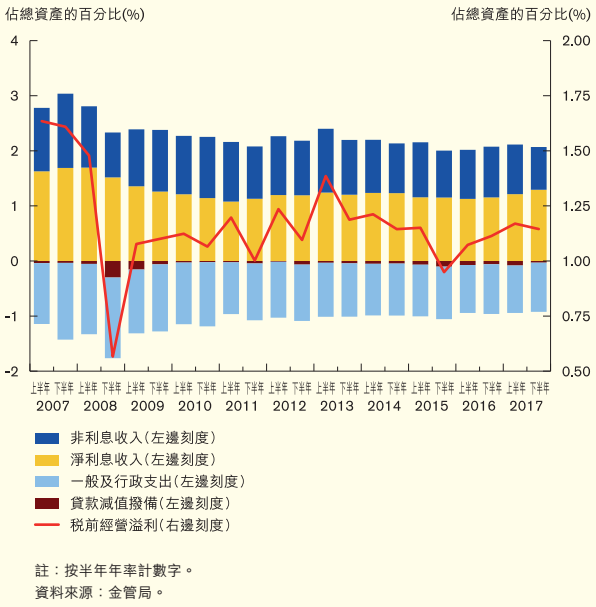
5.1 盈利及資本額

盈利

2017年下半年，零售銀行整體税前經營溢利[52]較上年同期增長13.6%。這主要受惠於淨利息收入大幅增加及貸款減值撥備有所減少，並足以抵銷非利息收入的減少。然而，由於資產增長快於盈利的增長，2017年下半年，零售銀行的資產回報率由上半年的1.17%微降至1.15%。儘管如此，2017年下半年的資產回報率仍高於2016年同期的1.11%（圖5.1）。

以2017年全年計，零售銀行的整體税前經營溢利增長15.8%，而資產回報率則由2016年的1.09%上升至1.16%。

圖5.1
零售銀行盈利

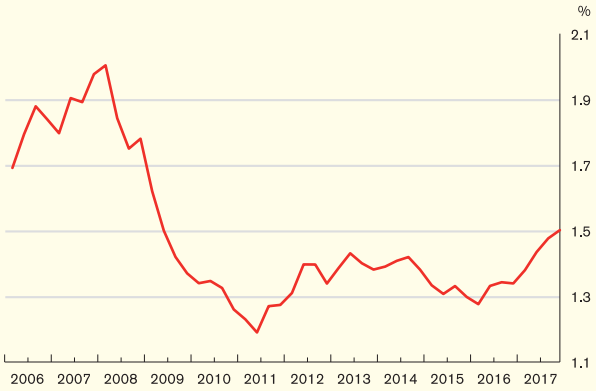


註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

零售銀行的淨息差於2017年第4季由2016年同期的1.34%進一步擴闊至1.5%（圖5.2）。觀察證據顯示，淨息差的改善與香港銀團貸款市場港元企業貸款平均息差上升的情況一致（圖5.3）。

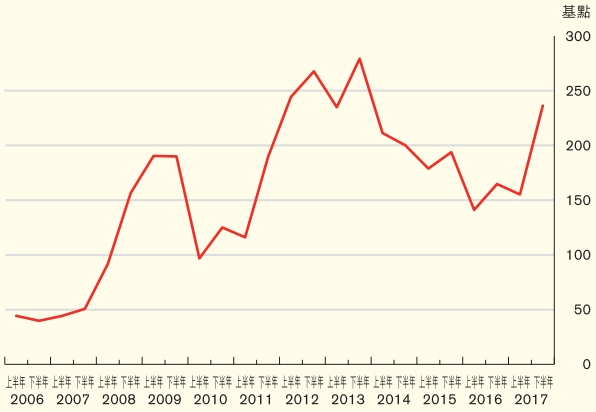
52 除非另有説明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

圖5.2
零售銀行的淨息差



註：按季年率計數字。
資料來源：金管局。

圖5.3
港元銀團貸款的平均息差

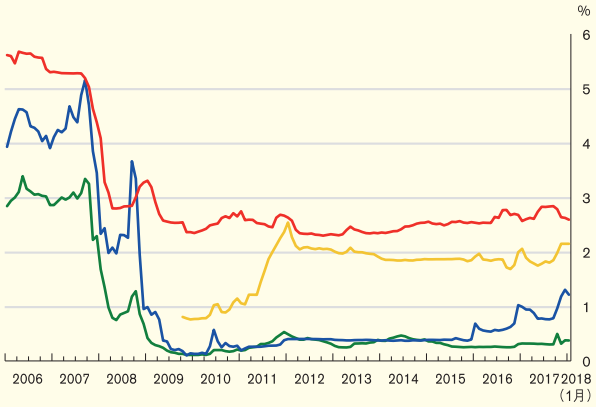


註： 此息差指在香港進行，且以香港銀行同業拆息為基準的港元銀團貸款利率與香港銀行同業拆息的息差，再按貸款金額以加權平均計算。
資料來源：金管局職員根據LoanConnector數據作出的估計數字。

自2017年9月以來，香港銀行同業拆息全面上升，主要是由於首次公開招股相關的及銀行於接近年底時的流動資金需求，以及受美國加息的預期所驅動。其中，3個月香港銀行同業拆息於2017年12月底錄得自金融危機後的高位1.31%，較6月底上升53個基點，但按歷史標準衡量仍屬較低水平（圖5.4的藍線）。踏入2018年，由於銀行的年底流動資金需求有所紓緩，香港銀行同業拆息似乎有所穩定。

儘管香港銀行同業拆息近期有所上升，但零售銀行的港元資金成本仍然保持平穩。這主要是由於回顧期內零售存款利率低企。在此情況下，反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率於2017年下半年的大部分時間內維持在0.3%左右的低位，直到最近才輕微上升至12月底的0.38%的水平。（圖5.4的綠線）。[53]

圖5.4
利率

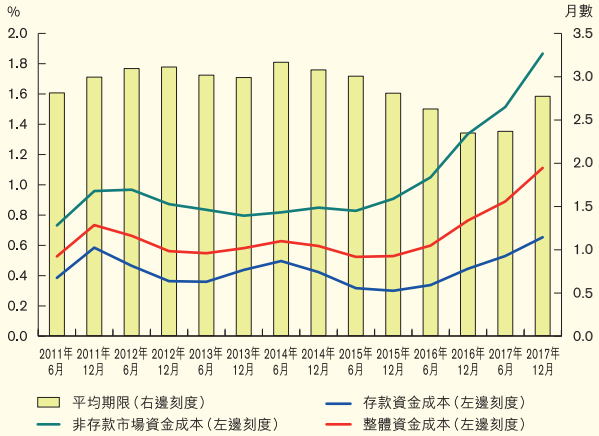


註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

香港持牌銀行的整體港元及美元資金成本亦出現相似的情況。2017年下半年，銀行的非存款市場平均港元及美元資金成本上升35個基點，而平均存款資金成本則輕微上升12個基點。整體而言，持牌銀行的平均整體港元及美元資金成本上升22個基點（圖5.5的紅線）。

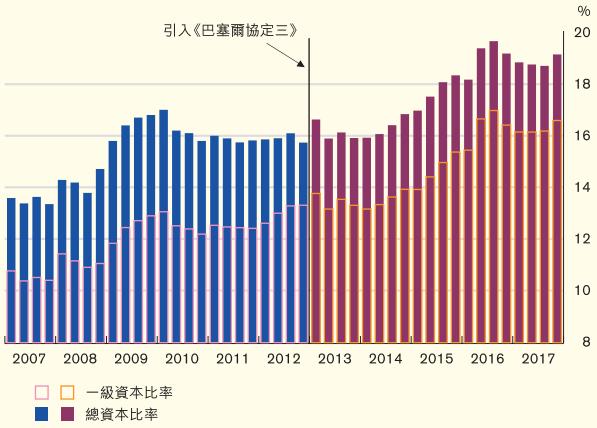
53 綜合利率於10月底急升是由於橫跨該月底的首次公開招股活動令短期存款的加權資金成本上升。於11月底，綜合利率已恢復至先前的水平。

圖 5.5
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 5.6
本地註冊認可機構資本額



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。

香港銀行同業拆息的上升幅度超過香港銀行業整體資金成本，這或有助改善銀行以香港銀行同業拆息為基準的資產的息差。但這改善的情況可能因按揭市場的激烈競爭而被部分抵銷。特別是，市場資料顯示部分銀行已降低其按揭利率與基準利率的差價或推出定息按揭條款以吸引新客戶。鑑於預期今年美國將進一步加息，銀行可能很快會面臨更大的資金成本上升壓力。鑑於貸款市場競爭激烈，若增加的資金成本未能完全轉嫁予客戶，這有可能會對銀行的淨息差造成壓力。

資本額

本地註冊認可機構的綜合資本充足比率仍遠高於國際最低標準，表明香港銀行業資本保持雄厚。2017年12月底，總資本比率由6月底的18.7%增加至19.1%（圖5.6），而一級資本比率[54]亦上升至16.6%，其中15.4%為普通股權一級資本。[55]

金管局最近公佈了一份諮詢文件，就《金融機構（處置機制）條例》下制訂適用於認可機構吸收虧損能力規定的規則展開諮詢。雖然提升認可機構的吸收虧損能力有助減低金融危機發生的可能性，從而讓社會得益，但同時亦難免會產生成本。專題5對吸收虧損能力規定對香港的潛在影響進行成本效益評估。我們的評估表明，實施吸收虧損能力規定將會為香港經濟帶來淨效益。

5.2 流動性及利率風險

流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」[56]要求衡量，銀行業的流動性狀況在回顧期內保持穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率由2017年第2季的144.2%上升至第4季的155.1%（圖5.7），遠高於適用於2017年的80%法定最低要求。儘管第2類機構的平均流動性維持比率則由2017年第2季的49.7%

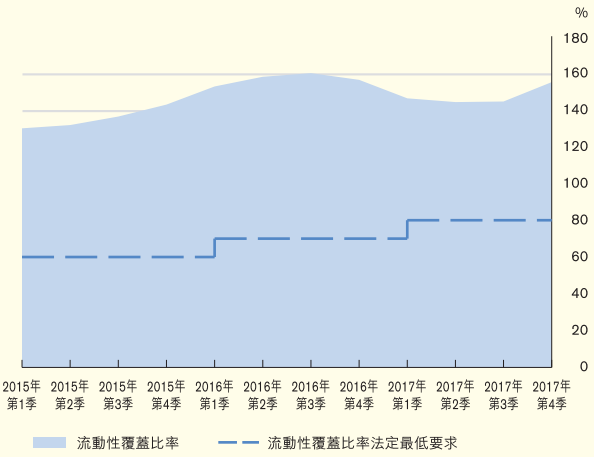
54 一級資本與風險加權資產總額的比率。

55 普通股權一級資本由認可機構的核心資本組成，其中包括普通股份及保留溢利。有關的詳細定義見《銀行業（資本）規則》，而該規則可在電子版香港法例網站查閱。

56 自2015年1月1日起分階段實施《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，被指定為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率。詳情可參閱金管局的《監管政策手冊》單元LM-1「流動性風險監管制度」。

輕微下降至第4季的49.4%，但仍遠高於25%的法定最低要求。認可機構流動性充裕，顯示香港銀行業能夠承受資金可能從香港外流所導致的流動性衝擊。

圖5.7
流動性覆蓋比率

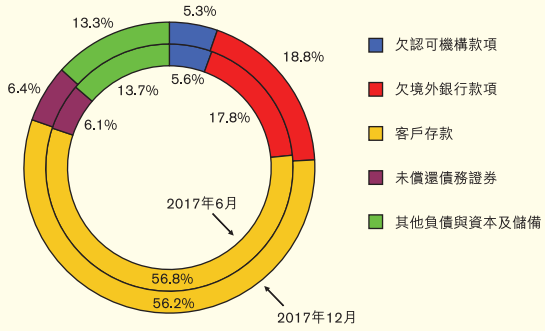


註：
1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。
資料來源：金管局。

穩定資金淨額比率作為《巴塞爾協定三》流動性標準的其中一項，已於2018年1月1日在香港實施。該規定旨在透過要求銀行為其業務活動預留足夠穩定資金來源作融資，從而減低銀行的中長期資金風險。具體而言，第1類機構必須在任何時候維持不低於100%的穩定資金淨額比率。[57]

客戶存款仍是認可機構的主要資金來源，反映銀行體系維持穩定的資金結構。在2017年12月底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例與6個月前相比大致相同，維持於56.2%（圖5.8）。

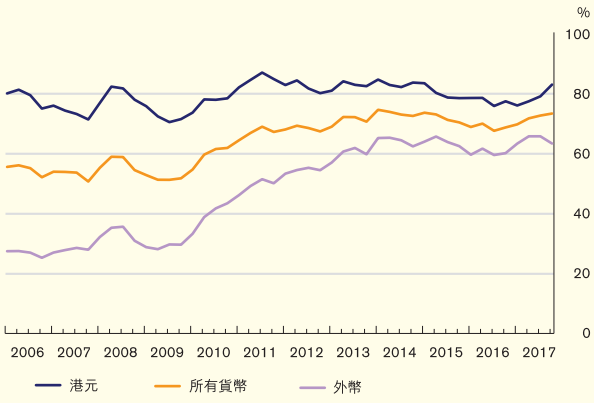
圖5.8
所有認可機構的負債結構



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2017年6月底的77.1%上升至12月底的82.7%（圖5.9），反映回顧期內港元貸款及墊款的增速快於存款。與此同時，由於外幣存款的增速快於貸款，外幣貸存比率由2017年6月底的65.5%下跌至12月底的63.1%。整體而言，以所有貨幣計算的貸存比率由6個月前的71.4%上升至73.0%。銀行應評估貸存比率上升對其流動性管理的影響。

圖5.9
所有認可機構的平均貸存比率



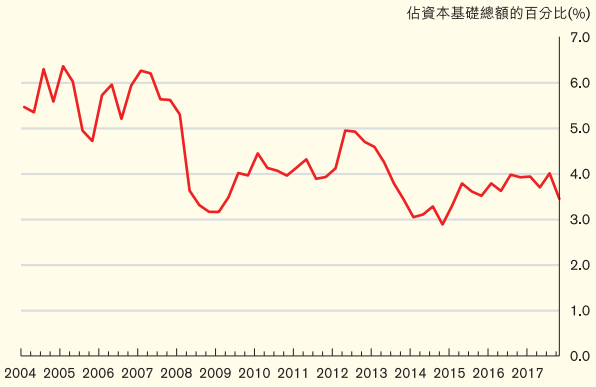
資料來源：金管局。

57 在香港，第1類機構須遵循穩定資金淨額比率；而指定為第2A類機構的第2類機構須遵循有關在本港適用的核心資金比率規定。根據《銀行業（流動性）規則》，第1類機構須時刻維持不少於100%的穩定資金淨額比率。第2A類機構在2018年度的每個公曆月，均須維持平均不少於50%的核心資金比率；於2019年1月1日，最低核心資金比率將調高至75%。詳情請參閱《銀行業（流動性）規則》（香港法例第155Q章）。

利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔仍保持於低位。我們估計假設在利率全面上升200個基點的衝擊下，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，會相當於其於2017年12月底資本基礎總額的3.45%（圖5.10）。[58] 儘管如此，鑑於預期美聯儲將繼續加息以及展開資產負債表正常化，銀行應評估此情況對其利率風險管理的影響。

圖5.10
利率衝擊對本地註冊持牌銀行的影響



註：
1. 利率衝擊指200個基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險承擔的衝擊。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳[59]的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。

資料來源：金管局。

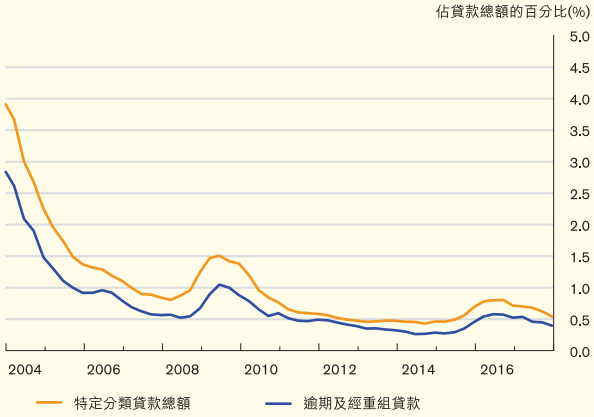
5.3 信貸風險

概覽

2017年下半年，在溫和但仍屬良好的經濟環境之下，所有認可機構的貸款及墊款總額增速由上半年錄得的10.2%強勁增長減慢至5.3%。在經歷兩年的增長放緩後，2017年全年貸款總額穩健增長16.1%。

銀行貸款組合的資產質素於2017年下半年維持穩健並持續改善。於2017年12月底，所有認可機構的總特定分類貸款比率和逾期及經重組貸款比率分別下降至0.67%及0.52%，而於6月底則分別為0.84%及0.61%。就零售銀行而言，總特定分類貸款比率與逾期及經重組貸款比率亦分別下降至0.54%及0.4%（圖5.11）。然而，鑑於近年來香港境外使用的貸款增長迅速，銀行的資產質素可能對外部環境更為敏感，因此銀行應密切監察其信貸風險。

圖5.11
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. 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行主要境外附屬公司。

資料來源：金管局。

由於銀行對近期信貸增長的預期變得更為樂觀，信貸增長強勁的情況預料仍會持續。金管局2017年12月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，預期未來3個月貸款需求將會增長的受訪認可機構的比例為29%，而餘下71%的受訪認可機構則預期貸款需求將維持不變（表5.A）。

表5.A
預計未來3個月貸款需求

佔受訪機構總數的百分比(%)	2017年3月	2017年6月	2017年9月	2017年12月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	5	5	24	29
保持平穩	81	86	71	71
略為下降	14	10	5	0
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

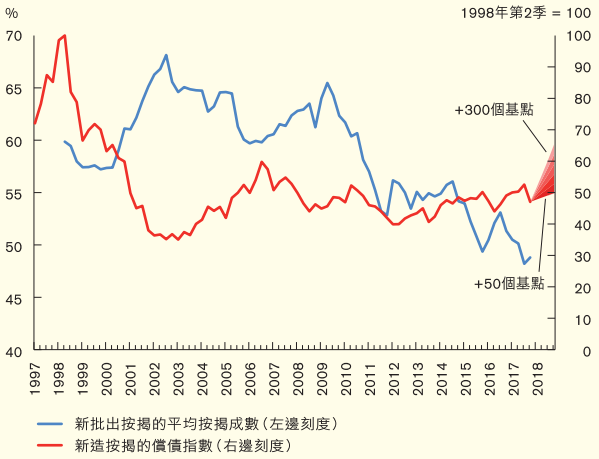
58 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減輕。

59 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則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

個人貸款[60]

回顧期內個人貸款的信貸風險處於低位。銀行的按揭貸款組合保持穩健，拖欠比率於2017年12月底維持在0.03%的低位。新批按揭的平均按揭成數由2017年第2季的50.1%進一步跌至第4季的48.8%（圖5.12）。此按揭成數遠低於金管局實施第一輪逆週期宏觀審慎監管措施前（即2009年9月）所錄得的64%。

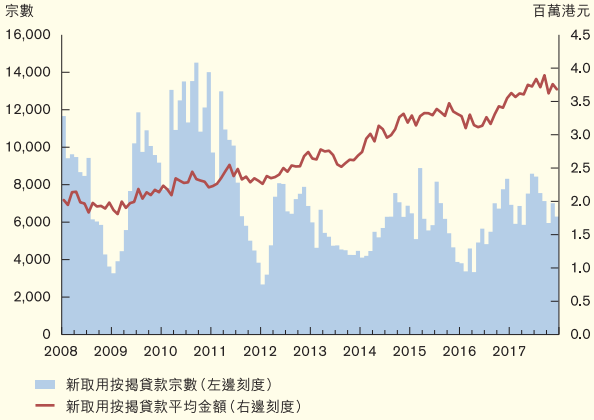
圖5.12
新造按揭貸款的平均按揭成數及個人債務負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的平均按揭利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

新造按揭的償債指數[61]由2017年第2季的50.2上升至第3季的52.5，但隨後於第4季則下跌至47.0（圖5.12的紅線）。該指數近期回落主要由於2017年第4季新造按揭貸款的平均金額有所下降（圖5.13）。然而，隨著香港銀行同業拆息上升，新批貸款的平均按揭利率於下半年面臨更大的上行壓力，美國持續加息，或令本地利率被推升，個人債務負擔將可能會受到壓力。具體而言，一項敏感度測試顯示，若利率上升300個基點[62]而其他條件不變，該指數可能會在4個季度內顯著上升至65.3。因此，若利率急升，個人負擔能力將會面臨重大壓力。銀行應警惕個人債務負擔上升所帶來的風險。

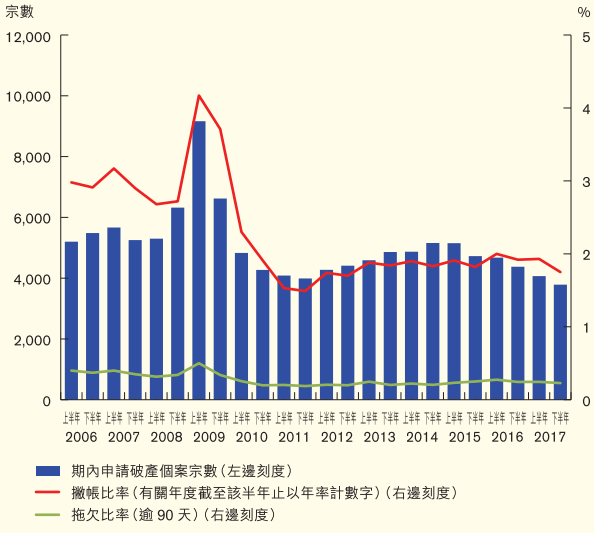
圖5.13
受訪認可機構的新造按揭貸款



資料來源：金管局住宅按揭統計調查。

無抵押個人貸款的信貸風險於2017年下半年維持可控。於2017年12月底，按年率計的信用卡撇帳比率與拖欠比率分別下降至1.75%以及0.23%（圖5.14）。破產申請個案的數目亦持續下跌。

圖5.14
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案



資料來源：破產管理署及金管局。

60 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，但不包括撥作其他商業用途的貸款。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12月底，個人貸款佔本地貸款的比例為28.7%。

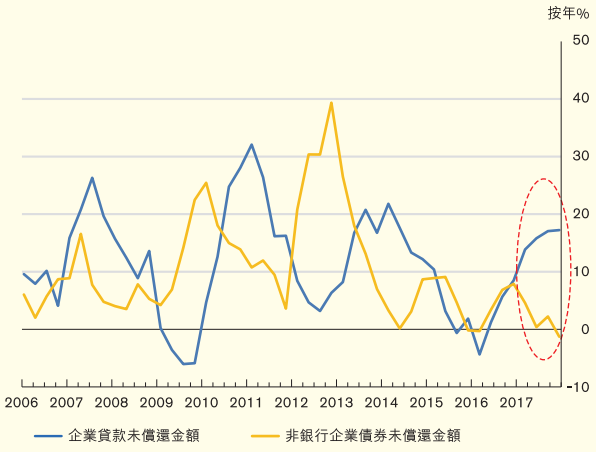
61 償債指數上升顯示個人收入下降、利率上升或住戶取用的平均按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警個人貸款的資產質素轉差。

62 利率上升300個基點的假設，與要求認可機構對物業按揭貸款申請人的償債能力進行壓力測試時，上調3個百分點按揭利率的審慎監管措施相符。

公司貸款[63]

以半年計，公司貸款的增長由2017年上半年錄得的11.3%強勁增幅後減慢至下半年的5.3%。[64] 就2017年全年而言，公司貸款的增長由2016年的8.5%加速至17.2%。然而，在公司貸款加速增長的同時，香港的非銀行企業債券市場增長放緩（圖5.15）。這意味著香港公司信貸總額的增長速度可能未如預期中迅速。

圖5.15
香港企業貸款與非銀行企業債券未償還金額的增長



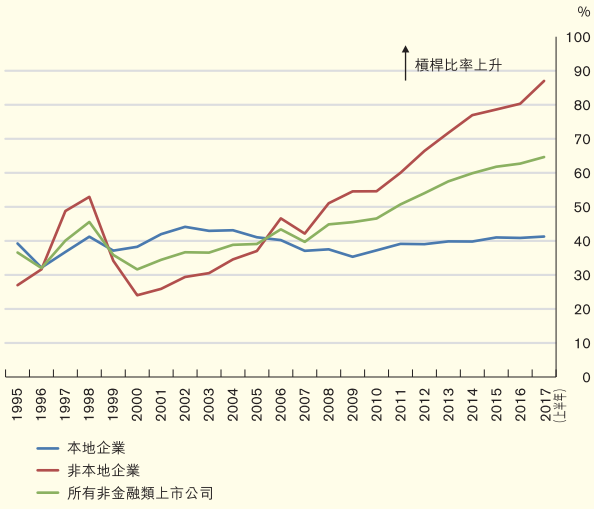
註：
1. 如發行企業的母公司有為發行企業提供信貸支持或擔保，我們遵循Dealogic的定義，將該交易的所屬國家定為母公司的註冊國。至於沒有提供支持或擔保的交易，則以發行企業的註冊國為準。
2. 未償還金額基於有關債務證券發行的數據作出估計，並假設所有債務證券將於其原定到期日到期。

資料來源：金管局及職員根據Dealogic數據估計得出的數字。

儘管如此，在美國正在推行利率正常化的背景下，公司貸款的顯著增長引發了市場關注企業的槓桿水平以及其對銀行公司貸款相關的信貸風險。根據香港非金融類上市公司的會計數據，以加權平均負債與股東權益比率計算的企業槓桿比率，於2017年上半年進一步上升（即圖5.16的綠線），而這升勢主要是由非本地企業（即紅線）所推動。相比之下，本地企業的槓桿比率仍大致穩定於較低水平，表示其信貸風險在很大程度上維持可控。

此外，非本地企業的利息覆蓋率有所下降，顯示其債務負擔能力於期內有所惡化（圖5.17）。鑑於非本地企業的槓桿比率和債務負擔水平較高，意味著這些企業將較容易受到利率衝擊所影響。因此，銀行應評估因美聯儲縮減資產負債表及美國稅改而導致美國加息速度超過預期將如何影響與非本地企業貸款相關的信貸風險。

圖5.16
香港非金融類上市公司的槓桿比率



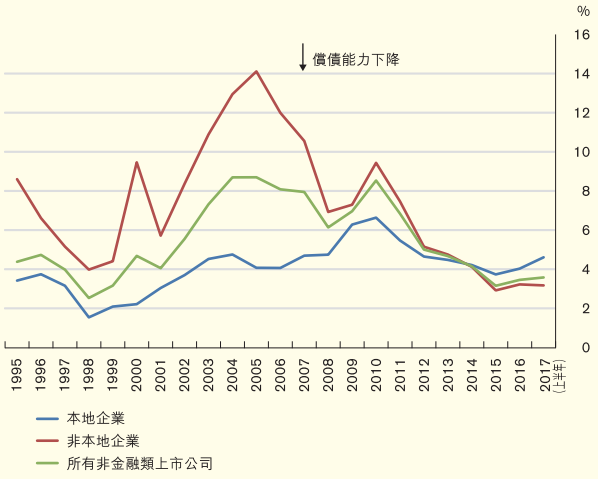
註：
1. 加權平均數。
2. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率，數值越高表示槓桿越高。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地企業分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2018年2月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

63 不包括銀行同業貸款。於12月底，公司貸款佔本地貸款的比例為71.2%。

64 公司貸款包括除提供予專業人士及其他個人的貸款以外的本地貸款。

圖 5.17
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率



註：
1. 加權平均數。
2. 利息覆蓋率按息稅前利潤除以利息支出總額計算。數值下降則表示債務負擔能力轉差。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地企業分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2018年2月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

銀行業的中國內地相關貸款總額由2017年6月底的39,920億港元（佔總資產的16.6%）增長4.9%至12月底的41,880億港元（佔總資產的16.7%）（表5.B）。

其他非銀行類客戶風險承擔亦增長1%至13,110億港元（表5.C）。

表 5.B
中國內地相關貸款

十億港元	2017年3月	2017年6月	2017年9月	2017年12月
中國內地相關貸款	3,808	3,992	4,073	4,188
中國內地相關貸款（不包括貿易融資）	3,509	3,695	3,755	3,878
貿易融資	299	297	318	310
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,686	1,777	1,785	1,853
本地註冊認可機構*	1,548	1,613	1,663	1,691
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	574	603	625	644
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,545	1,660	1,672	1,711
中國內地民營企業	921	972	972	1,017
非中國內地企業	1,342	1,361	1,429	1,460

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入帳的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

表 5.C
其他非銀行類客戶風險承擔

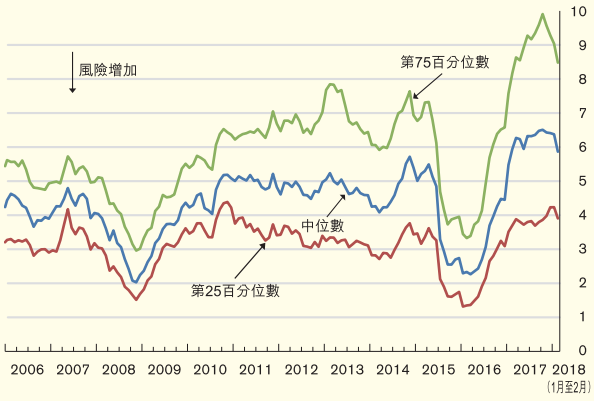
十億港元	2017年3月	2017年6月	2017年9月	2017年12月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	764	815	871	920
資產負債表外的風險承擔	483	483	503	411
總計	**1,248**	**1,298**	**1,374**	**1,311**

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

雖然銀行的中國內地相關貸款不斷上升，但相關的信貸風險仍維持在可控水平，原因是76%的中國內地相關貸款（截至2017年12月底的數字）是借予國有企業及非中國內地的跨國公司，而其餘借予內地民營企業的貸款中大部分均有抵押品或保證作為擔保。

此外，內地經濟表現強勁，令內地近期的市場情緒表現樂觀。一項根據市場資訊計算的違約風險指標－違約距離指數[65]於回顧期內維持在較低風險水平，表明內地企業的違約風險較低（圖5.18）。所有認可機構[66]的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率由2017年6月底的0.88%微跌至12月底的0.67%。

圖 5.18
內地企業的違約距離指數



註： 違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。

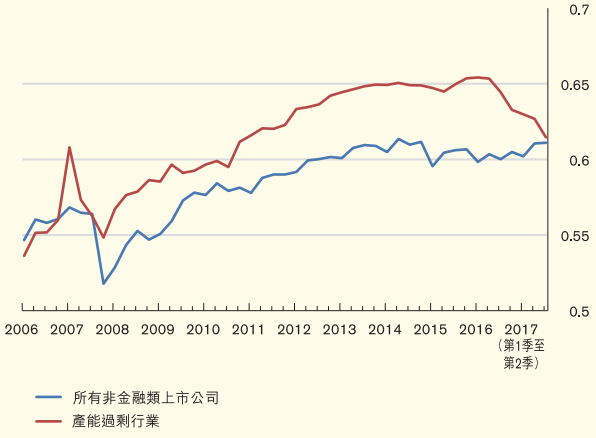
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

65 違約距離是根據市場資訊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、股市波幅及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，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。

66 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

然而，儘管2016年年中以來產能過剩行業實施去槓桿措施，但中國內地的整體企業槓桿水平持續上升（即圖5.19藍線）。[67] 鑑於內地企業的整體槓桿比率呈現上升趨勢，銀行應繼續對其中國內地相關貸款維持審慎的信貸風險管理。

圖5.19
內地企業的槓桿比率



註：
1. 槓桿比率的定義為總負債與總資產之比率。
2. 此比率乃根據上海證交所及深圳證交所的所有非金融類上市公司計算得出。
3. 產能過剩行業包括玻璃、水泥、鋼鐵、太陽能光伏、鋁、造船及煤化工。
4. 所有數字以截至2018年2月底止的資料計算。

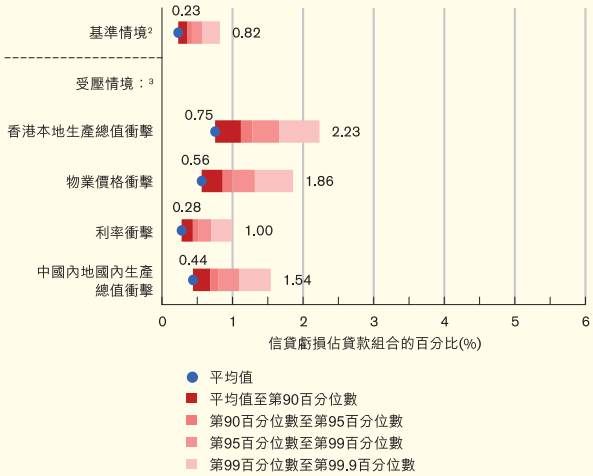
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

信貸風險宏觀壓力測試[68]

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5.20使用截至2017年第4季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊[69]下，零售銀行於2019年第4季的模擬信貸虧損比率。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的信貸虧損比率（置信水平為99.9%）介乎1%（利率衝擊）至2.23%（香港本地生產總值衝擊）之間，幅度雖然顯著，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%的估算貸款虧損。

圖5.20
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值[1]



註：
1. 有關評估將2017年第4季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境下的信貸虧損分佈。
2. 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情境：
   香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2018年第1季至2018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2018年第1季至2018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2018年第1季）上升300基點，於第2及3個季度保持不變，於第4個季度（即2018年第4季）則再上升300基點。
   中國內地國內生產總值衝擊：年度實質國內生產總值按年增長率於1年內放緩至4%。

資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 系統性風險

回顧期內，在全球經濟同步增長及樂觀的股市情緒的因素下，外圍環境顯得較為有利。然而，主要先進經濟體的政策不確定性可能會影響全球經濟前景，進而影響香港銀行業的系統性風險。

在美國方面，雖然稅改措施有望刺激美國經濟，但鑑於美國經濟現已達致其潛在水平，稅改措施可能會增加通脹壓力。倘若稅改措施導致通脹急劇上升，美國利率正常化的步伐則有可能會加速，這可能會為香港銀行業帶來挑戰。若美國加息速度超出預期，可能會導致企業及個人融資成本上升，從而影響其償債能

67 產能過剩行業包括玻璃、水泥、鋼鐵、太陽能光伏、鋁、造船及煤化工。

68 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。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，該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。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

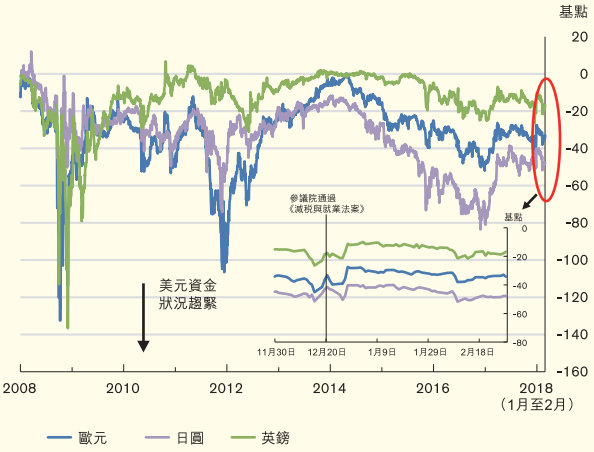
69 除中國內地國內生產總值衝擊外，有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

力。鑑於非本地企業槓桿水平不斷上升，且個人債務負擔仍處於高水平，上述情況可能會對銀行的信貸風險管理構成壓力。

儘管近期市場擔憂美國通脹，聯邦基金期貨市場所反映的預期利率走勢目前仍較美聯儲的預測平緩（圖2.4）。若美國的加息速度確實超出預期，有可能會令市場快速重新調整利率預期。這可能加劇資金大量從香港流出的風險，而本港利率亦可能會因此而過度上升。

除了對美國利率的影響外，一旦美國企業因美國稅改推行而開始匯回目前留在海外的企業利潤，全球的美元流動性可能會因此受到影響。再加上美國正在推行貨幣政策正常化，這些因素的疊加可能會導致離岸市場美元流動性減少。然而，於回顧期內，主要貨幣與美元之間的交叉貨幣基準掉期基本保持穩定，這表明美元流動性至今並未受到美國稅改措施所影響（圖5.21）。[70]

圖5.21
主要貨幣對美元的1年期交叉貨幣基準掉期息差



資料來源：彭博。

而在大西洋彼岸，與英國脫歐談判有關的不確定性仍然是應密切監察的地緣政治風險之一。鑑於英國銀行體系在傳輸國際銀行資金流方面擔當極為重要的角色，且香港與英國兩地銀行業聯繫緊密，倘若英國脫歐談判導致英國與歐元區經濟體之間的跨境銀行資金流突然轉變，由此引致的溢出效應風險可能會對本港銀行業造成重大的後續影響。

儘管如此，於回顧期內，銀行同業資金狀況並無明顯惡化的跡象。3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率[71]的息差（一個常用於反映短期美元融資市場中系統流動性風險的指標）於2018年2月底擴闊至約40個基點，但以歷史標準衡量則仍屬低水平（圖5.22）。

圖5.22
3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差

資料來源：彭博。

70 舉例而言，在歐元／美元交叉貨幣基準掉期中，一方借入美元（同時向交易對手借出歐元）於合約期內將支付美元倫敦銀行同業拆息，並收取歐元倫敦銀行同業拆息加息差（圖5.21所示）。當合約屆滿時，雙方交換本金。負息差是指美元借方所收取交易對手支付的歐元利率低於歐元倫敦銀行同業拆息。因此，若息差為負數，則反映美元資金狀況較緊絀，這可反映交易所涉及的兩種貨幣供求、貨幣政策及對手方風險等方面的差異。

71 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部份與每日隔夜利率指數掛鈎。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差額進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動性風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動性風險溢價應該很小。因此，倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動性風險。

香港的逆週期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際商議協定出的《巴塞爾協定三》標準的一部分，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。香港現正按《巴塞爾協定三》的實施時間表逐步實施CCyB。金融管理專員於2018年1月10日公佈，由2019年1月1日起，香港適用的CCyB比率將由現時的1.875%上調至2.5%。[72] 根據分階段實施安排，《巴塞爾協定三》框架下最高的CCyB比率將由2018年1月1日開始生效的佔銀行風險加權資產總額的1.875%，上調至2019年1月1日的2.5%。[73]

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標（表5.D），包括「緩衝資本參考指引」（根據信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距[74]為CCyB比率提供指引的衡量標準）。根據截至最新公佈日期為止的資料，信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距分別為19.3%及8.3%。這兩個差距皆維持在高位，而以2.4%的緩衝資本參考指引作簡單配對，會顯示CCyB比率為2.25%，比不推行《巴塞爾協定三》分階段實施機制的情況下的現行CCyB比率低25個基點。[75]

然而，緩衝資本參考指引僅為CCyB決策提供了指引，且CCyB比率的釐定並非一種機械性操作。除緩衝資本參考指引之外，金融管理專員亦已考慮一系列其他參考指標。[76] 金融管理專員認為，這些指標提供的資訊表明，在現階段採用2.5%的CCyB比率較為適當。

表5.D
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2017年1月27日	2017年第2季	2018年1月10日
經發佈CCyB比率	1.875%		2.5%
生效日期	01/01/2018		01/01/2019
緩衝資本參考指引	2.4%	2.5%	2.4%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	2.0%	2.5%	2.0%
綜合CCyB指引	2.4%	2.5%	2.4%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	11.5%	13.4%	19.3%
物業價格／租金差距	8.2%	10.0%	8.3%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率與無風險利率指標的息差（百分點）	0.75%	0.47%*	0.06%
特定分類貸款比率季度變動（百分點）	0.01%	-0.02%	-0.06%

註：

1. 各項CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發佈日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據（有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1）。如果有CCyB發佈，發佈日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發佈，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。
2. *金管局已檢討適當的無風險利率指標（先前定為「3個月隔夜指數掉期利率」），並決定將銀行同業風險息差的定義修訂為3個月香港銀行同業拆息與3個月外匯基金票據收益率的息差，此修訂自2017年4月起生效。

資料來源：金管局。

表5.E載列銀行體系的主要表現指標。

72 有關決定的更多詳情，見2018年1月10日發出的「金融管理專員公佈香港適用的逆週期緩衝資本」載於金管局網站的新聞稿。

73 在《巴塞爾協定三》分階段實施安排下，2016年1月1日開始實施的CCyB比率的上限為0.625%，其後每年加0.625個百分點，直至2019年1月1日達到2.5%為止。

74 信貸與本地生產總值差距即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，而物業價格與租金差距即住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

75 根據金管局《監管政策手冊》單元CA-B-1第3.2.5節，CCyB比率會以25基點的倍數表示（不作四捨五入）。因此，緩衝資本參考指引會發放以25基點的倍數將現有CCyB調高或調低的訊息。

76 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

表 5.E
銀行體系的主要表現指標[1] (%)

	12/2016	09/2017	12/2017
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2] (季度平均數)	0.43	0.45	0.84
3個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	0.71	0.76	1.04
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)	4.57	4.55	4.16
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)	4.29	4.24	3.96
綜合利率[4]	0.31	0.30	0.38
		所有認可機構	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	0.9	1.0	2.0
港元	1.3	2.3	-0.1
外幣	0.4	-0.4	4.3
貸款總額	2.5	2.3	2.9
本地貸款[6]	2.5	2.7	2.8
在香港境外使用的貸款[7]	2.7	1.4	3.2
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	2.1	0.9	3.3
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	-0.6	4.5	3.0
資產質素			
佔貸款總額百分比[8]			
合格貸款	97.32	97.79	97.98
需要關注貸款	1.82	1.41	1.35
特定分類貸款[9] (總額)	0.85	0.79	0.67
特定分類貸款 (淨額)[10]	0.51	0.42	0.35
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.67	0.61	0.52
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率 (總額)[11]	0.80	0.84	0.67
流動性比率 (季度平均數、綜合)			
流動性覆蓋比率 — 適用於第1類機構	156.3	144.5	155.1
流動性維持比率 — 適用於第2類機構	51.0	50.2	49.4
		零售銀行	
盈利			
貸款減值撥備佔平均總資產的比率 (有關年度截至該月止以年率計數字)	0.07	0.06	0.06
淨息差 (有關年度截至該月止以年率計數字)	1.32	1.43	1.45
成本與收入比率 (有關年度截至該月止數字)	43.2	41.2	41.9
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.03	0.02	0.03
信用卡貸款			
拖欠比率	0.24	0.23	0.22
撇帳率 — 按季年率計	1.89	1.95	1.64
— 有關年度截至該月止以年率計	1.92	1.91	1.75
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率 (綜合)			
普通股權一級資本比率	15.5	15.1	15.4
一級資本比率	16.4	16.1	16.6
總資本比率	19.2	18.7	19.1

註：

1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 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。
5. 季度變動。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
8. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
11. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

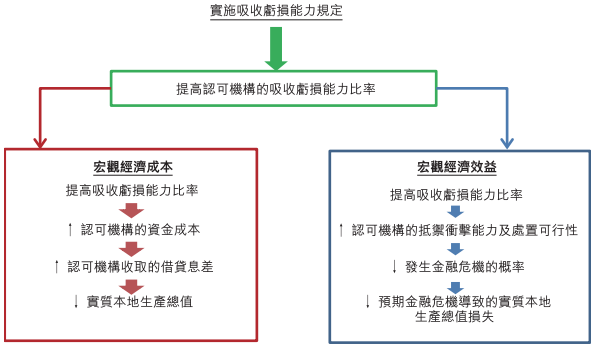
專題5
關於香港認可機構的吸收虧損能力規定的成本效益評估

引言

金管局最近公佈了一份諮詢文件，載列就適用於認可機構的吸收虧損能力規定的一套建議規則，擬作為《金融機構（處置機制）條例》的附屬法例。[77] 正如諮詢文件及早前的《金融管理局季報》闡述，規定認可機構具備足夠的吸收虧損能力資源（包括監管資本及某些其他符合特定資格準則的負債）是達致有序處置的主要先決條件，因為吸收虧損能力可在認可機構倒閉時用於吸收其虧損，或可用於對該認可機構或其受讓方進行資本重整。[78]

雖然提高認可機構的吸收虧損能力可提升其抵禦衝擊的能力及處置可行性，從而有望帶來一定的經濟效益，但亦難免會產生額外的成本。特別是，若認可機構被要求發行更多吸收虧損能力資金工具時，其資金成本可能會增加，而這增加的資金成本或會轉嫁至客戶。這或導致金融服務成本上升，令投資及生產總值受壓。在此背景下，本專題進行成本效益評估，以研究若本地註冊認可機構吸收虧損能力與風險加權資產的比率（吸收虧損能力比率）上升，是否會對香港經濟產生淨效益。本分析大致上按照其他研究（特別是英倫銀行及美國聯邦儲備局進行的研究）所採納的方法進行。[79] 圖B5.1概述評估架構。

圖B5.1
成本效益評估的架構



提高本地註冊認可機構吸收虧損能力比率的宏觀經濟成本

我們的分析首先專注於較高吸收虧損能力比率所造成的宏觀經濟成本。為估算較高吸收虧損能力比率對認可機構資金成本的影響，我們作出以下假設。首先，假設提高吸收虧損能力比率所需資金中，三分之二為股本，其餘三分之一為非資本且符合吸收虧損能力的債務（吸收虧損能力債務），而這些新的吸收虧損能力資金則取代目前在認可機構的資產負債表中成本最高昂的非吸收虧損能力資金。而如果額外吸收虧損能力資金是使用股本取代非吸收虧損能力資金而來，我們亦會計及放棄稅盾所產生的機會成本。根據本地註冊認可機構提交予金管局的數據，估計若吸收虧損能力比率每上升一個百分點，則認可機構的加權平均融資成本會相應增加1.81個基點。[80] 其次，假設認可機構會將因此而來的額外融資成本透過擴大借貸息差而完全轉嫁至其客戶。[81]

77 參閱金管局於2018年1月17日刊發的「有關訂明適用於認可機構吸收虧損能力規定的規則諮詢文件」。

78 參閱2017年9月《金融管理局季報》「就適用於香港認可機構的吸收虧損能力規定訂立規則」。

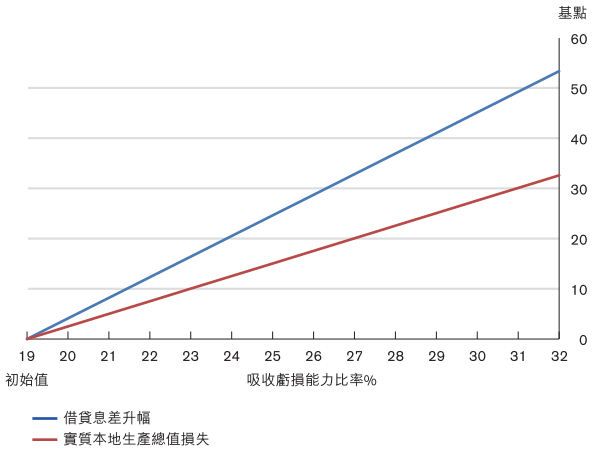
79 Brooke, M.等人，(2015)，「Measuring the macroeconomic costs and benefits of higher UK bank capital requirements」，英倫銀行金融穩定論文第35號。Firestone, S.等人，(2017)，「An empirical assessment of the costs and benefits of bank capital in the US」，美國聯邦儲備委員會，金融及經濟討論系列2017-034。

80 目前在認可機構的資產負債表中的股本、吸收虧損能力債務及接下來成本最高昂的非吸收虧損能力資金的年度成本分別假定為9%、4%及1.7%。

81 事實上，認可機構不可能完全轉嫁所有增加的成本。在認可機構未能轉嫁全部成本的前提下（例如因競爭因素或效率改善所致），宏觀經濟成本估計會更小。因此，估計的借貸息差升幅應視為估計上限。

我們應用誤差修正模型解釋借貸息差擴大對香港的實質本地生產總值的影響。[82] 圖B5.2以本地註冊認可機構於2017年9月底的整體綜合總資本比率(即18.7%)作為初始吸收虧損能力比率，展示了因吸收虧損能力比率上升而導致的估計借貸息差增幅以及相關的估計實質生產損失。具體而言，我們的估算結果表明，若吸收虧損能力比率每上升一個百分點，則借貸息差會上升4.11個基點，從而導致實質本地生產總值下降2.51個基點。

圖B5.2
吸收虧損能力比率上升對借貸息差及香港的實質本地生產總值的估計影響



註：以本地註冊認可機構於2017年9月底的整體總資本比率作為認可機構的初始吸收虧損能力比率。
資料來源：金管局職員估計數字。

提高本地註冊認可機構的吸收虧損能力比率的宏觀經濟效益

我們假設提高吸收虧損能力比率的宏觀經濟效益主要來自減低發生金融危機的概率。因此，此效益是以(i)發生金融危機的概率的減幅及(ii)金融危機的影響相乘作出估計。

就(i)發生金融危機的概率的減幅而言，我們運用經濟合作與發展組織(OECD)及東亞及太平洋地區中央銀行會議(EMEAP)成員經濟體(包括香港)的數據，以計量經濟模型估計金融危機發生的概率。我們假設該概率取決於吸收虧損能力比率及其他因素，包括信貸與本地生產總值差距、實質本地生產總值增長、實質匯率增長、芝加哥期權交易所波幅指數以及貸存比率。[83] 我們發現金融危機發生的概率與吸收虧損能力比率的水平之間的關係呈負相關，與我們的預期相符。基於估算結果，我們可得出在不同吸收虧損能力比率水平下，估計的金融危機發生概率詳表。我們按照Firestone等人(2017)的方法，將模型所計算的金融危機發生概率下調30%，以計及在香港有效處置機制的潛在影響。[84]

就(ii)金融危機的影響而言，我們應用Romer及Romer (2017)的模型[85]，並利用了OECD及EMEAP成員經濟體的數據，預測在金融危機發生後對實質本地生產總值的短至中期不利影響。[86] 就長期影響而言，我們假設三個不同情況，即(1)永久性生產損失；(2) 持續但一直遞減的生產損失，而遞減率為5%；及(3)暫時性生產損失，會於金融危機出現10年後完全消失，類似香港在亞洲金融危機後的情況。圖B5.3說明在三個情況下的生產損失。為計算按淨現值反映的金融危機的損失，我們使用10年期外匯基金債券的平均實質收益率，為預測的實質本地生產總值損失貼現。

82 我們對黃德存等人(2010)，「評估新監管改革對香港的長遠經濟影響」，《金管局研究札記》，編號05/2010中的誤差修正模型以1998年至2017年的數據作出更新。

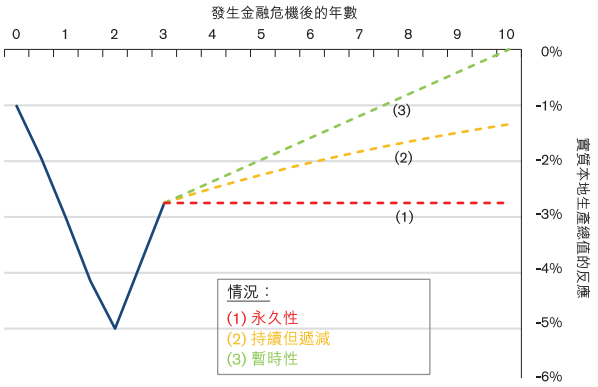
83 由於香港極少發生金融危機，且金融危機的影響通常較其他經濟體溫和，因此僅使用香港的經驗未必足夠。為提升估計金融危機發生的概率及嚴重性的可靠度，我們在估算時加入考慮在OECD及EMEAP成員經濟體發生的金融危機情境。

84 此調整有一定理由支持，因為有效的處置機制將提升市場紀律(即若認可機構的股東及其他投資者預期會進行內部財務重整而非獲得挽救，便會比較不願意容許認可機構承擔過度風險)。但有一點需要留意，因較高吸收虧損能力規定對提升處置機制的公信力大有幫助，在較高吸收虧損能力規定的成本分析中，對金融危機發生概率作出調整的做法存在某程度的循環論證成分。然而，此舉會導致較高吸收虧損能力比率的淨效益被低估而非被高估，符合成本效益估算所採取的保守取向。

85 Romer, C. D.及D. H. Romer (2017)，「New evidence on the aftermath of financial crisis in advanced countries」，《American Economic Review》，第107(10)卷，第3072至3118頁。

86 參照Firestone等人(2017)的方法作出類似調整，金融危機影響維持的時間由5年縮短至3年，以反映認可機構重組資本在有效的處置機制下得以迅速進行。有關調整同樣會引致較高吸收虧損能力比率的淨效益被低估而非被高估，符合成本效益估算所採取的保守取向。

圖 B5.3
三個不同情況下的估計金融危機影響



註：

1. 藍色線表示金融危機的中短期影響，該影響乃基於Romer 及 Romer (2017)的實證模型估計，並已按照Firestone等人(2017)採納的方法作出調整。
2. 就長期影響而言，本分析考慮了三個不同情況，包括(1)永久性生產損失(紅色線)；(2)持續但一直遞減的生產損失，而遞減率為5%(橙色線)；及(3)暫時性生產損失，會於金融危機出現10年後完全消失，類似香港在亞洲金融危機後的情況(綠色線)。

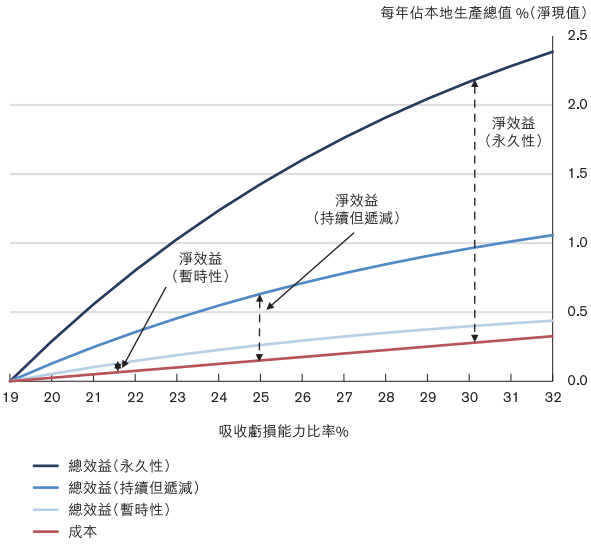
資料來源：金管局職員估計數字。

我們以模型計算經調整的金融危機發生概率的減幅乘以就每個情況中金融危機的損失的淨現值，計算三個情況各自因較高吸收虧損能力比率帶來的宏觀經濟效益。

吸收虧損能力比率規定對香港的淨經濟影響

圖B5.4說明三個情況各自的成本效益評估結果。每個情況的淨效益是藍色線(效益)及紅色線(成本)的差別。在所有三個情況下，較高吸收虧損能力比率的淨效益值都維持正數，但其估計淨效益大小取決於金融危機對生產的不利影響是否持久。舉例而言，在暫時性生產損失情況下，若吸收虧損能力比率提高至30%以上，邊際淨效益將會隨之減少。

圖 B5.4
在三個情況下較高吸收虧損能力比率的淨經濟效益



註：

1. 以本地註冊認可機構於2017年9月底的整體總資本比率作為認可機構的初始吸收虧損能力比率。
2. 有關危機導致生產損失的三個情況詳情，參閱圖B5.3的腳註2。

資料來源：金管局職員估計數字。

然而，有一點需要留意，鑑於難以將其實證量化，本成本效益評估並未羅列將較高吸收虧損能力比率的影響傳遞至經濟的所有潛在渠道。[87] 因此，本評估僅就較高吸收虧損能力比率所引致的潛在淨影響進行大致評估。儘管如此，本評估顯示在所考慮的全部三個情況中，較高吸收虧損能力比率均能帶來正淨經濟效益，正好為香港認可機構引入吸收虧損能力規定提供支持性的證據。

87 Brooke等人(2015)列出多個其他的潛在渠道，包括處置的連鎖反應、非金融危機下市況低迷的影響以及對全要素生產率增長的影響等。

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、有限制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。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。

兑換保證

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兑換為外幣，或將外幣兑換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兑7.80 港元的聯繫匯率作出強方及弱方兑換保證。根據強方兑換保證，金管局承諾會於7.75 匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兑換保證，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的兑換範圍內，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。

兑換範圍

由弱方及強方兑換保證匯率為上下限的美元兑港元的匯率範圍，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，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。

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。

©2018 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）