

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

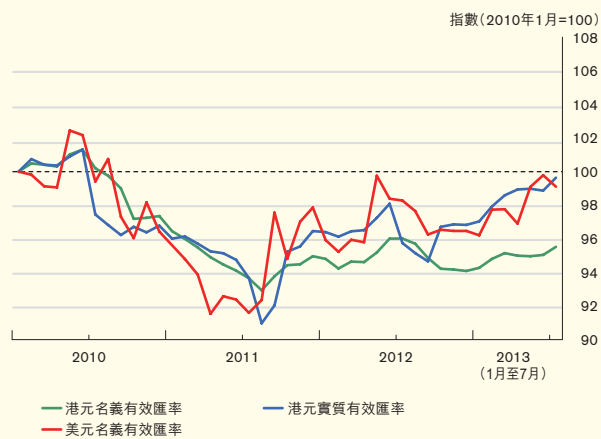
儘管環球及本地金融市場變得波動，期內港元外匯市場繼續有秩序地交易，現貨匯率在2013年上半年於7.751至7.765之間窄幅上落。在第1季，港元匯率跟隨本地股票市場的整固，自強方兌換保證水平輕微轉弱（圖4.1）。踏入第2季以來，因市場憂慮美國聯儲局逐漸減少資產購買以及內地經濟放緩，本地股票市場拋售壓力增加。然而，由於銀行流動資金需求上升，港元匯率稍為轉強。現貨匯率在其後的7月及8月繼續窄幅上落，於8月底收報7.7551。

圖 4.1
港元匯率



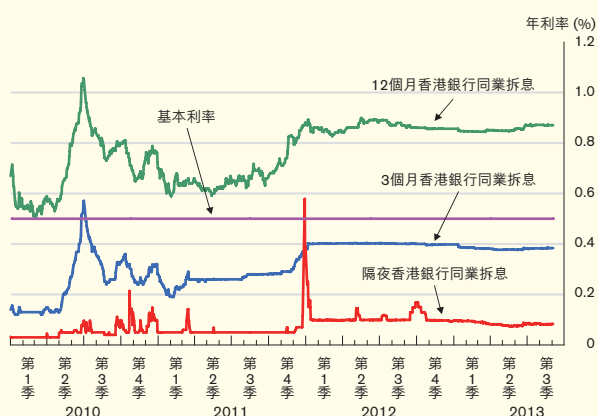
港元的貿易加權名義有效匯率指數在2013年上半年上升1.0%（圖4.2），主要反映由於美國經濟前景改善，美元兌大部份主要貨幣升值。與此同時，港元的實質有效匯率指數升幅超過名義有效匯率指數升幅，原因是香港相對其貿易夥伴而言通脹稍高。

圖 4.2
名義及實質有效匯率



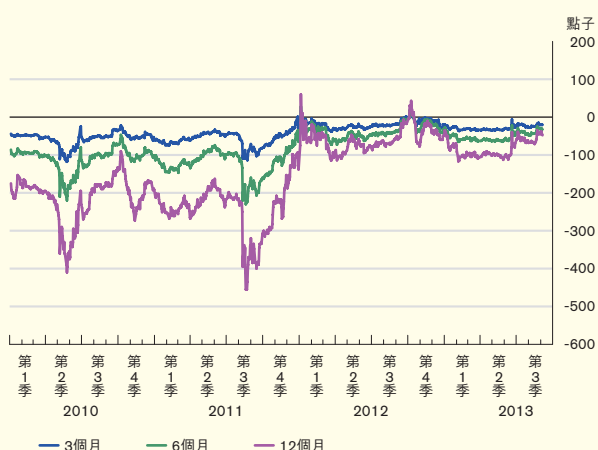
港元利率在2013年上半年仍維持在較低水平(圖4.3)。美國聯邦基金目標利率維持於0 – 0.25厘的區間，由金管局操作的貼現窗基本利率保持不變於0.5厘(圖4.3)。在港元貨幣市場，銀行同業拆息亦大致穩定，隔夜及3個月香港銀行同業拆息定價微降至6月底的0.09厘及0.38厘，而12個月香港銀行同業拆息定價則上升1基點至0.87厘。港元遠期匯率折讓幅度於2013年上半年整體收窄，主要反映倫敦美元銀行同業拆息下跌(圖4.4)。

圖 4.3
港元利率



資料來源：CEIC及金管局。

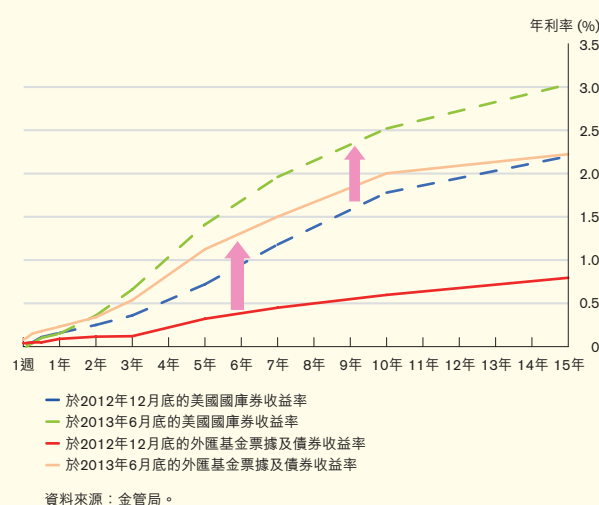
圖 4.4
美元兌港元遠期匯率差價



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

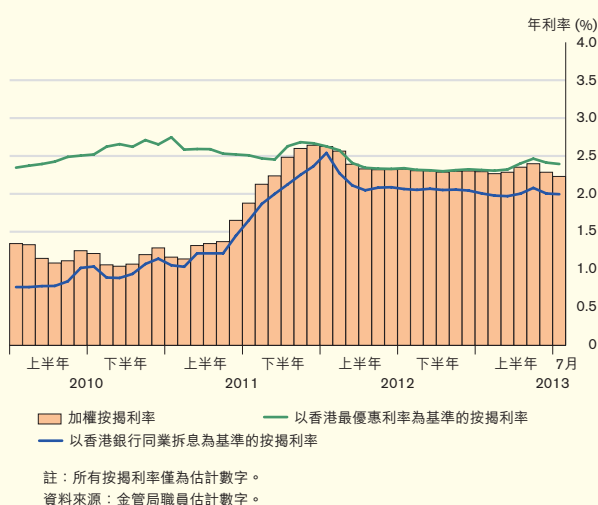
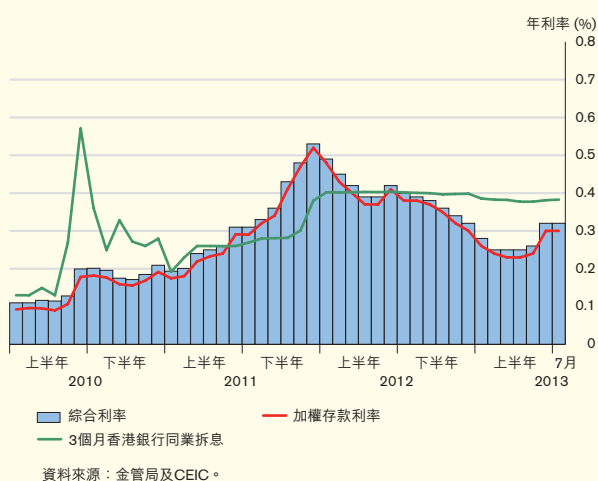


圖 4.7
存款利率及平均資金成本



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

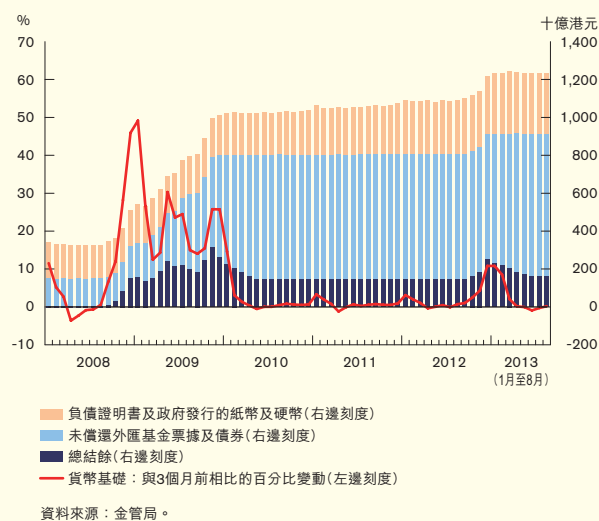
持續，最新的共識預測顯示在未來12個月內，3個月香港銀行同業拆息將大致保持穩定，處於0.4 – 0.5厘的水平。存款和貸款利率大致緊貼銀行同業拆息的走勢，於短期內或會在相對低位徘徊，但具體定價仍將取決於貸款及存款的相對供求狀況。

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¹⁸

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。

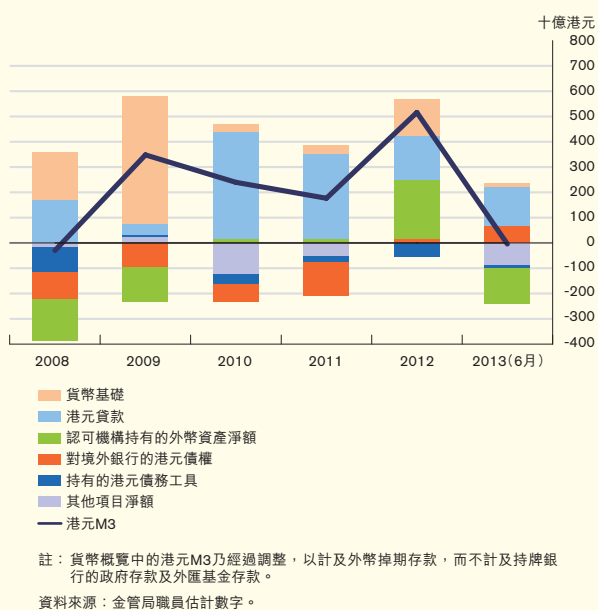
圖 4.8
貨幣基礎的組成部份



¹⁸ 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。

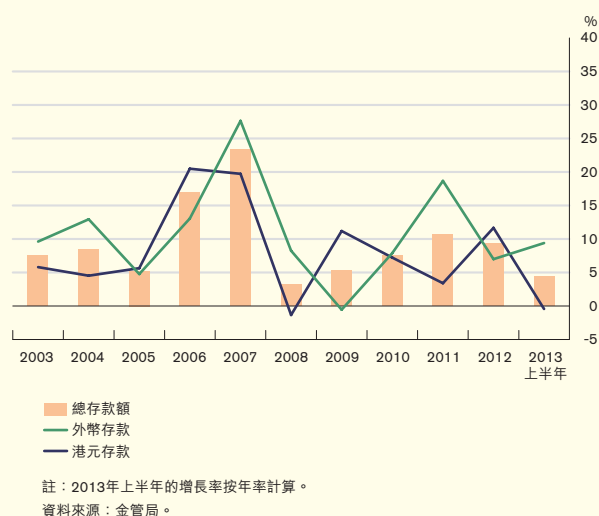
港元貨幣總額繼2012年快速增長後保持穩定。港元廣義貨幣供應量(港元M3)於2013年上半年按年率計僅輕微增加0.4%。在港元M3之中,公眾持有的硬幣及紙幣按年率計增加12.5%,而銀行的客戶存款及銀行業以外的客戶持有的可轉讓存款證則分別減少0.4%及0.5%。在貨幣概覽框架下按港元M3的對應資產分析,認可機構的外幣資產淨額與資本及儲備(為其他項目淨額的一部份)拖低廣義貨幣供應,但本地信貸強勁增長,以及認可機構對境外銀行的債權增加均產生抵銷作用(圖4.9)。另一方面,經季節因素調整的港元狹義貨幣供應量(港元M1)按年率計增長16.1%,增速比廣義貨幣供應量快,原因是公眾持有的硬幣及紙幣及活期存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

圖 4.9
港元M3及其對應資產變動



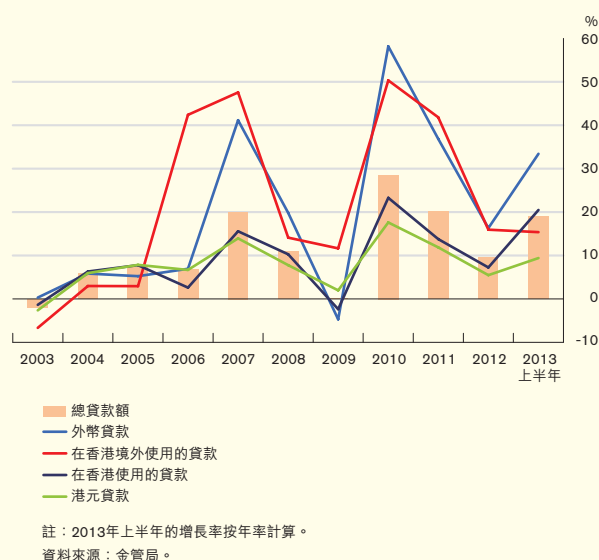
港元存款於2013年上半年按年率計輕微減少0.4%，但外幣存款繼續強勁增長9.4%（圖4.10）。在外幣存款中，美元存款顯著減少，其他貨幣的存款則回升，部份由於人民幣存款顯著增長。有關人民幣存款的最新發展，請參考本節下文。整體而言，認可機構的存款總額於2013年上半年按年率計增長4.4%，低於2012年全年9.3%的增幅。

圖 4.10
存款增長



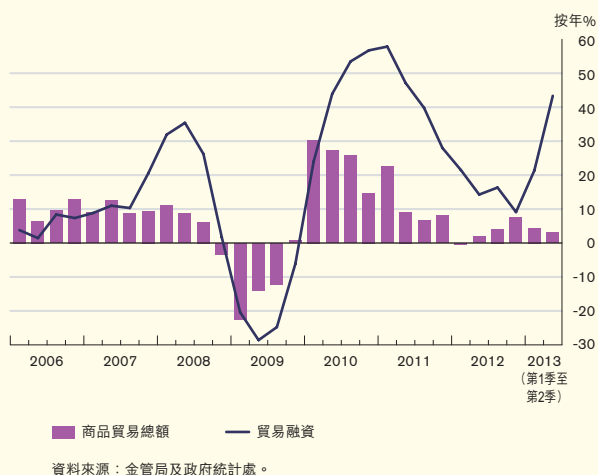
信貸方面，2013年上半年貸款總額按年率計的增長率急升至19.0%，而增幅主要來自第2季（圖4.11）。貿易融資強勁增長以及跨國企業的流動資金需求增加，推動外幣貸款於上半年錄得按年率計33.4%的顯著增長。港元貸款按年率計增長9.4%，而2012年全年則增長5.5%。

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

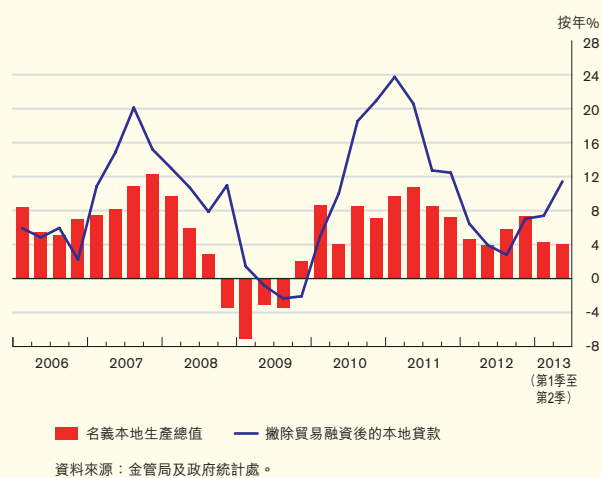


圖 4.14
按行業劃分的其他本地貸款

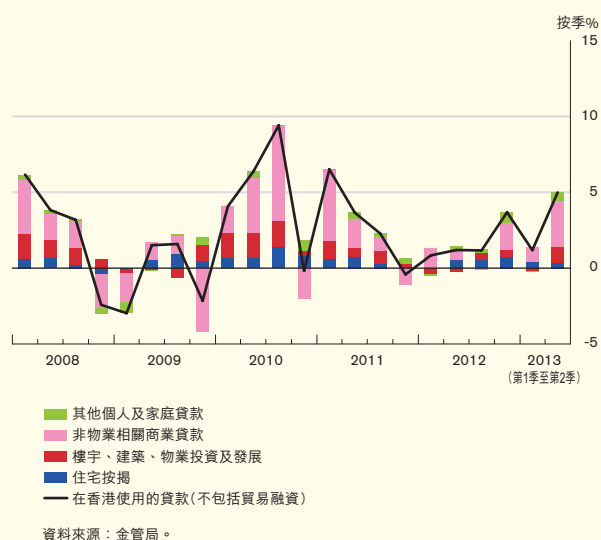
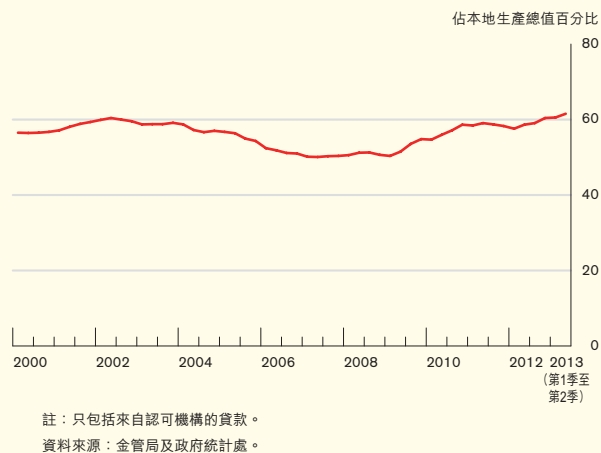
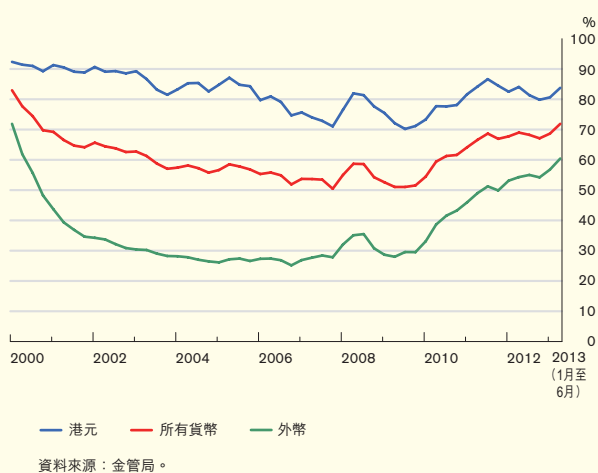


圖 4.15
家庭債務佔本地生產總值百分比



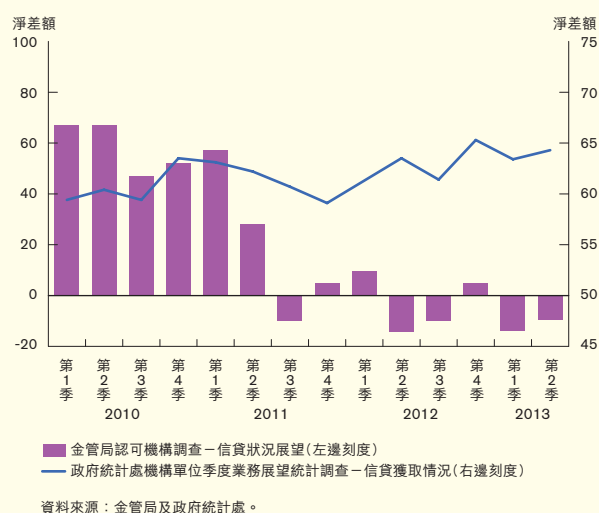
由於港元貸款增加而港元存款減少，港元貸存比率由2012年12月的79.8%升至2013年6月的83.7%（圖4.16）。此外，由於外幣貸款快速增長，外幣貸存比率亦由去年12月的54.2%急升至2013年6月的60.4%，達到13年的高位。

圖 4.16
貸存比率



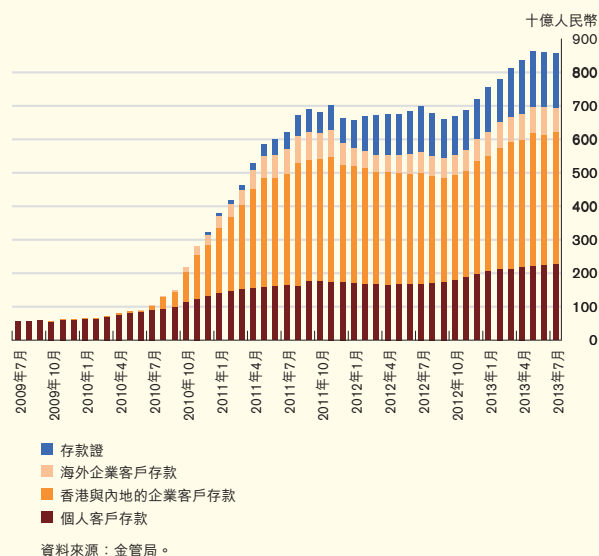
然而，有跡象顯示近期貸款增長有所放緩，流動資金狀況亦有舒緩。貿易融資及其他本地貸款增幅於7月份有所放緩，而港元貸存比率亦微跌。此外，金管局最新信貸狀況展望意見調查顯示，未來一段時間信貸需求會趨向緩和，「淨差額」（預期「上升」的受訪認可機構比例與預期「減少」的受訪認可機構比例之差）呈現負數（圖4.17）。然而，由於低息環境持續，預期銀行信貸供應仍將充裕。最新的季度業務展望統計調查亦顯示，非銀行私營部門獲取信貸的情況並無惡化跡象。

圖 4.17
信貸需求及信貸獲取情況調查



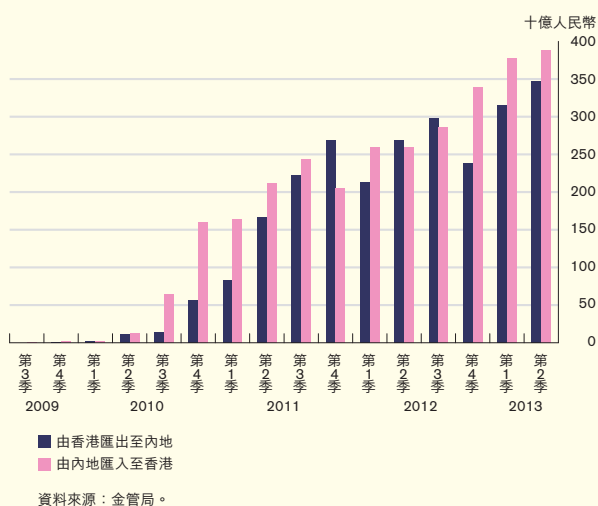
香港離岸人民幣資金池在2013年上半年繼續穩健增長。人民幣存款及未償還人民幣存款證總額較去年大幅增長19.5%（非按年率計）至6月底的8,607億元人民幣（圖4.18），其中客戶存款穩步增長15.7%，主要因人民幣更廣泛地作為結算貨幣，企業賬戶存款增加。同時，個人客戶存款亦見上升，當中非居民個人客戶於6月底佔個人客戶存款為4.8%。由於人民幣存款比其他貨幣存款增速快，6月底銀行體系中的人民幣存款比例升至10.4%。

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）。

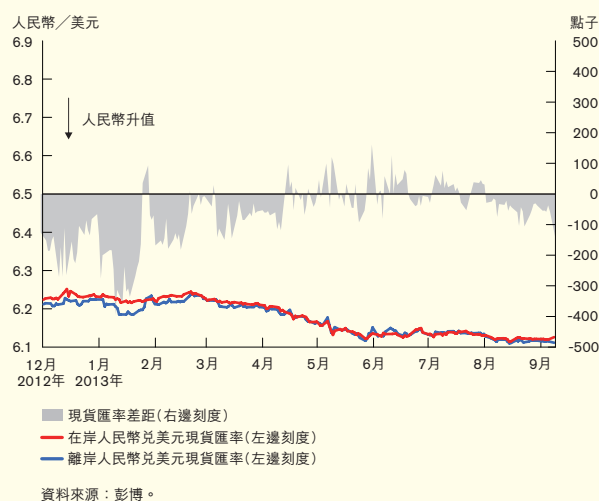
圖 4.19
人民幣貿易結算匯款



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

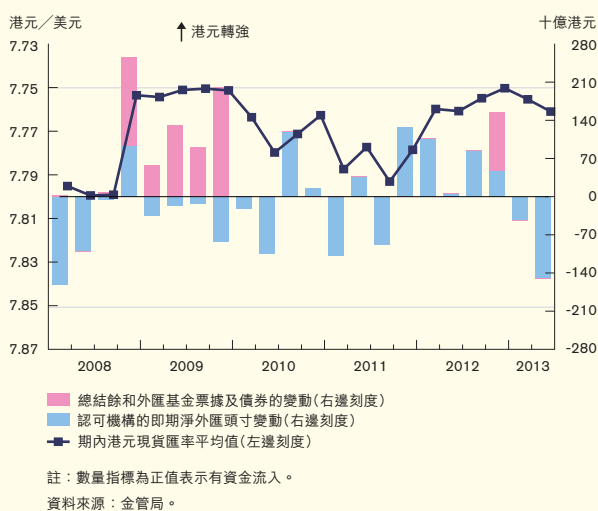


4.3 資金流

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。¹⁹ 而且銀行的港元需求增加，部份抵銷了上述資金流出壓力。

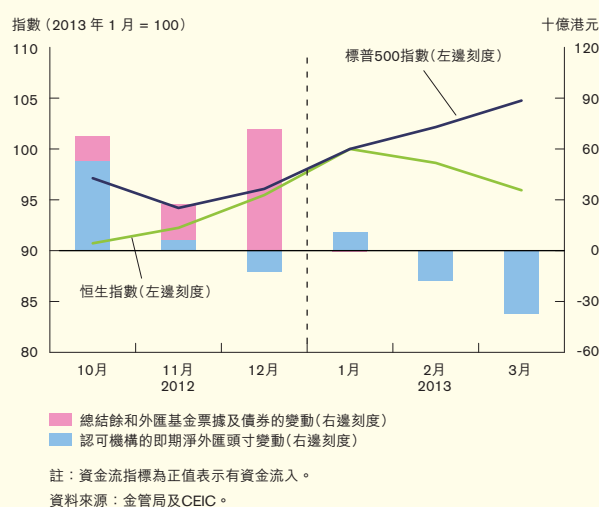
圖 4.21
季度資金流指標



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

¹⁹ 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

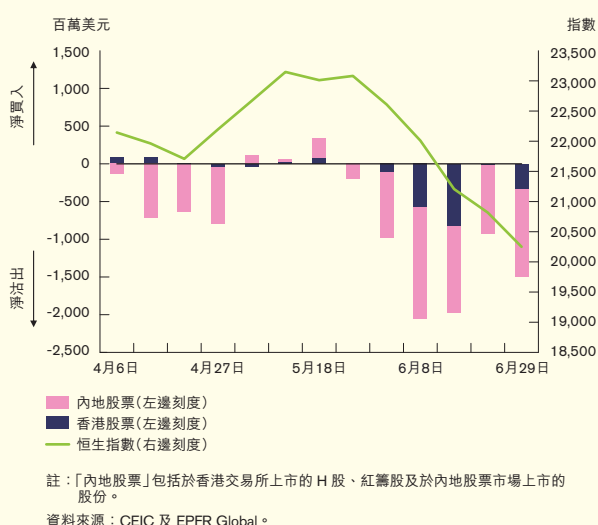


圖 4.24
季度債券資金的市場調查

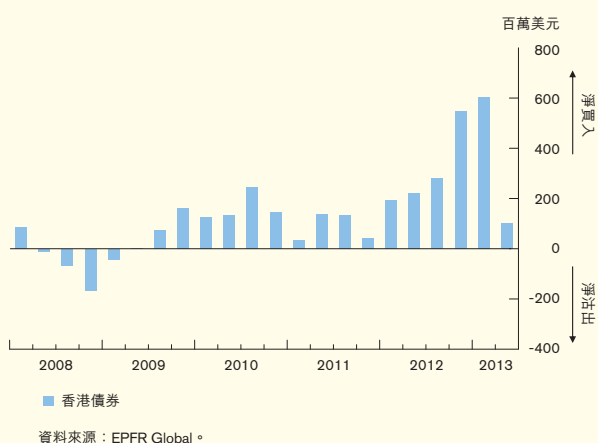
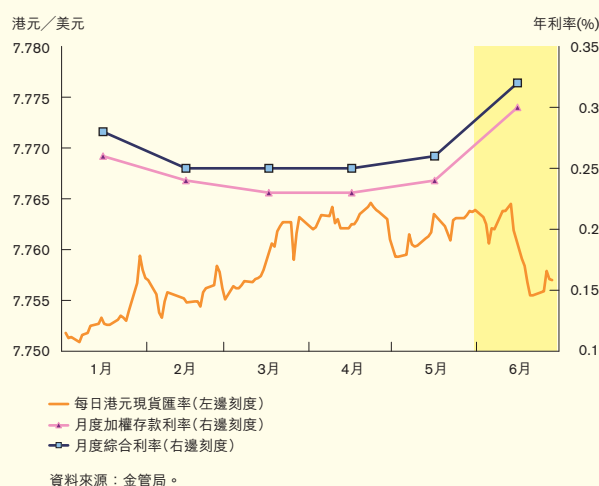


圖 4.25
流動資金狀況與匯率



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。

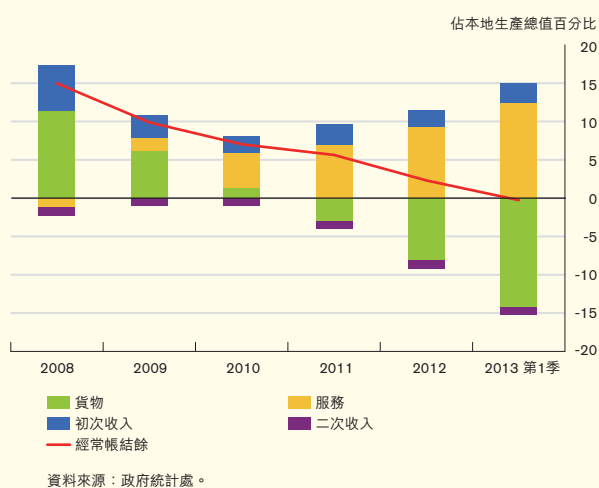
表 4.A
按標準組成項目分析國際收支平衡帳

	2011		2012				2013
	第1季	第2季	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。

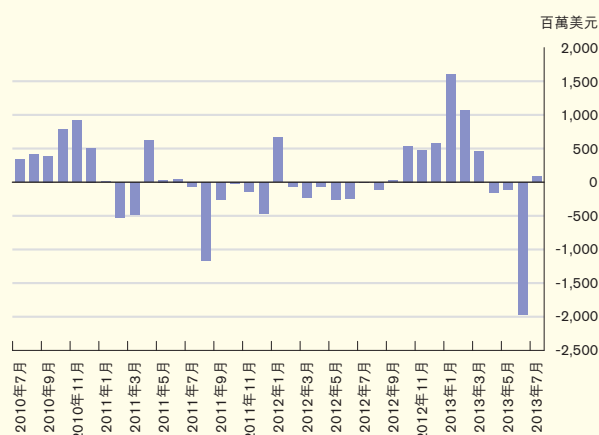
資產市場

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

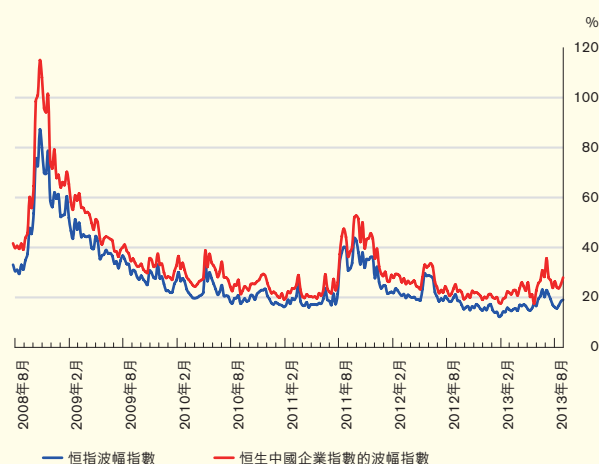
受著一系列外圍環境的負面影響，本港股市於過去6個月內大幅上落。意大利大選結果懸而未決，加上塞浦路斯爆發銀行危機，導致恐慌情緒蔓延，令3月份股市大受影響。其後，由於美國勞工市場呈現復甦跡象，令投資者重拾信心。然而，美國聯儲局主席伯南克於5月在國會作證時暗示，央行或會於稍後縮減刺激計劃規模，導致市場情緒再陷入低迷。在6月份美國聯邦公開市場委員會會議召開後舉行的記者會上，聯儲局公佈其縮減量化寬鬆措施規模的計劃，而中國亦同時傳出資金緊張的消息，導致外國投資者撤出本地股票基金（圖4.28），本地股票的引伸波幅升至一年來的高位（圖4.29）。伯南克在半年度國會聽證會中發表鴿派言論雖令本地股市跌幅開始收窄，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

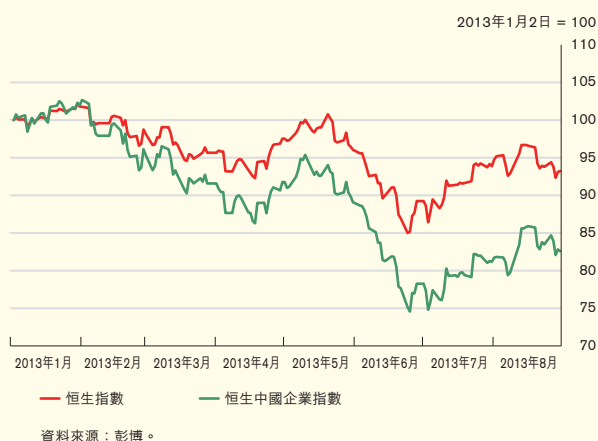
圖 4.29
恒指及恒生中國企業指數的波幅指數



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

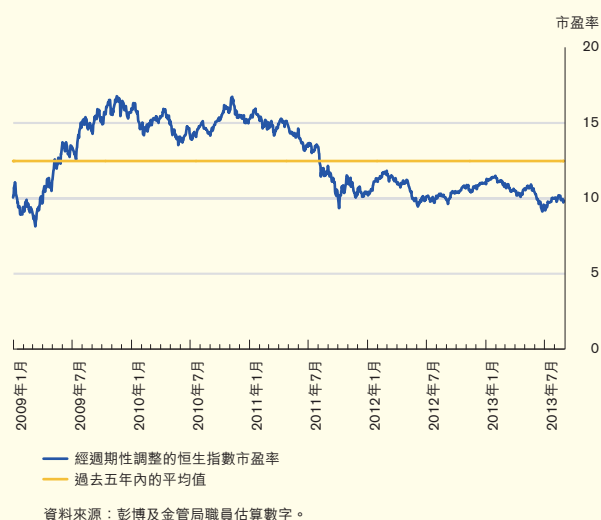
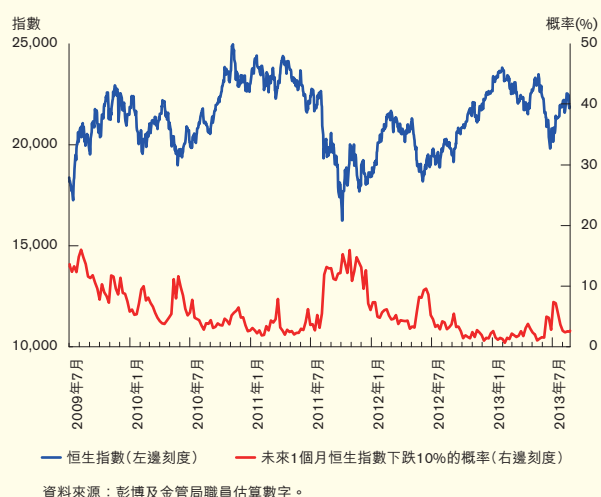


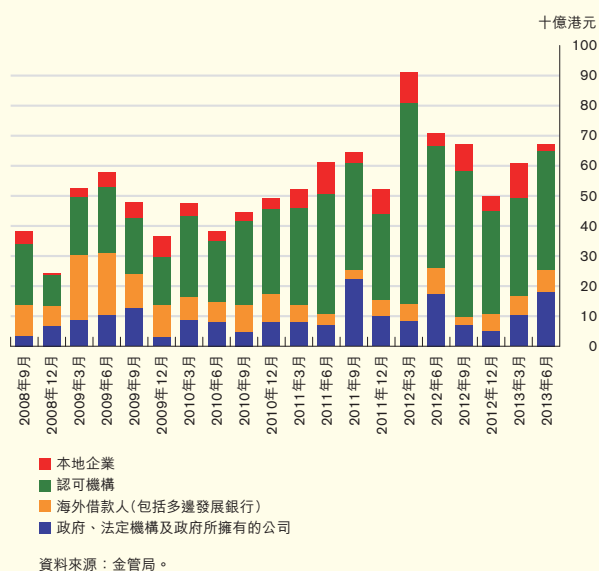
圖 4.32
恒生指數及其在未來1個月內下跌10%的期權引伸概率



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%。²⁰ 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。²¹ 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%。²²

圖 4.33
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務



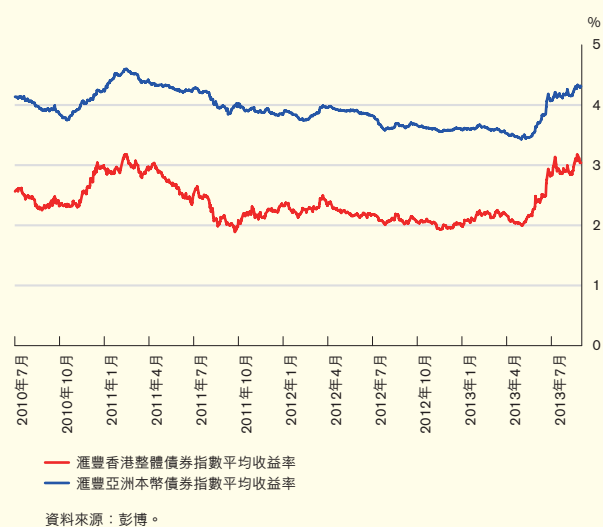
²⁰ 外匯基金票據及債券佔港元債務發行額的89.1%。政府根據政府債券計劃發行的債券總額達200億港元。法定機構／政府所擁有的公司所發行的債務急增34.4%至84億港元。

²¹ 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。

²² 「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。

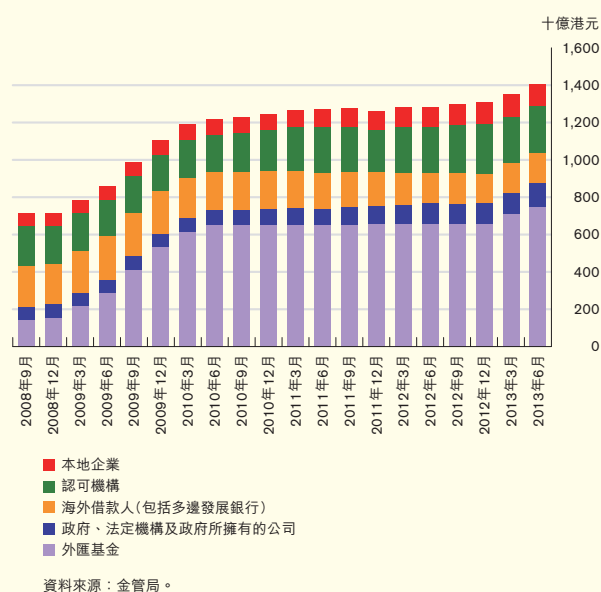
²³ 這相當於港元貨幣供應量M3的30.9%或整個銀行業港元資產的25.0%。

圖 4.34
亞洲及香港本地債券平均收益率



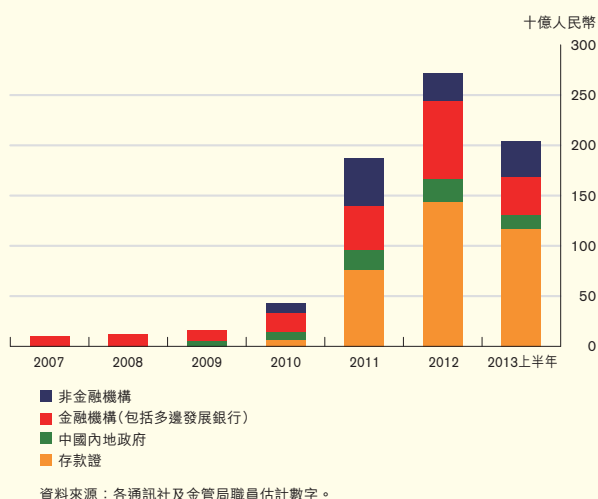
由於新債發行額大幅上升，未償還港元債務總額於6月底增至14,050億港元的歷史高位，按年增長9.7%（圖4.35）。²³ 海外借入人（包括多邊發展銀行）的未償還債務金額繼續縮減，按年下降1.9%。此外，雖然本地私營機構的新債發行額大幅下降，但其未償還債務金額仍錄得5.1%的按年增長。

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

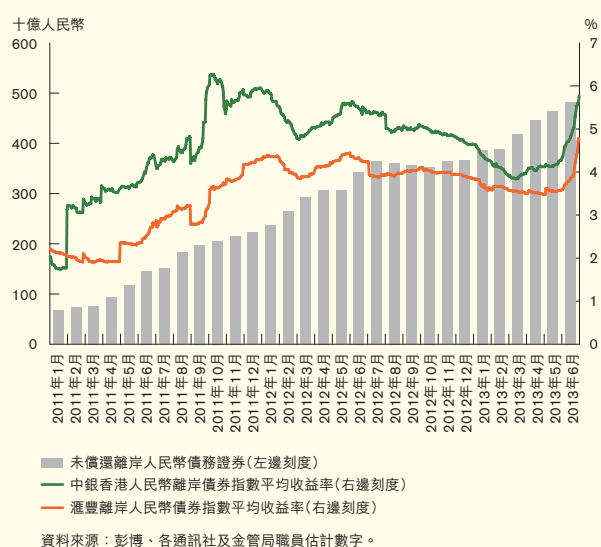


同時，投機級別的債務證券發行額亦有所增長。2013年上半年，評級為BB+或以下的債務證券發行額達160億元人民幣，接近於2012年整個年度所錄得的55億元人民幣的三倍，佔期內獲評級的新發行債務證券（存款證除外）總額的35.1%（圖4.37）。投機級別債務證券的發行及近期全球債券市場的拋售潮，亦推高了離岸人民幣債券的平均收益率（圖4.38）。

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²⁴

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

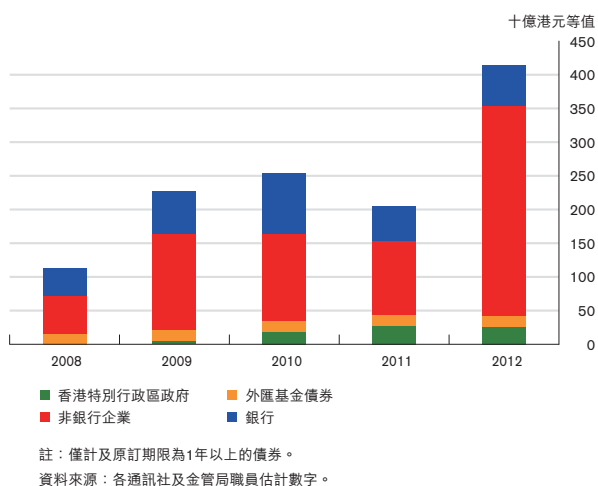


圖 B3.2
新發行的企業債券(按年期劃分)

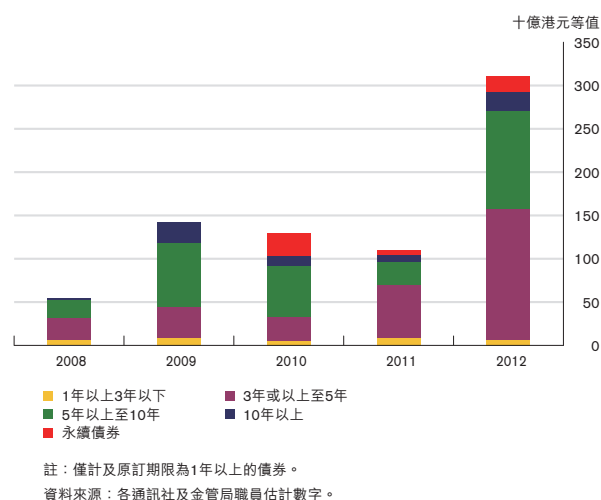
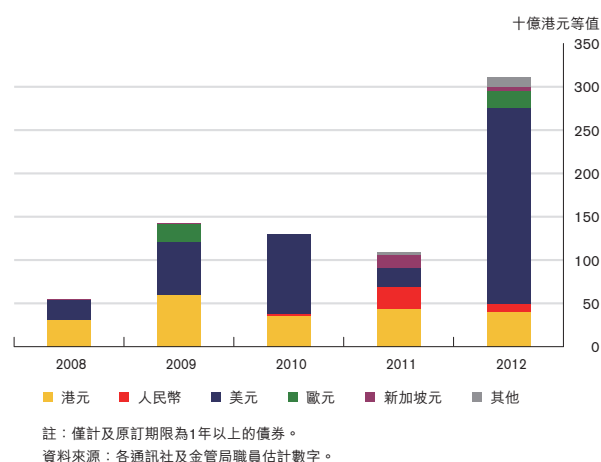


圖 B3.3
新發行的企業債券(按計價貨幣劃分)



近期發展的推動因素

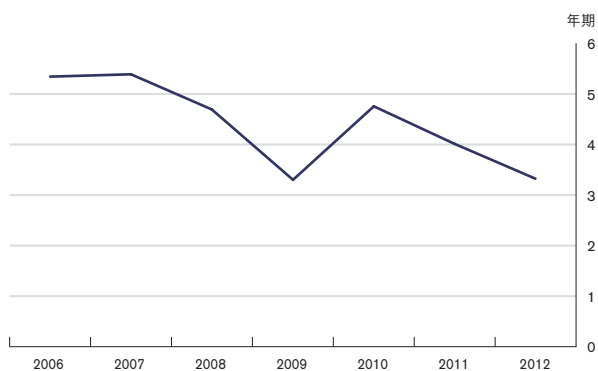
近期本港債券市場的發展強勁，尤以企業債券為甚，在很大程度上是由一些供求因素所推動。

²⁴ 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。²⁵

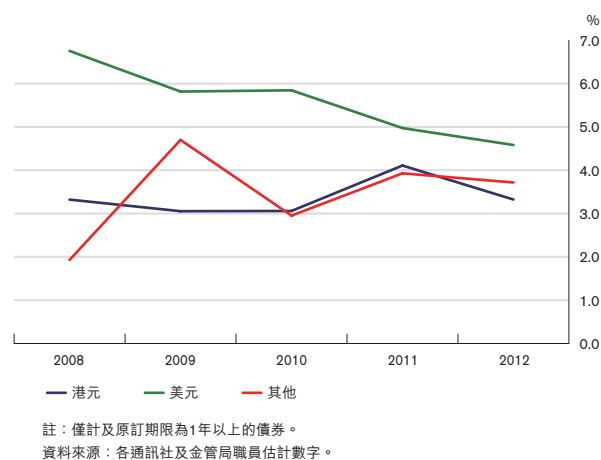
圖 B3.4
香港銀團貸款的平均年期



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。

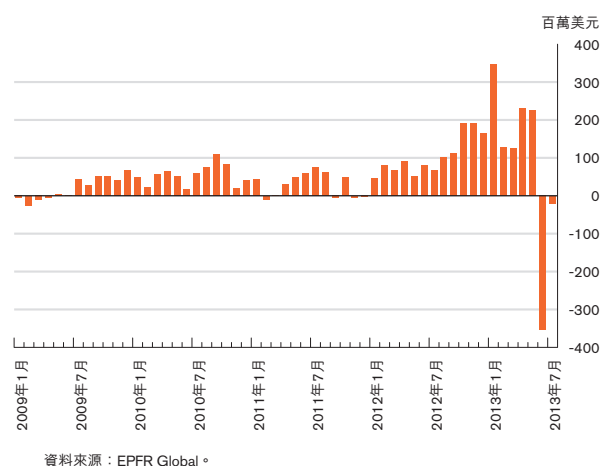
圖 B3.5
新發行企業債券的加權平均收益率



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



²⁵ 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。²⁶ 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。²⁷

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。

²⁶ 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。

²⁷ 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

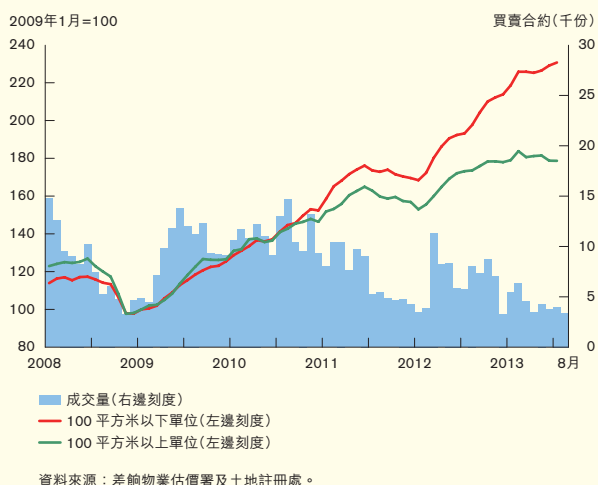
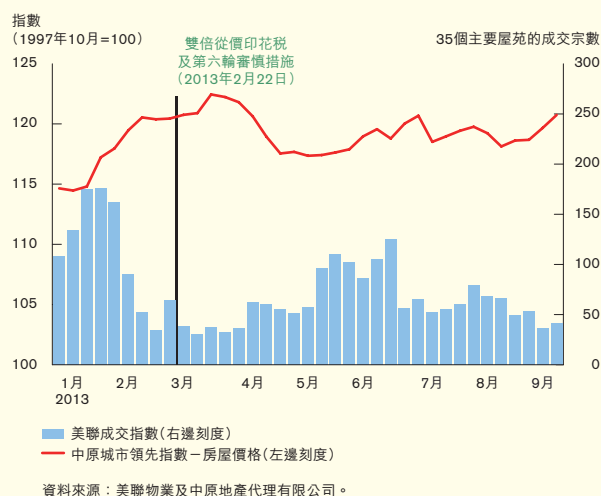
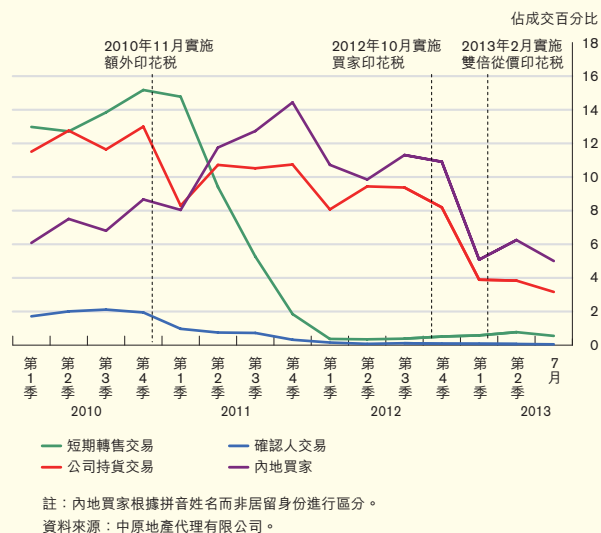


圖 4.40 物業代理估算的住宅物業價格及成交量



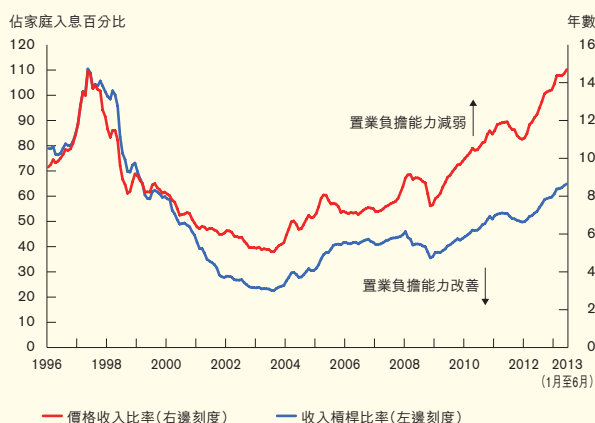
另一方面，成交量於2013年上半年明顯收縮，於土地註冊處註冊的買賣合約只有約28,000份，而上一個半年度期間則為約40,100份。上半年二手市場成交量更下跌約三分之一。此外，確認人交易及短期轉售交易均顯示，投機活動大致受到遏制。政府推出買家印花稅並將從價印花稅稅率上調一倍後，公司持貨交易及非本地需求顯著下降（圖4.41）。與此同時，一手市場成交量下跌26.1%，部份原因是《一手住宅物業銷售條例》自4月底起生效，發展商一度放緩推出新盤的步伐。根據觀察所得，二手市場成交於第3季仍然淡靜，而一手物業的推售步伐則有所加快。

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



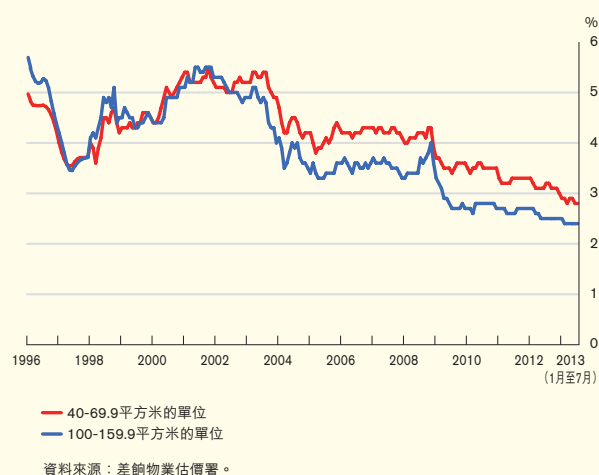
然而，物業估值仍然偏高。由於私人住宅家庭入息增長速度未能追及住宅價格增長，置業負擔能力持續惡化。金管局估算的價格收入比率於2013年年中攀升至14.7，已經稍高於1997年的高峰水平（圖4.42）。²⁸ 收入槓桿比率亦於6月份升至65%的高位，遠高於50%的長期平均水平。²⁹ 倘若按揭利率大幅上升，例如增加3個百分點，收入槓桿比率將攀升至84%的更高水平。另一個住宅價格可能脫離基本面的信號是租金回報率偏低，平均已降至2-3%（圖4.43）。尤其是從資產定價的角度來看，租金回報率相對於按揭成本、風險溢價、預期資產升值回報，以及其他置業成本，可能已屬過低。

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。

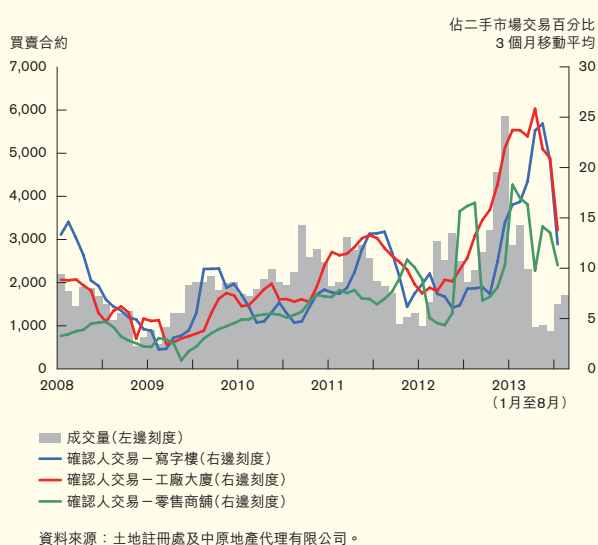
²⁸ 從潛在置業人士的角度看，價格收入比率指參考現行住宅價格，一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。

²⁹ 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

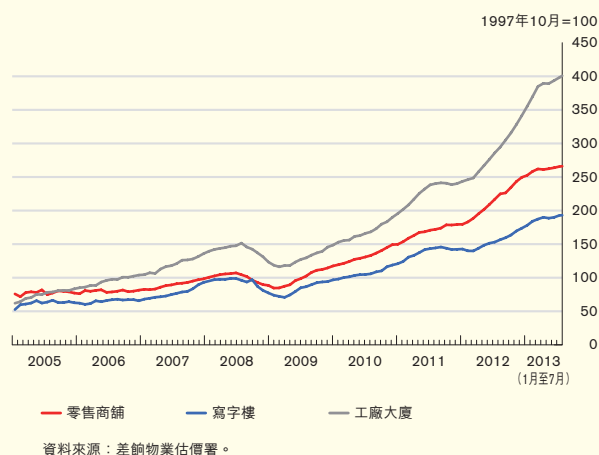
一度氣氛熾熱的非住宅物業市場亦明顯降溫。總成交量在2013年上半年大幅收縮，於土地註冊處註冊的買賣合約只有約11,400份，低於去年下半年的20,600份（圖4.44）。第2季的成交量較第1季下降約三分之二。用以衡量投機活動的確認人交易亦明顯減少，但佔總成交量的比例仍然偏高。

圖 4.44
非住宅物業的成交量



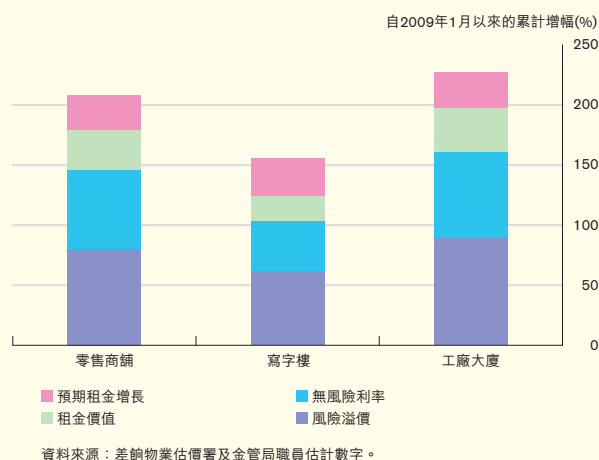
另一方面，2013年上半年非住宅物業的價格持續上升，寫字樓及零售店舖上升5-8%，而分層工廠大廈則上升12%（圖4.45）。租金增長亦趨於穩健，上述三類物業的租金增幅大致為6-7%，整體租金收益率仍保持接近2-3%的歷史低位。根據物業顧問公司的資料，價格及租金的支持主要來自市區以外的物業，而優質地段物業的估值和租金則輕微下跌。

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）³⁰，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年以來非住宅物業價格上升的構成



³⁰ 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。