

4. 貨幣及金融狀況

匯率、資金流及貨幣動向

儘管美元利率上升，但由於香港銀行體系流動資金充裕，港元利率仍然低企。隨着香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的負息差擴闊，港元現貨匯率逐步轉弱。由於融資成本低，經濟狀況改善，上半年貸款加快增長。展望未來，港元匯率可能會在美國貨幣政策正常化的進程中轉弱，這是貨幣發行局制度下的正常過程。

4.1 匯率及資金流

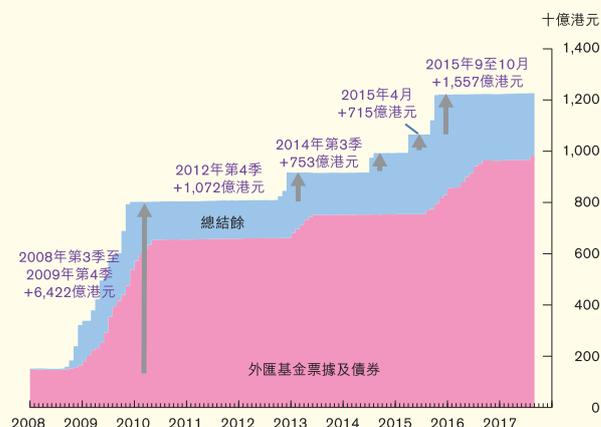
港元現貨匯率於2月至8月期間逐步轉弱，並於6月突破7.80關口（圖4.1）。香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的負息差擴大，導致利率套戥活動增加，是港元匯率轉弱的主要原因。具體而言，港元流動資金充裕令本港利率低企，尤其是短期限的利率，但美聯儲於2016年12月至2017年6月則三度加息，使港美息差於報告期內持續擴闊。此外，兌換保證於報告期內未被觸發（圖4.2）。

圖4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

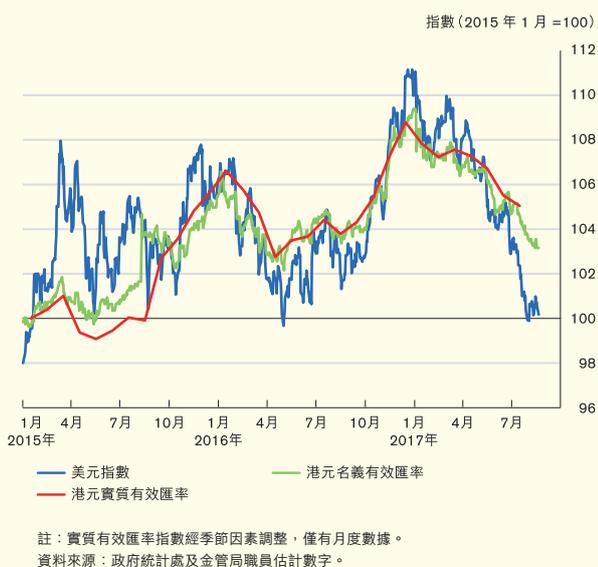
圖4.2
資金流指標



資料來源：金管局。

由於美元轉弱，港元的名義有效匯率指數於1月至8月期間下跌6.4%（圖4.3）。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小並且影響有限，所以港元的實質有效匯率指數繼續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



非本地居民的證券投資於2017年上半年錄得流入。最新的國際收支平衡統計資料顯示，由於自年初以來亞洲債券市場氣氛改善，本地及非本地居民的債務證券投資於第1季出現流入（表4.A）。⁷一項對全球互惠基金進行的調查顯示，債務證券投資流入於第2季仍然強勁（圖4.4）。雖然國際收支平衡統計資料顯示本地居民的股票證券投資在2016年第4季及2017年第1季錄得大幅流出，但非本地居民的股票證券投資在2017年第1季則錄得流入，與其他亞洲市場的趨勢一致。對全球互惠基金進行的調查亦顯示股票證券投資在第2季繼續錄得流入。

表 4.A
跨境證券投資資金流

(十億港元)	2014		2015		2016				2017
	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季	
來自香港居民									
股權及投資基金份額	-318.2	-420.2	22.5	-45.6	-9.4	-198.8	-64.1		
債務證券	42.1	-241.0	111.6	-19.9	-262.1	40.6	108.0		
來自非香港居民									
股權及投資基金份額	136.7	-329.7	-48.5	41.4	37.2	-10.9	14.2		
債務證券	75.0	20.0	-0.9	5.2	20.6	-8.6	44.9		

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



展望未來，隨着美國貨幣政策正常化進程持續，預計港元匯率會因利率套戥活動而轉弱。因此不應排除港元弱方兌換保證被觸發的可能性，這是貨幣發行局制度下的正常過程。

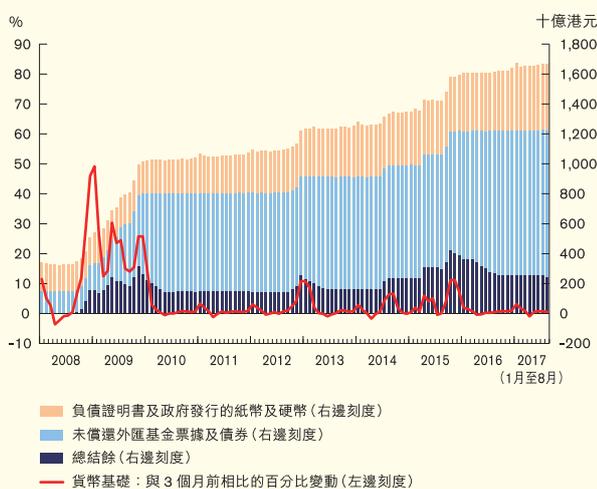
然而，港元資金流向不僅取決於美國利率正常化的步伐及美聯儲的資產負債表正常化所帶來的潛在影響，還會取決於非本地居民對港元金融資產及不動產的需求。

⁷ 在編寫本報告時，第2季的國際收支平衡統計資料尚未發佈。

4.2 貨幣及信貸

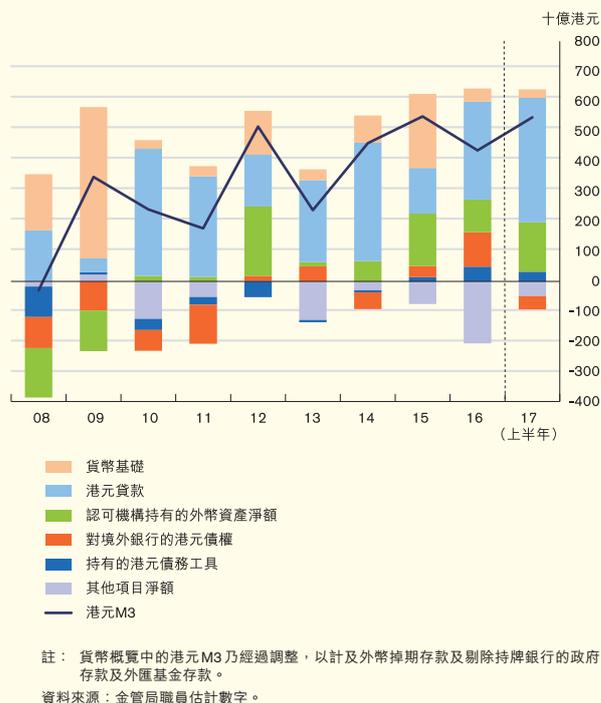
雖然美國加息及美聯儲計劃縮減資產負債表引發市場關注，但香港的貨幣環境於2017年上半年仍保持寬鬆。港元貨幣基礎於上半年稍升1.7%，主要由就發行的紙幣而發出的負債證明書增長所致（圖4.5）。儘管港元兌美元逐漸轉弱，但弱方兌換保證未被觸發。因此，總結餘與未償還外匯基金票據及債券的總額保持穩定，於6月底為12,256億港元。⁸

圖4.5
貨幣基礎的組成部分



儘管貨幣基礎輕微上升，港元貨幣供應增長步伐較快。其中港元廣義貨幣供應（港元M3）的增長由2016年下半年的6.5%加快至2017年上半年的8.9%。作為港元M3的主要組成部分，港元存款的增長於上半年加快至9.2%（圖4.7），緣於經濟活動增強提供支持，以及在市場氣氛改善下，股票相關的貨幣需求增加。對應資產分析顯示，港元M3的增長主要為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所帶動，這分別反映港元貸款及銀行淨外幣資產的增長（圖4.6）。

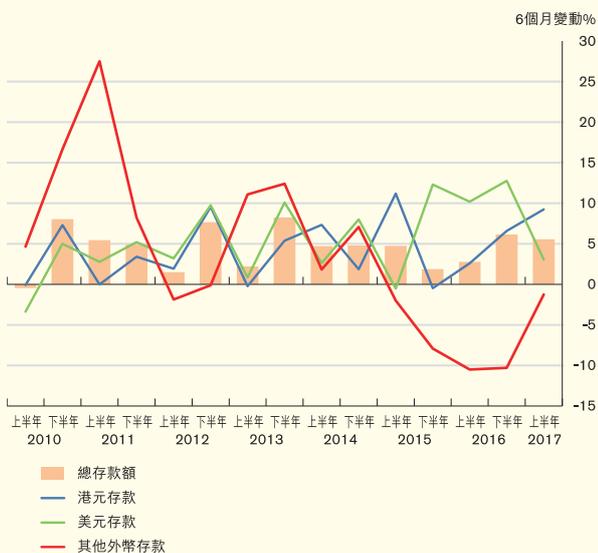
圖4.6
港元M3及其對應資產變動



相比之下，外幣存款增長減慢，主要由於美元存款增長減慢所致。由於美元兌多數主要貨幣貶值，上半年美元存款增長3.0%，較去年下半年的增幅12.8%為低（圖4.7）。其他外幣存款繼續下跌，但下跌速度放慢至1.2%，這反映人民幣存款出現穩定跡象，以第2季尤其明顯。整體而言，上半年認可機構的存款總額大致穩定地增長5.6%，而2016年下半年為6.2%。

⁸ 於8月9日，金管局宣佈於8月及9月增發總值400億港元的外匯基金票據，以應付銀行在流動資金管理方面的龐大需求。此次安排符合貨幣發行局制度的運作原則，反映貨幣基礎的組成部分由總結餘轉移至外匯基金票據及債券。在增發外匯基金票據後，銀行同業市場的流動資金保持充裕。

圖 4.7
存款增長

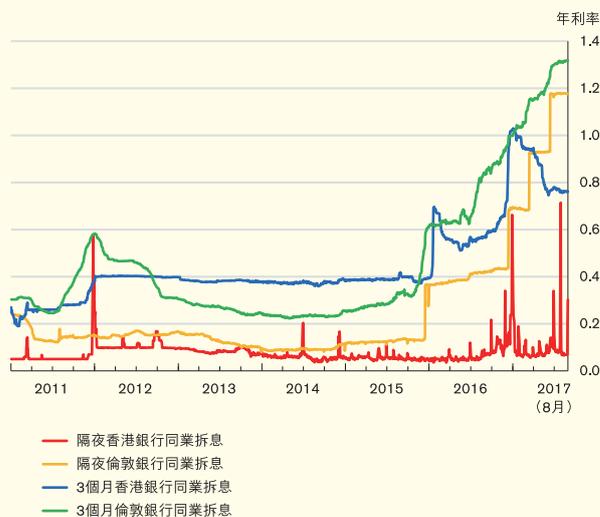


資料來源：金管局。

儘管美元銀行同業拆息上升及金管局上調基準利率⁹，但港元銀行同業拆息下跌，部分反映銀行體系流動資金充裕。舉例而言，隔夜及三個月香港銀行同業拆息於首八個月分別下跌36及26個基點，於8月底分別為0.30%及0.76%（圖4.8）。因此，港元與美元銀行同業拆息的負息差擴闊。在此情況下，專題3分析影響港元與美元銀行同業拆息息差的基本因素，以及這些基本因素如何解釋近期負息差的擴闊。

與此同時，長期香港政府債券收益率的跌幅較美國政府債券收益率的跌幅為大，10年期香港政府債券收益率下跌56個基點至8月底的1.38%（圖4.9）。¹⁰

圖 4.8
港元與美元銀行同業拆息



資料來源：CEIC及金管局。

圖 4.9
10年期政府債券收益率、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。

由於港元銀行同業拆息保持低企，且存款基礎仍然龐大，零售層面的利率並無顯著上升壓力。反映零售銀行港元融資成本的綜合利率於2017年首七個月穩定地保持在約0.31%的低位（圖4.9）。就按揭利率而言，由於融資成本低且按揭市場競爭激烈，銀行的新

⁹ 2017年上半年，金管局基準利率由2016年底的1.00%調高50個基點至6月底的1.50%。基準利率上調是根據2009年3月26日公佈的經修訂公式，因應期內美國聯邦基金利率目標範圍合共上調50個基點作出。

¹⁰ 同期10年期美國國庫債券收益率輕微下跌33個基點至8月底的2.12%。

造按揭平均貸款利率由2016年12月的2.01%逐步下降至5月的1.76%。繼5月19日宣佈推出第八輪物業按揭貸款審慎措施後，部分銀行調高以香港銀行同業拆息為基準的按揭息差，平均按揭利率於7月微升至1.85%。

展望未來，隨着美國貨幣政策持續正常化，港元利率最終會面臨更大上升壓力。港元利率上升的步伐及幅度將取決於美國貨幣政策正常化的步伐、資金流的走向以及本港流動資金狀況的緊張程度。

由於融資成本低企及經濟環境改善，銀行信貸快速增長。整體貸款增長由去年下半年的4.2%加快至2017年上半年的10.2%（按年率計則為20.5%）（圖4.10），中資銀行的貸款業務尤其活躍。整體貸款的強勁增長表現全面，在香港使用的貸款及在香港境外使用的貸款均錄得快速增長。按貨幣分析，港元貸款及外幣貸款分別強勁增長9.3%及11.5%。

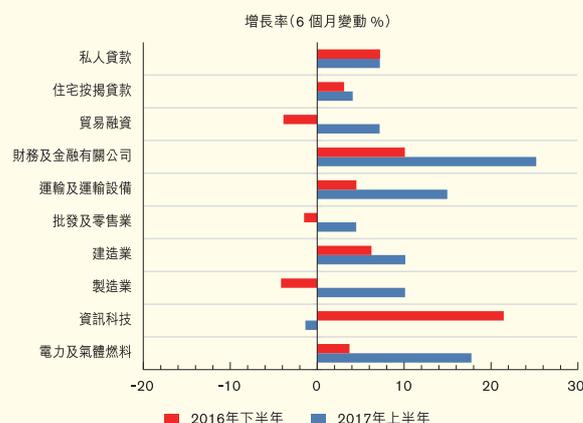
圖4.10
貸款增長



資料來源：金管局。

具體而言，在香港使用的貸款（包括貿易融資）於上半年增長加快至9.4%，其中大多數主要行業的貸款均加快增長（圖4.11）。財務及金融相關企業的貸款在上半年大幅增長25.2%，部分反映本港金融服務業前景較佳，業務拓展的融資需求增加。建造業與物業發展的貸款亦加快增長，部分反映買地及物業發展項目的融資活動強勁。¹¹ 隨着商品貿易及零售銷售持續改善，貿易融資以及製造業、批發及零售業的貸款增長均回復至正數。

圖4.11
個別行業的本地貸款增長

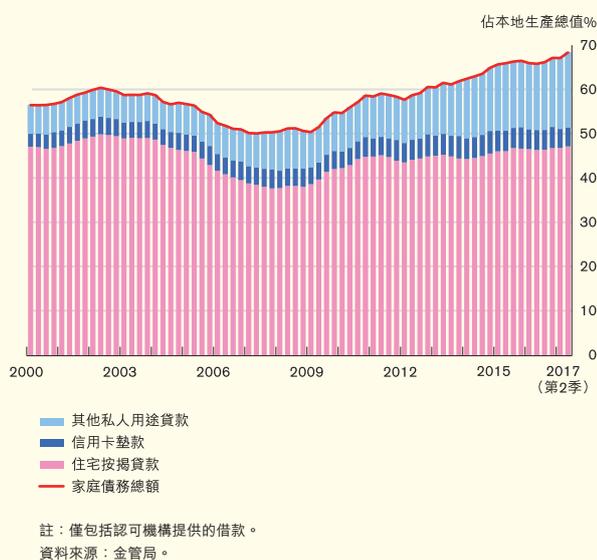


資料來源：金管局。

儘管家庭債務增幅較商業貸款為低，但繼去年下半年增長4.3%後，於今年上半年加快至5.0%。在家庭債務中，私人貸款（包括信用卡墊款及其他私人用途貸款）繼續錄得7.2%的強勁增長，部分反映經濟及金融環境改善（圖4.11）。由於按揭利率仍然低企，加上自3月以來物業市場暢旺，住宅按揭貸款增長由去年下半年的3.1%加快至2017年上半年的4.1%。反映家庭貸款快速增長，家庭債務佔本地生產總值的比率由2016年第4季的67.1%上升至2017年第2季的68.3%（圖4.12）。

¹¹ 鑑於近期部分物業發展商在買地及發展項目中以高槓桿融資，金管局於5月12日宣佈就銀行對物業發展商貸款加強信貸風險管理。對於建造業融資，自6月1日起，認可機構須將融資上限分別下調至地價成本的40%及建築成本的80%，整體貸款上限則下調至物業完成後預期價值的50%。

圖 4.12
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



在香港境外使用的貸款於上半年顯著加快上升 12.3%，這是由於外圍環境改善，本地及跨國公司的相關融資需求增加。

於報告期內，中國內地企業的融資需求大幅上升。就銀行業而言¹²，內地相關貸款的增長於上半年加快至 11.9%，而去年下半年則為 3.6%。儘管信貸的快速增長引起關注，但內地相關貸款所涉及的信貸風險應可受控，這反映 76% 的內地相關貸款之借款人為內地國有企業及非內地跨國公司。雖然內地民營企業的貸款於 2017 年上半年大幅上升，但大部分內地民營企業的貸款均以抵押品作抵押及／或已獲取擔保。然而，鑑於信貸快速增長，銀行應繼續就內地相關貸款保持審慎的審批標準並加強風險管理。

儘管信貸增長強勁，但由於存款基礎龐大，銀行的融資狀況仍大致穩定。由於港元貸款及存款的增長速度相若，港元貸存比率於 6 月底維持在 77.1%，與六個月前相比大致不變（圖 4.13）。另一方面，因外幣貸款的增長速度快於存款，整體外幣貸存比率由 2016 年年底的 59.9% 上升至 6 月底的 65.5%。同期，美元貸存比率由 63.8% 上升至 68.8%，但相比 2014 年時逾 90% 的高位仍屬較低水平。

圖 4.13
貸存比率



展望未來，由於本地及外圍環境改善，而基建投資亦會帶來潛在融資需求，貸款的增長動力或可繼續受到支持。金管局的「信貸狀況展望意見調查」顯示，銀行對於短期內信貸增長的預期已趨向中性（請參閱第 5 章表 5.A）。

離岸人民幣銀行業務

離岸及在岸人民幣匯率兌美元轉強（圖 4.14），部分反映中國內地經濟狀況改善及美元兌大部分主要貨幣轉弱。然而，由於離岸市場流動性收緊，離岸人民幣匯率於 5 月底的升幅超過在岸人民幣匯率，在岸人民幣與離岸人民幣差價錄得較大正數。踏入第 3 季，在岸人民幣與離岸人民幣差價顯著收窄，流動性緊絀的狀況有所舒緩。

¹² 包括認可機構的香港辦事處、內地分行及內地附屬公司。

隨着近期離岸市場流動性改善，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價由6月份的高位7.00%跌至8月底的3.97%。部分零售銀行亦調低人民幣存款的優惠利率。

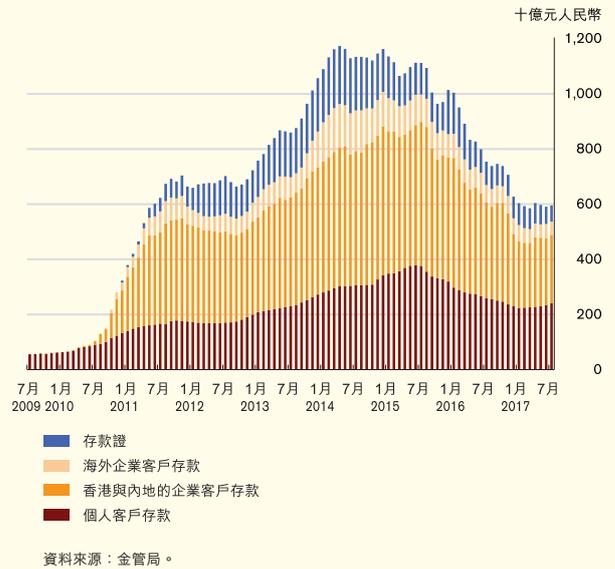
圖 4.14
在岸及離岸人民幣匯率及銀行同業拆息



資料來源：彭博及 CEIC。

由於市場對人民幣匯率波動持謹慎態度，於2017年年初，香港的離岸人民幣資金池持續面臨下跌壓力，但於第2季出現穩定的跡象。與去年下半年相比，人民幣客戶存款及存款證總額於2017年上半年跌幅減慢，下跌5.8%至6月底的5,887億元人民幣(圖4.15及表4.B)。當中，人民幣客戶存款於第1季下跌7.2%，其後隨着人民幣匯率趨穩，人民幣客戶存款於第2季恢復3.7%的輕微增長，當中個人及企業客戶存款均於第2季錄得增長。另一方面，存款證餘額於上半年整體下跌20.1%，主要由於有較大額的存款證於6月底到期所致。

圖 4.15
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

其他人民幣銀行業務於2017年上半年亦出現調整。人民幣貸款餘額於6月底大幅減少30.0%至2,063億元人民幣。香港銀行處理的人民幣貿易結算金額於上半年減至17,493億元人民幣，較2016年下半年減少19.6%，由香港匯出至內地的貿易匯款的減幅超過由內地匯入香港的貿易匯款的減幅(圖4.16)。

圖 4.16
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

貨幣及金融狀況

然而，香港離岸人民幣資金池的規模仍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2017年上半年高達8,862億元人民幣，而2016年同期為8,690億元人民幣。

展望將來，離岸人民幣業務的發展仍將取決於市場對人民幣匯率波動的預期及內地的經濟前景等眾多因素。內地持續開放資本帳的進程可促進使用人民幣計價資產，香港的離岸人民幣業務很大機會因而受到支持。¹³此外，「一帶一路」計劃將促進區內及國際合作，預期香港將透過與其他地區的人民幣業務往來，受益於人民幣在國際上的使用。在人民幣持續國際化的背景下，專題4分析在過去數年人民幣被視為避險貨幣的程度。

表 4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2016年12月	2017年6月
人民幣存款及存款證(十億元人民幣)	625.1	588.7
其中：		
人民幣存款(十億元人民幣)	546.7	526.1
人民幣存款佔存款總額(%)	5.2	4.9
人民幣存款證(十億元人民幣)	78.3	62.6
未償還人民幣貸款(十億元人民幣)	294.8	206.3
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	210	207
應付海外銀行的金額(十億元人民幣)	69.0	87.8
應收海外銀行的金額(十億元人民幣)	91.6	132.8
	2017年1月至6月	
香港人民幣貿易結算(十億元人民幣)	1,749.3	
其中：		
由內地匯入至香港(十億元人民幣)	859.5	
由香港匯出至內地(十億元人民幣)	590.3	
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)	886.2	

資料來源：金管局。

¹³ 措施包括近期推出的債券通，及提高香港的人民幣合格境外機構投資者額度，以方便海外投資者透過香港的平台參與中國內地金融市場。

專題 3

關於香港銀行同業拆息與(美元)倫敦銀行同業拆息之間差距的分析

美國聯儲局自 2015 年以來已把聯邦基金利率的目標區間提升，但香港銀行同業拆息並無緊密跟隨。因此，香港銀行同業拆息與(美元)倫敦銀行同業拆息之間的差距(下稱息差)大致上有所擴大。尤其隔夜香港銀行同業拆息維持在接近零的水平，令隔夜期限的負息差比較長期的負息差為闊。在此背景下，本專題研究影響息差的因素，從而在概念上幫助理解相關的機制。¹⁴

影響息差的因素

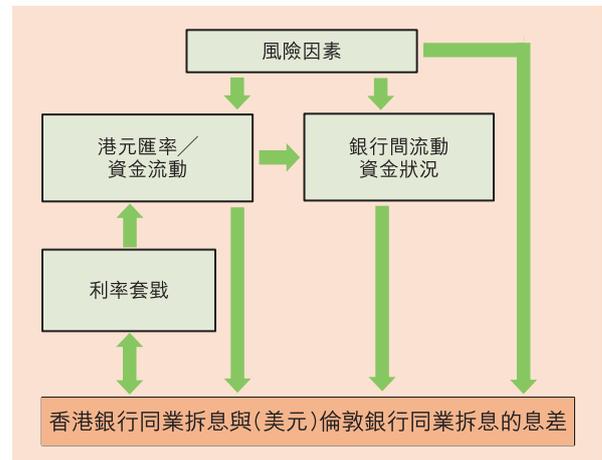
從概念上而言，息差受四大類互動的因素所影響(如圖 B3.1 所示)。息差擴闊可能會引發套戥活動，並在聯繫匯率制度的自動利率調節機制下，繼而令息差收窄。在此過程中，若港元匯率觸及兌換保證，而銀行亦觸發兌換保證，則總結餘將會發生變化，從而改變銀行間流動資金狀況。由於總結餘是決定香港銀行同業拆息水平的主要因素，套戥活動因而成為推動息差的一股基本力量。

即使沒有套戥活動，息差仍有可能受若干短期因素影響而出現波動。具體而言，單是本地銀行間流動資金狀況本身已可以影響息差。例如，港元貸存比率上升，可能會令銀行間市場流動性壓力上升並影響香港銀行同業拆息。

港元匯率或資金流動亦有可能會影響息差。根據未拋補利率平價理論，息差應與港元兌美元匯率的預期變動有直接關係。除這個直接渠道外，港元流入增加，亦可能會令強方兌換保證被觸發，導致本地銀行間流動資金狀況變得寬鬆，繼而推動香港銀行同業拆息下跌，並令息差短暫擴闊。

最後，香港所面臨的特定風險亦會透過其對銀行間流動資金及港元匯率和資金流動的影響，直接或間接地導致香港銀行同業拆息以及息差上升。例如，若負面震盪導致市場對港元的信心下降，可令風險溢價上升，並直接地推高香港銀行同業拆息。與此同時，這種狀況亦可能會導致市場人士沽出港元，以及銀行間流動資金狀況收緊，從而扯升息差。

圖 B3.1
影響息差的理論因素



資料來源：金管局職員製作的圖解。

表 B3.A 列出我們在實證分析中所採用的影響息差因素的指標。就表中所列，我們再詳細討論當中部分指標，以及它們與息差之間的關係。

表 B3.A
影響息差因素的指標

理論因素	指標
1. 利率套戥	香港銀行同業拆息與(美元)倫敦銀行同業拆息的息差(滯後值)
2. 銀行間流動資金狀況	港元貸存比率 金管局的外匯操作(淨額)
3. 港元匯率及資金流動	每月股票回報差異－恒生指數與標普 500 指數比較 港元兌美元匯率預期－來自期權價格的資料
4. 風險因素	每日股票回報的標準差－恒生指數與標普 500 指數比較

資料來源：金管局職員。

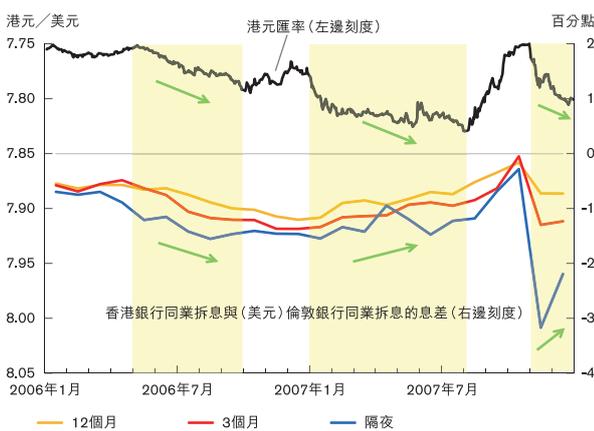
¹⁴ 有關分析的詳情，請參閱 Cheung 等人(2017)，「Analysis on the determinants of HIBOR-LIBOR spreads」，金管局研究備忘錄 07/2017。

利率套戥

在聯繫匯率制度的自動利率調節機制下，息差擴闊會導致利率套戥活動增加，而此類套戥活動有利息差隨後收窄。狹義上，此類活動的特點是兌換保證會被觸發，以及總結餘會出現相應變動。儘管如此，2006年至2007年的經驗顯示，一旦發生套息交易活動，負息差確實有收窄的傾向（圖 B3.2）。然而，港元即期匯率會有所轉弱，但短期內未必會觸及弱方兌換保證。

鑒於上述經驗，我們的實證分析從較廣義的層面界定利率套戥活動，而這些活動不一定會觸發兌換保證。具體而言，我們透過在實證模型當中加入息差的滯後值，了解套戥活動對當前息差的影響。若套戥活動存在，模型內的系數（即息差的滯後值對當前息差的量化影響）應介乎 0 與 1 之間，代表了在其他因素不變的情況下，息差有隨着時間而收窄的傾向。儘管如此，我們的模型未必能夠充分反映套戥活動的動態。舉個例子，全球金融危機後，限制銀行風險承擔的監管變動，可能會令同等程度的套戥活動所需的息差水平上升。

圖 B3.2
2006 年至 2007 年的據報套息交易活動



註：有顏色的區域代表期間據報有套息交易。
資料來源：CEIC 及金管局。

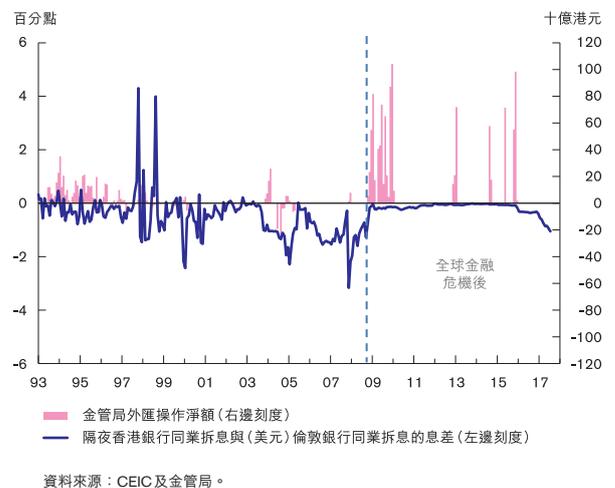
港元貸存比率

銀行間流動資金狀況（以港元貸存比率衡量）似乎與息差正相關。例如，即使美元利率維持不變，本地銀行間流動資金狀況收緊（可能由於銀行客戶的貸款需求增加，帶動資金需求上升）或會為本地銀行拆息帶來上升壓力，進而令息差上升。

金管局的外匯操作

多年來，隨着貨幣發行局制度的不斷優化，金管局的外匯操作大致被動，主要是因應銀行觸發兌換保證而進行。這些外匯操作可透過影響本地銀行間流動資金的供應影響息差。因金管局的外匯操作而導致本地銀行間流動資金供應增加，可對香港銀行同業拆息產生連鎖影響，進而令息差下降（圖 B3.3）。然而，全球金融危機後，銀行間流動資金充裕及利率降至接近零的水平，外匯操作與息差的負相關性已大為減弱。

圖 B3.3
息差及金管局的外匯操作



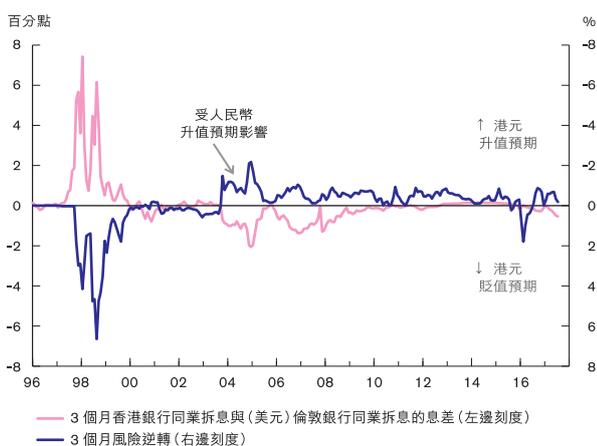
香港與美國的股市回報差異

香港與美國股市的表現差異可產生短期港元資金流動，進而短暫地影響息差。具體而言，若投資者對港元資產的需求上升，可促使港元流入非銀行私人部門，並有助香港銀行同業拆息維持在相對較低的水平。事實上，息差與恒生指數相對於標普 500 指數的回報差異之間存在負相關的關係。

港元匯率預期

過往證據表明，港元兌美元匯率預期似乎與息差高度相關（圖 B3.4）。根據未拋補利率平價理論，在均衡狀態下，息差應該反映預期匯率變動。在現實當中，市場預期港元跟隨人民幣兌美元升值，是負息差於 2003 年至 2005 年期間變得較闊的一個重要原因。

圖 B3.4
息差及港元匯率預期



資料來源：CEIC、摩根大通及金管局。

風險因素

特定與香港經濟有關的高風險溢價（例如宏觀金融風險等）可導致香港銀行同業拆息相對於（美元）倫敦銀行同業拆息急升，亞洲金融危機的情況就是一個明顯例子。我們考慮到時間長短及可獲取資料的程度，採用了恒生指數相對於標普 500 指數的實質波幅（即每日股票回報的標準差）作為風險溢價的指標。

實證模型

我們估算一個自迴歸模型以實證研究不同因素對不同期限息差的影響。¹⁵ 估算結果顯示，上述變數（或指標）能夠解釋息差的變動。它們的系數（即不同變數對當前息差的量化影響）大致與預期方向相符，且當中多個系數在統計上結果顯著（表 B3.B）。當中，息差滯後值的估計系數介乎 0 與 1 之間，顯示息差存在隨着時間而收窄的傾向，部分反映利率套戥活動的影

響。另外，銀行間流動資金狀況收緊（正如港元貸存比率及風險溢價上升），似乎會導致息差上升。香港股市的回報率比美國股市高導致有更多的港元資金流入，以及港元匯率出現升值預期，似乎都會使息差下降。金管局的外匯操作亦會令息差下降，但在全球金融危機之後，這種關係大為減弱。這個結果有利證明在銀行間拆借市場，供應曲線現時與需求曲線的相對扁平部分相交，因此供應（即總結餘）的變化對息差的影響甚小。

表 B3.B
自迴歸模型的估計結果

模型：息差(t) = 平均息差 + α 息差(t-1) + β 變量(t) + ε(t)				
解釋變量	隔夜模型	1個月模型	3個月模型	12個月模型
息差(滯後值)	0.43	0.38	0.54	0.74
金管局的外匯操作淨額 (1996年1月–2003年10月)	–	–	–	–
(2003年11月–2008年9月)	≈ 0	–	–	–
(2008年10月至今)	≈ 0	≈ 0	≈ 0	≈ 0
港元貸存比率	+	+	+	+
香港與美國股市回報差異	–	–	–	–
港元兌美元匯率預期	–	–	–	–
風險溢價	+	+	+	+

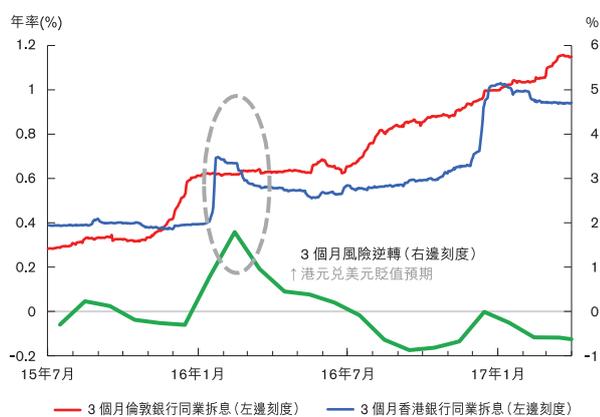
註：灰色項目表示在統計上影響並不顯著。

資料來源：金管局職員估算結果。

我們的模型有助解釋在總結餘不變或金管局外匯操作不存在的情況下，為何息差仍會出現波動。例如，模型的分解結果顯示，較長期限的息差於 2015 年底及 2016 年底美國加息之後所出現的波動乃受港元兌美元匯率的預期變化所驅動（圖 B3.5），而當時總結餘並沒有變動。尤其在 2016 年首兩個月，匯率預期變量可解釋超過七成的 3 個月息差上升預測。另外，息差在 2016 年 12 月快速上升，我們亦得到類似的分解結果。不過，有證據顯示當時息差上升亦受一些臨時因素影響，包括市場對美國貨幣市場改革的預期及年末資金需求等。

¹⁵ 有關這個自迴歸模型及實證結果的詳情，請參閱 Cheung 等人 (2017)。

圖B3.5
近來港元預期對息差變動的影響



資料來源：CEIC、摩根大通及金管局。

結論

本專題研究從概念上探討一些影響息差變動的基本因素。我們的研究顯示，除利率套戥活動外，息差的大小亦會受銀行間流動資金狀況、港元匯率及資金流動，以及風險因素所影響。尤其值得注意的是，雖然利率套戥活動可以令息差收窄，但這個過程未必會短期內觸發兌換保證並促使金管局進行外匯操作。我們亦利用實證模型去解釋在總結餘維持穩定的情況下香港銀行同業拆息近期的變動，並且說明於2016年，較長期限的息差變動部分是受港元兌美元匯率的預期變動所影響。

專題4 人民幣的避險性¹⁶

引言

經過四分之一世紀的快速經濟增長，中國現已成為全球最大貿易國，進出口額分別佔世界總額的10%及12%以上。加上自2005年至2015年期間逾兩倍的外商直接投資增幅，令人民幣成為最常用的國際支付貨幣之一。¹⁷繼2016年10月被納入國際貨幣基金組織的特別提款權籃子後，人民幣現已成為公認的國際貨幣。在此背景下，我們就人民幣作為金融資產的避險性作出評估。

甚麼是避險性及如何衡量避險性？

所謂貨幣「避險性」，我們指的是從投資者角度而言貨幣所發揮的避險作用。避險所通常是發生戰爭或自然災害等災難時用以躲避及保護自身的地方。而避險性貨幣則可被視為一種能於金融動盪時用以保護購買力的貨幣。

我們利用貨幣期權市場來量度貨幣的避險性，原因是它可為投資者提供迅速有效的途徑，以進行貨幣持倉或對沖海外投資匯率風險。然而，僅是認購期權或認沽期權本身的價格並不能反映貨幣的安全或風險程度。其原因是，當遇上市場動盪時，認購及認沽期權的價格都可能隨波幅加劇而上升。因此，我們集中分析認購期權與認沽期權之間的差價，即貨幣的風險逆轉。倘市場傾向於預期該貨幣升值，其風險逆轉將上揚，反之亦然。我們認為，倘某貨幣的風險逆轉在市場動盪時上揚，則可視該貨幣為避險性貨幣。

方法

當全球金融市場風險加劇，投資者會撤出被視為高風險的貨幣，轉至被視作具避險性的貨幣；倘風險降低，投資者則會較安心持有以高風險貨幣計值的資產。因此，對於具避險性（或下跌風險較低）的貨幣而言，其風險逆轉應與避險情緒成正比。相反，高風險（或下跌風險較高）貨幣的風險逆轉則應與避險情緒成反比。我們透過分位數迴歸方式估計上述關係，這方法有助於理解在極端市況（即尾端風險）下的關係。¹⁸具體而言，實證模型界定為：

$$\Delta RR_{it} = const + \beta_i \Delta RiskAversion_t + \gamma_i \Delta RR_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

其中 RR_{it} 是當時間為 t 時貨幣 i 的風險逆轉，而 $RiskAversion$ 為避險情緒指數，系數 β_i 量度投資者對避險情緒的敏感度，而 $const$ 及 ε 則分別表示常量及誤差項， Δ 為一階差分算子， ΔRR_{it} 的滯後值則用於控制序列相關性。

數據

我們的數據包括交易量最大的二十種貨幣（及黃金作為參考）的風險逆轉。¹⁹該等貨幣包括特別提款權籃子中的五種，即美元、歐元、英鎊、日圓及在岸人民幣（CNY）與離岸人民幣（CNH）。²⁰

¹⁶ 此專題乃基於方栢榮及黃潤堂（2017）「人民幣的避險性」，金管局研究備忘錄10/2017。

¹⁷ 根據環球銀行金融電信協會（SWIFT）2015年12月的報告，人民幣為全球第五項最常用的支付貨幣。

¹⁸ 具體而言，所選的分位數指標 q ，會視乎額外透過普通最小平方（OLS）法所估算出 β_i 的方向，被設為 0.95 或 0.05。倘 OLS 系數方向明顯為正（負）值，則 q 將被設為 0.95（0.05）。若方向不明顯，則會選擇在估算分位數迴歸時能使 β_i 達至較高絕對值的 q 數值。

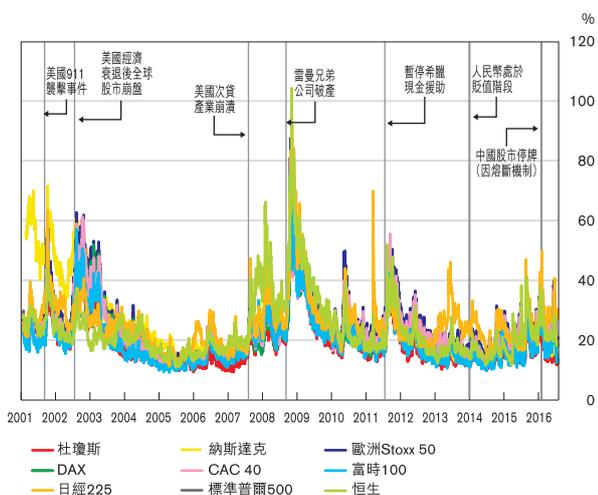
¹⁹ 我們採用各貨幣三個月期 delta 值為 25 之風險逆轉作分析。當一個貨幣匯率變動為 100% 時，其 delta 值為 25 的相應期權價格將變動 25%。

²⁰ 其他貨幣包括南非蘭特、澳元、巴西雷亞爾、加元、港元、印度盧比、韓元、墨西哥披索、新西蘭元、挪威克朗、俄羅斯盧布、新加坡元、瑞典克朗、瑞士法郎及土耳其里拉。選擇上述貨幣乃基於國際結算銀行所公佈的《2016年三年度央行外匯市場及場外衍生品市場調查報告》中各種貨幣的日均成交量。

避險情緒指數由九個主要股票市場波幅指數（標準普爾500、杜瓊斯工業平均指數、納斯達克指數、歐洲Stoxx 50指數、DAX指數、CAC 40指數、富時100指數、日經225指數及恒生指數）的第一主分量構成（圖B4.1）。

本研究報告樣本期為2011年7月27日（受限於數據可用性）至2017年3月31日。²¹

圖B4.1
股市波幅指數

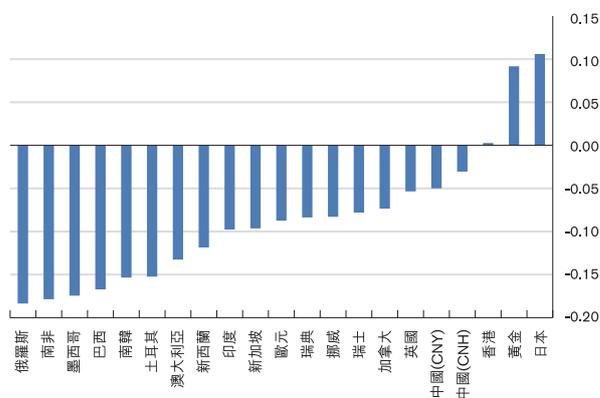


數據來源：彭博。

實證結果

圖B4.2概括了整個樣本期間各貨幣風險逆轉（相對美元）對避險情緒的敏感度實證結果。由於除日圓外，所有貨幣的估計系數均為負值，顯示以美元為基礎貨幣的投資者認為該等貨幣的風險會較高。²²在芸芸風險較高的貨幣中，人民幣於整個期間的避險性最高。

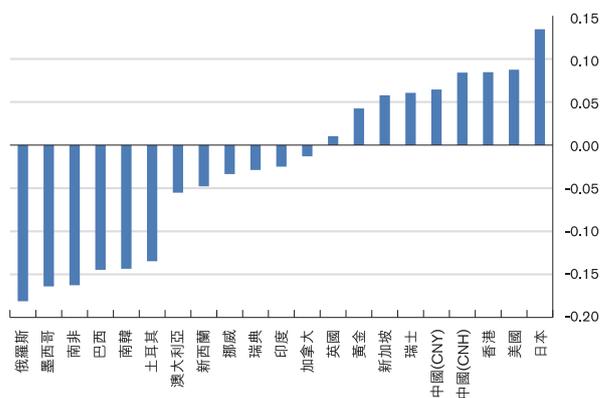
圖B4.2
風險逆轉（相對美元）對避險情緒指數的敏感度



資料來源：金管局職員估計數字。

於整個樣本期間，各貨幣相對歐元的風險逆轉存在較多正值系數，其中日圓的系數最大，其後為美元、瑞士法郎及少量亞洲貨幣（圖B4.3）。這表明在市場動盪時，以歐元為基礎貨幣的投資者視該等貨幣為避險資產。同樣地，人民幣被視為較歐元更具避險性，而且亦被視為避險性最高的貨幣之一。

圖B4.3
風險逆轉（相對歐元）對避險情緒指數的敏感度



資料來源：金管局職員估計數字。

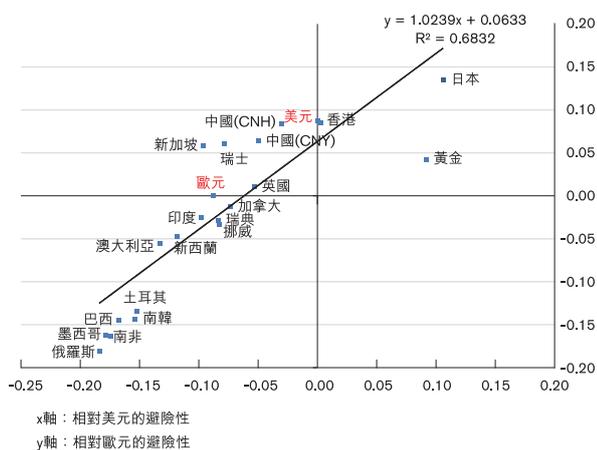
²¹ 直至2013年年底，人民幣總體呈升值趨勢，而自2014年年初左右開始則呈貶值趨勢。方栢榮及黃潤堂(2017)亦有將樣本期分為兩部分但結果極為接近。

²² 港元的估計系數十分接近零，顯示該貨幣的避險性與美元相若。這可能是因為聯繫匯率制度所致。同時，瑞士法郎於樣本期間的避險性排於英鎊以及加元之後。這可能是由於瑞士國家銀行於2015年初突然決定中止瑞士法郎與歐元的掛鈎所帶來的震盪所致。

另外，儘管CNY與CNH市場有所分隔，從以美元及以歐元為基礎貨幣的投資者的角度來看，它們的避險性極為接近。CNH避險性一貫高於CNY（雖然相差僅屬輕微），原因可能在於離岸市場的價格發現過程更具效率。²³

最後，為比較以美元及以歐元為基礎貨幣的投資者之間對各貨幣避險性的看法，我們繪製了整個樣本期間其相應避險性的散佈圖（圖B4.4）。由圖中可見，最佳迴歸線的斜率極為接近一，表明兩組投資者對不同貨幣的避險性評估大致相同。²⁴

圖B4.4
相對美元與相對歐元的貨幣避險性比較



資料來源：金管局職員估計數字。

結論

此研究報告根據風險逆轉於極端市況下的表現，以評估在岸及離岸市場人民幣，以及其他交易量最大的貨幣（包括特別提款權籃子貨幣）的避險性。實證結果表明，若以貨幣避險性來量度，以美元及以歐元為基礎貨幣的投資者一貫視CNY及CNH之避險性甚高。而在特別提款權籃子當中，它們雖被視為較日圓及美元高風險，但卻較歐元及英鎊更具避險性。

²³ 詳情請參閱Cheung等人(2016)，「The Renminbi Central Parity: An Empirical Investigation」，香港金融研究中心工作論文，編號10/2016，及Cheung等人(2017)，「The RMB Central Parity Formation Mechanism after August 2015: A Statistical Analysis」，香港金融研究中心工作論文，編號06/2017。

²⁴ 最佳迴歸線所具正截距說明美元被視為較歐元更具避險性。

資產市場

市場對全球經濟及企業盈利前景感到樂觀，刺激香港股市進一步造好。不過，雖然市場波幅徘徊在歷史低位，但已有跡象顯示，投資者對「黑天鵝」事件的可能性愈發審慎。在資金流入的背景之下，港元債券市場穩定擴張，而離岸人民幣債券市場則進一步收縮。住宅物業市場再度活躍，但自從於5月份推出宏觀審慎監管措施之後，樓價的升幅呈現放緩跡象。

4.3 股市

於回顧期內，香港股市進一步造好，恒生指數（恒指）於8月份下旬觸及27個月以來的新高（圖4.17）。股市節節攀升，反映市場情緒樂觀，相信全球經濟及企業盈利仍然沿着持續增長的軌道前進。在市場一致看好之下，本地市場自2月份以來開始錄得淨資金流入，而反觀前兩年，資金流動淨額卻以負值為主（圖4.18）。與此同時，摩根士丹利資本國際（MSCI）決定將在上海及深圳上市的A股納入其新興市場指數，為全球投資者參與內地股市奠定基礎。不過，對於這個期待已久的消息，市場的反應卻較為平靜。²⁵

儘管面臨朝鮮半島局勢緊張及歐洲頻遭恐怖襲擊等地緣政治風險事件，但在強勁的升勢下，市場波幅仍相對較小，恒指期權引伸波幅一直在歷史低位附近徘徊（圖4.19）。然而，偏斜指數（亦稱為「黑天鵝指數」，一個衡量美國市場尾端風險的指標）一直維持在遠高於長期歷史平均水平的位置，表明市場的避險需求相當殷切²⁶，並意味美國市場已反映黑天鵝事件的風險。考慮到香港是一個高度開放的市場，一旦發生衝擊，本地市場可能承受重大的外溢效應。

²⁵ MSCI於2017年6月20日宣佈，自2018年6月起將中國A股納入MSCI新興市場指數。按備考基準計算，將被納入指數的222隻中國A股大盤股佔指數的權重約為0.73%。

²⁶ 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率可以忽略不計。隨着偏斜升至100以上，標普500指數回報分佈的左尾權重增加，表明發生異常負回報的概率變得更加顯著。詳情請參閱<https://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/volatility-indicators/skew>。

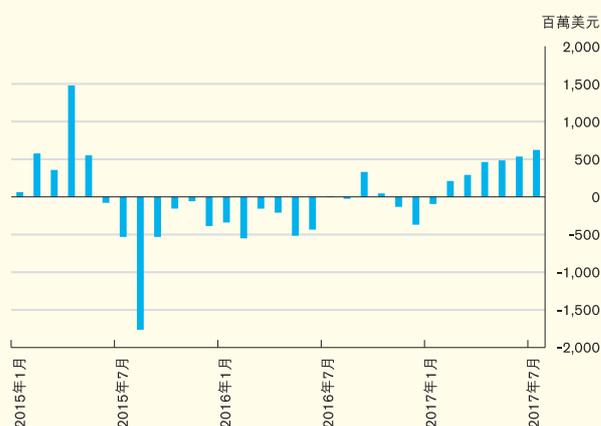
整體而言，恒指及恒生中國企業指數（HSCEI，亦稱作H股指數）於3至8月期間分別上升17.8%及10.1%，而恒指期權引伸波幅則處於10%至20%這個相對較低的範圍。

圖4.17
香港股票價格



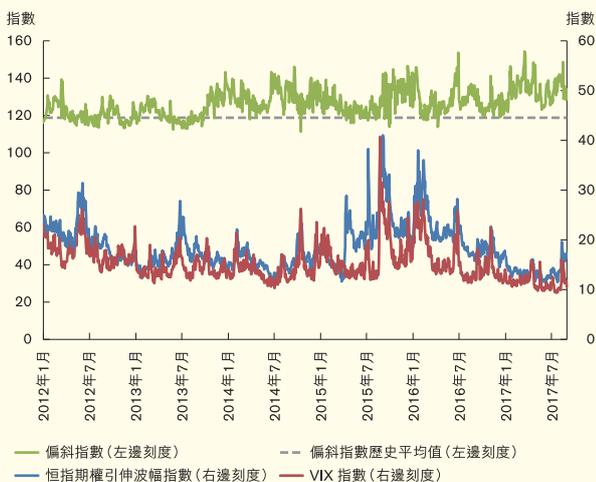
資料來源：彭博。

圖4.18
香港的股票基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

圖 4.19
恒指及標普 500 的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

於回顧期間，內地與香港市場的股價差距有所擴大。截至8月底，恒生中國AH股溢價指數較2月底上升約8.7%（圖4.20）。價格差距擴闊，可能是由於內地經濟受不明朗因素纏繞，因而導致內地與香港投資者之間存在股票估值差異。²⁷

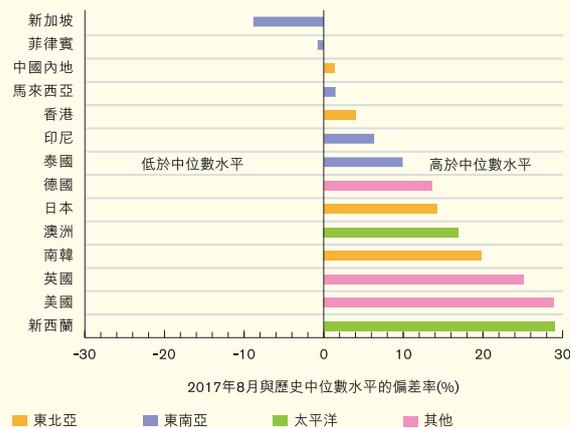
圖 4.20
恒生中國AH股溢價指數



資料來源：彭博。

市場對經濟前景感到樂觀，刺激港股市盈率攀升至六年的新高。儘管如此，按經週期性調整市盈率衡量，港股的估值相較其他主要市場仍然吸引（圖4.21）。²⁸ 展望未來，預期本港股市仍會容易受到外圍市況影響。尤其是考慮到美國的偏斜指數，包括香港在內的所有股市的尾端風險甚高。

圖 4.21
亞太區及其他主要市場的經週期性調整市盈率



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

²⁸ 經週期性調整市盈率乃基於 Campbell 及 Shiller (1988)，「Stock prices, earnings, and expected dividends」，《Journal of Finance》，第43(3)期，第661至676頁。與傳統的市盈率不同，經週期性調整市盈率採用實質盈利的10年移動平均值作為分母，以消除週期性因素對企業盈利的影響，並就股票估值隨著時間的變化提供較為一致的估計。

²⁷ 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。

4.4 債券市場

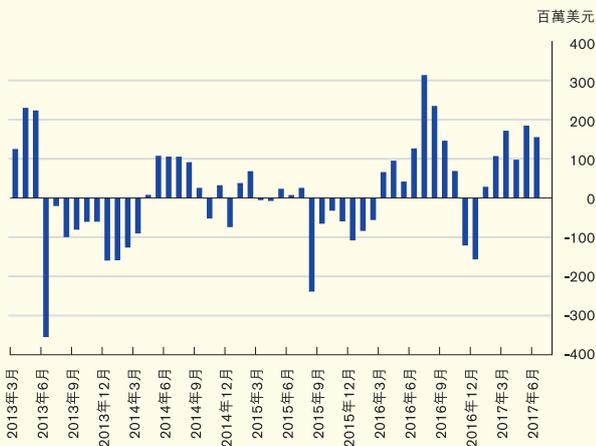
鑑於年初至今港元債券對美國國庫債券的收益率差價收窄以及資金持續流入，港元債券市場於2017年上半年穩定擴張。年初至今美國聯邦基金利率目標範圍的兩次上調均在市場預料之內，因此港元債券市場保持平穩，對美國國庫債券收益率的信貸息差普遍下滑（圖4.22）。在此背景下，今年上半年香港債券市場持續錄得債券資金流入（圖4.23）。

圖 4.22
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。

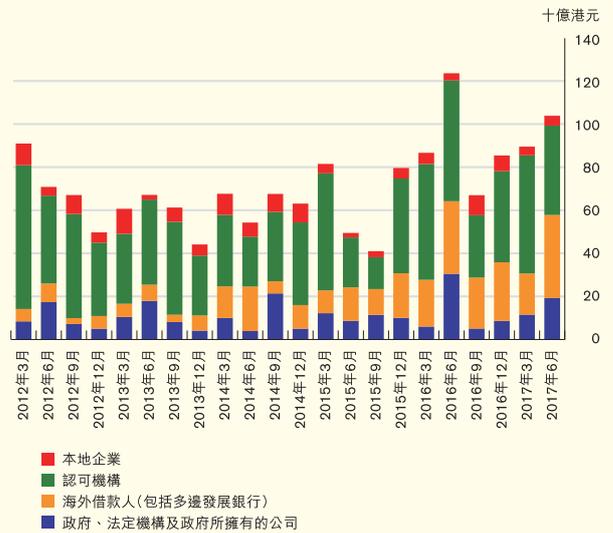
圖 4.23
香港的債券基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

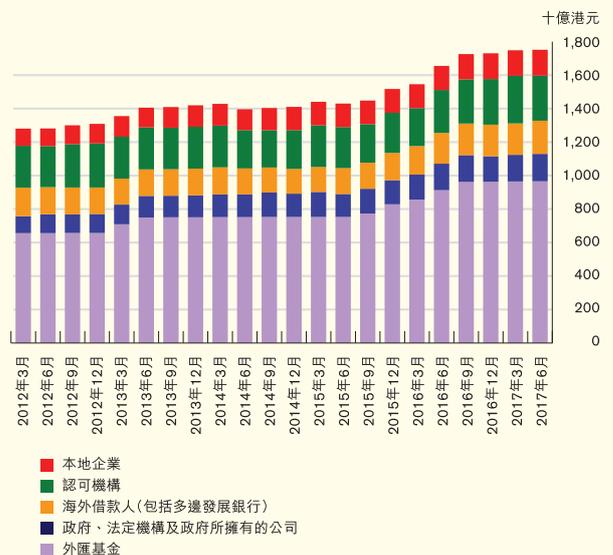
由於收益率差價收窄及資金持續流入，港元債券發行總額按年增長7.4%至16,214億港元，其中公營機構及海外借款人（包括多邊發展銀行）分別錄得9.2%及4.0%增幅，超過本地私營機構錄得的11.3%減幅（圖4.24）。由於發行額持續增加，未償還港元債券總額截至2017年6月底增長5.9%至17,516億港元，相當於港元M3的25.6%或整個銀行業港元資產的22.1%（圖4.25）。有關增幅主要來自外匯基金，其未償還債券增長5.8%至9,656億港元。

圖 4.24
新發行的非外匯基金票據及債券港元債券



資料來源：金管局。

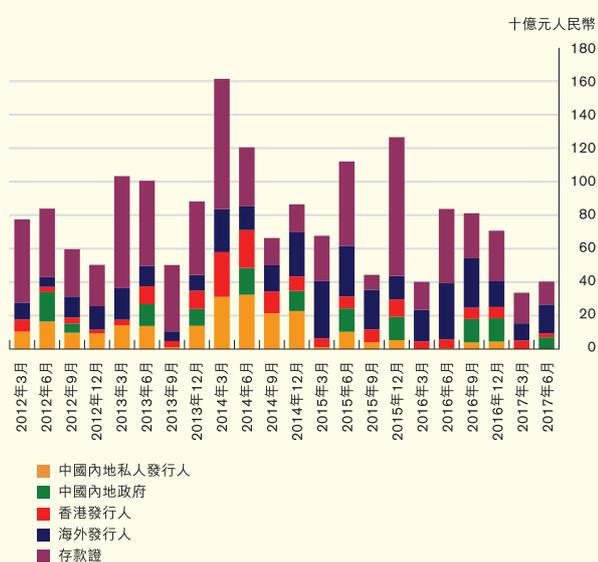
圖 4.25
未償還的港元債券



資料來源：金管局。

香港離岸人民幣債券市場持續萎縮，存款證發行額及海外發行人的非存款證債務證券發行額均大幅下跌。2017年上半年，離岸人民幣債券市場的發行總額為743億元人民幣，按年下降40.1%（圖4.26）。其中，中國內地私人發行人、香港發行人及海外發行人的新發行非存款證債務證券分別減少58.3%、24.0%及47.4%至3億元人民幣、74億元人民幣及276億元人民幣，部分原因是在岸融資成本持續較低（圖4.27）。

圖4.26
新發行的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。

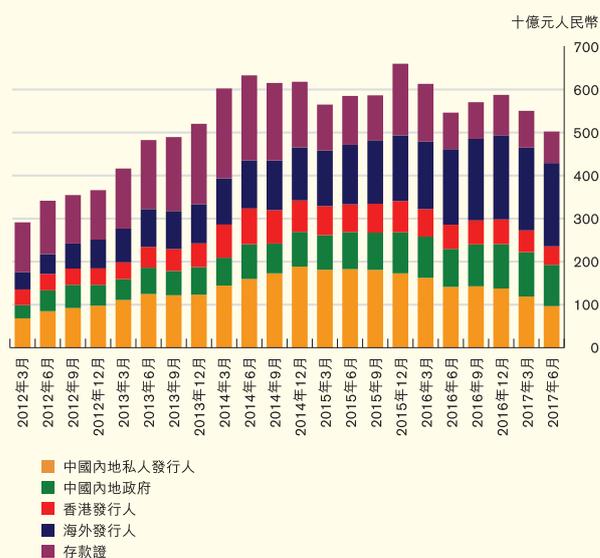
圖4.27
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



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公司。

由於新債發行額減少，香港的未償還離岸人民幣債券於2017年6月底按年收縮8.1%至5,022億元人民幣（圖4.28）。中國內地私人發行人及香港發行人的未償還非存款證債務證券的跌幅，加上未償還存款證的減幅，超過海外發行人及中國內地政府的未償還債券的增幅。

圖4.28
未償還離岸人民幣債務證券 (按剩餘期限劃分)



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

展望未來，離岸人民幣債券市場的短期前景將受人民幣匯率及在岸與離岸融資成本差距的不明朗因素影響。長期來看，離岸人民幣債券市場有望通過各種渠道與在岸市場的更緊密地互動，其中包括7月份推出的債券通、首個中國主權債券離岸期貨市場²⁹及在岸債券納入全球債券指數。³⁰

²⁹ 2017年3月24日，香港期貨交易所有限公司宣佈推出5年期中國財政部國債期貨合約。該產品是首隻於離岸人民幣定息市場引入的、基於在岸中國政府債券的利率風險管理工具。

³⁰ 2017年3月1日，彭博推出「全球綜合+中國指數」及「新興市場本地貨幣政府+中國指數」，將人民幣債券納入全球定息指數。2017年3月7日，花旗集團宣佈將中國在岸債券納入其新興市場政府債券指數、亞洲政府債券指數及亞太政府債券指數。

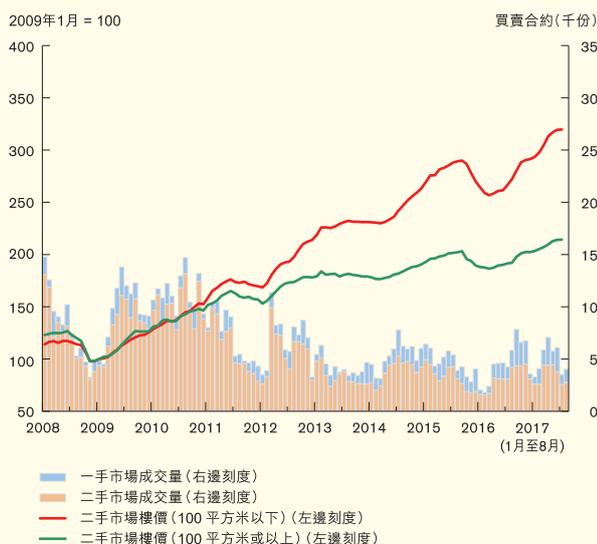
4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場於年初短暫放緩之後，自3月份以來又再表現活躍。在市場情緒高漲及銀行按揭業務競爭愈趨激烈的環境下，住宅每月平均成交量由2017年首兩個月的約3,700宗上升至3至6月份的約6,200宗（圖4.29）。當中一手市場的成交反彈至接近2016年下半年的水平，而二手市場的成交亦見增加。事實上，二手市場樓價持續攀升，並於6月份超越2015年9月的高位達9.9%。中小型單位價格（實用面積小於100平方米）的上升速度依然較大型單位（實用面積100平方米或以上）為快。

鑑於樓價不斷攀升，加上銀行的按揭業務競爭日趨激烈，金管局於5月19日就物業按揭推出第八輪審慎監管措施，旨在加強銀行的風險管理，以及維護銀行體系穩定。³¹ 實施新一輪審慎監管措施之後，樓價升幅呈現放緩跡象，而7月和8月的市場平均成交量對比上半年亦有所下跌。

圖 4.29
住宅物業價格及成交量



³¹ 詳情請參閱金管局於5月19日發佈的通告「物業按揭貸款的審慎監管措施」。

近期樓市活躍再度引發對家庭負擔能力的憂慮。樓價與收入比率於第2季為16.6，高於1997年的高峰值14.6。收入槓桿比率亦達到75.5%，遠高於約50%的長期平均值（圖4.30）。³² 由於6月份住宅租金收益率仍保持在2.0至2.8%的低位，衡量樓宇使用者相對成本的買租價差仍然高企，達到176.1%（圖4.31）。³³

圖 4.30
置業負擔能力指標



圖 4.31
買租價差



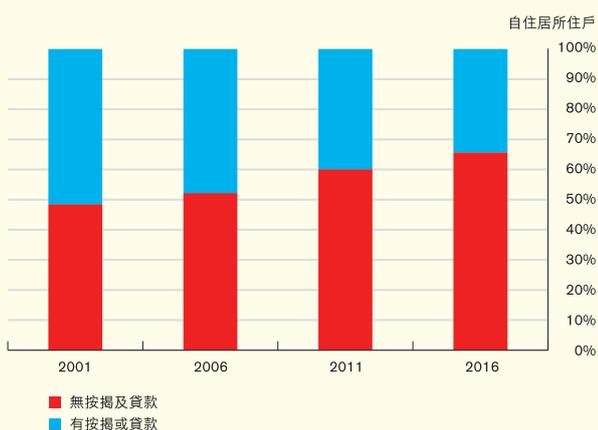
³² 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。另外，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭計算）的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率與借款人的實際供款與入息比率不同，金管局的審慎監管措施對後者設有上限。

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。

一般而言，在置業負擔能力偏緊的環境下，因置業人士槓桿過高而引致的系統性風險可能會較高。然而金管局自2009年以來就按揭貸款推出的八輪宏觀審慎監管措施已有效地減低此類風險，並鞏固了銀行的風險管理及抵禦沖擊的能力。新批出按揭的平均按揭成數從實施措施前的64%降至今年7月份的48%，而供款與入息比率亦降至34.0%。

然而，最近出現的家庭融資渠道值得關注。根據市場觀察所得，年輕置業人士獲父母幫助買樓的現象越漸普遍。有些年輕置業人士的置業所需資金，部份是來自於父母的物業進行再按揭或加按的資金。雖然我們未能取得相關的物業成交數據，但考慮到樓價高企，以及無按揭的自住居所住戶所佔比例較高（圖4.32），這種由父母提供財務支持的方法或已變得更加普遍。由於物業經銀行加按或再按同樣須遵守現時宏觀審慎監管措施下的按揭條件，因此對銀行業的系統性風險影響應該有限。然而，從家庭層面而言，他們抵禦收入衝擊的能力會較以前脆弱，尤其是置業能力較弱的買家。

圖 4.32
有按揭與無按揭的自住居所住戶比例



資料來源：政府統計處。

地產發展商亦積極地於一手市場上提供高成數的一按貸款。雖然銀行體系並不是直接參與此類借貸，但銀行向這些地產發展商借出的貸款所存在的潛在風險值得關注。故此，金管局於5月12日宣佈新措施，要求銀行對提供按揭的地產發展商的信用風險承擔預留充足資本，具體措施是調高這類地產發展商的信用風險承擔的風險權重。³⁴ 儘管現時由地產發展商提供的按揭所佔的市場比例仍然較小，但仍須密切監察未來動態。

住宅物業市場前景仍然極不明朗。短期而言，鑑於預期按揭息率仍然偏低，加上預料房屋短缺的狀況仍然持續，正面的市場情緒以及地產發展商採取促銷策略，包括就新盤提供息率低於普遍市場利率的按揭計劃，亦可能會支持需求。儘管如此，房屋供應逐漸增加，或會令房屋供求缺口收窄，從而抑制樓價升幅。美聯儲縮減資產負債表及美國進一步加息對全球及本地金融狀況帶來的潛在影響，亦有可能於日後對樓市構成影響。

非住宅物業市場

非住宅物業市場於2017年上半年表現相當活躍。每月平均成交量維持在約1,800宗的水平，而反映投機活動的確認人交易仍然淡靜（圖4.33）。按物業類別進行分析，市場對優質寫字樓地段（尤其是港島區）的需求相當強勁，寫字樓的價格於上半年以8.8%的速度快速攀升（圖4.34）。由於市場情緒較為樂觀，加上私人部門重新發展工廈計劃推動需求，所以工廠大廈價格亦回升7.6%。然而，儘管零售銷售及訪港旅遊業轉趨穩定，但零售商舖的價格上升速度較為緩慢，更於6月份錄得下跌。與此同時，工廠大廈的租金與其價格上升步伐一致，但寫字樓的租金則落後於其價格升幅。非住宅物業的整體租金收益率輕微下跌至2.5至2.9%的水平。

³⁴ 詳情請參閱金管局於5月12日發佈的通告「地產發展商貸款的風險管理」。

貨幣及金融狀況

圖 4.33
非住宅物業的成交量

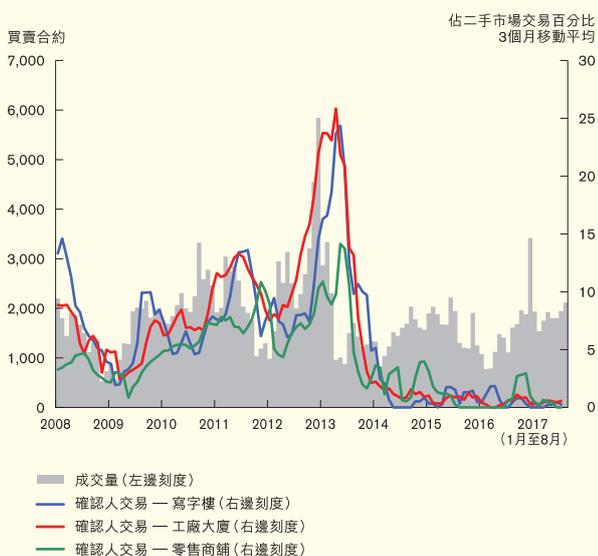
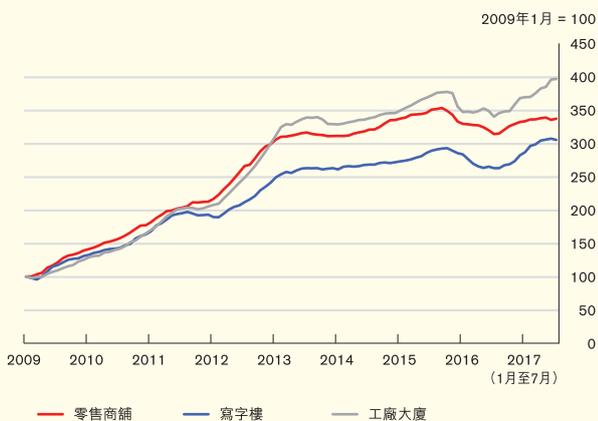


圖 4.34
非住宅物業的價格指數



短期展望而言，由於投資者繼續青睞寫字樓及工廠大廈，預料非住宅物業市場會穩定增長。另外，鑑於零售銷售及訪港旅遊業的前景有所改善，優質地段零售商舖的吸引力或會上升。然而，本地利率上升的風險，以及全球金融狀況及資金流動所衍生的不明朗因素，都有可能抑制市場對非住宅物業的投資需求。此外，預期未來兩年購物中心的供應將會增加，零售銷售類別的物業或會因此而受到影響。