# 4. 貨幣及金融狀況

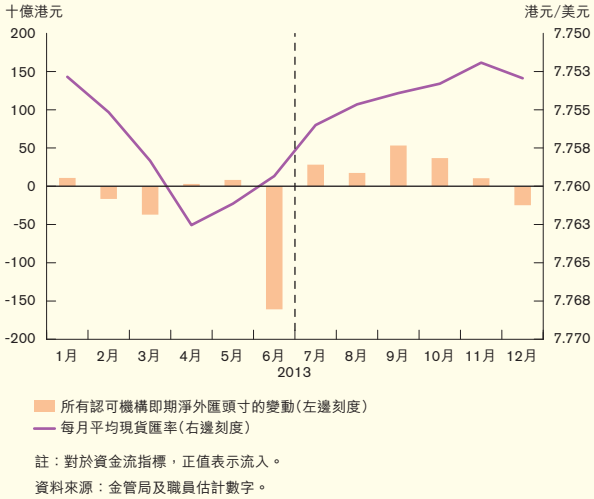
## 匯率、資金流及貨幣動向

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

### *4.1 匯率及資金流*

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

**圖 4.1**
**2013年的資金流指標及匯率**




註：對於資金流指標，正值表示流入。
資料來源：金管局及職員估計數字。

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

[17] 請注意，在編寫本報告時，第4季的國際收支平衡統計尚未發佈。

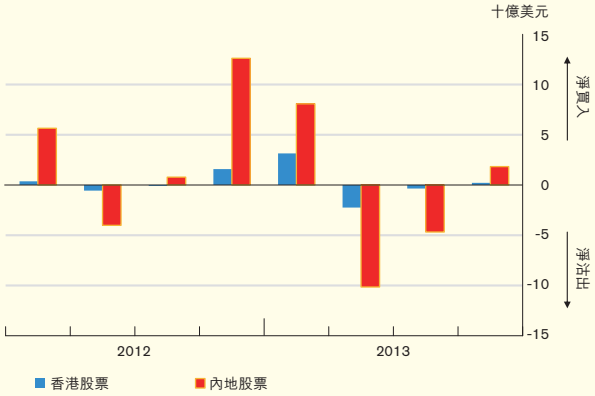
升。對全球互惠基金進行的調查亦發現香港上市股票於第4季有若干淨買入(表4.A及圖4.2)。另一方面，債務證券投資於下半年有所減少。國際收支平衡統計顯示非居民於第3季減少債務證券投資，而調查數據顯示投資於香港債務工具的債券型基金於下半年出現贖回，這與2012年及2013年年初出現相當大的認購趨勢恰好相反(圖4.3)。其實，債券型基金的資金外流是一種全球性現象，其部份原因是在美國可能收緊貨幣政策的背景下，市場參與者將他們的資產從債務證券抽離並作重新分配。

**表4.A**
**跨境證券投資資金流**

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

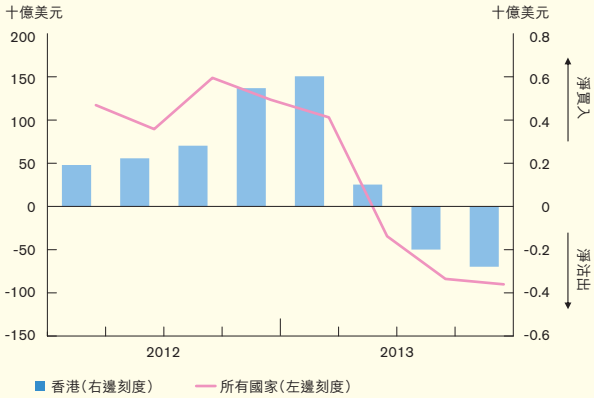
註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

**圖4.2**
**股票資金流的市場調查**




資料來源：EPFR Global。

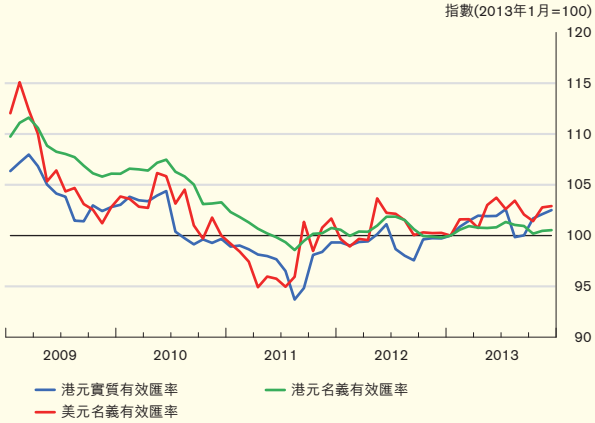
**圖4.3**
**債券資金流的市場調查**




資料來源：EPFR Global。

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

**圖4.4**
**名義及實質有效匯率**




註：實質有效匯率指數經季節因素調整。
資料來源：政府統計處、CEIC及金管局職員估計數字。

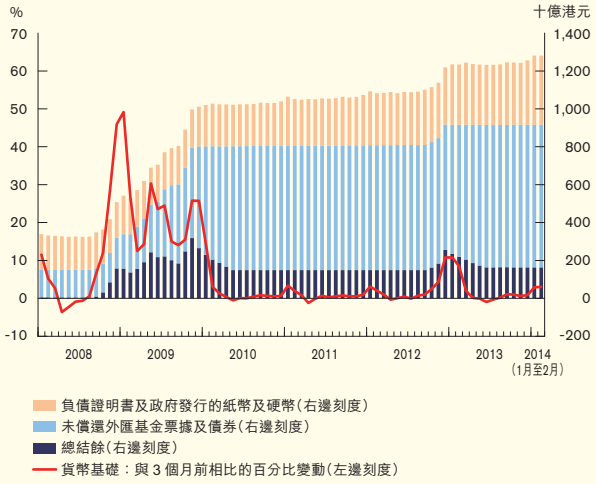
展望未來，美國聯邦儲備局已決定退出量化寬鬆政策，加上逐漸減少購買資產及利率正常化的速度和規模仍不明朗，可能加劇香港的資金流波動及資金流向逆轉的風險。2012年第4季大量港元流入及2013年5月和6月的流出壓力，均表明美國貨幣政策的轉變（或僅是可能轉變的暗示）對本地風險偏好及資金流產生不容忽視的影響。部份脆弱的新興經濟體系比較動盪（如2014年年初的情況），也可能透過各種金融渠道對香港產生不利的外溢影響。此外，多個中國內地因素，如金融體系的進一步改革及不時出現的金融及宏觀經濟憂慮，或會加劇本地貨幣及外匯市場的波動。的而且確，雖然農曆新年前的港元紙幣增發（發鈔銀行對美元的需求因此增加）以及首次公開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

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

## 4.2 貨幣及信貸

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

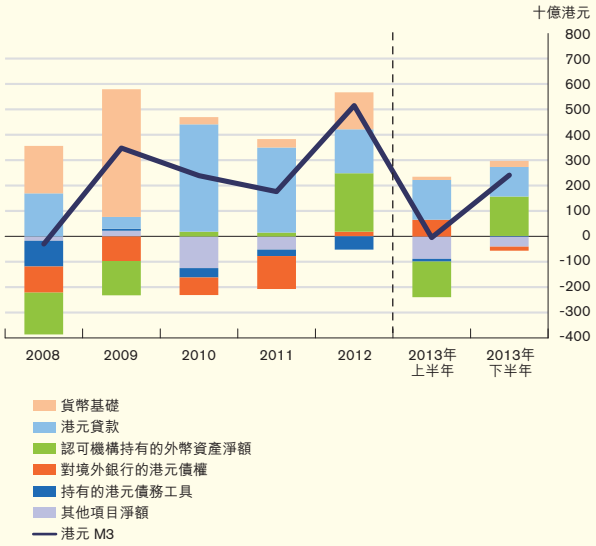
**圖 4.5**
**貨幣基礎的組成部份**




資料來源：金管局。

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

**圖 4.6**
**港元M3及其對應資產變動**

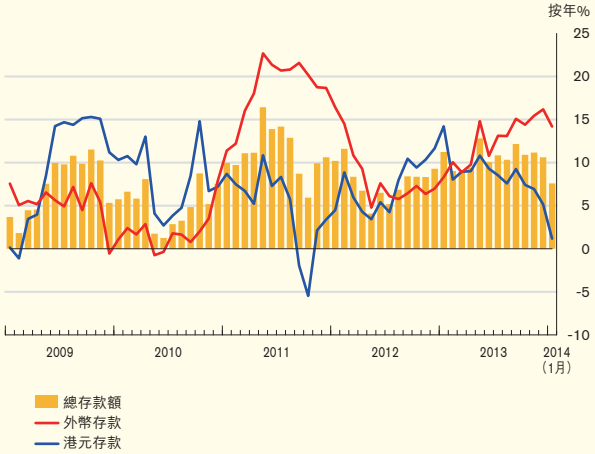



註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款，而不計及持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。

資料來源：金管局職員估計數字。

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

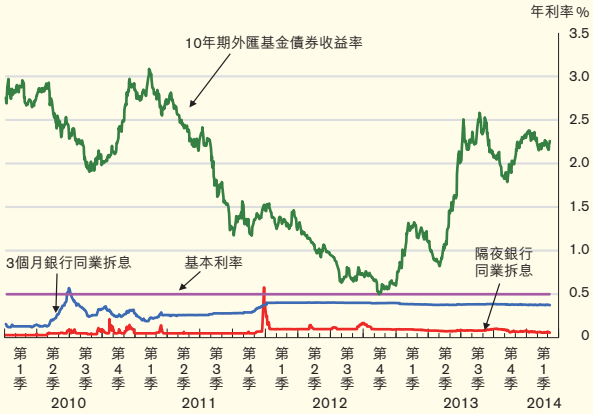
**圖 4.7**
**存款增長**




資料來源：金管局。

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

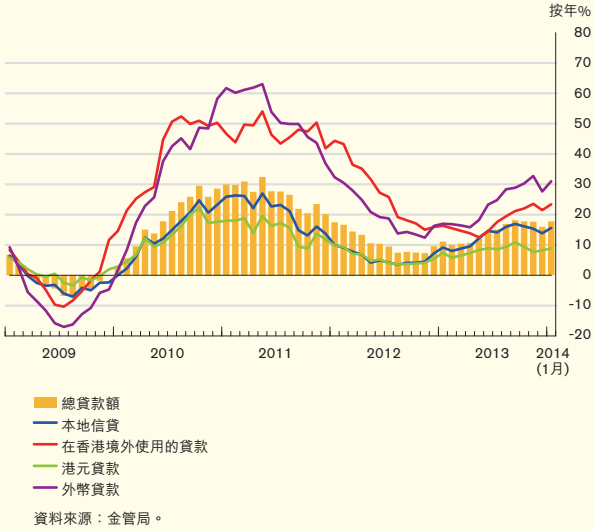
**圖 4.8**
**港元銀行同業拆息及10年期外匯基金債券收益率**




資料來源：CEIC及金管局。

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

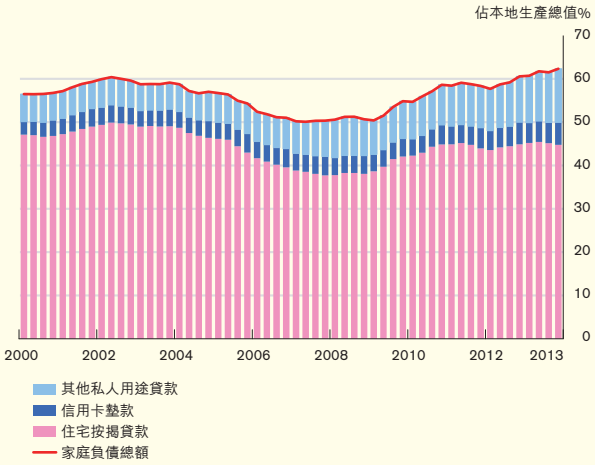
**圖 4.9**
**貸款增長**




資料來源：金管局。

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

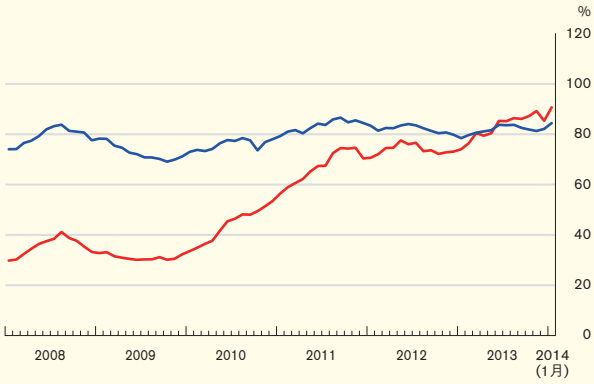
**圖 4.10**
**家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份**




註：僅包括認可機構提供的借款。
資料來源：金管局。

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

**圖 4.11**
**貸存比率**




資料來源：金管局。

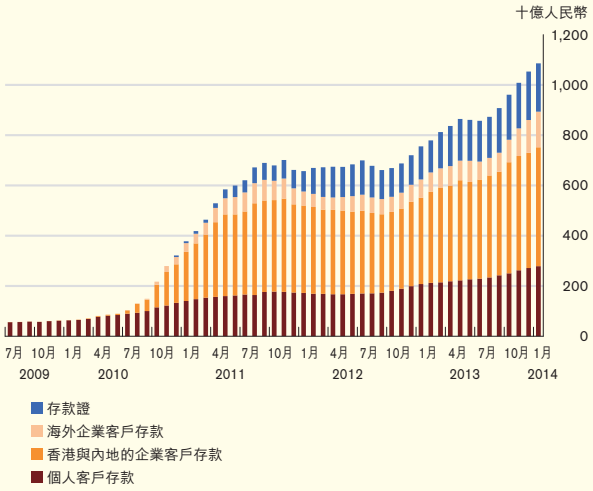
展望將來，面對穩定資金的審慎要求，以及美國貨幣政策正常化所帶來的風險，銀行的信貸批核準則可能會變得略為保守。此外，反映零售銀行平均資金成本的綜合利率亦已逐步地小幅上升。因此，非銀行私人部門獲取信貸可能會受到一定遏抑，而借貸成本或會面臨上升壓力。

## *離岸人民幣銀行業務*

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

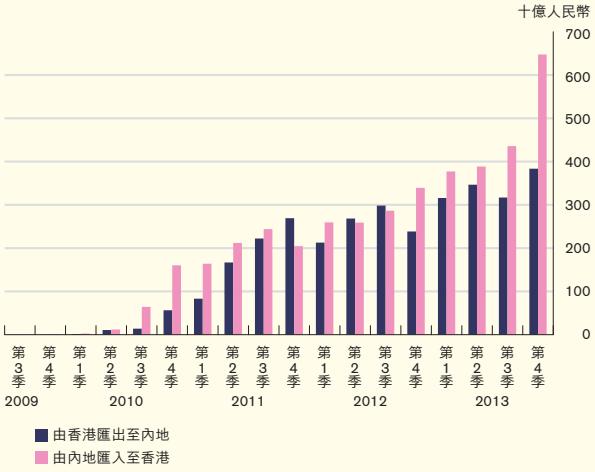
[18] 具體來說，這涉及審慎使用各種工具，如供款與入息比率上限、貸款年期上限、貸款組合為本的上限及內部壓力測試。

**圖 4.12**
**香港的人民幣存款及存款證**




資料來源：金管局。

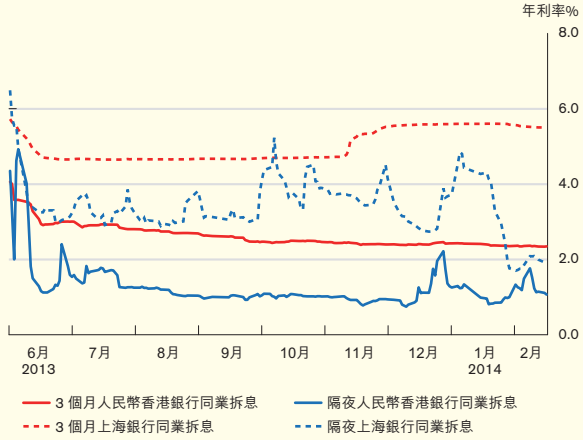
**圖 4.13**
**人民幣貿易結算匯款**




資料來源：金管局。

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

**圖 4.14**
**在岸及離岸人民幣銀行同業拆息**




資料來源：財資市場公會及CEIC。

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

**表 4.B**
**離岸人民幣銀行業務統計**

| | 2012 | 2013 |
|---|---|---|
| 人民幣存款及存款證（十億人民幣） | 720.2 | 1,053.0 |
| 人民幣存款（十億人民幣） | 603.0 | 860.5 |
| 其中： | | |
| 非香港居民個人客戶人民幣存款（十億人民幣） | 4.4 | 19.0 |
| 人民幣存款佔存款總額（%） | 9.1 | 12.0 |
| 人民幣存款證（十億人民幣） | 117.3 | 192.5 |
| 香港人民幣貿易結算（十億人民幣） | 2,632.5 | 3.841.0 |
| 其中： | | |
| 由內地匯入至香港（十億人民幣） | 1,144.2 | 1,848.9 |
| 由香港匯出至內地（十億人民幣） | 1,017.8 | 1,362.9 |
| 匯入與匯出的比例 | 1.1 | 1.4 |
| 未償還人民幣貸款（十億人民幣） | 79.0 | 115.6 |
| 參與香港人民幣結算平台的銀行數目 | 204 | 216 |
| 香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億人民幣） | 213.7 | 395.4 |
| 應付海外銀行的金額（十億人民幣） | 99.1 | 166.0 |
| 應收海外銀行的金額（十億人民幣） | 117.1 | 164.5 |

資料來源：金管局。

# 專題3
# 中國內地及香港人民幣可交收遠期外匯市場的相互作用

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

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

## *人民幣遠期匯率市場概述*

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

圖B3.1所示為按日呈列的兩個市場的1個月遠期交收合約的隱含收益率。值得注意的是，除了偶然有差異之外，這兩個收益率的走勢大致上同步。[21] 這表明這兩個市場存在密切聯繫，而統計測試也證實了兩者的協整關係。[22] 此外，遠期交收合約的隱含收益率不受零收益下限，它們有時會跌至負值。[23]

**圖 B3.1**
**一個月的遠期隱含收益率**

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

## *跨市場外溢效應*

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

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

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

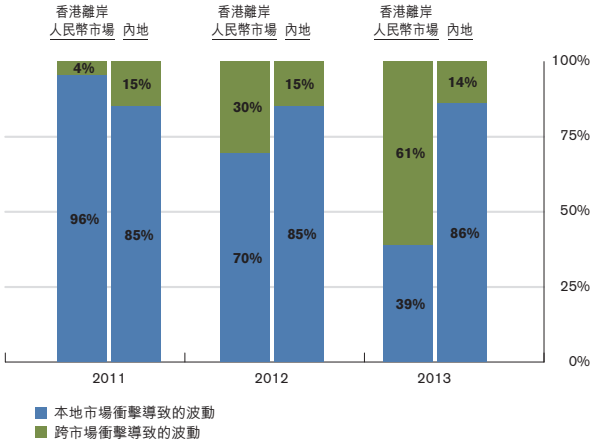
21 關於內地及香港離岸人民幣市場人民幣遠期匯率之差異的討論，見K.F. Li, C.H. Hui及T.K.Chung (2012)「Determinants and dynamics of price disparity in onshore and offshore renminbi forward exchange rate markets」，香港金融研究中心工作論文。

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

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

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

**圖 B3.2**
**內地市場和香港離岸人民幣市場的波動剖析**




資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

為了進一步評估跨市場的聯繫，我們構建了一個雙變量廣義自回歸條件異方差模型(GARCH)並進行估算。該模型的均數方程式包括了標準普爾波動率指數，以考量同時影響到兩個市場的全球性衝擊。[25] 鑑於內地市場及香港離岸人民幣市場隱含收益率之間存在協整關係，因此是項均數方程式採取向量誤差修正(VEC)的形式。如表B3.A所示，研究結果表明，2011-12年的跨市場外溢效應非常有限，因為大多數估計系數在統計上均不顯著，也不存在清晰的模式。在大多數情況下，2013年在岸向離岸的外溢效應較相反方向的外溢效應為大。這可能反映香港離岸人民幣市場雖然增長迅速，但規模仍小於內地市場，而且更容易受到在岸市場的影響。此外，使用人民幣的跨境貿易和其他交易日漸增加，亦可能為2013年以來內地人民幣市場影響香港離岸人民幣市場提供了更多的空間。

**表 B3.A**
**VECM-BEKK模型下的跨市場衝擊外溢系數**

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

註：
系數越大，表示跨市場衝擊的外溢效應越強。
***、**及*分別代表顯著程度處於1%、5%及10%水平。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

## *價格發現*

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

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

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

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

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

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

**表 B3.B**
**中國內地及香港離岸人民幣市場的價格發現過程**

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

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

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

## *啟示*

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

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

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

# 資產市場

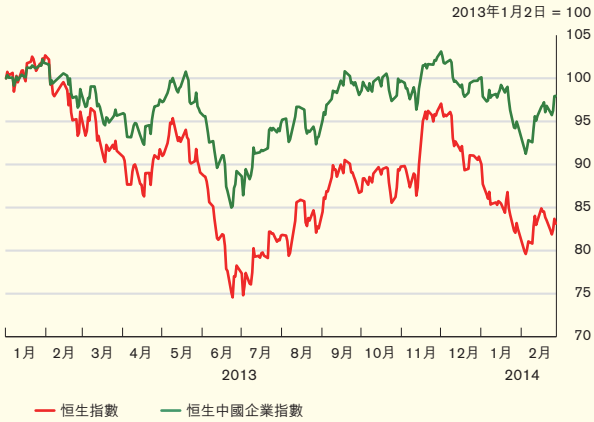
*本港股市於過往6個月深受外圍市況的影響。隨著美聯儲開始逐漸退出量化寬鬆政策，預期市場將在2014年內維持波動。相比之下，儘管投資者對債券的需求下降，但本地債務市場依然活躍。特別是離岸人民幣債務市場繼續快速發展，產品及發行人的種類不斷增加。由於市場憂慮美聯儲逐漸減少買債以及政策措施的負面影響，物業價格面對一些下行壓力。在估值偏高的情況下，物業市場可能會對加息及資金流向逆轉變得敏感。*

## 4.3 股市

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

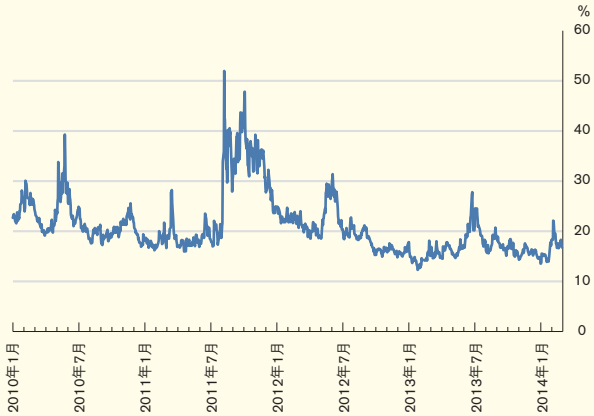
總體來說，恒指於2013年9月至2014年2月期間上升了5.1%，而恒生中國企業指數（亦稱作H股指數）只錄得0.7%的輕微升幅，顯示內地經濟放緩及資金狀況緊張的擔憂繼續對H股市場施加壓力（圖4.15）。與此同時，恒生指數的引伸波幅於2月跳升至6個月的高位（圖4.16）。

**圖 4.15**
**恒指及恒生中國企業指數**




資料來源：彭博。

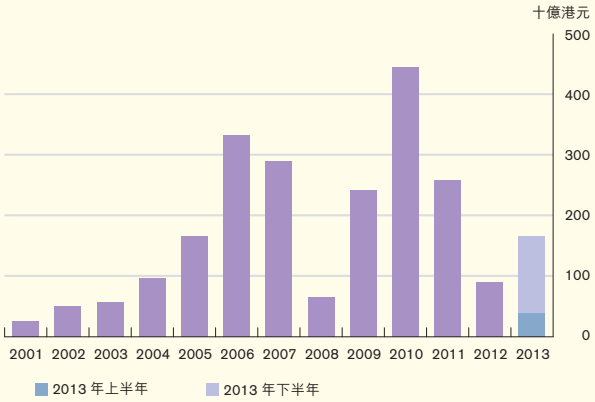
**圖 4.16**
**恒生指數期權引伸波幅**




資料來源：彭博。

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

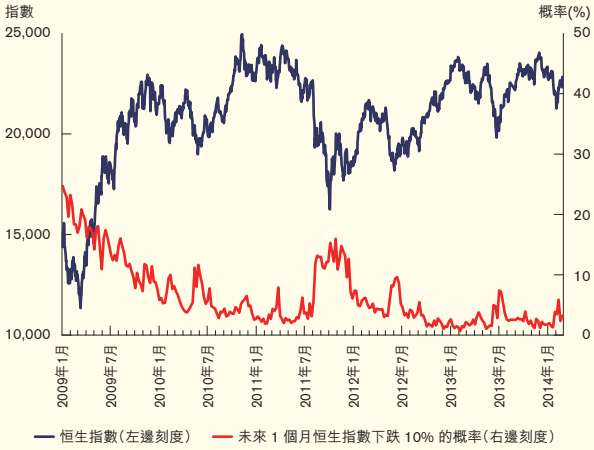
圖 4.17
香港IPO市場




資料來源：CEIC。

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

圖 4.18
恒生指數及其在未來1個月內下跌10%的期權引伸概率

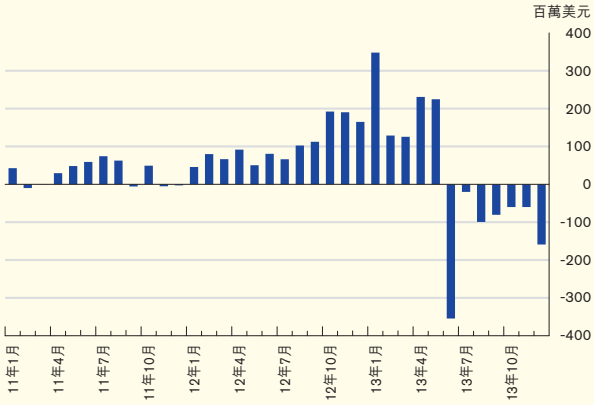



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

## 4.4 債務市場

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

圖 4.19
香港債券資金的淨流量

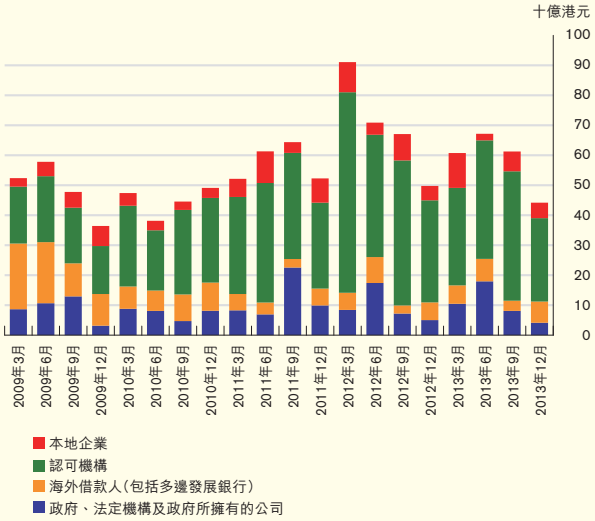



資料來源：EPFR Global。

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

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

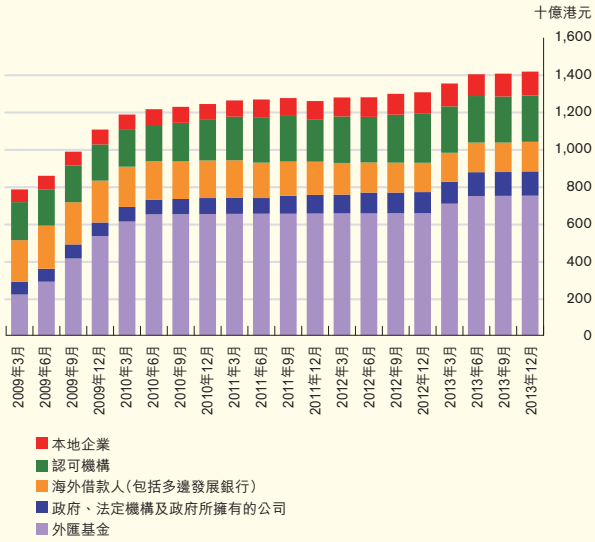
圖 4.20
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務




資料來源：金管局。

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

圖 4.21
未償還的港元債務

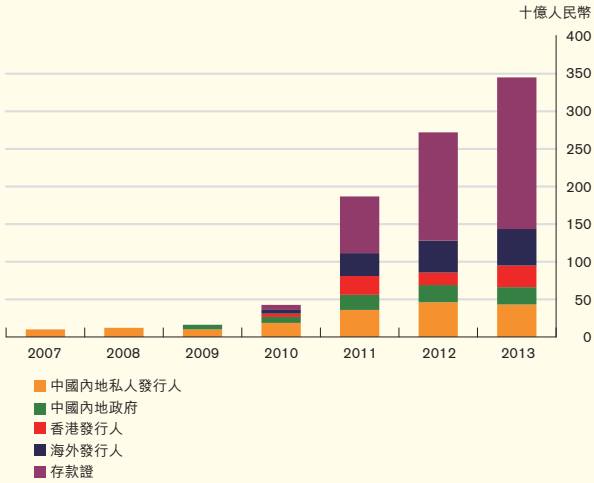



資料來源：金管局。

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

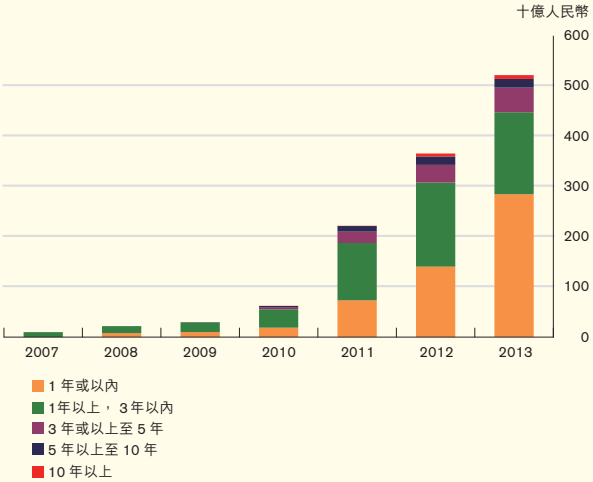
香港離岸人民幣債務證券市場於2013年亦大幅擴張。儘管投資者對債券投資的需求下降令新債發行額於2013年第3季有所減少，但發債活動於年底大幅反彈。總體而言，2013年的新債發行總額為3,443億元人民幣，較去年增長26.9%(圖4.22)。於2012年之前，非存款證債務證券的發行市場主要由中國內地私人發行人主導，但隨後海外發行人的發債額大幅增加。2013年，海外發行人所發行的債務證券佔總發行額(存款證除外)的比例上升至33.9%，超過中國內地私人發行人所佔的份額(圖4.22)。在新債發行額的強勁增長下，香港未償還離岸人民幣債務證券總額按年急升42.7%，於2013年12月底達到5,222億元人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

圖 4.22
新發行的離岸人民幣債務證券




資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

**圖 4.23**
**未償還離岸人民幣債務證券(按剩餘年期劃分)**




資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

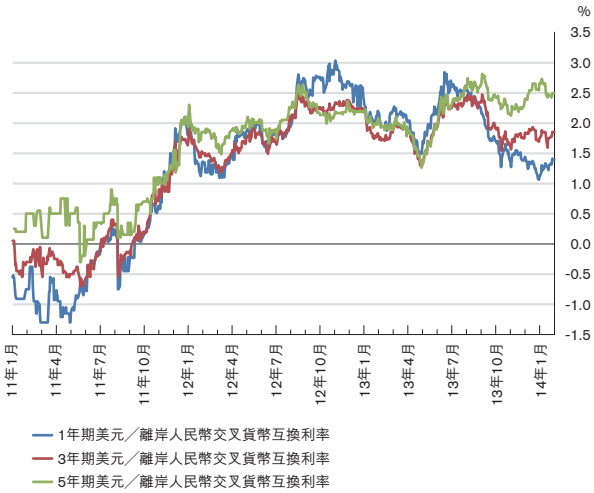
除了新債發行額的強勁增長及發行人種類的轉變外，市場還出現了另外兩項良性發展，即首次發行以人民幣香港銀行同業拆息定價為參考基準的浮息債券，以及首次發行國外省級政府債券。2013年11月13日，國家開發銀行發行了第一批以人民幣香港銀行同業拆息定價(該定價於2013年6月24日推出)為參考基準的離岸人民幣浮息債券。同日，加拿大卑詩省政府也發行了第一批國外省級政府的離岸人民幣債券。這些債券無疑標誌著市場朝著更多元化的產品及發行人種類的方向邁進了一步。

展望未來，由於發行市場前景明朗，香港離岸人民幣債務證券市場有望獲得進一步增長。首先，再融資需求的增長或會幫助維持新債發行額的增長速度。截至2013年12月底，於1年或以內到期的未償還離岸人民幣債務證券金額達2,848億元人民幣，為2012年12月底所錄得的1,406億元人民幣的兩倍多(圖4.23)。其次，離岸人民幣市場的流動資金狀況有望繼續保持良好，使債券發行人能以較低的成本籌集人民幣資金。最後，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換的利率上升，加上交叉貨幣互換市場的產品日益豐富，或會使尋求美元資金的債券發行人發行更多以互換交易為基礎的離岸人民幣債券。專題4分析過往兩年間交叉貨幣互換利率上升的推動因素，並討論其前景。

# 專題4
# 美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率的推動因素

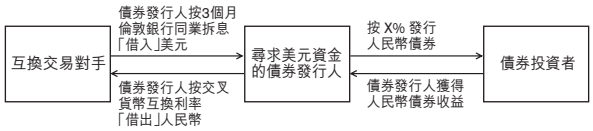
離岸人民幣債券市場在過往數年間錄得顯著增長。除中國內地政府所發行的債券外，2013年的非存款證債務證券(non-CD debt securities)發行額達1,353億元人民幣，為2010年發行額的四倍多。同時，發行人的種類亦日益多元化，其中，海外發行人發行的非存款證債務證券所佔的比例由2010年的17.9%，上升至2013年的40.6%。[32] 市場(特別是海外發行人的發行額)的快速增長，據報是由於過往兩年美元／離岸人民幣交叉貨幣互換(cross-currency swap)的利率(按離岸人民幣倉位的固定利率報價)上升，促使以互換交易為基礎的債券發行額增加。例如，於2011年至2012年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

**圖 B4.1**
**美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率**




資料來源：彭博。

**圖 B4.2**
**將人民幣債券收益轉換成美元資金**




## *是甚麼決定美元／離岸人民幣交叉貨幣互換的利率？*

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

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

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

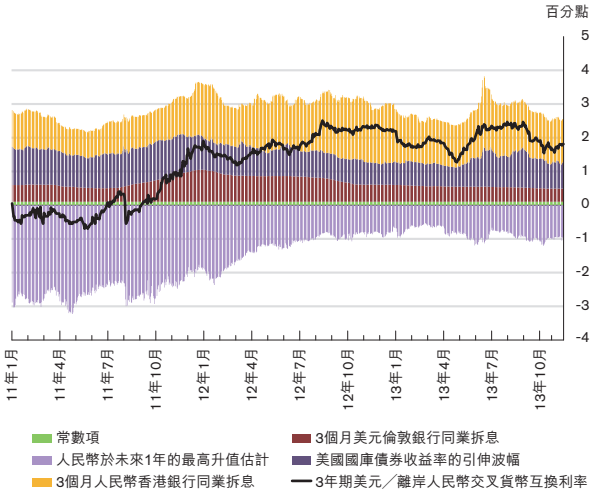
基於2011年1月至2013年11月期間的日度數據，我們透過一個計量經濟模型進行分析。由於美元／離岸人民幣交叉貨幣互換市場上最活躍的是3年期限的合約，因此我們以3年期交叉貨幣互換利率作為因變量。考慮到上述因素，我們使用了下列四個自變量對交叉貨幣互換利率進行回歸分析：(1) 3個月美元倫敦銀行同業拆息，作為美元利率的衡量指標；(2) 美林公債波動率指數(Merrill Option Volatility Expectations Index)，以反映美元利率的未來波幅；(3) 3個月人民幣香港銀行同業拆息，用以控制離岸人民幣市場的資金成本；及(4) 人民幣於未來1年的最高升值估計，以反映人民幣兌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

## 結果

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

根據上述研究結果，我們對美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率於樣本期內的上升進行了簡單的歸因分析。圖B4.3顯示了推動美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率上升的各種因素。於2011年上半年，由於市場對人民幣的升值預期甚高，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率總體上維持於負值。隨著人民幣的升值預期下降，加上美元利率的水平及未來波幅同時上升，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率自2011年年底開始大幅攀升。雖然美元利率的水平及其不確定性隨後下降，但美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率仍相對穩定，原因是在控制了離岸人民幣市場資金成本的變化後，人民幣升值預期為交叉貨幣互換利率在此期間的主要推動因素。

**圖 B4.3**
**美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率的歸因分析**




資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

## 結論

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

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

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

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

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

美元／離岸人民幣交叉貨幣互換利率面臨更大的上行壓力。

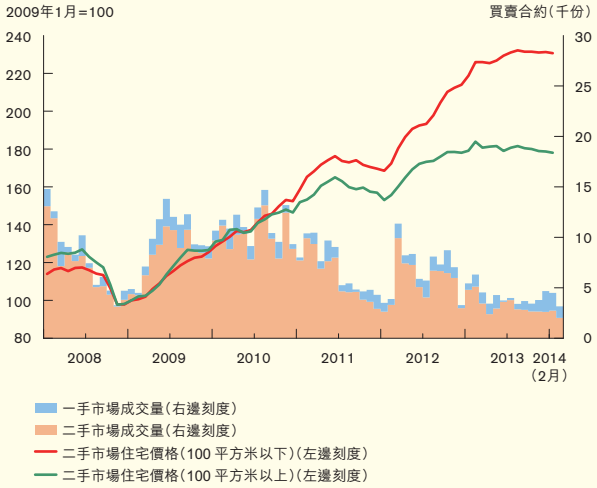
除了價格之外，交叉貨幣互換的吸引力還取決於產品的多樣性。儘管市場提供的美元／離岸人民幣交叉貨幣互換的期限可高達10年，但5年期限以上的市場流動性較低，其部分原因是缺乏可靠的定價基準。中國內地政府增加長期離岸人民幣債券的發行，可以促進較長期債券的基準收益率曲線的形成，從而提高較長年期的交叉貨幣互換的市場流動性。同時，自2013年6月24日推出人民幣香港銀行同業拆息定價之後，假如此定價能演進為浮動對浮動(floating-for-floating)交叉貨幣互換定價的可靠基準，並為市場參與者提供固定對浮動(fixed-for-floating)交叉貨幣互換以外的產品，美元／離岸人民幣交叉貨幣互換市場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

## 4.5 物業市場

### 住宅物業市場

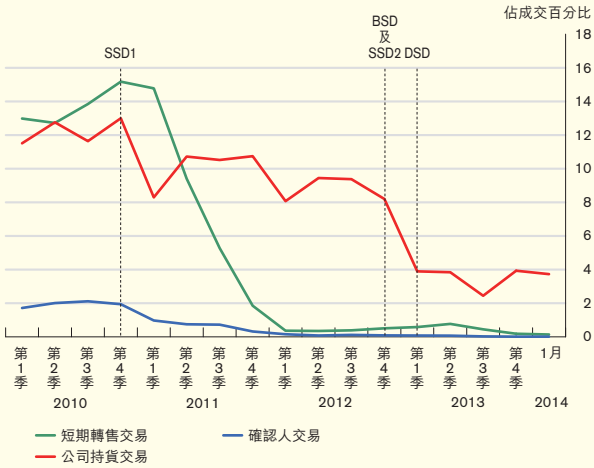
住宅物業市場活動在2013年下半年及近幾個月仍然疲弱，成交大幅萎縮，住宅價格有一些下行壓力。於2013年2月推出的新一輪印花稅及審慎監管措施抑制了一些房屋需求，而市場關注美國聯儲局逐漸減少購買資產以及對未來加息的預期升溫，亦令物業市場表現疲弱。住宅成交量於2013年大幅下跌37.7%至合共50,676宗，為歷來最低紀錄（圖4.24）。近幾個月，二手市場成交仍然呆滯，一手市場方面，發展商提供更多的折扣及優惠令成交回升。投機及投資活動仍然低迷，確認人交易、短期轉售交易及公司買家已經大幅減少（圖4.25）。

圖 4.24
住宅物業價格及成交量




資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

圖 4.25
確認人交易、短期轉售交易及公司買家



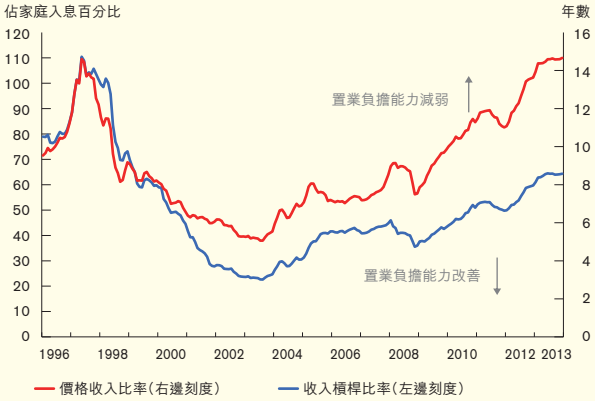

註：SSD1及SSD2指額外印花稅措施，分別於2010年11月推出以及2012年10月作出修訂；BSD指2012年10月推出的買家印花稅措施；DSD指2013年2月推出的雙倍從價印花稅率。

資料來源：中原地產代理有限公司。

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

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

**圖 4.26**
**置業負擔能力指標**



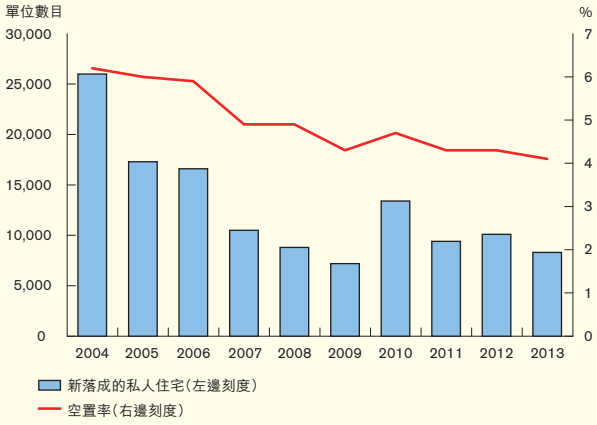

資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

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

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

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

**圖 4.27**
**私人住宅落成量及空置率**




資料來源：運輸及房屋局及差餉物業估價署。

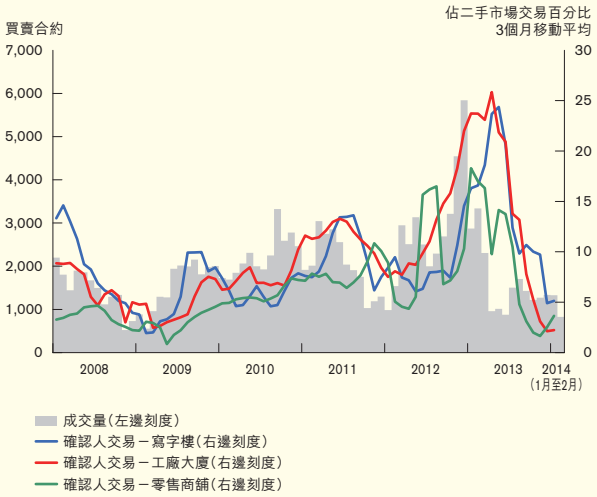
自審慎措施推行以來，新造按揭成數已由措施實施前的平均值64%下降至最近的55%，而供款與收入比率則由平均值超過40%降至12月的35%低位。銀行應繼續提升按揭業務的風險管理，並維持保守的信貸批核準則，以減少利率上調及宏觀金融狀況急速變動所帶來的風險。與此同時，置業人士應對物業市場及利率的動向保持警惕，避免過度舉債。

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

## *工商物業市場*

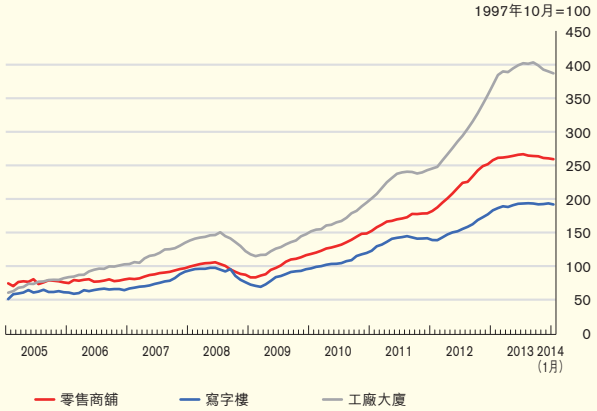
非住宅物業市場同樣正在整固。市場對未來加息揮之不去的憂慮以及印花稅措施(特別是雙倍從價印花稅率)，都導致投資需求有所減弱，於2013年，非住宅物業市場成交下跌42.0%至19,827宗，為四年以來的低點。確認人交易作為投機活動的指標，其跌幅於最近幾個月更為顯著(圖4.28)。物業價格僅出現大約1-4%的溫和下調(圖4.29)，而租金則稍微下跌少於1%。

**圖 4.28**
**非住宅物業的成交量**




資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

**圖 4.29**
**非住宅物業的價格指數**




資料來源：差餉物業估價署。

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