

## 2. 全球環境及展望

全球經濟狀況有所改善，實體經濟活動同步出現週期性反彈，主要先進經濟體的政治及政策不確定性減少，而新興市場經濟體的宏觀經濟狀況亦好轉。前景改善進而推高資產市場的估值。儘管如此，全球經濟前景仍然面臨眾多不確定因素，包括環球經濟增長動力的可持續性、美聯儲甚或其他主要央行展開貨幣政策正常化所帶來的影響，以及地緣政治緊張局勢升級等。

2017年上半年，東亞地區受惠於較強勁的外部需求，增長動力保持穩定。儘管如此，區內前景面臨多重阻力。一方面，若美國增長遜於預期，可能會導致區內出口復甦受阻；另一方面，近期信貸增長加速及證券資金再度流入持續推高資產估值，亦令區內經濟體受到衝擊的風險上升，在保護主義情緒升溫及朝鮮半島地緣政治緊張的背景下尤其如此。

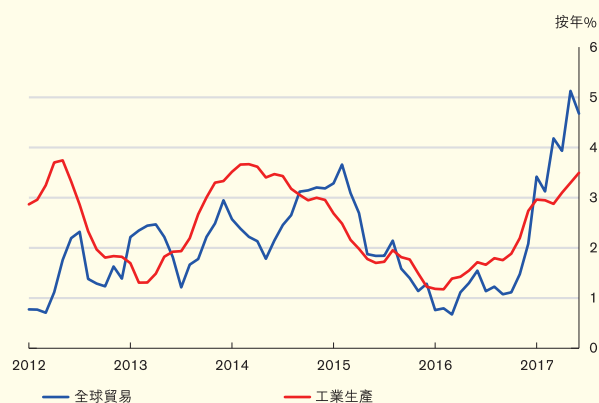
中國內地方面，2017年上半年增長動力進一步改善。雖然短期增長前景仍然樂觀，但亦取決於當局如何在支持經濟及防範系統性風險之間取得平衡。於報告期內，內地當局加強了遏制房地產市場投機活動的措施，並推進金融及企業去槓桿。外部方面，資金外流壓力隨經濟狀況改善而減緩，但全球貨幣狀況及市場情緒均存在不明朗因素，仍會對跨境資金流動的短期前景有重要影響。

### 2.1 外圍環境

全球經濟增長自2016年下半年以來出現週期性反彈，全球貿易及工業生產有所回升（圖2.1）。此前，美國增速超過其他先進經濟體令全球經濟復甦步伐不均，但隨着日本及歐元區增長加快，復甦步伐已趨於一致。支持全球經濟改善的另一原因，是美國及歐洲的政治及政策不明朗因素自2017年初以來逐步消滅，這部分反映於歐洲大選前夕對民粹主義及反建制情緒抬頭的憂慮有所緩和（圖2.2）。在主要先進經濟體之外，新興市場經濟體受惠於全球貿易增長加快及美元轉弱，宏觀經濟狀況好轉。美元走軟部分是由於市場對美國短期內推出財政刺激措施的預期減低，導致美國通脹預期下降及加息前景受壓（圖2.3），且市場預期歐洲央行將減少購買資產，有利於歐元匯率而不利於美元。儘管美聯儲於2017年上半年兩度加

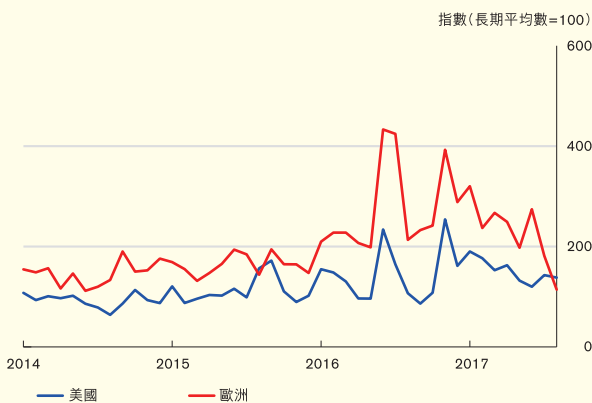
息，但上述發展有助新興市場經濟體免受資金外流壓力。國際貨幣基金組織於7月預測全球產出增長將由2016年的估計3.2%加快至2017年的3.5%。

圖 2.1  
全球貿易及工業生產



註：所示數字為3個月移動平均數。  
資料來源：荷蘭經濟政策分析局(CPB)。

**圖 2.2**  
美國及歐洲的政策不確定性指數



資料來源：Economic Policy Uncertainty。

**圖 2.3**  
美元指數及市場的美國通脹預期



資料來源：彭博及聖路易斯聯邦儲備銀行。

全球經濟狀況近期有所改善，且市場預期美國利率低企，推動環球股市延續美國總統選舉後的升勢，標普 500 指數於 2017 年 8 月創下歷史新高。因此，儘管股票市場近期在美國與北韓之間的地緣政治緊張局勢升級的背景下有所調整，但估值仍然攀至高位。事實上，最新經週期性調整的標普 500 指數市盈率已經超過全球金融危機前的高位，並接近 1929 年股災前夕的水平(圖 2.4)。

**圖 2.4**  
經週期性調整的標普 500 市盈率



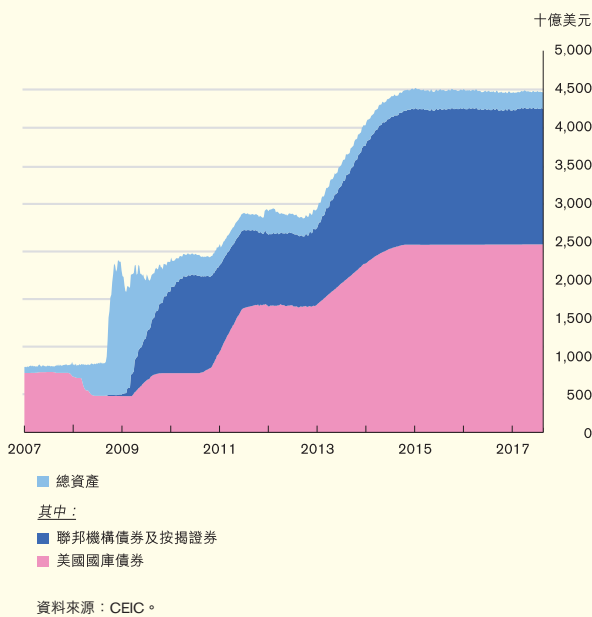
註：經週期性調整的市盈率以標普 500 價格除以過往 10 年的平均經通脹調整的盈利計算。

資料來源：Multpl.com。

儘管目前全球宏觀經濟及金融市場環境良好，但美國在兩方面的主要發展，即經濟擴張出現步入晚週期階段的跡象，以及美聯儲即將實施資產負債表正常化，均會對全球經濟前景及金融市場穩定構成下行風險。部份由於一次性因素(如流動電話服務及二手車輛的價格急跌)，美國的按年核心消費物價通脹率由第 1 季的 2.2% 跌至第 2 季的 1.8%。同時，受惠於消費者開支回升及去庫存拖累減少，按季以年率計的實質國內生產總值增長率由第 1 季的 1.2% 加快至第 2 季的 3.0%。雖然溫和通脹及穩健增長普遍見於中前期經濟復甦期間，但其他經濟環節情況卻反映經濟擴張已進入較後期的階段。例如，近期美國國庫債券收益率曲線趨於平坦和企業債券息差收窄至低位，與經濟擴張處於晚週期階段所觀察到的金融狀況相類似。另一方面，勞工市場狀況日益趨緊(失業率於 8 月降至 4.4%，低於美聯儲估計的 4.6% 的自然失業率)，亦顯示經濟擴張已步入晚週期的階段。專題 1 透過使用一種稱為聚類分析的統計分類方法，研究各種經濟指標在經濟週期不同階段的表現，評估美國經濟所處的最新經濟週期階段。

另一項重要發展是美聯儲計劃於短期推行資產負債表正常化。隨著美國聯邦公開市場委員會於6月舉行會議，美聯儲發表縮減資產負債表規模的詳細策略，逐步提高持有證券本金不再進行再投資的限額。具體而言，美聯儲預計最終每月不再進行再投資的本金限額將為300億美元（就國庫債券而言）及200億美元（就聯邦機構債券及按揭證券而言）。美聯儲主席耶倫於7月向國會提交半年度貨幣政策報告時表示，美國聯邦公開市場委員會預計儲備結餘長遠將會「明顯低於現行水平，但高於金融危機前的水平」（圖2.5）。鑑於縮減資產負債表的步伐緩慢，長期債券收益率的升幅應會溫和。然而，此舉對美國國庫債券市場的影響及其對美國及國際金融狀況的溢出效應仍有待觀察。

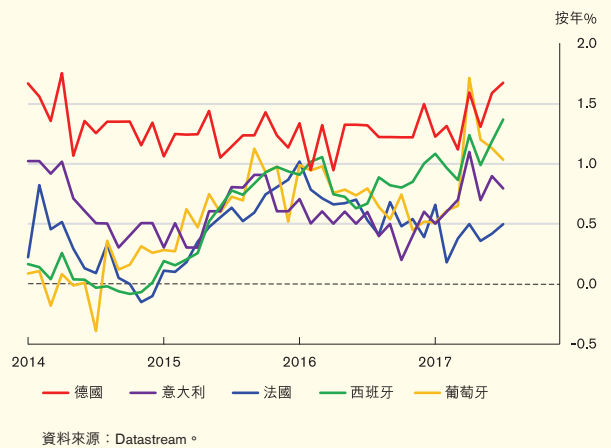
圖 2.5  
美聯儲的資產負債表規模



於美國以外，其他主要先進經濟體的貨幣政策前景亦仍不明朗。歐元區方面，國內需求及出口推動經濟全面復甦，實質國內生產總值於2017年第2季按季增長0.6%，高於前一季0.5%的增幅。勞工市場閒置情況持續減少，失業率於7月微跌至9.1%，創下2009年2月以來的新低。同時，繼親歐候選人馬克龍於5月當選法國總統後，選舉前關於疑歐情緒抬頭的憂慮有所舒緩，政局因而趨於穩定。然而，儘管增長動力

加強，但成員國的通脹仍然低迷，遠低於歐洲央行2%的目標（圖2.6），部分原因是勞工市場的閒置情況仍然顯著，導致工資增長疲軟。在增長動力逐漸加強但通脹低於目標水平的情况下，歐洲央行在未來制定貨幣政策時或需要更審慎地作出平衡。

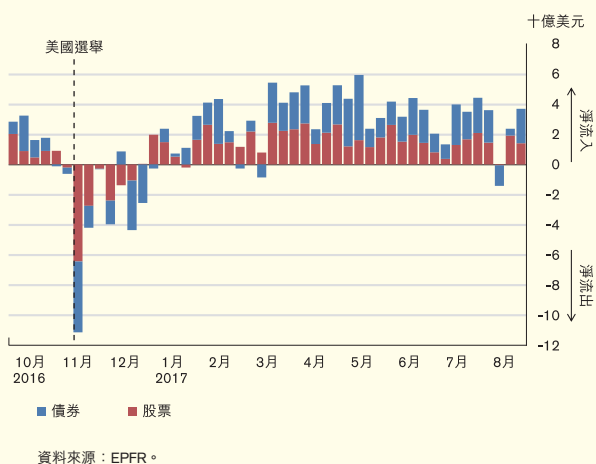
圖 2.6  
歐元區部分成員國的核心消費物價通脹率



日本方面，經濟前景亦有所改善，實質國內生產總值在私人消費及公共開支增長的支持下連續六個季度錄得增長，於2017年第2季按季穩健增長0.6%。此外，經濟及勞工市場閒置情況持續減少。根據日本央行的估計，產出缺口已消除，而失業率於7月跌至23年低位的2.8%。然而，兼職員工比例持續增加的二元勞動市場問題或會抑制工資增長，為日本央行實現2%的通脹目標帶來挑戰。

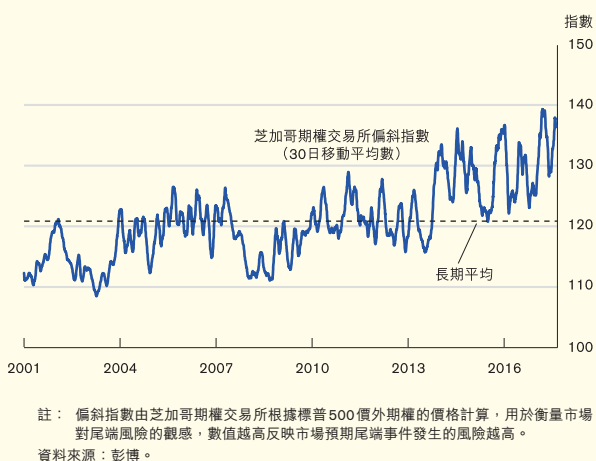
就全球其他地區而言，尤其是新興市場經濟體，全球經濟活動同步改善、以及美元於總統選舉後的強勢在近期有所減弱，均有望在短期內繼續提供有利的宏觀經濟環境。事實上，雖然美聯儲於2017年上半年兩度加息，但新興市場經濟體繼續錄得資金流入（圖2.7），部分反映投資者對經濟前景持樂觀態度。儘管如此，如上文所述，在美聯儲資產負債表正常化導致全球金融狀況收緊的風險影響下，新興市場經濟體於日後面臨的資金流逆轉風險或會增加。

**圖 2.7**  
流入新興市場經濟體的資金



此外，儘管先進經濟體的經濟政策和政治風險有所緩和，但地緣政治緊張局勢最近卻有所升級。特別是北韓與美國之間的緊張局勢升溫，可能會令亞洲和全球的經濟前景蒙上陰霾。雖然目前爆發軍事衝突的風險仍然甚低，但卻不可排除其可能性。與此同時，美方對中方貿易手法展開調查，可能會激發保護主義情緒，為剛起步的全球貿易復甦帶來下行風險。在地緣政治緊張局勢加劇的情況下，市場對尾端風險的預期近期已顯著上升，並超越長期平均水平（圖 2.8）。

**圖 2.8**  
芝加哥期權交易所偏斜指數



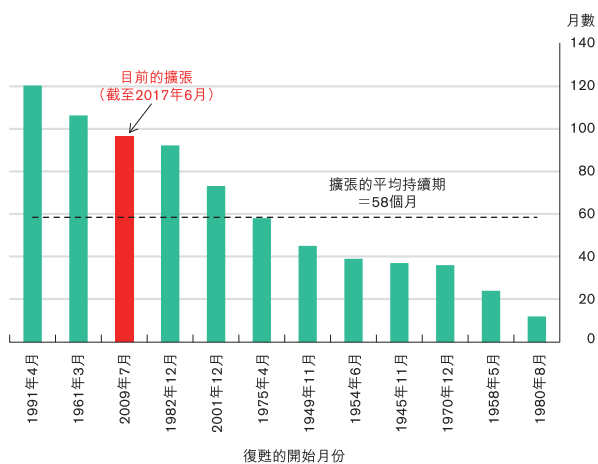
## 專題 1

### 利用聚類分析識別美國經濟週期的最新階段

#### 引言

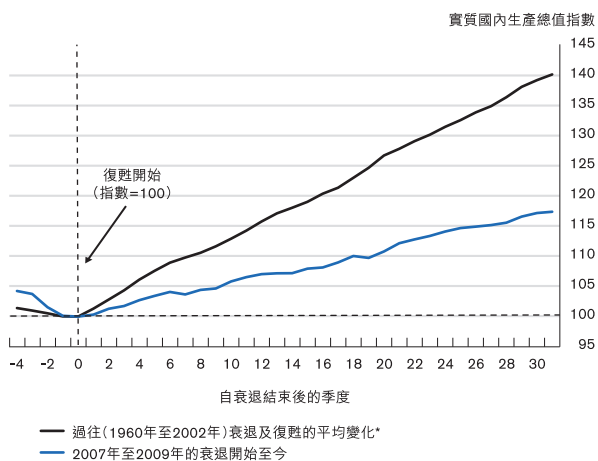
根據美國國家經濟研究局(NBER)的判斷，美國經濟自2009年6月以來持續擴張，是自二戰結束以來第三長的復甦(圖B1.1)，但復甦程度遠遠不如過往的經濟擴張(圖B1.2)。然而，儘管較長時間的擴張並不一定代表即將步入衰退，但仍令人憂慮美國的擴張可能已經步入晚週期階段。

**圖 B1.1**  
二戰結束後美國經濟復甦的持續期



資料來源：NBER。

**圖 B1.2**  
衰退結束後實質國內生產總值的變化



註：(\*) 不包括1970年、1974年及1980年的雙底衰退。

資料來源：美國經濟分析局及金管局職員計算數字。

決定美國經濟是否處於晚週期的擴張階段是一項重要課題。若情況確實如此，目前建基於樂觀盈利預期的高昂美國股市估值或會受到懷疑。步入晚週期階段的擴張亦可對美國貨幣政策正常化的未來步伐帶來深遠影響。

為識別美國所處經濟週期的最新階段，本分析採用一種稱為「k-中值聚類」的統計分類方法，將1960年後的期間劃分為四個截然不同的類別，而這些類別分別對應經濟週期的四個不同階段：(1) 早期擴張、(2) 中期擴張、(3) 晚期擴張及(4) 衰退。然後，我們基於分類結果，分別計算這四個階段的平均持續期，以預計美國經濟目前所處的階段將會持續多久，方會過渡至下一個階段。

#### 利用k-中值聚類方法識別美國經濟週期的各個階段

概念上，「k-中值聚類」是一種統計分類方法，藉此將一組未經分類的數據劃分為指定數目的組別或聚類(k)。根據這種方法，與處於其他聚類的觀察值相比，同一個聚類的觀察值相互間會較「相似」(就特定計量指標而言，而這個指標通常是歐氏距離(Euclidean distance))。

根據Theis及Weihs (2000)以及Dawsey (2014)的方法，我們運用k-中值聚類於1960年1月至2017年3月期間的20項美國經濟指標，以將這段期間劃分為四個可與經濟週期的四個階段相關連的聚類。這20個指標(如表B1.A所列)與美國經濟的五個關鍵層面相關，我們假設這些指標共同決定美國經濟所處的週期階段。

這四個透過採用 k- 中值聚類方法獲取的聚類本身並無任何經濟意義。然而，基於它們與 NBER 界定的衰退在時間上的接近程度，它們可與早期擴張、中期擴張、晚期擴張及衰退的概念掛鉤。具體而言，包含緊接 NBER 界定的衰退之前、期間或之後的觀察值的聚類，可視為分別代表晚週期擴張、衰退及早期擴張，而餘下橫跨早期及晚期擴張階段的聚類，則可視為代表中期擴張。

**表 B1.A**  
聚類分析所採用的經濟指標

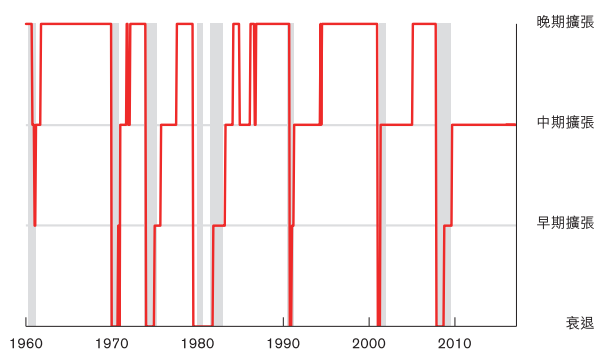
美國經濟層面	經濟指標
金融狀況	<ul style="list-style-type: none"> <li>國庫債券收益率曲線斜率（10年期與3個月期國庫債券收益率之間的差異）</li> <li>實際聯邦基金利率的12個月變化</li> <li>標普500指標的實質每月波幅</li> <li>Baa評級及Aaa評級的美國企業債券收益率差</li> <li>實質工商業貸款的12個月變化</li> </ul>
勞工市場狀況	<ul style="list-style-type: none"> <li>就業缺口（如Erceg及Levin（2013）所界定者）</li> <li>失業率</li> <li>製造業平均每周工時</li> <li>實際平均每小時收入*</li> </ul>
增長	<ul style="list-style-type: none"> <li>實質國內生產總值的12個月變化</li> <li>實際與潛在實質國內生產總值增長的差異</li> <li>ISM製造業採購經理指數</li> <li>工業生產的12個月變化</li> </ul>
通脹	<ul style="list-style-type: none"> <li>核心消費物價通脹指數*</li> <li>單位勞工成本指數*</li> <li>國內生產總值平減指數的12個月變化</li> <li>商品及服務進口價格的12個月變化</li> </ul>
經濟狀況	<ul style="list-style-type: none"> <li>工業使用率</li> <li>製造庫存與發貨比率*</li> <li>企業利潤</li> </ul>

註：所有數據序列均予以標準化，以令其均值为零且標準差為1。季度數字採用插值法換算為月度數字。以(\*)標示的指標於標準化之前採用Hodrick-Prescott過濾器作去趨勢化處理。

### 結果及討論

k- 中值聚類的分類結果如圖 B1.3 所示。該圖顯示基於模型得出的美國經濟週期時序表（1960年1月至2017年3月）。我們的結果大致合理，只未能捕捉自1960年以來的NBER界定的其中一次衰退，其餘的全都涵蓋在內，並大致上呈現美國經濟由衰退到擴張的前中後三個階段的平穩過渡（僅1980年代中期的結果相對波動）。基於該模型的結果，於樣本期末（即2017年3月），美國經濟仍可被分類為處於擴張的中期階段。

**圖 B1.3**  
基於 k- 中值聚類的美國經濟週期時序表



註：灰色陰影所示期間為 NBER 所界定的衰退期。  
資料來源：NBER 及金管局職員計算數字。

接着我們利用部分可獲得的2017年第2季數據，對最近期美國經濟狀況進行樣本外分類<sup>1</sup>。為此，我們計算四個聚類的中心點，然後對最近期數據向量及四個中心點之間的歐氏距離進行比較，若距離較短，則表示更密切匹配<sup>2</sup>。結果（表B1.B）顯示，基於第2季的部分可獲得的數據，美國經濟已過渡至擴張的晚週期階段。

**表 B1.B**  
最近期觀察值的向量與 4 個聚類的中心點的距離

	衰退	早期	中期	晚週期
金融狀況	2.3	3.8	1.6	1.3
勞工市場狀況	2.4	4.1	2.3	1.0
增長	1.8	3.6	0.4	0.9
通脹	3.5	3.4	0.7	0.8
經濟狀況	1.3	3.1	0.7	1.5
整體	5.3	8.1	3.0	2.6

註：以綠色標示的欄位指與最近期觀察值最密切匹配。  
資料來源：金管局職員計算數字。

<sup>1</sup> 聚類分析算法中不可存在漏失值。

<sup>2</sup> 於本專題，一個中心點是一個聚類中的 20 項經濟數據序列的個別均值的 20 維度向量。聚類 (x) 中心點與數據向量 (y) 之間的歐氏距離按以下公式釐定：

$$dist(x, y) = \sqrt{\sum_{i=1}^{20} (x_i - y_i)^2}$$

五個子集各自的中心點與最近期數據向量的距離採用類似的計算方法。

分類結果與直覺大致吻合。就金融狀況而言，國庫債券收益率曲線於近期趨平、股市波幅低企，以及企業債券息差收窄至低位，均是晚週期擴張的常見指標。與此同時，勞工市場狀況逐漸收緊（失業率於8月份降至4.4%，低於美聯儲估計的4.6%的自然失業率），以及實際工資增長高於平均水平，均顯示就業週期現正處於晚週期的擴張階段。另一方面，相較過往的復甦，國內生產總值增長不尋常地偏弱，加上通脹步伐放緩及工業使用率低於平均水平，均令該模型將最近期的增長、通脹及經濟狀況子週期分類為中期擴張。綜合考慮20個經濟指標，其最新數值最接近代表晚週期擴張階段的聚類。

在其後的步驟中，我們根據分類結果計算經濟週期四個階段的過往平均持續期（表B1.C）。尤其值得注意的是，美國的晚週期擴張階段平均而言通常持續4年，大致介乎2至8年不等。這些結果顯示，儘管現時的美國經濟擴張有可能剛剛步入晚週期階段，但相信仍可持續一段時間，方會過渡至衰退。

**表 B1.C**  
四個經濟週期階段以往的持續期（以年為單位）的摘要數據

	衰退	早期	中期	週期末
平均持續期	0.9	0.8	3.0	4.2
持續期	0.3 - 2.3	0.2 - 1.8	0.6 - 7.6	1.8 - 8.3

資料來源：金管局職員計算數字。

### 方法的局限

作為一種統計方法，聚類算法完全依賴過去數據的模式來對目前的觀察值作分類。然而，由於美國經濟自全球金融危機以來出現結構性變化，經濟指標的表現或會有別於過去，因而引起錯誤分類的風險。尤其是預示金融週期已達晚期的最新訊號乃基於收益率曲線趨平這一情況而推斷得出，但該種情況可能僅是美聯儲推行量化寬鬆政策所致的扭曲，並有可能在美聯儲展開資產負債表正常化後逆轉。此外，倘若在全球金融危機過後勞工參與率顯著下降的情況僅屬暫時性，則有可能暗示勞工市場閒置的程度超出預期，自然失

業率因而被高估。這些可能性有可能會令現時的擴張較過往所錄得的擴張持續更久，並反映應將其分類為中期而非晚週期階段。

### 結論

總括而言，我們的實證結果顯示，美國經濟剛剛過渡至擴張的晚週期階段，但基於過往經驗，預期這個擴張階段應可持續一段時間。不過，由於美國經濟自全球金融危機以來出現結構性變化，有可能令目前的擴張較以往更長，加上聚類分析依賴過去數據的特性，或會導致出現錯誤的分類結果。

### 參考文獻

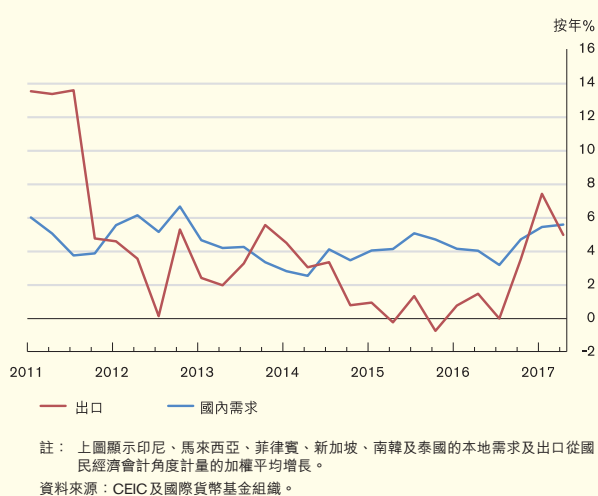
Dawsey, K. (2014), 「Don't call the expansion old」, 高盛客戶札記。

Erceg, C. J., & Levin, A. T. (2013), 「Labor force participation and monetary policy in the wake of the great recession」, 《IMF Working Paper》第13/245號。

Theis, W. & Weihs, C. (2000), 「Clustering techniques for the detection of business cycles」, 《Classification and Information Processing at the Turn of the Millennium》(第127至134頁)。Springer, Berlin, Heidelberg。

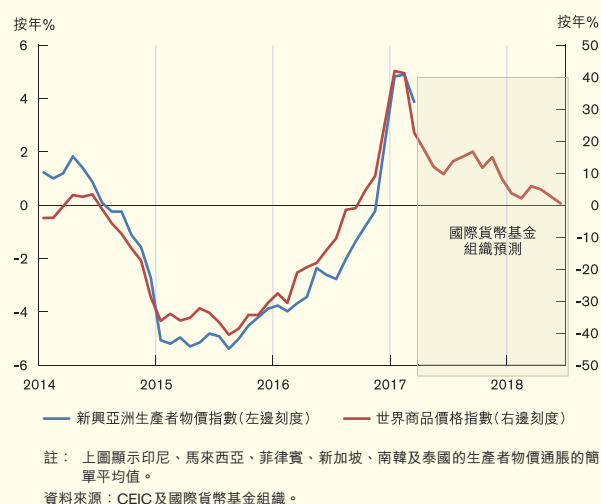
東亞方面<sup>3</sup>，承接自2016年年底以來的增長勢頭，實體經濟表現在2017年上半年維持平穩。先進經濟體和中國內地的需求較預期強勁，令對外貿易成為區內經濟增長的主要動力（圖2.9）。自2016年年底以來，南韓、新加坡及台灣等較依賴貿易的區內經濟體的貨物出口顯著回升，而印尼及馬來西亞等商品出口國亦受惠於全球需求改善。

**圖 2.9**  
東亞：本地需求及出口



與此同時，最近數月，關於區內通脹壓力回升的擔憂稍為舒緩。平穩的食品及石油等全球商品價格減輕了通脹升溫的壓力。事實上，由於商品通脹放緩，區內生產者物價指數自2015年年底以來的強勁升勢有可能已於2017年年初見頂（圖2.10）。此外，區內各經濟體的本地需求較為溫和，因此估計短期難以推動通脹。

**圖 2.10**  
東亞：生產者物價指數及商品價格



受惠於實體經濟活動持續改善，區內金融市場於最近數月普遍表現正面。自今年年初以來，區內貨幣兌美元普遍走強，而彭博亞元指數於2017年首八個月上升4.9%。此外，區內的股票價格自今年第2季以來大幅上升，而按市盈率計算，MSCI亞洲（日本除外）指數的估值於過去數月顯著上升（圖2.11）。與此同時，自第2季以來，投資資金再度流入區內，令東亞經濟體的主權債券收益率維持於低位。

**圖 2.11**  
MSCI亞洲（日本除外）市盈率



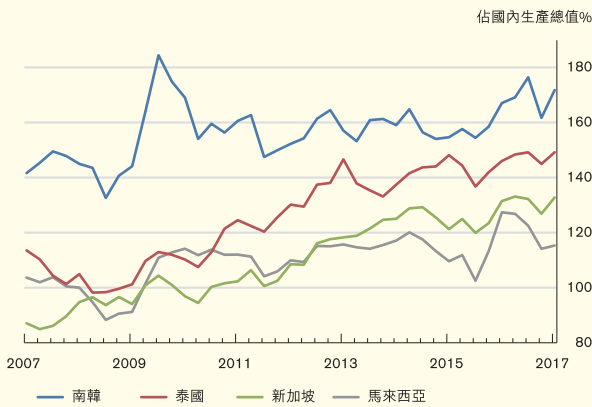
<sup>3</sup> 東亞經濟體指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。



儘管實體經濟及金融市場於近期表現樂觀，但東亞經濟體仍面臨多重阻力：

- 首先，在貿易方面，由於近期美國政府計劃對中國內地施加貿易限制，市場對中美兩國爆發貿易戰的憂慮加劇。在區內貿易高度一體化的背景下，若中美貿易關係惡化，可能會對其他東亞經濟體產生重大負面影響。此外，美國最近數月的經濟表現遜於預期，亦可能會阻礙區內的出口復甦。
- 其次，本地方面，於2015年至2016年短暫去槓桿後，區內多個經濟體的私營部門信貸增長近期有所回升，未償還私人信貸總額反彈至相對高位（圖2.12）。在此背景下，若金融狀況收緊，將會對負債沉重的公司和個人的償債能力構成壓力。在此情況下，鑑於過去數年信貸增長一直支持區內的需求，若金融緊縮觸發去槓桿，可能會拖累亞洲區內各經濟體的增長。

**圖 2.12**  
東亞：私營部門信貸



- 第三，金融市場方面，雖然區內的金融資產估值仍相對吸引並繼續拉動更多資金流入，但若估值進一步上升，其與先進經濟體之間的差距將會收窄，從而令資金逆流及價格調整的風險上升。

除上述挑戰外，近期朝鮮半島地緣政治緊張局勢升級，亦令區內的穩定性面臨更大的不明朗因素。若發生任何末端風險事件，包括軍事衝突，由此帶來的衝擊可能會導致區內的經濟及金融市場急劇動盪。

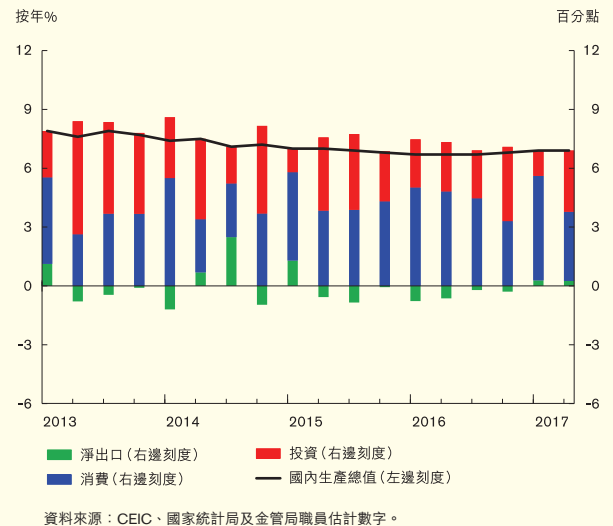
展望未來，考慮到未來面臨諸多挑戰，加上通脹壓力尚不明顯，區內大部分央行可能在近期維持利率不變，保持寬鬆的貨幣政策立場以促進增長。

## 2.2 中國內地

### 實體經濟

2017年上半年，在消費維持穩健、投資增長反彈及出口表現改善的情況下，中國內地的增長動力進一步回升。特別是實質國內生產總值按年增長率由2016年第4季的6.8%，上升至2017年首兩個季度的6.9%（圖2.13）。

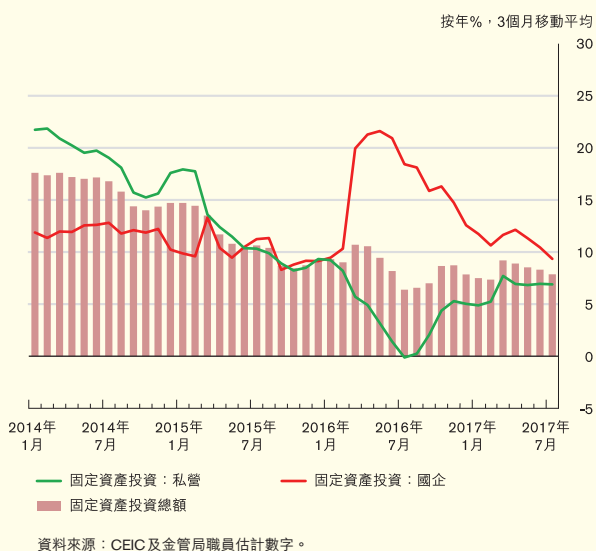
**圖 2.13**  
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



在國內生產總值的主要組成部分中，由於勞工市場情況穩健，居民收入加速增長，2017年上半年消費仍然是增長的主要推動因素。特別是，實質人均可支配

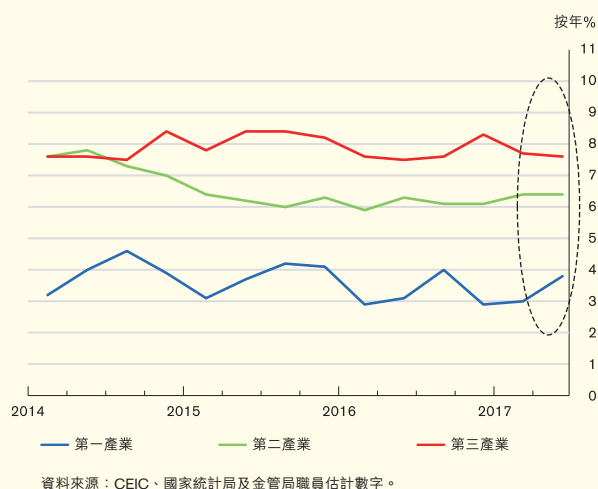
收入按年增長率由2016年的6.3%加速至2017年上半年的7.3%。相比之下，自2017年初以來，樓市市道暢旺，加上基建支出保持穩健，帶動私人投資反彈，因此投資對國內生產總值的貢獻於期內有所上升（圖2.14）。由於外部需求增加，出口增長的幅度超過進口增長，淨出口的貢獻於2017年上半年轉為正數。

**圖 2.14**  
中國內地：按企業類別劃分的固定資產投資



以增加值計算，第三產業在2017年上半年增長放緩（圖2.15）。於主要服務行業中，房地產及金融業增長放緩，可能是由於當局採取審慎措施，以遏制房地產市場及金融系統的風險。但運輸及倉儲業、批發及零售業與住宿及餐飲業則錄得較快增長。相比之下，在國內外需求改善的情況下，工業活動較先前活躍，促使第二產業增長在2017年上半年加快。由於第三產業增長速度持續較其他產業為快，第三產業佔國內生產總值的比例由2016年的51.6%進一步上升至2017年上半年的54.1%。

**圖 2.15**  
中國內地：按行業類別劃分的國內生產總值增長



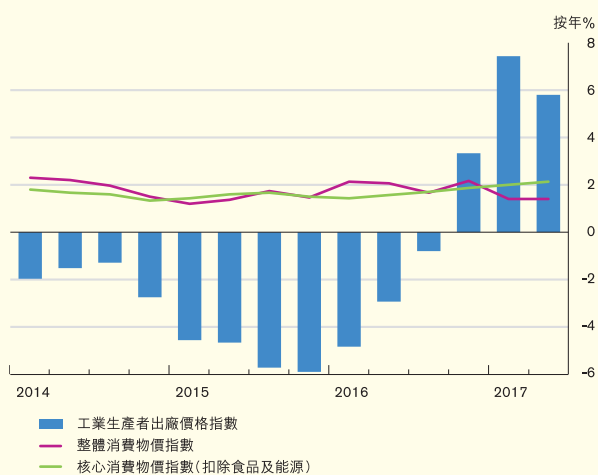
內地經濟的短期增長前景仍為正面。外圍方面，先進經濟體進一步改善，可望繼續支持出口表現。國內方面，經濟環境穩定及營商信心恢復，均應能為私人投資提供支持。與此同時，勞工市場情況緊張，居民收入增長穩健，亦應有利於私人消費。

然而，未來前景亦取決於當局如何在支持經濟及防止金融風險增加之間取得平衡。報告期內，由於樓價快速上升，當局針對樓價上升推行進一步收緊措施，並推動金融去槓桿，以應對銀行對資產負債表外活動的敞口風險增加的情況。與此同時，政府亦將增長目標從2016年的6.5%至7%調整為2017年的6.5%左右。最近幾個季度的經濟表現較預期為佳，可能為當局提供更多空間推行房地產市場收緊措施及金融去槓桿，但這些舉措可能會透過投資渠道對增長構成壓力。最新的共識預測顯示，市場分析員預期2017年實質國內生產總值增長將為6.7%，略高於政府訂立的6.5%左右的目標。

雖然整體經濟情況持續改善，但報告期內消費物價通脹仍較為溫和。由於食品價格下滑，按年計的整體消費物價通脹由2016年第4季的2.2%下降至2017年上半年的平均1.4%（圖2.16）。然而，按年計的核心通脹（扣除食品及能源價格）於期內由1.9%稍升至2.1%，原因是服務價格錄得較快增長。在批發層面，按年計的工業生產者出廠價格通脹由2月份7.8%的近期峰值降至6月份的5.5%，反映原材料成本等上游價格在第2季度輕微下降。

展望將來，假如增長動力進一步改善，通脹的上行風險短期內仍將持續。然而，當局為遏制系統性風險而實行的收緊政策，可能在一定程度上產生抵銷作用。此外，人民幣匯率亦可能會影響進口價格，進而影響短期通脹前景。

圖 2.16  
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹



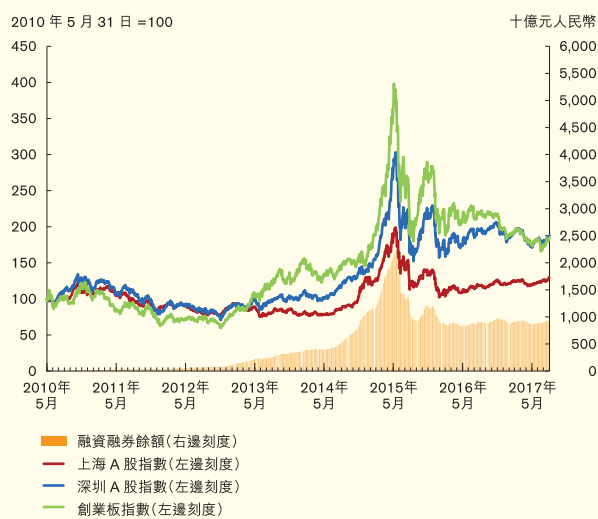
資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

### 資產市場

於報告期內，當局為遏制系統性風險而採取的收緊措施，繼續影響着中國內地的資產市場的表現。舉例而言，受金融去槓桿影響，流動性狀況趨緊，內地商品價格因而於今年初一度下跌。然而，其後商品價格反彈，這可能是由於近期的經濟表現較預期為佳，令市場情緒有所改善。

股市方面，投資者情緒保持平穩，槓桿交易活動亦有所減少。流動性狀況收緊似乎抑制了市場的風險胃納，投資者偏好於報告期內更多的從追求增長轉向價值投資。因此，上海證交所大型股的股價緩慢上升，但深圳證交所高估值小型股的股價反而持續下跌，當中尤以創業板最為明顯（圖2.17）。事實上，在政策制訂者宣布設立金融穩定發展委員會以進一步遏制金融風險後，深圳證交所創業板指數隨即於7月17日急挫近5.1%。

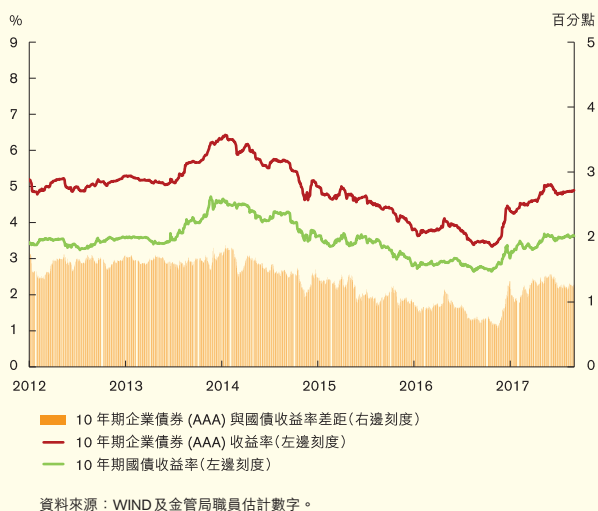
圖 2.17  
中國內地：主要股市指數



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

銀行間流動性狀況收緊，亦推高債券市場的發行成本，政府及企業債券收益率於報告期內均有所上升（圖2.18）。儘管企業財務狀況因經濟表現優於預期而有所改善，公司債券與政府債券的收益率差距亦有所擴闊。公司債券收益率差距加大，可能部分反映在此輪銀行信貸收緊中，內地企業對融資的殷切需求，以及投資者的風險胃納受到抑制。

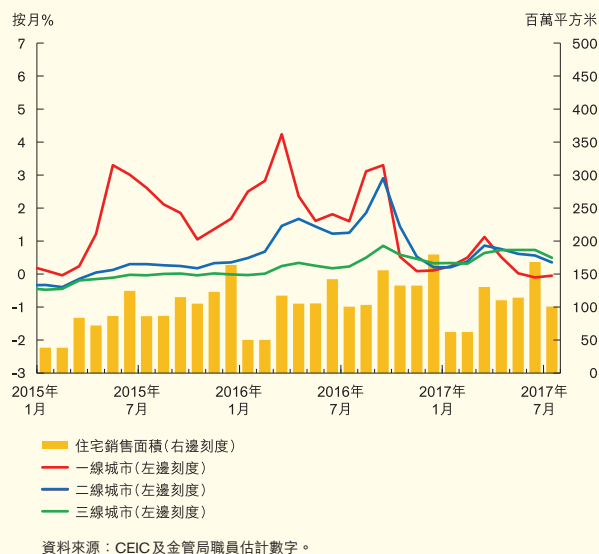
**圖 2.18**  
中國內地：10年期企業及政府債券收益率



2017年上半年，內地房地產市場依然暢旺，樓價及成交量持續攀升。樓市暢旺，固然能夠在一定程度上為經濟提供支持，但房地產市場長期的亢奮，卻有可能為未來金融系統的穩定性埋下隱憂。有見及此，內地當局進一步加強收緊措施，包括於不同城市提高首付比例要求，並將土地供應與房屋庫存相掛鉤。

因此，樓價的上漲速度在2017年第1季略為加快後，不同等級城市的房地產市場表現出現分歧（圖 2.19）。在房地產市場過熱的較高級別城市，隨着成交量減少，樓價環比增幅於近期有所放緩。一線城市的樓價更在7月份連續第2個月錄得按月下跌。相比之下，房屋庫存壓力較大的較低級別城市的樓價增長及成交量於同期內均微幅上升。儘管如此，這一趨勢會否延續，仍然有待觀察。

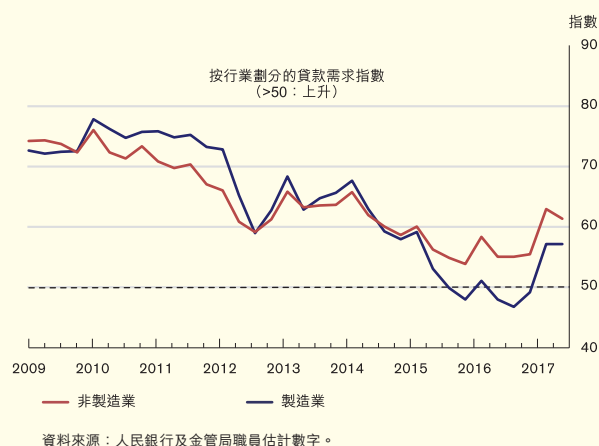
**圖 2.19**  
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



### 銀行貸款及資產質素

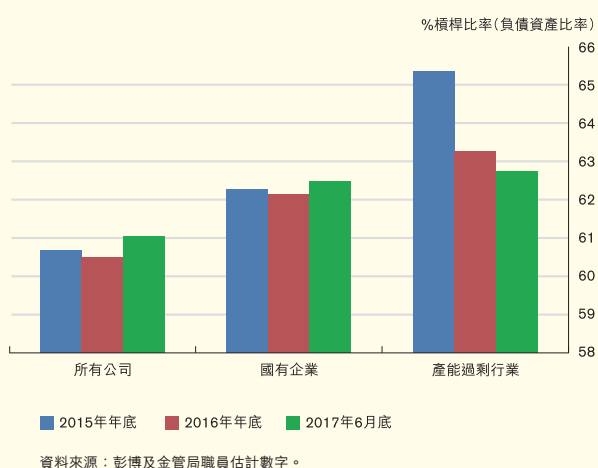
於回顧期內，隨着經濟活動改善，公司貸款需求亦有所增加。根據人民銀行的季度問卷調查，2017年上半年製造業與非製造業貸款需求均顯著回升（圖 2.20）。

**圖 2.20**  
中國內地：按行業劃分的貸款需求指數



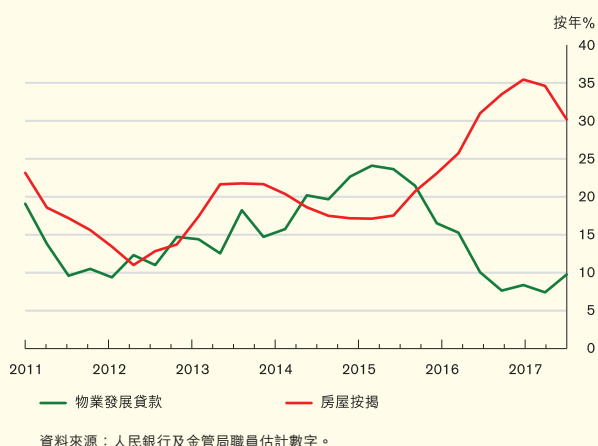
雖然貸款需求有所改善，但由於當局正努力推動企業去槓桿，因此人民幣銀行貸款增長大致維持穩定。特別是銀行繼續對財力較弱的借款人收緊貸款審批標準，例如效率欠佳的國有企業和產能過剩行業的公司。因此，產能過剩行業公司的槓桿於2017年上半年繼續下跌，而國有企業的槓桿則輕微上升（圖2.21）。

**圖 2.21**  
中國內地：企業槓桿：國有企業及產能過剩行業



鑑於房地產市場亢奮的相關潛在風險，內地銀行亦收緊房地產發展商的貸款審批標準。因此，發展商貸款的增長保持低企，但仍由2016年底的按年增長8.4%，輕微上升至2017年6月底的9.8%（圖2.22）。

**圖 2.22**  
中國內地：物業發展貸款及房屋按揭增長

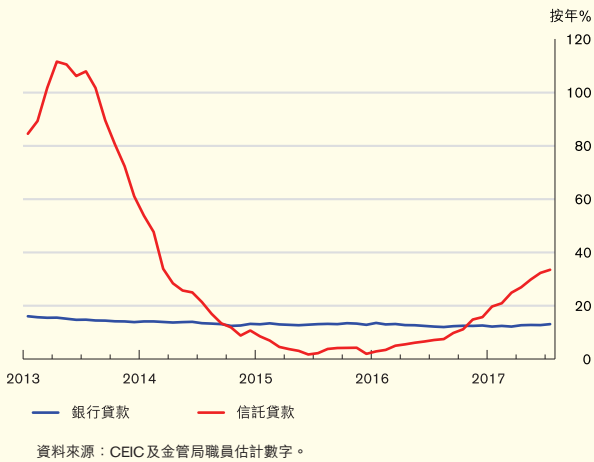


另一方面，隨着房地產市場的收緊措施推出，按揭貸款增長提速一年多之後在2017年上半年放緩。就目前而言，與按揭貸款快速增長有關的風險仍然可控。特別是由於當局採取宏觀審慎措施（例如收緊首付比例的規定），內地的個人槓桿水平仍然處在較低水平；6月份，未償還按揭貸款的規模僅相等於家庭存款的約35%。

雖然銀行對房地產市場的直接敞口風險應可控，但由於中國內地房地產市場在以抵押品為本的貸款體系中扮演重要角色，因此銀行透過抵押品渠道對房地產市場承擔的敞口風險不容忽視。專題2透過研究房地產價格通過抵押品渠道對企業借貸的影響，討論銀行對房地產市場的敞口風險。我們的分析顯示，房地產價格變動對公司的債務增長有正向影響，尤其是對小型及非國有企業等財力有限的公司。因此，我們的研究結果顯示，雖然以抵押品為本的借貸可能有助緩解內地小型或私營企業的融資困難，但銀行高度倚賴房地產及土地作為貸款抵押品，亦可能會導致這些公司的負債跟隨房地產市場的週期而波動。

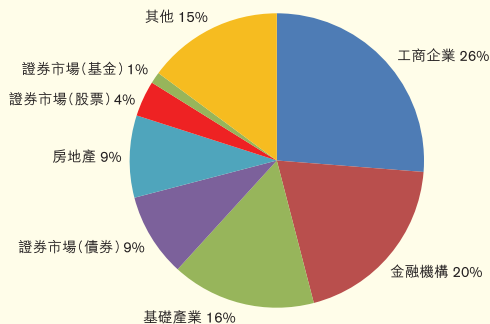
由於銀行貸款收緊可能無法滿足內地公司日益增長的融資需求，近幾個季度影子銀行活動有復甦跡象。其中信託貸款增長由2016年年底按年15.8%上升至2017年7月的33.5%，明顯超過銀行貸款的增長速度（圖2.23）。雖然信託貸款增長率快速攀升，但信託貸款餘額的規模至今仍相對較小。截至2017年7月，信託貸款餘額的規模維持在7.7萬億元人民幣，相當於整體銀行貸款的6.6%。

**圖 2.23**  
中國內地：銀行貸款及信託貸款增長



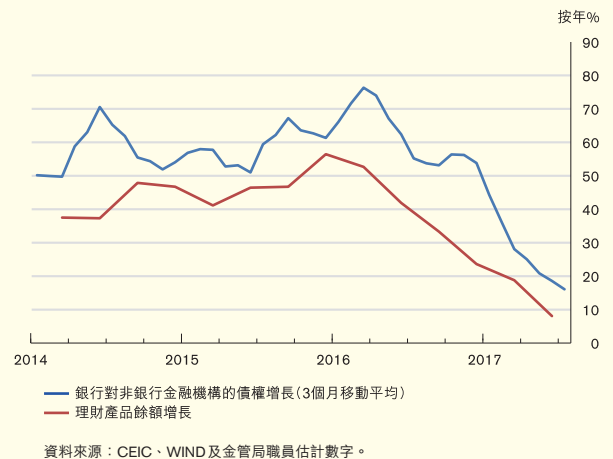
雖然有關信託貸款投向的資訊甚少，但信託資金投向明細顯示，截至2017年6月，在信託資金當中，合共約25%投資於較易受衝擊的行業，例如房地產及基礎產業(圖2.24)。儘管如此，鑑於影子銀行產品複雜及欠缺透明度，信託公司可能會透過持有股票、債券及投資基金等金融工具，而在整體上對這些較易受衝擊的行業有更高的敞口風險。

**圖 2.24**  
中國內地：截至2017年6月止按行業劃分的信託基金



鑑於影子銀行活動擴大的相關風險，中國銀行業監督管理委員會(中國銀監會)加大銀行同業市場上銀行對非銀行金融機構借貸的監管力度，原因是這些借貸被視為影子銀行活動的一個重要資金來源。因此，銀行對非銀行金融機構的債權增長在2017年上半年顯著回落(圖2.25)。此外，自2017年第1季以來，內地當局亦開始將表外理財產品納入內地銀行的宏觀審慎評估，令理財產品(影子銀行活動的另一個重要資金來源)的規模增長亦進一步放緩。

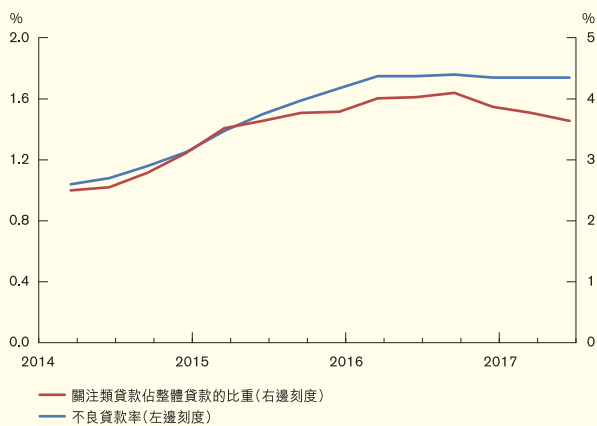
**圖 2.25**  
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權及理財產品餘額



除了推行收緊措施外，內地亦於今年7月份的全國金融工作會議上宣佈成立金融穩定發展委員會。新委員會的設立顯示當局銳意繼續深化金融改革及制定協同監管框架，以更有效地遏制金融風險，特別是與企業槓桿及地方政府債務相關的金融風險。

由於內地公司的營商環境及財政狀況好轉，以及貸款審批標準的收緊，於報告期內，內地銀行的資產質素呈現改善跡象。2017年第2季的不良貸款率維持穩定，處於1.74%的較低水平，而關注類貸款佔整體貸款的比重則由2016年年底的約3.9%進一步下降至約3.6%(圖2.26)。

**圖 2.26**  
中國內地：不良貸款率及關注類貸款佔整體貸款的比例

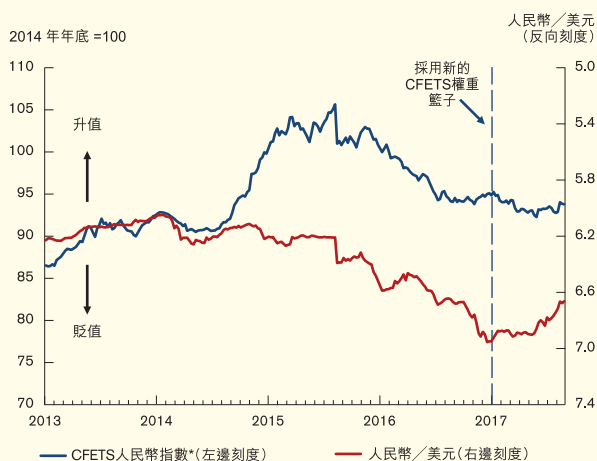


資料來源：中國銀監會及金管局職員估計數字。

### 匯率及跨境資本流動

經濟狀況及市場情緒改善，加上美元轉弱，令近期人民幣兌美元匯率趨強。特別是在2017年3月至8月期間，人民幣兌美元升值4.1% (圖 2.27)。相比之下，作為反映人民幣兌一籃子貨幣貿易加權變動情況的中國外匯交易中心(CFETS)人民幣指數，於報告期內輕微下跌0.1%。

**圖 2.27**  
中國內地：CFETS 人民幣指數及人民幣兌美元匯率



\* 2015年12月之前的指數根據CFETS人民幣籃子的權重估計。

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

CFETS 人民幣指數近期企穩，部分亦是由於人民幣定價構成公式的完善。當局宣佈，已於5月份在人民幣中間價報價模型中引入逆週期因子，以抵銷因外匯市場的市場情緒及羊群效應而造成的人幣匯率順週期變動，從而更好地保持人民幣兌一籃子貨幣的匯率基本穩定。

資金外流壓力隨市場情緒改善而減緩。人民銀行外匯佔款及剔除估值影響後中國內地外匯儲備的跌幅自2017年年初以來已顯著收窄 (圖 2.28)。因此，7月份中國內地的外匯儲備已連續6個月企穩於3萬億美元以上水平。

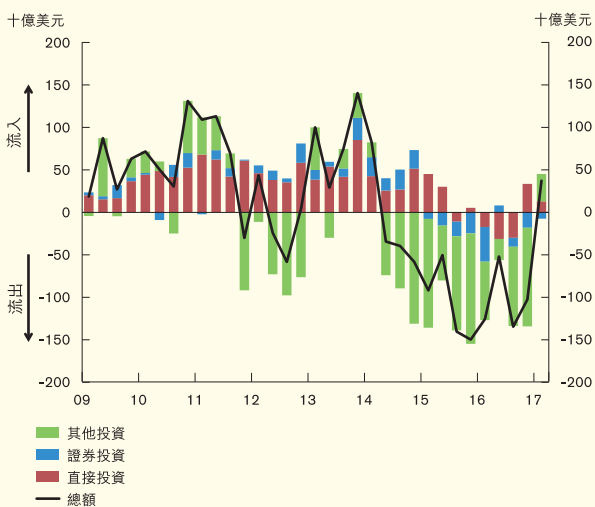
**圖 2.28**  
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

國際收支平衡最新統計資料亦顯示資本外流壓力減少，其中跨境資本流動於2017年第1季錄得淨流入，自2014年第1季以來尚屬首次。淨跨境資本流動的逆轉主要是受2017年第1季以其他投資形式的資本外流轉向推動所致 (圖 2.29)。特別是非本地居民貿易信貸還款增加，令第1季貿易信貸錄得季節性淨流入。同時，隨着在岸信貸市場流動性狀況收緊，內地銀行及企業的對外借款亦於期內錄得增長。

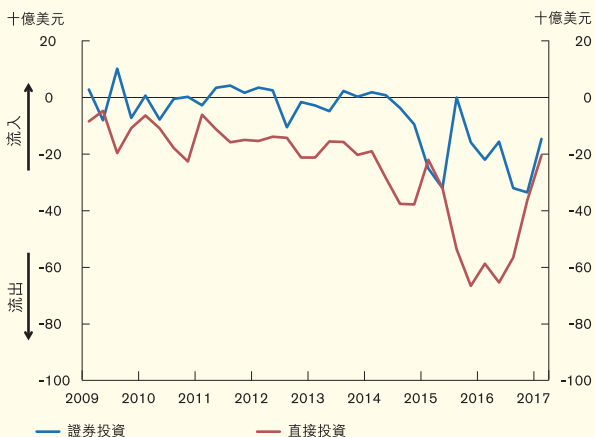
**圖 2.29**  
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資本流動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

內地居民以直接投資及證券投資形式進行的海外資產配置近期顯著回落，亦令資本外流壓力減少（圖 2.30）。儘管如此，由於跨境資本流動並不穩定，我們仍需在更長的時間內加以觀察，方可確定直接投資及證券投資的最新發展。

**圖 2.30**  
中國內地：透過證券及直接投資渠道的跨境資本流動：資產方



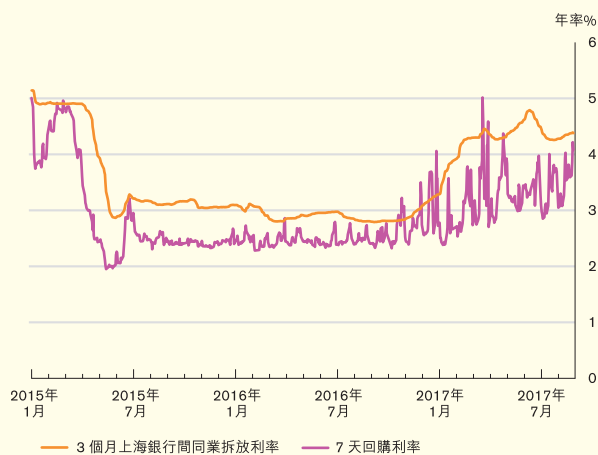
資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

展望未來，債券通的推出及A股被納入MSCI新興市場指數，可能會促使更多資本透過證券投資渠道流入。然而，主要經濟體的貨幣狀況及全球市場情緒仍存在不明朗因素，可能會對跨境資本流動的近期前景產生較大的影響。長期而言，經常帳盈餘及強勁的經濟及生產力增長將繼續為人民幣匯率提供支持。

### 財政及貨幣政策

貨幣政策方面，於報告期內，中國人民銀行一方面維持穩健中性的政策立場，另一方面收緊銀行間流動性，以應對銀行體系有所增加的風險，特別是銀行對非銀行金融機構的敞口風險。因此，回購利率及上海銀行間同業拆放利率在2017年均有所上升（圖 2.31），而非銀行金融機構的銀行間融資成本升幅較大。

**圖 2.31**  
中國內地：7天回購利率和3個月上海銀行間同業拆放利率



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。



雖然中國人民銀行已採取如中期借貸便利等定向措施，以支持金融機構的融資需求，同時亦維持基準貸款及存款利率不變，但銀行間融資成本的上升似乎已經傳導至最終使用者。特別是非金融企業及其他部門貸款加權平均利率從2016年第4季的約5.3%，上升至2017年第2季的約5.7%。因此，根據中國人民銀行編製的貨幣政策感受指數，更多銀行認為貨幣政策在2017年首兩個季度有所收緊（圖2.32）。

**圖 2.32**  
中國內地：銀行的貨幣政策感受指數

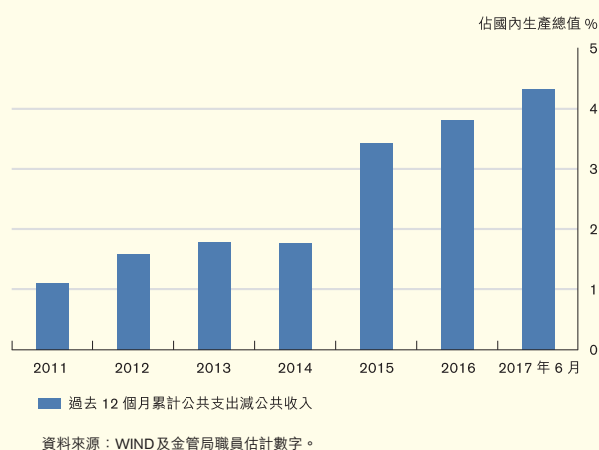


財政政策方面，當局繼續採取更積極的政策立場。特別是為了促進私人支出，政府於6月份宣佈進一步減少企業稅費2,830億元人民幣。此前，政府在今年初已推出措施減少企業稅費達7,180億元人民幣。

支出方面，為促進地方基建投資，當局鼓勵私營資本參與地方基建項目。例如政府和社會資本合作計劃入庫項目規模於2017年第2季按年顯著增長54.3%至16.4萬億元人民幣。相比之下，簽約落地項目的規模亦由一年前的1.1萬億元人民幣增長至今年第2季的3.3萬億元人民幣。

反映當局採取積極的財政政策立場，中國內地的公共開支增長速度在2017年上半年繼續高於公共收入增長。因此，以過去12個月計，公共支出與收入的缺口佔國內生產總值的比例由2016年底的3.8%擴大至2017年6月的4.3%（圖2.33）。

**圖 2.33**  
中國內地：公共支出與公共收入的缺口



預算赤字增加或會導致政府債務，特別是地方政府債務進一步擴張。根據國家審計署於2017年6月發佈最新一份覆蓋16個省、16個市及14個縣級政府的報告顯示，確實有部分地方政府的債務增長較快。報告亦強調地方政府債務風險總體仍可控。

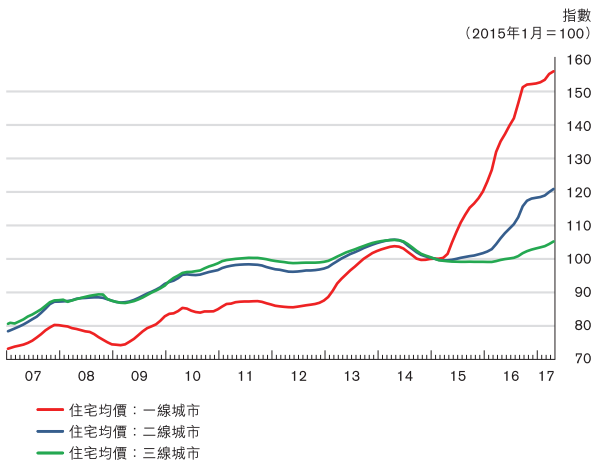
為更好地防範地方政府債務相關的風險，當局加強了對地方政府債務發行的管理。例如，當局於6月推出一項地方土地儲備專項債券發行的試行計劃，以減低地方政府從不規範渠道借款的動機。此外，當局於金融工作會議上宣佈，將會設立地方政府官員終生問責機制，務求向地方政府施加財政紀律及遏制不斷膨脹的債務問題。

## 專題2 中國內地房地產價格與企業借貸

### 引言

中國內地房地產價格自2015年以來顯著上升。在北京、上海、廣州及深圳等一線城市，房地產價格於過去兩年平均上漲接近60%（圖B2.1）。一線城市價格節節上升，二線城市房地產價格亦跟隨其後，自2016年以來穩步上揚。鑑於房地產週期與金融穩定緊密相連，房地產價格飆升已引起關注。

**圖B2.1**  
按城市級別劃分的中國內地住宅價格



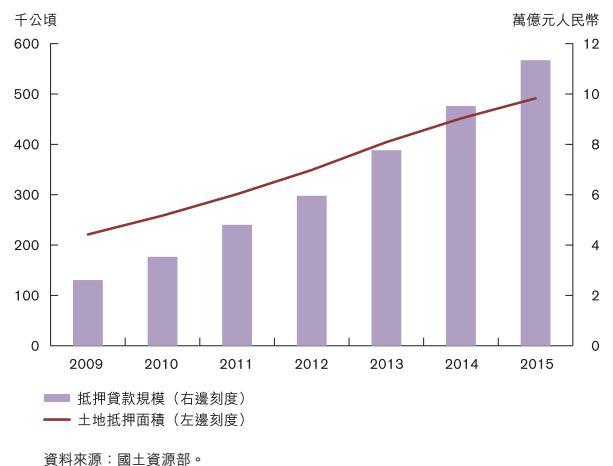
就目前來看，銀行對房地產市場的直接敞口風險應可受控。首先，銀行對房地產市場的直接敞口風險規模並不是非常大。截至2017年6月底，發展商的銀行貸款佔銀行貸款總額的比例僅為6%。按揭貸款佔銀行貸款總額的份額稍高，約為18%。其次，也是更重要的一點，鑑於與房地產市場過熱相關的潛在風險，內地當局已推出審慎監管措施。例如，銀行已收緊了發展商的貸款審批標準，特別是針對規模較小及較脆弱的發展商。對於按揭貸款人，由於當局採取宏

觀審慎監管措施，例如提高了首付比例要求等，因此他們的槓桿水平仍然為低。截至2017年6月底，未償還按揭貸款的規模僅相等於家庭存款總額約35%。

雖然銀行對房地產市場的直接敞口風險應可受控，但鑑於房地產市場在中國內地以抵押品為本的貸款體系中扮演重要角色，因此銀行透過抵押品渠道對房地產市場承擔的敞口風險不容忽視。

特別是若要在金融市場獲取信貸，中國內地的大多數借款人必須持有抵押品<sup>4</sup>，而隨著房地產市場發展，這些抵押品似乎主要為物業及土地。根據國土資源部編製的統計數據，84個主要城市的土地抵押總面積從2009年至2015年顯著增加約120%（圖B2.2）。以土地作為抵押品的貸款金額亦於同期由2.6萬億元人民幣上升至11.3萬億元人民幣。

**圖B2.2**  
84個主要城市的土地抵押面積以及土地抵押貸款規模



<sup>4</sup> 根據最新的《世界銀行企業調查》(World Bank Enterprise Survey)，於2012年，中國內地約80%的企業貸款須提供抵押品，抵押品的價值平均約為所借貸款的200%。相比之下，在一些經濟體中，例如美國及意大利，銀行借貸以風險為本，大多數貸款人即使並未持有任何抵押品，仍可獲得貸款(Kunieda及Shibata (2011)和Fabbri及Padula (2004))。

以土地及物業為抵押品的銀行貸款金額甚至可能更龐大，但這方面公開可得的資料較少。例如，一些觀察證據如國際貨幣基金組織於2011年發佈的一份報告中指出，內地五大銀行30-45%的貸款有抵押品作支持，而大部分抵押品為房地產。

鑑於房地產市場在中國內地以抵押品為本的貸款體系中所扮演的重要角色，房地產價格或抵押品價值自然會影響公司的借貸行為，進而影響銀行對房地產市場的敞口風險以及貸款質素。然而，可能由於數據所限，相關研究並不多。為填補這一空白，揭示銀行對房地產市場敞口相關的風險，本研究從抵押品渠道方面分析房地產價格對企業借貸的影響。

### 實證框架

為估算房地產價格或抵押品價值如何影響公司的借貸行為，我們運用Banerjee及Blickle (2016)和Adelino等人(2015)的方法，通過以下變量解釋企業債務的增長情況，

$\Delta$ 債務 =  $f$ (公司特徵、 $\Delta$ 房價，控制變量)，

其中 $\Delta$ 債務指公司的每年債務增長(以公司負債總額的每年變動代表)， $\Delta$ 房價指一間公司總部所在省份的平均房地產價格變動。

除房地產價格的變動外，我們亦在上述等式加入能夠反映公司財務狀況或經營狀況的公司特徵變量，例如現金狀況、槓桿水平、盈利能力及銷售總額，因為這些因素與公司的資金需求以及可獲得的資金量相關。

為準確估算出房地產價格通過抵押品渠道對企業借貸的影響，我們亦在上述等式加入若干控制變量。例如我們加入行業銷售增長，以控制下述這種狀況的影響：由於公司屬於房地產相關行業，因此在房地產市

場暢旺時增加借貸用以擴張業務，而並不是由於抵押品價值增加而增加借貸。另外，各省生產總值增速亦被納入為控制變量，因為地方經濟增長加速，可能會帶動該地區的房地產價格上升及貸款增長加快。此外，上述等式還加入時間虛擬變量，以控制其他可能共同影響整體債務增長及房地產價格的因素，如貨幣狀況等。

### 數據及結果

本研究使用了涵蓋2007至2015年約2,600間內地非金融類上市公司的面板數據集(panel dataset)<sup>5</sup>，以及相關的省份房地產價格變動。結果表明，整體而言內地企業的債務增長對房價的反應似乎有所增強。具體而言，在較早樣本期，即2007至2010年間，房地產價格對企業債務增長似乎影響不大，因為我們估算的房價變動系數並不顯著(表B2.A)。然而，最近數年，內地企業債務增長似乎對房地產價格有正向的影響。特別是我們的結果顯示，於2011至2015年的樣本期，房價增速每增加一個百分點，整體上會導致企業債務增長上升約0.9個百分點。

一個有趣的問題是，相對於大型或國有企業這類通常更容易獲得貸款的公司，那些融資困難的中國內地企業的借貸對房價的反應會否有所不同。對於融資困難的公司，我們的定義是1)樣本中資產規模最小的30%的公司，或2)非國有企業。為回答這一問題，我們在等式中加入了融資困難公司的虛擬變量與房價變動之間的交互作用項(interaction term)<sup>6</sup>。如果房地產價格對融資困難的公司的影響更大，則應能發現交互作用項的系數為統計上屬顯著的正值。

<sup>5</sup> 因為本文著重研究銀行透過抵押品渠道對房地產市場的敞口風險，因此房地產發展商不在我們的樣本之列。

<sup>6</sup> 融資困難公司的虛擬變量無需單獨加入迴歸，因為我們在估算面板模型時已經加入公司層面的虛擬變量。

**表 B2.A**  
房地產價格對企業借貸的估計影響

	基準	較小型公司為 融資困難公司	非國有企業為 融資困難公司
<b>完整樣本</b>			
Δ房價(t)	0.363	0.392	0.597*
Δ房價(t)*			
融資困難公司的虛擬變量		-0.139	-0.422
Δ房價(t)的總效應	0.363	0.253	0.175
<b>2007至2010年</b>			
Δ房價(t)	-0.021	-0.066	-0.331
Δ房價(t)*			
融資困難公司的虛擬變量		0.271	0.661*
Δ房價(t)的總效應	-0.021	0.206	0.330
<b>2011至2015年</b>			
Δ房價(t)	0.927**	0.414	0.644
Δ房價(t)*			
融資困難公司的虛擬變量		1.970**	0.462
Δ房價(t)的總效應	0.927**	2.384***	1.106**

註：\*\*\*、\*\*及\*表示估計系數統計顯著程度分別為1%、5%及10%。Δ房價的總效應的顯著度為相互作用項與Δ房價的共同顯著度的p值。自變量包括公司的流動性、槓桿水平、盈利能力及銷售總額、行業銷售增長及省地區生產總值增長。時間及公司虛擬變量亦納入面板模型。

分析結果確實顯示，於2011至2015年的樣本期間，較小型公司與房價增長之間交互作用項的系數為正值，且在統計上屬顯著(表B2.A)，表示房價對近年來較小型公司獲取信貸更具有相關性。然而，就2011至2015年的樣本期間而言，非國有企業與房價增長之間交互作用項的系數雖為正值，但統計上並不顯著。相比之下，中國內地較大型公司或國有企業的借貸整體上受房地產價格變動的影響並不顯著。

在穩健性檢驗中，我們將樣本分為較小型公司與較大型公司，以及非國有企業與國有企業，然後對2011至2015年期間的各個子樣本重新進行模型估算。分割後樣本的分析結果載於表B2.B。在較小型公司與非國有企業的子樣本中，房價增長的系數著為正值，且在統計上屬顯著，而在較大型公司與國有企業的子樣本中，房價增長的系數統計上並不顯著。這表明在完整樣本中，房價變動與企業債務增長之間的強相關性可能由較小型或私營公司引起，而這些較小型或私營公司較難從金融市場獲得融資。

**表 B2.B**  
2011至2015年房地產價格對企業借貸的估計影響：  
分割樣本分析

	較小型公司對比較大型公司		非國有企業對比國有企業	
	較小型公司	較大型公司	非國有企業	國有企業
Δ房價(t)	2.689***	0.227	1.664***	0.395

註：\*\*\*、\*\*及\*表示估計系數統計顯著程度分別為1%、5%及10%。自變量包括公司的流動性、槓桿水平、盈利能力及銷售總額、行業銷售增長及省地區生產總值增長。時間及公司虛擬變量亦納入面板模型。

此研究發現事實上有助減輕關於我們的分析結果是受反向的因果關係所推動的憂慮：即公司借貸是為了投資於房地產市場，因而推高房地產價格。若屬此情況，我們應會觀察到財務相對寬鬆的公司的債務增長與房地產價格之間存在更強的相關性，但事實卻恰恰相反。

## 結論

通過中國內地非金融類上市公司及省份房地產價格的數據，本研究結果表明，近年來企業借貸受到抵押品價值的影響。特別是我們發現，房地產價格變動對公司債務增長產生正向影響，對於較小型及非國有企業等融資困難的公司，情況更是如此。

因此，我們的研究結果顯示，鑑於內地金融業仍然處於發展階段，加上信息不對稱的情況相當普遍，以抵押品為本的借貸可能有助減輕內地較小型或私營公司所面臨的融資困難。

然而，以房地產及土地為抵押品，可能會導致較小型或私營公司的債務跟隨房地產週期而波動。例如房地產市場暢旺可能會導致企業債務增長速度加快，並可能進而加劇金融系統所面臨的風險。另一方面，房地產市場受挫可能導致銀行突然減少或甚至停止對企業的貸款，進而導致公司面臨再融資問題，或甚至危及公司的正常經營，並因此影響公司的還款能力。同時，抵押品價值下跌，亦會導致貸款質素惡化。

就此而言，銀行透過抵押品渠道對房地產市場的敞口風險亦理應與銀行的直接敞口風險一併予以密切觀察。

然而，我們的研究存在一些局限。首先，由於數據所限，樣本期相對較短。其次，本研究嘗試將國內的房地產價格與企業借貸相聯繫。然而，於我們的樣本期內，內地房地產市場幾乎未曾遭受任何真正意義上的蕭條。最後，本研究只專注於銀行透過抵押品渠道對房地產市場的敞口風險，但房地產市場可通過許多其他途徑間接影響金融穩定。例如房地產價格會影響地方政府的收入及地方政府融資平台的盈利能力，並進而影響政府及融資平台的還款能力。再者，房地產市場的表現亦會對家庭財富及房地產行業的上、下游產業的增長造成影響，進而對銀行的資產質素及金融穩定產生反饋效應。然而，上述房地產市場對金融穩定的間接影響並不在本研究的範圍之內，因此將來值得進一步研究。

### 參考資料

Adelino, Manuel, Schoar, Antoinette 及 Severino, Felipe. 2015. 「House Prices, Collateral, and Self-employment」《Journal of Financial Economics》第117期，第288至306頁。

Banerjee, Ryan N. 及 Bickle, Kristian S. 2016. 「Housing Collateral and Small Firm Activity in Europe」《BIS Working Papers》第575期。

Fabbri, Daniela 及 Padula, Mario. 2004. 「Does poor legal enforcement make households credit-constrained?」《Journal of Banking and Finance》28(10): 2369-2397.

Kunieda, Takuma 及 Shibata, Akihisa. 2011. 「Collateral Constraints and Legal Protection of Lenders: A Macroeconomic Perspective」《MPRA Paper 35356, University Library of Munich, Germany》。