
2. 全球環境及展望

在美元大幅轉強，原油價格顯著下跌的雙重震盪下，全球外匯市場波動最近有所增加。先進經濟體方面，美國的經濟表現優於其他主要經濟體，導致全球貨幣政策出現分歧及美元升值。另外，油價下跌會減低生產成本及刺激消費，整體上應對全球經濟增長有利，但石油淨出口經濟體和在美國高收益債券市場上發債的能源生產商的信貸風險會因此而增加，其金融風險可能會擴散至其他領域。

東亞方面，由於對外環節表現疲弱，2014年下半年僅可維持溫和增長動力。美元轉強及美國行將加息，會令國際投資者避開區內的風險資產，而區內貨幣貶值則會增加美元借款人的償債負擔。同時，區內的決策者既要支持增長，抗衡通縮壓力，又要防範資金外流，要在二者之間取得微妙平衡，勢將日益困難。

中國內地方面，隨著房地產市場的持續調整，經濟增長動力於2014年下半年進一步減弱。資金外流壓力有所顯現，但股票市場維持暢旺。銀行的資產質素繼續轉差，而在監管收緊的情況下，非傳統融資活動普遍放緩。經濟增長動力預期在短期內將保持溫和，而隨著去槓桿化進程的持續，通脹壓力仍將疲弱。

2.1 外圍環境

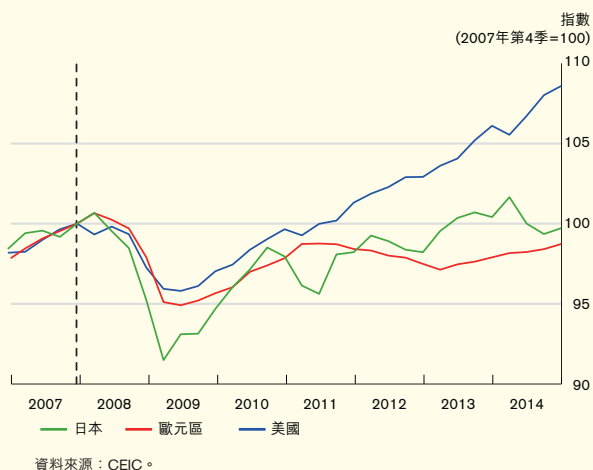
全球外匯市場近月大幅波動。新興市場方面，自2014年6月以來，俄羅斯盧布兌美元已大幅貶值。先進國家市場方面，在歐洲中央銀行（歐央行）宣布其量化寬鬆（量寬）計劃前，瑞士選擇在2015年1月15日起放棄瑞士法郎（瑞郎）兌歐元的匯率下限，令瑞郎兌歐元的匯率大幅波動。

發生這類突如其來的匯率波動時，正值全球經濟及貨幣政策出現分歧導致美元大幅升值，以及2014年中以來油價顯著下跌構成了雙重震盪。

先進經濟體方面，美國的經濟增長及貨幣政策與其他主要經濟體出現分歧（圖2.1）。由於美國的增長已上軌道及勞工市場一直有穩步改善，美國似乎是主要經濟體中獨有的亮點。相比之下，歐元

區一直緩慢增長，通縮風險令人擔憂，促使歐央行推出量寬計劃。日本方面，受出口強勁所帶動，經濟在2014年第4季已走出技術性衰退，但內部需求仍然疲弱。自2014年底以來，日本央行已擴大其量化及質化並重的貨幣寬鬆計劃。

圖 2.1
實質國內生產總值



雖然主要先進經濟體的貨幣政策分歧可能會持續，但在貨幣政策的實施和成效方面仍有很多不明朗因素。美國方面，市場人士普遍預期聯儲局會在年內開始貨幣正常化，但由於各種對立因素的影響，正常化的時機和步伐的不確定性已見增加。短期內，在油價大幅下挫，以及其可能影響核心通脹和通脹預期的憂慮下，一些市場人士相信聯儲局的加息步伐將會緩慢。但美國復蘇的基本因素強勁，勞工市場閒置情況的改善速度亦較預期快，意味著工資及內部需求壓力最終會在未

來一段日子上揚。若第二個因素最終佔上風，聯儲局的加息步伐可能會較預期快。歐元區方面，疲弱的經濟表現和通縮令歐央行宣布推出量寬計劃。該計劃主要透過歐元貶值而對歐元區經濟增長有一些提振作用，但是透過投資組合再平衡渠道的效果將會有限，原因是在歐洲的金融體系主要以銀行為主導而不是以資本市場為主導的情況下，區內較弱的周邊國家的銀行資產負債表問題窒礙了這些國家的信貸中介過程。另外，由於在歐元區內大部分經濟體中，區內進口遠總體進口40-65%之多，由歐元貶值引致通脹的匯率傳遞將會甚低。日本方面，雖然實施了量化及質化並重的貨幣寬鬆政策，但經濟仍未能承受2014年4月上調消費稅的影響而陷入衰退，突顯出日本復蘇的脆弱本質。擴大量化及質化並重的貨幣寬鬆計劃規模，能否刺激日本經濟中乏善可陳的內部需求，目前仍難以下定論。

各主要經濟體的貨幣政策持續分歧，將會繼續推動美元升值，同時亦可能會增加全球外匯市場的波動。例如，在歐元區經濟疲弱，特別是在預期歐央行將會實施更為寬鬆的貨幣政策時，聯儲局卻要實施正常化的情況下，很多歐元區以外的歐洲國家已出現資金流入及外匯市場大幅波動。這些壓力之強，令例如瑞士央行都不得已要在2011年9月6日實施1.2瑞郎兌1歐元的匯率下限。其後，由於預期歐央行將宣布實施量寬，瑞士央行於2015年1月15日突然宣佈放棄該匯率下限，令市場大感意外，瑞郎亦於一天內兌歐元大幅升值23%。在此情況下，各國央行為遏止資金流入而

採取外匯干預和突然的政策轉變，令外匯市場更為波動。最近外匯市場的波動加劇，另一原因是無論在新興市場或傳統避險經濟體中，信貸違約掉期市場均已表現得更為波動，而信貸違約掉期市場又與外匯市場有密切的關聯（專題1有更詳細的討論）。

至於油價波動的影響，由於大部分先進及新興亞洲經濟體都是石油淨進口地，油價下跌將有助這些經濟體減輕生產成本，刺激其他商品和服務的消費。然而，新興市場石油出口經濟體及在美國高收益債券市場上發債的美國能源生產商的信貸風險增加，亦可能會導致其金融風險擴散至其他領域。

油價大幅下跌令石油淨出口國的經濟及金融風險大增。如果這些新興市場石油淨出口地所遇到的經濟困難導致廣泛的避險情緒和不分優劣的拋售，情況可能會蔓延至其他新興市場。這方面，俄羅斯的對外債務風險最令人關注。俄羅斯盧布自2014年6月中以來已貶值約43%，而在俄國違

約風險日增的憂慮下，市場更把該國的5年期主權信貸違約掉期息率推高約274個基點（圖2.2）。連同盧布已大幅貶值，主權信貸違約掉期息率的高企令人質疑俄國企業及銀行償還債務的能力。據俄羅斯央行估算，2015年底到期還款的外債將達870億美元，約佔外匯儲備總額28%（圖2.3）。

圖 2.2
俄羅斯：盧布匯率及主權信貸違約掉期

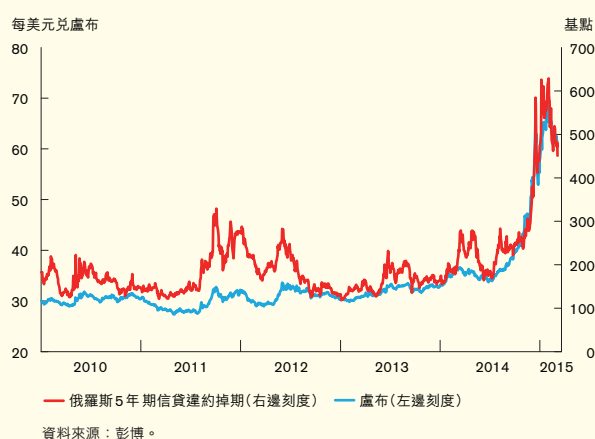
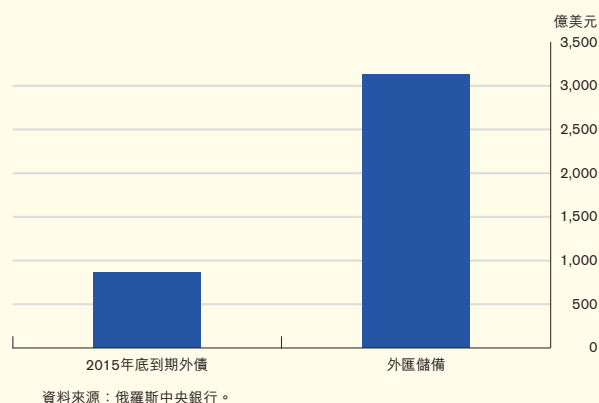
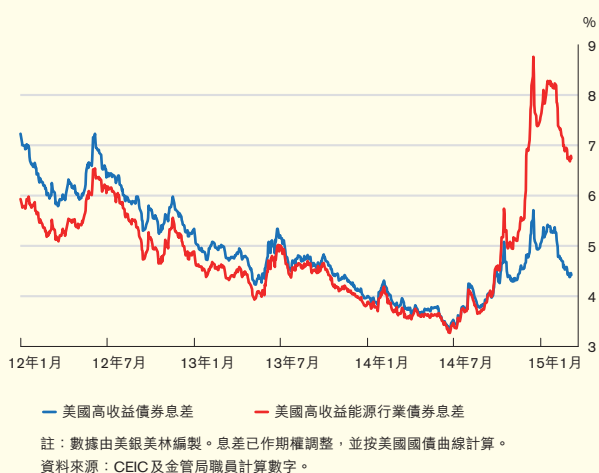


圖 2.3
俄羅斯：2015年底到期外債及外匯儲備



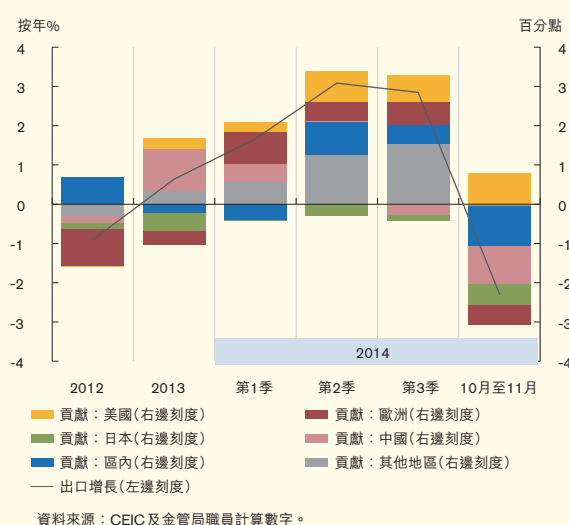
油價下跌影響的另一可能蔓延方向是美國的高收益債券市場。據惠譽國際估算，截至2014年，與能源相關的公司的未償還高收益債務為數達2,250億美元，約佔美國未償還高收益債券總額的17%。¹這些高收益債券很多是由石油及天然氣生產商發行的，而他們也同時背負了不少銀行債務。油價急速下挫已令他們的現金流和流動性狀況惡化，增加了他們的信貸違約風險，令他們的信貸息差自2014年中以來擴闊了347個基點，對美國的整體高收益信貸息差亦造成蔓延效應，令整體高收益信貸息差在期內上升107個基點(圖2.4)。美國高收益債券市場出現的任何大幅波動均會對美國或甚至全球的金融穩定有所影響，須予密切監察。

圖 2.4
美國：高收益債券息差



東亞²方面，由於歐洲及日本的經濟疲弱，中國需求放緩，令區內出口增長受壓，對外環節表現失色，於2014年下半年僅可維持溫和的經濟增長動力(圖2.5)。隨著其經濟復蘇逐漸穩固，美國的需求似乎已逐步回升，但對區內出口增長的影響仍遠低於全球金融危機之前。專題2分析最近幾年美國對區內出口需求欠佳的各種原因，反映美國的進口模式可能已有改變。

圖 2.5
亞洲：出口增長



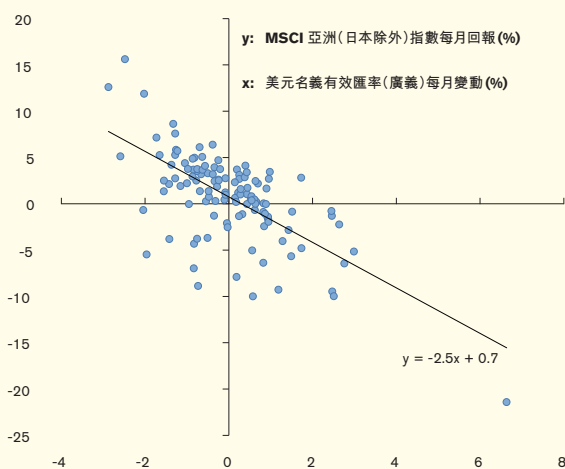
¹ 惠譽國際2014年12月5日新聞稿：Lenders May Go Easy on U.S. High Yield Energy Issuers in Downturn Scenario (在不景氣情況下，貸款人可能會寬待美國的高收益能源債券發行商)

² 東亞經濟體指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

在2014年底由強勢美元和油價急跌引發的雙重震盪，令金融市場對包括東亞等地各新興市場經濟體的情緒轉趨負面。隨著美元持續強勢，自去年9月以來，區內很多貨幣相對美元不斷轉弱，外匯儲備也同時減少。這負面情緒在近去年底油價急挫引發對石油出口地違約風險的恐慌時尤其明顯，其間最觸目的莫如俄羅斯盧布的大幅貶值。到目前為止，區內屬石油進口地而基本因素又較穩健的經濟體，貨幣經受的貶值壓力較小，由此看來，投資者似乎對各地市場的優劣有所分辨。

然而，較強的美元以及預期中較高的美元息率有可能拉動投資者避開東亞的風險資產，增加區內資金外流的壓力。事實上，根據過去10年的經驗，在美元升值時，區內的股票價格往往會跑輸大市（圖2.6）。

圖 2.6
亞洲：股票回報與美元幣值的關聯



註：上圖顯示2005年1月至2014年12月期間的MSCI亞洲(日本除外)指數每月回報(美元名義有效匯率(廣義)每月變動)。
資料來源：彭博、CEIC及金管局職員計算數字。

此外，由於近年企業槓桿率迅速擴張，美元升值亦會增加美元借款人的償債負擔。總體而言，由於區內企業未償還債務總額約71%均以當地貨幣計算，而債務的平均剩餘年期約為5.2年³，故源於貨幣錯配的企業信貸風險不大，展期風險仍屬溫和。但是風險在各企業間不是平均分配的，一些行業的風險比其他較為突出。再者，當地貨幣債務也不一定可免於美元轉強的影響。如果外國投資者擁有大量以區內貨幣單位計價的債券，一旦貨幣處於弱勢，他們便會拋售這些債券，槓桿率偏高的公司將會面臨本地債券孳息率突然升高的風險。與此同時，美元升值和利率上升，會令全球金融狀況收緊，一些槓桿率高而業務較具周期性的行業便會大受影響。

區內的決策者既要支持增長、抗衡通縮壓力，又要防範資金外流，要在二者之間取得微妙的平衡，勢將日益困難。區內經濟增長動力減弱和油價偏低已對一些東亞經濟體構成通脹率下降和通縮的壓力。為了遏制通縮風險，推動增長，區內大部分中央銀行都維持其寬鬆的貨幣政策。但是美國快將啟動加息週期，以及隨之而來並日益增加的區內資金外流壓力，勢將縮小區內中央銀行運用貨幣寬鬆政策的空間，尤其是區內的資金流有順週期性的傾向。

³ 以Dealogic所提供截至2014年第3季末的印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓和泰國的未償還債券數據作出估算。

專題 1 貨幣風險與主權信貸風險的相互作用

理論上，經濟體貨幣的風險與其違約風險是互為關聯的。大幅度的貨幣貶值令人憂慮經濟體有機會違約；反之亦然。這關係雖然明顯易見，但它帶出一個決策者有機會忽略的課題：相對較小的主權信用違約風險市場，可被市場投機者所利用而引致更大的匯率波動。在這個背景下，本專題利用金管局最近一項研究的結果，就全球交投最多的三種貨幣，探討貨幣風險與主權信貸風險的相互影響。⁴

數據與方法

本研究集中探討三種貨幣，包括歐元、日圓和瑞士法郎（瑞郎）於 2007 年中到 2013 年底這段動盪時期中的情況。在實證分析中，某貨幣的風險可用該貨幣的風險逆轉來衡量，風險逆轉基本上是貨幣認購及認沽期權的價差（圖 B1.1）。⁵換言之，它顯示市場在預期貨幣升跌時的非對稱程度。正數的風險逆轉反映升值的對沖成本比貶值的對沖成本高，意味著市場大致預期貨幣升值機會大於貶值機會；反之亦然。經濟體的主權信貸風險以該經濟體的主權信貸違約掉期息差顯

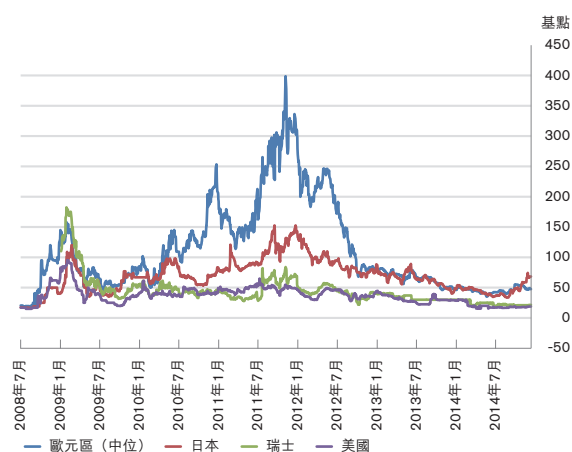
示（圖 B1.2）。⁶信貸違約掉期息差越大（越小），表示對沖違約風險的成本越高（越低）。

圖 B1.1
貨幣風險逆轉



資料來源：摩根大通。

圖 B1.2
主權信貸違約掉期息差



資料來源：湯森路透。

⁴ 詳情可參閱 Hui and Fong (2015), 「Price cointegration between sovereign CDS and currency option markets in the financial crises of 2007–2013」, 《International Review of Economics and Finance》, 該文章即將出版。

⁵ 歐元和日圓採用對美元的風險逆轉。基於較大的外匯交易量，瑞郎採取了對歐元的風險逆轉。

⁶ 歐元區的信貸違約掉期息差以 11 個歐元區國家的信貸違約掉期息差中位數來衡量。這些國家包括奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙、荷蘭和西班牙。塞浦路斯、盧森堡、馬爾他、斯洛伐克和斯洛文尼亞並無活躍的主權信貸違約掉期。

在協整理論及誤差修正模型的框架下，首先證明了某貨幣的風險逆轉和信貸違約掉期息差是協整的。⁷隨後以主要宏觀金融因素作為控制變量，經過改動的誤差修正模型來估計長期和短期動態。⁸根據這些模型估算，可得出有條件相關性的時間序列和價格發現比率，從而為每個經濟體估算這兩個變量的同期變化和領先滯後動態。

實證結果

測試結果顯示，每種貨幣的風險逆轉及其相對應的信貸違約掉期息差都是協整的(表B1.A)；換言之，在其他條件保持不變的情況下，風險逆轉與信貸違約掉期息差長期而言是同步的。由於這種長期均衡關係的存在，這兩個變量間任何短期的偏離都只是暫時的。因此，當某個經濟體的貨幣對另一個經濟體的貨幣貶值，長期而言，兩個經濟體的主權信貸違約掉期息差的差距便會有所增加。

表 B1.A
協整檢驗及價格發現比率¹

風險逆轉 主權信貸違約掉期息差	日圓/美元 日本	歐元/美元 歐元區	CHF/歐元 瑞士
單位根檢驗 ²			
ADF 測試統計值	-2.96**	-3.79**	-2.77*
PP 測試統計值	-2.90**	-2.94**	-2.86*
領先—滯後動態 ³			
價格發現比率	0.2188	0.9371	0.3869
領先的價格	主權信貸違約掉期息差	風險逆轉	主權信貸違約掉期息差

註：

- **及*分別表示5%及10%的顯著水平。
- 協整檢驗採用 Augmented Dickey-Fuller(ADF)及 Phillips-Perron(PP) 檢驗來查證，在檢驗公式非零均值的假設下，風險逆轉在相對信貸違約掉期息差回歸分析殘差是非靜態的這個零假設。檢驗的臨界值來自 MacKinnon (1996)。
- 當貨幣期權市場領先於主權信貸違約掉期市場，價格發現比率便會較接近1。反之，若主權信貸違約掉期領先於貨幣期權市場，價格發現比率便會較接近0。

短期而言，這兩個變量的相關性並非固定不變的(圖B1.3)。歐元的風險逆轉與歐元區信貸違約掉期息差的相關值為負數(圖B1.3a)，這表示風險逆轉越低，息差便越大。在研究期內，這個相關值通常接近-0.5，表示其中一個變量的變動，短期內會對另一變量造成負面的影響。

就瑞郎對歐元的風險逆轉與瑞士的信貸違約掉期息差而言，兩者的相關值在2009年後一般在-0.4左右，但到2011年第4季，由於瑞士國家銀行推出瑞郎對歐元的單方面上限⁹引起市場關注，相關值因而上升至+0.6(圖B1.3b)。這個正相關關係表示，在市場動盪時期，隨著避險需求的增加，瑞郎對歐元升值，而主權信貸違約掉期息差可於短期內顯著上升。

然而，在日圓風險逆轉與日本的信貸違約掉期息差方面，兩者的相關性一直都不顯著，2008年第4季度則例外，當時隨著美國的次貸危機的爆發，美國的主權信貸違約掉期息差大幅飆升，美元扮演著一個異常

⁷ 我們採用 Engle 及 Granger(1987) 建議的單一公式檢驗，判斷協整變量線性組合的殘差是否處於靜態。一般認為這個估算方法既容易使用，又有極高的一致性。

⁸ 這些控制變量包括經濟體間銀行同業拆息的息差、以美元指數代表的一般貨幣波幅、以股市波動指數表示的風險胃納、以 TED 利差表示的資金流動性約束力，及以股市指數表示的宏觀金融狀況。

⁹ 該上限已於2015年1月15日取消。

突出的避險角色(圖B1.3c)。這一現象表示，通常這兩個變量的同期變動是彼此獨立的，但在市場處於不明朗的時期則例外。

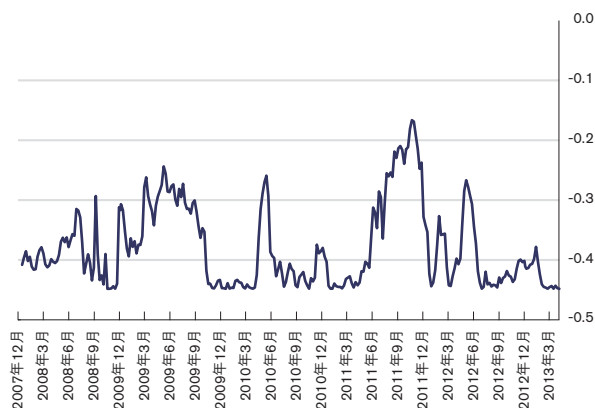
除同期關係外，這兩個變量在短期內也會受它們的領先—滯後動態左右。¹⁰價格發現比率的結果顯示，日本和瑞士的主權信貸違約掉期息差，都有分別領先於日圓和瑞郎風險逆轉的傾向(表B1.A)。在歐元區方面，主權信貸違約掉期息差則傾向滯後於歐元的風險逆轉。

對決策者的啟示

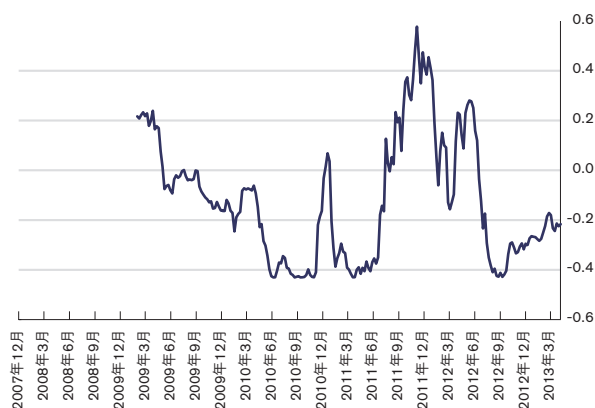
本研究的結果帶來一些政策啟示。研究結果顯示，經濟基本因素，包括經濟狀況及政策的改變，所引發的貨幣波動，會透過短期動態和長期關係，反映在主權信貸違約掉期市場上。讓人憂慮的是，貨幣期權價格與主權信貸違約掉期息差的密切關係，可能讓投機者有機會利用來操縱較小的市場。例如一個交投稀少的主權信貸違約掉期市場，有可能被實力相對雄厚的市場參與者操縱，製造極端的市場狀況從而影響相關的貨幣市場。這類操縱可以放大市場波動，長期而言，更會損害國際金融系統的穩定性和完整度。因此，決策者應對近期的市場發展提高警惕，以防範這種風險。

表B1.3
風險逆轉與主權信貸違約掉期息差的短期條件性相關值估算¹

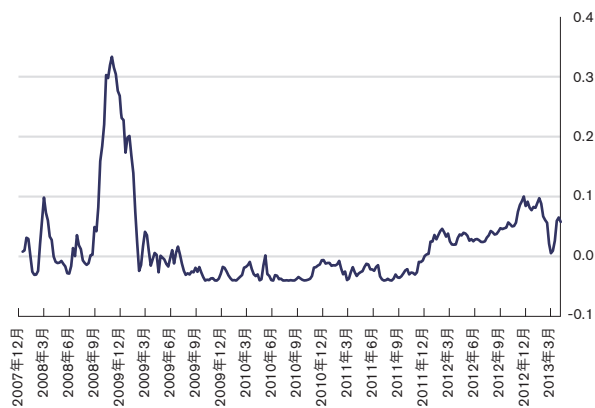
a. 歐元區主權信貸違約掉期息差與歐元(相對美元)的風險逆轉



b. 瑞士主權信貸違約掉期息差與瑞郎(相對歐元)的風險逆轉²



c. 日本的主權信貸違約掉期息差與日圓(相對美元)的風險逆轉



註：
1. 貨幣的風險逆轉為 25% delta (正股價格變動風險值)、3 個月償還期下，該貨幣價外認購期權的引伸波幅與價外認沽期權的引伸波幅之差。
2. 有條件相關性的估算由 2009 年 1 月開始，因瑞士主權信貸違約掉期息差數據於 2009 年 1 月起才存在(摩根大通)。

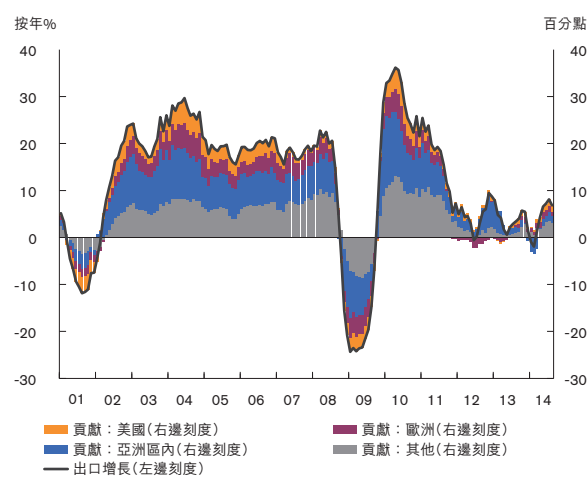
¹⁰ 領先—滯後動態指對偏離於長期均衡的價格作出調整。如果貨幣期權市場領先作出調整，主權信貸違約掉期市場隨後作出價格偏差校正，價格發現比率便會較接近 1。如果主權信貸違約掉期市場首先作出調整，價格發現比率便會較接近 0。詳情請參閱 Gonzalo and Granger (1995)，「Estimation of common long-memory components in cointegrated systems」，《Journal of Business & Economic Statistics》13/1，第 27–35 頁。

專題 2 在美國進口需求模式改變下的亞洲地區的出口表現

原則上，美國增長轉強應該對亞洲的出口有利，但越來越多的跡象顯示，最近的美國增長動力上升，並未像過往一樣，帶動亞洲出現強勁的出口增長。雖然新興亞洲對美國的出口有所回升，但從歷史標準來看，增長速度仍然偏低。特別是當美國經濟在 2014 年下半年已回復到趨勢增長時，美國對區內的出口增長貢獻仍處於低位。在全球金融危機之前的 5 年內（即 2003 至 2007 年），美國的需求平均為區內的按年出口增長貢獻 2.5 個百分點以上。但在 2014 年下半年，美國的貢獻僅有 1.2 個百分點（圖 B2.1）。這意味即使美國經濟復蘇在過去幾個季度已逐漸企穩，但美國國內生產總值增長加快對區內出口增長的影響已較危機前遜色。在這個背景下，本專題嘗試探討自全球金融危機發生以來，亞洲對美國出口增長疲弱的原因。

定義上，美國自新興亞洲進口佔美國國內生產總值的比率，應該相等於美國自新興亞洲的進口比率乘以美國進口佔國內生產總值的比率。在相同的美國國內生產總值增長下，亞洲對美國出口相對疲弱的增長只可能是由於：(1) 亞洲出口商失去美國進口市場的佔有率，或 (2) 美國進口對美國國內生產總值增長的敏感度已有改變。前者關乎亞洲出口商的競爭力問題，後者則關乎「餅」的大小（進口量）已經縮小，對所有出口國家都有影響。

圖 B2.1
新興亞洲經濟體的出口

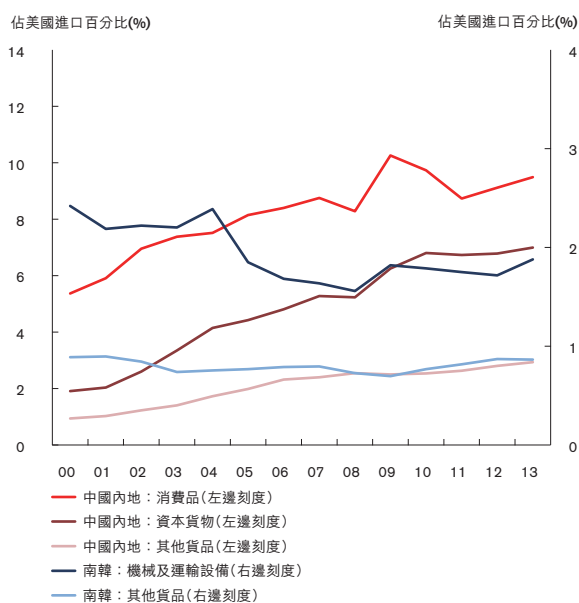


資料來源：CEIC 及金管局職員估算數字。

亞洲整體的出口市場佔有率得以維持

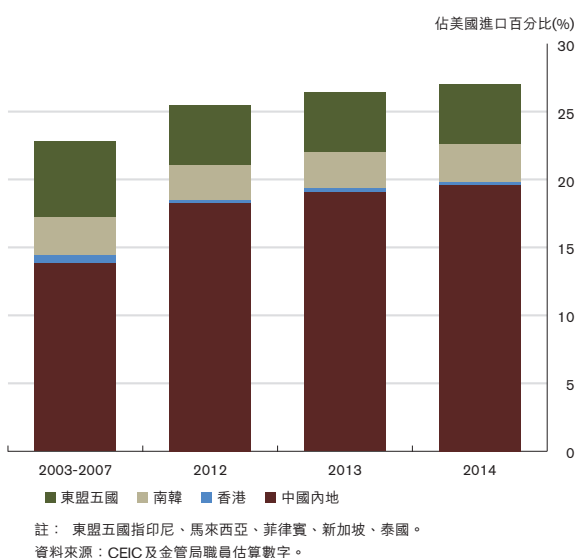
我們的分析顯示，雖然不同的亞洲經濟體情況各異，但區內對美國的出口表現轉差，似乎並非是由於失去美國的總體市場佔有率。事實上，亞洲區整體在 2012 至 2014 年間的市場佔有率比危機前增加。例如過去 10 年中國內地佔美國進口的比率持續上升，甚至從 2007 年起超越加拿大成為美國的最大進口來源地，而且美國對中國內地的消費品和資本貨物的需求皆全面增長（圖 B2.2）。與此同時，由於美國對南韓的機械製成品和運輸設備有穩定的需求，南韓佔美國進口的比率最近亦已回升到 2007 年的水平（圖 B2.2）。

圖 B2.2
美國從中國內地及南韓的進口



相比中國內地和南韓的表現，期內東盟經濟體的市場佔有率則稍有下降。總體而言，東北亞經濟體市場佔有率的增幅，已超過東南亞經濟體市場佔有率的跌幅，令亞洲經濟體的整體市場佔有率近年有所增加 (圖 B2.3)。

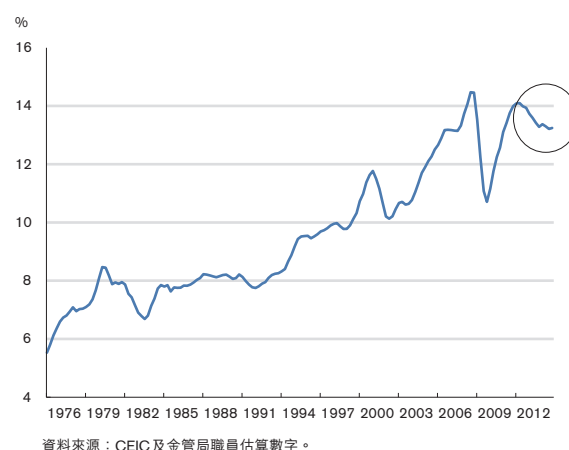
圖 B2.3
新興亞洲經濟體佔美國進口的比率



美國進口對國內生產總值增長的敏感度減低成為主因

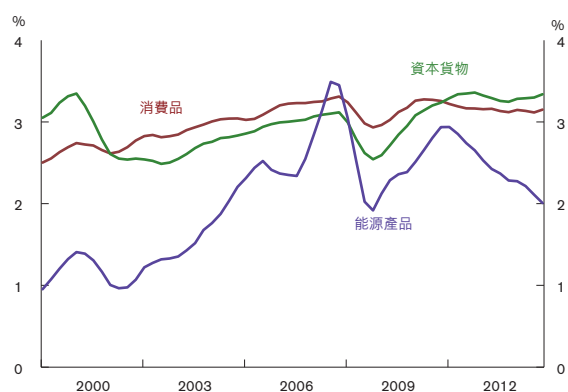
美國從新興亞洲的進口佔美國國內生產總值的比率在危機後下降，是美國進口佔國內生產總值的比率下跌所造成，而並非亞洲出口商在美國進口市場的整體市場佔有率下降而引致 (圖 B2.4)。

圖 B2.4
美國進口佔國內生產總值的比率



美國進口佔國內生產總值的比率下降，主要集中在能源產品和消費品方面，資本貨物的進口表現則仍然良好。美國能源產品進口佔國內生產總值的比率近年錄得顯著的下降，而消費品進口的比率在危機後曾一度反彈，但現已逐漸回落 (圖 B2.5)。與此同時，資本貨物進口佔國內生產總值的比率已從危機時的急跌反彈，而且一直在危機前的高位企穩 (圖 B2.5)。

圖 B2.5
以最終用途分類的美國進口



資料來源：CEIC 及金管局職員估算數字。

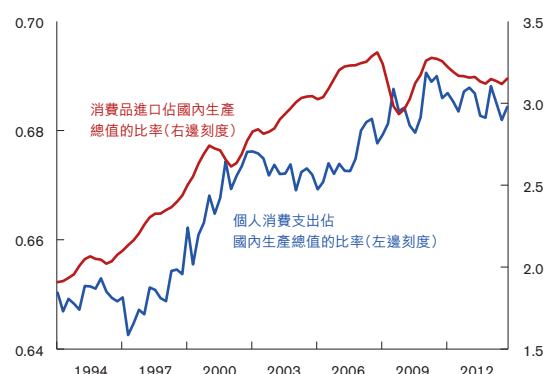
美國對能源產品的進口減少

雖然美國能源產品的進口很大程度上受能源價格的週期性波動影響，然而頁岩氣油革命意味部份能源進口的減少是結構性的。自 2014 年 6 月以來，國際原油價格顯著下跌，令美國能源產品的進口價值減低。週期性因素而言，價格下跌的部分原因是由於全球增長放緩，導致石油需求疲弱。結構性因素方面，價格下跌亦與美國的頁岩氣油革命有關，這個情況在過去數年已增加了美國國內的能源生產。有見及此，美國能源資訊署預計從 2011 至 2016 年，美國的原油淨進口將會減少 42%，而美國也會從 2018 年開始，由天然氣淨進口國搖身為淨出口國。頁岩氣油革命是讓美國長遠減少依賴能源產品進口的結構性因素。

美國消費品進口對美國國內生產總值的敏感度減低

對亞洲出口商來說，更為重要的是美國的消費品進口。定義上，美國消費品進口佔國內生產總值的比率受美國消費者的消費傾向（即個人消費支出佔國內生產總值的比率）影響，同時也受個人消費支出的進口比率（即消費品進口佔個人消費支出的比率）影響¹¹。這兩個比率已在危機後趨於穩定。美國消費品進口佔國內生產總值的比率大致跟隨美國消費者的消費傾向，在全球金融危機前急速上升，之後則轉趨平穩（圖 B2.6）。與此同時，美國消費品進口佔國內生產總值的比率一直緊貼個人消費支出的進口比率（圖 B2.7）。對新興亞洲的出口表現來說，最關鍵的問題是，究竟美國邊際消費傾向和個人消費支出的進口比率的形勢有所改變，有多大程度是持久的現象。

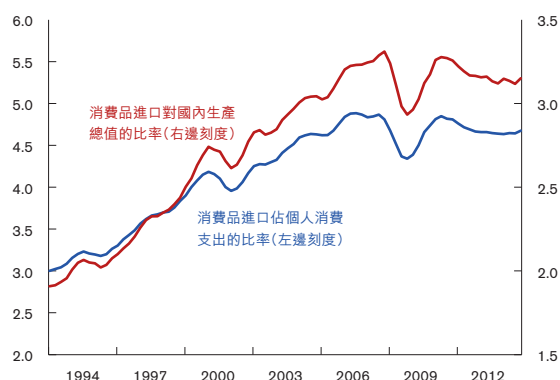
圖 B2.6
美國消費者的消費傾向



資料來源：CEIC 及金管局職員估算數字。

¹¹ 即消費品進口／國內生產總值的比率 = 消費品進口／個人消費支出的比率 * 個人消費支出／國內生產總值的比率。

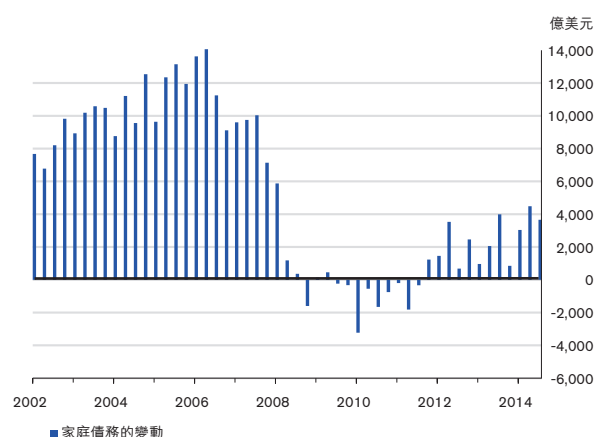
圖 B2.7
美國進口佔個人消費支出的比率



資料來源：CEIC 及金管局職員估算數字。

美國消費者的邊際消費傾向會否有進一步上升空間實屬疑問，因為個人消費支出佔國內生產總值的比率已經處於非常高的水平，而且隨著美國消費者信貸在危機後放緩而轉趨平穩。在全球金融危機發生前，美國個人消費支出佔國內生產總值的比率曾一直上升，並於危機發生時達到近 70% 的高位 (圖 B2.6)。這反映在危機前美國銀行相對寬鬆的信貸標準，鼓勵了消費者過度借貸來支持消費。然而，由於危機後收緊審慎監管，而且房地產市場亢奮不再，消費者信貸增長的步伐已遠較危機前為慢 (圖 B2.8)。這情況限制了美國消費者的邊際消費傾向進一步上升的空間，並減低了消費品的進口需求。

圖 B2.8
美國家庭債務的按季增加

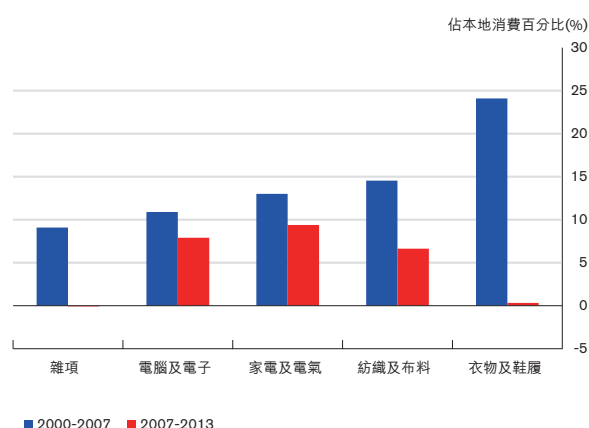


資料來源：CEIC 及金管局職員估算數字。

與此同時，由於美國製造業的離岸生產趨勢已經減慢，進口佔個人消費支出的比率未必會繼續以危機前的步伐增加。全球金融危機前，較大程度上從本地生產轉為進口的工業都是製衣製鞋等勞工密集的工業。這些工業的生產都轉移到勞工成本明顯較低的新興市場經濟體。這個離岸生產的趨勢增加了危機前個人消費支出的進口比率。全球金融危機後，這些工業的轉移步伐已顯著減慢 (圖 B2.9)。例如，2000 至 2007 年期間，約有 25% 的衣履消費由本地轉往海外生產，但在 2007 至 2013 年間，這種轉移已少於 0.5%。雖然選擇在何處生產的商業決定取決於不同的因素，包括接近客戶、營商便利、稅務優惠、可獲取關鍵材料和直接生產成本，但對勞工密集的工業來說，勞工成本所扮演的角色即使不是主導也是非常重要。在這方面，中國內地是美國消費品的主要出口地，其工資上升趨勢對美國的離岸生產有非常重大的影響。據國際

貨幣基金組織預測，由於人口結構的改變，中國內地的勞動年齡人口將會減少，勞動力長期低廉的日子將會完結¹²。此外，中國內地的製造業已經開始從價值鏈中低附加價值產品往高附加價值產品上移。這些趨勢令中國內地工資上漲，意味著美國離岸生產減慢的趨勢不大可能只是暫時現象，令個人消費支出的進口比率未必會繼續以危機前的速度增加。

圖 B2.9
不同美國工業從本地向海外的生產轉移



資料來源：美國經濟分析局及金管局職員估算數字。

結論

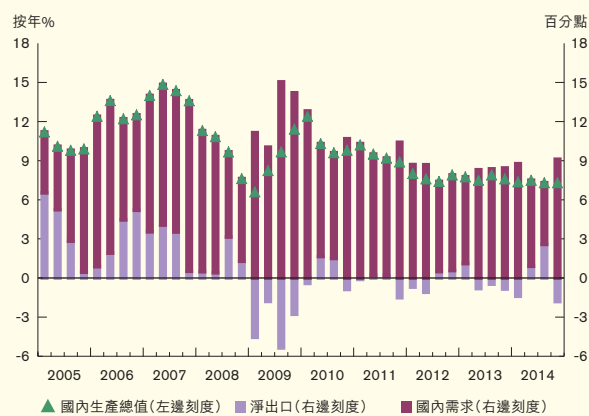
整體而言，新興亞洲經濟體的美國出口，似乎不大可能重歷危機前的強勁增長，特別是一些依賴能源及消費品出口的經濟體。由於更嚴謹的審慎監管及房地產市場亢奮不再，以及製造業的離岸生產趨勢放緩，美國消費傾向已從危機前的高位穩定下來，並會繼續令美國消費品進口需求對美國國內生產總值增長的敏感度低於危機前水平。儘管美國的復蘇強勁，這些趨勢都會遏抑美國從亞洲的進口。

¹² 《廉價勞工時代的尾聲》，金融及發展，2013年6月，國際貨幣基金組織。

2.2 中國內地

中國內地的國內生產總值在2014第4季度錄得7.3%的按年增長(與對上一季相同)，而全年增長則為7.4%(圖2.7)。出口繼續增長，但儘管基建支出保持堅挺，整體國內需求在房地產投資放緩的情況下進一步減弱。通脹壓力仍然疲弱，按年整體消費物價指數通脹率在下半年平均為1.7%，而生產者物價指數則按年下跌約2%。

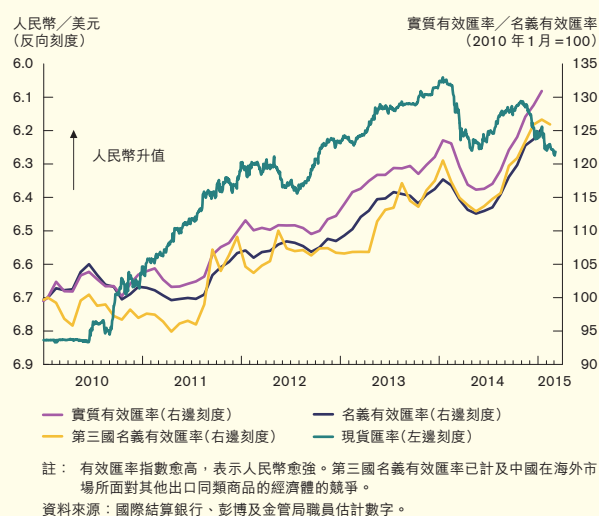
圖 2.7
中國內地：國內需求及淨出口對國內生產總值增長的貢獻



經濟增長動力預期在短期內將會受壓。在交通基建、能源設施和環境保護方面增加支出雖可支持國內生產總值的增長，但房地產市場繼續調整和一些重工業的產能過剩仍將拖累增長動力。在需求壓力疲軟和環球大宗商品價格轉弱的情況下，通脹將仍然受控。3月份的共識預測顯示，2015年全年的內地經濟增長預期為7.0%，消費物價指數通脹則為1.5%。

資金外流壓力在近數月有所抬頭，部分反映對經濟前景的憂慮。與此同時，人民幣兌美元匯率在9至10月升值0.5%，但其後在11至2月貶值2.5%(圖2.8)。然而，隨著各主要貿易夥伴的貨幣對美元出現較顯著的貶值，人民幣的有效匯率繼續升值。展望未來，由於增長動力仍然溫和，而人民幣與美元的利差又可能收窄，再加上人民幣升值預期轉弱，資金外流的誘因仍在。

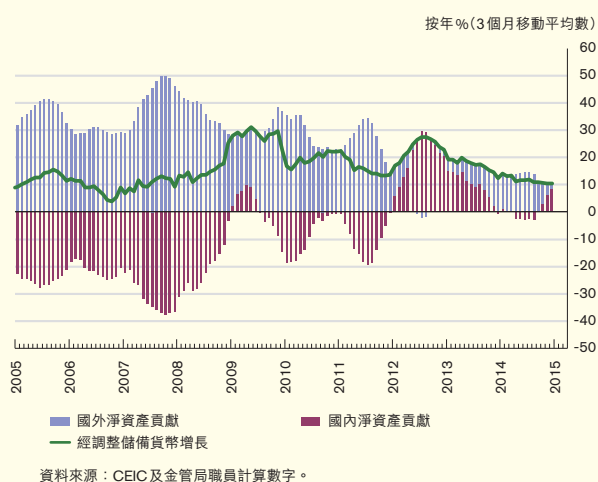
圖 2.8
中國內地：人民幣匯率



人行採取措施降低融資成本和維持銀行體系流動性穩定。在通過定向措施持續向銀行體系投放流動性的情況下，儲備貨幣以穩定的步伐增長(圖2.9)。人行於11月下旬及3月上旬下調了基準貸款及存款利率，並在2月上旬全面下調金融機構的存款準備金率50個基點。¹³與此同時，人行亦推動了利率市場化，於回顧期內兩次調高存款利率上限，由基準利率的1.1倍提升至1.3倍。

¹³ 人行亦在2月上旬定向下調城市商業銀行和非縣域農村商業銀行的存款準備金率100個基點。

圖 2.9
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻

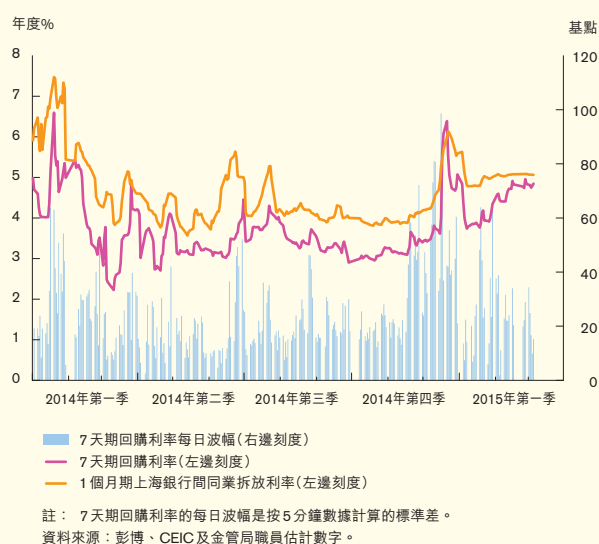


基準利率的下調似乎並沒有完全傳遞。由於存款競爭劇烈，一些銀行傾向把存款利率定在利率上限。另一方面，銀行的貸款利率比基準貸款利率下調得少，反映在增長動力放緩的情況下，風險溢價有所上升，以及銀行的資金成本仍然高企。例如，在 11 月下旬至 3 月上旬期間，貸款基礎利率下調了 46 個基點，較基準貸款利率下調 65 個基點為少。

廣義貨幣 (M2) 增長繼續放緩，主要反映商業銀行減少購入外匯，而銀行貸款的按年增長在接近年末時稍微回升。非傳統融資活動普遍放緩，部分受監管收緊所影響。例如，按流量計，委託及信託貸款在 2014 年下半年相對上半年合共減少約 30%。¹⁴ 專題 3 探討內地的信貸分配以及企業槓桿水平增長的驅動因素。

回顧期內，銀行同業拆借市場的流動性波動較大 (圖 2.10)。貨幣市場利率於早前幾個月大致保持平穩，但到 12 月則大幅上升，部分反映接近年末時流動性需求有所上升，以及首次公開招股活動的頻密集資所影響。而中國證券登記結算有限公司決定在回購交易中不接受使用評級低於 AAA 的企業債券，亦可能導致流動性收緊。流動性狀況在 1 月份有所緩和，但受農曆新年假期前季節性需求和股票市場集資活動所影響，市場流動性在 2 月份再度收緊。

圖 2.10
中國內地：貨幣市場利率



¹⁴ 委託貸款在 12 月反彈，據報導是受地方政府融資新規實施前，地方政府相關融資活動有所增加所影響。例如，地方政府相關方在 2015 年前發行的債券，經甄別後可納入地方政府債務。

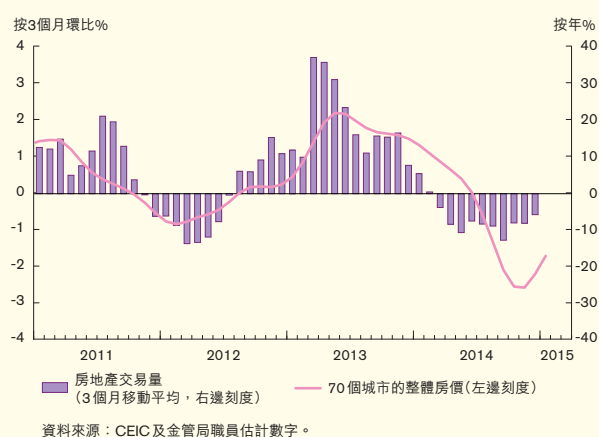
儘管企業盈利能力普遍減弱，股票市場於回顧期內更為暢旺。上證A股指數從9月份約2,500點升至1月份最高位的3,545點，在2月份有所整固；日均市場交易額由10至11月份的2,112億元人民幣增加到12至2月份的4,050億元人民幣（圖2.11）。股市暢旺反映了多重因素，包括滬港通的推出、利率下調、市場預期經濟改革加快等。

圖 2.11
中國內地：上海股票市場指數及交易額



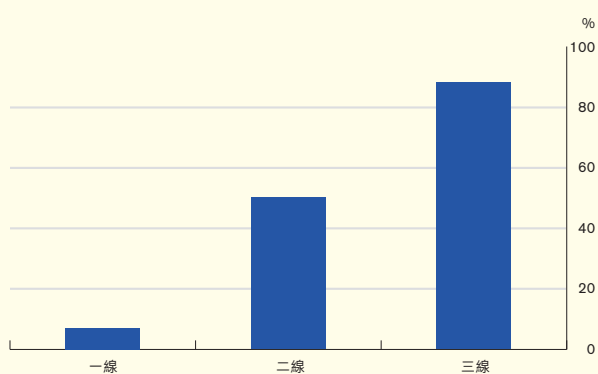
房地產市場於回顧期內進一步調整，房地產價格和成交量持續轉弱（圖2.12）。於9月下旬時，有關主管部門推出了不同措施以支持市場，如放寬房貸標準、降低房貸利率下限等。多個大城市的房地產市場於接近年末時有所改善。例如，北京和上海的商品房銷售面積在12月錄得正數增長，而其房屋價格下跌速度已見減慢。然而，整體房地產市場仍然疲弱。

圖 2.12
中國內地：房屋價格及交易量



房地產市場短期內仍將受壓，特別是較小型城市房地產供應在過去幾年大幅增加的情況下，它們的房屋庫存比大型城市增加得更快（圖 2.13）。私營市場的房屋新開工面積於 2014 年已顯著減少，但保障性住房的供應則有可觀的增加，可能會加劇供求失衝。¹⁵ 據報導，房地產發展商的財務狀況普遍進一步轉弱，這將會增加它們下調銷售價格的動力。¹⁶ 房地產市場的剛性需求，包括改善型住房需求，仍會保持殷切，但隨著經濟增長動力放緩，銀行理財產品等不同投資選擇增加，過去支持投資需求的多種因素似乎已經減弱。

圖 2.13
中國內地：一手住房市場未出售商品房面積的變化



■ 2012-2014 (自 2011 年底的變化)

註：一線城市包括北京、廣州及深圳。二線城市有 10 個，大部分為省會城市。三線城市有 9 個，大部分是地級市。

資料來源：中指數據及金管局職員估計數字。

銀行業的資產質素壓力上升，整體不良貸款比率由 9 月底的 1.16% 微升至 2014 年底的 1.25%。具體而言，批發業及有嚴重產能過剩的製造業的不良貸款比率較其他行業為高。¹⁷ 以地理位置而言，沿海地區的不良貸款比率較高，可能反映該等地區更依靠出口，以及在地方政府融資平台償債能力弱化的情況下，這些地區對地方政府融資平台的承擔較大。事實上，根據對有發行債券的地方政府融資平台的數據分析顯示，這些融資平台的資產回報率已由 2013 年末的平均 1.44% 微跌至 2014 年 6 月底的 1.35% 左右，其利息覆蓋率亦在同期由 2.5 下降至 2.3。

房地產市場持續調整及一些製造業的產能過剩仍對銀行資產質素構成主要的壓力。事實上，我們的分析顯示，在主要的上游行業中，如鋼鐵及燃料加工等，虧損企業的比例較去年同期為高。¹⁸ 此外，根據上市公司數據作出的估算，這些行業近期的違約可能性仍較其他行業為高（圖 2.14）。

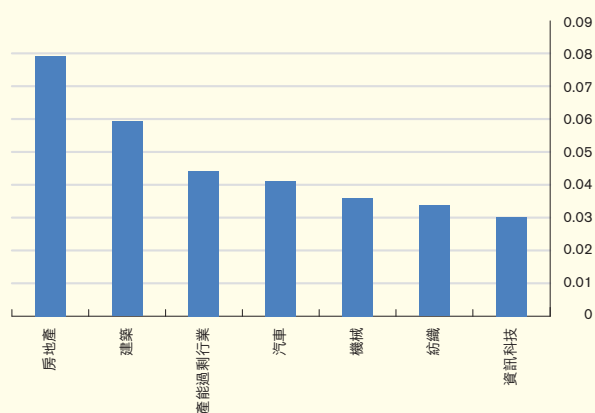
¹⁵ 2014 年保障性住房竣工數量達 510 萬套，而一手市場的商品房住房銷售在 2013 年則約為 1,100 萬套。2014 年 12 月，保障性住房施工數目約為 1,280 萬套。

¹⁶ 例如，上市房地產發展商的資產回報率已從 2014 年第 2 季的 2.76% 進一步下跌至第 3 季的 2.58%。

¹⁷ 作為參考，中國建設銀行的數據顯示，其批發/零售業的不良貸款比率在 2014 年 6 月底已超過 5%。

¹⁸ 例如燃料加工業的虧損企業比例已由 2013 年的 24.6% 升至 2014 年的 26.7%。

圖2.14
中國內地：主要行業的違約可能性
(2013年第3季至2014年第4季)



註：產能過剩行業包括水泥、煤炭、玻璃、鐵、造船及鋁。
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

鑑於這些憂慮，有關主管部門已加強了對正規和非傳統融資活動相關的風險管理。政府於2014年10月發佈了加強管理地方政府性債務的意見；例如，地方政府的融資活動需納入預算管理中。而中國銀行業監督管理委員會（銀監會）繼2014年上半年推出管理信託業務風險的規例後，亦於2015年1月上旬發佈了收緊委託貸款監管的草擬規則。具體而言，5類資金（例如銀行向公司借出的款項）不可用於委託貸款。

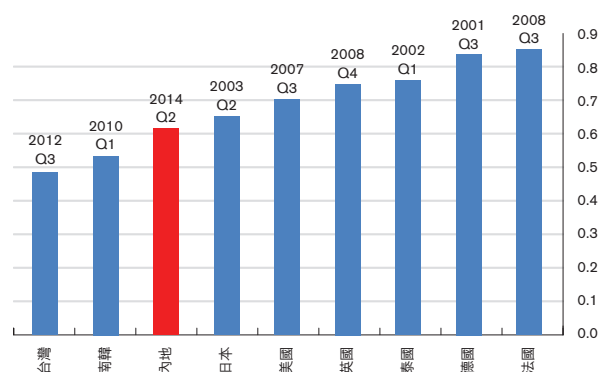
專題 3 為何內地企業的槓桿水平近年快速上升？

過去數年信貸迅速擴張以及增長動力減弱，引起了市場對中國內地企業負債水平的關注。本專題採用公司層面的數據以研究內地不同行業以及不同所有制的企業槓桿水平。具體而言，我們探討過去幾年推高企業負債水平的因素，並討論企業負債對金融穩定的影響。

企業負債的明細分析

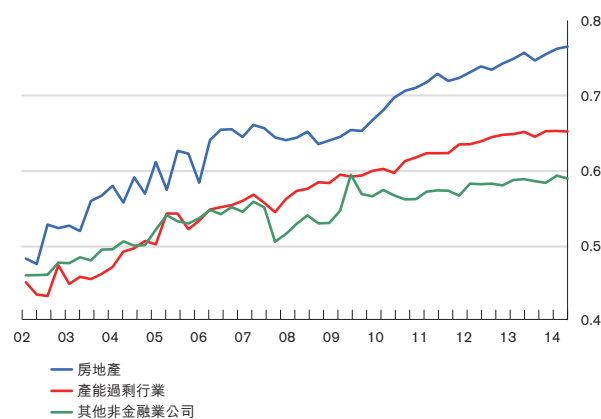
雖然非金融企業整體上的槓桿水平似乎並不特別高，但房地產發展商和產能嚴重過剩行業的槓桿水平在過去數年快速上升。在我們的分析中，企業槓桿水平是以債務與資產比率衡量的。從圖 B3.1 可以看出，內地非金融企業的槓桿比率，較先進經濟體及一些新興經濟體（如泰國等）高峰時的槓桿比率為低。雖然如此，房地產發展商的槓桿比率已由 2008 年的 0.64 升至 2014 年第 3 季 0.76 的高點（圖 B3.2）。2005 至 2007 年間，產能嚴重過剩行業（如鋼鐵、玻璃及煤碳等）的槓桿比率一直與其他非金融公司的平均比率相近，但從 2008 年起則較其他非金融公司為高。

圖 B3.1
2000 年以來不同經濟體非金融企業高峰時的槓桿比率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 B3.2
不同非金融行業上市公司的債務與資產比率

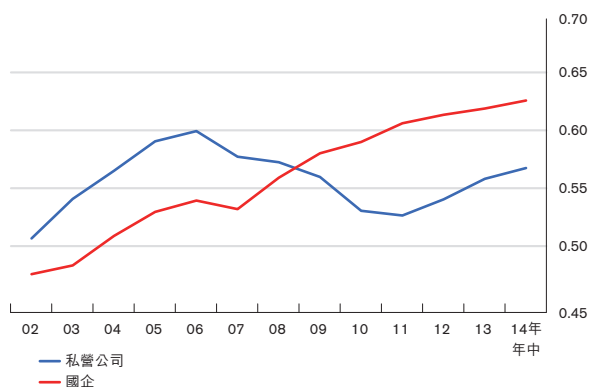


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

按所有制劃分，在全球金融危機後槓桿上升的公司主要為國有企業（國企）（圖 B3.3）。在 2008 年前，私營企業的債務與資產比率遠高於國企，但自 2009 年以來則正好相反。國企的槓桿比率在 2008 年以後仍繼

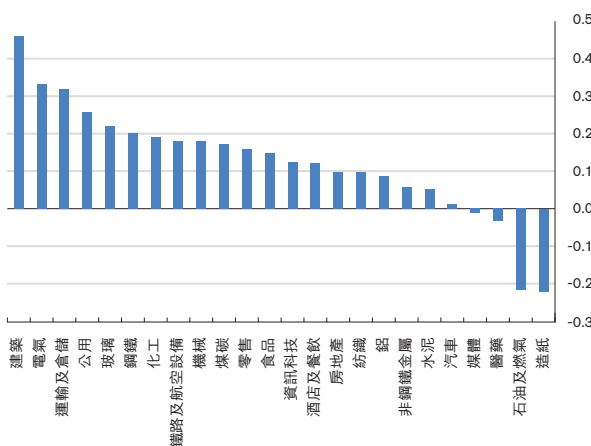
續上升，而私營企業的整体槓桿比率則進一步下降，於近年才稍為上升。在國企中，建築、公用及產能過剩行業在2009年後的槓桿比率變動較其他行業為大（圖B3.4）。

圖B3.3
按所有制劃分的非金融行業上市公司債務與資產比率



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

圖B3.4
從2003-2008年間到2009-2013年間國企槓桿比率的變動



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

甚麼因素推高近年內地企業的槓桿水平？

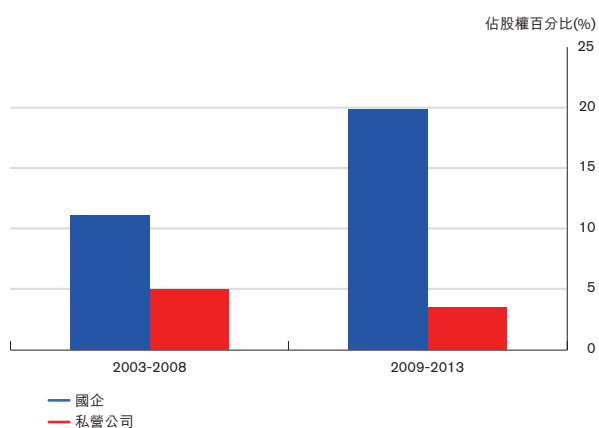
有說法認為，政府隱性支持在一定程度上推高了過去數年的企業負債水平。具體而言，由於國企具有支持國內生產總值增長以及維持勞工市場穩定的政策負擔，為了應對經濟放緩，這些國企在政府支持下借貸的誘因可能會較私營公司為大。另一方面，銀行或會認為國企是較安全的借貸公司。因此，相較私營公司而言，銀行有更強的誘因向國企貸款，特別是在經濟低迷的時期。

事實上，我們的分析顯示，投資者普遍認為國企比私營企業獲得較多的政府隱性擔保，特別是在2008年以後（圖B3.5）。政府隱性擔保的力度，是根據債券發行公司及上市公司的數據，以認沽期權及以信貸息差計算的預期違約損失的差額來估算。¹⁹這反映市場認為一旦發生違約，政府將給予有關企業支持的規模。按行業劃分，我們的估算顯示，投資者認為一向被視為增長引擎的建築業、房地產業和主要重工業得到的隱性擔保，較其他非金融行業為多（圖B3.6）。²⁰

¹⁹ 認沽期權是根據默頓模型並以債務值作為行使價，信貸息差則為撇除流動性風險成分後，企業債券與政府債券的息差。

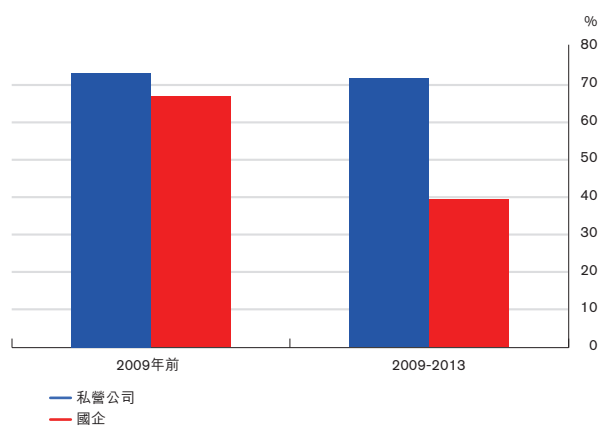
²⁰ 不同行業政府擔保的價值，是每個相應行業內個別企業獲得的政府擔保的匯總。

圖 B3.5
按所有制劃分的政府隱性擔保



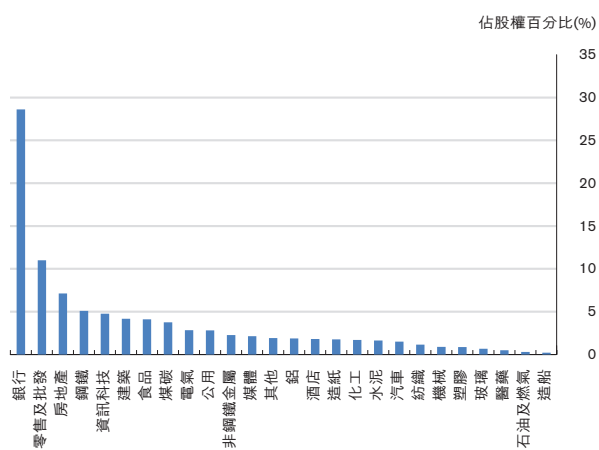
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 B3.7
不同所有制的抵押貸款數量佔總貸款數量的比例



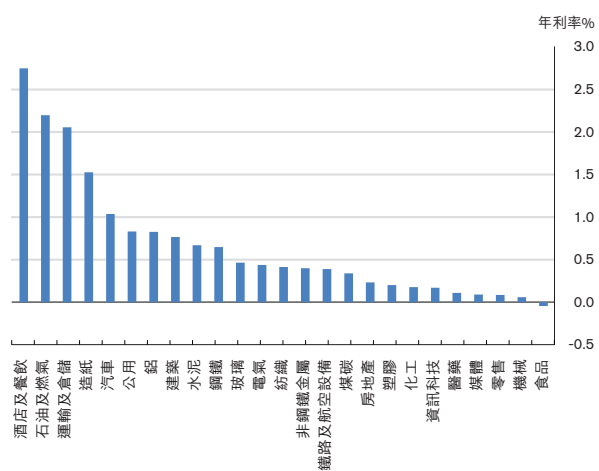
註：2009年前的數據涵蓋1988至2008年。
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 B3.6
按行業劃分的政府隱性擔保



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 B3.8
私營企業與國企的融資成本差別 (2009-2013)



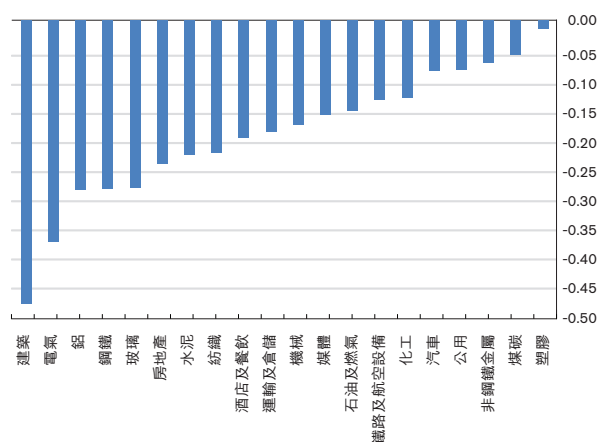
註：正數表示在同一行業內，私營企業較國企支付更高的融資成本。
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

因此，國企的借貸條件較私營公司為好。上市公司的數據顯示，於過去數年，少於40%的國企貸款是有抵押的，而私營公司則約為70% (圖 B3.7)。此外，公用事業和主要重工業的國企所付的融資成本也較私營企業為低，特別是餐飲、運輸、石油及燃氣、以及造船業 (圖 B3.8)。

為探討內地的企業槓桿水平在多大程度上是受政府隱性支持所推高，我們進行了一項反事實分析。這項分析假設，在沒有政府擔保下，國企按市場條件進行借貸。在分析中，我們採用了最優資本結構模型，即假設國企沒有任何政策負擔，而且以企業價值最大化決定借貸規模。在反事實分析中，我們也假設國企須支付與私營企業同等的融資成本。模型中的主要借貸決定因素包括資產波幅、稅率、破產成本和無風險利率。具體而言，企業資產波幅的增加一般會減低其借貸能力，而融資成本的上升則會抑制借貸的誘因。

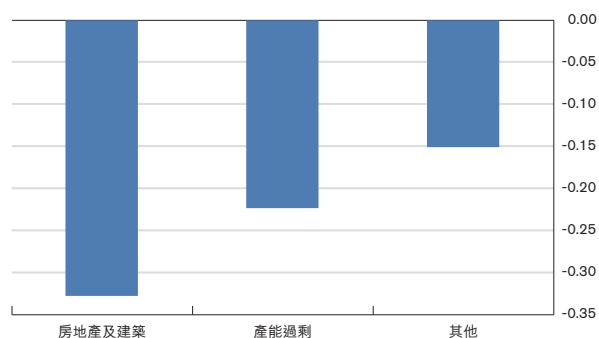
確實地，分析顯示國企在沒有政府隱性擔保的情況下，借貸會大為減少。在2009至2013年期間，建築業的國企的槓桿比率會降低45個百分點以上，鋼鐵及鋁業的國企也會大幅減少借貸（圖B3.9）。房地產國企的槓桿比率會降低近25個百分點。若以組別劃分，房地產—建築業中的國企的槓桿比率會減低30個百分點以上，而產能過剩行業（例如鋼鐵、鋁、玻璃、以及水泥等）的槓桿比率會減低約20個百分點；其他行業中的國企的槓桿比率則減低15個百分點左右（圖B3.10）。總括而言，這些估計數字顯示，在大規模經濟刺激措施推出後，企業槓桿水平確實在很大程度上被政府隱性擔保推高。

圖B3.9
在反事實分析中各行業國企槓桿比率的變動（2009–2013）



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖B3.10
在反事實分析中各組別國企槓桿比率的變動（2009–2013）



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

中國內地企業槓桿增長主要受政府隱性支持所推高這項發現，顯示資金使用效率可能較低，並對銀行的資產質素構成不確定性。事實上，槓桿水平不斷上升的產能過剩行業和房地產發展商，其盈利水平與償債能力近年已見減弱。具體而言，產能過剩行業的上市公司，近數季度的平均資產回報率僅徘徊於約1%。這些公司的利息覆蓋率亦在過去10年一直下滑，近數個季度更只有1左右。

出於這些擔心，政府近期已採取措施優化信貸分配，例如限制銀行貸款流向產能過剩行業的低效公司，以及實施定向措施以鼓勵銀行向小微企業及“三農”貸款。若這些措施能夠有效實施，資金使用效率將會相應改善。

結論

本專題的主要訊息概述如下：

- 雖然非金融企業部門的槓桿水平整體上尚未過高，但國企 — 特別是房地產發展商及產能過剩行業的企業 — 的槓桿水平快速上升。
- 國企槓桿主要被政府隱性擔保所推高，建築公司、房地產發展商及產能過剩行業的企業尤其如此。

- 企業負債受政府隱性支持所推動，顯示資金使用效率可能有所減弱和企業償債能力惡化。政府近期已採取措施優化信貸分配。如果這些措施得以有效實行，資金使用效率將會相應改善。