

4. 貨幣及金融狀況

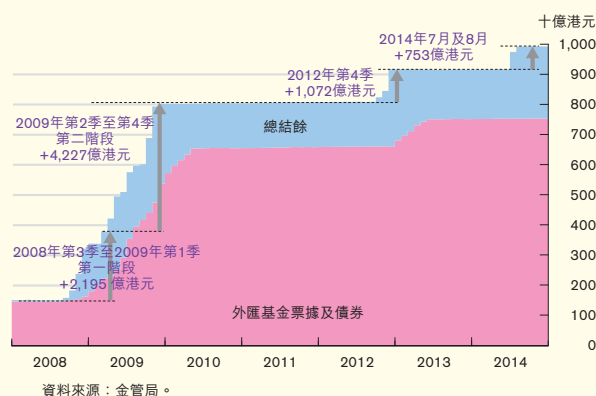
匯率、資金流及貨幣動向

雖然環球金融市場波動和新興市場貨幣面對貶值壓力，港元匯率仍然穩定而且交易有序。銀行的流動性保持充裕，但隨著信貸需求轉弱，貸款增長已顯著放緩。展望未來，先進經濟體的增長走勢和貨幣政策路向分歧，特別是美國利率正常化的時間和步伐仍不確定，將會對香港的資金流、貨幣和金融穩定構成主要的風險。

4.1 匯率及資金流

港元兌美元現貨匯率於2014年下半年在7.75至7.77之間上落。由於商業及股票相關的資金需求強勁，強方兌換保證於7月和8月初多次被觸發，令總結餘相應增加（圖4.1）。到9月底及10月初，美元強勢，加上市場對全球經濟前景的憂慮重燃，導致本地股市出現調整，港元匯率因而回軟。港元匯率於12月初受到股票相關的資金需求增加所帶動而轉強，但於12月中有所轉弱，原因是首次公開招股募集的資金被滙走。

圖4.1
資金流指標



整體而言，港元維持穩定，而且銀行即期淨外匯頭寸於第4季變動甚少，顯示該季並沒有出現港元大幅淨流入或流出非銀行私人部門（圖4.2）。

圖 4.2
資金流指標及匯率



踏入 2015 年初，瑞士國家銀行取消瑞士法郎兌歐元的上限，國際貨幣市場大受震盪，不過港元仍維持有序交易。港元現貨匯率一度轉強並短暫停留在接近 7.75 的水平，其後重回原本水平。政府與金管局重申會致力維持聯繫匯率制度。

證券投資資金流方面，第 3 季出現大額的資金流入，這與港元流向大致吻合。國際收支平衡統計資料也顯示，隨著香港居民減持外地股票，而非本地居民則在香港買入大量香港股票，第 3 季出現顯著的股票證券投資資金流入（表 4.A）²¹。債務證券投資方面也顯示類似的資金流入狀況。然而，到第 4 季，市場憂慮全球增長前景轉差，地緣政治局勢緊張以及國際貨幣市場波動加劇，都為本地的投資環境蒙上陰影。一項對

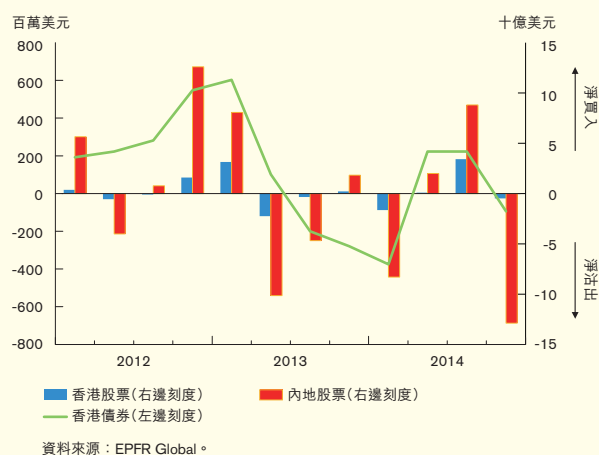
全球互惠基金進行的調查亦顯示該季有股票及債務證券投資資金流出（圖 4.3）。

表 4.A
跨境證券投資資金流

(十億港元)	2012	2013	2014		
			第 1 季	第 2 季	第 3 季
來自香港居民					
股權及投資基金份額	-159.6	-179.4	-75.7	10.7	32.9
債務證券	-151.3	-335.2	63.3	-100.3	40.3
來自非香港居民					
股權及投資基金份額	224.5	67.6	-8.5	24.7	160.3
債務證券	54.9	61.0	9.4	11.4	11.9

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

圖 4.3
股票及債券相關資金流的市場調查

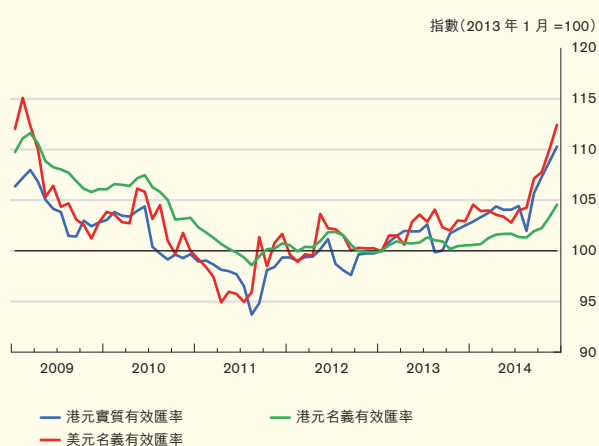


隨著「滬港股票交易互聯互通機制」（滬港通）於 11 月推出，香港與中國內地之間的股票證券投資資金流有所增加。在這個初期階段，北向交易的規模普遍比南向交易的規模為大，部分反映環球對中國內地股票的需求較大。事實上，由於香港與中國內地之間的經濟融合愈趨緊密，兩地的投資資金流總額已大幅增長。專題 4 回顧這些跨境資金流的發展，並討論其對香港經濟的意義。

²¹ 在編寫本報告時，第 4 季的國際收支平衡統計資料尚未發佈。

隨著美元轉強，港元的貿易加權名義有效匯率指數在2014年下半年上升2.8%(圖4.4)。這個指數的作用，是用來衡量港元較一籃子貿易夥伴貨幣的相對價值。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距擴大，港元的實質有效匯率指數錄得6.0%的較大升幅。香港的整體通脹率較貿易夥伴為高，主要反映以往一些本地一次性紓困措施已逐步消滅，以及主要經濟體面對通脹下行壓力。

圖 4.4
名義及實質有效匯率



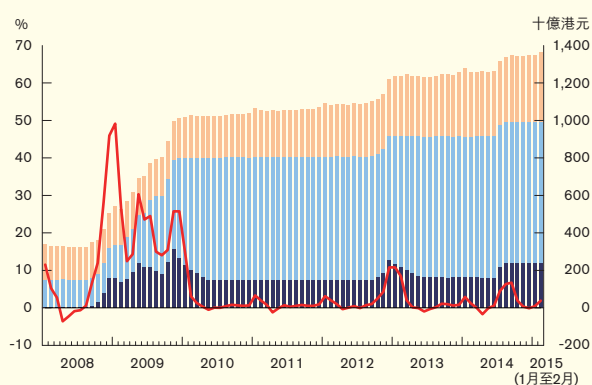
註：實質有效匯率指數經季節因素調整。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，美國利率正常化的時間和步伐仍不確定，可能會增加香港資金流的波動和逆轉風險。事實上，與美元轉強及油價急挫相關的金融穩定風險，已於2014年底在一些較脆弱的新興經濟體中引起震盪。雖然港元到目前為止所受的影響甚少，但不能排除避險情緒一旦突然高漲，這種震盪會透過不同的金融渠道對香港產生負面影響。另一方面，歐央行的擴展資產購置計劃及日本央行的量質化寬鬆，仍可能會助長環球風險胃納以及支持資產價格，從而增加資金流入香港的機會。這些因素的相對強弱，將會無可避免地影響香港資金流的規模和波動幅度。因此，預期港元現貨匯率在短期及中期內可能會出現更多的波動。

4.2 貨幣及信貸

香港的貨幣及信貸環境於2014年下半年及2015年初維持寬鬆，銀行體系流動資金充裕，利率一直處於低位。儘管外圍環境波動，貨幣市場仍然運作暢順，並沒有出現失序調整。於7至8月時強方兌換保證多次被觸發，市場流動資金更為充裕，總結餘進一步上升。因此，港元貨幣基礎在之前大致持平約一年後，於2014年下半年上升6.6%（圖4.5）。其他貨幣基礎的組成部分，例如負債證明書、流通紙幣及硬幣、未償還外匯基金票據及債券等，則變動不大。

圖 4.5
貨幣基礎的組成部份

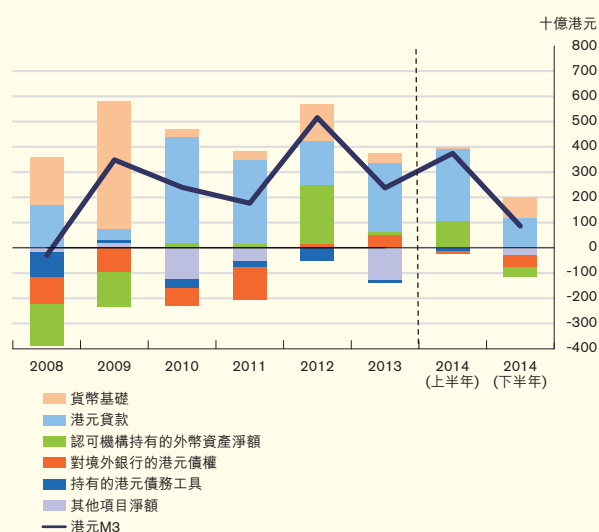


■ 負債證明書及政府發行的紙幣及硬幣(右邊刻度)
■ 未償還外匯基金票據及債券(右邊刻度)
■ 總結餘(右邊刻度)
— 貨幣基礎：與3個月前相比的百分比變動(左邊刻度)

資料來源：金管局。

雖然貨幣基礎在下半年以較快的速度增長，貨幣總量則以較慢速度上升。按年率計，下半年港元廣義貨幣供應（港元M3）僅上升3.3%，比上半年14.4%的增長慢，主要受定期存款及非銀行部門持有的可轉讓存款證拉低。以對應資產分析，下半年貨幣增長減慢，主要反映貸款增速減慢，而認可機構淨外幣資產以及對境外銀行的港元債權均有減少，這些都對貨幣增長有緊縮性影響（圖4.6）。

圖 4.6
港元 M3 及其對應資產變動

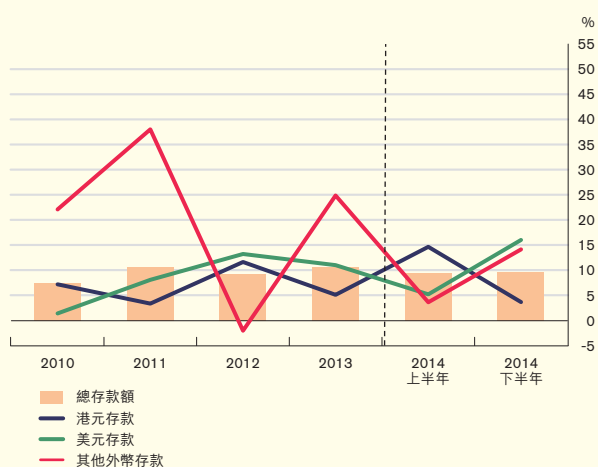


註：貨幣概覽中的港元 M3 乃經過調整，以計及外幣掉期存款及撇除持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。

資料來源：金管局職員估計數字。

作為港元M3的主要組成部分，港元存款在下半年按年率計僅增加3.7%，明顯較上半年14.7%的增速慢（圖4.7）。而美元存款及其他外幣存款的增幅按年率計分別加快至16.0%及14.2%，其中人民幣存款按年率計以16.8%的更快速度增長。整體上，下半年認可機構的存款總額按年率計上升9.6%，與上半年的增速相若。

圖4.7
存款增長

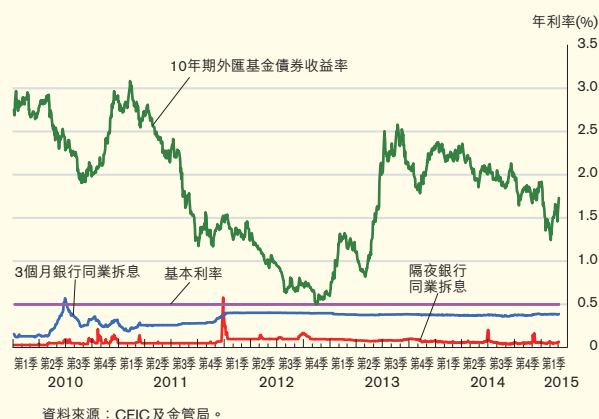


註：2014年上半年及下半年的增長率均按年率計算。
資料來源：金管局。

批發融資成本於2014年下半年繼續處於低水平，主要反映流動資金充裕。隔夜及3個月港元銀行同業拆息分別徘徊於0.06%及0.37%，明顯低於基本利率0.5%的水平（圖4.8）。短期銀行同業拆息偶有波動，這是由於股票融資需求以及季末及假期前夕銀行流動資金需求增加所致。港元收益率大致跟隨美元收益率

變動，中期債券的收益率上升，長期債券的收益率則下降。10年期外匯基金債券的平均收益率由6月的2.05%下跌至12月的1.79%。與此同時，反映香港零售銀行平均融資成本的綜合利率由0.47%下跌至0.39%。於下半年，新造按揭的平均貸款利率維持在1.95%左右的低位。

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。

雖然利率處於低水平，但貸款增速顯著減慢，部分由於信貸需求放緩，以及推出審慎監管措施的影響。按年率計，整體貸款及墊款增速由上半年的19.1%減慢至下半年的5.7%（圖4.9）。港元貸款及外幣貸款均錄得較慢的增速。以使用地域分析，本地使用的信貸（包括貿易融資）增長急速放慢，由上半年按年率計22.6%降至下半年僅得1.4%。然而，香港境外使用的貸款增長按年率計則加快至16.5%。以2014年全年計，整體貸款增長由2013年的16.0%放緩至12.7%。

圖 4.9
貸款增長

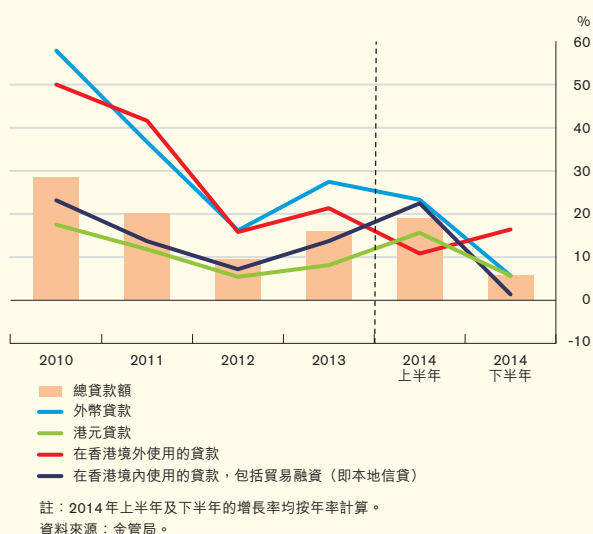
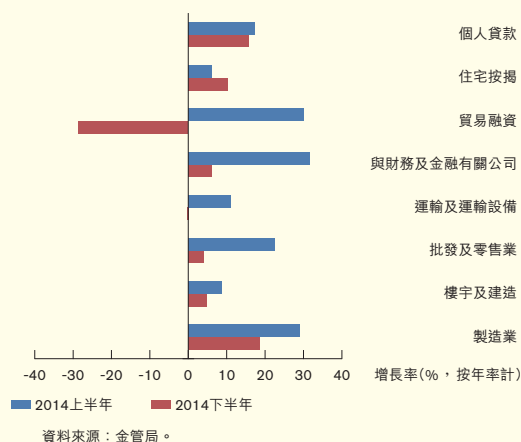
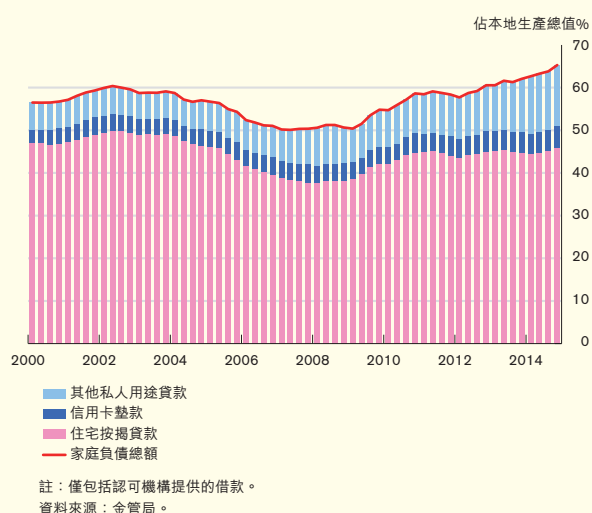


圖 4.10
各行業在香港使用的貸款



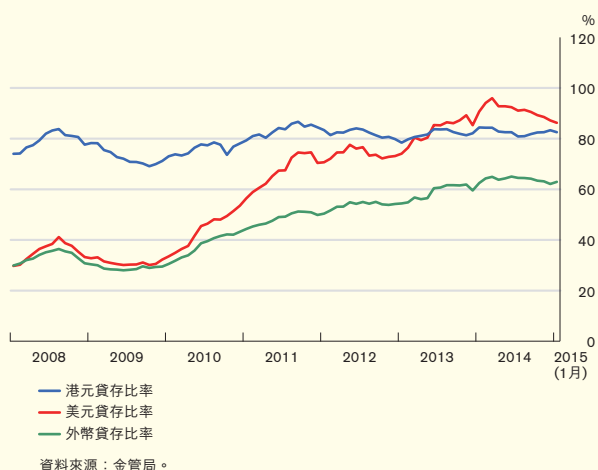
本地信貸方面，貿易融資於下半年按年率計大幅下跌 28.6%，其他主要行業貸款則見不同程度的增長放緩（圖 4.10）。當中放予與財務及金融有關公司和批發及零售業的貸款，繼上半年的強勁增長後，在下半年只錄得緩慢增長。家庭負債則繼續以較快速度增長。個人貸款（包括信用卡墊款及其他私人用途貸款）於下半年按年率計仍以 15.7% 快速增長。此外，隨著物業成交趨於活躍，按揭貸款增長由上半年按年率計 6.1% 加快至 10.3%。因此，家庭負債佔本地生產總值的比率於 2014 年底升至 65.3%（圖 4.11）。

圖 4.11
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份



由於信貸需求放緩及部分反映「穩定資金要求」措施的效果²²，銀行的資金狀況大致已經改善。於2014年下半年，港元貸存比率在82.0%的水平大致保持平穩，美元貸存比率則由6月底的92.4%下降至12月底的87.2%（圖4.12）。

圖4.12
貸存比率

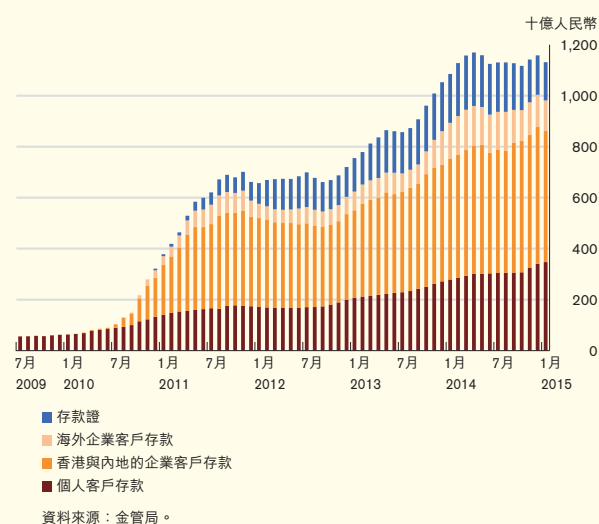


雖然信貸增長減慢以及銀行的資金狀況有改善跡象，但短期而言由於香港的貨幣狀況似乎仍然寬鬆，過度借貸的誘因繼續存在。然而，美國的歷史性低息環境將會終結，香港的利率環境會受到影響，從而構成其中一個主要風險。當美國的政策利率上升時，香港的貨幣狀況無可避免會收緊。銀行的資金壓力將會增加，而非銀行私人部門可能會承受信貸和流動性緊縮的風險。

離岸人民幣銀行業務

香港的離岸人民幣銀行業務於2014年下半年保持穩健增長，人民幣資金池進一步擴大，存款及存款證總額於2014年底達11,583億元人民幣，比對6個月前增長3.0%（非按年率計），按年增長為10.0%（圖4.13及表4.B）。其中客戶存款下半年錄得強勁增長，個人存款在11月取消香港居民每日兌換人民幣二萬元上限後明顯增加。企業客戶存款在下半年亦穩步增長。然而，由於大型中資銀行減少發行存款證，未償還存款證總額因此下跌。於2014年下半年，未償還人民幣銀行貸款增長34.8%（非按年率計）。

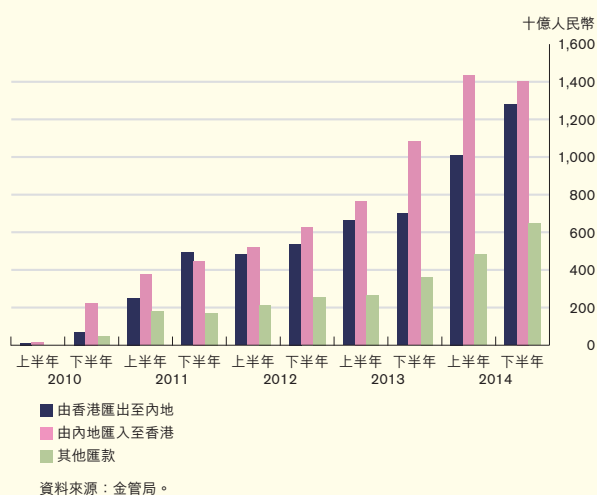
圖4.13
香港的人民幣存款及存款證



²² 金管局於2013年10月推出「穩定資金要求」，要求貸款增速較快的認可機構由2014年開始確保其借貸業務有充足的穩定資金支持。金管局於2014年11月對穩定資金要求作出多項優化措施，當中包括修訂貸款增長門檻，以及檢視與提交報告的次數，新措施於2015年起生效。

人民幣貿易結算保持強勁增長，於下半年香港銀行處理的人民幣貿易結算金額達到 33,321 億元人民幣，較上半年上升 13.9% (非按年率計)，並較去年同期增長 55.3% (圖 4.14 及表 4.B)。由香港匯出至內地的人民幣貿易結算在下半年繼續快速增長，而由內地匯入香港的則放緩。香港作為環球人民幣結算及交收服務中心的地位得到進一步鞏固，人民幣即時支付結算系統的日均成交額由 2013 年的 3,954 億元人民幣攀升至 2014 年的 7,327 億元人民幣。

圖 4.14
人民幣貿易結算匯款



「滬港股票市場交易互聯互通機制」(滬港通)於 2014 年 11 月 17 日推出，標誌著中國內地資本帳開放的重要里程碑，滬港通讓國際投資者能夠透過香港投資國內 A 股，以及讓國內投資者透過上海投資香港股票。香港居民的人民幣每日兌換上限亦於同日撤銷，為香港居民參與人民幣金融交易提供便利。²³ 金管局亦推出多項措施協助銀行管理人民幣流動資金，並加強市場基建以促進離岸人民幣活動²⁴。總括而言，這些措施有利香港離岸人民幣業務的進一步發展，並鞏固香港作為首要人民幣離岸業務中心的地位。

²³ 香港居民每日兌換人民幣二萬元上限已於 2014 年 11 月 17 日撤銷，在新的安排下，銀行為香港居民進行人民幣兌換的頭寸，將由目前於在岸市場平盤，改為於離岸市場平盤。同時，香港居民的人民幣現鈔兌換和銀行對香港居民的人民幣貸款和融資限制亦不再適用。

²⁴ 自 2014 年 11 月 10 日起，金管局向香港參與人民幣業務的銀行提供最高 100 億元人民幣的即日資金。金管局亦於 2014 年 10 月指定七家銀行為一級流動性提供行，為其提供回購協議設施，而一級流動性提供行則承諾在香港擴展市場莊家活動，並利用香港平台推廣其全球離岸人民幣業務。

香港離岸人民幣匯率大致跟隨在岸人民幣匯率的變動，於2014年下半年至2015年初因美元強勢而轉弱（圖4.15）。離岸人民幣匯率的每日波幅略大於在岸人民幣匯率，其對在岸人民幣的匯率在9月開始出現折讓，並在2014年10月和2015年1月曾經擴寬至超過300點子。於下半年以至近月，離岸人民幣銀行同業市場的流動性有趨向緊張的跡象，拆息走勢大致跟隨在岸銀行同業市場。3個月人民幣香港銀行同業拆息由2014年6月底的大約3%上升至2015年2月底的4.21%，部分由於流動資金需求隨著人民幣交易增加而上升，以及年底和農曆新年假期前的季節性流動資金需求增加所致。

圖4.15
在岸及離岸人民幣匯率



表4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2013	2014
人民幣存款及存款證（十億人民幣）	1,053.0	1,158.3
其中		
人民幣存款（十億人民幣）	860.5	1,003.6
非香港居民的人民幣存款（十億人民幣）	19.0	30.8
人民幣存款佔存款總額（%）	12.0	12.4
人民幣存款證（十億人民幣）	192.5	154.7
香港人民幣貿易結算（十億人民幣）	3,841.0	6,258.3
其中：		
由內地匯入至香港（十億人民幣）	1,848.9	2,837.8
由香港匯出至內地（十億人民幣）	1,362.9	2,289.3
匯入與匯出的比例	1.4	1.2
未償還人民幣貸款（十億人民幣）	115.6	188.0
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	216	225
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）	395.4	732.7
應付海外銀行的金額（十億人民幣）	166.0	145.2
應收海外銀行的金額（十億人民幣）	164.5	193.3

資料來源：金管局。

資產市場

隨著外圍環境不明朗因素增加，本港股市過去6個月經歷大幅上落，期權引伸波幅曾升至16個月以來的高位，到12底才出現明顯的下跌趨勢。儘管新債發行額增加，港元債務市場仍略為收縮；離岸人民幣債務市場則繼續快速擴張，產品種類也愈趨豐富。受到低息環境和供求偏緊支持，住宅物業市場轉趨活躍。

4.3 股市

在動盪的外圍及本地環境下，香港股市過去6個月經歷顯著的波動。去年暑假剛過，鑒於投資者對美國貨幣政策正常化的疑慮再度升溫，加上中國內地的經濟指標差於預期，本地股票遭受大幅拋售。恒生指數（恒指）在9月錄得7.9%的跌幅（圖4.16），為兩年多以來表現最差的月份。到12月初，油價持續偏軟引發市場對全球經濟即將放緩的擔憂，股價進一步受壓。但到2014年底，受到利好的美國經濟數據支持，而聯儲局又承諾在加息方面保持「耐性」，香港股市得以收復部分損失。到2015年，歐央行宣布在3月開始實施量寬更為市場帶來進一步的推動作用。

圖4.16
香港股票價格

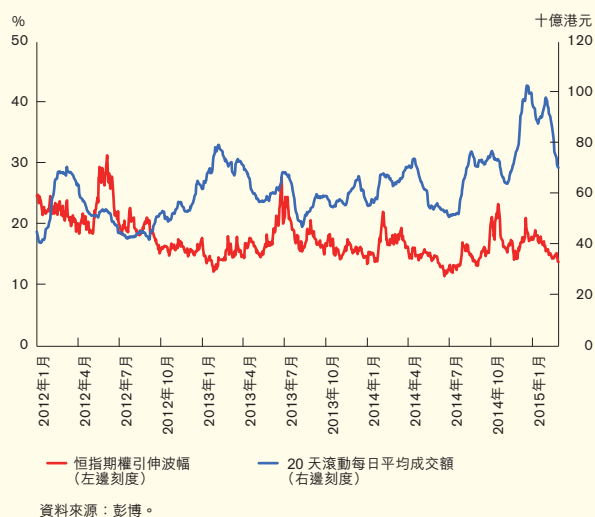


資料來源：彭博。

整體而言，自2014年9月至2015年2月，恒指微升0.33%，恒生中國企業指數（亦稱「H股指數」）因受惠於內地的貨幣政策寬鬆週期而上升了11.15%。外圍環境的惡化使恒指期權引伸波幅於10月份升至16個月的高位，到12月中又再度升越20點（圖4.17）。

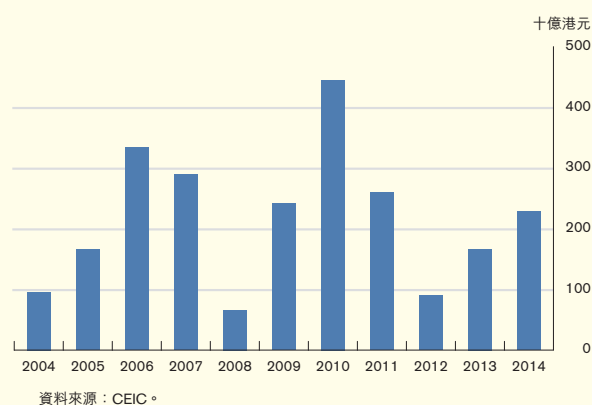
此後，恒指期權引伸波幅呈下降趨勢，此現象可歸因於最近世界各地中央銀行紛紛實施的政策寬鬆。²⁵與此同時，股市交易活動在2014年下半年大幅飆升，每日平均成交額達751億3,770萬港元。

圖 4.17
恒指期權引伸波幅及股市每日平均成交額



就發行市場而言，香港的集資活動在2014年繼續錄得強勁增長(圖 4.18)。首次公開招股市場雖然在去年11月為止的三個月放緩，但到12月隨即錄得強勁反彈，令香港在年內的全球首次公開招股排行榜位居第二。在這一年，首次公開招股的集資金額高達2,277億港元，比2013年增加36.8%。

圖 4.18
香港的首次公開招股市場



展望未來，相對於歷史表現或區內其他經濟體而言，本港股市估值仍屬較低的水平，因此具有一定程度上的風險抵禦能力(圖 4.19)。縱使市場參與者或需時以掌握去年11月才推行的滬港通的運作，本港股市在中期內應可從中得益。這項重要基建將會是擴大本地市場的投資者群以及加深與內地市場融合的關鍵。然而，基於全球市場前景的不明朗，港股或會較為波動。尤其是未來聯儲局加息所引發的貨幣緊縮風險，以及市場對全球經濟放緩的憂慮，毫無疑問會令本地股價蒙上陰影。以上種種的因素都表明，股市在今年餘下時間裡都不大可能風平浪靜。

²⁵ 有研究指出，貨幣政策的衝擊往往影響市場的波動性。詳情請參閱Rey (2013)，「Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence」，傑克遜霍爾經濟研討會。

圖 4.19
亞太區（日本除外）及其他主要市場的市盈率

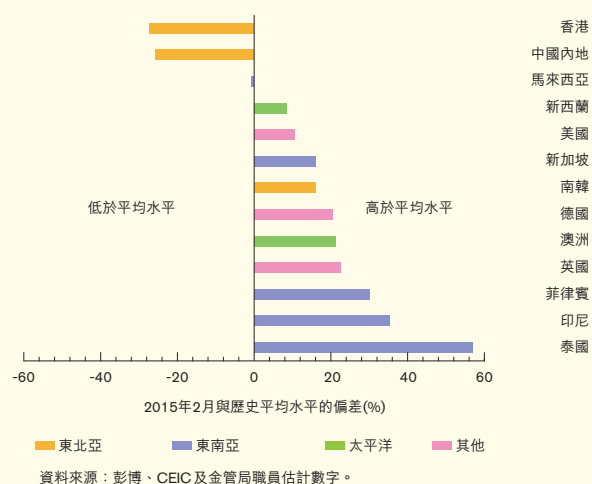
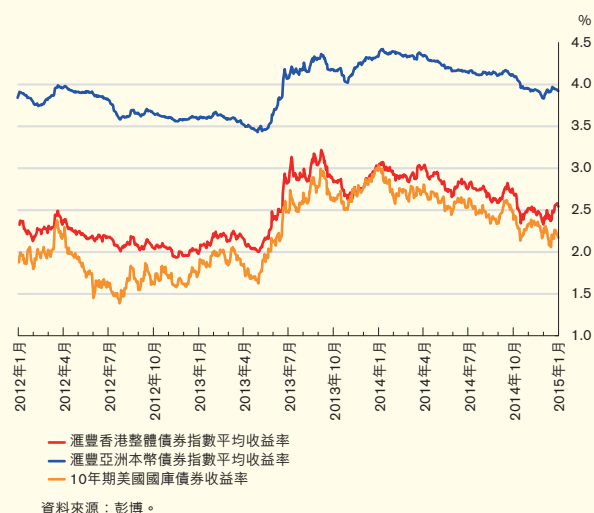


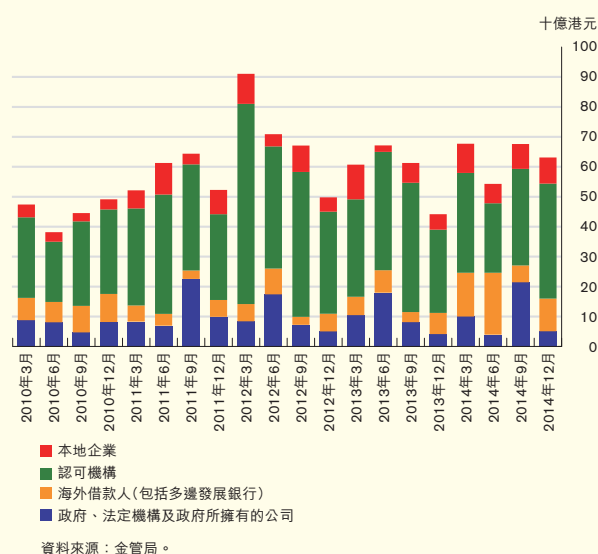
圖 4.20
亞洲及香港本幣債券的平均收益率及
10年期美國國庫債券收益率



4.4 債務市場

儘管聯儲局在10月結束量化寬鬆措施，但2014年下半年，在全球金融市場波動加劇的情況下，避險需求及有利的通脹前景把美國國庫債券收益率推低（圖4.20）。本地債券收益率也隨之下跌，導致私營機構於一手市場的發債活動有所增加，令其新債發行額躍升10.0%至2,109億港元（圖4.21）。²⁶及²⁷與此同時，公營機構發行的債務亦增加2.5%或536億港元。²⁸整體而言，2014年新債發行總額上升3.1%至24,300億港元。另一方面，為促進港元債券市場的發展，金管局於2014年12月推出兩項措施，即優化外匯基金債券及政府債券的發行年期，並推出政府債券貼現機制。通過取消上述兩種較長年期債券的重疊，這兩項措施將有助港元債務市場建立單一的基準收益率曲線。

圖 4.21
新發行的港元債務（外匯基金票據及債券除外）



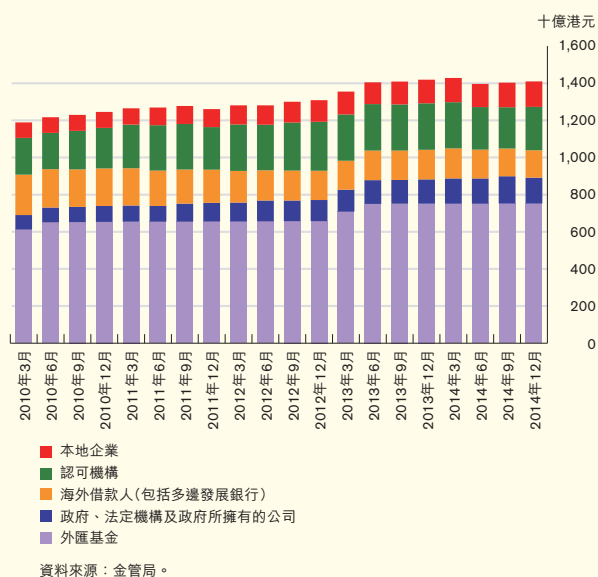
²⁶ 私營機構包括認可機構、本地企業及非多邊發展銀行之海外借款人。

²⁷ 2014年，非多邊發展銀行之海外借款人及本地企業之新債發行額分別按年大幅躍升118.5%及30.1%，至505億港元及333億港元。但銀行之新債發行額則較2013年減少11.1%至1,271億港元。

²⁸ 法定機構／政府所擁有的公司之新債發行額顯著按年減少9.5%至96億港元，而外匯基金及政府發行之新債則分別較去年增加2.5%及2.7%至21,773億港元及308億港元。新債發行總額中，89.6%為外匯基金票據及債券。

由於到期的債務比發行的為多，於2014年第4季，港元債務市場連續第3季按年收縮。於2014年年底，未償還港元債務證券總額為14,098億港元，較2013年下降0.7%（圖4.22）。下降原因，主要因為私營機構的未償還債務減少了2.8%，遠遠抵銷了由公營機構發行的未償還債務所錄得的1.0%增幅。

圖4.22
未償還的港元債務



與此同時，離岸人民幣債務證券市場的發行量仍十分活躍。²⁹雖然一手市場活動於2014年下半年有所放緩，但離岸人民幣債務證券的發行總額仍較2013年顯著上升27.0%至4,347億元人民幣（圖4.23）。尤其非存款證債務證券的發行額達2,885億元人民幣，為2013年發行額的兩倍多。儘管投資者對中國內地經濟增長放緩憂慮加深，內地私人發行人發行的新債仍繼續錄得增長。2014年，內地私人發行人發行的非存款證債務證券金額達1,076億元人民幣，顯著上

升150.3%。香港發行人的發行額亦較2013年上升148.4%或424億元人民幣。隨著發行額的強勁增長，香港未償還離岸人民幣債務證券總額於2014年12月底按年增加18.8%至6,181億元人民幣（圖4.24）。

圖4.23
新發行的離岸人民幣債務證券

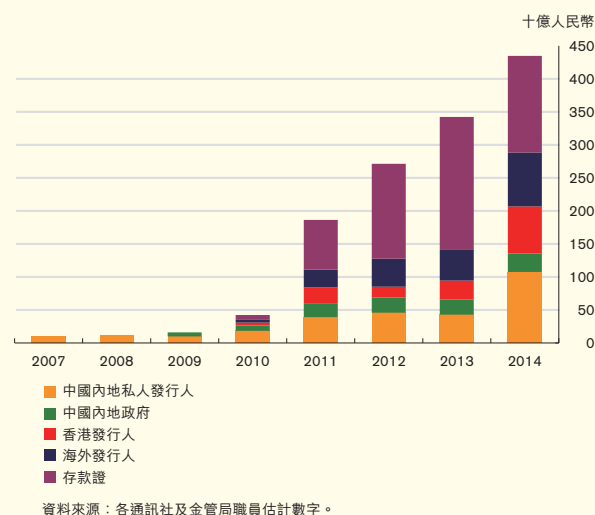
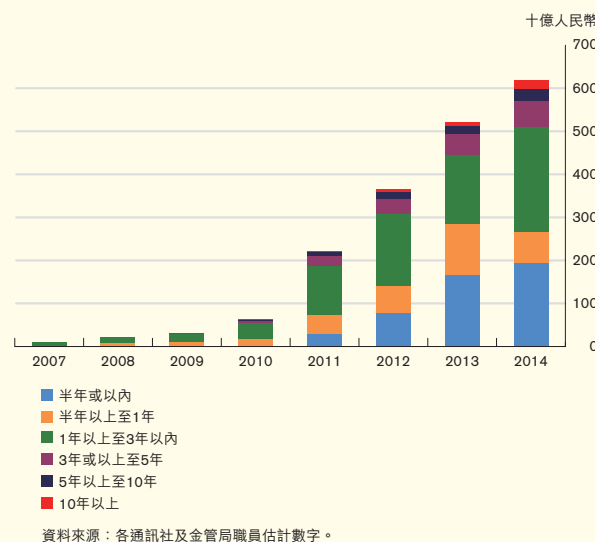


圖4.24
未償還離岸人民幣債務證券(按剩餘年期劃分)



²⁹ 數字包括所有在香港發行或沒有註明發行國的離岸人民幣債務證券。

除新債發行額增加外，去年離岸人民幣債務證券市場亦出現較多元化的產品種類。例如，英國政府首次發行離岸人民幣主權債券，而某銀行亦發行了首批離岸人民幣應急可轉債，這批債券同時是有紀錄以來最大規模的私人離岸人民幣債務證券。³⁰這些債務證券的發行，應有助於深化市場的發展及擴闊其投資者群。

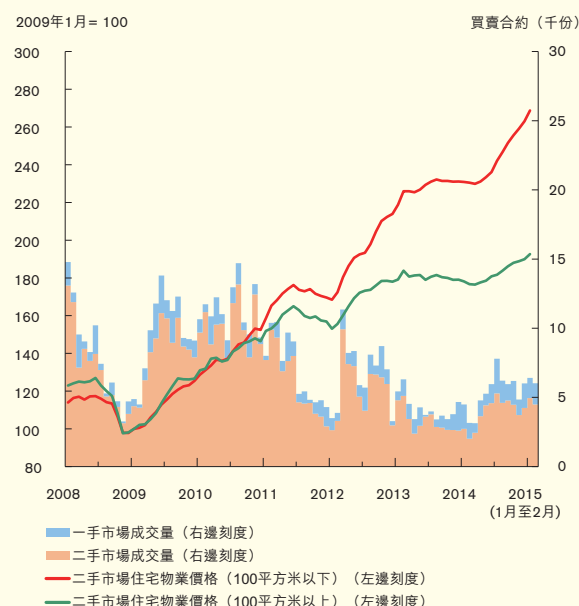
展望未來，預期市場今年會有穩定的增長。雖然人民幣對美元的弱勢及內地的經濟放緩，或會繼續打擊投資者的情緒，但離岸人民幣債務證券相對較高的收益率，對投資者應仍具有一定的吸引力。此外，人民幣已日漸在中國境外被用作貿易及金融交易的支付貨幣，加上市場上殷切的再融資需求，將有助增加離岸人民幣債務證券的發行額（圖 4.24）。³¹

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場自 2014 年第 2 季轉趨活躍，至年底仍然暢旺，主要是受到低息環境和供求情況偏緊支持。全年成交量由 2013 年 50,676 宗的歷史低位，躍升 25.9% 至 63,807 宗，但仍低於 2010 至 12 年間的暢旺水平（圖 4.25）。市況轉旺主要由一手市場交易帶動，成交量大幅飆升 52.6% 至 7 年來的高位 16,857 宗，佔樓市總成交量的 26.4%，較 2013 年的 21.8% 為高。二手市場成交量較 2013 年增加 18.5%，但仍較 2012 年的水平低 31.3%。另一方面，政府的需求管理措施（以增加印花稅方式）仍然有效，確認人交易、短期轉售交易及公司持貨交易等投機及投資活動繼續疲弱（圖 4.26）。

圖 4.25
住宅物業價格及成交量

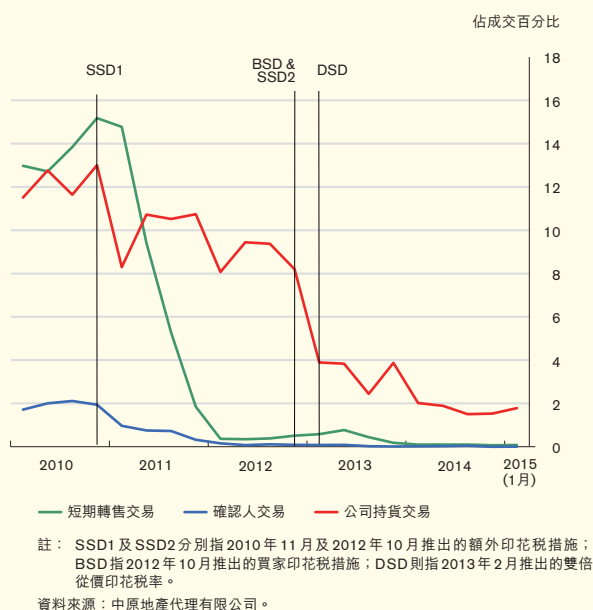


資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

³⁰ 這批債券也是首批符合在《巴塞爾協定三》框架下的「額外一級資本」資格的離岸人民幣債務證券。

³¹ 根據環球銀行金融電信協會，人民幣於 2014 年 12 月成為全球第五大支付貨幣。

圖 4.26
 確認人交易、短期轉售交易及公司買家

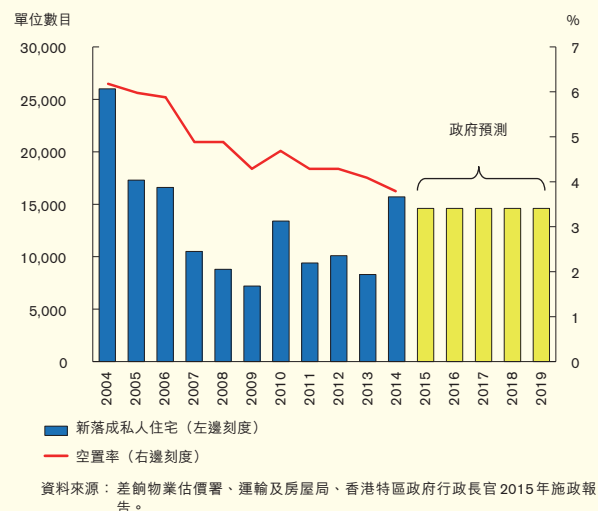


樓價經過之前大約一年的平穩發展後，由2014年第2季又開始顯著回升，全年升幅為13.5%，而2013年則上升7.7%。中小型單位（實用面積100平方米以下）價格升幅最為明顯，反而大型單位（實用面積100平方米以上）價格上升較為緩慢。根據市場資料，一手住宅對二手住宅的溢價略為擴闊。及至2015年初，中原城市領先指數顯示樓價繼續快步攀升，交易量維持平穩，但部分受到農曆新年的季節性影響，交易量於2月有所回軟。

租賃市場方面，住宅租金於2014年增加6.1%，升幅高於2013年的3.4%。不過同期樓價升幅更大，平均租金收益率微跌至12月2.7%的歷史低位，與10年期政府債券收益率的差價也收窄至近期低位，反映市場對住宅物業的風險胃納高漲。

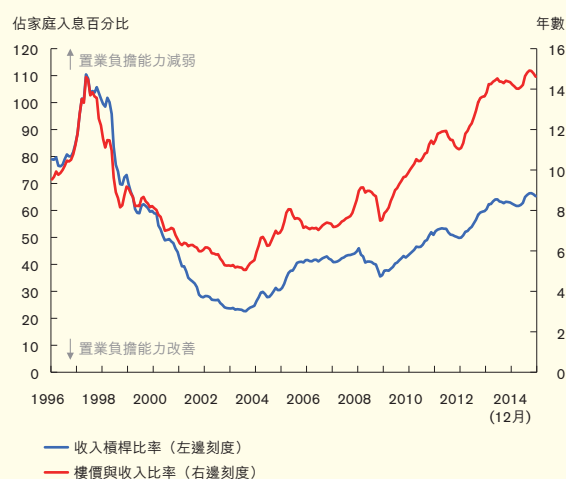
整體而言，住宅的供求平衡仍然緊張，空置率在2014年底降至3.8%，遠較1994至2013年的5.1%長期平均為低（圖4.27）。2014年私人住宅落成量由低位增加近90%至15,700個單位，但仍較新增家庭速度為低。在2015至2019的5年內，政府預計每年平均有14,600個私人住宅單位新建落成。

圖 4.27
 私人住宅落成量



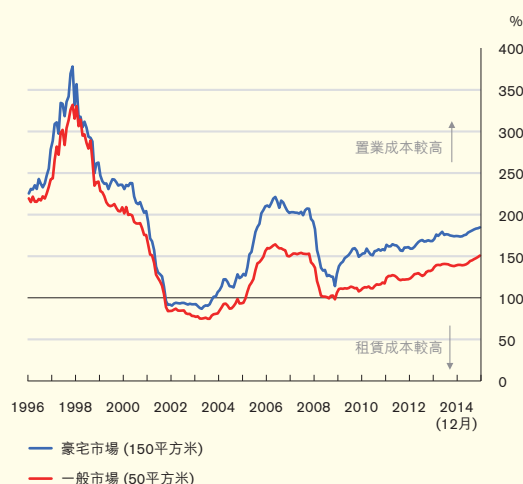
根據最新的市況發展，置業負擔能力相對家庭收入大幅度轉差，樓市過熱的風險有所上升。樓價與收入比率於2014年第4季升至14.8的紀錄高位，1997年的高位為14.6，收入槓桿比率則攀升至65.9%，遠高於50%的長期平均水平（圖4.28）。³²此外，收入槓桿比率對利率水平高度敏感：假如利率回復到較正常的水平，例上升300個基點，收入槓桿比率會飆升至86.0%。此外，反映置業相對租住成本的買租價差亦進一步擴大（圖4.29）。³³

圖4.28
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4.29
買租價差



註：該指標按一個50平方米單位的平均置業成本與相應租賃成本的比率計算。
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。

經過六輪審慎監管措施，新造按揭成數的平均水平已降至55%，供款與入息比率也降至35%。鑑於住宅物業市場又有過熱跡象，而且家庭債務趨升，金管局於2015年2月底推出了新一輪的審慎監管措施，包括降低住宅物業的新造按揭成數、供款與入息比率上限，以及壓力測試下的供款與入息比率上限。³⁴這些措施旨在加強銀行按揭貸款業務的風險管理，並提高按揭借款人應付日後樓市一旦逆轉的能力。金管局也要求採用「內評法」的銀行在2016年6月底前，就全部住宅按揭貸款組合的「風險加權比率」全面提升至

³² 樓價與收入比率指一般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。另外，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。收入槓桿比率與借款人的實際供款與入息比率不同，金管局的審慎監管措施對後者設有上限。

³³ 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

³⁴ 價值700萬港元以下自用住宅物業的最高按揭成數下調最多一成。此外，第二套自用住宅物業的供款與入息比率上限，由現時五成調低至四成，在利率壓力測試下的上限由現時六成相應調低至五成。同時，各類非自用物業按揭貸款的供款與入息比率上限，由現時五成調低至四成，在利率壓力測試下的上限由現時六成相應調低至五成。

15% 下限。³⁵ 3 月初，金管局就銀行涉及二按或按揭保險計劃的按揭業務，提出更嚴謹的供款與入息比率上限要求，金管局對有向涉及按揭融資業務的放債機構貸款的銀行也加強監管。³⁶

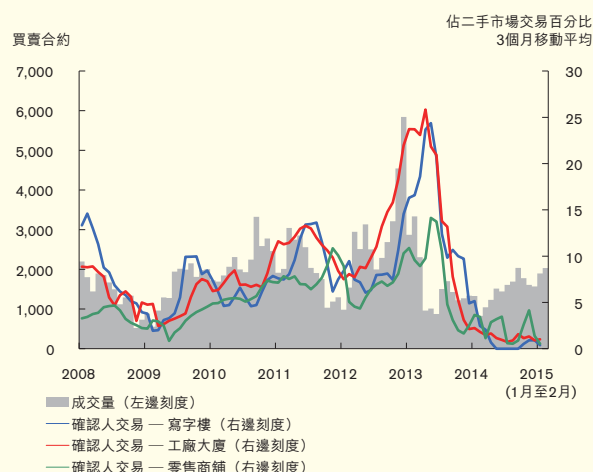
前景方面，住宅物業市場將受到多個因素影響，包括利率動向、住宅供應情況，以及全球和本地的經濟增長前景等。特別是如果美國聯儲局開始提高政策利率，香港的貨幣狀況將會無可避免地收緊，住宅需求將受到抑制，樓價也可能會面臨下行壓力。整體影響亦會取決於加息的時間及步伐，以及存在高度不確定性的相關金融市場反應。無論如何，隨著利率上升，還款和供款負擔將會加重（例如假設利率上升 300 個基點，估計 20 年期的按揭負擔將會增加 30.5%）。亦需注意的是，加息週期將涉及多次加息，而不會是一次性的。

工商物業市場

工商物業市場氣氛同樣逐漸改善。成交量已從去年第 1 季的低位回升，於 9 月升至 18 個月以來的高位，並於近期仍然企穩。但由於年初的低位，全年成交量仍較 2013 年少 10.8%，和過往比較，仍處於較低水平（圖 4.30）。投機活動仍然大致淡靜，惟零售商舖的確認人交易於近月稍升（圖 4.30）。寫字樓價格 2014 年微升 3.4%，而工廠大廈和零售商舖的價格則升幅較

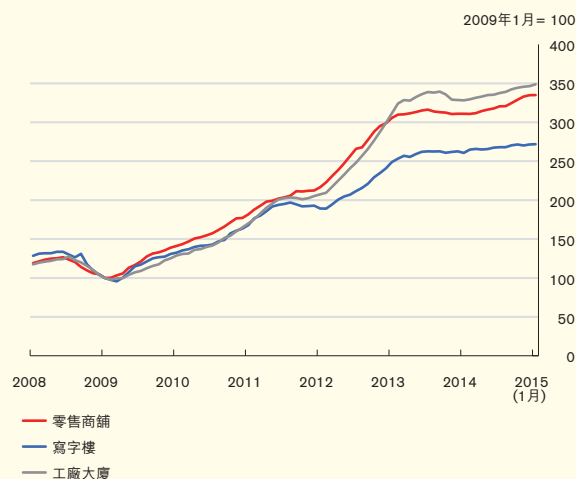
大，分別為 5.4% 和 7.7%（圖 4.31）。租金和價格大致同步上升，租金收益率維持在 2.4 至 2.9% 的低位。展望未來，工商物業市場面臨的主要不利風險因素包括息口上升和租金收入偏軟，而後者可能拖低物業資本價值。

圖 4.30
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 4.31
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

³⁵ 按之前推出的審慎監管措施，15% 的風險加權比率下限只適用於新造按揭貸款，但新措施將這個要求延伸至所有住宅按揭貸款組合。在 2015 年 6 月底前，銀行需要把所有住宅按揭貸款的風險加權比率下限提升至 10%。

³⁶ 若按揭申請人透過額外融資，以致整體按揭成數較金管局正常所容許的最高按揭成數超過 20 個百分點，需將適用的供款與入息比率上限調低 5 個百分點。

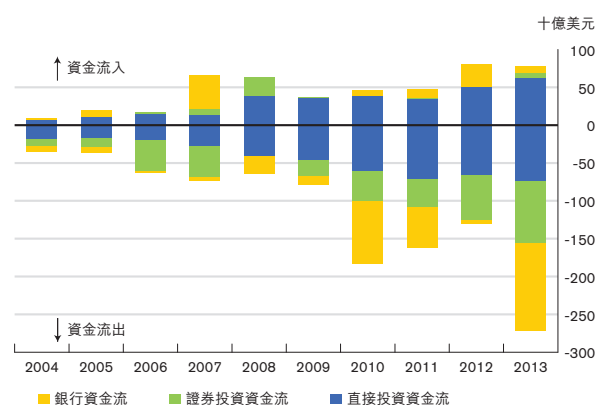
專題 4 與中國內地的雙邊資金流及其對香港實體經濟的意義

隨著香港與中國內地經濟融合日益緊密，兩地的雙邊資金流，無論是直接投資、證券投資或銀行資金流（主要指存款及貸款，下同），都以驚人的速度增加。本專題探討這幾類雙邊資金流的最新發展，並分析這些資金流可以怎樣影響香港的實體經濟活動。本專題除了討論兩地的雙邊資金流外，亦解釋中國內地與世界各地之間的投資資金流，如以香港作為中介，這些資金流如何轉化為香港的實體經濟活動。

香港與中國內地雙邊資金流的趨勢和本質

雖然官方並沒有在國際收支平衡統計框架下編彙整套香港與中國內地雙邊資金流的數據，但在直接投資、證券投資及銀行資金流項目下，一些組成部分的數據已有發佈或可用統計方法估算出來。我們估算的2004至2013年的雙邊資金流數字見圖B4.1至B4.4。和一般觀察相同，香港與中國內地之間的資金總流量已顯著增加（圖B4.1）。以資金流種類劃分，直接投資以往是整體雙邊資金流的單一主要推動因素，但隨著中國內地的資本帳日漸開放，證券投資和銀行資金流已經逐漸成形。但總體而言，從香港流入中國內地的投資資金，仍然普遍多於從中國內地流入香港的投資資金。

圖 B4.1
香港與中國內地之間選定的雙邊資金流



註：數字來自直接投資、證券投資及特定的銀行資金流，但它們僅是粗略並且不完全的估算。正數代表資金從中國內地流入香港，即是香港居民的對外金融負債增加或對外金融資產減少。負數則代表資金從香港流出中國內地，即香港居民的對外金融資產增加或對外金融負債減少。

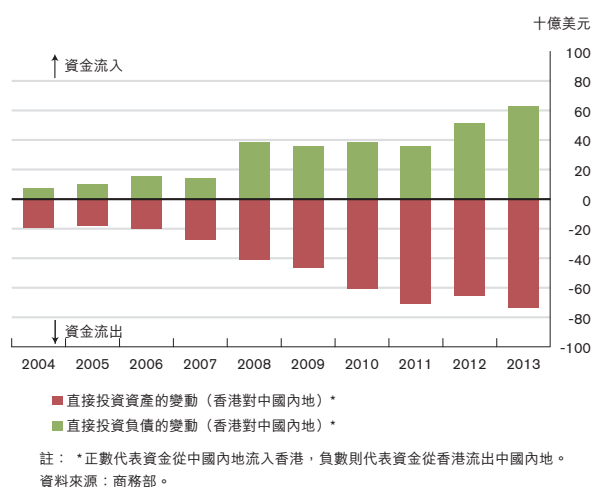
資料來源：金管局職員估計數字。

a) 直接投資資金流

過去10年，從中國內地流入香港的直接投資資金總量，由約70億美元增加到超過600億美元（圖B4.2）。³⁷這些直接投資活動涉及新公司的成立和各種業務收購，當中的行業包括租賃及商業服務、批發及零售、銀行及保險等。另一方面，從香港流出中國內地的直接投資資金總量更多，由約200億美元增加到超過700億美元。這些直接投資資金流出以往主要以工業投資的形式，從事發展加工貿易業務，但過去10年，已轉趨著眼於中國內地本土市場，其中大部分的資金投資於資訊及通訊、投資及持股、房地產，以至專業及商業服務等行業。

³⁷ 直接投資資金流入數據來自商務部。

圖 B4.2
香港與中國內地之間的雙邊直接投資資金流



b) 證券投資資金流

從中國內地流入香港的證券投資資金總量仍然相對不多(圖 B4.3)。³⁸ 其中，流入香港的股票證券投資資金於 2006 年首次錄得，並且直至 2013 年為止，流量平均每年少於 40 億美元。主要的投資渠道為「合格境內機構投資者」(QDII) 計劃和最近開通的「滬港股票市場交易互聯互通機制」(滬港通)，但這些渠道的投資金額都有配額限制。此外，根據 QDII 數據作出的估算，債務證券投資資金流入規模也很小，每年少於 20 億美元。

另一方面，由於與內地相關的股票集資及債券發行活動暢旺，證券投資資金流出普遍增多。其中，股票證券投資資金流出在 2004 至 2013 年間，平均每年約為 130 億美元。現時，這些資金流出渠道包括香港居民

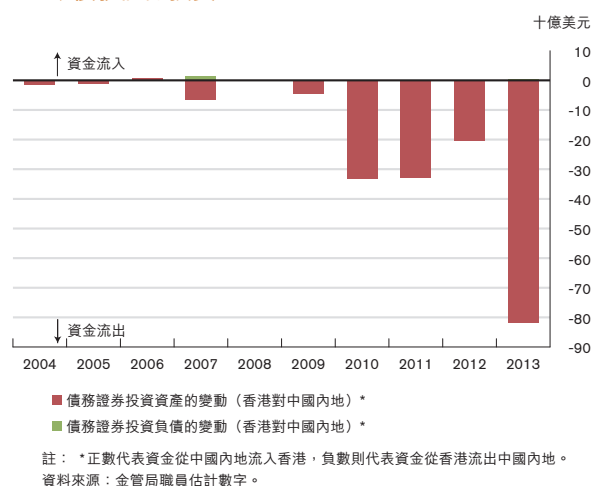
透過「合格境外機構投資者」(QFII) 計劃，人民幣合格境外機構投資者 (RMB QFII) 計劃以及滬港通的投資。值得注意的是，因為涉及居民與非居民之間的交易，所以本地居民首次認購 H 股也屬於股票證券投資資金流出。債務證券投資資金流出過往可謂微不足道，但自 2010 年起，流量增加至每年超過 200 億美元，部份原因是在香港發行的點心債有所增加，而且中國內地有試行計劃讓合資格的香港機構可以投資於內地的銀行同業間債券市場。

圖 B4.3
香港與中國內地之間的雙邊證券投資資金流

a) 股票證券投資



b) 債務證券投資



³⁸ 證券投資資金流出的估算，採用了國際貨幣基金組織「協調的證券投資調查」內香港證券投資存量數據。證券投資資金流入的估算主要採用 QDII 數據，其中總量乘以香港所佔份比。份比估算引用 Yao and Wang (2012) “What are the Challenges and Problems Facing China’s Outward Portfolio Investment: Evidence from the Qualified Domestic Institutional Investor Scheme.”，香港金融研究所 2012 年第 31 號工作論文。

c) 銀行資金流

從中國內地流入香港的銀行資金流總量一直相當波動，於2004至2013年間，平均每年約為90億美元（圖B4.4）。這些資金流很可能受內地客戶在香港存款和內地銀行向本地銀行貸款所帶動。相比之下，隨著本地銀行的內地相關貸款增多，從香港流出中國內地的銀行資金流總量大幅增長，由2004至2009年間平均每年約50億美元躍升到近年超過600億美元。³⁹

圖B4.4
香港與中國內地之間的雙邊銀行資金流



雙邊資金流如何轉化為香港的實體經濟活動？

香港與中國內地之間的雙邊資金流在多方面為本地的實體經濟活動帶來支持。直接投資資金流的影響相當清楚明確（主要為成立新公司、創造就業及增加資本投資），但是證券投資資金流及銀行資金流與經濟活

動的相互作用則複雜得多。在下一節，我們會集中討論這些雙邊資金流如何透過金融服務貿易以及對外收入渠道（後者反映在本地居民總收入統計數字內），轉化為本地的實體經濟活動。

a) 金融服務貿易

香港與中國內地的雙邊資金流涉及香港居民與內地居民之間的金融資產和負債交易。這些交易又涉及由香港向內地提供金融服務和香港從內地取得金融服務，並分別記錄為香港的金融服務出口和進口。

一般而言，證券投資資金流入對應香港的金融服務出口，而證券投資資金流出則對應金融服務進口。這些金融服務包括經紀服務、基金管理服務和由交易產生的其他金融中介服務等。例如，當內地居民在香港的資本市場投資於股票、債券和基金時，本地經紀和中介人的收入便記錄為香港金融服務出口。反之，當香港居民在內地資本市場進行投資時，內地經紀和中介人從香港證券投資資金流出取得的收入便成為香港金融服務進口。

值得注意的是，大部分證券投資資金流出與香港居民購買H股和點心債有關，而這些金融產品既在香港提供，也會為香港帶來金融服務出口如下。遠在這些證券投資資金流出未發生前，先會有內地機構在香港進行H股上市、配售和債券發行等活動。這些活動會為本地銀行和金融公司帶來包銷及企業融資業務，其中的收入便成為香港的金融服務出口。

³⁹ 銀行資金流以香港銀行對中國內地的債權和負債數據的某些組成部分來估算。但由於數據所限，一些銀行資金流並未能包括在內，例如內地銀行向香港非銀行部門的貸款等。

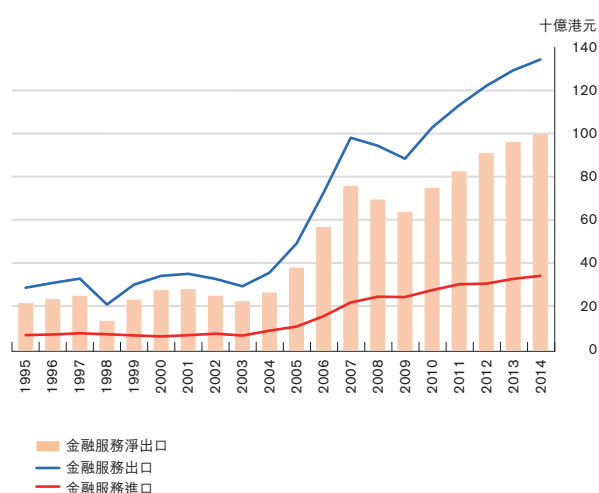
更重要的是，由於香港資本市場擁有獨特的中國內地元素，內地居民與其他非本地居民之間透過香港進行的交易，也可以帶動香港的服務收入，為本地生產總值帶來增加價值。不過，在國際收支平衡統計框架下，這些資金流不會反映在香港的數據內。舉例在股票市場方面，內地相關的企業佔香港股市總市值超過50%，另根據香港交易所的「現貨市場交易研究調查」顯示，於2013年有46%的市場總成交額來自於海外投資者（主要為美國、英國及歐洲大陸）。這些海外投資者增加在香港的股票及債務證券投資，亦帶動香港金融服務出口大幅上升。

滬港通試點計劃也是另一個好例子說明證券投資資金流如何有助於香港的金融服務出口。該計劃讓香港及海外投資者於本港可以投資一些在上海交易所上市的特定股票。顯而易見，內地居民的南向交易會產生經紀佣金和其他徵費收入，成為香港金融服務出口。此外，雖然香港居民的北向投資會造成進口漏耗 (import leakages)，但因海外投資者進行北向交易而利用香港提供的經紀服務會帶來香港金融服務出口。因此，雖然北向交易的成交總額一般高於南向交易，但是香港對內地和海外投資者提供金融服務的得益將可抵銷這些進口漏耗。

至於銀行資金流方面，其對香港經濟增加價值的貢獻，主要出於銀行提供金融中介服務所得到的收入，特別是為內地機構提供貸款的息差收入。有趣的是，這些貸款雖然歸類為銀行資金流出，卻產生香港金融服務出口。事實上，近年香港的銀行資金流出迅速增多，主要源於內地相關的貸款。

總括而言，中國內地邁出開放資本帳的重要步伐，於過去10年有助推動香港金融服務淨出口的上升趨勢，並且令香港銀行、金融及保險業對本地生產總值帶來日益重要的貢獻（圖B4.5及圖B4.6）。

圖B4.5
香港金融服務的出口和進口



資料來源：政府統計處。

圖 B4.6
香港銀行、金融及保險業與整體經濟的增加價值比較

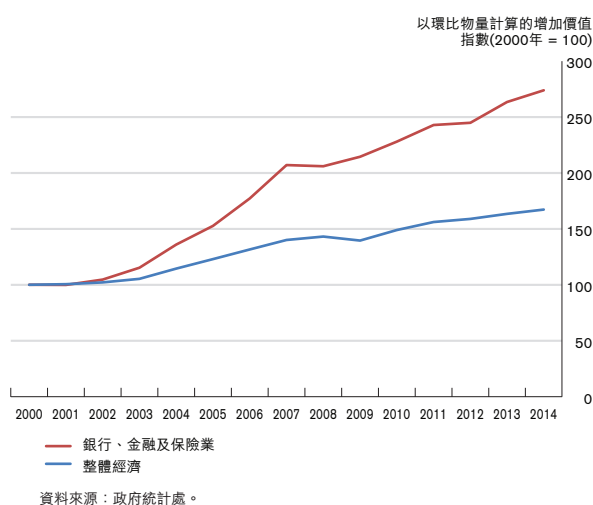
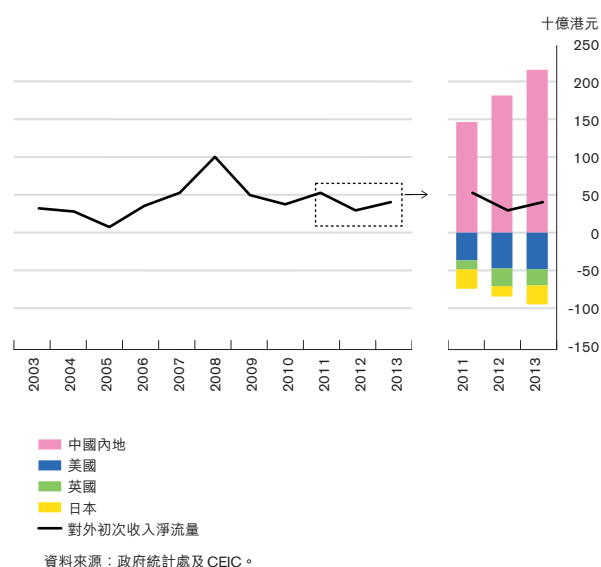


圖 B4.7
香港對外初次收入流量



b) 對外收入流量

儘管投資資金流出通常會導致進口漏耗，但它也會為香港帶來可觀的「對外初次收入流量」。這些收入雖未計入本地生產總值之內，但已另外計入本地居民總收入之內。投資資金流出一般會對應對外收入流入，這些對外收入包括經營利潤、股息支付、利息收益等，而投資資金流入則對應對外收入流出。以淨額計，香港已超過 10 年一直在賺取正數的對外初次收入，金額於 2013 年達 405 億港元或相當於本地生產總值的 1.9% (圖 B4.7)。其中來自中國內地的收入淨額於 2013 年為 2,159 億港元 (相當於本地生產總值的 10.1%)，為香港對外初次收入淨額帶來主要支持。這與源自美國、英國、日本等其他主要經濟體的負數對外收入淨額形成鮮明的對比。此外，來自內地的收入淨額約有 70% 與直接投資有關，其餘可能源於證券投資和銀行資金流相關收入。總之，以直接投資、證券投資及銀行資金流等形式流向中國內地的投資資金，為香港帶來了可觀的對外收入。

結論

我們的分析顯示，香港不僅受惠於來自中國內地的投資資金流入，也可以受惠於日漸增多的投資資金流出。尤其是，雖然近來市場關注到有投資資金被分流到中國內地，但大額的證券投資及銀行資金流出，仍可增加香港的本地生產總值和對外收入，部分原因是香港具備獨特的中國內地元素，令到與投資資金流出相關的實體經濟活動都在本地產生 (例如 H 股市場)。此外，當海外投資資金通過香港流入中國內地，香港作為金融中介者可以從中提供服務而獲利。