

## 2. 全球環境及展望

英國脫歐起初導致全球金融市場出現拋售，但在主要央行會推出更多政策性支持措施的普遍預期下，市場迅速回穩。為應對英國脫歐所引發的更多不明朗因素及市場波動，主要央行已維持或甚至進一步放鬆其寬鬆的貨幣政策。然而，市場日益憂慮主要央行將會逐漸無計可施，而即使部分先進經濟體的政府有意實施進一步的財政刺激措施，但政治上卻難以實行。在流動性支撐下保持穩定的金融市場與長期基本因素日益背馳，再加上現時越加不尋常的經濟及政治不確定性，這些因素都令金融市場日後出現動盪的風險增加。

東亞方面，金融市場在英國脫歐公投後出現短暫波動，但其後迅速回穩。近期區內多間央行已放寬其貨幣政策以支持增長。儘管投資者尋求高回報或令區內近期錄得更多資金流入，但英國脫歐的全面影響，特別是透過與歐盟的貿易及直接投資所產生對實體經濟活動的影響，卻尚未完全浮現。

中國內地方面，增長於2016年上半年延續放緩趨勢，不過，由於基建和房地產投資加速，以及淨出口跌幅收窄，增長動力在第2季出現企穩跡象。經濟增長放緩以及企業盈利欠佳持續影響內地銀行的資產質素。然而，銀行的撥備金額以及穩健的稅前盈利應足以覆蓋潛在的貸款損失。報告期內，人民幣匯率貶值，但匯率波幅在市場氣氛改善下有所回落，資本流出壓力也有所緩解。

### 2.1 外圍環境

在今年6月底，英國公投決定退出歐盟，令全球金融市場急挫。然而，市場拋售有序，而其後因預期主要央行會推出更多政策性支持措施，拋售很快便結束（圖2.1）。

圖2.1  
近期股市的重新定價



資料來源：Datastream。

儘管英國脫歐至今對全球金融市場造成的破壞力有限，但其影響需要數年方會全面浮現，而關鍵將取決於數項因素，包括英國與歐盟談判的結果，以及更廣泛的相關政治影響（包括歐盟瓦解及貿易保護主義抬頭的風險）是否可控。短期而言，英國與全球經濟的直接實質聯繫有限，因此英國脫歐對全球經濟的直接影響應該不大。然而，歐洲經濟疲弱，加上歐洲銀行業正面臨艱難的經營環境，歐洲經濟可能仍會受到衝擊。鑑於新興市場經濟體在出口和投資方面都依賴歐洲，倘若歐洲受到英國脫歐的影響顯著，新興市場經濟體或會受到波及。

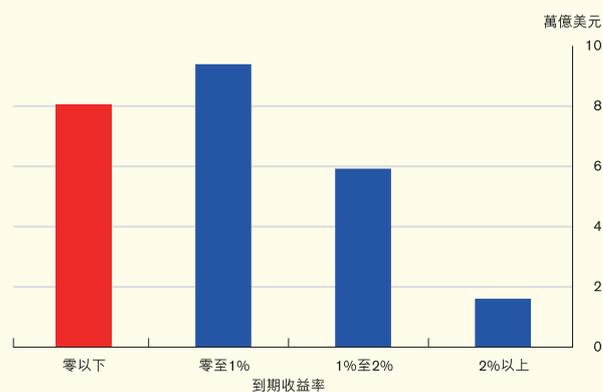
面對英國脫歐的不明朗因素及市場波動加劇，主要央行已維持或甚至進一步放鬆其超寬鬆的貨幣政策。然而，進一步放寬貨幣政策的空間及成效已減少。就資產購買政策而言，歐洲中央銀行（歐洲央行）及日本中央銀行（日本央行）現已持有佔其發行總額一大部分的國債，並正以迅速的步伐購買這類資產。因此，兩家央行的資產購買計劃日後可能遇到合資格資產不足的問題。就負利率政策而言，歐洲及日本的央行均已將政策利率調至負數。在低增長、低通脹、流動性充裕及極不明朗的環境下，負利率政策已進一步加劇追求高回報的趨勢，導致全球金融市場出現更嚴重的扭曲。歐洲及日本的國債收益率曲線大部分已跌至負數（圖2.2）。部分基於這個原因，估計現時合共有8.1萬億美元國債的收益率為負數，相當於已發展市場整體已發行國債的約32%（圖2.3）。因此，進一步調低負利率不但會加劇對銀行盈利的影響，更會進一步推動資金流向如美國國債等有較高經風險調整回報的資產。

圖2.2  
歐洲及日本的國債收益率曲線



資料來源：彭博。

圖2.3  
已發展市場國債按到期收益率劃分的金額



資料來源：彭博。

正當市場日益憂慮主要央行將會耗盡政策措施之際，日本政府宣佈新一輪28.1萬億日圓（相當於國內生產總值的5.5%）的財政刺激措施。然而，由於新的直接開支僅佔7.5萬億日圓（相當於國內生產總值的1.4%），短期刺激作用可能遠較總體數字所預示為低。其餘的刺激措施包括財政貸款及私營機構開支，但實際會被使用的金額仍不肯定，而且實際支出可能跨越數年。事實上，日本政府預測刺激措施將僅推高日本實質國內生產總值1.3%。與此同時，其他先進經濟體的政府即使有意實施進一步的財政刺激措施，但政治上卻難以實行。

市場普遍預期美聯儲會逐步推進貨幣政策正常化。然而，相對於歐洲及日本，美國的經濟前景較好，基本價格上升的壓力也較快，意味日後全球貨幣政策分歧或會進一步加劇。美國方面，實質國內生產總值(按季以年率計)繼第1季輕微增長0.8%後，於第2季僅錄得令人失望的1.1%增幅(圖2.4)，但主要原因是庫存減少，對過去五個季度造成顯著拖累。扣除庫存的影響，本地產品最終銷售額按年穩健增長1.9%。其他方面，美國經濟表現強勁，特別是家庭方面，8月份失業率降至4.9%，接近美聯儲估計的4.8%自然失業率。相比之下，歐元區實質區內生產總值按季增幅由第1季的0.5%(按季以年率計為2.1%)差不多減半至第2季的0.3%(按季以年率計為1.2%)。7月份失業率雖然輕微下跌，但仍高達10.1%。同樣，日本方面，實質國內生產總值於第2季按季增長0.2%(按季以年率計為0.7%)，低於上一季的0.5%(按季以年率計為2.1%)。在日圓大幅升值和通脹預期回落的情況下，經濟面臨巨大阻力，復甦步伐仍然乏力。

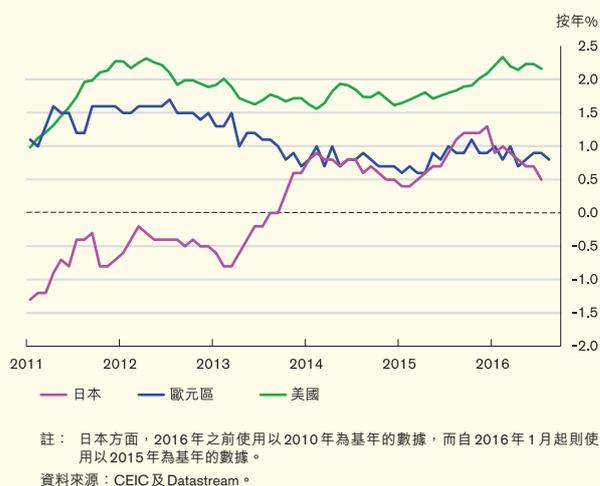
**圖 2.4**  
主要先進經濟體的實質國內／區內生產總值增長



由於各地經濟復甦力度不一，主要先進經濟體的基本通脹率持續背馳，這對貨幣政策帶來不同影響(圖2.5)。美國方面，7月份的核心消費物價通脹(扣除食品和能源)高企在2.2%，而隨着本地需求壓力上升，核心服務通脹達到接近8年高位的3.1%。隨着全球油價及美元回穩，預期整體個人消費支出通脹將

回復至美聯儲2%的中期目標水平。因此，預料美聯儲仍將逐步加息。相比之下，歐元區由於復甦仍然溫和，核心通脹率於8月份微跌至0.8%，而基於市場資訊的長期通脹預期指標則徘徊於1.3%，接近歷史低位。同樣在日本方面，經濟增長疲弱及日圓大幅升值令通脹持續受壓，當中7月份「新核心」指標(扣除新鮮食品和能源)跌至0.5%的近一年低位，而通脹率預期亦降至低於2013年初安倍經濟學推出時的水平(圖2.6)。在增長疲弱及通脹溫和的情況下，預料歐洲央行與日本央行將維持或甚至進一步放鬆其超寬鬆的貨幣政策。

**圖 2.5**  
主要先進經濟體的核心消費物價通脹



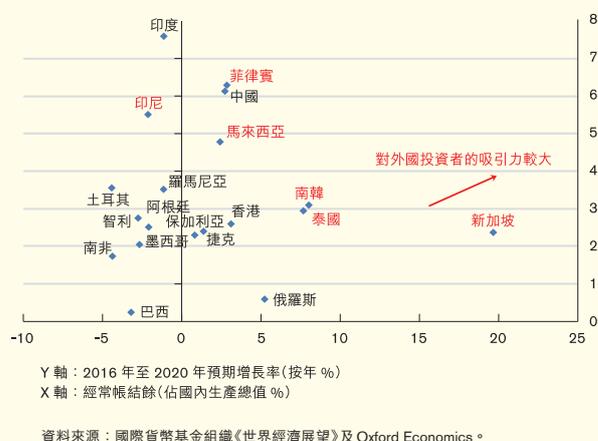
**圖 2.6**  
主要先進經濟體的通脹預期



展望未來，儘管市場預期美聯儲的貨幣政策正常化步伐會較慢，但歐洲和日本的負國債收益率及其創歷史新低的利率增加了對美國國庫債券的需求，加上美國與歐洲和日本的經濟增長出現背馳，均可能會支持美元趨強。在此情況下，不排除油價會再度受壓，以及新興市場（特別是經濟基本因素較差的國家）的貨幣會面臨貶值壓力。在流動性支撐下金融市場表面上保持穩定，但內裏卻與長期基本因素日益背馳，再加上現時越加不尋常的經濟及政治不明朗因素，日後金融市場出現大幅動盪的風險正在增加。由於各經濟體之間的聯繫日益緊密，金融市場動盪無論是發生在先進經濟體或新興經濟體，均會迅速擴散至其他經濟體。專題1分析先進經濟體和新興經濟體的國債市場之間的雙邊溢出效應。我們的研究結果顯示，雖然來自美國國債市場的衝擊對新興經濟體的國債市場造成重大影響，但於2013年中出現所謂「削減買債恐慌」的市場大震盪後，新興經濟體的國債市場的衝擊對美國國債市場的溢出效應亦顯著增強。

東亞方面<sup>1</sup>，金融市場在英國脫歐公投後出現短暫波動，但其後亦迅速回穩。隨着市場情緒回穩，區內多數貨幣均於數日後反彈。由於英國脫歐對區內金融穩定造成的即時影響有限，且各大主要央行維持寬鬆的貨幣政策立場令全球流動性保持充裕，區內眾多經濟體於7月及8月均錄得大額證券投資資金流入。投資者重新尋求高回報的行為或為近日資金流入的主因，尤其區內經濟體增長前景及對外頭寸都普遍較其他新興市場為佳，令東亞地區更能吸引資金流入（圖2.7）。

**圖 2.7**  
新興市場經濟體：經常帳結餘及預期經濟增長  
(截至2016年第1季或2015年第4季)

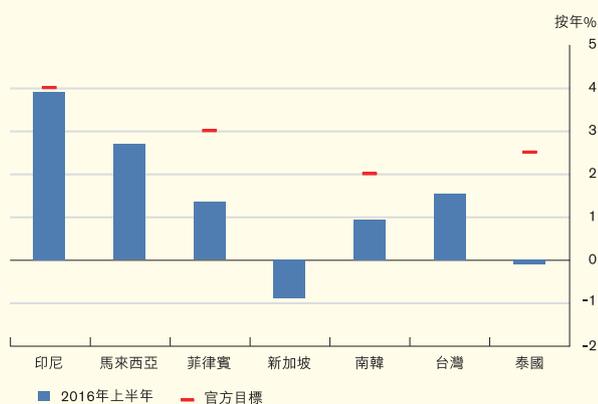


然而，潛在資金流入的規模可能基於下列原因而小於全球金融危機後的水平：首先，由於在現時低利率水平下再降低利率可能會產生多種副作用（例如銀行盈利能力再被削弱，又或因存款利率再被下調而使銀行更難有效進行資金融通業務），先進經濟體進一步放寬貨幣政策的空間可能有限。第二，由於估值較高，目前眾多東亞經濟體的資產對外國投資者的吸引力已不如前。第三，雖然市場預期區內經濟體的表現仍將較先進經濟體優勝，但近期區內大部分經濟體已出現放緩的跡象，對證券投資資金的吸引力亦因而有所減弱。

事實上，2016年上半年區內大部分經濟體的增長勢頭仍受制於疲弱的內部及外部需求。區內的商品出口國（例如印尼及馬來西亞）繼續受商品價格低迷及全球需求疲弱所拖累，而新加坡及南韓的製造商亦面臨市場對其工業製品（例如個人電腦元件及汽車）需求疲弱所帶來的挑戰。低迷的實體經濟活動亦同時遏抑區內通脹壓力，使區內多個經濟體在近幾個月的整體消費物價指數通脹均低於其目標水平（圖2.8）。

<sup>1</sup> 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。

**圖 2.8**  
亞洲：整體消費物價指數通脹



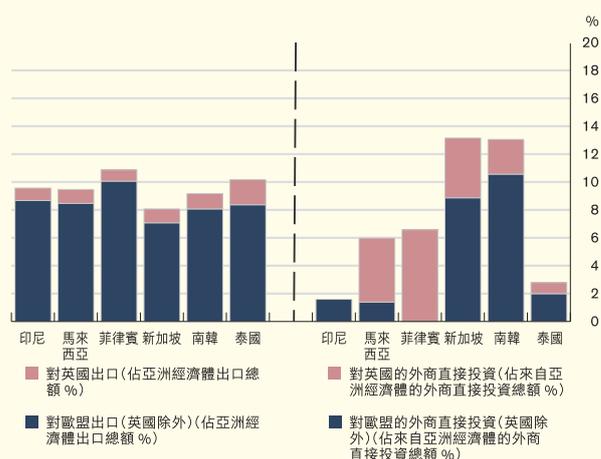
註：紅色柱顯示採納通脹目標框架的區內央行預先設定的通脹目標的中位數。  
資料來源：CEIC及國家資料來源。

在增長乏力及通脹低企，加上美國加息步伐慢於預期的背景下，近期區內眾多央行已放寬其貨幣政策以支持增長。舉例而言，2016年上半年印尼、馬來西亞、南韓及台灣的央行已調低其政策利率，而新加坡金融管理局亦於4月份透過平抑新加坡元名義有效匯率政策波動區間的斜率放鬆其貨幣政策。各央行政策立場的變化可能反映市場對經濟增長放緩的憂慮加深。與此同時，區內眾多經濟體近期錄得資金流入增加亦可能為區內央行提供更大的喘息空間，從而採取更寬鬆的貨幣政策以支持增長。

展望未來，市場預期區內2016年增長約3.6%<sup>2</sup>，但這預測將可能面臨更多來自外部環境的不明朗因素。雖然英國脫歐對區內的即時影響溫和，但若歐洲亦受到嚴重影響，則長遠而言，英國脫歐對東亞產生的影響將會加劇。歐洲經濟增長放緩及歐元大幅貶值或會削弱對亞洲地區產品的需求。在這情況下，歐盟地區佔其較大出口份額的經濟體，如菲律賓及泰國，將較易受到衝擊(圖2.9)。此外，歐盟經濟顯著放緩，亦可能會導致歐洲企業減少或甚至收縮其對世界各地

(包括東亞)的外商直接投資。與此同時，其他因素諸如美國利率正常化的步伐、美元升值及中國內地經濟放緩等將繼續對東亞地區的經濟前景產生重大影響。

**圖 2.9**  
亞洲：與英國及歐盟的貿易及金融聯繫  
(截至2014年)



資料來源：CEIC、國際貨幣基金組織及金管局職員計算數字。

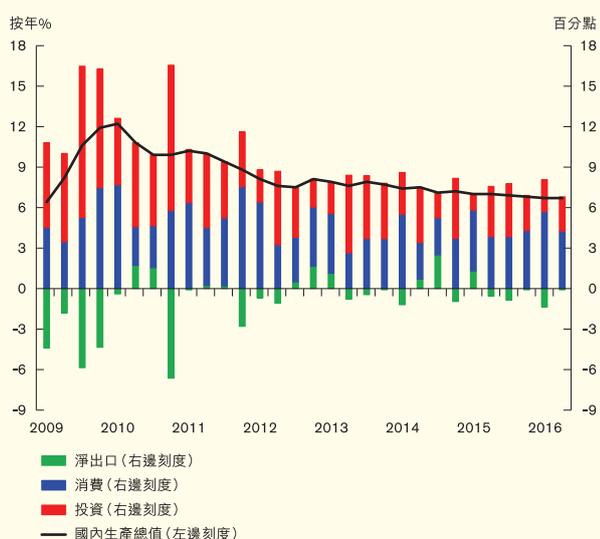
<sup>2</sup> 東亞7個經濟體的加權平均增長預測。《共識預測》，2016年7月。

## 2.2 中國內地

### 實體經濟

中國內地經濟增長在今年上半年延續放緩趨勢，期內實質國內生產總值按年增長6.7%，而去年為6.9%（圖2.10）。在各主要組成部分當中，消費保持良好，仍為最重要的經濟增長動力。淨出口跌幅收窄，部分反映了一般貿易出口改善及進口增長減弱的影響，支持經濟增長於第2季企穩。另一方面，由於基建項目公共開支加速及房地產發展的擴張不足以抵銷疲弱的私營企業開支，投資對增長的支持作用減弱。

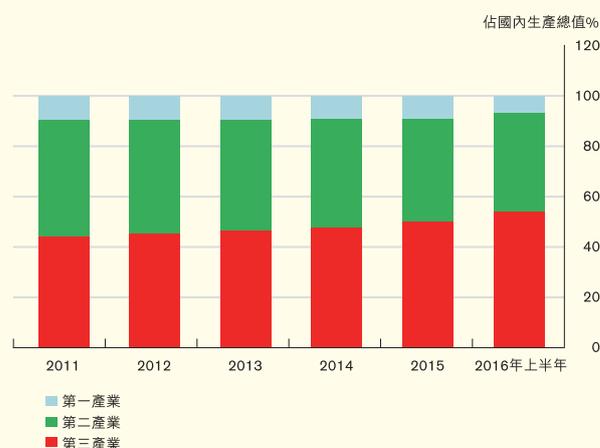
**圖2.10**  
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

以增加值計算，第三產業的擴張速度仍然較其他產業為快，佔國內生產總值的比例由去年上半年的52%升至今年上半年的54%（圖2.11）。在第三產業的主要行業當中，由於近期樓價上升，房地產業的增加值於報告期內增長最快，其次是住宿與餐飲，以及批發與零售行業。第二產業的增長於第1季放緩後，在第2季亦有所改善，部分原因是近期房地產市場暢旺增加了對房地產相關行業如建築、化工及非金屬礦物業的需求。

**圖2.11**  
中國內地：各行業佔國內生產總值的比例



資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，鑑於國內外環境快速變化，短期增長前景的不確定性仍然存在。國內方面，著力於去槓桿及去產能的供給側改革將可能繼續對短期增長前景產生影響。同時，外部需求復蘇並不明朗，將視乎主要經濟體的復蘇步伐。市場最新的預測顯示，2016年全年內地的實質國內生產總值增長將放緩至6.6%。

在國內需求疲軟的情況下，2016年上半年的消費物價通脹維持於2.2%的溫和水平，但相較2015年第四季按年消費物價通脹率1.5%而言仍有所上升，部分原因是受食品價格通脹快速上升所影響。雖然核心通脹（即扣除了食品和能源項目的整體消費物價指數）自今年初以來呈現緩慢升勢，但6月份按年通脹率仍然處於1.6%的較低水平。上游價格方面，部分受大宗商品價格自3月份以來的反彈所支持，工業生產者出廠價格按年跌幅由第1季的-4.9%顯著收窄至第2季的-3.0%。

## 銀行貸款及資產質素

由於經濟增長放緩及企業盈利轉弱，內地銀行的資產質素仍然受壓。這反映在不良貸款由第1季的1.39萬億元人民幣增至第2季的1.44萬億元人民幣。雖然不良貸款率仍維持在1.75%，但關注類貸款佔整體貸款的比重由第1季的4.01%微升至第2季的4.03%（圖2.12）。

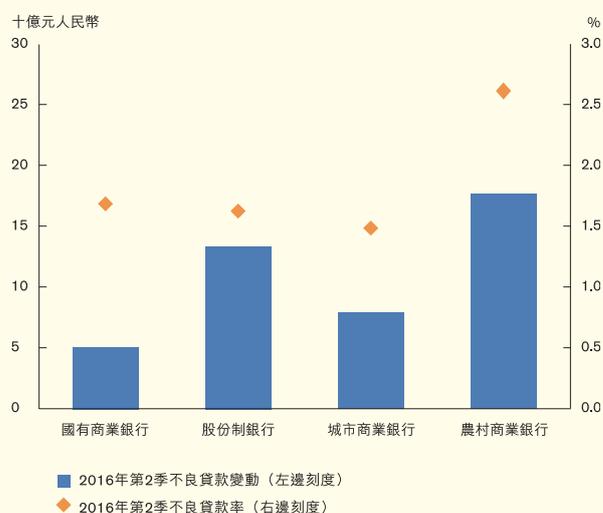
**圖2.12**  
中國內地：不良貸款率及關注類貸款佔整體貸款的比重



資料來源：中國銀監會。

由於小型銀行對小微企業發放的貸款較多，且資本緩衝較少，因此受信貸質素下降的影響可能較大。最新指標顯示，股份制銀行、城市商業銀行及農村商業銀行的不良貸款在2016年第2季顯著上升（圖2.13），令此類銀行的不良貸款覆蓋率（即撥備／不良貸款）下降。相對於貸款總額，國有商業銀行的不良貸款率有所下降，而小型銀行的不良貸款率則持續上升。

**圖2.13**  
中國內地：不同類別商業銀行的不良貸款率



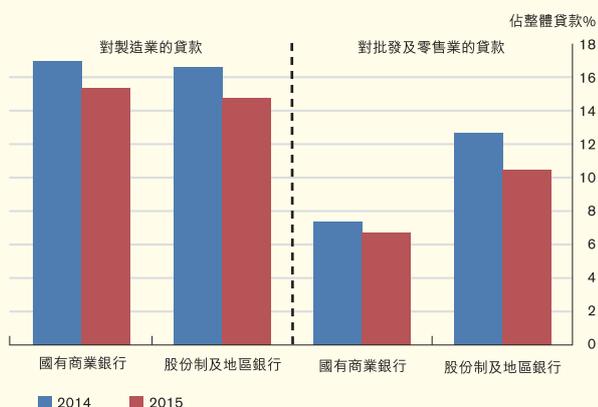
資料來源：中國銀監會。

為清理呆壞賬，銀行已透過核銷或向資產管理公司轉讓的方式加快處置不良貸款。最新估計顯示，內地銀行撥備充足，且稅前利潤可觀，因此仍有足夠緩衝以消化潛在貸款損失。例如，內地銀行在2016年第2季的撥備為3,800億美元，加上2015年的稅前利潤約4,000億美元，應足以覆蓋市場估計的潛在貸款損失，其中國際貨幣基金組織估計在壓力情境下的數字為7,600億美元。<sup>3</sup>

由於資產質素下降，銀行進行貸款業務轉趨審慎，並控制對製造業及批發零售業等不良貸款率較高環節的貸款（圖2.14）。同時，營商環境轉差，亦削弱貸款需求，特別是私營部門借款人。這反映在上半年貸款按年增長轉弱。按行業分類資料顯示，由於外部需求低迷削弱製造商的貸款需求，銀行對工業環節的貸款增長繼續下降，而物業銷售暢旺，則推動按揭貸款增長上升（圖2.15）。

<sup>3</sup> 國際貨幣基金組織發表的《全球金融穩定報告》，2016年4月。

**圖 2.14**  
中國內地：對製造及批發零售行業的貸款



註：製造業的貸款數據來自 16 間上市銀行，而受數據所限，批發及零售業的貸款數據則來自 13 間上市銀行。  
資料來源：WIND 及金管局職員估計數字。

**圖 2.15**  
中國內地：按行業劃分的中長期貸款增長



資料來源：WIND 及金管局職員估計數字。

## 資產市場

自 2015 年以來，由於貨幣狀況寬鬆，中國內地的資產市場輪流出現投資熱潮。在 2015 年上半年股市大升並於隨後第 3 季暴跌後，投資者的樂觀情緒似乎切換至債券市場，導致公司債券收益率迅速下跌。然而，由於債券違約事件增加，債券市場的升勢未能持續。<sup>4</sup> 自 2015 年第 4 季以來，公司債券收益率顯著上升，特別是財務狀況較差的企業所發行的債券。其中

<sup>4</sup> 2015 年的債券違約數目為 19 宗，於 2016 年上半年，此數字升至 36 宗 (涉及 18 個發行人)，其中 6 宗的發行人為國有企業。

3 年期評級為 AA- 的公司債券收益率較 2015 年低位大幅上升 160 個基點至 2016 年 8 月底的 5.1%。評級較低與評級較高的公司債券收益率差距在 7 月份拉大至 270 個基點，創下四年來的新高 (圖 2.16)。雖然市場對違約風險的定價趨於合理，有助於減低道德風險並規範企業發債行為，但發債成本上升導致發債活動減少，在 2016 年第 2 季債券融資淨增量較上季減少近三分之二。

**圖 2.16**  
中國內地：低評級公司債券與高評級公司債券的收益率差距

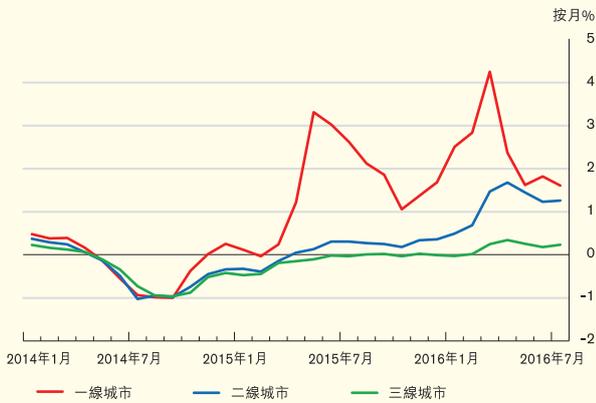


資料來源：WIND 及金管局職員估計數字。

2015 年年底及 2016 年年初股市及公司債市場不斷調整<sup>5</sup>，與此同時房地產市場持續升溫。國家統計局監測的 70 個城市的樓價平均按季升幅由 2015 年第 4 季的 0.5% 擴大至 2016 年第 1 季的 1.5% 及第 2 季的 2.1%。繼一線城市樓價大升後，二線城市樓價於 2016 年年初開始加速上升。部分二線城市，包括南京、蘇州、杭州及廈門的地價在近期甚至創下歷史新高。同時，三線城市的房地產市場亦復蘇，樓價於 3 月份由跌轉升，並於第 2 季繼續上升 (圖 2.17)。

<sup>5</sup> 內地股市於 1 月初調整後，於 2016 年上半年大致穩定。與此同時，槓桿交易活動亦減少，上海及深圳交易所的保證金融資餘額由 2015 年底的 1.174 萬億元人民幣減至 2016 年 7 月份的不足 9,000 億元人民幣。

**圖 2.17**  
中國內地：樓價



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

雖然房地產市場暢旺有助穩定經濟增長，但鑑於房地產市場與內地其他經濟部門及金融系統息息相關，近期的房地產升勢一旦無法持續則可能引發風險。為應對此情況，政府已於部分一線城市採取措施抑制樓價過快上升，包括收緊非戶籍居民購買住宅的限制及禁止置業人士透過P2P平台取得非正規首付貸。與此同時，當局亦已加強了三線城市房地產去庫存的措施，例如提供購房補貼及降低按揭借款人的首付比例。

繼房地產市場大升後，在上海期貨交易所及大連商品交易所交易的主要商品期貨價格亦於今年1月至4月大幅上升（圖 2.18）。雖然價格上升部分是出於房地產及基建支出增速令需求改善，但在內地貨幣狀況寬鬆的背景之下，價格上升也可能帶有投機成分。有鑑於此，兩間交易所於5月採取一系列調控措施以抑制投機活動，例如提高交易徵費、提高保證金要求及縮短交易時段。市場於上述調控措施實施後仍然波動，商品價格於5月份重挫後很快於6月份反彈。

**圖 2.18**  
中國內地：商品價格



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

### 匯率及貨幣市場

隨着去年8月和12月完善人民幣匯率中間價形成機制，人民幣匯率變得更加靈活。人民幣兌美元匯率在第1季上升0.4%，其後在第2季下跌2.6%，反映英國公投脫歐後避險需求上升，因而推動美元升值（圖 2.19）。加上日圓轉強，令人民幣匯率指數兌中國外匯交易中心（CFETS）、國際結算銀行及特別提款權的一籃子貨幣在第2季分別貶值了3.2%、3.0%及1.9%。

**圖 2.19**  
中國內地：人民幣貿易加權匯率指數及在岸人民幣匯率



\* 2015年12月之前的指數根據貿易加權指數內的貨幣權重估計

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

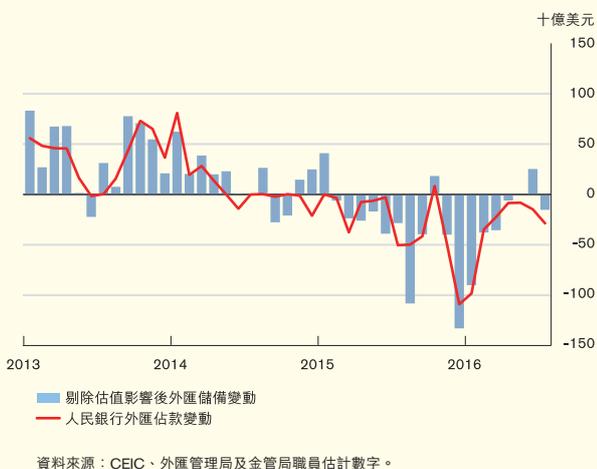
在2016年第2季，人民幣匯率波幅顯著下降，反映市場情緒較第1季有所改善（圖2.20）。此外，儘管全球外匯市場在英國公投脫歐後波動加劇，但在6月底在岸及離岸市場人民幣匯率的波幅並無顯著增加。

**圖2.20**  
中國內地：在岸及離岸人民幣匯率的期權引伸波幅



由於市場情緒改善，資本外流壓力在第2季減弱，外匯儲備保持平穩，維持在大約3.2萬億美元，同時中國人民銀行外匯佔款的跌幅在年中亦有所收窄（圖2.21）。銀行對客戶的售匯淨額亦由第1季的1,380億美元縮減至第2季的510億美元，顯示內地居民增持外幣的意願已開始減退。

**圖2.21**  
中國內地：人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



隨着人民幣貶值，內地企業於2014年第2季至2016年第1季期間削減外債達3,130億美元。同時，非銀行部門持有的境外資產則增加了5,570億美元。這顯示外匯儲備在2014年第2季至2016年第2季期間的跌幅，大多源自私營部門重新配置其資產負債組合（圖2.22）。同期，非銀行企業亦於在岸市場償還了接近2,000億美元的外幣貸款，以降低貨幣錯配風險。

**圖2.22**  
中國內地：影響外匯儲備變動的因素

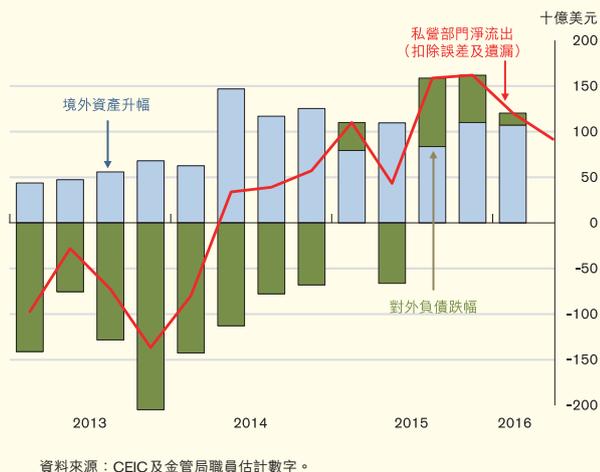


鑑於企業境外借款自2014年的峰值已下降接近一半，對外債務在未來大幅減少的空間並不大。國際收支平衡數字顯示，私營部門的資本流出淨額由去年第3季峰值的2,300億美元下降至第2季約900億美元（圖2.23）。扣除統計誤差及遺漏後，私營部門資本流出淨額有所放緩，主要是內地居民減慢削減外債速度所致，而境外資產的增幅則大致平穩（圖2.24）。

**圖 2.23**  
中國內地：官方儲備變動及私營部門跨境資金流向



**圖 2.24**  
中國內地：私營部門資本淨流出分類



由於非銀行部門大量償還外債及外幣貸款，內地企業承受的匯率風險將有所下降，從而減低人民幣匯率波動對企業帶來的影響。根據上市公司的財務數據，專題2的分析顯示，儘管部分商貿和服務行業較易受人民幣匯率波動的影響，但由於內地企業的美元貸款有限，整體而言企業所承受的人民幣貶值風險並不算高。

報告期內，貨幣市場的流動性狀況大致穩定。短期利率如7天回購利率和1個月上海銀行同業拆息在上半

年大部分時間分別維持在大約2.5%及2.8%(圖2.25)。為緩和銀行間利率的短期波動，自2月起，人民銀行決定增加公開市場操作的頻率，由每周兩次調整為每日一次，視乎銀行體系的流動性狀況而定。銀行間利率保持穩定和低企，有助控制小型銀行的融資成本。小型銀行較倚重銀行間的拆借資金，而主要貸款對象是小型企業。

**圖 2.25**  
中國內地：7天回購利率和1個月上海銀行同業拆息



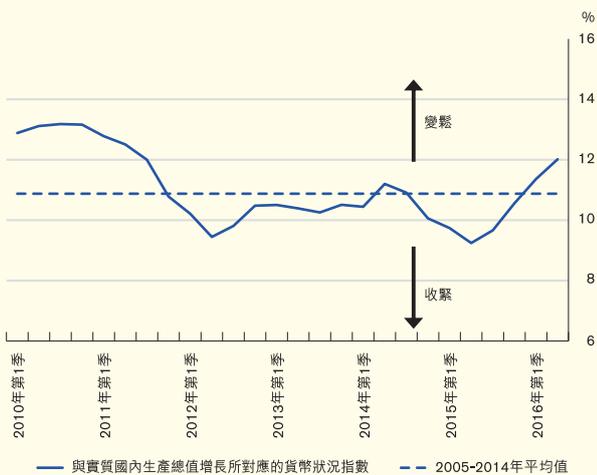
### 財政及貨幣政策

政府繼續著力於在促改革和穩增長之間取得平衡。具體來說，雖然政府繼續採取積極的財政政策以支持基建開支，但鑑於企業槓桿水平高企可能帶來的金融風險，貨幣政策仍保持穩健。

報告期內，雖然中國人民銀行維持基準利率及存款準備金率不變，但更加倚重定向措施以支持銀行向戰略性行業如農業和小微企業提供貸款，以及配合公共開支。自5月份以來，央行透過更頻繁使用抵押補充貸款，加強對三大政策性銀行基建貸款(例如棚戶區改造及水利工程貸款)的支持。反映央行對定向措施的倚重程度有所上升，中期借貸便利餘額的按年增長率由2015年底的3.3%升至2016年7月份的348%，抵押補充貸款餘額的月均增長亦由1月至4月期間的775億元人民幣增至5月至7月期間的1,402億元人民幣。

雖然央行並沒有採取全面寬鬆的貨幣政策，但由於通脹上升導致實質利率有所下降，再加上人民幣有效匯率轉弱，於報告期內整體貨幣狀況似乎對借款方變得較為有利。根據我們內部估算，貨幣狀況指數於第2季升至2011年中以來的最寬鬆水平（圖 2.26）。

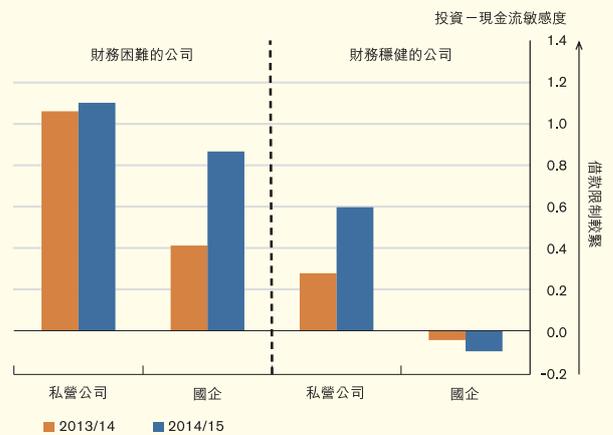
圖 2.26  
中國內地：貨幣狀況指數



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

然而，較寬鬆的貨幣狀況似乎並未促使企業加快擴張步伐。雖然這可能部分反映了在經濟前景不明朗的情況下，私營企業投資意願低迷。但另一方面，考慮到貸款質素下降，銀行較為審慎的貸款態度亦可能對企業投資活動造成影響。我們對上市公司的投資—現金流敏感度的分析顯示，雖然財務狀況欠佳的國企的預算約束有所硬化，但普遍而言，近年來私營公司仍較國企面臨更多借款限制（圖 2.27）。

圖 2.27  
中國內地：上市公司的投資—現金流敏感度



資料來源：彭博、WIND及金管局職員估計數字。

在財政方面，政府採取了多方面措施支持經濟。政府開支增長於第2季保持堅挺，按年上升15%。為促進供給側改革如解決產能過剩的問題，政府撥出1,000億元人民幣補貼地方政府及國企淘汰鋼鐵及煤炭行業的過剩產能。在財政收入方面，為促進私人投資，當局已於5月份全面實施增值稅改革，預期今年會使企業的稅務負擔削減逾5,000億元人民幣。除政府直接支出外，政策性銀行亦增加了對基建項目的貸款。因此，2016年上半年政策性銀行發行的債券按年增長了30%。

儘管公共開支有所增加，但與地方政府債務相關的風險短期內仍將受控。當局已收緊銀行對地方政府融資平台的貸款，同時地方政府債務置換計劃的加速推進亦有助於降低地方政府面臨的再融資風險及利息負擔。地方政府的債券發行總額由2015年下半年的2.967萬億元人民幣增至2016年上半年的3.576萬億元人民幣，其中大部分為債務置換計劃下所發行的債券。儘管如此，受近期經濟放緩及供給側改革所影響，部分地方政府收入減少，償債能力似乎有所惡化。舉例而言，遼寧省內有很多涉及鋼鐵及煤炭行業的國企正面臨去產能的壓力，雖然當地的地方政府未償還債務在2015年稍降0.8%，但當地政府的收入在同期減少了33%，並在2016年首五個月進一步按年下滑了9%。

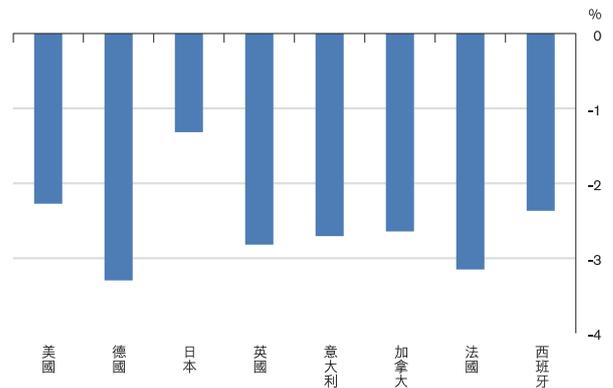
## 專題 1 衡量美國與新興市場之間的溢出效應

### 引言

主要先進經濟體通常被視為對新興經濟體產生金融溢出效應的來源。然而，新興經濟體亦可能對先進經濟體產生顯著的溢出效應，因為 (i) 在主要先進經濟體採取非常規貨幣政策多年後，新興經濟體已在全球融資中扮演重要的角色；(ii) 由於新興經濟體近年來一直錄得資金淨流入，部分新興經濟體的企業槓桿水平已升至歷史新高；及 (iii) 就貿易及金融聯繫而言，在過去十年中，新興經濟體日漸融入全球經濟及金融體系。因此，若資金流或新興經濟體的經濟基本因素發生任何不利變動，由新興經濟體傳遞至先進經濟體乃至全球的衝擊有可能會加大。

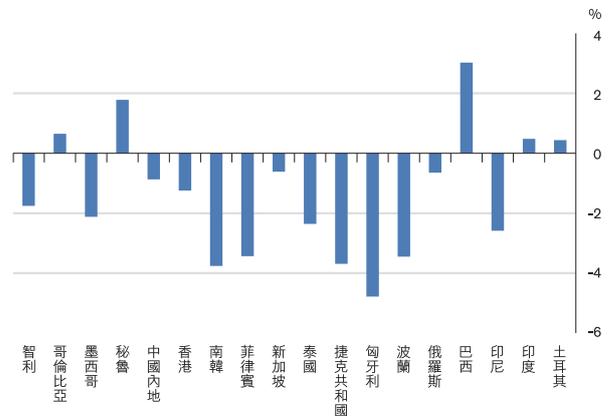
特別在全球金融危機後，先進經濟體及新興經濟體的國債市場聯繫日益緊密。由於經濟前景不明朗，長期國債收益率下跌的情況不僅在先進經濟體（圖 B1.1）出現，於新興經濟體（圖 B1.2）亦一樣。<sup>6</sup> 在此背景下，本專題旨在探討先進經濟體及新興經濟體在國債市場方面的雙邊溢出效應。<sup>7</sup>

**圖 B1.1**  
2010年1月至2016年2月先進經濟體10年期國債收益率變動



資料來源：彭博。

**圖 B1.2**  
2010年1月至2016年2月新興經濟體10年期國債收益率變動



資料來源：彭博。

<sup>6</sup> 理論上，長期收益率會受短期政策利率以及投資者對未來經濟狀況的預期影響。因此，全球收益率下跌可能是由於部分先進經濟體採取負利率政策，從而無意中影響新興經濟體的息率。另一個原因可能是近期多個新興經濟體經濟表現遜於預期，拖累了先進經濟體的經濟復甦。

<sup>7</sup> 國際貨幣基金組織近期亦研究先進經濟體與新興經濟體在國債、外匯及股票市場方面的溢出效應，但使用的樣本週期及數據頻率與我們不同。國際貨幣基金組織發現，國債市場的溢出效應雖然顯著，但外匯及股票市場的溢出效應更大。詳情請參閱國際貨幣基金組織發表的《Global Financial Stability Report》(2016年4月)。

## 方法及數據

根據Diebold及Yilmaz (2009) 提出的經濟計量方法，<sup>8</sup> 我們首先分析特定經濟體之間的溢出效應的總體情況，然後詳細評估美國與新興經濟體之間的溢出效應。<sup>9</sup> 溢出效應是基於向量自回歸模型得出的方差分解來衡量。方差分解列明模型中的每個變量的變動可由另一個變量衝擊解釋的部分。因此，方差分解越大，代表變動越大，從而反映由一個變量至另一個變量的溢出效應越大。

我們的演算使用了8個先進經濟體及18個新興經濟體的10年期國債收益率進行估計(表B1.A)。根據國際結算銀行的數據，截至2015年第2季，這些國債市場的總值合計超過40萬億美元，涵蓋全球九成以上的國債市場。<sup>10</sup> 為方便討論，我們將這26個經濟體分為五個組別：(i)先進經濟體(美國除外)，(ii)美國，(iii)新興歐洲，(iv)拉丁美洲及(v)新興亞洲。

**表 B1.A**  
8 個先進經濟體與 18 個新興經濟體

組別		經濟體
先進經濟體		美國、日本、英國、意大利、法國、德國、加拿大、西班牙
新興經濟體	新興歐洲	捷克、匈牙利、波蘭、俄羅斯、土耳其
	拉丁美洲	巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥、秘魯
	新興亞洲	中國內地、香港、印度、印尼、菲律賓、新加坡、南韓、泰國

除內生變量外，我們亦同時使用了3個外生變量以剔除可同時影響先進經濟體及新興經濟體金融市場的全球因素。這些變量包括：(i)芝加哥期權交易所標普

500引伸波幅指數(VIX)，代表全球風險偏好；(ii)紐約聯邦銀行估計的10年期美國國庫債券溢價，代表美聯儲採納的非常規貨幣政策的影響；及(iii)美元指數，用以控制美元升值的影響。

## 實證研究結果

### 總體情況

我們透過建立方差分解矩陣，分析了提供不同經濟體之間的溢出效應的整體情況。基於涵蓋2007年3月至2016年2月(即合共520周)周期的每周數據，表B1.B中的各矩陣元素表示衝擊源頭*j*組對目標*i*組方差分解的貢獻估計。<sup>11</sup> 舉例而言，源自新興歐洲的衝擊對拉丁美洲的方差分解有15%的貢獻，但對美國的方差分解僅有8%的貢獻。換言之，新興歐洲對拉丁美洲的溢出效應大於對美國的溢出效應。

**表 B1.B**  
5 個經濟體組別之間的溢出效應矩陣\*

經濟體組別	源頭					橫行平均數
	美國	先進經濟體(美國除外)	新興歐洲	拉丁美洲	新興亞洲	
美國	-	34	8	9	10	16
先進經濟體(美國除外)	35	38	10	4	4	14
新興歐洲	12	14	14	12	6	11
拉丁美洲	13	5	15	17	8	10
新興亞洲	19	7	9	10	10	9
直行平均數	21	17	11	10	7	12

註：\* 溢出效應不包括對經濟體自身的影響。

資料來源：金管局職員估計數字。

表B1.B的最後一橫行為直行的平均數，顯示了每個源頭對其他經濟體的影響。由數字可見，源自美國的衝擊最大(21%)，其後是其他先進經濟體(17%)、新興歐洲(11%)、拉丁美洲(10%)及新興亞洲(7%)。這表明源自美國的衝擊對其他經濟體的溢出效應最大，而源自新興亞洲的衝擊整體而言相對溫和。

<sup>8</sup> Diebold及Yilmaz (2009)「Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Market」，《Economic Journal》，第119期，第158至171頁。

<sup>9</sup> 有關本專題的詳細結果，請參閱Fong等人(2016)「Measuring spillovers between US and emerging markets」金管局工作論文，編號WP06/2016。

<sup>10</sup> 除了要有長期收益率的數據外，新興經濟體的選擇必須至少符合以下三項準則之一：(1)屬於國際貨幣基金組織界定的新興或發展中經濟體，或世界銀行界定的中低收入國家；(2)新興市場政府債券指數的成分國家；及(3)其國債存量超過100億美元或長期主權信貸評級高於BB/Ba。

<sup>11</sup> 在計算其他經濟體對美國的影響時，我們首先估算在美國方差分解中源自26個其他經濟體的總衝擊。其後，我們透過計算相關組成部分的總和，分辨出先進經濟體及新興經濟體對美國的份額。新興經濟體的地區劃分亦按類似的方式進行。在計算美國對其他經濟體的衝擊時，我們需要分別提取源自其他26個經濟體的方差分解中對美國的衝擊，並將其相應分組。

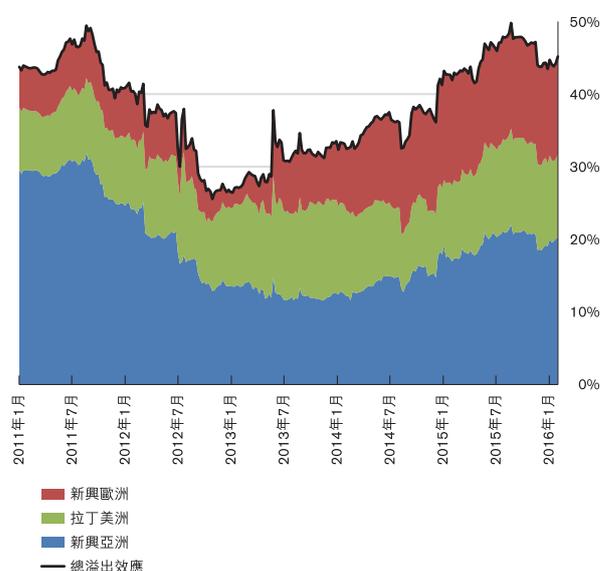
表B1.B的最後一橫行為直行的平均數，總結該接受國受其他經濟體產生的衝擊的敏感度。舉例而言，美國對源自其他經濟體的衝擊敏感度最高(16%)。

### 美國與新興經濟體之間的溢出效應

鑑於美國作為對其他經濟體有重大溢出效應的單一經濟體，我們使用200周滾動窗評估美國與新興經濟體之間隨時間推移的溢出效應幅度及性質。方差分解是基於10周預測期間來計算。首個窗口自2007年3月起至2011年2月止，最後一個窗口自2012年1月起至2016年1月止。

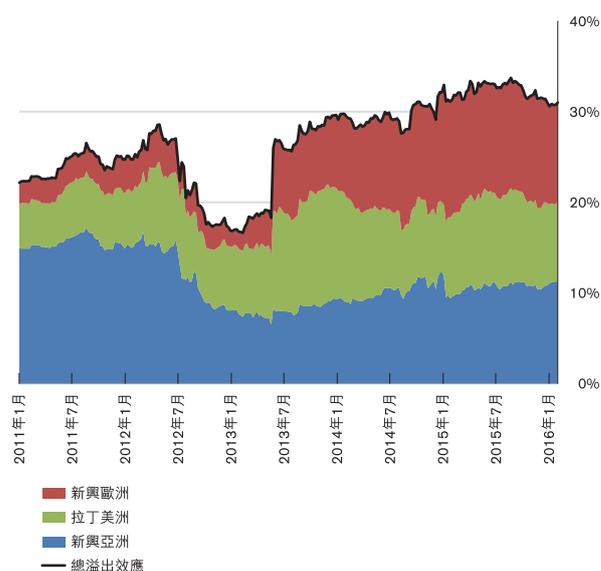
圖B1.3及圖B1.4分別顯示美國對新興經濟體以及新興經濟體對美國的溢出效應。按方差分解衡量，美國對3個新興經濟體組別的合計溢出效應已由2013年年初的30%升至2015年年底的近50%（圖B1.3）。該數字大幅上升的原因是新興歐洲（紅色陰影）及亞洲（藍色陰影）對美國衝擊的敏感度上升。然而，拉丁美洲（綠色陰影）對美國衝擊的敏感度整體保持穩定。三個新興經濟體組別對美國的合計溢出效應亦於2013年5月的「削減量寬恐慌」後顯著上升（圖B1.4）。自2013年中期以來，新興歐洲及拉丁美洲的溢出效應份額尤其大幅上升，部分原因可能是來自削減恐慌衝擊的第二輪影響<sup>12</sup>，該二輪衝擊由經濟基本因素轉差（例如經濟增長放緩及經常賬赤字上升）的新興經濟體逆向影響美國。<sup>13</sup> 同時，2012年中期之前，在三個新興經濟體組別中，亞洲佔美國國庫債券收益率方差分解的大多數份額，但此數據在過去四年下跌，並穩定在10%的水平。

圖B1.3  
美國對新興經濟體的溢出效應



資料來源：金管局職員估計數字。

圖B1.4  
新興經濟體對美國的溢出效應



資料來源：金管局職員估計數字。

<sup>12</sup> 第二輪影響指接受國透過貿易及金融聯繫反饋到起源國的溢出效應。詳情請參閱Balakrishnan等人(2009)「The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies」，《IMF Working Paper》第09/133號。

<sup>13</sup> 根據世界銀行的數據，與新興亞洲比較，2013年新興歐洲及拉丁美洲的新興經濟體的平均實質國內生產總值增長較低而經常賬赤字較高。

## 結論

我們發現在全球金融危機後，先進經濟體與新興經濟體的國債市場之間相互依存關係相當緊密。源自美國的衝擊對新興經濟體產生重大的影響，同時逆向影響有時亦相當顯著。美國與新興經濟體的國債收益率走勢日益同步，原因可能包括(i)由於很多經濟體政策利率維持低位，追求高收益的行為已導致全球收益率下跌；及(ii)由於監管要求，銀行及保險公司現時須增持政府證券等安全資產。

從貨幣政策的角度來看，本分析表明美國退出零利率下限一方面可能會對新興經濟體產生巨大的溢出效應。另一方面，任何源自新興經濟體的貨幣政策衝擊均可能會對美國產生過度的壓力，並影響美國隨後的政策決定。這種美國與新興經濟體之間的雙向互動作用可能會導致各國央行難以獨立地制定其貨幣政策。

## 專題 2 中國內地非金融類公司的美元負債：違約風險有多大？

### 引言

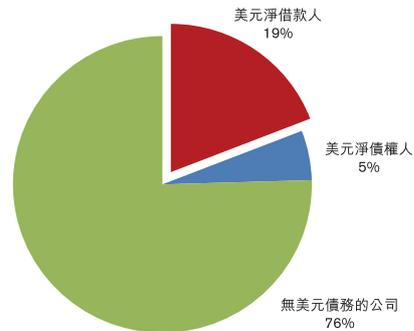
在美國利率的正常化以及人民幣兌美元貶值的預期升溫下，過去數年內地外債（特別是企業舉借的外債）快速擴張的風險引人關注。當前經濟增長放緩，內地製造業企業的財務狀況弱化尤其令到決策者及市場分析員關注企業借款人的償債能力。

在此背景下，本分析使用內地逾 2,300 間非金融類上市公司於 2014 年年底外幣借款達到峰值時的財務數據（包括美元貸款及存款），嘗試回答以下問題：1) 內地公司的美元負債的槓桿水平及美元舉債的狀況，2) 美元借款有哪些風險，以及 3) 若人民幣兌美元進一步貶值，相關風險究竟有多大。

### 內地公司美元債務的狀況

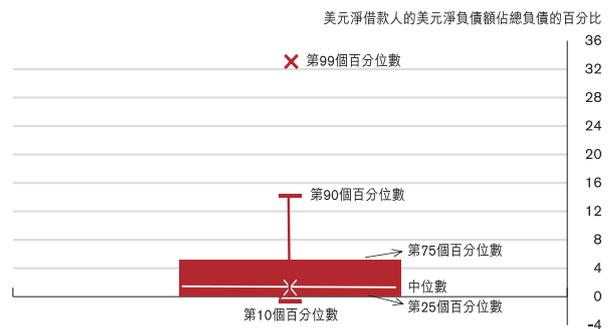
上市公司的數據表明，僅少數內地企業有美元淨負債，且平均規模不大。<sup>14</sup> 截至 2014 年年底，僅有不足四分之一內地非金融類上市公司報告有舉借美元貸款，其中約 78% 的公司（相當於全部非金融類上市公司的 19%）為美元淨借款人，即其美元負債超過美元存款（圖 B2.1）。美元淨借款人尤其受到關注，因它們可能面臨人民幣貶值的風險。在我們的樣本中，90% 的美元淨借款人的美元淨負債佔總負債的比率低於 15%，表明多數美元淨借款人面臨的人民幣貶值的風險有限（圖 B2.2）。然而，其餘 10% 的美元淨借款人的美元淨負債佔總負債的比率較高。例如，以美元淨負債計槓桿率最高的公司（第 99 個百分位數）錄得美元淨負債對總負債的比率約為 33%。

圖 B2.1  
內地非金融類上市公司的美元借款



資料來源：WIND 及金管局職員估計數字。

圖 B2.2  
美元淨借款人的美元淨負債對總負債的比率



資料來源：WIND 及金管局職員估計數字。

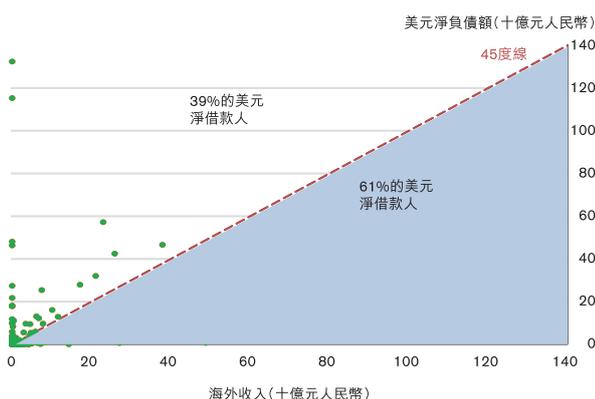
中國內地的美元淨借款人一般規模較大，同時大多數有海外業務收入。在我們的非金融類上市公司樣本中，美元淨借款人的平均總資產大於美元淨債權人。美元淨借款人總資產的中位數為 68 億元人民幣，而美元淨債權人則為 38 億元人民幣。公司規模與美元負債水平之間正相關在某程度上反映出中國內地規模較大的公司更容易從信貸市場得到借款，外幣借款亦不例外。

<sup>14</sup> 由於數據所限，僅有中國上市公司外幣貸款的數據，而無債券等其他債務工具的數據。因此，美元負債淨額指美元貸款及存款的差額。

### 美元借款風險在哪裡？

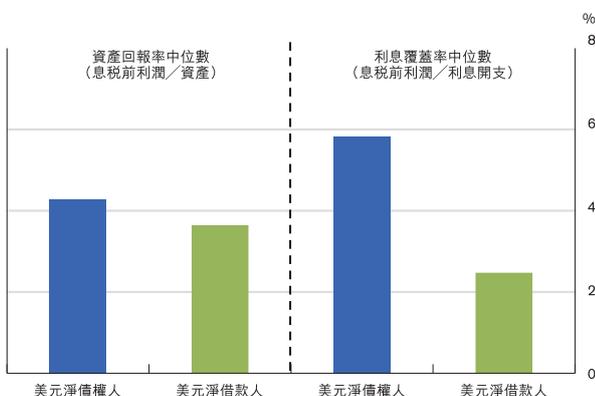
內地公司所面臨的貨幣錯配風險似乎不大。在美元淨借款人中，75%有海外收入，而61%則享有「天然對沖」，也就是說，它們的美元淨負債可被一年海外收入覆蓋（圖 B2.3）。然而，與美元淨債權人比較，美元淨借款人整體而言財務狀況較弱，因此償債能力亦較弱。雖然美元淨借款人的盈利能力與美元淨債權人相若，但美元淨借款人的利息覆蓋率中位數為 2.5，較美元淨債權人的數字 5.8 為低（圖 B2.4），說明淨借款人賺取足夠收入以支付利息開支的壓力可能較大。這亦反映了美元淨借款人整體而言槓桿率高於美元淨債權人。數據顯示，美元淨借款人於 2014 年的平均負債率為 0.54，較美元淨債權人的 0.43 為高。

**圖 B2.3**  
美元淨借款人的美元淨負債額與 1 年海外收入



資料來源：WIND 及金管局職員估計數字。

**圖 B2.4**  
盈利能力及利息覆蓋率：美元淨債權人與淨借款人



資料來源：WIND 及金管局職員估計數字。

進一步分析表明，儘管不同行業面臨的風險不同，貿易行業的美元淨借款人面對的風險較大。舉例而言，部分貿易貨品及服務行業（包括原材料、消費品及服務、工業及資訊科技）的貨幣錯配風險不高，因當中很多企業有海外業務收入，享有「天然對沖」（表 B2.A）。然而，與其他行業相比，這些行業槓桿率較高，同時因為較倚賴短期融資而流動性風險亦較高。此外，這些行業（特別是原材料等產能過剩行業）償還貸款的能力尤其較低，主要反映在它們低利息覆蓋率、低資產回報率以及較大的虧損公司百分比。相比之下，雖然房地產及公用事業等非貿易行業的槓桿率較低，但貨幣錯配風險較高，因它們通常無海外業務收入。儘管這兩個行業償還貸款的能力一般優於貿易行業，但遜於地產發展商。

**表 B2.A**  
內地美元淨借款人的風險及償還能力（按行業劃分）

	資訊科技/		消費品/		工業	能源	房地產	公用事業
	原材料	電訊	服務	工業				
<b>槓桿率</b>								
高槓桿率借款人 (第 75 至 99 個百分位數) 的平均美元淨負債率	21	19	18	18	14	8	8	
<b>貨幣錯配</b>								
有天然對沖的公司百分比	65	74	68	55	35	33	13	
<b>流動性風險</b>								
短期美元貸款佔美元貸款總額百分比	73	65	77	28	61	39	11	
<b>償債能力</b>								
利息覆蓋率 (中位數)	1.7	3.4	2.7	2.5	3.6	2.9	3.3	
資產回報率 (中位數)	3.4	3.3	3.3	3.8	3.7	3.8	6.5	
虧損公司百分比	12	10	15	8	18	0	0	

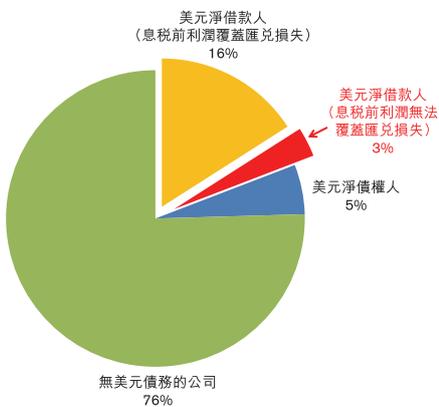
註：綠色、黃色及紅色陰影代表財務指標屬低、中及高風險。  
資料來源：WIND 及金管局職員估計數字。

### 風險有多大？敏感度測試

鑑於上一節所識辨的風險，自然引發一個問題：在經濟前景不明朗及美國利率持續正常化的背景下，若人民幣兌美元進一步貶值，內地企業美元債務的風險有多大？為回答這個問題，我們假設人民幣兌美元貶值 10%，然後基於公司 2014 年報告的美元負債淨額估計匯兌損失，並將其與息稅前利潤比較。

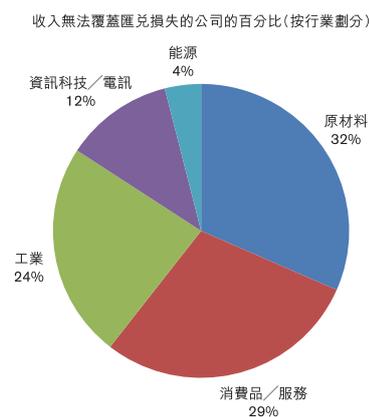
我們發現，若人民幣兌美元貶值10%，則會導致美元淨借款人遭受匯兌損失，但當中83%的公司（佔全部上市非金融類公司的16%）用一年的息稅前利潤可覆蓋其損失（圖B2.5）。收入無法覆蓋匯兌損失的公司主要集中於上一節所指出薄弱環節最多的行業，例如原材料、消費品及服務以及工業（圖B2.6）。我們的分析再次突出產能過剩行業面臨的風險。例如，在我們的敏感度測試中，息稅前利潤無法覆蓋匯兌損失的美元淨借款人當中有32%屬於原材料行業。

**圖 B2.5**  
敏感度測試中受影響的美元淨借款人數目



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

**圖 B2.6**  
收入無法覆蓋匯兌損失的公司 (按行業劃分)



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

已錄得虧損且同時受人民幣貶值影響的公司，償還貸款的能力尤其令人擔憂。這些公司舉借的美元貸款佔全部非金融類上市公司的美元貸款總額的5%，它們集中於消費品及服務以及原材料等行業。雖然這意味著不能排除內地銀行可能面對美元貸款的信貸風險，但內地銀行承受此類貸款的風險相對較小，近年來外幣（包括美元）貸款僅佔整體銀行貸款約5至6%。

### 結論

整體而言，我們的研究結果表明，由於內地公司的美元借款有限，內地公司所面臨的人民幣貶值風險不大。然而，我們發現部分貿易貨品及服務行業，特別是原材料、消費品及服務、工業及資訊科技，由於美元淨債務槓桿率較高、流動性風險較高且償債能力較弱，故風險高於其他行業。假設人民幣兌美元貶值10%，美元淨借款人會遭受匯兌損失，但我們發現當中僅3%的公司無法用息稅前利潤覆蓋其匯兌損失。由於美元借款集中於高槓桿率借款人，不能完全排除內地銀行面臨美元貸款的信貸風險，特別是已錄得虧損的公司所舉借的美元貸款。儘管如此，內地銀行承受此類貸款的風險較小。

我們的分析有兩個局限。首先，由於數據所限，本分析僅專注於上市公司舉借的美元貸款，而非債券等其他債務工具。其次，我們僅研究了非金融類上市公司，因此並不涵蓋非上市而公司規模較小的美元借款人的風險狀況。