4. 貨幣及金融狀況

匯率、資金流及貨幣動向

儘管金融市場波動,港元匯率仍大致保持穩定,而港元銀行同業拆息隨美元拆息上升。部分 由於本地經濟環境改善,整體貸款繼續溫和增長。展望未來,在美國利率正常化步伐加快, 新一屆美國政府政策方向不明確,及歐洲存在政治風險下,港元資金流的波動或會增加。

匯率及資金流 4.1

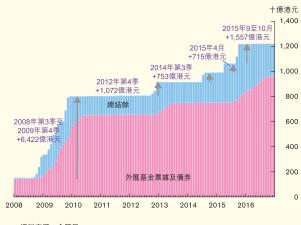
儘管金融市場波動,港元兑美元現貨匯率大致保持穩 定(圖4.1)。雖然11月美國總統選舉引發的市場波動 使亞洲貨幣普遍下跌,但港元兑美元現貨匯率保持平 穩。然而,美國聯邦公開市場委員會(FOMC)在 2016年12月13日至14日的會議上公布的利率預測, 促使市場對美國加快加息的預期升溫,使港元於其後 短暫轉弱。在2017年初,港元匯率跟隨其他亞洲貨 幣有所轉強,但由於市場2月中旬起對美國3月份加 息的預期上升,港元開始出現轉弱跡象。於報告期 內, 兑換保證未有被觸發(圖4.2)。

匯率及資金流指標



資金流指標的正值表示流入,1月份認可機構的即期淨外匯頭寸變動數據僅為暫 時估算數字,2月份暫時沒有數據。 資料來源:金管局及職員估計數字。

圖 4.2 資金流指標



隨著美元強勢,港元的名義有效匯率指數於8月至12 月期間上升4.9%,之後在近期企穩(圖4.3)。由於香 港與其貿易夥伴之間的通脹率差距收窄帶來的影響輕 微,港元的實質有效匯率指數緊貼名義有效匯率指數 的走向。

圖 4.3 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,僅有月度數據。 資料來源:政府統計處及金管局職員估計數字。

證券投資在2016年下半年錄得流出。最新的國際收 支平衡統計資料顯示,非本地居民股票及債務證券投 資於第3季出現淨流入,反映全球市場情緒改善及大 量的首次公開招股活動(表4.A)。23 然而,部分受香 港銀行增持美國債券所推動,本地居民的債務投資錄 得規模龐大的流出,並蓋過非本地居民的投資流入。 因此,跨境證券投資於第3季錄得淨流出。一項對全 球互惠基金進行的調查顯示,2016年最後一季出現 證券投資流出,主要是由於美國總統選舉結果出人意 料,加上預期美國加息步伐加快,使本地金融市場與 其他亞洲市場受壓(圖4.4)。但最新數據顯示,香港 證券投資於2017年第1季出現資金流入壓力,部分 由於投資者對美國採取擴張財政政策持樂觀態度,使 全球金融市場表現改善。

表 4.A 跨境證券投資資金流

	2014	2015		2016	
(十億港元)			第1季	第2季	第3季
來自香港居民					
股權及投資基金份額 債務證券	-318.2 42.1	-420.2 -241.0	22.5 111.6	-45.6 -19.9	-9.4 -262.1
來自非香港居民					
股權及投資基金份額 債務證券	136.7 75.0	-329.7 20.0	-48.5 -0.9	41.4 5.2	37.2 20.6

註:正值顯示資金流入。 資料來源:政府統計處。

圖 4.4 股票及債券相關資金流的市場調查



註:數據為四週的移動總和。 資料來源: EPFR Global

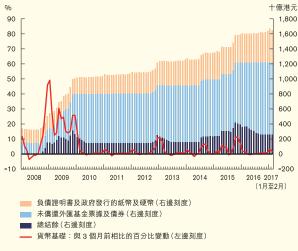
展望未來,港元資金流的波動或會增加。美國的利率 正常化步伐若加快,會增加港元資金流向逆轉的風 險。與此同時,在新一屆美國政府、英國脱歐進程及 歐盟成員國選舉存在不確定性下,資金流或會增加波 動。另外,內地投資者對港元資產的投資需求增加, 或會對港元構成資金流入壓力。縱使深港通於12月 推出後初期北向交易規模超過南向交易規模,但預期 內地與香港之間在該計劃下的雙向股票投資資金流將 逐步增加。

²³ 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。

4.2 貨幣及信貸

儘管美元利率上升以及金融市場波動,香港的貨幣環境於2016年下半年及最近數月仍然保持寬鬆。港元貨幣基礎仍然規模龐大,在負債證明書及政府發行的流通紙幣及硬幣增長帶動下,於下半年進一步上升1.7%(圖4.5)。由於兑換保證未有被觸發,總結餘與未償還外匯基金票據及債券的總額大致保持於12,227億港元的高位。當中,由於增發為數490億港元的外匯基金票據以滿足銀行在流動性管理方面的龐大需求,總結餘收縮而未償還外匯基金票據及債券相應上升。24

圖**4.5** 貨幣基礎的組成部分



資料來源:金管局。

由於本地經濟漸趨穩健,港元貨幣供應增長步伐加快。港元廣義貨幣供應(港元M3)的增長由上半年的2.3%加快至下半年的6.5%。作為港元M3的主要組成部分,港元存款於下半年錄得較快的6.6%增長(圖4.7),主要受到本地經濟活動增強以及首次公開招股活動回升帶動交易需求增加所致。以對應資產分析,港元M3的增長主要反映港元貸款及銀行淨外幣資產上升(圖4.6),它們分別反映信貸擴張衍生出的貨幣及非銀行私營部門的港元資金淨流入。

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剔除持牌銀行的政府 存款及外匯基金存款。 資料來源:金管局職員估計數字。

另一方面,外幣存款增長仍然表現各異。美元存款於 上半年增長10.2%後,於下半年在美元強勢下錄得更 高的12.8%增幅(圖4.7)。相比之下,其他外幣存款 進一步收縮10.3%,主要因人民幣存款減少所致。整 體而言,2016年下半年認可機構的存款總額增長上 升至6.2%,全年增長則為9.1%。

圖 **4.7** 存款增長



這符合貨幣發行局的原則,因為增發外匯基金票據反映貨幣基礎組成部份之間的轉移,即由總結餘轉移至未償還外匯基金票據及債券。貨幣基礎仍然由外匯儲備提供十足支持。

在美國利率正常化的預期下,銀行的批發融資成本於 2016年第4季有所上升。雖然港元銀行同業拆息仍 然偏低,但部分受到年底融資需求以及追回美元銀行 同業拆息的升幅推動而有所上升。隔夜及三個月香港 銀行同業拆息於下半年分別上升54及46個基點至 0.66%及1.02%(圖4.8)。與此同時,港元收益率曲 線跟隨美元收益率曲線上移,10年期香港政府債券 收益率上升約90個基點,於12月底收報1.93%。踏 入2017年年初,由於融資需求減少,港元銀行同業 拆息普遍下跌,而長期香港政府債券收益率亦隨美國 政府債券收益率微跌。

圖 4.8 港元銀行同業拆息及10年期政府債券收益率



資料來源:金管局。

由於銀行體系存款基礎龐大,零售層面的利率升幅相 對較小。銀行的平均融資成本(以綜合利率計算)仍 保持在低位,於2017年1月僅較7個月前微升6個基 點至0.32%(圖4.9)。由於融資成本相對穩定以及按 揭貸款業務競爭加劇,新造按揭平均貸款利率於 2016年10月跌至近期低位1.71%, 其後於2017年 1月跟隨香港銀行同業拆息上升而反彈至2.07%。

圖 4.9 綜合利率及新造按揭平均貸款利率

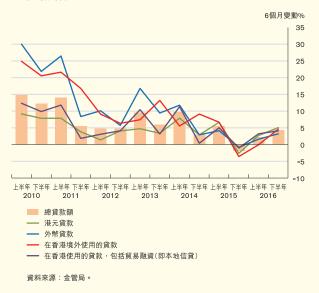


資料來源: 金管局及金管局職員估計數字。

展望未來,本地利率的上升步伐將取決於美國利率正 常化的速度、資金外流的規模以及全球宏觀金融發 展。本地利率的上行壓力,加上港元實質有效匯率隨 美元匯率上升,或會減少本地金融狀況對實體經濟的 支持。專題4討論香港金融狀況指數的編製,以用作 監察本地金融狀況。

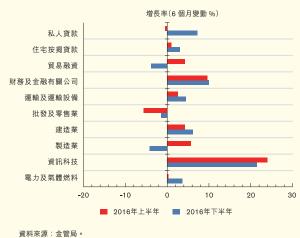
由於本地經濟活動增強及跨境融資需求上升,整體貸 款繼上半年增長2.2%後,於下半年進一步上升4.2% (圖4.10)。隨著經濟增長動力上升,本地貸款增長由 上半年的3.2%稍微加快至下半年的4.0%。在香港境 外使用的貸款於上半年輕微下跌後於下半年反彈 4.6%, 部分反映跨國企業年底融資需求上升。按貨 幣分析,下半年港元貸款強勁增長5.0%,隨著內地 借款人逐步減少償還外幣貸款,外幣貸款亦錄得 3.2%的温和增長。2016年全年整體貸款温和增長 6.5%,而2015年則為3.5%。

圖 4.10 貸款增長



按經濟行業分析,本地貸款於下半年表現各異 (圖4.11)。財務及金融有關企業及資訊科技行業的貸 款於下半年錄得雙位數增長,某程度上反映這些行業 增長前景較佳帶動強勁融資需求。建造業與物業發展 的貸款亦隨私人建造活動增加而加速增長。另一方 面,儘管商品貿易及零售銷售有改善跡象,但貿易融 資及製造業、批發及零售業的貸款下跌。

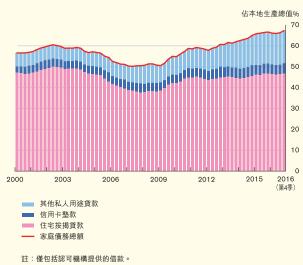
圖 4.11 個別行業的本地貸款增長



家庭債務增長於下半年加快至4.3%,而上半年則為 0.5%。在家庭債務中,部分反映經濟環境改善,私 人貸款(包括信用卡墊款及其他私人用途貸款)上升

7.2%(圖4.11),住宅按揭貸款增長加快至3.1%,主 要反映7月至10月期間暢旺的住宅成交。因此,家 庭債務佔本地生產總值的比率亦由2016年第2季的 65.8% 上升至第4季的67.2% (圖4.12)。

圖 4.12 家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



資料來源: 金管局。

銀行的融資狀況大致保持穩定。反映存款增長超過貸 款增長,港元貸存比率由2016年6月底的78.2%微 跌至年底的77.1%(圖4.13); 與此同時,整體外幣 貸存比率由61.4%跌至年底的59.9%,當中由於美 元存款增長強勁,美元貸存比率大幅跌至63.8%。

圖 4.13



由於預期利率上升以及宏觀金融環境變化迅速,信貸 增長在未來一段時間將存在不確定性。金管局的「信 貸狀況展望意見調查」顯示,貸款需求短期內仍然偏 軟。

離岸人民幣銀行業務

由於美元升值,離岸及在岸人民幣匯率均轉弱(圖 4.14)。離岸人民幣匯率於2016年後期大部分時間對 在岸人民幣匯率呈現折讓,在2016年年底兑美元收 報 6.98 的年內低位。離岸人民幣銀行同業市場於 12月再度出現流動性收緊的壓力,部分反映金融市 場狀況惡化及銀行在年底前的預防性融資需求 (圖4.15)。隨著銀行在市場情緒轉差下增加流動資金 緩衝,隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息於2017年 1月6日一度攀升至61.3%。離岸人民幣融資成本上 升其後導致離岸人民幣短倉平倉,帶動離岸人民幣匯 率於2017年1月初反彈,離岸人民幣與在岸人民幣 差價也轉為溢價。自1月中旬以來,離岸及在岸人民 幣匯率稍為回穩,流動性狀況逐漸改善,隔夜及3個 月離岸人民幣香港銀行同業拆息分別跌至2017年 2月底的2.00%及4.61%。

圖 4.14 在岸及離岸人民幣匯率



資料來源:彭博。

圖 4.15 隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息



資料來源:財資市場公會。

在人民幣匯率前景欠明朗的情況下,人民幣客戶存款 及存款證總額於2016年年底較6個月前進一步下跌 21.5%至6,251億元人民幣(圖4.16及表4.B)。當中, 人民幣客戶存款下跌23.2%,企業客戶存款的下跌幅 度超過個人客戶存款。另一方面,存款證餘額的跌幅 由上半年的46.8%收窄至下半年的7.5%。由於銀行 間流動性收緊, 部份零售銀行提高人民幣存款的優惠 利率以吸引客戶存款。

周416 香港的人民幣存款及存款證



資料來源:金管局。

儘管人民幣流動資金池收縮,銀行的人民幣流動性管 理依然穩健,資金池的規模足以支持大量人民幣支付 及金融交易。人民幣即時支付結算系統的日均成交金 額於2016年高企於8,636億元人民幣。人民幣貸款 餘額於上半年出現調整後,於下半年恢復增長 2.6%。另一方面,香港銀行處理的人民幣貿易結算 金額於下半年錄得21,769億元人民幣,較上半年下 跌8.0%。雖然由香港匯出至內地的匯款繼續下跌, 但其他貿易匯款(包括由內地匯入香港的匯款及離岸 市場之間經由香港的匯款)恢復溫和增長(圖4.17)。

圖 4.17 人民幣貿易結算匯款



資料來源:金管局。

預期香港的人民幣流動資金池仍會受到人民幣匯率走 勢的不確定性影響。然而,在人民幣納入國際貨幣基 金組織特別提款權籃子後,香港的離岸人民幣業務會 繼續受到人民幣資產需求所支持。通過促進人民幣在 基建投資及融資的使用,「一帶一路」計劃亦可為香港 帶來新機遇。25

表4.B 離岸人民幣銀行業務統計

	2015年12月	2016年12月
人民幣存款及存款證(十億元人民幣)	1,010.4	625.1
其中:		
人民幣存款(十億元人民幣)	851.1	546.7
人民幣存款佔存款總額(%)	9.3	5.2
人民幣存款證(十億元人民幣)	159.3	78.3
未償還人民幣貸款(十億元人民幣)	297.4	294.8
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	217	210
應付海外銀行的金額(十億元人民幣)	105.7	69.0
應收海外銀行的金額(十億元人民幣)	132.1	91.6
	2015年	2016年
香港人民幣貿易結算(十億元人民幣) 其中:	6,833.1	4,542.1
由內地匯入至香港(十億元人民幣)	2,535.1	2,106.1
由香港匯出至內地(十億元人民幣)	3,026.3	1,915.2
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;十億元人民幣)	947.0	863.6

資料來源:金管局。

²⁵ 金管局已成立基建融資促進辦公室,旨在透過匯聚主要持份 者,共同促進基建投資及其融資。

專題**4** 香港的金融狀況指數

香港的金融狀況可能會因外圍環境的多重挑戰而收 緊。預期美國有機會於年內進一步加息下,港元利率 可能會再次向上調整。美元繼續升值亦可能使港元實 質匯率同步上升,市場情緒也可能因一些不利的經濟 或地緣政治事件而轉差。本專題介紹香港的金融狀況 指數,以助全面評估本地金融狀況。

金融狀況指數的編撰

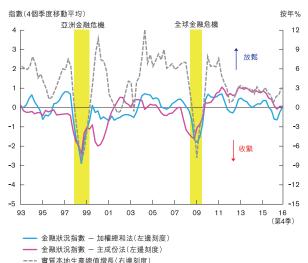
在編製金融狀況指數時,大部分研究會採用加權總和法 (weighted-sum approach) 及/或主成份法 (principal component approach)。²⁶ 前者透過一個 向量自迴歸模型 (vector autoregressive model) 估計金融變量對實體經濟活動的影響,以衡量這些變量的權重。該方法會考慮各個變量之間的相互作用,但成份變量的數目會有所限制。後一種方法則從已選定的大規模金融變量組合中找出一個主成份來衡量權重。儘管該組合的變量數目並無限制,但這種方法沒有考慮輸入變量間的相互作用。我們同時採用這兩種方法,以交叉驗證算出的金融狀況指數的可靠性。

在加權總和法下,成份金融變量包括3個月香港銀行同業拆息、住宅物業價格、恒生指數(恒指)、恒指的波幅、港元實質匯率、港元本地貸款,以及3個月港元銀行同業拆息與3個月期外匯基金票據收益率的差距。至於主成份法,鑑於該方法可從一個大規模變量組合中提取資訊,我們擴展成份金融變量至包括期限息差及信貸息差等指標,因為這些指標可預測未來經濟活動和衡量交易對手風險及信貸風險。27

金融狀況指數的一般特徵

圖B4.1顯示以上述兩種方法編製的金融狀況指數。 金融狀況指數的數值越高,代表金融狀況越寬鬆,反 之亦然。為方便進行比較,金融狀況指數已作出正態 化處理,使其標準差為1。香港的實質本地生產總值 也顯示於圖中,以便參照。

圖 **B4.1** 金融狀況指數與實質本地生產總值增長



資料來源:政府統計處及金管局職員估計數字。

雖然兩種不同方法編製的金融狀況指數偶爾會出現分歧,但走勢大致相似。尤其值得注意是,這兩項指數均顯示金融狀況在亞洲金融危機及全球金融危機期間大幅收緊,收緊的幅度也大致相似。這兩項金融狀況指數亦顯示,在美國實施量化寬鬆措施後,金融狀況趨於寬鬆,但其後於2011年年底歐洲主權債務危機惡化期間曾短暫收緊。

分解分析(decomposition analysis)顯示,金融狀況 指數在金融危機期間的急跌主要受資產價格走向及其 波動所驅動,反映資產市場能夠預示未來經濟活動的 急劇變化。在平穩時期,金融狀況指數的走向則會受 物業價格變動顯著影響,反映物業市場對實體經濟的

²⁶ 請參閱IMF (2015), Regional Economic Outlook: Asia and Pacific, 2015年4月,以及Osorio等人(2011),「A Quantitative Assessment of Financial Conditions in Asia」,《IMF Working Paper》2011年第11/170號。

有關變量選擇及方法的詳情,請參閱Chan等人(2016), 「Financial Conditions Indexes for Hong Kong」,金管局研究備忘錄09/2016。

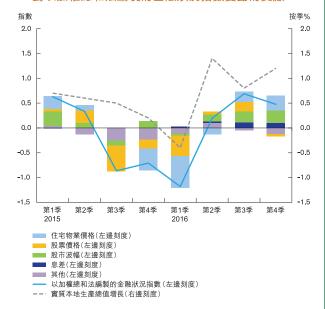
重要性。28 息差亦是金融狀況在金融危機及平穩時期 的重要驅動因素。

與一般統計模型比較對實質本地生產總值增長的預測 能力時,我們發現金融狀況指數對未來兩個季度的預 測能力較強。29 因此,金融狀況指數可用於快速評估 重大金融衝擊對實體經濟的影響,有助我們監察香港 的宏觀經濟金融狀況。

金融狀況指數的近期變化及其對經濟前景的 啟示

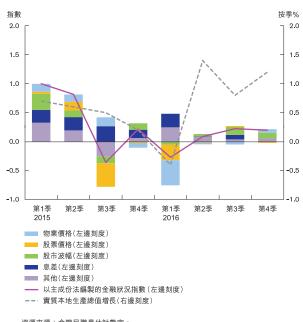
由於市場憂慮美國加息,以及人民幣匯率定價機制出 現變動,金融狀況於2015年第3季跟隨本地資產市 場動盪而有所收緊。(圖B4.2及B4.3)。隨著全球金 融市場漸趨穩定,金融狀況於2016年第2季開始改 善。特別是在英國脱歐公投之後,市場情緒轉好使股 市於第3季逐漸企穩,市場預期全球流動性依然充裕 也支持了資產價格。儘管香港銀行同業拆息於2016 年最後一季上升,但金融狀況在股市趨穩以及物業價 格回升下仍保持穩定。

圖 B4.2 對以加權總和法編製的金融狀況指數變動的貢獻



資源來源:金管局職員估計數字。

圖 B4.3 對以主成份法編製的金融狀況指數變動的貢獻



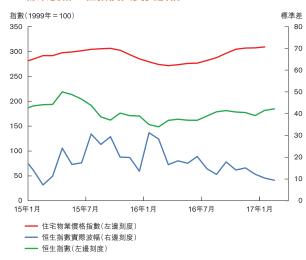
資源來源:金管局職員估計數字。

請參閱Cheung等人(2016),「Inflation Mechanism and Monetary Policy Perspectives from Hong Kong J, 《BIS Paper》第89號。

有關預測能力評估的詳情,請參閱Chan等人(2016)「Financial Conditions Indexes for Hong Kong」,金管局研究備忘錄 09/2016 •

雖然目前未能編算 2017 年第 1 季的金融狀況指數, 但高頻發佈的數據顯示,香港的金融狀況於本季仍可 保持穩定。一方面,香港樓價在政府推出新印花税措 施後溫和增長,股票價格及其波幅亦趨於有利。另一 方面,美國 3 月份加息將對本地利率構成上升壓力 (圖 B4.4 及 B4.5)。

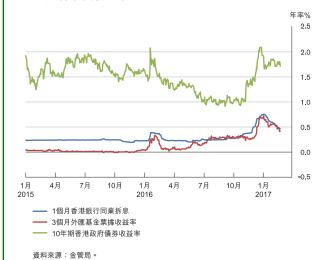
圖 **B4.4** 物業價格、恒指及其實質波幅



資料來源:差餉物業估價署、香港交易所及金管局職員估計數字。

圖 **B4.5**

港元利率及收益率



結論

在近幾個季度沒有出現顯著收緊跡象下,預期香港金融狀況不會拖累 2017 年上半年本地生產總值增長。 儘管如此,由於預期美國可能會進一步加息和資產市場可能會出現波動,因此仍有必要密切監察金融狀況。

資產市場

由於美國經濟出現更多正面跡象以及全球市場情緒改善,香港股價於報告期末大幅上升。不過,本港市場在樂觀之餘亦表現審慎,原因可能是對美國加息步伐加快的預期升溫以及內地經濟前景面臨挑戰。港元債券市場維持穩定增長,但離岸人民幣債券市場於2016年繼續收縮。在新印花稅措施推行不久後,住宅物業市場出現調整跡象,但近期有所回升。

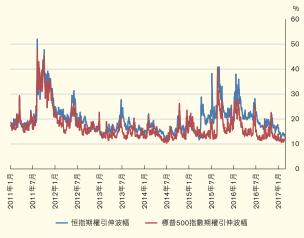
4.3 股市

隨著全球股市上揚,香港股市於報告期末大幅高收。 儘管美國總統選舉結果出乎大部分投資者意料,但由 於對特朗普政府的財政刺激有所憧憬,投資者很快便 重拾信心。於報告期末,美聯儲局調高經濟預期,鞏 固投資者對2017年前景的正面展望,為美國及其他 主要市場帶來上升動力。雖然香港市場表現落後大部 分主要市場,但仍順勢上升,更一度升破近期的交易 區間。本港市場在樂觀之餘亦表現審慎,原因可能是 憂慮美國加息的步伐加快以及內地經濟前景將面臨更 多挑戰。人民幣政策不明朗以及對資金流動的管制亦 同時降低投資者對內地企業的興趣,而內地企業於 2016年年底佔本港股市總市值63%。30 標誌著股市 長遠發展重要里程碑的深港通於12月初推出,亦未 能提振市場情緒。整體而言,恒生指數(恒指)及恒 生中國企業指數 (HSCEI, 亦稱作H股指數)於2016 年9月至2017年2月期間分別上升3.3%及7.9%, 而恒指期權引伸波幅(VHSI)保持在相對較低水平 (圖 4.18 及 4.19)。

圖**4.18** 香港股票價格



圖**4.19** 恒指及標普**500** 的期權引伸波幅



資料來源:彭博。

³⁰ 內地企業指H股公司、紅籌公司及內地民營企業。

於報告期內,恒生中國AH股溢價指數顯示內地及香港股票市場上估值的差異仍然顯著。兩地股票估值顯著的差距可能是內地與香港投資者在股票估值上的差異所致,而這在很大程度上可能與近期內地經濟不明朗有關(圖4.20)。31

圖4.20 恒生中國 AH 股溢價指數

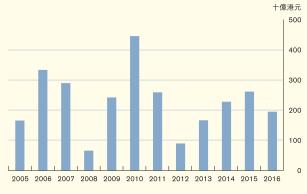


資料來源:彭博。

於2016年,香港交易所跑贏主要對手,連續第二年成為全球按集資金額計的第一大市場。隨著經濟及政治不確定性上升,全球市場於2016年的首次公開招股活動均大幅減少,所籌集的資金總額減少31%至1,311億美元。32儘管香港首次公開招股籌集的資金亦跌至1,948億港元,但對比去年僅下降26%(圖4.21)。

31 詳見 Chung, Hui及 Li (2013)「Explaining share price disparity with parameter uncertainty: Evidence from Chinese A- and H-shares」,《Journal of Banking and Finance》,第37期,2013年,1073至1083頁。

圖**4.21** 香港首次公開招股市場



資料來源:CEIC及香港交易所。

展望未來,預期本港股市會極易受到外圍市場環境影響。儘管其估值仍具吸引力,但其前景因內地經濟不確定性及中美關係日益緊張的風險而不明朗(圖4.22)。儘管近期全球經濟復甦呈現正面跡象,但美國利率正常化的步伐加快所導致的貨幣狀況收緊,可能會令企業面臨的再融資風險上升,為市場帶來更多不確定因素。

圖**4.22** 亞太區(日本除外)及其他主要市場的市盈率



資料來源:彭博及金管局職員估計數字。

³² 湯森路透 (2016年)「Global Equity Capital Markets Review」。

4.4 債券市場

港元債券市場在2016年穩定擴張,但接近年底時因 美聯儲在本週期中第二度加息,收益率大幅上升。由 於增長前景改善且通脹風險上升,市場普遍預期美國 貨幣正常化的步伐會加快。在此背景下,全球債券市 場拋壓湧現,香港亦不例外。事實上,本地債券收益 率升勢更陡,主權及非主權債券對美國國庫債券的差 價均於年初急升。這與2016年年初的情況相近,當 時亦同樣由美國加息的預期推動收益率差價上升 (圖4.23)。

圖 4.23 港元債券與10年期美國國庫債券的收益率差價



資料來源:金管局、美銀美林及彭博。

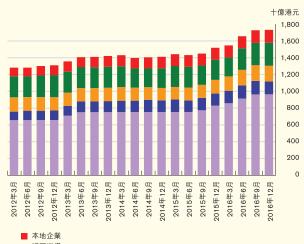
然而,除收益率在年底反彈外,2016年市場走勢平 穩。債券發行總額增長22.4%至30,526億港元,海 外借款人(包括多邊發展銀行)的債券發行額為474 億港元,較上一年增長80.5%(圖4.24)。由於新發 行債券增加,未償還港元債券總額截至2016年年底 增長14.1%至17,306億港元(圖4.25)。外匯基金對 增長的貢獻最大,未償還債券增長16.3%至9,631億 港元,其次是認可機構及海外借款人(包括多邊發展 銀行),它們的未償還債券分別增長13.7%及15.2% 至2.731 億港元及1.881 億港元。

圖 4.24 新發行的非外匯基金票據及債券港元債券



圖 4.25

未償還的港元債券



認可機構

海外借款人(包括多邊發展銀行) ■ 政府、法定機構及政府所擁有的公司

■ 外匯基金

資料來源:金管局。

香港離岸人民幣債券市場於2016年上半年收縮後, 受海外發行人發行額增長所推動,於下半年有所復 甦。2016年全年,離岸人民幣債券市場的發行額為 2.757 億元人民幣,按年下降21.4%(圖4.26),其中 中國內地私人發行人的非存款證債務證券發行額於 2016年減少56.6%至90億元人民幣,一定程度上歸 因於在岸融資成本相對較低(圖4.27)。香港及海外 發行人的非存款證債務證券發行額亦分別下跌24.1% 及4.7%,至231億元人民幣及975億元人民幣。

圖 4.26 新發行的離岸人民幣債務證券



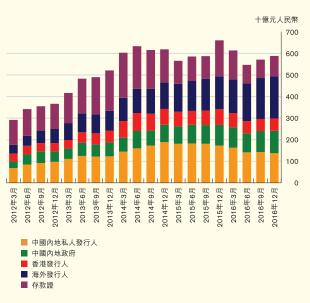
圖 4.27 在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



資料來源:彭博、恒生指數有限公司及中央國債登記結算有限責任公司。

隨著債券發行額減少,香港的未償還離岸人民幣債券 於2016年年底按年收縮11.0%至5,874億元人民幣, 而未償還非存款證債務證券微升0.1%至4,937億元 人民幣(圖4.28)。海外發行人於香港的非存款證人 民幣債務證券延續升勢,較2015年年底增長28.3% 至1.955 億元人民幣,加上中國內地政府發行的債券 增加80億元人民幣(增幅為8.4%),超過內地及香港 私人發行人的未償還非存款證債券的減幅(分別減少 20.5%及21.1%至1,373億元人民幣及574億元人民 幣)。

圖 4.28 未償還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。

由於美國加息步伐加快的預期升溫,若全球投資者逆 轉早前追求收益的投資策略,則港元及離岸人民幣債 券等新興市場資產均會承壓。與此同時,特朗普政府 領導下的美國貿易政策不明朗,人民幣匯率可能會持 續波動。在此背景下,港元及離岸人民幣債券市場在 未來或將面臨較大波動。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場於2016年下半年重現亢奮跡象,驅使政府於11月推出新印花税措施33。樓市每月平均成交量由上半年的3,320宗顯著上升至7月至10月期間的6,123宗(圖4.29)。成交上升部分反映市場情緒改善、按揭利率下跌、一手市場有更多新樓盤推出以及發展商推出各種促銷計劃吸引買家。二手市場樓價亦顯著上升,中小型單位價格(實用面積小於100平方米)的上升速度較大型單位(實用面積100平方米或以上)為快。鑑於市場再度亢奮,政府於11月4日宣佈新印花税措施。

政府推出新措施後,樓市隨即出現一些整固跡象。二 手市場每月平均成交量於9月至11月錄得4,410宗後, 在隨後兩個月減少約30%至大約2,800宗左右,部分 因買賣雙方均持審慎態度所致。一手市場成交量亦於 12月顯著下跌。然而,部分由於物業發展商推出更多 新樓盤,整體成交量最近有所回升。與此同時,樓價 於新措施推出後繼續升至新高,但升勢有所放緩。

圖**4.29** 住宅物業價格及成交量



33 具體而言,政府將所有住宅物業交易的印花税調升至劃一 15%,自11月5日起生效,首次置業的香港永久性居民則可獲 豁免。 置業負擔能力依然偏緊,樓價與收入比率於第4季上升至15.9,高於1997年的高峰值14.6。收入槓桿比率亦攀升至72.0%,遠高於約50%的長期平均值(圖4.30)。34雖然按揭利率仍然偏低,但於2016年年底輕微上升,原因是港元銀行同業拆息上升。由於樓價於2016年下半年上升,但住宅租金收益率仍保持在2至3%的低位,衡量樓宇使用者相對成本的買租價差擴闊至161.6%的近期高位(圖4.31)。35

圖**4.30** 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**4.31** 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。

- 34 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。
- 35 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。

金管局自2009年以來採取的逆周期宏觀審慎監管措施有助抑制家庭槓桿,鞏固銀行抵禦沖擊的能力。新造按揭平均按揭成數從實施措施前的64%降至2017年1月的50.1%,供款與入息比率亦下降約8個百分點至33.0%。

住宅物業市場前景仍然很不明朗。短期而言,按揭息率仍然偏低、就業及收入狀況穩定以及地產發展商加推優惠(例如折扣及現金回贈)令累積的購買力獲得釋放,均可能會為住屋需求帶來支持。另一方面,新印花税措施、美國可能加快加息步伐以及房屋供應穩步增長,則可能繼續為樓市帶來阻力。然而,在宏觀審慎監管措施及其他銀行監管措施下,香港銀行業抵禦沖擊的能力已有所提升,有能力應對與物業市場有關的潛在風險。

非住宅物業市場

反映市場情緒改善,非住宅物業市場自2016年中以來出現回升跡象。每月平均成交量於2016年上半年下跌至近期的低位1,108宗後,於隨後8個月上升至1,890宗,於12月份更因車位銷售強勁而急速上升(圖4.32)。儘管如此,反映投機活動的確認人交易仍然淡靜。

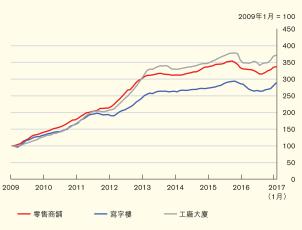
圖**4.32** 非住宅物業的成交量



資料來源:土地註冊處及中原地產代理有限公司。

寫字樓、零售商舗及工廠大廈的價格於2016年上半年小幅調整後,在其後7個月隨成交量上升而分別增長8.4%、5.0%及6.1%(圖4.33)。自2016年中以來,寫字樓及工廠大廈租金亦錄得溫和升幅,而零售商舖租金則進一步整固。非住宅物業的整體租金收益率仍穩定保持在約2.5至3.4%的低位。

圖**4.33** 非住宅物業的價格指數



資料來源:差餉物業估價署。

由於全球宏觀經濟及金融環境、本地經濟增長前景以 及加息的步伐都不太明朗,非住宅物業市場的前景亦 不確定。預期各類別非住宅物業的表現將會不一。舉 例而言,特別是中環以外區域寫字樓的供應上升,可 能會抑制寫字樓的升值潛力。零售銷售自早年的高速 增長回落,或會繼續拖累黃金地段的零售商舖租金。 相反,在針對住宅物業市場的新印花税措施下,市場 對車位及工業物業的投資興趣可能保持強勁。