

## 2. 全球環境及展望

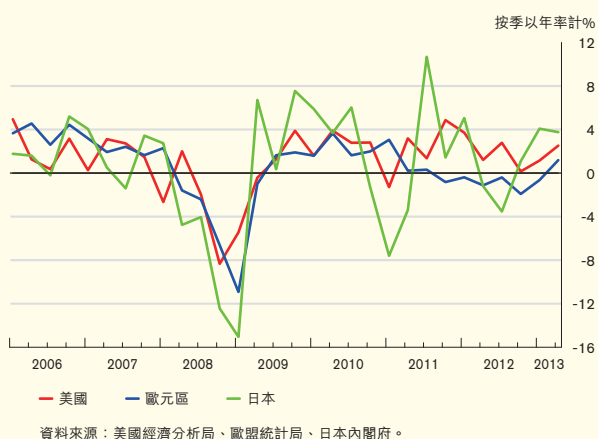
### 外圍環境

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

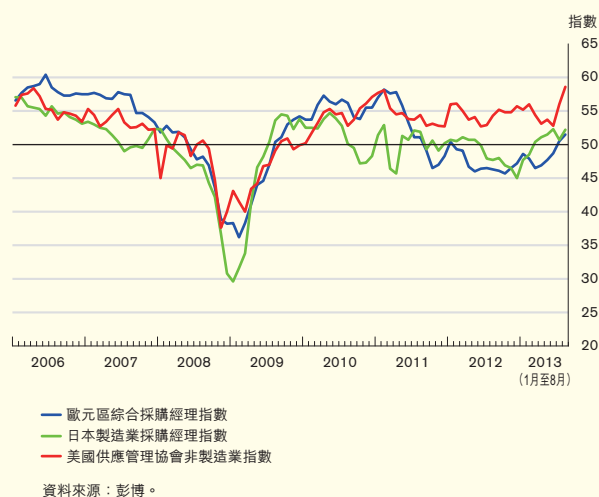


歐元區方面，經濟在連續6個季度錄得收縮後，在第2季恢復增長。最近，歐洲委員會調低多個成員國的削減目標，將有助減低區內財政政策所面臨的壓力。

<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

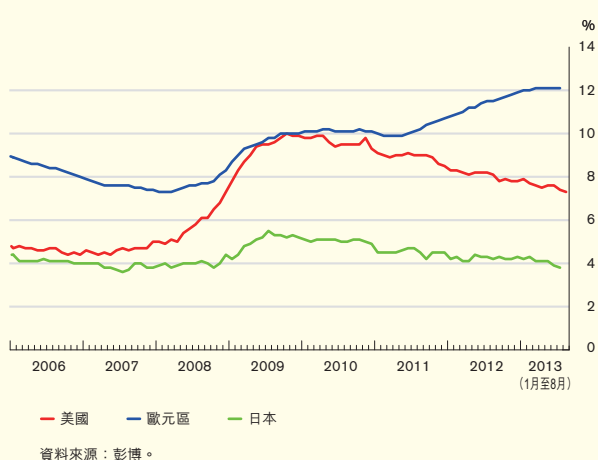
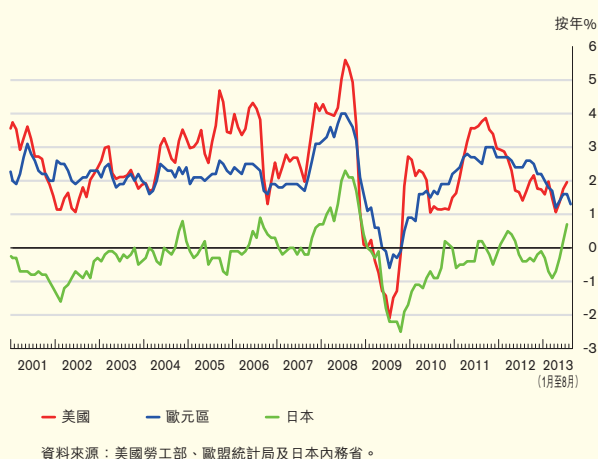


圖 2.4  
美國、歐元區及日本：整體通脹



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：

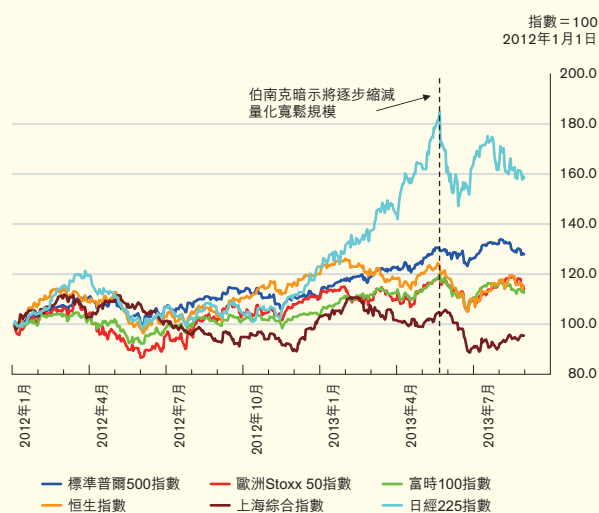
- 2013年5月22日，聯儲局主席伯南克在國會聯合經濟委員會上的發言暗示將逐漸減少量化寬鬆規模。
  - 採用2013年4月底至8月底的月度數據計算。
  - 10年期主權債券與美國國庫券之間的息差變化。
- 資料來源：CEIC、彭博及金管局職員估計數字。

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

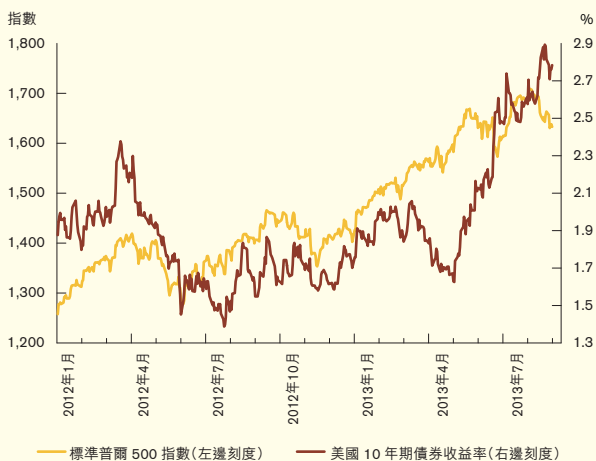


資料來源：彭博。

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）。

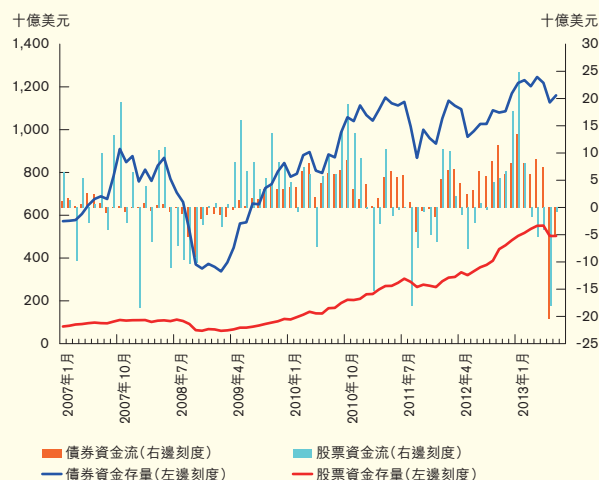
圖 2.6 標準普爾500指數及美國10年期國庫債券收益率



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

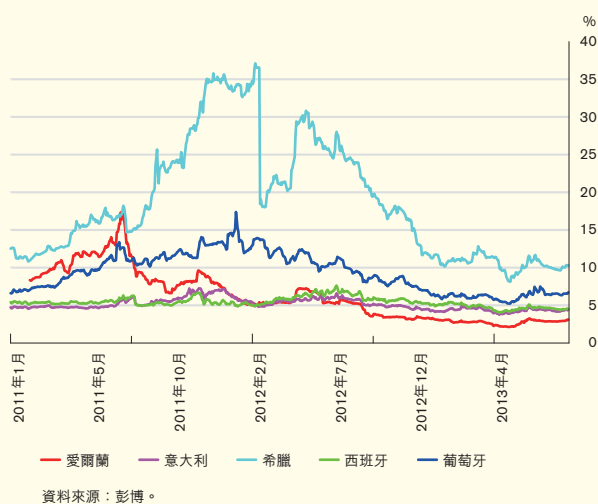


資料來源：彭博。

<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。

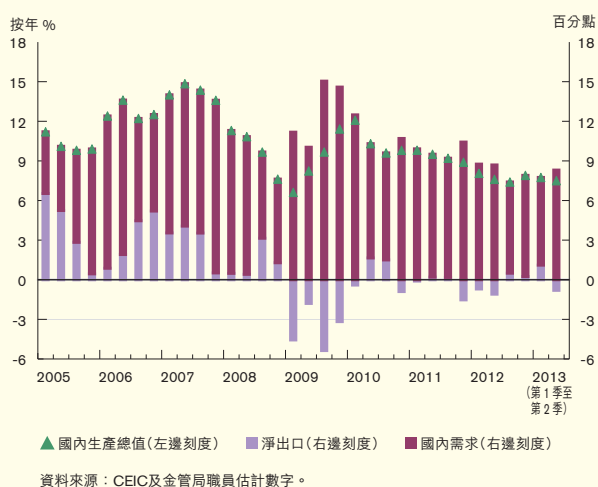
## 中國內地

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。

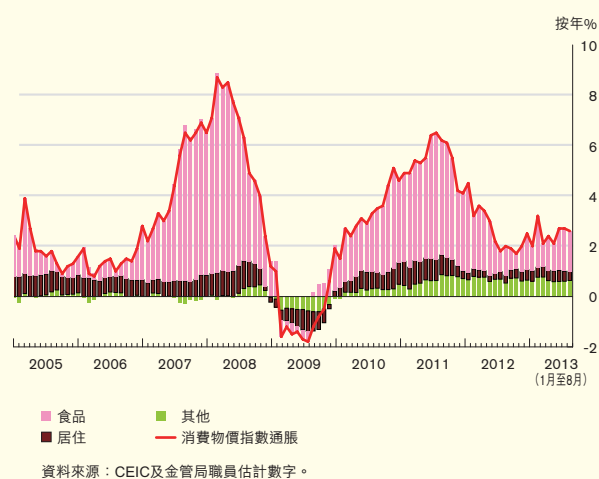
**圖 2.10**  
中國內地：國內需求與淨出口對國內生產總值增長的貢獻



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

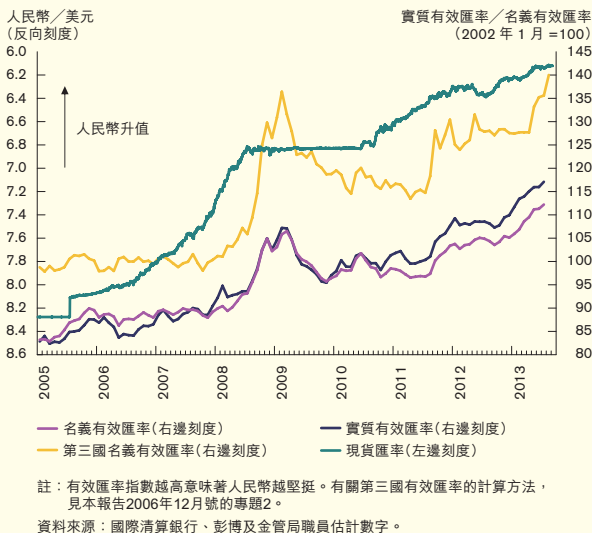


## 2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行體系風險

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。

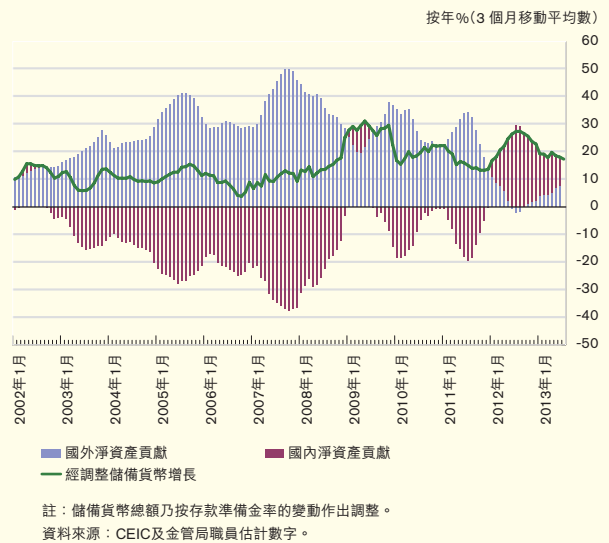
人民幣維持大致升值的勢頭(圖 2.12)。今年首5個月，人民幣兌美元匯率上升約1.6%，但近期則出現雙向波動，而年初至今，人民幣的實質有效匯率已升約6.3%。計及中國在海外市場所面對其他出口同類商品的經濟體的競爭，第三國名義有效匯率有一年多時間大致穩定，但近期急升，原因是市場預期聯儲局逐漸縮減量化寬鬆規模，導致中國的出口競爭國貨幣兌美元匯率普遍下跌。

圖 2.12  
中國內地：人民幣匯率



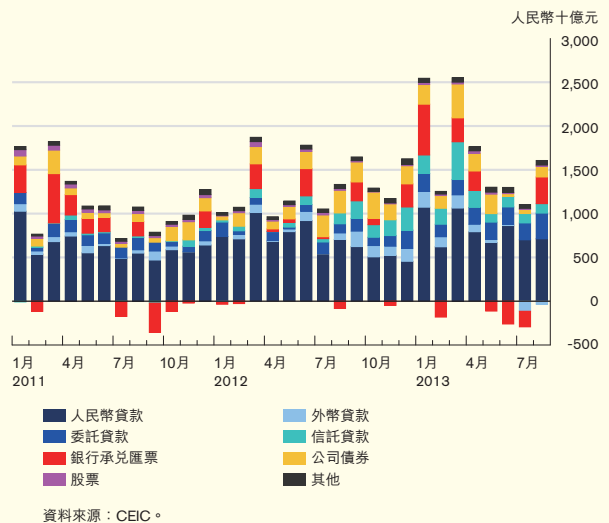
中國人民銀行保持穩定的貨幣政策。儲備貨幣增長率創下三年最高水平後，於 2012 年下半年下降，但於回顧期內基本保持穩定(圖 2.13)，而基準利率及存款準備金率則維持不變。

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。隨着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，隨着持續的金融自由化，利率等價格指標可能比過去能更好反映內地貨幣狀況。

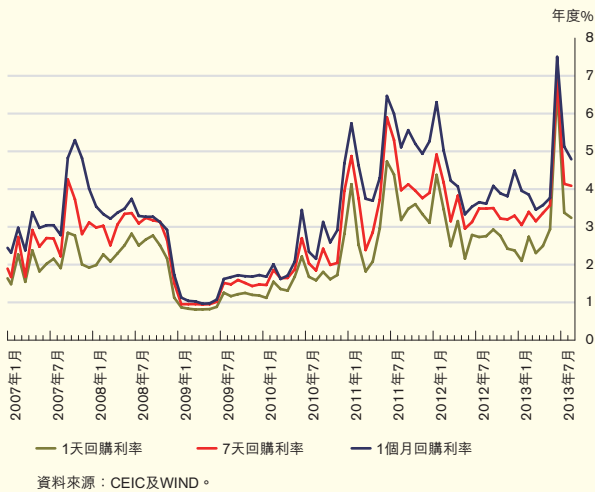
圖 2.14  
中國內地：社會融資總量



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。

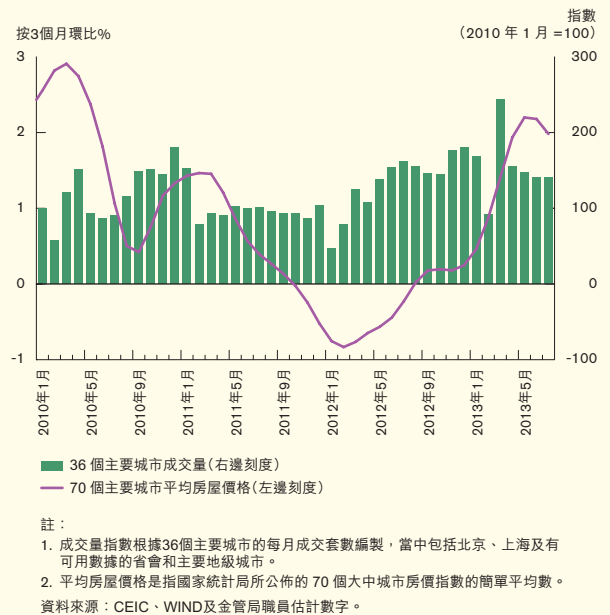
<sup>4</sup> 銀行貸款利率上限已於 2004 年取消。

<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。

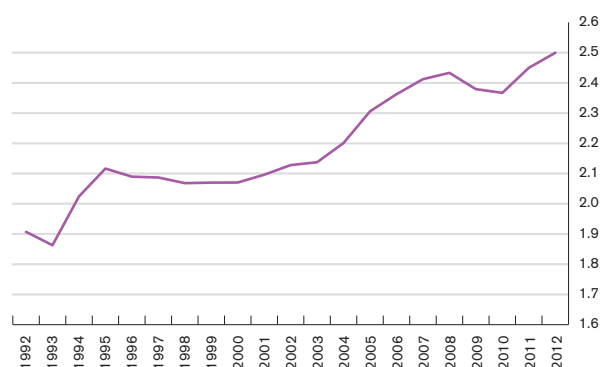
### 金融業與非金融業之間的信貸資金分配

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。

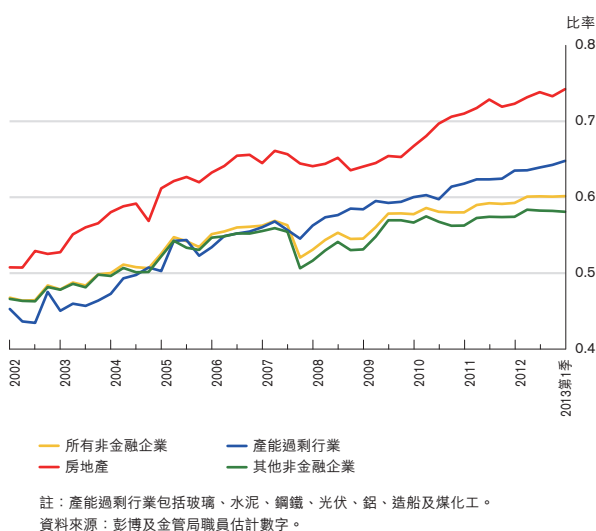
本分析對判斷中國內地的貨幣狀況亦具有重要意義。CICI 指數上升表明數量指標可能在反映貨幣狀況中的作用較以前小。相反，隨著利率管制持續放鬆及金融工具市場定價日益重要，相比過去，價格指標可能會更有效地反映貨幣狀況。

### 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>

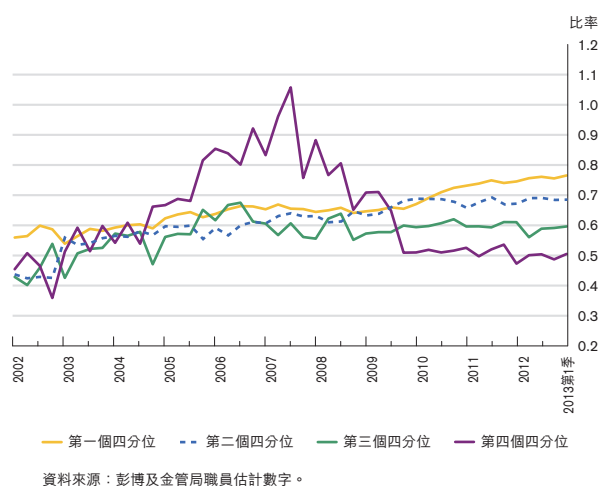
部份反映近年信貸強勁增長，中國內地企業的槓桿比率有所上升。上市非金融企業的負債對總資產比率於2007年因貨幣政策收緊而下降，其後於近年重拾升軌，於2013年第1季升至約0.6（圖B1.2）。雖然現時企業的整體槓桿水平仍不足為慮，<sup>15</sup>但若干主要行業的槓桿比率升幅則較顯著。具體而言，房地產及一些在全球金融危機前已出現產能過剩的主要行業（例如鋼鐵、煤化工、鋁、水泥及光伏等行業）的槓桿比率持續快速上升（圖B1.2）。

**圖 B1.2**  
上市非金融企業的負債對資產比率

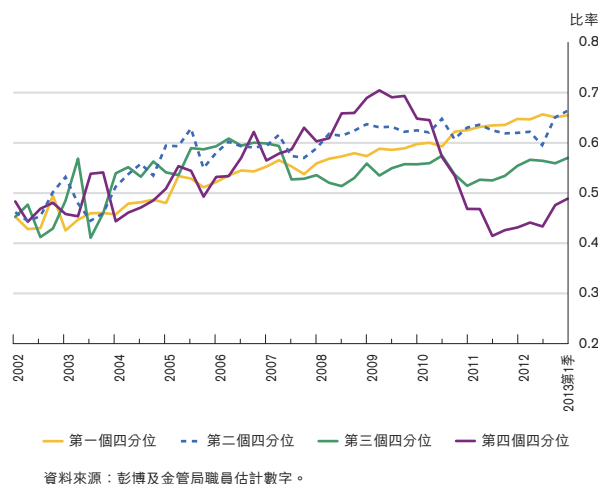


房地產及產能過剩行業中的大型企業的槓桿比率上升速度較小型企業更快，因為大型企業較易借款。舉例而言，於2013年第1季，按資產規模排名在最前四分之一的地產發展商的平均槓桿比率接近0.8，而排名最後四分之一的地產發展商的平均槓桿比率於近年則大致維持在約0.5的水平（圖B1.3）。同樣，在產能過剩行業中，排名最前四分之一的企業槓桿比率於近幾個季度約為0.65，而排名最後四分之一的企業則約為0.5（圖B1.4）。當中，大型煤化工企業的槓桿比率在2013年第1季約為0.8，而大型造船企業及鋁企業的槓桿比率於近期則約為0.7（圖B1.5）。

**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



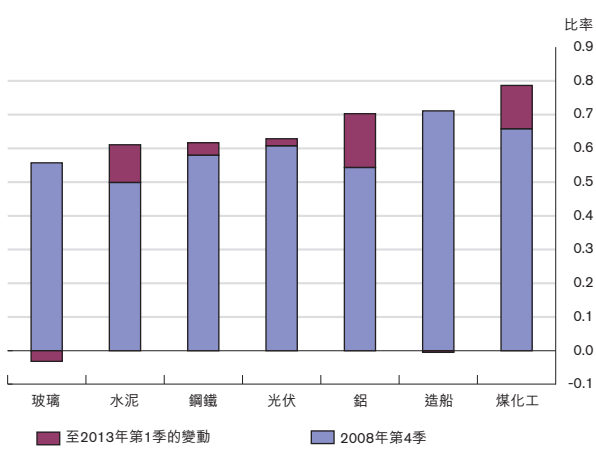
**圖 B1.4**  
產能過剩行業的上市企業的負債對資產比率



<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。

**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

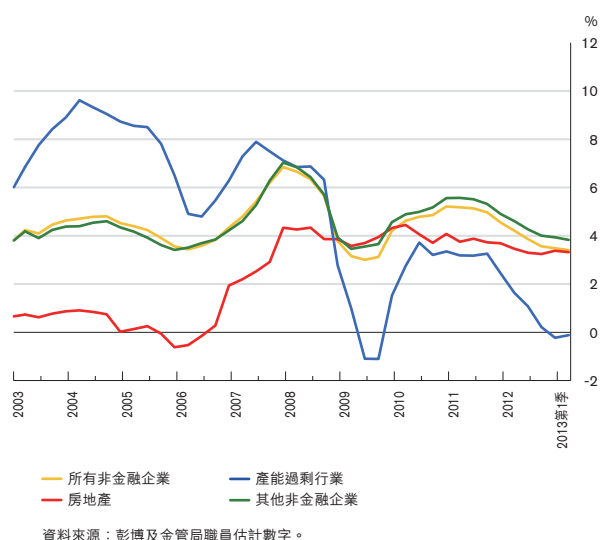


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

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。

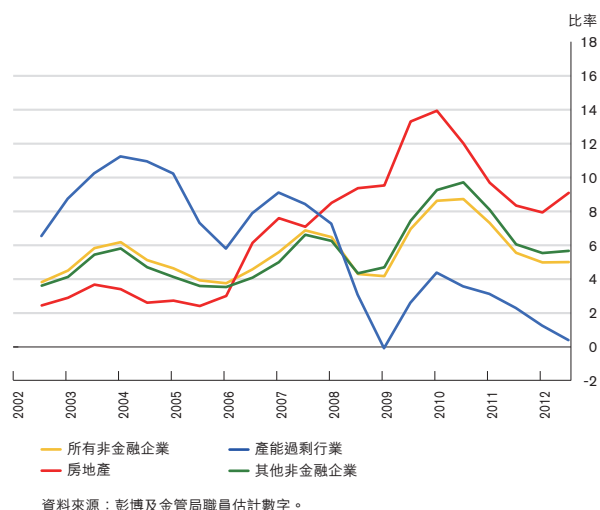
**圖 B1.6**  
上市非金融企業的資產回報率



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。

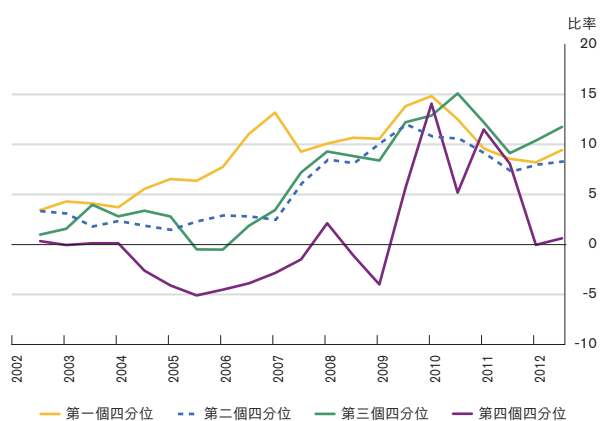
**圖 B1.7**  
上市非金融企業的盈利對利息比率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

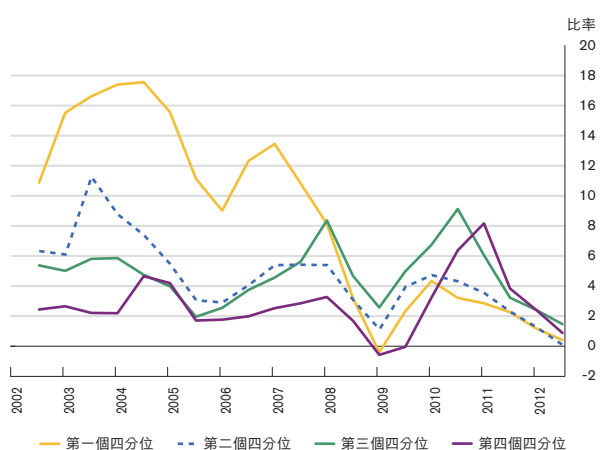
<sup>16</sup> 截至2011年止的數據表明非上市地產發展商的盈利能力遠遜於上市地產發展商。

**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。

## 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。

- 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。