



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

2013年9月

本報告分析2013年2月底至2013年8月底期間的統計資料。



# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

2013年9月

## 目錄

<b>1. 概論</b>	<b>4</b>
<b>2. 全球環境及展望</b>	<b>8</b>
<b>外圍環境</b>	<b>8</b>
2.1 實體經濟活動	8
2.2 環球金融狀況	10
<b>中國內地</b>	<b>13</b>
2.3 產出增長及通脹	13
2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行體系風險	14
<b>3. 本港經濟</b>	<b>21</b>
3.1 整體需求	21
3.2 本地需求	26
3.3 對外貿易	27
3.4 勞工市場狀況	28
3.5 消費物價	29
<b>4. 貨幣及金融狀況</b>	<b>31</b>
<b>匯率、利率及貨幣動向</b>	<b>31</b>
4.1 匯率及利率	31
4.2 貨幣及信貸	33
4.3 資金流	38
<b>資產市場</b>	<b>42</b>
4.4 股市	42
4.5 債務市場	44
4.6 物業市場	50
<b>5. 銀行業的表現</b>	<b>54</b>
5.1 盈利及資本額	54
5.2 流動資金與資金來源	56
5.3 利率風險	57
5.4 信貸風險	58
5.5 銀行體系的系統性風險	63
專題 1 中國內地的信貸資金分配及企業槓桿	17
專題 2 1994/95年利率上升週期的經驗及其對香港的影響	23
專題 3 近期香港債券市場快速增長的推動因素	47
專題 4 對全球金融危機後香港銀團貸款息差上升的解釋	65
專題 5 評估場外衍生工具改革對宏觀經濟的影響	69
詞彙	

# 1. 概論

由於市場預期美國聯儲局會削減資產購買規模，導致美元債券收益率曲線急速上移，亞洲區內出現資金外流壓力。不過港元匯率仍維持穩定，在強方兌換保證匯率7.75附近徘徊。

物業市場降溫，但仍存在失衡風險。此外，香港銀行的內地風險承擔持續增加，由於內地經濟明顯放緩及企業槓桿比率上升，已備受更嚴格的監管審查。銀行尤其應該做好準備，以應對信貸、利率及流動性風險可能變得非常不利的情況。

## 外圍環境

在市場人士重新評估美國貨幣政策會否正常化的影響下，過去6個月全球金融市場劇烈波動。在美國聯儲局主席伯南克表示將逐漸減少並最終結束無限量資產購買計劃的初期，市場出現大規模拋售及美元大幅升值。其後在聯儲局澄清「結束資產購買計劃並不一定意味著即將加息」下，全球股市收復大部份失地，主要先進經濟體系的經濟表現更優於預期。

美國第2季本地生產總值意外錄得強勁表現，紓緩市場對夏季增長因財政緊縮而會變得疲弱的擔憂。因此，聯儲局似乎將如期在2013年底前開始減少資產購買。歐洲方面，經濟收縮的情況似乎已趨穩定，但復甦前景仍難以預料。歐洲央行在7月召開的理事會會議上提出一項前瞻指引，「預期歐洲央行的主要利率在較長時期內將維持目前或更低的水平」。日本方面，經濟復甦動力加強，資產市場向好，為推行雙料寬鬆政策及安倍經濟學提供良好開端，但安倍政府能否推行備受期待的結構改革，仍有待觀察。

目前影響全球貨幣及金融穩定的最主要因素是美國聯儲局能否有序結束其資產購買計劃。若未能有序結束計劃，便可能會再次出現2013年5月底—6月時因擔憂聯儲局採取收緊措施所導致的全球長期債券收益率

急升及全球股市同步下跌的局面。聯儲局宣佈逐漸結束量化寬鬆政策，亦引發金融資產重新定價，導致新興市場經濟體系出現資金逆流。

隨著新興市場出現資產拋售，東亞地區在5月底及8月底明顯出現資金外流跡象。這是由於市場擔憂聯儲局逐漸減少購買資產，引發區內風險資產被拋售，並對區內部分經濟體系的貨幣構成下跌壓力。這可能亦反映美國復甦相對強勁，而區內（包括中國內地）經濟增長放緩，令投資者對風險重新定價。

專題1嘗試解釋中國內地近期信貸擴張與本地生產總值增長背馳的原因。我們的分析表明，這可能反映信貸中介鏈延長，而與此同時，信貸資金可能並無分配予能夠創造更高投資及產出的企業。事實上，槓桿比率過高似乎集中在已存在產能過剩的行業中的大型企業。

## 本地經濟

本港首兩季的實質本地生產總值按季增長率分別為0.2%及0.8%，低於趨勢水平。由於先進經濟體系需求低迷，內地及區內經濟增長放緩，淨出口仍欠佳，繼續是拖累增長的主要因素。本地消費在第2季出現稍緩跡象，但仍然相對強勁。然而，整體投資支出似乎增長乏力。

儘管經濟增長減速，但勞工市場持續改善。經季節性因素調整後的3個月移動平均失業率於2013年首7個月在約3.4%的低位徘徊，而總就業人數由1月的371萬人增至7月的375萬人。勞工市場緊絀，似乎與過去幾個季度經濟略低於產能的狀況有所不符。

2013年首4個月本地通脹壓力仍然高企，但自5月以來略有緩和。按3個月以年率計，基本通脹率在4月達到5.3%，其後逐漸降至7月的3.1%。按季動力減弱，主要因非貿易品及租金所致，而貿易品的通脹壓力則在4月份至6月份間上升，到7月份稍為回落。展望未來，隨著住宅租金升勢趨緩，按季通脹動力可能會輕微減弱。然而，未來通脹上升及下跌的機會同時存在。在上升因素方面，中東地緣政治危機或會推高油價。在下跌因素方面，美國聯儲局計劃逐漸減少資產購買，可能會抑制資產價格及本地經濟活動，從而緩解本地通脹壓力。

今年餘下時間，預料本港經濟增長仍將低於趨勢水平。雖然先進經濟體系（尤其是美國）復甦步伐加快，將有助帶動外部需求增長。但另一方面，鑑於聯儲局將逐漸減少資產購買規模，會導致資產市場表現轉差，令財富效應減弱，加上實質收入增長放緩，預料本地私人消費增長將因此趨緩。私營機構分析員已將本港2013年的增長預測調低至平均2.9%，而政府的增長預測介乎2.5-3.5%，金管局內部編製的綜合領先經濟指標預示未來經濟增長溫和。專題2回顧1994年美國債券市場暴跌的經過，並討論美國利率急升對本港的潛在影響。

### 貨幣狀況及資金流動

儘管上半年全球及本地金融環境大幅波動，但港元外匯市場仍然有序運作，匯率維持接近7.75的水平。貨幣市場方面，隔夜及3個月港元銀行同業拆息分別微跌至0.09%及0.38%。另一方面，零售銀行的加權存款利率於5月及6月上升，主要因流動性需求增

加，因此整體融資成本溫和上升。與此同時，由於市場擔憂聯儲局將逐漸減少購買資產並最終會加息，外匯基金票據及債券收益率曲線與美國國庫券收益率曲線均變得陡峭。

非銀行私人部門的港元資產需求有所減少，這與去年最後一季港元資產需求及資金流入壓力強勁的情形不同，當時金管局向銀行體系注入逾1,000億港元。然而，整體而言，上半年非銀行私人部門的資金流出壓力並非特別大。港元匯率仍保持接近強方兌換保證匯率的水平，認可機構的即期淨外匯頭寸並無顯著減少。與此同時，銀行的港元需求增加，部份抵銷上述資金流出壓力。

由於資金流出壓力不大，港元貨幣總額相對保持穩定。港元廣義貨幣供應量（港元M3）輕微上升，其中銀行客戶的存款及非銀行機構持有的可轉讓存款證按年率計則分別微跌0.4%及0.5%。

銀行資產方面，2013年上半年總貸款額增長加快，按年率計增長率為19.0%，其中本地使用貸款增長20.5%，反映貿易融資飆升。外地使用貸款亦穩步增長15.4%，與2012年的增幅大致相同。港元貸款按年率計溫和增長9.4%，而外幣貸款由於貿易融資激增而顯著增長。因此，港元及外幣的貸存比率分別上升至近期高位83.7%及60.4%。不過，近期信貸增長有放緩跡象，流動性也有所放鬆。最新的金管局信貸狀況展望調查也顯示，短期內信貸需求將趨向緩和。

香港人民幣融資活動在2013年上半年持續穩健增長，於6月底，未償還貸款較6個月前增長39.8%（非按年率計）至1,105億元人民幣。與此同時，人民幣流動資金池亦穩步增長，人民幣存款及存款證未償還總額增長19.5%至8,607億元人民幣，其中客戶存款增長15.7%，主要因人民幣更廣泛地作為結算貨幣，以致企業賬戶存款增加。個人客戶存款也有增長，其中非居民個人客戶存款截至今年6月底達108億元人民幣，佔個人客戶存款4.8%。因此，6月底人民幣存款佔認可機構存款總額的比例上升至10.4%。

## 資產市場

在過去6個月中，股票市場受到一系列不利外圍因素衝擊，出現大幅波動。意大利大選結果懸而未決，以及塞浦路斯爆發銀行危機，在初期對全球股票市場構成壓力，本港市場亦不例外。及後，美國經濟出現轉好的跡象，刺激市場信心，但亦導致美國聯儲局更明確表示會結束非常規貨幣政策。加上中國內地的流動資金緊絀，觸發市場大幅向下調整。儘管在主席伯南克澄清聯儲局的政策意向後，市場收復部份失地，但全球（尤其是新興經濟體系）經濟前景的不明朗，預期將持續對本地股市構成壓力。

儘管外圍環境惡化，本地債務市場的規模卻進一步擴大。專題3將回顧本港債券市場近年來的發展，並討論其有關推動因素。在過去6個月，私營部門債券發行額有所減少，部份原因是有關量化寬鬆政策逐漸結束的不明朗因素，令投資者暫時離場觀望，以致對債券的興趣在6月間冷卻下來。相反，離岸人民幣債務市場持續發展，企業發行量增長尤其強勁。與此同時，投機級別債務的比例上升，這可能因近期內地流動資金狀況緊絀所致。展望未來，鑑於金融基礎設施不斷完善（例如推出人民幣香港銀行同業拆息定價），預期離岸人民幣債務市場在可預見的將來會維持穩步增長。

自今年2月份政府當局及金管局推出新一輪印花稅及審慎措施以來，住宅價格回軟，成交量也顯著減少。不過，置業負擔能力持續惡化，物業市場失衡仍嚴重。一度暢旺的非住宅市場已顯著降溫，但價格仍繼續溫和上升。租金相對堅挺，整體租金收益率保持接近2-3%的歷史低位。然而物業估值過高的風險及租金上漲對營商活動的壓力，仍是主要憂慮。展望未來，低息環境將會逆轉，且本地經濟活動增長仍然緩和，令物業市場的前景蒙上陰影。

## 銀行業表現

儘管外圍環境不明朗及內地經濟放緩，本港銀行業持續錄得卓越表現，2013年上半年零售銀行的整體稅前盈利較2012年下半年增長30.9%，上半年平均稅前資產回報率亦升至1.39%，而2012年下半年則為1.1%。淨利息收入及非利息收入均有所改善，加上營運支出控制增強，以及準備金支出淨額減少，是盈利增長的主要推動因素。淨利息收入增長部份受惠於淨息差上升（後者因銀行平均融資成本下降而升至1.41%）。

截至2013年6月止的6個月，銀行借貸增長9.5%，而之前的6個月期間僅為4.7%。信貸增長加速的主要原因是外幣貸款（尤其是貿易融資）顯著增加。由於貸款增速超過存款增速，2013年上半年銀行體系的貸存比率上升，尤其是外幣貸存比率由2012年底的54.2%顯著升至2013年6月底的60.4%。儘管如此，本地流動資金狀況仍然健康，銀行流動資金比率遠高於監管要求。

展望未來，來年銀行業面臨的本地及外圍風險將上升。本地方面，在全球金融環境不明朗狀況持續之下，預期利率波動風險會上升。具體而言，隨著美國貨幣政策最終正常化，若收益率曲線有任何變動，可能會對銀行資產負債的價值產生重大影響。此外，若利率大幅上升，或會對銀行資產質素產生不利影響。特別是在過去一年中，企業槓桿比率上升，令企業的償債能力可能受到考驗，而物業價格亦可能面臨重大壓力。若如部份市場參與者所預期，美國逐步縮減量化寬鬆的規模或會導致本港大量資金外流，則情況會更為嚴峻。專題4探討全球金融危機後銀團貸款息差上升的因素，並指出即使短期內利率接近零的環境保持不變，本地流動資金狀況仍會受外圍因素影響而出現變動，以致可能顯著影響本港的貸款定價。

外圍方面，銀行的內地相關貸款比例上升，仍是一個重大風險因素。儘管銀行借予內地相關客戶的貸款大部份有擔保或抵押，但鑑於市場對內地增長前景、企業槓桿比率及資金狀況的憂慮加劇，銀行應繼續嚴格地審慎管理內地風險。

在金融穩定委員會倡議下，衍生工具宏觀經濟評估小組對場外衍生工具改革的成本及效益展開評估。專題5載述該評估的主要結果，評估預計改革可在16個司法管轄區產生相當於當地本地生產總值0.12%的平均淨效益。就本港而言，淨效益估計約相當於本地生產總值的0.13%。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製。

## 2. 全球環境及展望

### 外圍環境

在2013年上半年，主要先進經濟體系的經濟狀況已普遍有所改善，但增長速度仍然溫和。美國貨幣政策趨向正常化，令全球金融市場波動加劇。東亞經濟體系普遍錄得溫和增長，但部份新興經濟體系的增長放緩。鑑於貨幣狀況可能收緊的不明朗因素，加上資金外流，預期未來經濟增長前景將轉差。

#### 2.1 實體經濟活動

在2013年上半年，主要先進經濟體系的整體經濟狀況已普遍有所改善，但經濟增長仍然溫和。最新實質國內生產總值數字顯示，於2013年第2季，美國及日本經濟分別增長2.5%及3.8%（圖2.1）<sup>1</sup>，而歐元區則增長1.2%。

圖 2.1  
美國、歐元區及日本：實質國內生產總值



歐元區方面，經濟在連續6個季度錄得收縮後，在第2季恢復增長。最近，歐洲委員會調低多個成員國的削減目標，將有助減低區內財政政策所面臨的壓力。

<sup>1</sup> 除另有說明外，美國、歐元區、日本及不計日本在內的亞洲區（不包括中國內地）的按季實質國內（區內）生產總值變動百分比是經季節性因素調整以年率計的數字。

與此同時，歐洲央行亦放寬了對再融資抵押品資格的要求，並就貨幣政策提供前瞻指引。儘管如此，區內經濟基本因素仍然疲弱，而資產負債表的調整仍在廣泛地進行並繼續抑制區內需求及銀行借貸。因此，歐元區經濟距離可持續復甦之路仍然相當漫長。美國方面，勞工市場持續復甦，加上前瞻性調查指標向好，意味著美國經濟將能夠克服財政整頓造成的阻力，實現穩步增長。日本方面，自推行安倍式經濟政策後，受消費及淨出口所帶動，日本經濟開始出現較強勁復甦的早期跡象。最新採購經理指數顯示，日本及美國的經濟溫和增長，而歐元區的經濟亦已恢復擴張（圖2.2）。

圖 2.2  
美國、歐元區及日本：採購經理指數



由於歐洲經濟剛剛經歷了長時間衰退，就業增長步伐仍然緩慢，整體及青年失業率在7月份分別升至12.1%及24%的紀錄高位。相比之下，美國就業人數穩步增加，失業率於8月份緩慢但穩步地降至7.3%，而日本的失業率亦於7月份降至5年來的低位3.8%（圖2.3）。產能過剩，加上近期商品價格下降，遏制了先進經濟體系的整體消費物價通脹，而核心通脹亦可能在2013年繼續保持溫和（圖2.4）。

圖 2.3  
美國、歐元區及日本：失業率

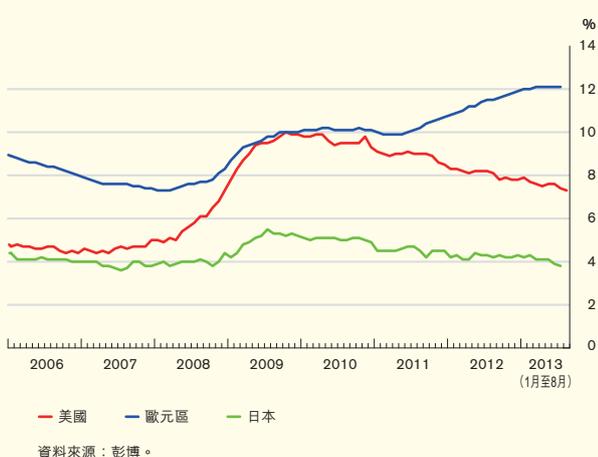


圖 2.4  
美國、歐元區及日本：整體通脹



美國貨幣政策開始步向正常化，令全球金融市場波動加劇。美國的貨幣環境正常化若早於預期出現，且無

法有序地進行，勢必引致全球金融市場極端波動。然而，即使美國聯儲局有序地但遠早於其他國家收緊貨幣政策，將仍然會推高長期利率，為經濟復甦基礎尚未穩固的日本及部份歐洲國家帶來負面影響。問題在於這些經濟體系仍然背負著沉重私營及公營部門債務時，借貸成本上升可能會阻礙剛剛開始的經濟復甦，甚至再度觸發主權債務危機。事實上，在歐洲，為使公共財政、政治及銀行更緊密整合而採取的結構性改革及政策措施仍在實施當中，尚需時日方能見效。與此同時，歐洲央行推出的「直接貨幣交易」的國債購買計劃能否有效地降低主權債券收益率，大體而言仍未得到驗證。同樣地，日本方面，安倍式經濟政策能否促進經濟持續且較快地增長，並在通脹預期升溫令日本國債收益率大幅攀升之前克服通縮，仍是未知之數。因此，借貸成本不斷上升，可能會成為日本及歐洲周邊國家在經濟及政策上面臨的重大挑戰。

2013年上半年，東亞地區經濟表現參差，但總體溫和增長（表2.A）。儘管內部需求仍是推動增長的主要動力，但區內一些經濟體系的內部需求增速已減弱。外部需求雖有所穩定，但因缺乏先進經濟體系的有力推動，仍未見實質復甦。通脹壓力仍然受到控制，7月份區內整體平均消費物價指數通脹率由6月份的2.3%升至2.6%，主要由於印尼削減燃料補貼導致通脹上升。儘管通脹有所升高，仍明顯低於2012年的3%及2011年的4%。與此同時，除印尼銀行外，區內央行普遍維持平穩的貨幣政策環境<sup>2</sup>。

表 2.A  
亞洲：實質本地生產總值增長

(按季以年率計%)	2012	2012	2012	2012	2013	2013
	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季	第2季
新興工業化經濟體系三個						
經濟體： <sup>1</sup>	<b>4.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>	<b>3.3</b>	<b>1.3</b>	<b>5.1</b>
韓國	3.3	1.2	0.2	1.1	3.4	4.5
新加坡	7.8	0.1	-4.6	3.3	1.7	15.5
台灣	5.7	0.0	3.0	7.1	-2.5	2.4
東盟四國： <sup>1</sup>	<b>17.7</b>	<b>6.9</b>	<b>6.2</b>	<b>8.5</b>	<b>1.8</b>	<b>4.0</b>
印尼 <sup>2</sup>	5.6	6.5	5.4	6.8	5.4	5.5
馬來西亞 <sup>2</sup>	7.0	5.0	4.9	9.1	-2.5	6.0
菲律賓	9.7	5.4	7.0	7.8	9.6	5.7
泰國	53.7	10.1	7.9	11.4	-6.5	-1.4
東亞： <sup>1</sup>	<b>10.9</b>	<b>3.7</b>	<b>3.2</b>	<b>5.8</b>	<b>1.6</b>	<b>4.6</b>

註：  
1. 加權平均（以按購買力平價的本地生產總值對全球的貢獻作為加權基準）。  
2. 金管局職員作出季節調整。  
資料來源：國際貨幣基金組織、CEIC及金管局職員估計數字。

<sup>2</sup> 印尼銀行自6月份已將基準利率累計調高150基點至7.25%，以應對通脹升高及近期伴隨資金外流出現的資產拋售。

對聯儲局將減少購買資產的預期，令區內資金外流壓力有所增加。目前市場對區內經濟體系的反應不一。經濟基本面較差的經濟體系貨幣較為波動，兌美元的匯率顯著下跌，而新興工業經濟體系的貨幣則相對穩定(表2.B)。5月底及8月底，部分經濟體系股票及債券市場均出現拋售現象。長期主權債券收益率整體上升，部份經濟體系的收益率升幅甚至超過美國同類債券，導致收益率差幅擴闊。區內大多數經濟體系外匯儲備快速積累的情況告終，部份經濟體系(例如印尼及泰國)外匯儲備甚至大量減少。展望未來，隨著對聯儲局將減緩資產購買的預期增強，加上區內的經濟前景轉差，資金流出壓力或會持續。

**表 2.B**  
亞洲：主要金融市場指標及外匯儲備的變動<sup>1</sup>

2013年5月22日 至 2013年9月9日	兌美元的 匯率 (%)	外匯儲備 <sup>2</sup> (十億美元)	股票 (%)	息差變化 (基點) <sup>3</sup>
<b>新興工業化經濟體系三個經濟體：</b>				
韓國	2.5	2.3	-1.0	-18.9
新加坡	-0.2	0.2	-10.6	17.9
台灣	0.2	4.2	-2.5	-45.9
<b>東盟四國：</b>				
印尼	-14.2	-14.3	-19.5	228.0
馬來西亞	-8.2	-5.5	-2.1	-19.2
菲律賓	-6.8	0.0	-18.8	-24.1
泰國	-6.9	-9.6	-15.1	7.6

註：

- 2013年5月22日，聯儲局主席伯南克在國會聯合經濟委員會上的發言暗示將逐漸減少量化寬鬆規模。
- 採用2013年4月底至8月底的月度數據計算。
- 10年期主權債券與美國國庫券之間的息差變化。

資料來源：CEIC、彭博及金管局職員估計數字。

區內短期經濟前景轉差。儘管貨幣貶值及美國內需略微改善可能會惠及出口，但主要新興市場(尤其是中國內地)經濟增長減速，或會帶來下行風險。對於展開基建項目及推行財政刺激的經濟體系，政府開支將繼續對經濟提供支持，但週期末風險及貨幣狀況所涉及的不明朗因素，並伴隨美國收益率曲線變得陡峭及資金持續外流，可能會在一定程度上抑制私人消費及投資增長。由於內部需求放緩，商品價格前景平穩，預期區內大多數經濟體系的通脹壓力會維持於較低水平。最新共識預測顯示，該區於2013年的本地生產總值增長率將為3.9%，低於2012年的4.0%，而通脹率將為2.9%，較去年的3.0%略低。

## 2.2 環球金融狀況

環球金融狀況經過一段相對穩定的時期後，再次出現劇烈波動。雖然全球股市起初走勢強勁，但因近期市場擔憂聯儲局結束量化寬鬆政策，導致股市有所回落(圖2.5)。債券市場受到的影響最為顯著，收益率急速反彈。聯儲局政策前景的不明朗，加上主要新興市場的經濟風險不斷上升，都有可能令金融市場在未來數月波動不穩。

**圖 2.5**  
全球股市表現

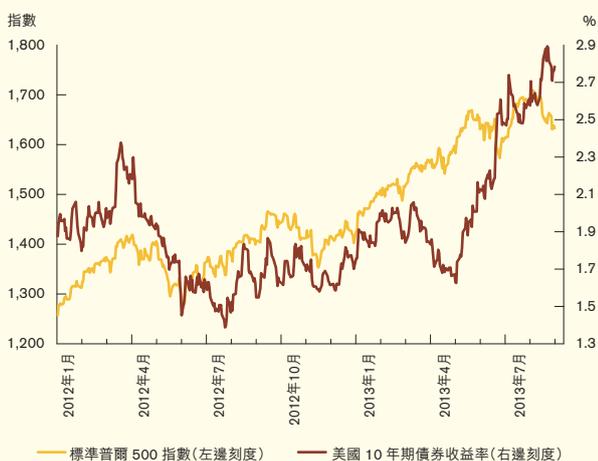


資料來源：彭博。

過去六個月，美國市場成為全球金融市場的亮點。市場對「財政懸崖」的憂慮降低以及貨幣刺激措施持續推行，有助美國經濟及資產價格持續復甦。標準普爾500指數現已收復自2008年金融危機以來的全部失地，而房屋價格(以Case-Shiller指數計)最近亦錄得七年來的最大年度增幅。此外，經濟基本因素好轉，加上投資者信心回升，亦令美元及長期國債收益率上揚。

近期市場對聯儲局政策前景的預期發生變化，亦加大美元及利率的升勢。央行於5月首次提及結束量化寬鬆政策的時間，導致市場波動加劇。尤其聯儲局主席伯南克表示聯儲局「今年稍後或會開始放慢資產購買步伐」的言論出乎投資者意料，導致股票和債券價格大幅下跌。然而，其後的解釋強調聯儲局的政策方向「視乎數據而定」，而並無「既定計劃」，對股市產生安撫作用，很快便扭轉先前的跌勢。但鑑於聯儲局結束量化寬鬆政策的時間早於預期，債券市場仍極其謹慎（圖 2.6）。

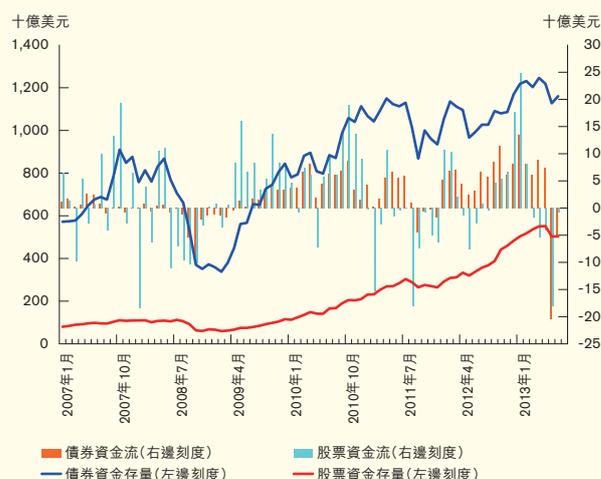
**圖 2.6**  
標準普爾500指數及美國10年期國庫債券收益率



資料來源：彭博。

聯儲局結束量化寬鬆政策，很可能會對其他國家（尤其是新興市場）產生重大影響。過去幾年聯儲局的量化寬鬆政策使大量資金流入新興市場，這些政策的結束可能會導致新興市場遭遇資金突然撤離的打擊。自 5 月底以來新興股票及債券市場出現資金流出，顯然警示新興市場需要做好準備（圖 2.7）。

**圖 2.7**  
新興市場的資金流入／流出



資料來源：EPFR Global。

除聯儲局外，日本央行亦成為金融市場的一大焦點。日本於 4 月份宣佈推出無限量資產購買計劃，印證了自去年 11 月以來股市大幅回升而日圓下跌的走勢<sup>3</sup>。然而，近期由於市場擔憂聯儲局結束量化寬鬆政策，並懷疑日本經濟政策的效力，令升勢受阻（圖 2.8）。6 月份鑑於投資者對安倍經濟學的「第三支箭」感到失望，日經 225 指數下跌逾 20%，而日圓兌美元匯率上升 9%。在此之後，股市雖已收復大部份失地，但安倍經濟學能否真正取得經濟成效以印證市場預期，仍非常不明朗。

**圖 2.8**  
日圓及日經 225 指數

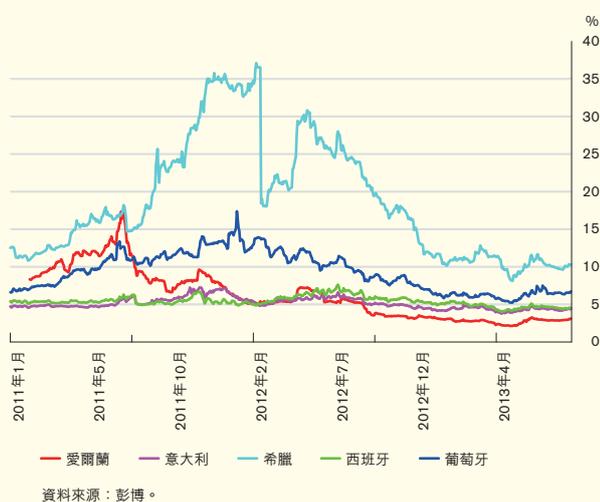


資料來源：彭博。

<sup>3</sup> 雖然自去年 11 月以來，日本股票的主要買家為外國投資者，但他們已透過沽空日圓積極對沖貨幣風險。日本央行實施復甦政策，促使日圓下跌，以致企業海外盈利以日圓計值的利潤增加，從而支撐股市回升。這即是日圓與股市的走勢呈相反方向的原因所在。

隨著市場焦點轉移至美國及新興市場，歐洲的情況在最近數月相對淡靜。股票市場跟隨其他市場上升，而周邊國家債券收益率亦穩定在遠低於一年前的水平（圖 2.9）。優質企業（包括銀行）的財務狀況已轉好，且企業債券發行活動自年初錄得強勁增長。然而，周邊國家較弱的銀行仍依賴歐洲央行的支持，資產負債的槓桿仍然高企，限制了他們的放貸能力。市場預期，狀況欠佳的歐洲銀行來年將會採取進一步的去槓桿化措施。

圖 2.9  
歐洲周邊國家10年期債券的收益率



整體而言，全球金融狀況趨於更不明朗，日後能否進一步改善，將取決於各大央行（尤其是聯儲局）未來的貨幣政策動向。在全球經濟前景仍然低迷且脆弱的情況下尤其如此。宏觀環境不甚樂觀，而資產價格卻逆勢上升，令人更擔憂近期的市場反彈能否持續。

## 中國內地

製造業投資減速，拖累中國內地經濟增長勢頭顯著放緩。外部需求低迷，而企業槓桿比率上升。製造業產能過剩加劇，令銀行業的資產質素承受一定壓力。展望未來，隨著當局專注透過結構性改革實現可持續長期增長，預期經濟增長將溫和復甦。

### 2.3 產出增長及通脹

內地經濟的增長步伐慢於預期，第2季實質國內生產總值按年增長7.5%，較上一季的7.7%低（圖2.10）。基建及房地產投資持續穩步增長，但出口增長緩慢及主要行業產能持續過剩，導致製造業投資活動減弱。

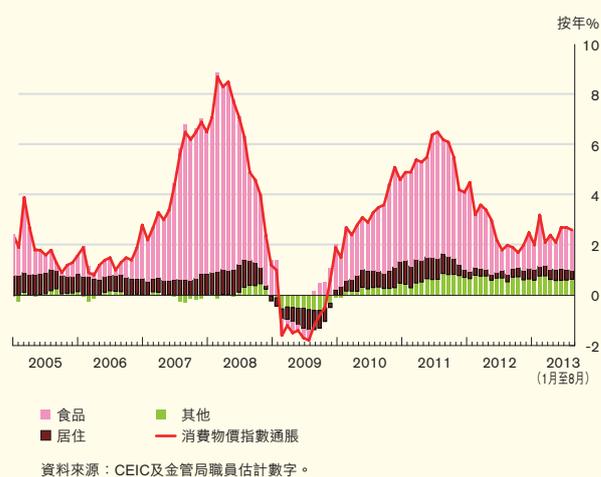
**圖 2.10**  
中國內地：國內需求與淨出口對國內生產總值增長的貢獻



預期未來經濟增長將溫和復甦。出口增長可能仍會較慢，而由於市場氣氛一般，且主要行業面臨去槓桿化壓力，國內需求將繼續溫和增長。另一方面，前景急劇惡化的風險仍然較低。當局已於近期推行新的措施刺激增長（如減低小型企業稅率），而預期將推行的結構性改革會有助改善投資者信心，並引導經濟走上更具可持續性的增長路徑。9月份的共識預測顯示，2013年全年的國內生產總值將增長7.5%。

通脹壓力受到抑制，並於近期保持溫和水平。今年首8個月的整體消費物價指數通脹率按年計平均為2.5%（圖2.11），而生產者物價指數則持續下跌，雖然近幾個月跌幅有所減慢。近期的能源價格改革可能會增加國內成本的壓力，但需求相對疲弱及產能過剩問題將繼續抑制整體通脹壓力。同時，全球經濟增長緩慢、美元升值，及聯儲局可能會逐漸縮減量化寬鬆規模，將抑制全球大宗商品價格及內地的進口價格。9月份的共識預測顯示，2013年全年的消費物價指數通脹率為2.6%。

**圖 2.11**  
中國內地：對消費物價指數通脹的貢獻



## 2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行體系風險

內地第1季出現顯著的資金流入，但最近數月隨著經濟增長勢頭放緩，出現資金流出壓力。當局採取措施抑制非正規渠道的資金流入，以及實施針對銀行淨外匯頭寸，進而降低銀行提供外幣貸款的意願的新規定，亦可能抑制了資金流入。於第1季，扣除貿易餘額、外國直接投資及估值影響後的官方外匯儲備變動達兩年來最高水平，但於第2季變為負數，而於最近數月，金融機構的淨外匯購買持續減少。

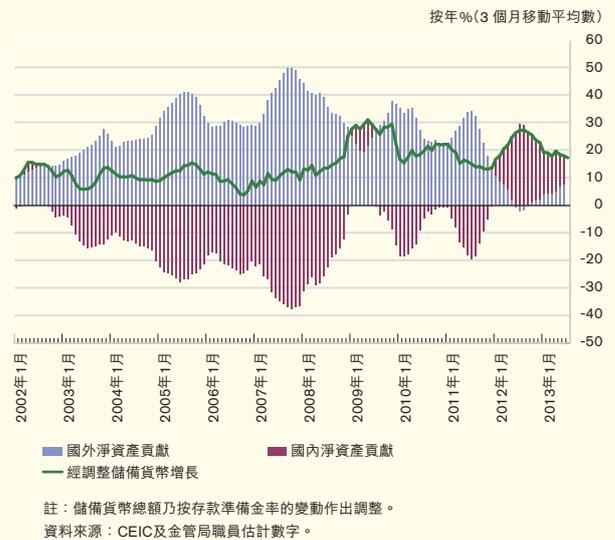
人民幣維持大致升值的勢頭(圖 2.12)。今年首5個月，人民幣兌美元匯率上升約1.6%，但近期則出現雙向波動，而年初至今，人民幣的實質有效匯率已升約6.3%。計及中國在海外市場所面對其他出口同類商品的經濟體的競爭，第三國名義有效匯率有一年多時間大致穩定，但近期急升，原因是市場預期聯儲局逐漸縮減量化寬鬆規模，導致中國的出口競爭國貨幣兌美元匯率普遍下跌。

圖 2.12  
中國內地：人民幣匯率



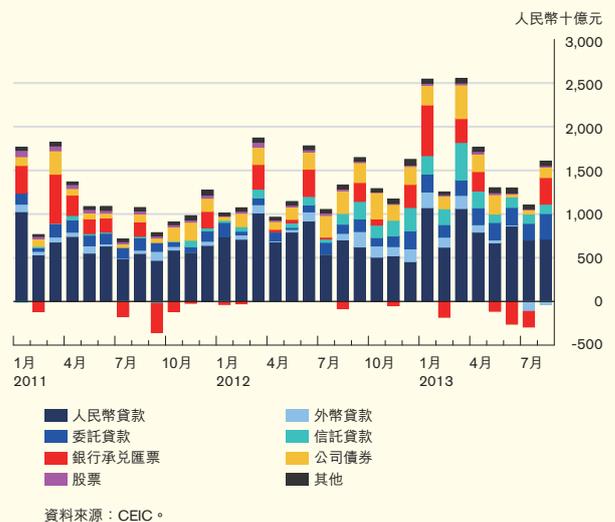
中國人民銀行保持穩定的貨幣政策。儲備貨幣增長率創下三年最高水平後，於 2012 年下半年下降，但於回顧期內基本保持穩定(圖 2.13)，而基準利率及存款準備金率則維持不變。

圖 2.13  
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻



廣義貨幣(M2)持續穩健增長，而銀行貸款按年增長大致穩定。隨著當局採取措施整頓銀行同業債券市場交易及抑制影子銀行活動風險，社會融資總量快速增長後於近期有所減緩(圖 2.14)。然而，如專題 1 所討論，進入生產力較低的行業的信貸比例可能有所上升，且由於信貸中介鏈延長，貨幣狀況可能較數量指標所顯示的水平緊絀。同時，隨著持續的金融自由化，利率等價格指標可能比過去能更好反映內地貨幣狀況。

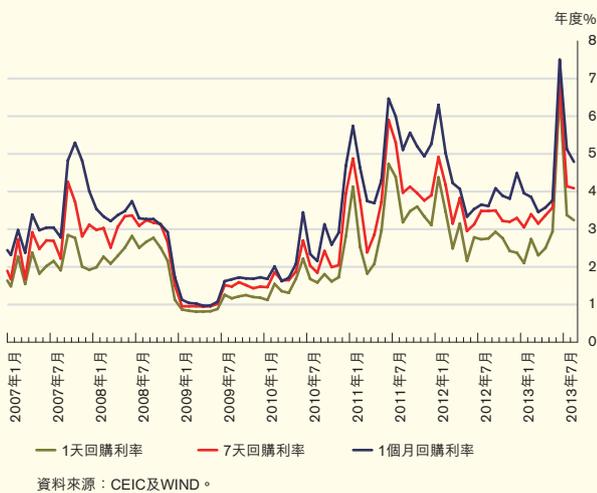
圖 2.14  
中國內地：社會融資總量



我們的分析的確顯示，隨著人民幣實質匯率持續升值及實質利率上升，整體貨幣狀況不如數月前寬鬆。然而，不同行業的實質借貸成本差別顯著。製造業等仍然承受價格下跌壓力的行業，其實質利率遠高於面臨通脹風險上升的行業。房地產業即是一個例子。私營及小型企業貸款利率亦仍然高企。舉例而言，溫州的民間貸款綜合利率儘管於近月呈現下降趨勢，但仍然保持在按年 20% 左右。

今年早些時候流動資金狀況仍然寬鬆，但於第 2 季末收緊，6 月份回購利率的急升即足以為證（圖 2.15）。流動資金短缺反映多項因素的影響，例如資金流入減少及企業因支付稅項而對資金需求的季節性增加。據報一些銀行同業市場參與者進行過度套戥活動，且其流動風險管理鬆懈。在 6 月底，中國人民銀行宣佈將積極平緩短期銀行間流動資金的異常波動，而近期銀行間流動資金狀況已有所緩解。

圖 2.15  
中國內地：貨幣市場利率



中國人民銀行在利率改革方面邁出重要一步，取消了銀行貸款利率下限，自 7 月 20 日起生效。<sup>4</sup> 由於先前實施的貸款利率下限在現實中基本上沒有約束力，預期這項政策變動不會即時對銀行的淨息差產生重大影響。

<sup>4</sup> 銀行貸款利率上限已於 2004 年取消。

<sup>5</sup> 例如，請參閱中國指數研究院發佈的《2013 年下半年中國房地產市場趨勢展望》。

由於企業盈利能力持續減弱，經濟增長前景下行風險上升，及市場對 6 月份出現的流動資金短缺擔憂，股票市場疲弱，並跑輸主要市場。上海 A 股市盈率由 2 月初 13 倍的近期高位跌至 6 月底 10 倍的歷史低位，在近幾周則有所改善。

房屋市場活動於過去數月回復活力。當局於 3 月底實施新一輪措施抑制投機需求。然而，由於這些措施不及市場預期嚴厲，而同時剛性需求依然強勁，物業價格持續上升，雖於近期增長速度有所減慢（圖 2.16）。物業成交量於 3 月份急升是由於若干市場參與者想在即將實施的新一輪政策措施具體化之前搶先交易，成交量近幾個月則保持穩定。

圖 2.16  
中國內地：房屋價格及房屋銷售



不同地區房屋市場前景的差異似乎變大。大城市的房屋市場預期將保持暢旺。這是由於城市化進程持續，且改善住屋的需求強勁，從而整體剛性需求將保持穩健。同時，鑑於銷售收入穩健增長將有助於降低發展商的融資壓力，發展商因此可能基本上無意減價。然而，小城市（尤其是地處內陸的小城市）因房地產供應持續上升，其樓市可能會出現更多的下行壓力。實際上，根據一些市場分析，一些小城市物業存貨於近年已大幅上升。<sup>5</sup>

銀行業整體表現良好。於本年度上半年，商業銀行持續錄得雙位數的盈利增長。<sup>6</sup> 於6月底，加權資本充足率維持約12%，同時商業銀行的壞帳撥備平均保持於壞帳的2.9倍。6月份整體不良貸款比率維持在0.96%的低位。

儘管如此，銀行業資產質素可能面臨壓力。尤其是市場更加擔憂產能過剩及嚴重依賴出口的行業的信貸風險。實際上，在鋼鐵及光伏等行業以及中小型企業較密集的長江三角洲地區，不良貸款持續增加。2012年，關注類貸款及逾期貸款快速上升，預示未來不良貸款可能會進一步增加。<sup>7</sup>

市場對內地金融系統中影子銀行活動的憂慮有所加深。與主要先進經濟體系的影子銀行活動不同，內地銀行積極參與大部份影子銀行活動，而這些活動基本上受到監管。銀行發起的表外貸款批核標準一般較高，因此所面臨的信貸風險應較低，但其融資風險則可能令人擔憂。尤其是以理財產品等短期存款類工具進行融資的產品，其資產與負債之間似乎有期限錯配的跡象。<sup>8</sup>

鑑於這些問題，當局已加強對影子銀行活動的審慎監管。具體而言，在3月底，中國銀行業監督管理委員會發佈了關於銀行理財產品的一攬子新規則。新規則要求銀行將各理財產品的資金來源及運用相對應，並對各個產品單獨管理、入賬和結算。對於那些投資在「非標準」產品而於新規則發佈日期前未符合這些規定的理財產品，銀行須於2013年底作出相應的虧損撥備。<sup>9</sup> 規則亦設定理財產品可投資於非標準產品的上限。<sup>10</sup> 只要這些規例嚴格實施，影子銀行活動的相關風險應不會變成系統性風險。

<sup>6</sup> 根據中國銀行業監督管理委員會（銀監會）報告，商業銀行上半年純利按年增長13.8%，而我們根據銀監會的數據計算的結果則顯示2012年下半年的增長為14.3%。

<sup>7</sup> 請參閱中國人民銀行發佈的《中國金融穩定報告（2013）》。2012年關注類貸款及逾期貸款分別增加8%及46%。

<sup>8</sup> 官方數據顯示，銀行理財產品的期限大多數短於3個月，而用理財產品所得款項購買的產品（例如信託產品）期限則較長。信託產品的平均期限約為兩年。

<sup>9</sup> 「非標準」產品指不在銀行間市場或證券交易市場買賣的債權性資產，例如信託貸款、委託貸款及承兌匯票。

<sup>10</sup> 銀行於非標準產品的投資不得超過理財產品銷售所得款項總額的35%或上年度末記錄的總資產的4%（以較低者為準）。

## 專題 1 中國內地的信貸資金分配及企業槓桿

過去數季內地信貸持續快速增長，但上半年實質本地生產總值增長進一步放緩。市場分析員不禁要問：錢到哪裡去了？為何信貸對產出的促進作用下降？本專題嘗試闡述中國內地不同行業之間的信貸資金分配，並探討對經濟增長的影響。我們首先探討金融業與非金融業之間的信貸資金分配，然後分析非金融業中不同行業的信貸資金分配。

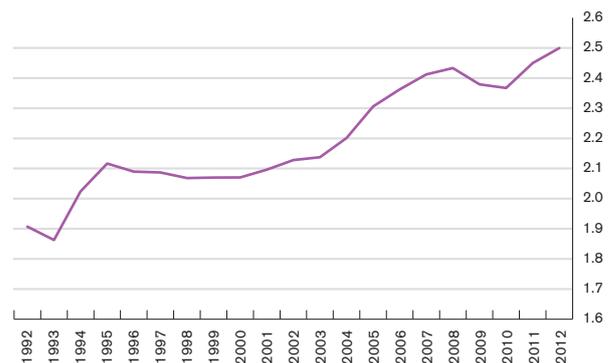
### 金融業與非金融業之間的信貸資金分配

對於信貸增長與產出增長背馳，其中一個解釋是內地的金融中介鏈延長，信貸資金流向金融業的比例上升。這可能反映金融服務與實體經濟活動的關係出現結構轉變。金融業與非金融業之間的信貸資金分配似乎與一個經濟體系的金融市場發展密切相關。舉例而言，在 1980 年代初，日本用於金融交易的信貸佔總信貸的比例約為 20%，隨著金融自由化加速，該比例在 1980 年代末升至近 40%<sup>11</sup>。另外，在 2008 年金融危機之前的一段時間，隨著影子銀行業迅速發展，美國流通於金融業的信貸亦大幅增加。<sup>12</sup> 其他因素，例如市場強烈預期金融資產價格上升，以及金融市場套利機會增加，亦可能促使更多信貸資金流向金融業。

中國內地金融市場快速發展，意味著金融業所吸納的信貸資金比例可能持續上升。信貸中介鏈指數 (CICI 指數)，即所有行業 (金融業及非金融業) 負債對非金融業 (最終使用者) 負債的比率，可幫助我們分析金融業在多大程度上吸納了信貸資金。該指數可理解為資金由最終貸款人轉移至最終借款人的平均步驟數目。若 CICI 指數上升，則表示信貸資金在金融業停留的時間較長，從而用於金融交易的信貸資金相對增加。

自 1990 年代初以來，尤其是在金融市場迅速發展的過去十年，根據資金流數據估計的 CICI 指數確實持續上升 (圖 B1.1)。<sup>13</sup> 該指數在全球金融危機期間小幅下滑，但其後即重拾升軌。除金融深化外，週期性因素亦可能推動了中國內地 CICI 指數持續上升。舉例而言，有報道表明，近幾個季度有部份金融市場參與者運用信貸進行過多的套利活動。

圖 B1.1  
內地信貸中介鏈指數



資料來源：CEIC 及金管局職員估計數字。

<sup>11</sup> 請參閱 R. A. Werner 著「Towards a new monetary paradigm: a quantity theorem of disaggregated credit, with evidence for Japan」, *Kredit und Kapital* 第 30 冊第 2 期, 1997 年 7 月。

<sup>12</sup> 請參閱 H. S. Shin 著「Financial intermediation and the post-crisis financial system」, BIS Working Papers 第 304 期。

<sup>13</sup> 由於資金流數據只到 2010 年，故使用政府債務、企業債券、銀行提供予企業及家庭的貸款估計 2011 至 2012 年的非金融業負債。2011 至 2012 年的金融業負債數據則使用中國人民銀行提供的金融業資產負債表估計。

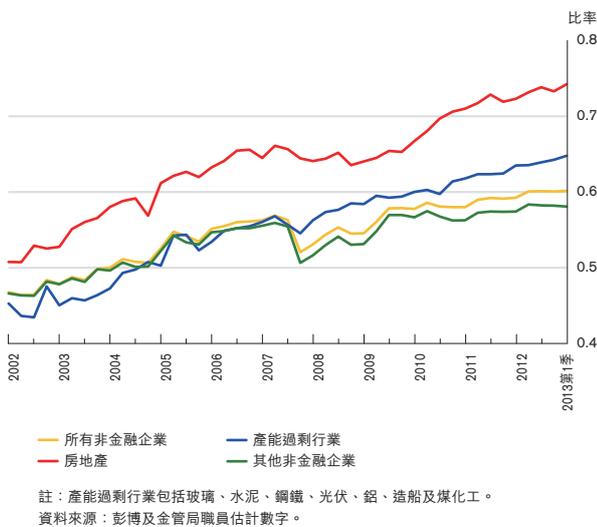
本分析對判斷中國內地的貨幣狀況亦具有重要意義。CICI 指數上升表明數量指標可能在反映貨幣狀況中的作用較以前小。相反，隨著利率管制持續放鬆及金融工具市場定價日益重要，相比過去，價格指標可能會更有效地反映貨幣狀況。

### 非金融業中不同行業的信貸資金分配

由於不同行業之間的資金利用效率可能會有顯著差異，非金融業中不同行業的信貸資金分配亦對經濟增長有重大影響。由於市場不完善及結構性問題，信貸資金可能並無分配予能夠創造更高投資及產出的企業。事實上，坊間證據顯示，槓桿比率過高似乎集中在產能過剩的行業中的大型企業。資產價格泡沫亦可能影響信貸資金分配。舉例而言，在房價上升的強烈預期下，銀行一直有興趣滿足房地產業的資金需求。為更清晰描述不同行業的信貸資金分配，我們使用企業層面數據分析槓桿比率上升的狀況。<sup>14</sup>

部份反映近年信貸強勁增長，中國內地企業的槓桿比率有所上升。上市非金融企業的負債對總資產比率於2007年因貨幣政策收緊而下降，其後於近年重拾升軌，於2013年第1季升至約0.6（圖B1.2）。雖然現時企業的整體槓桿水平仍不足為慮，<sup>15</sup>但若干主要行業的槓桿比率升幅則較顯著。具體而言，房地產及一些在全球金融危機前已出現產能過剩的主要行業（例如鋼鐵、煤化工、鋁、水泥及光伏等行業）的槓桿比率持續快速上升（圖B1.2）。

**圖 B1.2**  
上市非金融企業的負債對資產比率

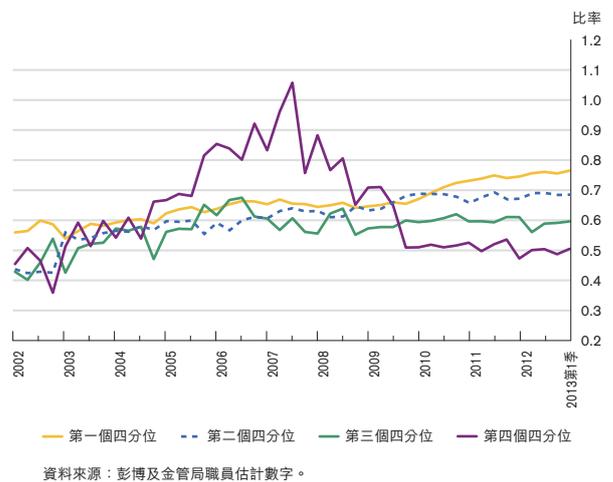


<sup>14</sup> 下文的分析乃基於上海證券交易所及深圳證券交易所的所有上市非金融企業的數據。

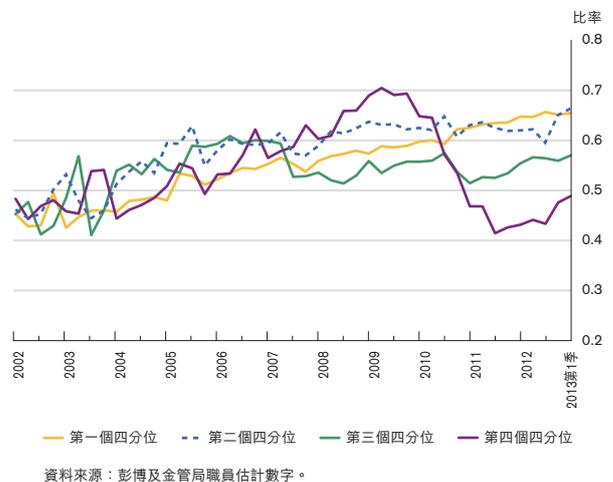
<sup>15</sup> 事實上，部份行業（如醫療、必需消費品及資訊科技等行業）已於近年去槓桿化。

房地產及產能過剩行業中的大型企業的槓桿比率上升速度較小型企業更快，因為大型企業較易借款。舉例而言，於2013年第1季，按資產規模排名在最前四分之一的地產發展商的平均槓桿比率接近0.8，而排名最後四分之一的地產發展商的平均槓桿比率於近年則大致維持在約0.5的水平（圖B1.3）。同樣，在產能過剩行業中，排名最前四分之一的企業槓桿比率於近幾個季度約為0.65，而排名最後四分之一的企業則約為0.5（圖B1.4）。當中，大型煤化工企業的槓桿比率在2013年第1季約為0.8，而大型造船企業及鋁企業的槓桿比率於近期則約為0.7（圖B1.5）。

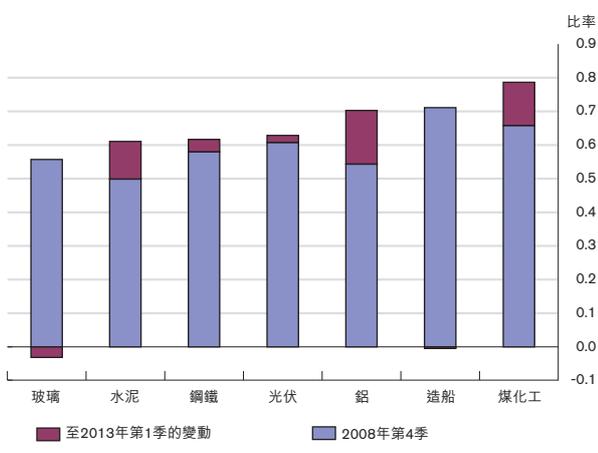
**圖 B1.3**  
按資產規模劃分的上市地產發展商的負債對資產比率



**圖 B1.4**  
產能過剩行業的上市企業的負債對資產比率



**圖 B1.5**  
產能過剩行業中最前四分之一的企業的  
負債對資產比率

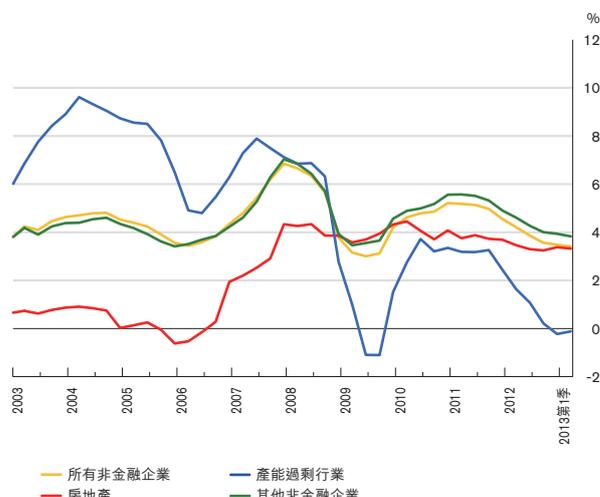


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

上述行業的槓桿比率顯著上升，表明這些行業的借貸可能相對其他行業增長較快。物業價格持續上升及市場對物業價格上升的強烈預期，可能是房地產業信貸強勁增長的推動因素，而政府給予那些對國內生產總值增長及就業至關重要的「優先」行業的支持，亦可能是其中一個推動因素，在全球金融危機後尤其如此。近幾個季度，這些企業中有部份可能繼續舉債，僅是為了維持經營而非擴大投資。因此，製造業的資金利用效率可能已下降，而物業價格不明朗因素持續，尤其是某些小城市已出現樓市供應過剩的擔憂，亦表明房地產業的資本生產力可能已下降。

事實上，近年來房地產及產能過剩行業上市企業的盈利能力持續下降。地產發展商的資產回報率低於非金融企業的平均資產回報率，且在過去三年有所下跌（圖B1.6）。<sup>16</sup> 在過去十年中，產能過剩行業的資產回報呈下降趨勢，2010年出現短暫回升，但在過去兩年快速下跌，近期更跌至負數。

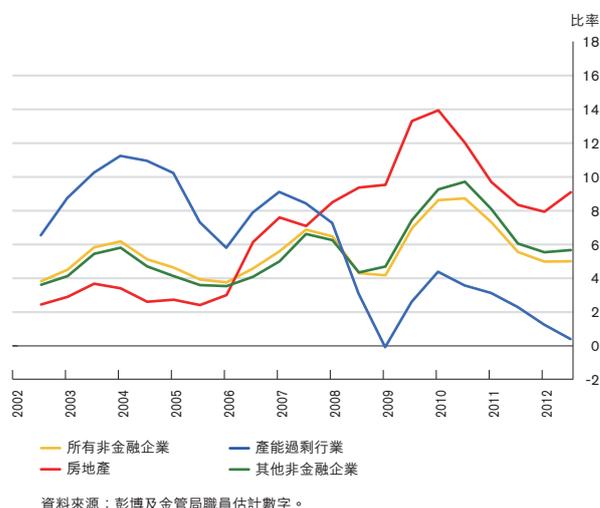
**圖 B1.6**  
上市非金融企業的資產回報率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

相應地，這些行業的償債能力令人有所擔憂。地產發展商的盈利對利息比率整體上於2009年逆轉了之前的升勢，但仍高於非金融企業的平均比率（圖B1.7）。然而，產能過剩行業的盈利對利息比率在過去十年呈下行趨勢，甚至在2012年下半年觸及零點。若考慮不同資產規模的企業，盈利對利息比率更令人憂慮。其中，小型上市地產發展商的盈利對利息比率在近期遠低於大型上市地產發展商（圖B1.8）。在產能過剩行業中，所有企業（不論資產規模大小）的盈利對利息比率普遍下跌（圖B1.9），而槓桿比率較高的大型企業，盈利對利息比率更較小型企業為低。

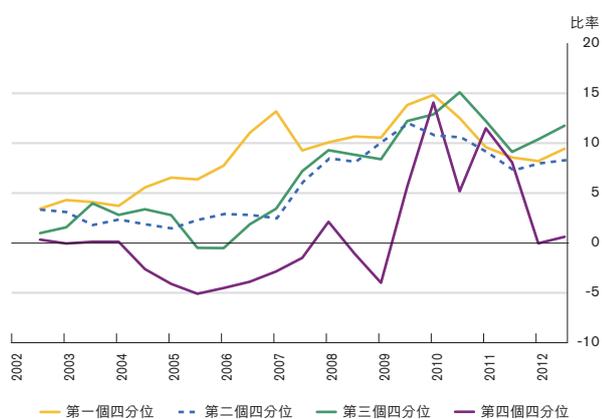
**圖 B1.7**  
上市非金融企業的盈利對利息比率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

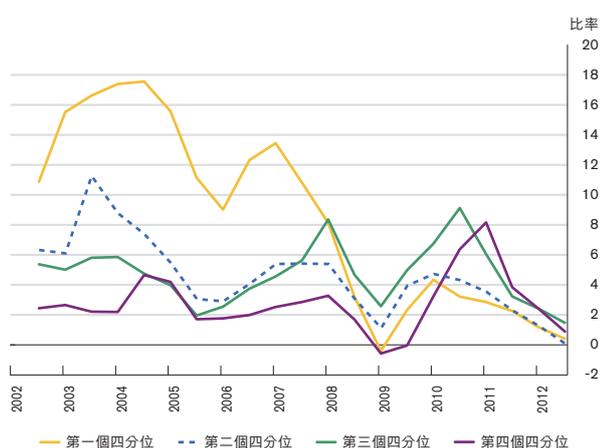
<sup>16</sup> 截至2011年止的數據表明非上市地產發展商的盈利能力遠遜於上市地產發展商。

**圖 B1.8**  
按資產規模劃分的地產發展商盈利對利息比率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

**圖 B1.9**  
產能過剩行業的上市企業的盈利對利息比率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

- 相應地，資金利用效率已大體上下降，部份解釋了近期信貸增長與經濟增長背馳。展望未來，企業去槓桿化及產能過剩行業重整應有助改善信貸資金分配的效率。

## 結論

本專題的主要內容概述如下：

- 近幾個季度信貸中介鏈持續延長，信貸資金流入金融行業的比例增加。這可能反映金融服務業及金融市場的結構正在發生轉變。
- 整體而言，企業的槓桿水平不足為憂，但房地產及產能過剩行業的槓桿比率升幅更為顯著（尤其是大型企業）。這表明流向生產力較低行業的信貸資金增速可能快於其他行業。

## 3. 本港經濟

受貨物貿易拖累，加上本地需求放緩，香港經濟於上半年僅溫和增長。至於2013年餘下時間，預期環比增長動力仍屬緩和，雖然外部需求回穩，但私人消費可能因資產市場不明朗而轉弱。通脹壓力自5月以來已略為紓緩，並可能在今年餘下時間保持穩定。

勞工市場狀況良好，失業率維持在較低水平。輕微負數的產出缺口似乎對勞工需求並無影響。

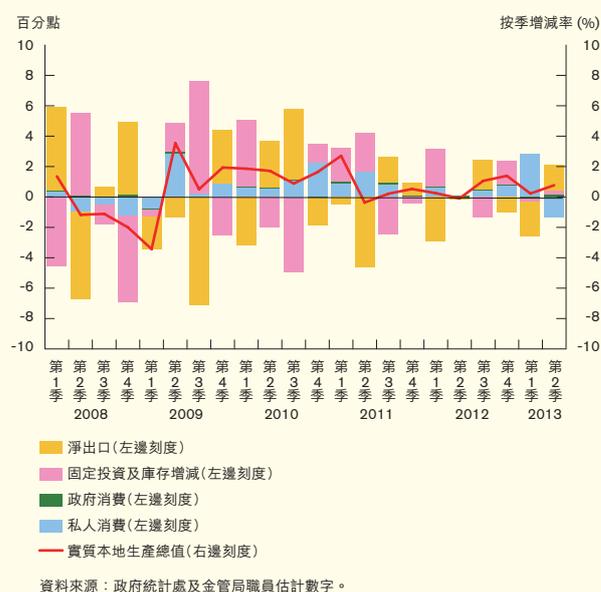
### 3.1 整體需求

2013年上半年，香港經濟增長步伐仍相對緩慢。經季節因素調整後，實質本地生產總值於第1季及第2季分別按季增長0.2%及0.8%（圖3.1）。雖然本地需求仍是上半年促進增長的主要動力，但部份由於宏觀經濟的不明朗因素增加以及金融市場狀況更加波動，第2季已出現私人消費轉弱的跡象（圖3.2）。由於先進經濟體系需求疲弱，且區內貿易轉弱，貨物出口持續拖累經濟增長，而服務輸出（尤其是訪港旅遊）仍為增長帶來一定支持。綜合來看，上半年淨出口仍拖累實質本地生產總值增長。環比增長動力稍弱，第1季實質本地生產總值的按年增長率亦停留於2.9%，第2季雖微升至3.3%，但這兩季的增長率仍低於過去10年4.6%的年均增長率。

圖 3.1  
實質本地生產總值增長



圖 3.2  
對實質本地生產總值按季變動百分比的貢獻



預期直至年底，香港的經濟增長率仍將低於長期趨勢水平。由於美國經濟穩步復甦，歐元區在第2季亦恢復緩慢增長，展望未來，外部需求可能會有所改善。然而，儘管消費信心仍然正面，且就業情況良好會繼續為私人消費的增長帶來支持，但實質收入增長放緩，加上資產市場表現轉差削弱財富效應，可能會導致本地私人消費增長放緩。大規模的基建工程及私營機構建造活動將維持溫和增長，但鑑於對利率及流動資金狀況的憂慮及審慎的營商氣氛，預期私營機構資本投資動力仍將疲弱。

經濟預測方面，私營機構分析員認為香港實質本地生產總值的向上動力減小，並紛紛調低2013年的增長預測，平均預測增長率降至2.9%，而較早前的預測曾經高達3.5%（圖3.3）。另外，政府於8月份將經濟增長預測收窄至2.5-3.5%，接近私營機構分析員預測的範圍。金管局職員編製的綜合領先經濟指標走勢放緩（以6個月變動率計），亦表明未來一段時期經濟趨向溫和增長（表3.A）。

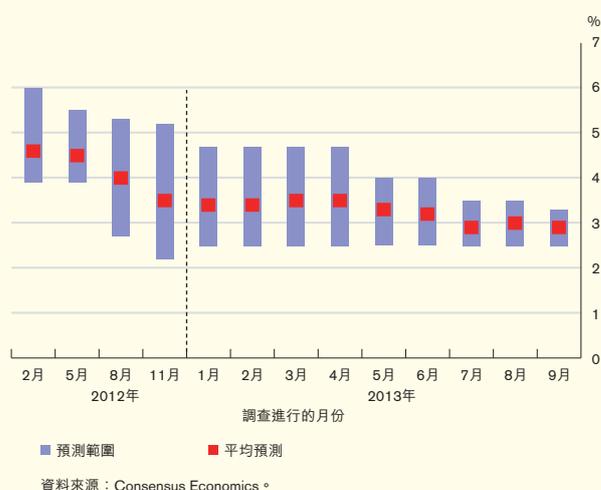
**表 3.A**  
同步經濟指標及領先經濟指標的近期走勢

	1個月變動百分比		6個月變動百分比	
	同步經濟指標	領先經濟指標	同步經濟指標	領先經濟指標
<b>2013年</b>				
1月	1.6	0.9	8.1	3.9
2月	0.2	0.3	7.1	4.0
3月	1.3	0.3	7.4	3.9
4月	1.7	0.4	8.2	3.4
5月	-1.1	0.2	5.0	2.9
6月	0.3	0.0	4.1	2.1
7月		0.5		1.7

註：領先經濟指標的6個月變動率常用於檢測經濟週期轉折點。

資料來源：金管局職員估計數字。

**圖 3.3**  
2013年實質本地生產總值增長的共識預測



本港的增長前景受諸多不明朗因素及風險所影響。不利因素方面，美國貨幣政策仍存在重大不明朗因素，內地經濟仍面臨潛在的宏觀經濟及金融風險，所有這些因素都可能導致金融市場波動加劇，資金流及流動性狀況惡化，並為香港的經濟增長前景蒙上陰影。本地方面，物業市場風險持續，若出現加息等外部衝擊，可能會引發廣泛的宏觀經濟及資產價格調整。專題2從1994年美國債市暴跌的經驗進一步討論美國加息對香港經濟的潛在影響。有利因素方面，先進經濟體系及內地的經濟表現優於預期，或會提振全球增長及國際貿易，從而令香港的外部需求增加，並有可能因消費情緒改善而促進消費支出。

## 專題 2

### 1994/95 年利率上升週期的經驗及其對香港的影響

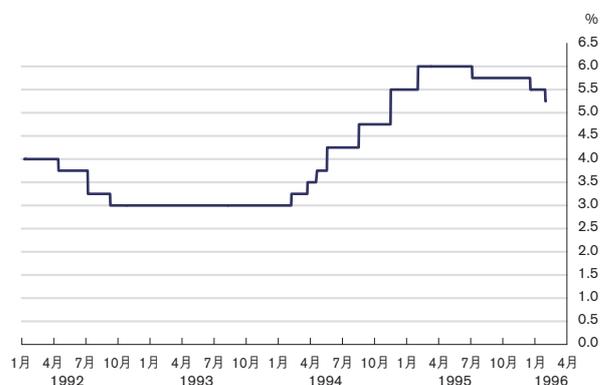
自 2008 年底以來，美國聯儲局將聯邦基金目標利率調低至 0-0.25%，並實施一系列量化寬鬆措施，令美國利率一直處於極低水平。近五年後，有跡象顯示美國經濟現正逐步復甦，因此市場上出現眾多有關聯儲局將會如何結束寬鬆貨幣政策的傳聞以及不同看法。總體而言，仍有很多政策不明朗因素，可能會輕易地擾亂金融市場，並對宏觀經濟造成重大影響。

在聯儲局的歷史上，也曾經發生政策緊縮的事件，或可提供指引，以便我們預測寬鬆貨幣政策結束後的情況。在本專題中，我們將回顧聯儲局於 1994-95 年貨幣政策正常化的過程，及其對香港經濟及金融環節的影響。

#### 1994/95 年利率上升週期

1994 年 2 月，聯儲局開始收緊貨幣政策，而此前聯儲局已連續多於五個季度將政策利率維持於數十年來的低位 3%（圖 B2.1）。在其後的 12 個月中，聯儲局將政策利率合共調高 300 個基點至 6%。此次利率上升週期主要由於當時聯儲局擔憂通脹再次飆升，尤其是當時經濟在經歷 1990 年代初的衰退後已復甦近 2 年，且增長勢頭加速，以致負產出缺口縮小，其間聯儲局一直維持寬鬆貨幣政策，比根據泰勒規則 (Taylor rule) 所推算的更寬鬆，以刺激增長以及支持受儲貸危機重創的銀行業。儘管 1994 年初時通脹壓力仍不顯著，但聯儲局決定調高政策利率以防止通脹上升，以及將之前過度寬鬆的貨幣政策正常化。

圖 B2.1  
1992-96 年美國聯邦基金目標利率



資料來源：美國聯邦儲備局。

利率快速上調卻打擊了美國金融市場，隨後國庫券市場出現拋售。其實在 1994 年 2 月初開始加息前，利率低且穩定，收益率曲線陡峭，助長了市場形成單向趨勢的看法。金融機構多以短期借款籌資，用作在債券市場建立大量長期固定收益證券的槓桿式持倉（即套利交易），而剛萌芽的衍生工具市場更為這個局面火上澆油。在加息後，基準固定年期 10 年國庫券的收益率由先前的 5.8% 飆升至同年 11 月 8% 的高位。短期國庫券收益率升幅更大，導致收益率曲線趨平。

隨著聯儲局收緊貨幣政策，市場才突然意識到流動性一直非常集中，並且普遍都做相同的交易。換言之，當時債券市場出現泡沫。聯儲局加息後，槓桿式持倉投資者同時平倉，泡沫即告爆破，導致美國債券市場湧現恐慌性拋售及暴跌。美國國庫券市場暴跌亦引發歐洲及亞洲出現大批債券拋售。但另一方面，就實體經濟活動而言，美國並無受到嚴重影響，在通脹穩定的環境下，實質經濟產值及失業率持續改善。

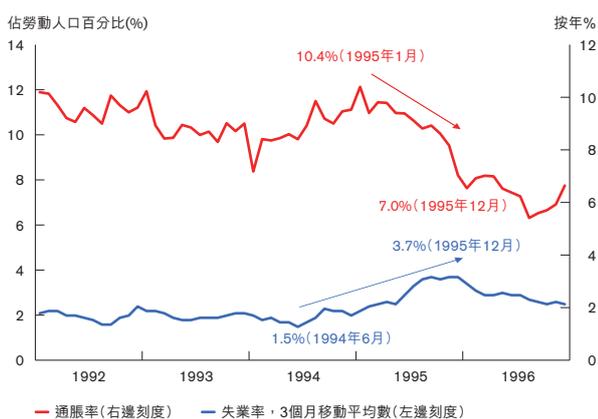
當時香港受到一定的負面影響，但沒有演化成全面的金融危機。自1994年第2季至1995年第3季的6個季度，香港實質本地生產總值增長放緩至低於趨勢水平（圖B2.2）。由於就業狀況惡化，消費者信心不足且資產價格調整產生負財富效應，導致私人消費減少，然而大規模的基建工程及私營部門資本開支仍支持固定資產投資。失業率由1994年6月的1.5%上升至1995年12月的3.7%，而通脹壓力自1995年初開始減弱（圖B2.3）。

**圖 B2.2**  
1992-96年香港實質本地生產總值增長



資料來源：政府統計處。

**圖 B2.3**  
1992-96年通脹及失業率

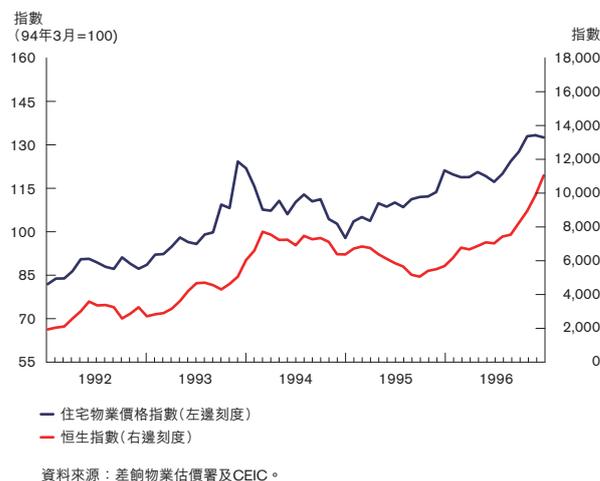


資料來源：政府統計處。

貨幣狀況明顯收緊，港元銀行同業拆息緊隨美元同業拆息上升，而貸款增長則放緩。1995年1月，3個月香港銀行同業拆息已升至約7.2%。聯邦基金目標利率累升300基點，而香港最優惠貸款利率也累升250基點至9.0%，平均按揭利率亦同幅度地升至10.75%。本地信貸增長整體趨緩，增幅由1994年的18.0%降至1995年的12.0%。

與此同時，股票市場遭遇重大拋售壓力，恒生指數在一年內急挫43%（圖B2.4）。儘管恒生指數於1995年有所反彈，但仍較市場調整前的高位低17%。據金管局粗略估算，香港資金淨流出約為240億港元（相當於本地生產總值的2%），但淨流出僅在1994年2月至5月間短暫發生，並很快被年內稍後時間的流入抵銷。<sup>17</sup>樓價下跌一段長時間，19個月內累計下跌16%，物業交易量亦減少三分之一。然而，整體而言，信貸緊絀及資產價格調整並沒有對香港宏觀經濟及金融穩定構成沉重壓力。

**圖 B2.4**  
1992-96年股票價格及樓價



資料來源：差餉物業估價署及CEIC。

<sup>17</sup> 估計數字基於認可機構即期淨外匯頭寸的綜合變動、銀行業的結餘及外匯基金債券計算。大致而言，估計數字反映非銀行私營部門的港元資金流入及流出淨額。

## 結論

由1994-95年貨幣政策正常化的事件可見，突然的政策變動可能會引發市場的激烈反應，在非正常政策環境長期持續導致形成失衡的情況下尤會如此。1994/95年的事件對香港的影響相對輕微，原因是受益於外部需求強勁，至少部份抵銷收益率曲綫重新定價所帶來的負面影響。然而，審視當前的形勢，聯儲局的貨幣政策正常化對香港的潛在影響可能較大，因為內部失衡正逐漸形成，尤其在物業市場方面。因此，我們應保持警覺，並作好準備，以應對聯儲局退市所可能帶來的衝擊和市場波動。

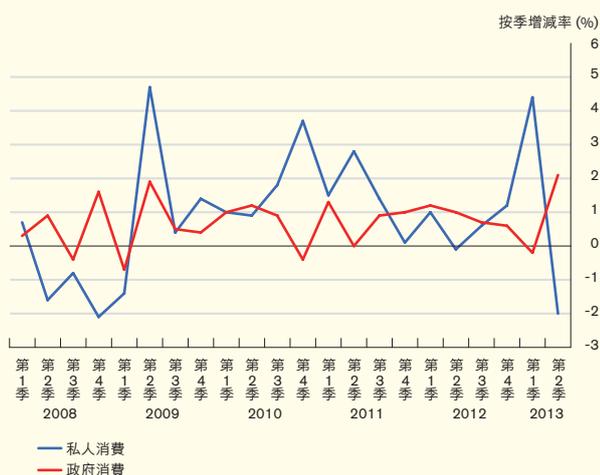
### 3.2 本地需求

#### 消費

受到勞工市場穩健狀況所支持，上半年私人消費仍相對強勁。然而，環比走勢起落較大，第1季顯著增長4.4%，而第2季則收縮2.0%。消費回落似乎主要是因基數大而出現技術性下跌，但亦部份反映由於本地股票市場下跌及宏觀經濟和金融不明朗因素增加而拖累消費需求的影響（圖3.4）。不過，鑑於消費信心仍大致正面，且就業狀況依然良好，預期在今年餘下時間，私人消費將保持溫和增長。根據最新市場共識預測，2013年私人消費增長率為4.5%，而2012年的增幅則為3.0%。

另外，政府消費於第1季輕微縮減0.2%，而第2季則強勁反彈2.1%（圖3.4）。預期在今年餘下時間，政府消費將繼續穩步增長。參考2013/14年度政府財政預算案，經常公共開支預計於今個財政年度將實質增長8.4%，略高於2012/13年度6.8%的升幅。

圖 3.4  
私人及政府消費



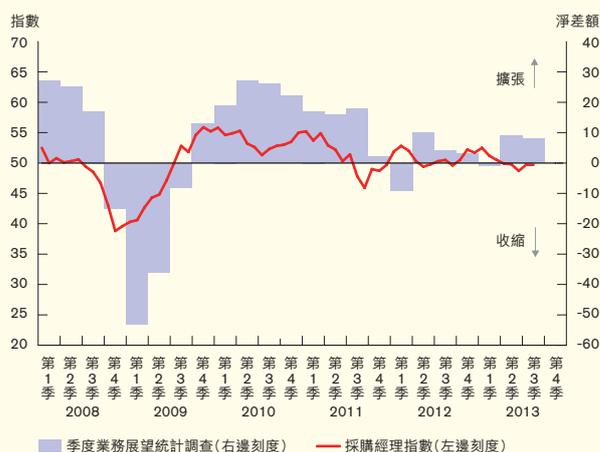
資料來源：政府統計處。

#### 投資

整體投資支出疲軟，於第1季輕微下跌，而於第2季則錄得大致相同的升幅。尤其私營機構建造活動增加及企業資本開支回升（部份原因是購置更多飛機），帶動第2季固定資本形成總額環比改善。公共部門基建工程在多年強勁增長後持續放緩。庫存投資則相對穩定。

展望未來，由於私營機構獲批准建築項目呈大致上升趨勢，預期今年餘下時間建造活動會穩步發展。大規模的公共基建工程繼續進行，亦會促進建造活動增長，但由於過去幾年急速發展形成基數較大，對推動整體增長作用將會較少。就私營機構資本投資而言，由於股票市場波動產生不利影響，且有關利率和流動性的憂慮加劇，短期前景仍較不明朗。營商氣氛仍然審慎，季度業務展望統計調查及採購經理指數的數據好淡紛呈（圖3.5）。最新市場共識預測2013年固定資本形成總額增幅將由去年的9.4%降至今年的4.8%。

圖 3.5  
營商氣氛

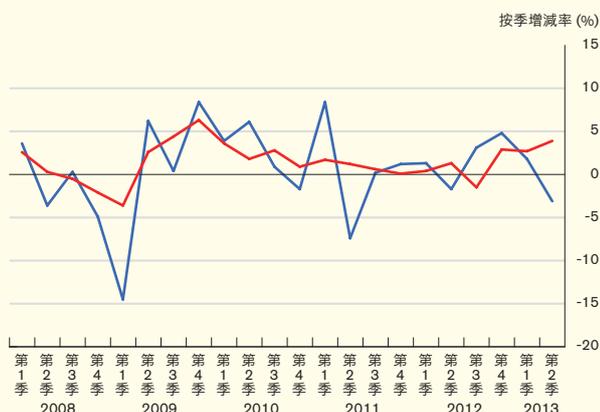


資料來源：政府統計處及Markit Economics。

### 3.3 對外貿易

由於先進經濟體系需求疲弱，區內貿易減少，香港上半年出口表現欠佳。第1季貨物出口按季微升1.8%，其後於第2季下跌3.1%（圖3.6）。上半年美國、歐盟及日本市場均一直低迷，而對中國內地的出口於第2季顯著放緩。相比之下，服務輸出於第1季增長2.7%，而於第2季增幅升至3.9%。雖然訪港旅遊持續支持服務輸出，但因商品貿易乏力，轉手商貿活動及金融服務輸出的貢獻疲弱。

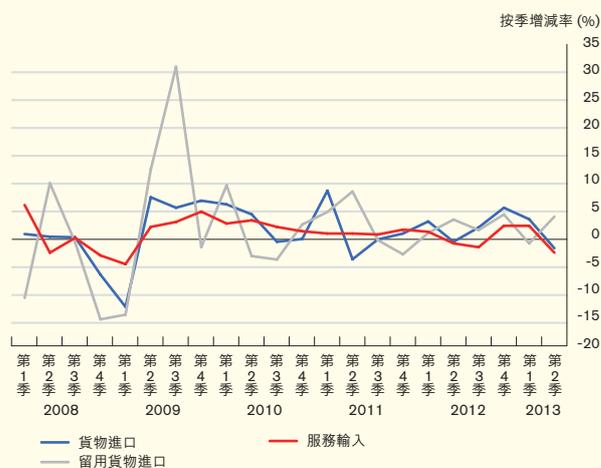
圖 3.6  
貨物出口及服務輸出



資料來源：政府統計處。

貨物進口於第1季增長3.1%，但第2季錄得2.2%的跌幅（圖3.7）。這主要由於出口帶動的進口需求（反映於貨物轉口）再度成為拖累因素所致。另一方面，香港留用進口於第1季輕微下跌後，於第2季有所回升。同時，離港旅遊業以及專業及金融服務需求減低，導致服務輸入於第2季減少3.0%，抵銷了第1季1.9%的增幅。

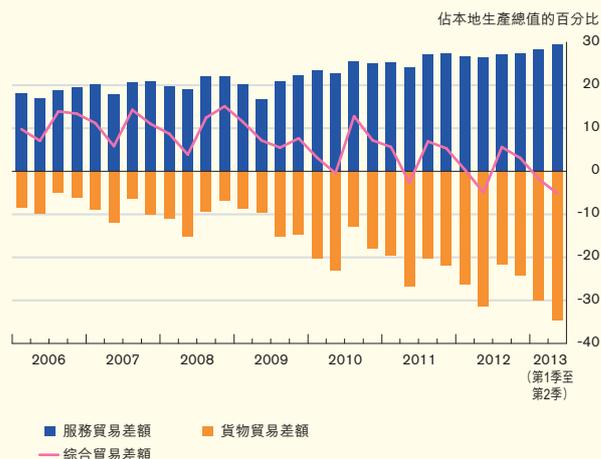
圖 3.7  
貨物進口及服務輸入



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

淨出口於第2季對實質本地生產總值增長的貢獻為1.7個百分點，而此前連續兩個季度均為拖累因素。但此改善主要因進口表現比出口更為疲弱所致。未經季節因素調整的綜合貿易帳於2013年上半年錄得345億港元（相當於本地生產總值的3.5%）的逆差，而2012年上半年則錄得216億港元（相當於本地生產總值的2.3%）的逆差（圖3.8）。

圖 3.8  
按組成項目劃分的貿易差額(以金額計)



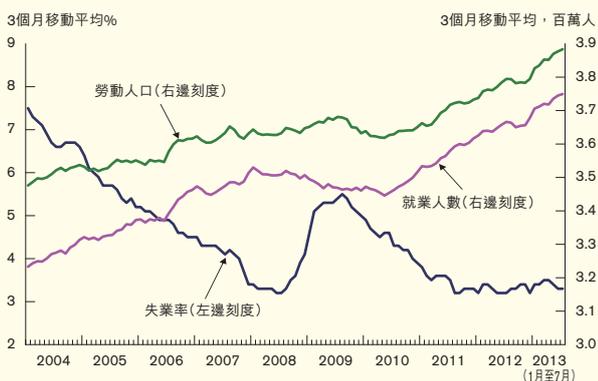
資料來源：政府統計處。

展望未來，雖然內地和區內經濟增長放緩，但由於先進經濟體系（尤其是美國）復甦步伐加快，總體上將有助帶動外部需求增長。最新的季度業務展望統計調查顯示，香港的貨物出口可能會稍為好轉。但另一方面，訪港旅遊有機會趨緩，專業及金融服務的外部需求也可能減弱，可能會對香港的服務輸出構成一定壓力。至於貨物進口及服務輸入，會隨著本地需求放緩而僅錄得溫和增長。

### 3.4 勞工市場狀況

儘管本地經濟增長動力減弱，但勞工市場仍表現良好。經季節因素調整後的3個月移動平均失業率於2013年3月及4月微升至3.5%，其後於7月回落至3.3%（圖3.9）。勞動人口參與率仍維持升勢，於2013年7月升至61.6%，創下2007年以來的新高。同時，就業人數亦於同月升至375萬人的歷史高位。勞工市場普遍緊絀，主要行業如金融業、保險業、地產業、專業及商用服務業、運輸、倉庫、郵政及速遞服務業以及資訊及通訊業的失業率於期內保持在較低水平。

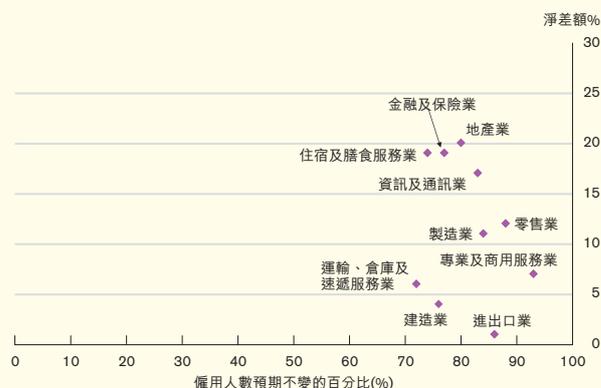
圖 3.9 勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

短期內，穩健的本地需求將繼續支持勞工市場。在最新的2013年第3季度業務展望統計調查中，所有受訪行業的受訪者均預期短期內就業人數會有所增長，顯示勞工需求暢旺（圖3.10）。

圖 3.10 2013年第3季業務展望統計調查－就業

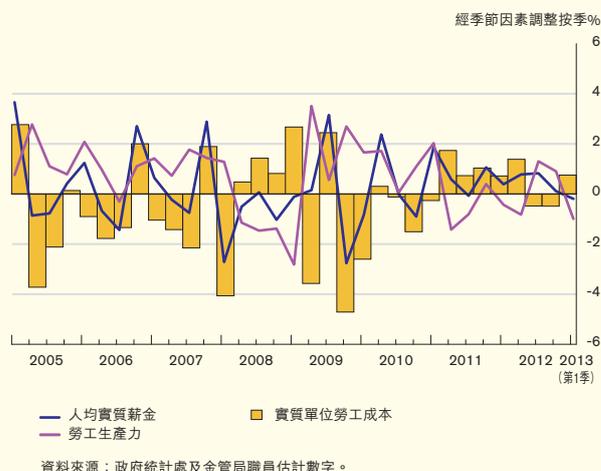


註：  
1. 「淨差額」指預期「上升」的受訪者百分點減去預期「下降」的受訪者百分點。  
2. 行業分類以最新的《香港標準行業分類 2.0 版》(HSIC V2.0) 為準。  
資料來源：政府統計處。

雖然上半年潛在產出因勞動人口及其參與率上升而持續小幅增長，但實際經濟增長速度相對緩慢，令本地經濟運行水平略低於其潛力。儘管如此，窄幅負產出缺口似乎並未影響勞工市場，失業率仍維持在相對較低的水平。

2013年第1季勞工成本較去年第4季輕微上升。雖然人均實質薪金於第1季下降0.2%（圖3.11），但期內產出增長動力減弱，對勞工生產力構成較大壓力，促使實質單位勞工成本於2013年第1季上升0.8%。

圖 3.11 單位勞工成本及勞工生產力



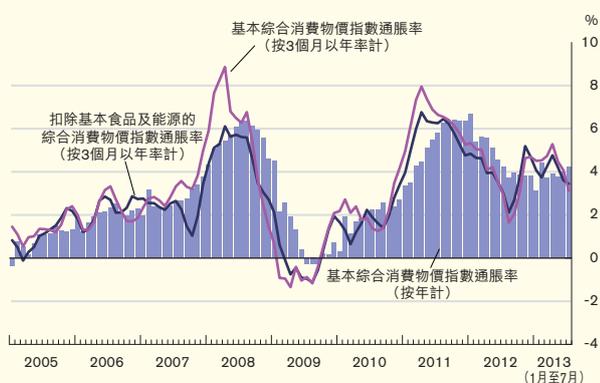
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，穩健的內部需求會持續支持就業增長，預期勞工市場整體狀況仍將緊絀。不過，招聘意欲可能趨於審慎，反映市場對聯儲局逐漸減少資產購買計劃以及中國內地經濟增長放緩的憂慮。

### 3.5 消費物價

2013年首4個月，本地通脹壓力仍然高企，但自5月份以來略有下降。按3個月以年率計，基本通脹率繼於2013年4月份升至5.3%後，於7月份降至3.1%（圖3.12）。撇除較為波動的基本食品及能源組成項目，基本核心通脹率亦呈現類似趨勢，表明價格上漲壓力或已有所緩和。儘管環比增長動力波動，但除因農曆新年時間差的影響而於1月份及2月份出現波動外，2013年首7個月的按年基本通脹率仍維持在約3.9%的穩定水平。

圖 3.12 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。

近期按季通脹動力減少主要受到非貿易品及租金的帶動（圖3.13）。其中，非貿易品組成項目通脹於4月份升至5.9%，隨後於7月份降至2.6%，其主要原因是其他服務組成項目呈現類似趨勢。租金組成項目通脹亦由4月份的6.9%降至7月份的5.2%。另一方面，受基本食品帶動，貿易品組成項目通脹自4月份至6月份上升後，到7月份稍為回落。

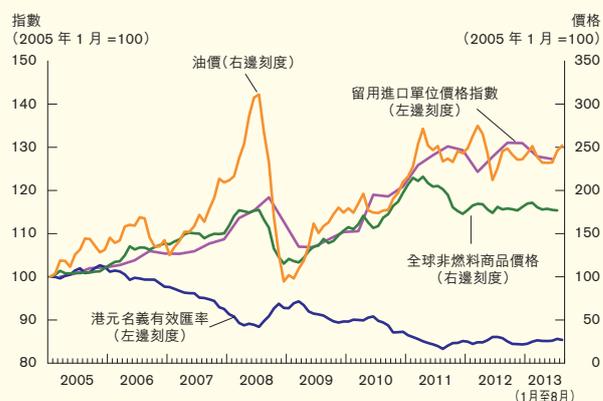
圖 3.13 按主要組成項目分析消費物價通脹



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

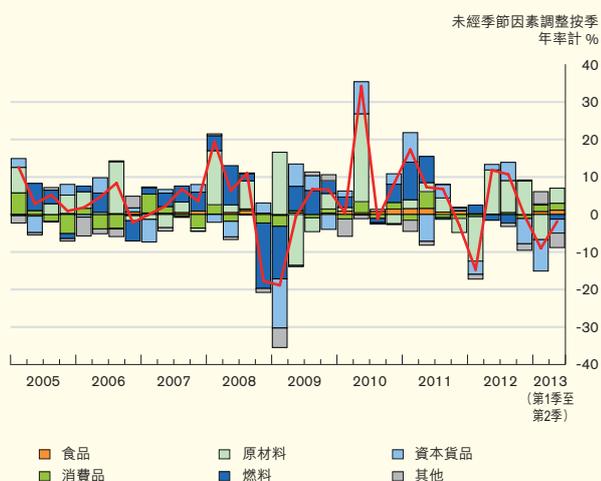
2013年上半年，全球商品價格回軟，進口價格通脹壓力亦隨之緩和。按季以年率計的通脹率於2013年第1季下降至-9.0%，而第2季緩和至-1.8%（圖3.14）。而按最終用途分類分析，資本貨品組成項目已成為進口價格下降的主要動力（圖3.15）。

圖 3.14 商品及進口價格



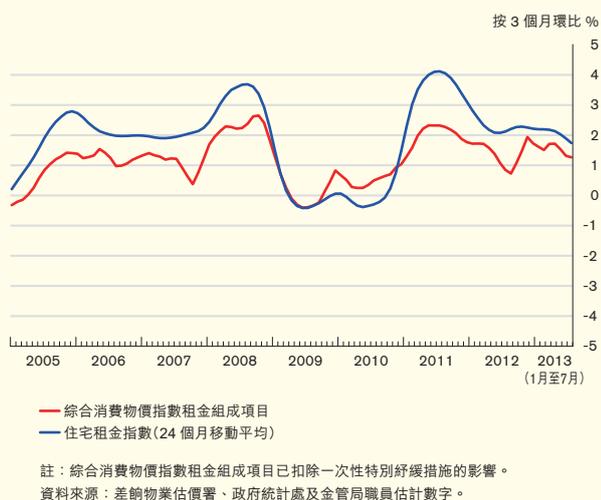
資料來源：政府統計處及國際貨幣基金組織。

**圖 3.15**  
對進口價格通脹的貢獻



展望未來，隨著房屋租金下降，環比通脹動力或會略為紓緩（圖 3.16）。2013 年年度按年通脹率或會保持穩定。政府在最新預測中將基本通脹率預測由 4.2% 略為下調至 4%。而本地產出缺口於 2013 年上半年的估值為負數，令勞工成本壓力在短期內受到抑制。

**圖 3.16**  
綜合消費物價指數租金組成項目及市場租金



通脹前景面臨兩方面的風險。在上行風險方面，中東地緣政治危機或會推高油價。至於導致通脹下行的因素，美國計劃逐漸縮減資產購買計劃，以及中國內地經濟放緩，或會為全球經濟活動，進而為本地通脹的壓力帶來負面風險。

## 4. 貨幣及金融狀況

### 匯率、利率及貨幣動向

港元外匯市場繼續有秩序地交易，匯率在強方兌換保證水平附近徘徊。港元貨幣總額增長較為緩慢，但信貸增長加快，尤其是外地使用貸款部份，值得審慎關注。

#### 4.1 匯率及利率

儘管環球及本地金融市場變得波動，期內港元外匯市場繼續有秩序地交易，現貨匯率在2013年上半年於7.751至7.765之間窄幅上落。在第1季，港元匯率跟隨本地股票市場的整固，自強方兌換保證水平輕微轉弱（圖4.1）。踏入第2季以來，因市場憂慮美國聯儲局逐漸減少資產購買以及內地經濟放緩，本地股票市場拋售壓力增加。然而，由於銀行流動資金需求上升，港元匯率稍為轉強。現貨匯率在其後的7月及8月繼續窄幅上落，於8月底收報7.7551。

圖 4.1  
港元匯率



港元的貿易加權名義有效匯率指數在2013年上半年上升1.0%（圖4.2），主要反映由於美國經濟前景改善，美元兌大部份主要貨幣升值。與此同時，港元的實質有效匯率指數升幅超過名義有效匯率指數升幅，原因是香港相對其貿易夥伴而言通脹稍高。

圖 4.2  
名義及實質有效匯率



港元利率在2013年上半年仍維持在較低水平(圖4.3)。美國聯邦基金目標利率維持於0 – 0.25厘的區間，由金管局操作的貼現窗基本利率保持不變於0.5厘(圖4.3)。在港元貨幣市場，銀行同業拆息亦大致穩定，隔夜及3個月香港銀行同業拆息定價微降至6月底的0.09厘及0.38厘，而12個月香港銀行同業拆息定價則上升1基點至0.87厘。港元遠期匯率折讓幅度於2013年上半年整體收窄，主要反映倫敦美元銀行同業拆息下跌(圖4.4)。

圖 4.3  
港元利率



資料來源：CEIC及金管局。

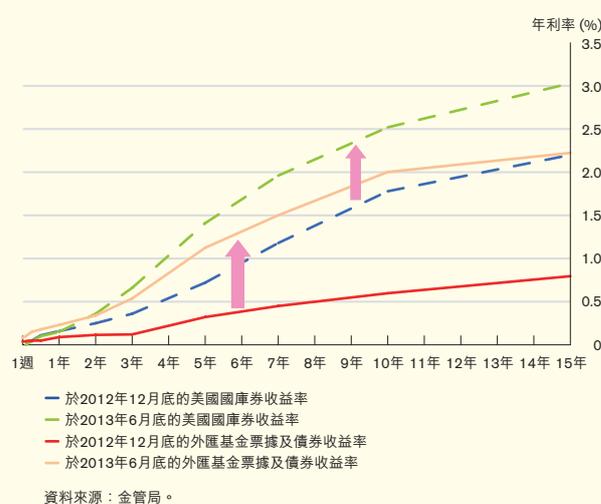
圖 4.4  
美元兌港元遠期匯率差價



資料來源：金管局。

另一方面，外匯基金票據及債券收益率整體上升，並跟隨美元國庫券收益率曲線變得陡峭(圖4.5)。在第2季，由於市場對美國聯儲局逐漸減少購買資產及提早加息的憂慮增加，收益率升幅尤其顯著。整體而言，外匯基金票據及債券收益率錄得較大升幅，以致長年期外匯基金債券與美國國庫券的收益率差距輕微收窄。

圖 4.5  
2013年上半年的收益率曲線變動



資料來源：金管局。

在零售層面，港元利率於2013年上半年仍維持在低位。雖然最優惠貸款利率處於5.00厘或5.25厘的穩定水平，但新造按揭的平均按揭利率於2.27厘至2.40厘之間窄幅變動。多間銀行於4月及5月提高按揭利率，據報反映上調住宅按揭監管風險權數的影響，但銀行其後在6月推出更具吸引力的以香港銀行同業拆

息為基準的按揭計劃(圖4.6)。在資金成本方面，加權存款利率於3月及4月在低位0.23厘企穩，隨後於5月及6月回升，主要因銀行對流動資金需求增加所致(圖4.7)。因此，反映銀行平均資金成本的綜合利率繼2月跌至近期低位0.25厘後，於6月上升至0.32厘。

圖 4.6  
新批按揭貸款的利率

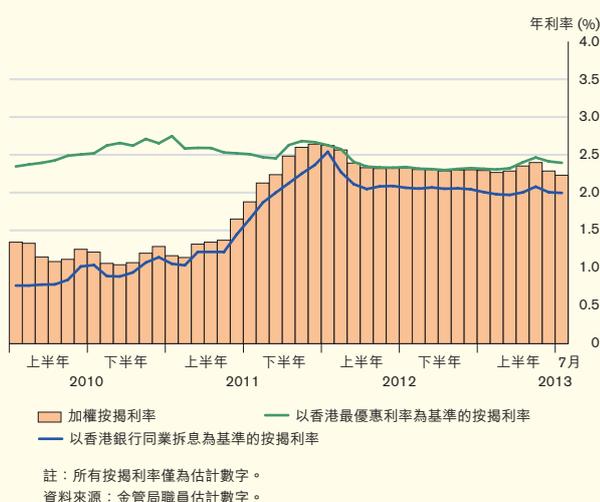


圖 4.7  
存款利率及平均資金成本



隨著銀行流動資金狀況有所改善，批發及零售利率近期再度微跌，但長年期的外匯基金債券收益率仍然在近期高位徘徊。短期而言，香港的低息環境預期將會

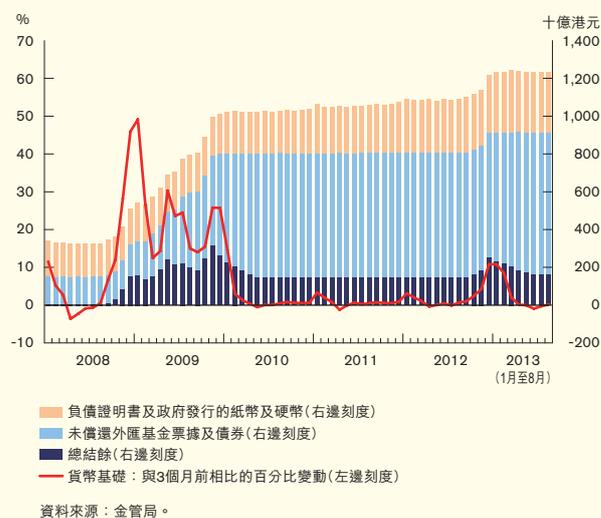
持續，最新的共識預測顯示在未來12個月內，3個月香港銀行同業拆息將大致保持穩定，處於0.4 – 0.5厘的水平。存款和貸款利率大致緊貼銀行同業拆息的走勢，於短期內或會在相對低位徘徊，但具體定價仍將取決於貸款及存款的相對供求狀況。

然而在中期而言，最新的掉期利率期限結構顯示港元銀行同業拆息或會錄得較大的升幅，如3個月香港銀行同業拆息在三年內可攀升大約200基點。事實上，市場對聯儲局貨幣政策的變動尚存疑慮，並視乎經濟數據公佈及聯儲局訊息而作出反應。因此，預期美元利率、港元利率以及債券市場的波幅或會增大。

## 4.2 貨幣及信貸<sup>18</sup>

貨幣基礎於6月底時為12,318億港元(相當於本地生產總值的59.2%)，與2012年底相若，僅因未贖回的負債證明書及流通紙幣變動而出現輕微波動(圖4.8)。由於並無資金淨流入，強方兌換保證未被觸發。這與去年第4季強方兌換保證曾多次被觸發，因而錄得1,072億港元流入的情況有所不同。另一方面，由於額外發行920億港元外匯基金票據，總結餘於2013年上半年減至6月底的1,639億港元。

圖 4.8  
貨幣基礎的組成部份



<sup>18</sup> 除另有說明外，本節所述的按年率計變動乃根據本年度截至該月底止的變動率按比例計出。

港元貨幣總額繼2012年快速增長後保持穩定。港元廣義貨幣供應量(港元M3)於2013年上半年按年率計僅輕微增加0.4%。在港元M3之中,公眾持有的硬幣及紙幣按年率計增加12.5%,而銀行的客戶存款及銀行業以外的客戶持有的可轉讓存款證則分別減少0.4%及0.5%。在貨幣概覽框架下按港元M3的對應資產分析,認可機構的外幣資產淨額與資本及儲備(為其他項目淨額的一部份)拖低廣義貨幣供應,但本地信貸強勁增長,以及認可機構對境外銀行的債權增加均產生抵銷作用(圖4.9)。另一方面,經季節因素調整的港元狹義貨幣供應量(港元M1)按年率計增長16.1%,增速比廣義貨幣供應量快,原因是公眾持有的硬幣及紙幣及活期存款快速增加。

圖 4.9  
港元M3及其對應資產變動



港元存款於2013年上半年按年率計輕微減少0.4%，但外幣存款繼續強勁增長9.4%（圖4.10）。在外幣存款中，美元存款顯著減少，其他貨幣的存款則回升，部份由於人民幣存款顯著增長。有關人民幣存款的最新發展，請參考本節下文。整體而言，認可機構的存款總額於2013年上半年按年率計增長4.4%，低於2012年全年9.3%的增幅。

圖 4.10  
存款增長



信貸方面,2013年上半年貸款總額按年率計的增長率急升至19.0%,而增幅主要來自第2季(圖4.11)。貿易融資強勁增長以及跨國企業的流動資金需求增加,推動外幣貸款於上半年錄得按年率計33.4%的顯著增長。港元貸款按年率計增長9.4%,而2012年全年則增長5.5%。

圖 4.11  
貸款增長



與此同時，在香港境外使用的貸款按年率計增長15.4%，與2012年的增幅相若，但在香港使用的貸款增幅較大，達20.5%，部份由於貿易融資激增95.9%，情況與本港商品貿易呆滯的狀況有別（圖4.12），引起金管局關注銀行信貸審批標準以及其潛在融資風險。

圖 4.12  
貿易融資及商品貿易



撇除貿易融資貸款，其他在香港使用的貸款亦快速增長，2013年第2季尤其顯著，且增速快於名義本地生產總值（圖4.13）。貸款增長主要受非物業相關行業的貸款所支持（圖4.14），其中批發及零售行業的貸款因業務暢旺而快速增長，金融企業及股票經紀貸款亦增長強勁。物業發展貸款於第1季輕微下跌後回升，但住宅按揭貸款的增速逐步放緩，主要受印花稅及審慎監管措施壓抑房屋市場所影響。信用卡墊款溫和增長，而其他私人用途貸款的增幅則超過去年。整體而言，於2013年中，消費者信貸及住宅按揭貸款增長帶動家庭債務佔本地生產總值的比例升至62%的紀錄高位，而對比2008年底則為51%（圖4.15）。

圖 4.13  
其他本地貸款及名義本地生產總值



圖 4.14  
按行業劃分的其他本地貸款

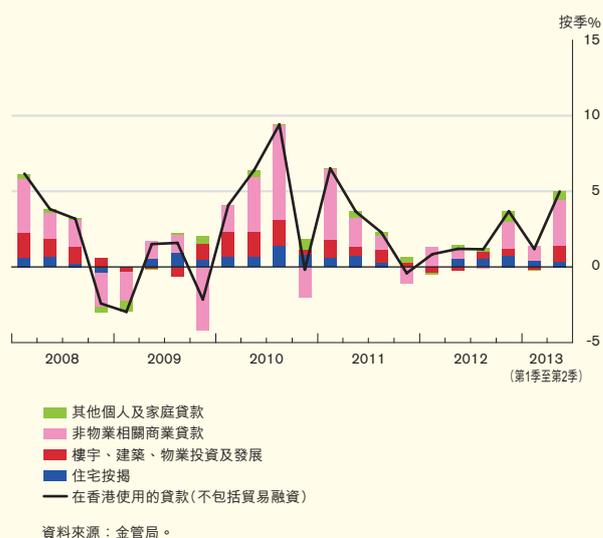
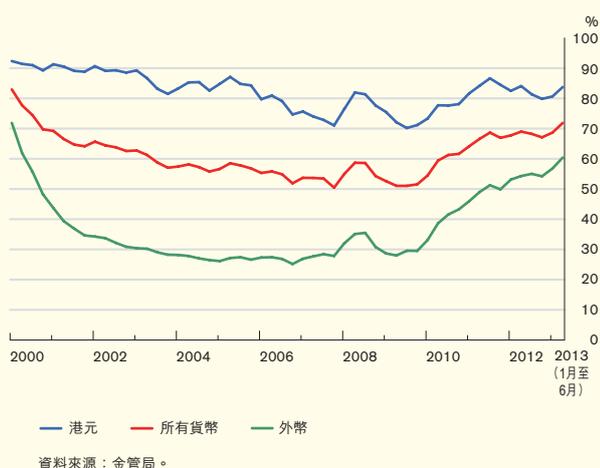


圖 4.15  
家庭債務佔本地生產總值百分比



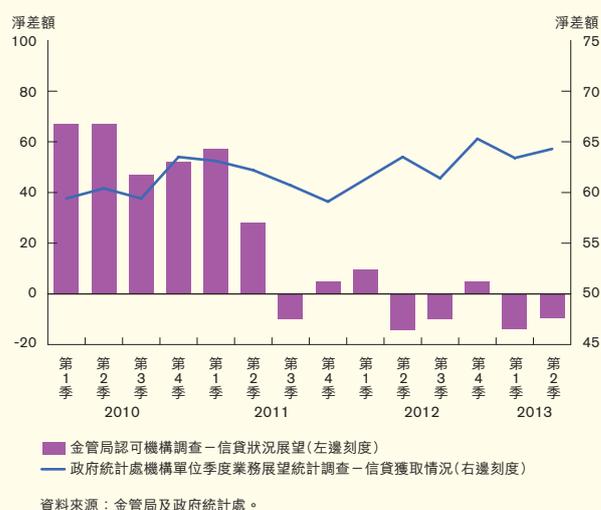
由於港元貸款增加而港元存款減少，港元貸存比率由2012年12月的79.8%升至2013年6月的83.7%（圖4.16）。此外，由於外幣貸款快速增長，外幣貸存比率亦由去年12月的54.2%急升至2013年6月的60.4%，達到13年的高位。

圖 4.16  
貸存比率



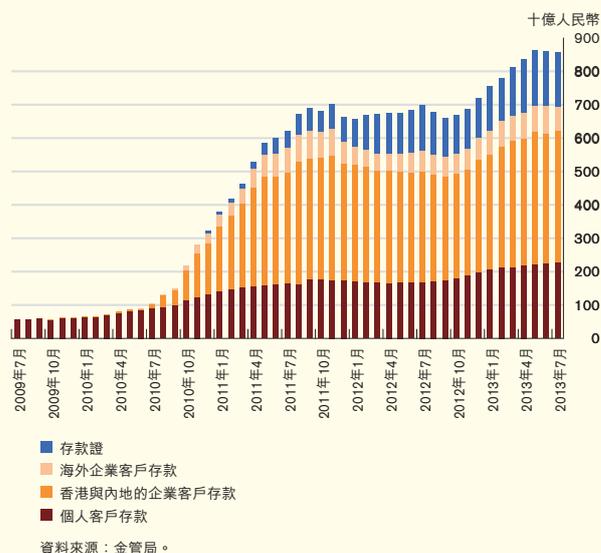
然而，有跡象顯示近期貸款增長有所放緩，流動資金狀況亦有舒緩。貿易融資及其他本地貸款增幅於7月份有所放緩，而港元貸存比率亦微跌。此外，金管局最新信貸狀況展望意見調查顯示，未來一段時間信貸需求會趨向緩和，「淨差額」（預期「上升」的受訪認可機構比例與預期「減少」的受訪認可機構比例之差）呈現負數（圖4.17）。然而，由於低息環境持續，預期銀行信貸供應仍將充裕。最新的季度業務展望統計調查亦顯示，非銀行私營部門獲取信貸的情況並無惡化跡象。

圖 4.17  
信貸需求及信貸獲取情況調查



香港離岸人民幣資金池在2013年上半年繼續穩健增長。人民幣存款及未償還人民幣存款證總額較去年大幅增長19.5%（非按年率計）至6月底的8,607億元人民幣（圖4.18），其中客戶存款穩步增長15.7%，主要因人民幣更廣泛地作為結算貨幣，企業賬戶存款增加。同時，個人客戶存款亦見上升，當中非居民個人客戶於6月底佔個人客戶存款為4.8%。由於人民幣存款比其他貨幣存款增速快，6月底銀行體系中的人民幣存款比例升至10.4%。

圖 4.18  
香港的人民幣存款及未償還存款證



經由香港銀行進行的人民幣貿易結算額由去年下半年的14,194億元人民幣，進一步增至2013年上半年的16,953億元人民幣。由內地匯入香港的數額和由香港匯出至內地的數額大致平衡，於2013年上半年，匯入與匯出的比例仍為1.2（圖4.19）。

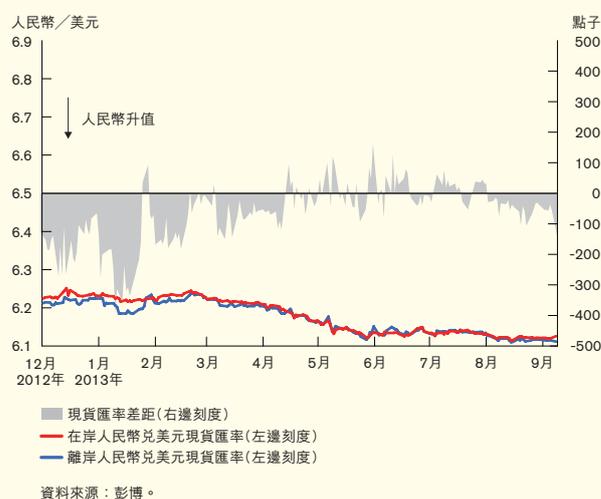
圖 4.19  
人民幣貿易結算匯款



2013年上半年，其他人民幣銀行業務亦錄得強勁增長。其中在港人民幣融資活動持續大幅增長，未償還貸款較6個月前增長39.8%至1,105億元人民幣。參與香港人民幣結算平台的銀行數目由六個月前的204間增加至6月底的208間。截至6月底為止，海外銀行在香港銀行合共開設1,623個人民幣代理銀行帳戶，對比2012年底時約1,400個帳戶有所上升。同時，應付及應收海外銀行的金額分別為1,272億元人民幣及1,397億元人民幣。應收海外銀行的淨額仍為正數，顯示香港銀行為海外銀行提供人民幣資金。

近期香港離岸人民幣匯率大致緊貼在岸人民幣匯率，香港離岸人民幣匯率與在岸人民幣匯率差價由1月時平均約200點子收窄至8月時約40點子（圖4.20）。香港離岸人民幣銀行同業市場最近數月有重大發展，人民幣香港銀行同業拆息定價於6月份推出，金管局於7月份為流動資金安排推出優化措施。3個月人民幣香港銀行同業拆息定價於7月及8月大致穩定，於8月底收報2.77%。展望未來，隨著香港的人民幣業務健康發展，預期人民幣銀行同業市場亦會繼續穩步增長。

圖 4.20  
在岸及離岸人民幣匯率

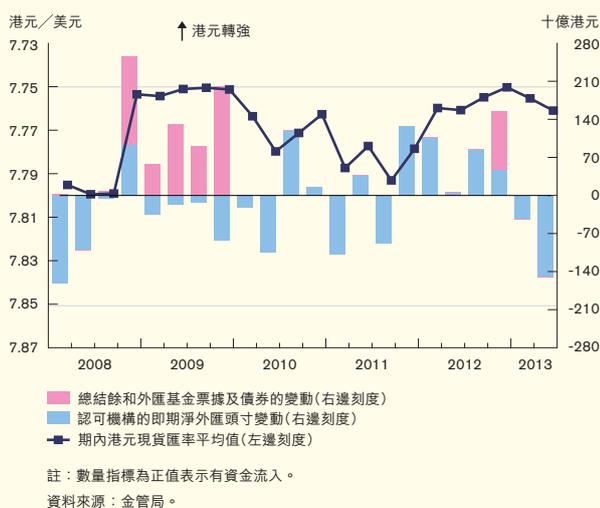


## 4.3 資金流

### 港元資產需求

全球經濟及金融環境在2013年上半年變得波動，來自非銀行私營部門的港元資產需求有所減弱，這與去年最後一季港元資產需求及資金流入壓力強勁的情形不同，當時金管局向銀行體系注入逾1,000億港元。然而，價格與數量指標以及市場報告均顯示，上半年非銀行私營部門的資金流出壓力並非特別大（圖4.21）。港元現貨匯率僅輕微回軟。除6月份本港股票市場調整期間外，認可機構的即期淨外匯頭寸並無顯著減少。<sup>19</sup> 而且銀行的港元需求增加，部份抵銷了上述資金流出壓力。

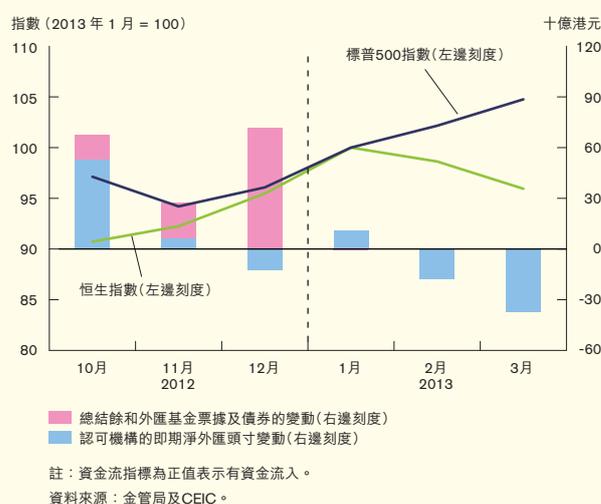
圖 4.21  
季度資金流指標



第1季港元拋售壓力溫和，據報其原因是美國經濟出現改善跡象，且美國股市表現出色，吸引全球投資者將資產分配至美元及美國股票市場。美元上升及香港

股市表現較美國股市遜色亦印證了這一情況（圖4.22）。市場氣氛改變亦影響資金流的變動。在1月份，市場擔憂熱錢流入，但自2月以來，因美元轉強、美國國庫券收益率上升、塞浦路斯出現金融危機以及日本通貨再膨脹政策帶來不確定性，市場轉而擔憂資金流出。因此，港元現貨匯率逐步回軟，同時認可機構的即期淨外匯頭寸也於第1季減少，均顯示非銀行私營部門的港元需求減弱。

圖 4.22  
月度股市表現與資金流指標



資金流於第2季仍有一定的流出壓力，而資金流活動主要集中於5月22日聯儲局主席發表削減購債規模的言論之後。不過，非銀行私營部門的港元流出壓力一定程度上反映銀行部門對港元需求增加。因此，港元現貨匯率僅自第1季的平均值7.7554稍微回軟至第2季的7.7610。與此同時，認可機構的即期淨外匯頭寸減少，顯示港元資金於6月從非銀行私營部門流向銀行部門。市場調查結果亦顯示，全球互惠基金於6月增加拋售區內（包括香港）股票，部份因為市場對

<sup>19</sup> 留意認可機構的即期淨外匯頭寸（數值上相等於即期淨港元頭寸）的變動會受到價格及匯率改變等估值變動的影響，所以它們僅屬淨港元資金流的代理指標。

美國聯儲局退出量化寬鬆政策的憂慮加劇所致(圖4.23)。香港債券的淨購買額亦大幅回落，與據報更多大型公司轉向銀行尋求融資的趨勢一致(圖4.24)。然而，大約在同一期間，銀行購買港元的數額有所增加，在一定程度上反映流動資金需求於接近上半年結束時增加。銀行平均資金成本上升，而且6月底前港元兌美元匯率稍為轉強，亦印證了這種情況(圖4.25)。

圖 4.23  
每周股票資金的市場調查

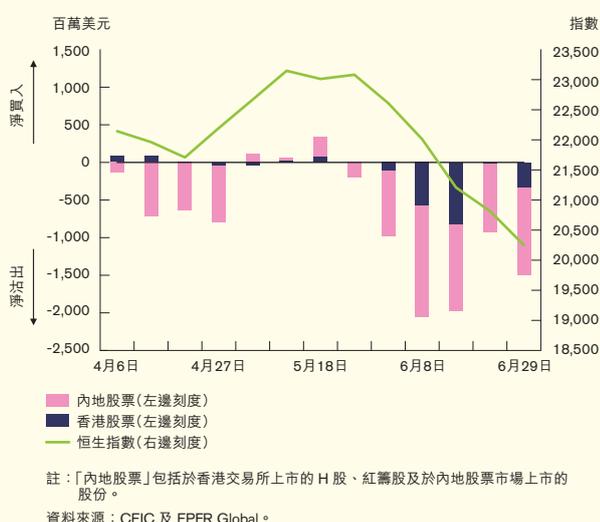
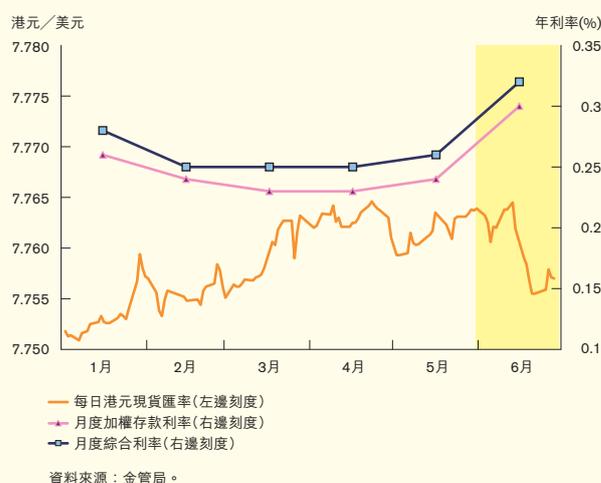


圖 4.24  
季度債券資金的市場調查



圖 4.25  
流動資金狀況與匯率



上半年有兩點亦很值得留意。首先，近期的經驗顯示，與美國推出第三輪量化寬鬆貨幣政策後的情況不同，日本的量化和質化貨幣寬鬆政策並未帶來大量港元資金流。其次，聯繫匯率制度繼續享有高度的市場公信力，是港元匯率保持穩定的重要基石。舉例而言，雖然年初市場強烈預期人民幣升值，但並無跡象顯示有針對聯匯制度進行的匯率投機活動。

### 國際收支平衡及跨境資金流

國際收支平衡統計資料顯示，儲備資產在第1季僅略為擴大164億港元（佔本地生產總值的3.2%），主要原因是負債證明書及外幣資產收入增加。這主要反映貨幣發行局制度的正常運作，而非自主的資金流入壓力（表4.A）。與去年第四季比較，金管局進行大規模外匯操作，儲備資產擴大943億港元（佔本地生產總值的16.9%）。金管局的最新數據顯示，外匯基金的外幣儲備資產於第2季稍為收縮。

表 4.A  
按標準組成項目分析國際收支平衡帳

	2011		2012				2013
	2011	2012	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季
佔本地生產總值百分比							
經常帳	5.6	2.3	1.1	-1.4	6.0	3.1	-0.3
資本及金融帳	-5.8	-1.8	2.9	6.6	-9.8	-5.8	-2.5
資本轉移	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.1	0.0
金融非儲備資產(淨變動)	-1.3	7.5	16.1	5.3	-2.5	11.2	0.8
直接投資	0.1	-3.6	-1.8	2.0	-3.7	-9.8	-18.1
證券投資	-0.6	-0.6	40.2	3.7	-10.2	-30.8	6.7
金融衍生工具	1.1	0.7	0.3	0.1	0.2	2.1	0.8
其他投資	-1.9	10.9	-22.6	-0.5	11.2	49.6	11.5
儲備資產(淨變動)	-4.5	-9.3	-13.2	1.5	-7.2	-16.9	-3.2
淨誤差及遺漏	0.2	-0.5	-4.0	-5.2	3.8	2.7	2.7

資料來源：政府統計處。

儘管貿易條件稍為改善，但第1季經常帳結餘錄得小幅赤字13億港元（佔本地生產總值的0.3%），延續2008年以來大致向下的趨勢（表4.A及圖4.26）。經常帳結餘下降是由於貨物貿易赤字的增幅超過服務貿易盈餘的增幅所致。雖然第2季的經常帳結餘數字於行文之日尚未公佈，但本地生產總值數據顯示整體貿易結餘在該季度轉為赤字。這預示經常帳結餘可能在第2季進一步轉弱，因為相對於貿易差額而言，生產要素收入數額較小。

圖 4.26  
經常帳結餘



私人部門的金融資本流入淨額亦顯著收窄，由上年第4季的626億港元（佔本地生產總值的11.2%）減至今年第1季的40億港元（佔本地生產總值的0.8%）（表4.A）。淨流入主要來源於證券投資及與貸款和存款有關的其他投資，而直接投資流出僅抵銷部份流入。

透過進一步分析證券投資統計資料可以發現，不論本港居民及非香港居民，都有股票投資相關的資金流入（表4.B）。本地銀行亦大幅增持非居民發行的短期債券。另外，雖然本地企業繼續基於美元資金成本較低而在海外債券市場集資，但是非香港居民購買的香港債務證券減少。

表 4.B  
跨境證券投資資金流

(十億港元)	2011	2012	2012				2013
			第1季	第2季	第3季	第4季	第1季
來自香港居民							
股權和投資基金份額	-237.3	-133.8	83.4	-27.5	-84.3	-105.3	24.8
債務證券	81.5	-135.4	-4.4	38.9	-49.0	-121.0	-39.8
來自非香港居民							
股權和投資基金份額	47.1	193.9	74.5	2.4	65.7	51.3	46.2
債務證券	97.7	62.7	41.4	3.8	13.9	3.6	2.6

註：正值顯示資金流入。  
資料來源：政府統計處。

其他投資帳戶錄得淨流入，部份受本地居民（包括銀行）的貨幣及存款大量流入所帶動。然而，值得注意的是，此類資金流非常波動，而且未必牽涉港元兌換，因此不能準確反映港元資金流狀況。另一方面，外部貸款仍造成資金流出，延續2010年至2012年間的整體趨勢（圖4.27）。近期中國內地與香港之間的利率及匯率套戥活動，亦在一定程度上推動此類貸款的需求上升。

圖 4.27  
本地銀行向非本地居民提供的貸款



### 資金流展望

展望年內餘下時間，淨資金流的壓力仍將保持溫和，流入及流出會不時出現，但總額都應處於可應付的水平。因此，現貨匯率可能會繼續在接近強方的窄幅範圍內橫行，而資金流的規模及流向可能會出現短期波動。這些短期波動主要源自於變化不定的市場氣氛、全球經濟前景的轉變，以及可能因首次公開招股活動及年末財務安排所導致的季節性流動資金需求。

儘管如此，鑑於近期全球金融市場及區內匯率波動，以上論及的基準前景仍然受很多不確定的因素所影響，港元資金流的波幅可能會更大。在不利因素方面，市場對美國聯儲局怎樣削減購債規模仍極其憂慮，可能導致全球金融市場更為波動，繼而對資金流造成不利影響。本地方面，物業市場中存在價格過高的風險，且宏觀經濟有失衡跡象，顯示整體經濟及資產價格均存在調整風險。若這些風險一旦實現，則可能出現大量資金流走。在有利因素方面，股市集資活動或會復甦，刺激港元需求。

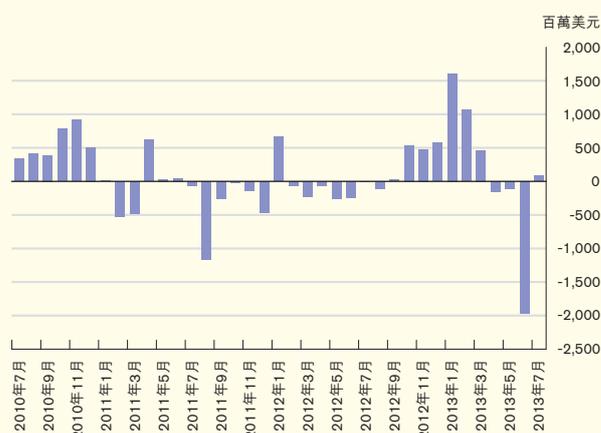
## 資產市場

受外圍環境影響，本地股票價格在過去6個月持續低迷。鑑於美國及內地的政策前景愈趨不明朗，加上敘利亞局勢的發展，預期市場於未來一段時間將持續動盪。儘管全球債券市場近來波動不定，本地債務市場仍然保持穩定，而離岸人民幣債務證券發行額亦繼續快速增長。物業市場在加息憂慮和經濟前景不穩的陰霾下呈現放緩跡象。但現時物業估值依然偏高，置業負擔能力持續惡化，租金收益與利率之間的差距正大幅收窄。

### 4.4 股市

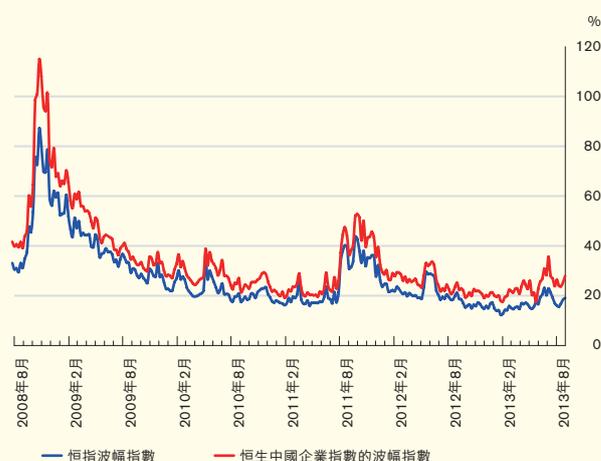
受著一系列外圍環境的負面影響，本港股市於過去6個月內大幅上落。意大利大選結果懸而未決，加上塞浦路斯爆發銀行危機，導致恐慌情緒蔓延，令3月份股市大受影響。其後，由於美國勞工市場呈現復甦跡象，令投資者重拾信心。然而，美國聯儲局主席伯南克於5月在國會作證時暗示，央行或會於稍後縮減刺激計劃規模，導致市場情緒再陷入低迷。在6月份美國聯邦公開市場委員會會議召開後舉行的記者會上，聯儲局公佈其縮減量化寬鬆措施規模的計劃，而中國亦同時傳出資金緊張的消息，導致外國投資者撤出本地股票基金（圖4.28），本地股票的引伸波幅升至一年來的高位（圖4.29）。伯南克在半年度國會聽證會中發表鴿派言論雖令本地股市跌幅開始收窄，但隨後多位公開市場委員會委員的言論引起市場猜測聯儲局或會在9月份開始放緩資產購買步伐，令市場於回顧期末又再面臨壓力。

圖 4.28  
香港股票資金的淨流量



資料來源：EPFR Global。

圖 4.29  
恒指及恒生中國企業指數的波幅指數



資料來源：彭博及金管局職員估算數字。

受外圍環境惡化影響，恒生指數於6月份跌破20,000點大關，市場觀望氣氛濃厚，平均每日成交額在7月份跌至515億港元。整體而言，恒指於3月至8月期間下降5.6%。此外，受中國經濟發展放緩及流動性收緊的影響，恒生中國企業指數（又名H股指數）大幅下降14.1%（圖4.30）。

**圖 4.30**  
恒指及恒生中國企業指數

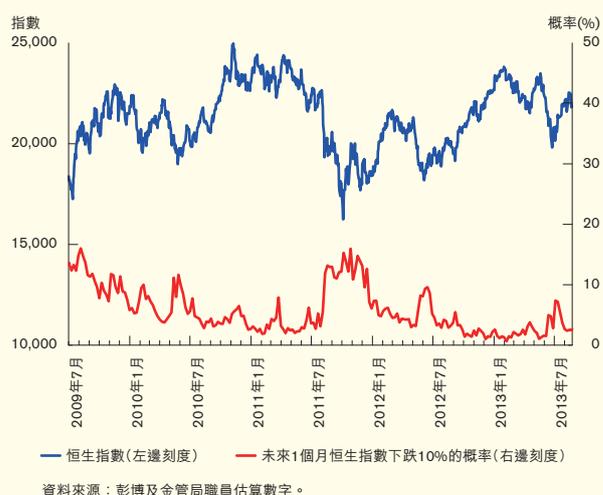


展望未來，本地股市估值仍遠低於過去五年的平均值，屬較為吸引的水平，預期市場下跌的風險（以未來1個月內恒生指數下跌10%的概率衡量）有限（圖4.31及4.32）。不過，由於市場情緒對外圍市況仍然高度敏感，於年內餘下時間，本地市場很有可能會持續動盪。一方面，聯儲局縮減量化寬鬆措施規模的方式及時間，有機會引致本地資產估值大幅調整；另一方面，全球經濟的復甦步伐，特別是內地經濟前景不甚明朗，加上近期敘利亞局勢的變化，將繼續為本地股市帶來負面影響。

**圖 4.31**  
經週期性調整的恒生指數市盈率



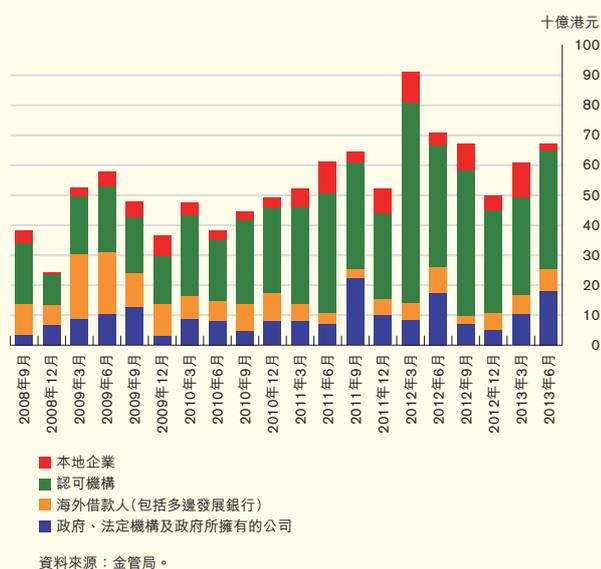
**圖 4.32**  
恒生指數及其在未來1個月內下跌10%的期權引伸概率



## 4.5 債務市場

儘管全球債券市場波幅加劇，但港元債務市場仍繼續錄得增長。2013年上半年，新債發行額達11,744億港元，按年增長8.8%（圖4.33）。公營機構為增長的主要推動因素，較2012年同期多發行1,312億港元債務證券，增幅達13.9%。<sup>20</sup> 相比之下，本地私營機構（包括認可機構及本地企業）的發債額則大幅下降。<sup>21</sup> 這某程度上是由於聯儲局公佈其縮減量化寬鬆措施規模的計劃，導致債券投資的吸引力下降，並引發全球債券市場（包括港元債務市場）的拋售潮。債券平均收益率因此急劇上升，致使私營機構於6月份的新債發行額下降（圖4.34）。同時，受市場情緒減弱的影響，長期債券的發行額亦有所下降。2013年上半年，年期為五年以上的新發行私營機構債務證券（存款證除外）由2012年同期的40.7%下降至37.5%。<sup>22</sup>

**圖 4.33**  
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務



<sup>20</sup> 外匯基金票據及債券佔港元債務發行額的89.1%。政府根據政府債券計劃發行的債券總額達200億港元。法定機構／政府所擁有的公司所發行的債務急增34.4%至84億港元。

<sup>21</sup> 認可機構及本地企業的新債發行額分別下降33.1%及2.4%，至721億港元及138億港元。

<sup>22</sup> 「私營機構」包括認可機構、本地企業及非多邊發展銀行的海外借入人。

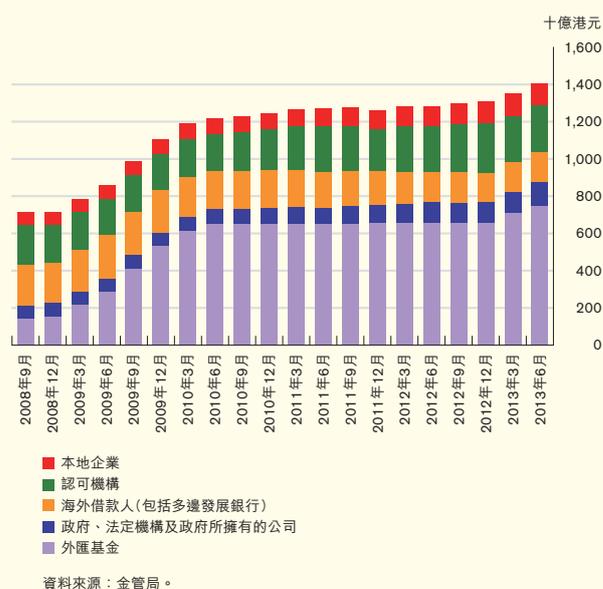
<sup>23</sup> 這相當於港元貨幣供應量M3的30.9%或整個銀行業港元資產的25.0%。

**圖 4.34**  
亞洲及香港本地債券平均收益率



由於新債發行額大幅上升，未償還港元債務總額於6月底增至14,050億港元的歷史高位，按年增長9.7%（圖4.35）。<sup>23</sup> 海外借入人（包括多邊發展銀行）的未償還債務金額繼續縮減，按年下降1.9%。此外，雖然本地私營機構的新債發行額大幅下降，但其未償還債務金額仍錄得5.1%的按年增長。

**圖 4.35**  
未償還的港元債務



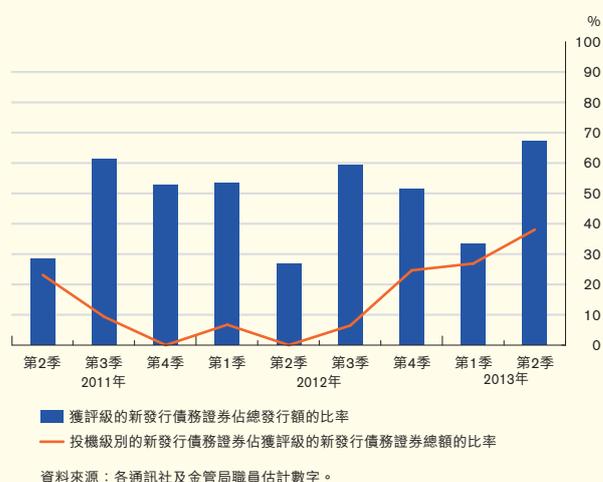
儘管全球債券市場近來持續波動，但香港離岸人民幣債務證券市場仍保持暢旺，發行量繼續大幅上升。2013年上半年合共發行2,039億元人民幣的債務證券，較2012年同期增長26.4%（圖4.36）。此外，雖然發行市場仍繼續由金融機構主導，但非金融機構的參與日趨普遍。回顧期內，本地及內地非金融機構發行的債務證券達351億元人民幣，較2012年同期的112億元人民幣高出逾兩倍。因此，非金融機構佔總發行額（存款證除外）的比率大幅上升至41.6%，幾乎相當於金融機構（包括多邊發展銀行）所佔的比率。

**圖 4.36**  
新發行的離岸人民幣債務證券



同時，投機級別的債務證券發行額亦有所增長。2013年上半年，評級為BB+或以下的債務證券發行額達160億元人民幣，接近於2012年整個年度所錄得的55億元人民幣的三倍，佔期內獲評級的新發行債務證券（存款證除外）總額的35.1%（圖4.37）。投機級別債務證券的發行及近期全球債券市場的拋售潮，亦推高了離岸人民幣債券的平均收益率（圖4.38）。

**圖 4.37**  
獲評級的新發行債務證券及投機級別的新發行債務證券的比率(存款證除外)



**圖 4.38**  
未償還離岸人民幣債務證券及離岸人民幣債券收益率



在新發行債務證券快速增長的推動下，香港未償還離岸人民幣債務證券總額亦大幅攀升，並於2013年6月底達到4,818億元人民幣的歷史新高，按年增長40.7%（圖4.38）。儘管投資者對債券投資的需求下降，但在25%的人民幣流動資產比率規定被撤銷及推出人民幣香港銀行同業拆息定價後，離岸人民幣債務證券市場仍可望穩定增長。自2013年4月25日起，參與人民幣業務的銀行不必持有至少佔其人民幣存款總額25%的合資格人民幣流動資產。此舉使銀行在管理資產方面有更大的靈活性，並有可能提升對債務證券的需求。此外，於2013年6月24日推出的人民幣香港銀行同業拆息定價為浮息債券及利率風險對沖工具提供一個可靠的定價基準，將使市場上的債務證券種類更為多元化。

近年本地企業的融資渠道由以往的銀行及股票市場轉為債券市場，推動了本地債券市場（廣義而言，同時包括以港元計值的債券及任何在香港經營的機構所發行的外幣債券）的發展。專題3將討論上述發展的具體推動因素。

### 專題3

## 近期香港債券市場快速增長的推動因素<sup>24</sup>

香港的企業傳統上都會依賴銀行貸款或股票市場來滿足其資金需要，香港債券市場的發展程度也因此不及發達經濟體系。然而，部份企業的長期融資渠道近年來已由銀行及股票市場轉向債券市場。本專題回顧本港債券市場近期的發展，並討論其近期增長的推動因素。

#### 近期發展概覽

在過去數年間，本港債券市場快速增長。2012年發行額達4,140億港元，是2008年發行額的三倍多（圖B3.1），當中大部份增長來自本地企業的發行，佔發行總額的73.4%。所發行的債券主要為長期債券，新發行債券的平均年期由2008年的6.5年延長至2012年的7.9年（圖B3.2）。按計價貨幣劃分，以美元計值的企業債券增長尤其強勁（圖B3.3）。

圖 B3.1  
香港債券市場的發行額

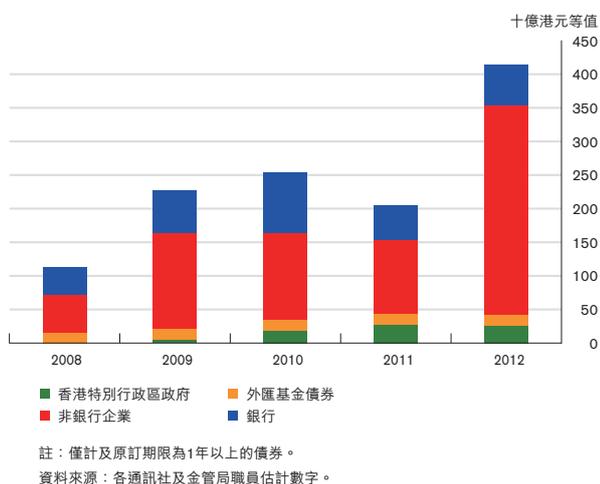


圖 B3.2  
新發行的企業債券(按年期劃分)

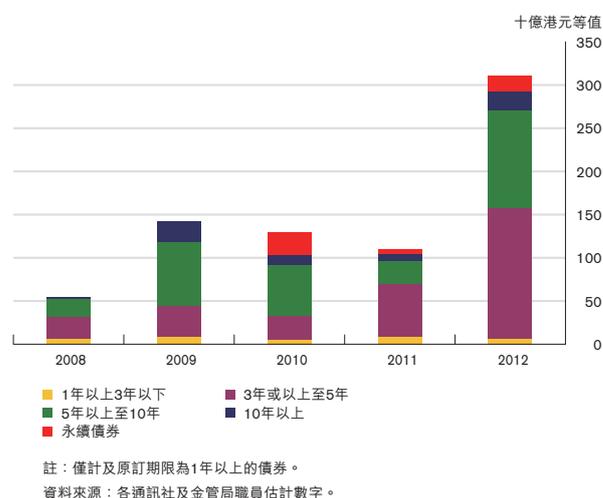
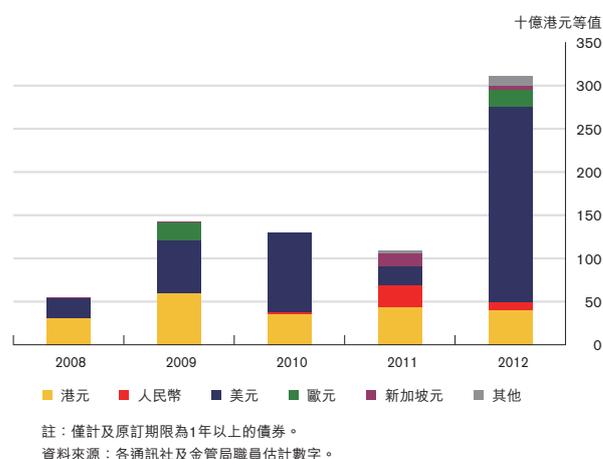


圖 B3.3  
新發行的企業債券(按計價貨幣劃分)



#### 近期發展的推動因素

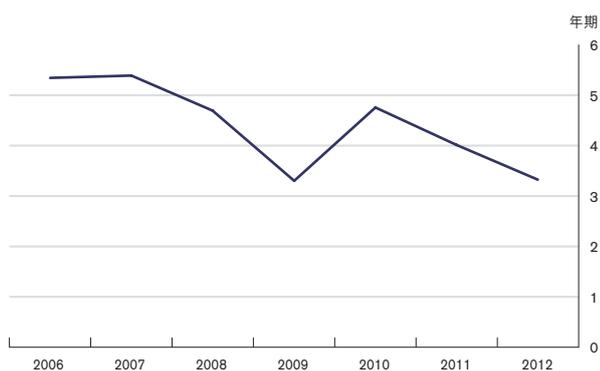
近期本港債券市場的發展強勁，尤以企業債券為甚，在很大程度上是由一些供求因素所推動。

<sup>24</sup> 在本研究中，香港債券市場指包括(i)以港元計值的債券（不論發行人屬何地區）；及(ii)任何在香港經營的機構所發行的外幣債券的市場。此定義主要反映兩個因素，即本港借款人的融資需求及所取得的統計數據。

## 供應因素

- 貸款市場渠道萎縮：**在宏觀經濟因素的影響下，銀行提供長期貸款的能力及意願均下降。全球金融危機爆發後，經濟前景的不明朗已在某程度上降低銀行業對較長年期貸款的風險胃納，銀行信貸因而減少。而歐洲銀行去槓桿化，更令這種情況進一步加劇，以致銀團貸款的平均年期由2008年的4.7年縮短至2012年的3.3年（圖B3.4）。信貸狀況緊縮，加上近年來全球金融市場波幅擴大，令長期借款成本急速上升。<sup>25</sup>

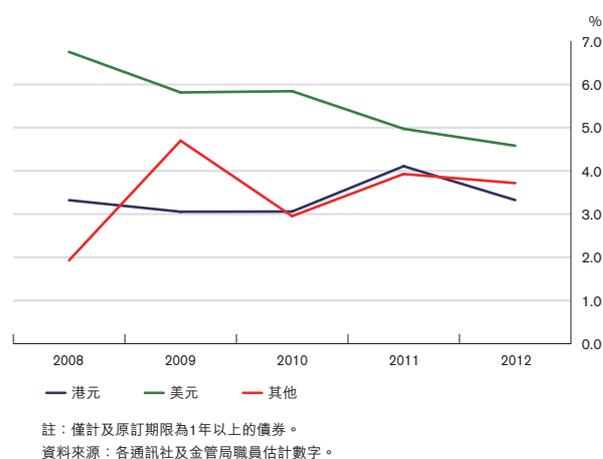
**圖 B3.4**  
香港銀團貸款的平均年期



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

- 債券融資的競爭力上升：**全球金融危機後，先進經濟體系推行非常規的寬鬆貨幣政策，導致市場流動資金氾濫，利率下跌至歷史低位。因此，全球普遍出現投資者轉向回報相對較高的企業債券市場之趨勢。這種「追求收益率」的現象導致企業債券收益率下跌，企業可藉此以較低的成本籌措資金（圖B3.5）。與此同時，本港投資者亦逐漸接受一些知名但未獲評級或投機級別的本地發行人所發行的債券，投資者承擔風險的意願上升，為新發行人提供有利條件。

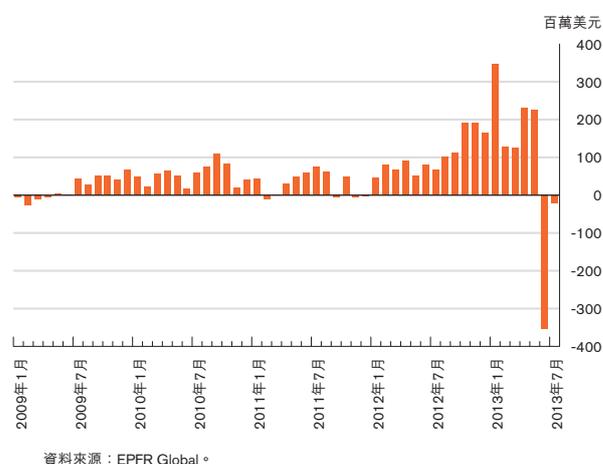
**圖 B3.5**  
新發行企業債券的加權平均收益率



## 需求因素

- 亞洲基本因素改善：**與美國及歐洲的情況相反，亞洲的經濟基本因素已普遍得到改善。自全球金融危機以來，區內多個經濟體系的信貸評級有所提升或獲得肯定。此正面發展在很大程度上使亞洲區資產得到重估，並吸引全球機構投資者關注。由於這些投資者紛紛調高亞洲債券在其投資組合中比重，香港及亞洲多個經濟體系亦因此受益於由此流入的資金（圖B3.6）。

**圖 B3.6**  
流入香港的債券資金



<sup>25</sup> 舉例而言，香港銀團市場的貸款成本於2012年下半年躍升至基準利率加252個基點，而2008年同期僅為122個基點。

- **亞洲投資者趨於成熟：**亞洲投資者整體上已變得更成熟，以致他們較以往更能接受除股票外的可投資資產。由於全球金融危機揭示了信貸風險評估的重要性，區內眾多金融機構已建立內部信貸風險評估系統，用於評估自身或客戶的投資，這間接將他們的資金導向企業債券等收益率較高的產品。
- **中期票據發行計劃日漸受市場歡迎：**近年來，中期票據發行計劃的使用在香港日益普及。<sup>26</sup> 這項計劃能顯著加快債券發行程序，並方便私人銀行家透過「反向詢價」接觸發行人。<sup>27</sup>

## 結論

近來年，本港債券市場快速的增長在某程度上是受到低息環境下週期性「追求收益率」現象推動，然而，一些結構性因素亦不可忽視。此外，過去數年，香港特區政府積極推廣債券市場，例如於2009年推出政府債券計劃。因此，只要這些推動因素仍然存在，債券市場仍會持續增長，儘管增長勢頭可能會隨著全球利率反彈而有所減弱。

<sup>26</sup> 中期票據發行計劃是一項債務發行計劃，透過該計劃，發債公司可使用標準化文件，有效地加快發行債券的程序。

<sup>27</sup> 反向詢價是一種常見的做法，投資者可藉此接觸並邀請其感興趣的公司向他們發行債券，而不是被動地等待公開招標。

## 4.6 物業市場

### 住宅物業市場

隨著政府當局及金管局推出新一輪印花稅及審慎措施，自今年2月以來，住宅價格回軟，成交量也顯著減少。物業市場狀況有所冷卻，亦部份反映在經濟前景欠穩，以及預期利率上升的影響下，市場情緒趨於謹慎。不過，在勞工市場情況仍然向好的環境下，業主的持貨能力仍相對強勁，加上供應偏緊，這些都阻止住宅價格大幅下跌。然而，由於物業估值仍然偏高，物業市場失衡情況仍較為嚴重，並繼續為香港宏觀經濟及金融穩定帶來風險。

整體住宅價格於2013年第1季急速上升，但隨後於第2季大致橫行（圖4.39），總體而言住宅價格在上半年錄得6.8%的累積升幅，相比之下，2012年全年上升25.7%。在上半年，中高檔住宅及豪宅環節的住宅價格升幅較為溫和，為0.4%。物業代理的臨時交易記錄顯示，住宅價格在進入第3季後小幅回軟，中原城市領先指數於7至8月期間持平（圖4.40）。

圖 4.39 住宅物業價格及成交量

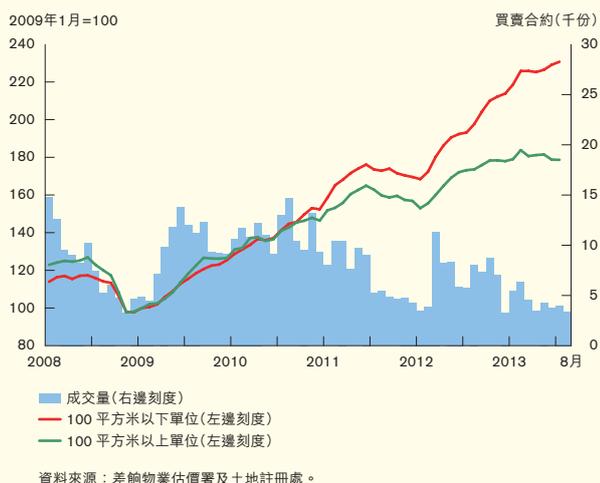
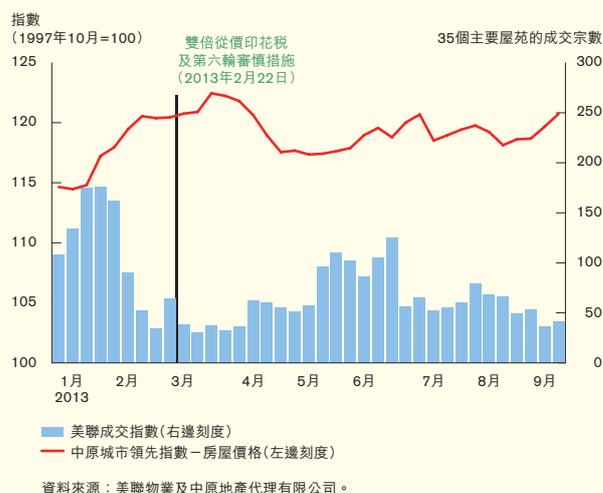


圖 4.40 物業代理估算的住宅物業價格及成交量



另一方面，成交量於2013年上半年明顯收縮，於土地註冊處註冊的買賣合約只有約28,000份，而上一個半年度期間則為約40,100份。上半年二手市場成交量更下跌約三分之一。此外，確認人交易及短期轉售交易均顯示，投機活動大致受到遏制。政府推出買家印花稅並將從價印花稅稅率上調一倍後，公司持貨交易及非本地需求顯著下降（圖4.41）。與此同時，一手市場成交量下跌26.1%，部份原因是《一手住宅物業銷售條例》自4月底起生效，發展商一度放緩推出新盤的步伐。根據觀察所得，二手市場成交於第3季仍然淡靜，而一手物業的推售步伐則有所加快。

圖 4.41 確認人交易、短期轉售交易、公司持貨交易及內地買家



然而，物業估值仍然偏高。由於私人住宅家庭入息增長速度未能追及住宅價格增長，置業負擔能力持續惡化。金管局估算的價格收入比率於2013年年中攀升至14.7，已經稍高於1997年的高峰水平（圖4.42）。<sup>28</sup> 收入槓桿比率亦於6月份升至65%的高位，遠高於50%的長期平均水平。<sup>29</sup> 倘若按揭利率大幅上升，例如增加3個百分點，收入槓桿比率將攀升至84%的更高水平。另一個住宅價格可能脫離基本面的信號是租金回報率偏低，平均已降至2-3%（圖4.43）。尤其是從資產定價的角度來看，租金回報率相對於按揭成本、風險溢價、預期資產升值回報，以及其他置業成本，可能已屬過低。

圖 4.42  
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。

圖 4.43  
新租約的住宅租金收益率



資料來源：差餉物業估價署。

與過去幾年的暢旺市道相比，預期香港房屋市場將會整固。雖然香港的低息環境刺激物業價格飆升，但這種利好因素可能會比預期更早地出現逆轉，幅度亦可能較預期大。事實上，美國聯邦儲備局此前宣佈將逐步減少購買資產，已導致近期香港長期利率有所上升，但傳遞至本地按揭貸款利率的速度仍然較慢。然而，一旦利率回復至較為正常的水平，按揭借款人的還款負擔就會大幅增加。根據我們的內部估算，以20年期按揭計，利率每上升1個百分點，還款負擔將增加約10%。此外，租金回報率的吸引力亦會減少，從而拖累物業估值。

此外，本港經濟放緩及區內經濟環境不穩，亦令住宅市場前景蒙上陰霾。環球經濟及金融市場的尾端風險尚未消除，尾端風險一旦實現，則有可能對住宅價格構成更大壓力。而印花稅及審慎措施亦將持續抑制投資及非本地需求。

到目前為止，審慎措施的實施已經令新造按揭成數由政策措施實施前的平均值64%下降至最近的56%，而供款與收入比率則由平均值超過40%降至36%。無論如何，銀行應進一步加強按揭業務的風險管理，並維持保守的信貸批核準則，以減少利率上調及宏觀金融狀況急速變動所帶來的風險。與此同時，置業人士應對物業市場及利率的動向保持警惕，避免過度舉債。

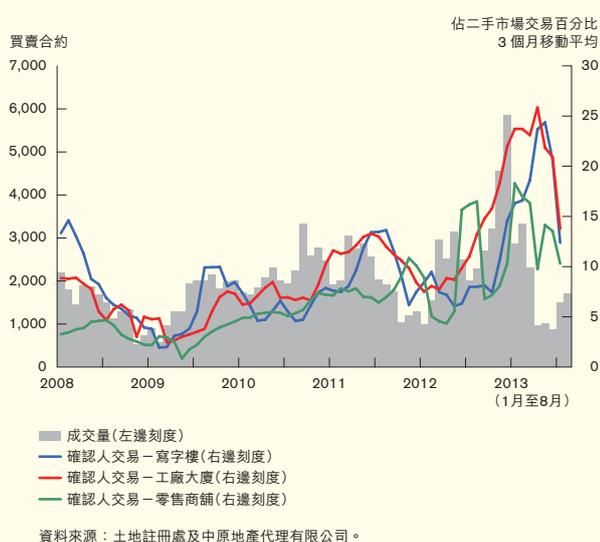
<sup>28</sup> 從潛在置業人士的角度看，價格收入比率指參考現行住宅價格，一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。

<sup>29</sup> 從潛在置業人士的角度看，收入槓桿比率指參考現行住宅價格，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。因此，收入槓桿比率有別於借款人實際供款與收入比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

## 工商物業市場

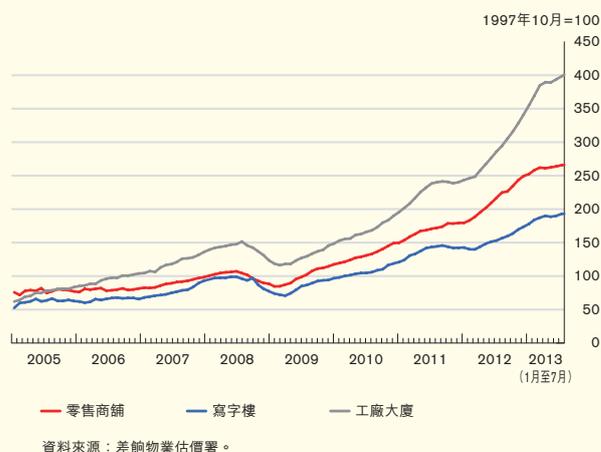
一度氣氛熾熱的非住宅物業市場亦明顯降溫。總成交量在2013年上半年大幅收縮，於土地註冊處註冊的買賣合約只有約11,400份，低於去年下半年的20,600份（圖4.44）。第2季的成交量較第1季下降約三分之二。用以衡量投機活動的確認人交易亦明顯減少，但佔總成交量的比例仍然偏高。

圖 4.44  
非住宅物業的成交量



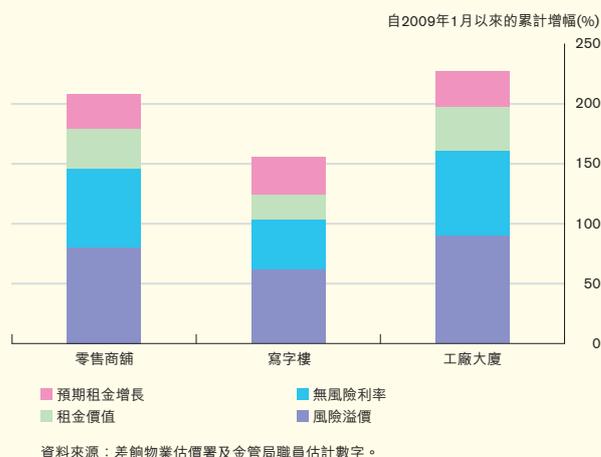
另一方面，2013年上半年非住宅物業的價格持續上升，寫字樓及零售店舖上升5-8%，而分層工廠大廈則上升12%（圖4.45）。租金增長亦趨於穩健，上述三類物業的租金增幅大致為6-7%，整體租金收益率仍保持接近2-3%的歷史低位。根據物業顧問公司的資料，價格及租金的支持主要來自市區以外的物業，而優質地段物業的估值和租金則輕微下跌。

圖 4.45  
非住宅物業租金指數



就宏觀經濟及金融穩定而言，非住宅物業市場潛在的估值過高風險仍是一個主要的關注問題。我們的研究顯示，自2009年以來，風險胃納增加（部份反映對未來資本收益的預期）及低息環境對於非住宅物業價格快速上升的貢獻極大（圖4.46）<sup>30</sup>，鑒於這兩項因素均會面臨週期性逆轉，可能觸發物業價格急劇調整。就銀行及金融穩定而言，這可能導致不良貸款增加及銀行資產質素惡化。因此，當銀行新批按揭貸款及資產擔保貸款時，務須小心控制物業相關貸款的比重，並保持審慎的批核準則。

圖 4.46  
自2009年1月以來非住宅物業價格上升的構成



<sup>30</sup> 本研究以英倫銀行使用的三級股息貼現模型為基礎。股息貼現模型將價格變動分解為預期租金價值增長、租金價值、無風險利率及風險溢價的變化。物業價格上升，可能是現行或預期租金較高，或者無風險利率或風險溢價較低。欲了解關於股息貼現模型的更多詳情，請參閱J. Benford及O. Burrows (2013)，「Commercial property and financial stability」，《Bank of England Quarterly Bulletin》第1季，第48-58頁，及N. Panigirtzoglou及R. Scammell (2002)，「Analysts' Earnings Forecasts and Equity Valuations」，《Bank of England Quarterly Bulletin》春季，第59-66頁。

非住宅物業價格及租金急升，亦對香港的宏觀經濟穩定及外部競爭力帶來影響。租金成本高企，令香港企業更容易因為經濟狀況及營商環境突然惡化而受到打擊，並有可能對破產及失業狀況造成重大影響。另一方面，由於物業投資情緒不穩、審慎措施的影響，以及增長前景不明朗抑制商業樓宇需求，租金壓力可望於下半年有所紓緩。

## 5. 銀行業的表現

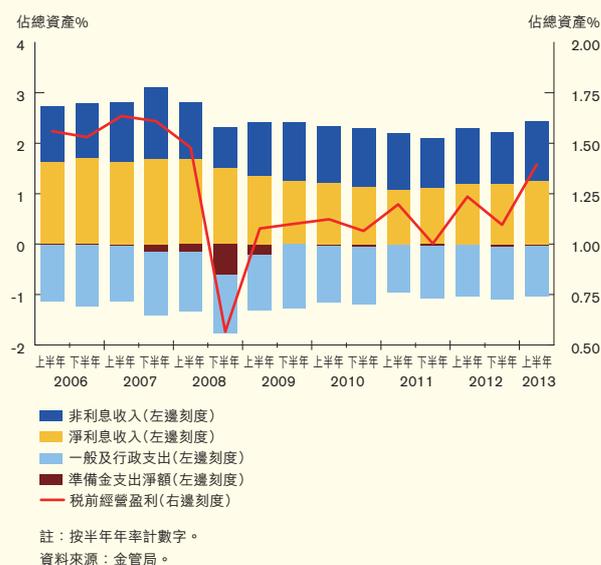
儘管外圍環境不明朗及中國內地經濟放緩，本港銀行業仍持續錄得卓越的盈利表現。2013年上半年銀行貸款迅速增長，而本地流動資金狀況一直保持健康。雖然如此，銀行業於未來一年面臨的風險將會增加。本地方面，利率波動風險預期將會上升。隨著美國貨幣政策最終正常化，若收益率曲線有任何變動或利率大幅上升，可能會對銀行資產負債表及資產質素產生重大影響。特別是由於企業槓桿比率上升，企業的償債能力可能受到考驗，而物業價格亦可能面臨重大壓力。外圍方面，銀行的內地相關貸款比例上升，仍是一個重大風險因素，因此務須繼續嚴格審慎管理上述貸款。

### 5.1 盈利及資本額

#### 盈利

銀行業持續錄得卓越的盈利表現，2013年上半年零售銀行<sup>31</sup>的整體稅前經營盈利較2012年下半年增長30.9%，資產回報率<sup>32</sup>亦升至1.39%，而六個月前則為1.1%（圖5.1）。淨利息收入及非利息收入均有所改善，分別增長7.8%及19.6%，加上營運支出控制增強，以及準備金支出淨額減少，成為盈利增長的主要推動因素。

圖 5.1  
零售銀行盈利



<sup>31</sup> 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

<sup>32</sup> 本章所載的資產回報率均按照銀行的整體稅前經營盈利計算。

零售銀行淨息差由2012年下半年的1.37%改善至2013年上半年的1.41% (圖5.2)，部份原因是銀行的資金壓力得到紓緩。反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率於上半年平均為0.27%，低於2012年下半年的0.37% (圖5.3)。

圖 5.2  
零售銀行淨息差



註：按季年率計數字。  
資料來源：金管局。

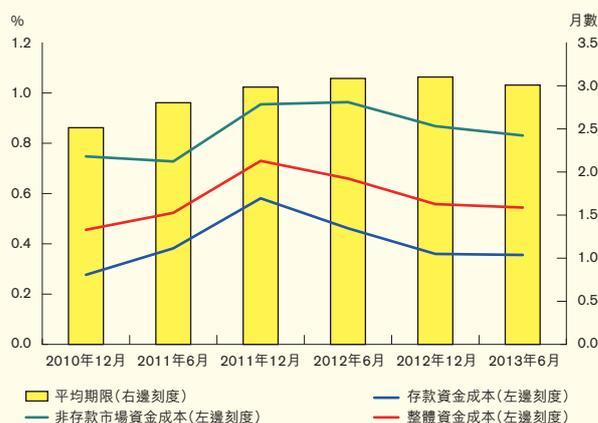
圖 5.3  
利率



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

有關持牌銀行數據的分析顯示，持牌銀行的整體利息成本有所下降，其中非存款市場資金成本下降4個基點，而存款資金成本大致保持穩定 (圖5.4)。<sup>33</sup>

圖 5.4  
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



資料來源：金管局。

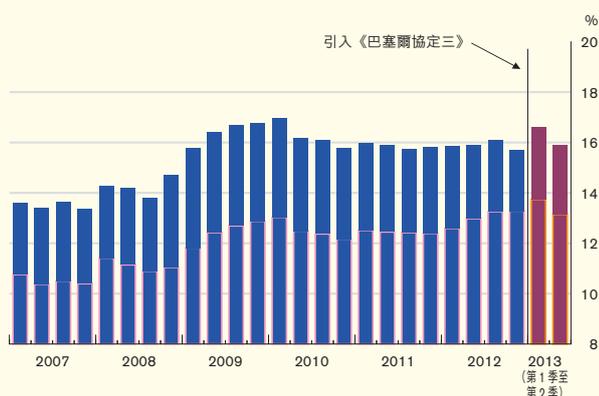
平均按揭利率於2013年第1季持續處於低位，以最優惠貸款利率為基準的按揭利率略微上升，但以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率則輕微下降。以最優惠貸款利率為基準的按揭利率上升，在一定程度上導致以最優惠貸款利率為基準的按揭佔新批按揭貸款的比例由2012年下半年的92.8%減少至2013年上半年的82.4%。

<sup>33</sup> 非存款市場資金成本按銀行的非存款計息負債的利息成本計算。

## 資本額

銀行業的資本額仍然遠高於國際最低要求。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率由2012年年底的15.7%微升至2013年6月底的15.9%（圖5.5），而一級資本充足比率（即一級資本佔風險加權總資產的比率）則由13.3%微跌至13.2%。

圖 5.5  
本地註冊認可機構資本額



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

## 5.2 流動資金與資金來源

本地流動資金狀況保持健康。儘管所有認可機構的平均流動資金比率於2013年上半年輕微下降，但仍遠高於25%的最低監管要求。零售銀行的平均流動資金比率由2012年年底的42.6%降至2013年6月底的38.9%（圖5.6），部份反映近期銀行將流動性較高的資產（例如銀行同業債權等），轉變為流動性較低的資產（例如客戶貸款及墊款等）。

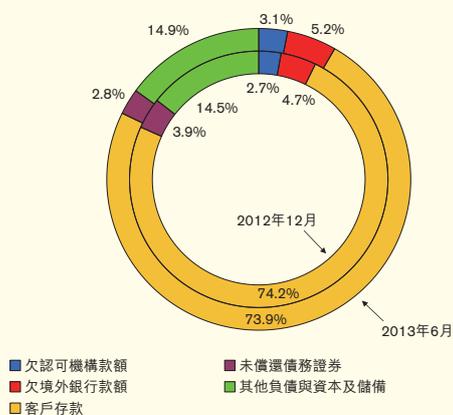
圖 5.6  
零售銀行流動資金比率



註：按季平均數字。  
資料來源：金管局。

客戶存款仍然是零售銀行的主要資金來源，儘管客戶存款佔銀行總負債的比例由2012年年底的74.2%輕微下降至2013年6月底的73.9%（圖5.7）。

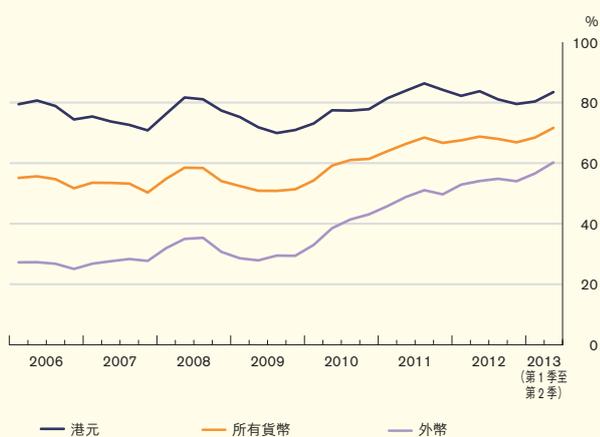
圖 5.7  
零售銀行負債結構



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

2013年上半年，信貸需求強勁增長，超逾溫和的存款增幅，令2013年6月底所有認可機構以所有貨幣計算的貸存比率升至71.9%，而六個月前則為67.1%（圖5.8）其中外幣貸存比率大幅上升6.2個百分點至60.4%，這主要受外幣貸款及貿易融資顯著增加所推動。<sup>34</sup>

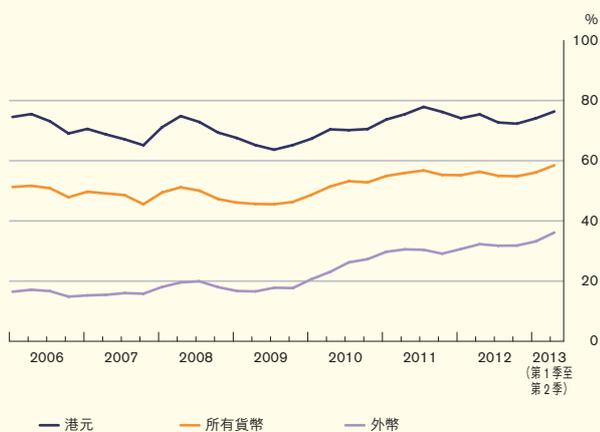
**圖 5.8**  
所有認可機構的貸存比率



資料來源：金管局。

零售銀行方面，以所有貨幣計算的貸存比率由54.8%升至58.5%，其中，港元及外幣貸存比率均顯著上升（圖5.9）。

**圖 5.9**  
零售銀行的貸存比率



資料來源：金管局。

## 外匯持倉

銀行業償還以外幣計值的債務的能力，可根據認可機構所有外幣的整體未平倉持倉淨額進行評估。於2013年6月底，該持倉淨額為690億港元，相當於認可機構總資產的0.4%，表明認可機構面對的整體外匯風險並不重大。

## 5.3 利率風險

美元及港元長短期利率之間的息差繼續呈上升趨勢，並於2013年8月進一步擴闊至超過200個基點（圖5.10），或許增加了銀行透過借入短期資金購入長期的計息資產，從而賺取收益的誘因。這種情況或會導致期限錯配加劇及利率風險上升。

**圖 5.10**  
港元及美元的期限息差



註：期限息差定義為兩種貨幣各自的10年掉期利率減3個月貨幣市場利率。  
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

<sup>34</sup> 詳情請參閱本報告第4.2節。

上述利率風險不容低估，因為隨著美國貨幣政策最終正常化，若收益率曲線有任何顯著變動或利率大幅上升，可能會對銀行資產負債表產生重大影響。在本評估中，我們估計，假設在利率普遍上升200個基點的衝擊下，零售銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，相當於其於2013年6月資本基礎總額的1.4%（圖5.11）。雖然影響似乎在可控制範圍之內<sup>35</sup>，但若利率以較大幅度飆升，或收益率曲線出現不利變動，則有可能引致更嚴重的影響。

**圖 5.11**  
利率衝擊對零售銀行的影響



註：  
1. 利率衝擊指200基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險持倉的衝擊。  
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳冊及自營買賣帳冊<sup>36</sup>經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎的百分比列示。  
資料來源：金管局職員估計數字。

## 5.4 信貸風險

零售銀行貸款組合的資產質素於2013年上半年持續改善，特定分類貸款的比率進一步下降至2013年6月底的0.45%，而六個月前則為0.48%。逾期及經重組貸款的比率則亦由0.39%微跌至0.34%（圖5.12）。

<sup>35</sup> 若對認可機構的銀行帳冊施以標準利率衝擊後，該機構的利率風險會使其經濟價值下跌相當於資本基礎的20%以上，金管局將會特別注意這類風險較大的認可機構的資本充足程度。詳情請參閱金管局於2002年12月發佈的《監管政策手冊》的「利率風險管理」單元。

<sup>36</sup> 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，只須填報銀行帳冊的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，以及海外註冊認可機構，則須填報銀行帳冊及自營買賣帳冊的總持倉。

<sup>37</sup> 定義為在香港使用的貸款加上貿易融資貸款。假如連同其他在香港境外使用的貸款也包括在內，銀行貸款在2013年上半年的增長率為9.5%，而之前六個月的增長率為4.7%。

**圖 5.12**  
零售銀行的資產質素



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

2013年上半年銀行業的貸款增長有所加快。認可機構的本地貸款總額<sup>37</sup>繼於之前六個月上升4.1%後，於上半年再上升10.2%。信貸快速增長，主要受貿易融資及企業貸款所帶動，至於物業相關貸款於2012年下半年上升4.3%後，在2013年上半年錄得較溫和的3.2%升幅。

展望未來，貸款快速增長的步伐或會放緩。金管局2013年6月的信貸狀況展望意見調查結果表明，儘管超過三分二的受訪者預期貸款需求將維持在現時的水平，但預期未來三個月貸款需求將會下降的受訪認可機構比例較預期貸款需求增加的比例為高。（表5.A）。

**表 5.A**  
預計未來3個月貸款需求

(受訪者%)	2012年9月	2012年12月	2013年3月	2013年6月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	10	14	10	10
保持平穩	71	76	67	71
略為下降	19	10	24	19
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，有關數字相加後未必等於100%。  
資料來源：金管局。

## 個人貸款

個人貸款<sup>38</sup>呈現放緩跡象，半年增長率由2012年下半年的6.5%放緩至3.8%。作為個人貸款主要組成部份的按揭貸款繼於2012年下半年增長5%後，增速有所減緩，僅略升3.1%，部份反映物業價格偏軟及成交額減少，按揭貸款佔本地貸款總額的比例亦因此微跌至21.5%（表5.B）。

**表 5.B**  
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(% )	2010年		2011年		2012年		2013年
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年
按揭貸款	5.1	8.6	5.5	1.2	2.5	5.0	3.1
信用卡	-0.9	17.9	-1.4	15.9	-1.6	15.3	-4.0
其他私人用途貸款	7.9	6.6	9.4	3.8	5.0	9.3	10.9
個人貸款總額	5.1	8.9	5.6	2.7	2.6	6.5	3.8

資料來源：金管局。

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

**圖 5.13**  
信用卡貸款的撇帳比率及申請破產個案



資料來源：破產管理署及金管局。

與此同時，銀行按揭組合的拖欠比率維持穩健（圖5.14）。不過，值得注意的是，新造按揭的償債指數進一步轉差，由2012年底的43升至2013年6月的45。償債負擔增加，主要反映新造按揭貸款的平均規模及實際按揭利率同時上升。銀行應對利率上升對其按揭組合的影響保持警惕，包括個人貸款的償債能力及物業價格可能調整的風險。

**圖 5.14**  
銀行按揭組合的拖欠比率及新造按揭的住戶償債負擔



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

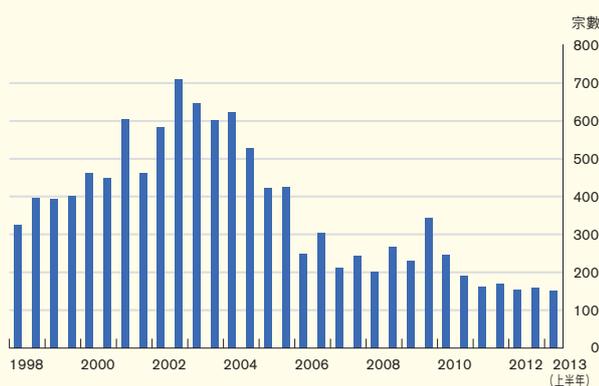
<sup>38</sup> 個人貸款(Loans to households)亦可譯作「住戶」貸款。個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2013年6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為29%。

### 公司貸款<sup>39</sup>

本地的公司貸款<sup>40</sup>增長率由2012年下半年的3.0%攀升至2013年上半年的13.2%。於2013年6月底，公司貸款佔本地貸款的70.5%。

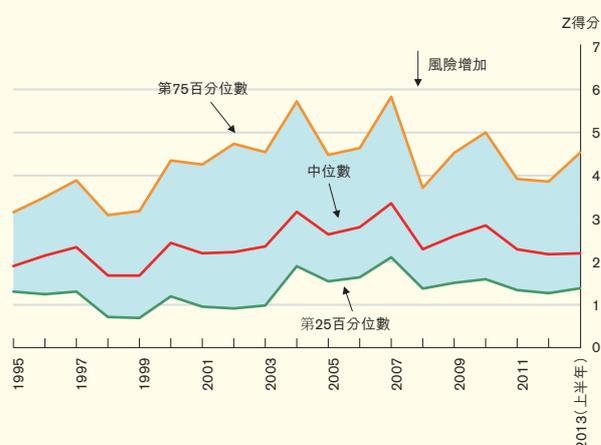
若干初步跡象顯示，銀行的公司貸款信貸風險可能正在上升。雖然公司強制清盤令的數目（圖5.15）以及Altman的Z得分<sup>41</sup>保持平穩（圖5.16），但公司的債務槓桿比率於近年不斷上升，資產與股東資金之比率於2012年底達到1.76倍（圖5.17）。與此同時，本地公司的利息覆蓋率（衡量以盈利償付利息開支能力的指標）明顯惡化。這些指標表明，當利率上升時，公司的償債能力可能面臨考驗。

**圖 5.15**  
公司強制清盤令數目



資料來源：破產管理署。

**圖 5.16**  
Altman的Z得分：非金融類上市公司破產風險指標



註：Z得分越低表示公司違約的可能性越高。  
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

**圖 5.17**  
香港非金融類上市公司的槓桿比率及利息覆蓋率



註：  
1. 槓桿比率的定義為總資產與股東資金之比率。數值越高表示槓桿越高。  
2. 利息覆蓋率的定義為扣除利息及稅項前盈利對利息開支之比率。  
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

若如部份市場參與者所預期，聯儲局逐步縮減量化寬鬆的規模或會導致本港大量資金外流，則公司信貸風險情況可能會更為嚴峻。專題4探討全球金融危機後銀團貸款息差上升的因素，結果表明，即使利率接近零的環境短期內保持不變，本地流動資金狀況仍會受外圍因素影響而出現緊張情況，從而可能顯著推高本港貸款定價。

<sup>39</sup> 不包括銀行同業貸款。

<sup>40</sup> 公司貸款包括本地貸款，但不包括提供予專業人士及其他個人的貸款。

<sup>41</sup> Altman的Z得分是以會計數據為基礎的信貸風險指標。該指標是典型的信貸風險指標，根據各企業財務報表所載的一系列財務比率來評估企業整體的穩健程度。用以計算Z得分的會計比率為：流動資金／總資產、保留盈餘／資產、扣除利息及稅項前盈利／總資產、股票市值／總負債帳面值，以及銷售額／總資產。

## 中國內地相關貸款

本地銀行業提供予客戶的內地相關業務的信貸進一步擴張。所有認可機構對非銀行類客戶的中國內地相關貸款增至2013年6月底的31,980億港元(佔總資產18.6%)，而六個月前則為27,390億港元(佔總資產16.2%) (圖5.18)。其中，零售銀行對非銀行類客戶的中國內地相關貸款<sup>42</sup>由17,790億港元(佔總資產16.5%)增至20,030億港元(佔總資產18.2%)。

**圖 5.18**  
所有認可機構提供予非銀行類客戶的中國內地相關貸款



鑑於市場對中國內地增長前景、企業槓桿比率及資金狀況的憂慮加劇，銀行的內地相關貸款比例上升，仍是一個重大風險因素。

雖然銀行借予內地相關客戶的貸款大部分有擔保或抵押品作為保證，但鑑於內地的信貸與國內生產總值比率高企(圖5.19)、近期中資企業的整体違約距離指數<sup>43</sup>轉跌(圖5.20)，以及內地銀行體系的不良貸款額增加(圖5.21)，香港銀行務須繼續嚴格審慎管理內地風險。

<sup>42</sup> 包括零售銀行設於中國內地從事銀行業務的附屬公司錄得的貸款。

<sup>43</sup> 違約距離是根據市場計算的違約風險指標，基礎是來自R. Merton (1974)「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。實際上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

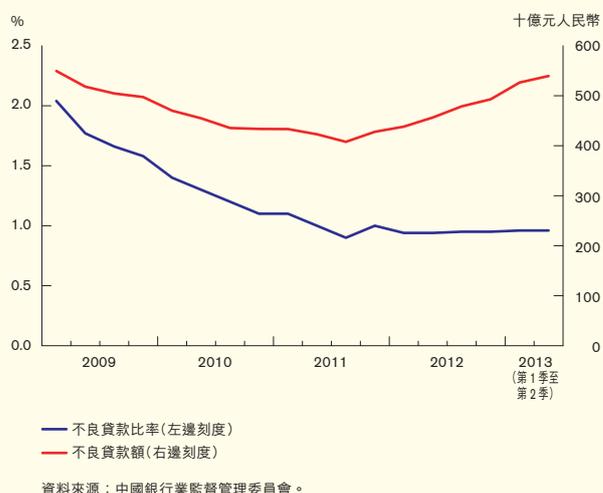
**圖 5.19**  
中國內地的信貸與國內生產總值比率



**圖 5.20**  
中資企業的違約距離指數



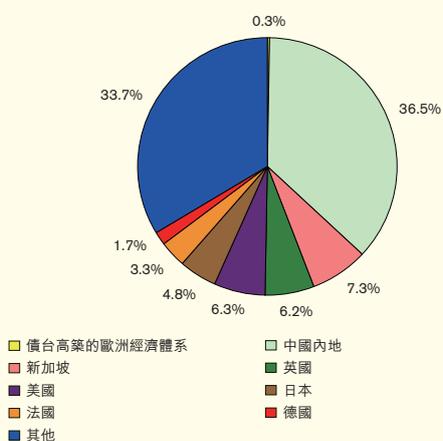
**圖 5.21**  
中國內地的不良貸款



## 歐洲主權債務危機的影響

雖然近期推出的政策減低了歐洲主權債務危機的尾端風險，但經濟的下行風險仍然存在。因此，本地銀行的業績將繼續受歐洲主權債務危機及財政問題的發展所影響。鑑於香港銀行對英國、法國及德國銀行的貸款為數不少（圖 5.22），而這三個國家的銀行又在債台高築的歐洲經濟體系擁有相當數額的貸款，故應密切關注潛在的擴散風險及對本港銀行的影響。

**圖 5.22**  
2013年6月底香港銀行業於主要經濟體系（所有行業）持有的對外債權



註：  
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。  
2. 債台高築的歐洲經濟體系所指的是希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙。  
資料來源：金管局。

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

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

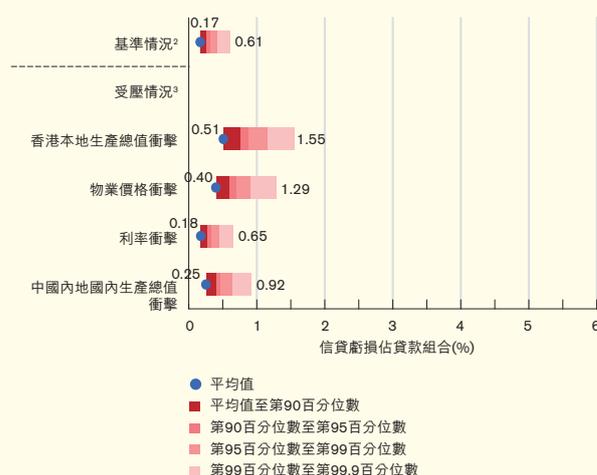
46 衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若，但中國內地國內生產總值衝擊除外。

## 信貸風險宏觀壓力測試<sup>44及45</sup>

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。

圖 5.23 使用截至 2013 年第 2 季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊<sup>46</sup>下，零售銀行於 2015 年第 2 季的模擬信貸虧損比率。根據估算，在各種假定的宏觀經濟衝擊後兩年內，零售銀行整體貸款組合的預期信貸虧損將處於溫和水平，介乎 0.18%（利率衝擊）至 0.51%（香港本地生產總值衝擊）之間。

**圖 5.23**  
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值信貸虧損<sup>1</sup>



註：  
1. 有關評估將 2013 年第 2 季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙特卡羅 (Monte Carlo) 模擬法得出各種情況下的信貸虧損分佈。  
2. 基準情況：兩年期間並無出現衝擊。  
3. 受壓情況：  
**香港本地生產總值衝擊**：香港的實質本地生產總值於 2013 年第 3 季至 2014 年第 2 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 2013 年第 3 季至 2014 年第 2 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 2013 年第 3 季）上升 300 基點，於第 2 及 3 季保持不變，於第 4 個季度（即 2014 年第 2 季）則進一步上升 300 基點。  
**中國內地國內生產總值衝擊**：實質國內生產總值增長率於年內按年放緩至 4%。  
資料來源：金管局職員估計數字。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的最高信貸虧損比率（置信水平為 99.9%）介乎 0.65%（利率衝擊）至 1.55%（香港本地生產總值衝擊）之間。儘管程度較為嚴重，但仍低於亞洲金融危機後錄得的 4.39% 貸款損失。

## 5.5 銀行體系的系統性風險

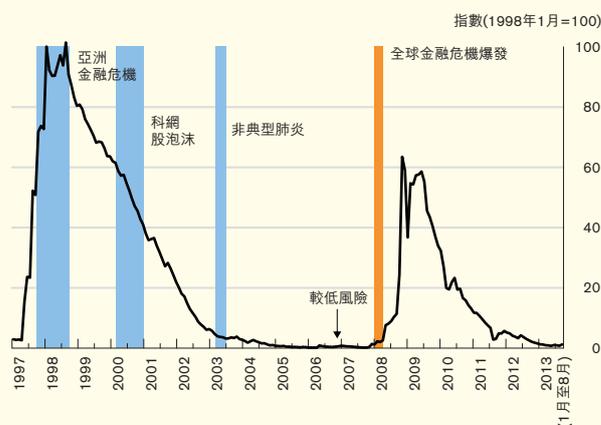
儘管歐洲銀行的信貸違約掉期息差仍遠高於歐洲主權債務危機爆發之前的水平，但亞洲銀行的信貸違約掉期息差仍保持在較低水平（圖 5.24），表明亞洲銀行體系的系統性風險並無受到歐洲主權債務危機的嚴重影響。

圖 5.24  
歐洲及亞洲銀行的信貸違約掉期息差



香港銀行困境指數（以市場為基礎的本地銀行業系統性風險指標）由 2013 年 2 月的 1 輕微上升至 2013 年 8 月的 1.2（圖 5.25），雖然如此，銀行系統內的擴散風險仍然相當低，多間銀行同時違約的概率甚小。綜合預警系統<sup>47</sup> 的最新評估結果顯示，銀行陷入困境的估計概率繼續處於低脆弱程度的範圍，表明銀行體系仍然穩健及具備抵禦衝擊的能力。<sup>48</sup> 市場的樂觀看法亦與該估計大致吻合。

圖 5.25  
香港銀行困境指數



金融穩定委員會建議推行的場外衍生工具市場改革預期可發揮重要作用，減低再次爆發金融危機的可能性。金融穩定委員會轄下的衍生工具宏觀經濟評估小組對場外衍生工具改革的成本及效益展開評估。專題 5 載述該評估的主要結果。該改革可透過中央結算及更全面的抵押，減低交易對手風險，而這種效益會抵銷衍生工具使用者增加持有資金及抵押品的成本。衍生工具宏觀經濟評估小組透過量化評估方法，估計改革可在 16 個司法管轄區產生約相當於當地本地生產總值 0.12% 的平均淨效益。就本港而言，淨效益估計約相當於本地生產總值的 0.13%。

表 5.C 載列銀行體系的主要表現指標。

<sup>47</sup> 綜合預警系統可根據 10 個領先指標估計銀行陷入困境的概率。這些領先指標包括：宏觀經濟基本因素、出現貨幣危機的可能性、銀行及非金融類公司違約風險、資產價格偏差、信貸增長，以及其他亞太經濟體系有否出現銀行陷入困境的情況。詳情請參閱黃學元等人 (2010)，「Predicting banking distress in the EMEAP economies」，《Journal of Financial Stability》，第 6(3) 期，第 169 至 179 頁。

<sup>48</sup> 綜合預警系統是一個 4 級風險評級系統。我們採用 A. Demirgüç-Kunt 及 E. Detragiache (2000)，「Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach」，《World Bank Economic Review》，第 14(2) 期，第 287 至 307 頁的方法來逐一選出 4 個脆弱度類別的上限，使與該等限度相關的第 I 類誤差分別為 10%、30%、50% 及 100%。

**表 5.C**  
**銀行體系的主要表現指標<sup>1</sup> (%)**

	06/2012	03/2013	06/2013
<b>利率</b>			
1 個月香港銀行同業拆息 <sup>2</sup> (季度平均數)	0.30	0.23	0.21
3 個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	0.40	0.39	0.38
最優惠貸款利率 <sup>3</sup> 與 1 個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.70	4.77	4.79
最優惠貸款利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.60	4.61	4.62
綜合利率 <sup>4</sup>	0.42	0.25	0.32
<b>零售銀行</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>5</sup></b>			
存款總額	1.3	-0.3	1.4
港元	0.2	-1.6	0.5
外幣	2.7	1.5	2.5
貸款總額	3.4	2.2	5.6
本地貸款 <sup>6</sup>	2.9	2.5	5.3
在香港以外使用的貸款 <sup>7</sup>	6.1	0.9	7.1
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	6.4	2.8	15.1
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	-2.8	4.5	-0.3
<b>資產質素<sup>8</sup></b>			
估貸款總額百分比			
合格貸款	98.19	98.32	98.44
需要關注貸款	1.28	1.22	1.11
特定分類貸款 <sup>9</sup> (總額)	0.52	0.46	0.45
特定分類貸款(淨額) <sup>10</sup>	0.30	0.32	0.31
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	0.45	0.35	0.34
<b>盈利</b>			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 <sup>11</sup>	0.01	0.02	0.03
淨息差 <sup>11</sup>	1.35	1.39	1.41
成本與收入比率 <sup>12</sup>	44.5 <sup>r</sup>	41.7	40.9
<b>流動資產比率(季度平均數)</b>	39.7	40.2	38.9
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.01	0.01	0.02
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.21	0.23	0.25
撇帳率 – 按季年率計	1.95 <sup>r</sup>	1.81	2.06
– 本年度截至該日止以年率計	1.74 <sup>r</sup>	1.81	1.88
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率(綜合)<sup>13</sup></b>	15.9	16.6	15.9

註：

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

<sup>r</sup> 經修訂數字。

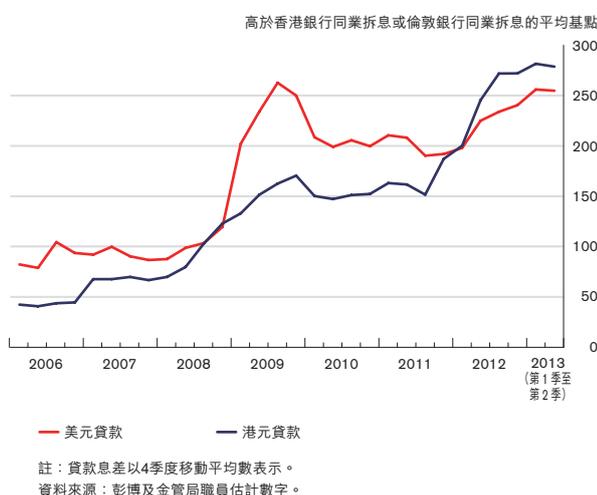
## 專題 4

### 對全球金融危機後香港銀團貸款息差上升的解釋

#### 引言

香港銀團貸款息差於全球金融危機後明顯上升，平均息差由高於香港銀行同業拆息或倫敦銀行同業拆息不足 100 基點，升至約 250 基點（圖 B4.1）。<sup>49</sup> 本專題將透過實證研究，剖析導致貸款息差上升的原因並評估其影響。

**圖 B4.1**  
香港銀團貸款平均息差



#### 息差上升的可能解釋

全球金融危機後香港銀團貸款息差上升，可歸因於若干因素。第一，貸款息差上升，或反映有意於香港尋求銀團貸款的借款人的風險上升，這可能是由於授予

內地相關企業的銀團貸款急增所致。此外，未獲評級或投機級別的借款人也愈加普遍。

第二，息差上升，部份原因可能是銀行提高違約風險溢價，以抵銷全球金融危機後疲弱的經濟狀況對企業財務狀況產生的潛在不利影響。事實上，2008年第四季至2009年第3季期間，貸款息差急劇擴闊，其時正值經濟前景悲觀（圖 B4.2）。

**圖 B4.2**  
香港經濟狀況預期變動<sup>1</sup>及銀團貸款息差



第三，銀行可能在全球金融危機後就銀團貸款收取較高的流動性溢價。香港銀行業外幣貸存比率自2009年以來明顯上升，就是一個佐證（見正文第5章圖 5.8）。這種變化可能會對銀行資金，特別是其美元借貸構成顯著壓力。

最後，短期利率或是影響貸款息差的一項因素，但其影響如何，則尚無定論。一方面，Merton (1974) 的企業違約理論顯示二者呈負相關。<sup>50</sup> 另一方面，企業或會利用較低的短期利率為債務重新融資，從而減低

<sup>49</sup> 見He, D. 及 R. N. McCauley (2013)於2013年6月7日在香港舉行的香港金融管理局20週年研究工作坊發表的論文「Transmitting Global Liquidity to East Asia: Policy rates, Bond Yields, Currencies and Dollar Credit」。

<sup>50</sup> 見Merton, R. (1974)的文章「On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁。該理論的其中一個重點為企業的資產預期增速由無風險利率決定。假設存在一筆固定數額的債務，利率下降將導致企業淨資產值下降，而這種狀況意味著違約風險及貸款息差上升。儘管尚無明確的實證證據，但Lo及 Hui (2013)最近發現，美國的信貸息差及無風險利率於2008年1月至2013年6月間呈現明顯的負相關關係。詳情請參閱Lo及 Hui (2013)的文章「Pricing Corporate Bonds in an Ultra-low Interest Rate Environment」，載於Social Science Research Network ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2185861](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2185861))。

債務負擔及違約風險。此相反論點意味短期利率與貸款息差呈正相關。

### 貸款息差的實證模型

透過實證模型，可以衡量上述四項因素影響貸款息差上升的程度。在本研究中，我們採用一個兩階段的方法來分解各項因素產生的相關影響。第一階段的分析，透過探討個別借款人的風險特徵以解釋貸款息差。具體而言，我們使用了自2005年第1季至2013年第2季之間的737個貸款數據，並以一系列傳統貸款層面的違約風險指標對貸款息差進行回歸分析。

估算結果(表B4.A)顯示，貸款規模小、還款期長及投機級別的銀團貸款往往伴隨較高的貸款息差。<sup>51</sup> 內地相關貸款的息差較高，原因可能是內地企業對外幣貸款需求旺盛，更願意為香港銀團貸款支付溢價。此外，估算顯示銀行對港元貸款收取的息差較美元貸款低。有抵押貸款的息差相對較高(大致與文獻的發現相符<sup>52</sup>)，原因可能是銀行傾向於要求違約風險較高的借款人提供抵押。 $R^2$ (一項傳統適配程度的量度)顯示，個別借款人的風險特徵僅能解釋貸款息差約17%的變動，說明宏觀因素(即其餘三個因素)可能對香港銀團貸款息差的變動起着更大作用。

**表B4.A**  
第一階段回歸分析的估計結果

解釋變量	因變量：銀團貸款息差 (樣本期間：2005年第1季— 2013年第2季)	
	貸款規模(以對數值量度)	-5.22 *
還款期 <sup>1</sup>	1.35 ***	
投機級別貸款虛擬變量 <sup>2</sup>	84.79 ***	
內地相關貸款虛擬變量	36.27 ***	
港元貸款虛擬變量	-37.22 ***	
有抵押貸款虛擬變量	32.96 ***	
常數	232.78 ***	
$R^2$	0.171	
樣本數目	737	

註：

1. 按月計量，還款期少於60個月的貸款。
2. 評級低於BBB的貸款。
3. \*\*\*及\*分別代表顯著程度處於1%及10%水平。
4. 估算樣本包括港元貸款及美元貸款。

第二階段分析重點研究上述三項宏觀因素。我們首先計算第一階段回歸方程式的殘差(用 $e$ 表示)。該殘差含有除個別借款人風險特徵以外的其他信息。然後，我們以經濟狀況預期變動的指標( $EXP$ )<sup>53</sup>、貸存比率、一個虛擬變量<sup>54</sup>及貸存比率之間的交互變量( $LTD09$ )及短期利率( $SR$ )對 $e$ 進行回歸分析。加入 $LTD09$ 的目的在於顯示貸存比率呈上升趨勢時，貸款息差對貸存比率敏感度可能上升。由於這些宏觀因素對港元及美元貸款可能會產生不同的影響，因此我們就此兩組樣本分別估算其方程式。

如上一節所討論，我們假設貸款息差與 $EXP$ 呈負相關，與貸存比率呈正相關。對於 $LTD09$ ，我們預計估計系數為正值，原因有二：第一，自2009年以來，外幣貸存比率呈明顯上升趨勢，顯示銀行可能面臨較大的資金壓力；第二，香港宏觀審慎監管政策自2009年年底開始整體收緊，部份反映監管機構對信貸增長的可持續性及貸存比率上升的憂慮。<sup>55</sup> 銀行或自此對其貸款(包括銀團貸款)的定價採取更為審慎的態度，在定價上反映在前所未見的低利率環境下的潛在流動性風險。

<sup>51</sup> 由於初步分析顯示擔保及投資級別貸款的虛擬變量於統計上並不屬顯著，因此並無將這兩個變量納入回歸等式。

<sup>52</sup> 見Jiménez, G.及J. Saurina (2004)的「Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk」，《Journal of Banking and Finance》，第28(9)期，第2191至2212頁。

<sup>53</sup>  $EXP$ 上升說明經濟狀況可能將會改善，下降則預示經濟狀況可能會在短期內惡化。

<sup>54</sup> 就港元貸款而言，該虛擬變量設定在2009年11月以後的數值為1；而美元貸款，則設定於2009年7月以後的數值為1。

<sup>55</sup> 除2009年年底協助銀行針對按揭貸款的風險管理的一系列宏觀審慎措施外，金管局於2011年4月11日向全部認可機構發出一項「信貸增長」的通告，要求認可機構重新評估其貸款業務及資金計劃。

除短期利率（研究發現短期利率於統計上並不顯著<sup>56</sup>）外，估計結果（表B4.B）大致符合我們的預期。此外，宏觀因素整體而言對港元及美元貸款息差變動的影響分別為32%及18%<sup>57</sup>，說明宏觀環境對香港銀團貸款的定價有明顯影響。

**表 B4.B**  
第二階段回歸分析的估計結果

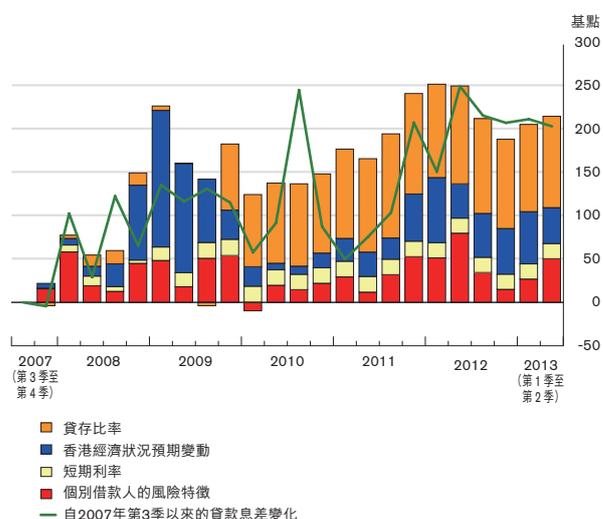
解釋變量	因變量：e(樣本期間：2005年第1季－2013年第2季)	
	港元貸款	美元貸款
SR	-4.02	-4.94
EXP	-1.90 ***	-1.32 ***
貸存比率	1.79 **	0.34
LTD09	1.13 ***	1.17 **
常數	-148.23 **	-20.83
R <sup>2</sup>	0.385	0.218
樣本數目	353	384

註：\*\*\* 及 \*\* 分別代表顯著程度處於1%及5%水平。

### 貸款息差的分解分析

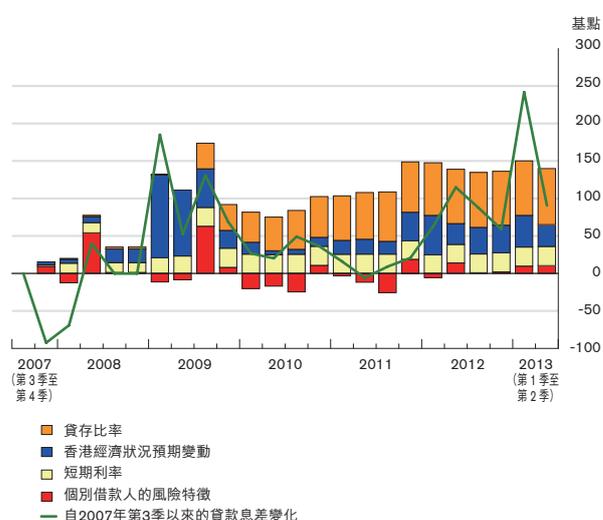
基於估計結果，我們就每項因素對貸款息差變化的影響進行分解分析。圖B4.3及B4.4分別顯示港元及美元貸款息差自2007年第3季以來的整體變化，以及各項因素的估計影響。我們從兩個圖表可以發現一些值得討論的趨勢。第一，個別借款人的風險特徵主要導致貸款息差的波動，而非上升（見紅色柱）；第二，在宏觀因素中，流動性（以貸存比率為代表）為貸款息差上升的主要原因（見橙色柱），其次為經濟狀況的預期變動（見藍色柱）。即使假設短期利率的變化亦為一項重要因素，估計結果顯示其對貸款息差上升的影響有限。

**圖 B4.3**  
2007年第3季以來港元銀團貸款貸款息差上升的影響因素



註：各個期間的貸款息差變化及各項影響因素為貸款規模的加權平均。  
資料來源：彭博、政府統計處及金管局職員估計數字。

**圖 B4.4**  
2007年第3季以來香港美元銀團貸款貸款息差上升的影響因素



註：各個期間的貸款息差變化及各項影響因素為貸款規模的加權平均。  
資料來源：彭博、政府統計處及金管局職員估計數字。

<sup>56</sup> 單變量回歸分析顯示短期利率與貸款息差呈顯著負相關。但是，若控制貸存比率的影響，此相關性則變得不顯著。

<sup>57</sup> 按  $(1-R_{(1)}^2)R_{(2)}^2$  計算，其中， $R_{(1)}^2$  及  $R_{(2)}^2$  分別為第一及第二階段的  $R^2$ 。

## 結論

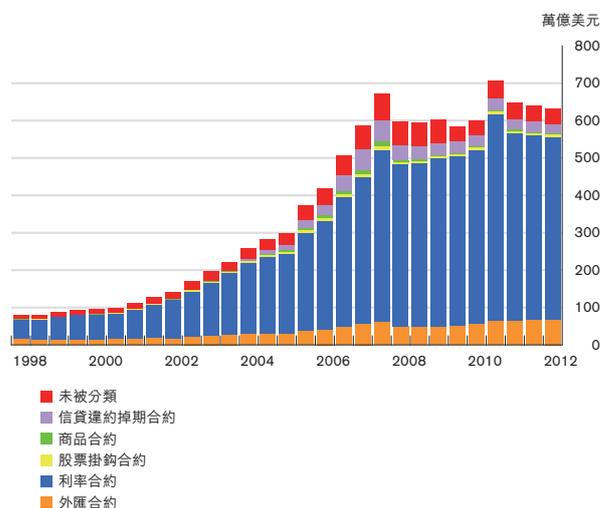
上述實證分析表明，本地流動性減少（正如貸存比率自2009年以來不斷上升所反映），是香港銀團貸款息差上升的一項主要原因。這表明即使短期內接近零息環境仍維持不變，若外部因素引致本地流動性狀況明顯變化，也會顯著推高香港貸款定價。市場預期美國縮減量化寬鬆措施規模的計劃，或將導致亞洲（包括香港）資金大量外流。一旦發生這種情況，受提取存款影響，本地流動性狀況勢將收緊，而貸款價格或會在利率上升前明顯上揚。因此，本地流動性突然變化對貸款價格的潛在影響及可能產生的後果值得密切關注。

## 專題 5 評估場外衍生工具改革對宏觀經濟的影響

### 背景

在過去十年間，場外衍生工具市場快速增長，未平倉衍生工具合約金額由1998年底的80萬億美元增至2012年底的633萬億美元（圖B5.1）。人們普遍認為規模龐大，而本質上不透明、不受規管且抵押不足的場外衍生工具在過往助長了全球金融危機的蔓延，並加深了金融危機的影響。針對這個問題，20國集團領導人於2009年匹茲堡峰會上聲明須加強場外衍生工具的規管。經金融穩定委員會倡議，於2010年4月成立一個工作小組，負責就執行20國集團的決定作出建議。<sup>58</sup> 具體而言，建議的場外衍生工具市場改革包括四項元素：(1) 在適當情況下，所有標準化場外衍生工具合約應在交易所或電子交易平台買賣，並透過中央交易對手結算所結算；(2) 場外衍生工具合約應向交易資料儲存庫呈報；(3) 對非中央結算的合約應有更高的資本要求；以及(4) 非中央結算的合約的保證金要求應更嚴格<sup>59</sup>。

圖 B5.1  
全球未平倉場外衍生工具合約總額



註：根據國際結算銀行發佈的半年度場外衍生工具市場統計數字計算。  
資料來源：國際結算銀行。

由於有關改革建議目前仍處於諮詢階段，場外衍生工具統籌小組委託衍生工具宏觀經濟評估小組就改革對宏觀經濟的益處及成本進行量化評估。金管局應國際結算銀行的邀請，加入了衍生工具宏觀經濟評估小組（評估小組）。<sup>60</sup> 本專題呈列這項評估的主要結果。

### 宏觀經濟評估

#### (A) 改革的益處

改革的益處是以模擬有關網絡的方法進行估算。根據2012年底16個最大衍生工具交易商（16大交易商）及25間衍生工具業務較少的銀行的數據，評估小組估算了一個有關這些機構雙邊風險承擔的網絡模型。<sup>61</sup> 這個估計出的網絡模型旨在模擬場外衍生工具市場的架構，其特點為核心聯繫緊密，而外圍聯繫較少（圖B5.2）<sup>62</sup>。

<sup>58</sup> 有關金融穩定委員會各成員機構的改革進度報告，請參閱金融穩定委員會於2013年9月刊發的《Sixth Progress Report on Implementation of OTC Derivatives Market Reforms》。香港方面，場外衍生工具監管框架的相關法案已於2013年6月刊憲，並於同年7月提交立法會審議。目前政府正以附屬法例形式擬定有關法例的具體實施框架，並將於2013年底進行公眾諮詢。

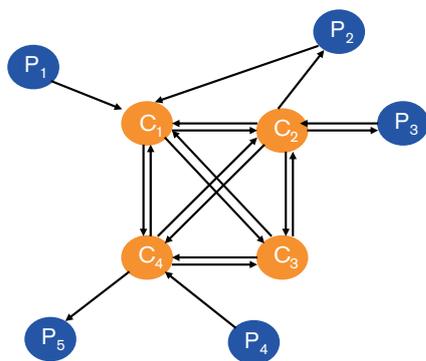
<sup>59</sup> 在進行場外衍生工具交易時，須交付初始保證金及變動保證金，以減低交易對手方風險。各交易對手方於開始進行交易時交付初始保證金，以在違約的情況下補償潛在虧損。交易對手之間的變動保證金會每日調整，以反映其衍生工具持倉按市價計值的利潤及虧損。

<sup>60</sup> 衍生工具宏觀經濟評估小組由金融穩定委員會的29間成員機構組成，而國際結算銀行及國際貨幣基金組織為其提供協助。衍生工具宏觀經濟評估小組報告《Macroeconomic impact assessment of OTC derivative regulatory reforms》全文已於2013年8月26日發佈，可在國際結算銀行的網站閱覽。

<sup>61</sup> 由於銀行間雙邊承擔風險的數據因保密理由不予公開，因此，雙邊承擔風險網絡模型以經改良的最大熵方法計算。詳情請參閱 G. Halaj and C. Kok (2013), 「Assessing Interbank Contagion Using Simulated Networks」, 歐洲央行工作論文, 編號 1506。

<sup>62</sup> 為確保估計的網絡模型合理反映實際情況，評估小組已將得出的估計數據比對由保密來源得到的實際數據予以印證。

**圖 B5.2**  
核心－外圍網絡模型簡圖

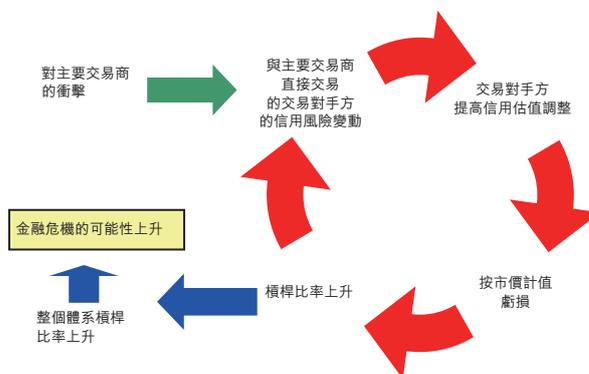


註：  
1. 註明字母「C」的橙色節點代表網絡中的「核心」組別參與者，註明字母「P」的藍色節點代表「外圍」組別參與者。箭號代表雙邊風險承擔總額的方向。例如，箭號由P<sub>1</sub>指向C<sub>1</sub>，則代表P<sub>1</sub>向C<sub>1</sub>索償。  
2. 外圍組別的銀行之間並無關聯，但會透過核心銀行間接關聯。

為了解模擬網絡的傳導機制，評估小組假設一個針對16大交易商的外部衝擊，此衝擊導致他們的違約可能性上升（圖B5.3），而直接與16大交易商交易的交易對手方會透過增加無抵押衍生工具持倉的信用估值調整應對衝擊。<sup>63</sup> 雖然實際違約尚未出現，但信用估值調整變動的等值按市價計值虧損會推高交易對手方的槓桿比率。由於槓桿比率上升，系統的風險隨之增加，而虧損將進一步傳遞至原先並無與16大交易商直接交易的其他銀行。整體而言，若16大交易商受到衝擊，則會導致整個體系槓桿比率上升。若槓桿比

率升幅達到一定的嚴峻程度，所增加的系統性風險將可能引發金融危機。

**圖 B5.3**  
模型架構簡圖



改革有兩大益處，將能夠提高銀行抵禦衝擊的能力。首先，透過中央交易對手結算所進行中央結算，可實現多邊淨額結算，虧損傳遞將會在一個較簡單的網絡進行，從而顯著減少銀行之間的相互聯繫所產生的系統性風險。<sup>64</sup> 其次，對場外交易衍生工具實施更嚴格的抵押要求，則可減輕初步衝擊在系統傳遞的影響。<sup>65</sup> 評估小組預計，改革可令在任何一个年份引發金融危機的機會率減低0.26個百分點。以金融危機的中位數成本為危機前國內生產總值的60%為基礎，評估小組估計改革可以避免約相當於預期年度國內生產總值0.16%的虧損。<sup>66</sup> 值得注意的是，估計出的益處是基於在全球場外衍生工具市場具規模銀行的衍生工具持倉數據計算，因此估計益處同樣適用於各個地區。

### (B) 改革的成本

改革可能在三方面導致銀行的成本增加。首先，信用價值調整資本規定要求銀行持有更多的資金，由於股本成本通常高於債務成本，這會令銀行利潤受壓。<sup>67</sup> 其次，對中央及非中央結算場外衍生工具設定更嚴格的保證金要求，令銀行須持有更多可作為抵押品的資產，這會導致開支增加。<sup>68</sup> 第三，當更多交易轉至中央結算時，包括中央交易對手結算所徵收的費用及交予違約基金的供款都會增加銀行的直接開支。<sup>69</sup>

<sup>63</sup> 信用估值調整是機構對與交易對手方的淨額結算交易組作出的調整，以反映交易對手方信用風險的市場價值。信用價值調整資本規定指銀行就交易對手方的信用估值調整風險而須持有的資本額，是《巴塞爾協定三》監管框架的新元素。

<sup>64</sup> 淨額結算指將不同交易對手方的多項交易互相抵銷，最後得出一筆淨負債。

<sup>65</sup> 根據《巴塞爾協定三》的資本規定，抵押成數較高的持倉信用價值調整要求較低。

<sup>66</sup> 改革的益處按引發危機的風險減幅乘以產出成本計算。產出成本按宏觀經濟評估小組上次進行的宏觀經濟評估估計。詳情請參閱巴塞爾銀行監管委員會（2010年），「An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements」。

<sup>67</sup> 值得注意的是，資金成本增加為上限估計，因為這並未計及資本較充裕的銀行體系面對的較低風險。

<sup>68</sup> 額外抵押品要求導致的場外衍生工具成本增幅亦按上限估計，因為並未計及交易對手方提供較多抵押品時，對手方風險降低，以致可能較有利於定價的情況。

<sup>69</sup> 違約基金由結算參與者及中央交易對手結算所的供款組成，具有攤分風險的特徵，因此，非違約參與者可能須分擔任何因其他結算參與者違約引致的損失。

為了解有關影響，根據中央交易對手結算所多邊結算的假設效果的差異，我們考慮了三個情境（高淨額結算、低淨額結算及中淨額結算）<sup>70</sup>。衍生工具宏觀經濟評估小組預計中淨額結算情境的成本為200億歐元，而高淨額結算情境及低淨額結算情境的成本分別為320億歐元及150億歐元。假設銀行會透過擴大借貸息差將成本轉嫁予客戶，若成本的增加以全球銀行貸款業務的估算規模為24萬億歐元計算，則高淨額結算、中淨額結算及低淨額結算情境的借貸息差估計將分別增加6個基點、8個基點及13個基點。

評估小組透過一系列的宏觀經濟模型，估計上述借貸息差的上升，將令國內生產總值在三種情境中分別減少0.03%（高淨額結算）至0.07%（低淨額結算）（表B5.A）。至於香港，利用誤差修正模型將香港的本地生產總值與利率及利差掛鉤，<sup>71</sup>我們估計在這三種情境中，有關改革會導致本地生產總值減少0.02%（高淨額結算）至0.05%（低淨額結算）。

**表 B5.A**  
場外衍生工具監管改革對宏觀經濟的益處及成本

對長期本地生產總值的影響 (百分比)	高淨額 結算情境	中淨額 結算情境	低淨額 結算情境
<b>全球平均</b>			
益處 <sup>1</sup>	0.16	0.16	0.16
成本 <sup>2</sup>	-0.03	-0.04	-0.07
淨益處	0.13	0.12	0.09
<b>香港</b>			
益處 <sup>1</sup>	0.16	0.16	0.16
成本 <sup>3</sup>	-0.02	-0.03	-0.05
淨益處	0.14	0.13	0.11

註：

- 按金融危機對本地生產總值造成的影響乘以爆發危機可能性的減幅計算。假設產出減少額佔危機前本地生產總值的60%。由於在改革後，持倉均有足夠抵押，在三種情境中，估計爆發金融危機的可能性的減幅相同，因此估計益處亦相同。估計益處適用於各個地區。
- 借貸息差上升對本地生產總值的影響。在高淨額結算、中淨額結算及低淨額結算情境中，借貸息差的增幅分別為6個基點、8個基點及13個基點。數字為中位數，基於16間成員機構以不同宏觀經濟模型計算。
- 僅為香港的估計數字。

<sup>70</sup> 假設與中央結算所進行的多邊淨額結算的效力是雙邊結算的約四倍。在設計不同淨額結算情境時，中淨額結算情境假設在改革後，進行中央結算的場外衍生工具所佔百分比由現時的35%變為60%。在高淨額結算情境中，改革後該比率進一步升至75%。在低淨額結算情境中，雖然75%的交易透過中央交易對手結算所結算，但並無任何淨額結算益處。

<sup>71</sup> 香港銀行同業拆息及香港銀行業淨息差反映香港的利率及借貸息差。詳情請參閱黃德存等人所著的「評估新監管改革對香港的長遠經濟影響」(英文版本)，《金管局研究札記》，編號5。

## (C) 淨結果

總括而言，衍生工具宏觀經濟評估小組推斷，在所有情境中，改革後的淨益處均為正值，估計中值為每年國內生產總值的0.12%，而改革可為香港帶來的淨益處則約等於每年本地生產總值的0.13%。

## 量化評估的限制

雖然以上分析法顯示改革可以帶來淨益處，但有些可能影響改革成效的因素，並未包括在這次評估當中。有關因素為：

### 1. 中央交易對手結算所之間進行多邊淨額結算的互連風險

中央結算允許中央交易對手結算所就持倉進行多邊淨額結算，從而有助減低交易對手方風險。由於中央交易對手結算所數目眾多，只有互相聯繫，上述的益處方能得到體現。儘管中央交易對手結算所之間的聯繫可擴大多邊淨額結算的範圍及減少對抵押品的需求，但這也可能導致互連風險，並傳遞參與者違約的風險。在中央交易對手結算所之間建立聯繫的潛在影響尚待進一步研究。

### 2. 對抵押資產價格的壓力

可以預見，在改革後，抵押資產的需求將大幅增加。在受壓時期，抵押品的短缺可能會對優質資產價格構成過度壓力，以致使用衍生工具的成本增加。

### 3. 間接結算成本增加

透過與其他中央交易對手結算所結算成員進行間接結算，小型的市場參與者將能夠參與中央結算。然而，直接結算成員對他們收取的保證金要求可能會高於中央交易對手結算所對直接結算成員收取的保證金要求。更嚴格的保證金要求旨在保障直接結算成員在間接結算時所面對的較高風險，但亦會令風險轉移成本增加。若這項措施妨礙小型的市場參與者對沖風險，則可能並不有利於經濟及金融穩定。<sup>72</sup>

### 4. 跨境發行及其影響

由於世界各地對場外衍生工具交易已逐步制訂本身的監管制度，有跡象顯示，不同地區對新規例的監管範疇及應用方式可能各不相同。<sup>73</sup>若監管框架有衝突而未能妥善處理，則可能會導致監管套戥活動。由於全球交易商廣泛參與地區場外衍生工具市場，若他們為取利於監管差異而退出某些市場，可能導致市場分化，進而可能對區內交易產品的定價及流動性造成重大影響。

<sup>72</sup> 大型機構似乎不會僅因成本上升而放棄使用衍生工具以作對沖。然而，在衍生工具宏觀經濟評估小組舉行的一次與場外衍生工具市場參與者的會議上，有人指出小型退休基金及非金融公司可能會選擇僅作少量對沖或完全不作對沖。

<sup>73</sup> 各中央交易對手結算所認可資格的差異即為一個例子。舉例而言，歐美銀行可能被禁止透過未獲他們所屬司法管轄區認可或登記的中央交易對手結算所進行結算。

---

# 詞彙

---

## 總結餘

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

## 認可機構

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

## 最優惠貸款利率

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

## 負債證明書

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

## 綜合消費物價指數

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

## 綜合利率

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

## 兌換保證

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

## 兌換範圍

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

## 外匯基金票據及債券

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

## 流動資產比率

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

## 貨幣基礎

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

## 名義及實質有效匯率

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

©2013 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](http://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](mailto:hkma@hkma.gov.hk)

**[www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)**

ISSN 2222-1522 (網上版)