2. 全球環境及展望

於回顧期內，全球經濟保持增長，但在特殊及週期性阻力共同影響下，增長勢頭有所減弱，當中以美國以外的地區尤其顯著。鑑於增長前景轉淡，美聯儲調整其貨幣政策立場，強調決策將「視乎數據而定」及需要「耐性」，並不再就進一步加息提供前瞻指引。由於美聯儲的政策傾向視乎數據而定，金融市場可能會對往後公布的數據更為敏感，並可能視貨幣政策變得更不確定。與此同時，全球貿易政策不明朗因素及地緣政治風險加劇，可能繼續為全球經濟前景蒙上陰霾。

東亞方面[3]，由於美國加息週期出現減緩跡象，加上美元趨穩，金融市場自2018年年底起已大致穩定。然而，由於外圍環境惡化，即中美貿易衝突懸而未決及先進經濟體增長減弱，區內或會面臨全面放緩。

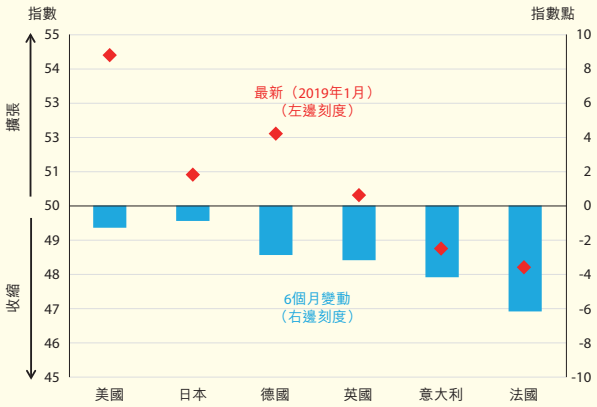
中國內地方面，2018年下半年增長動力進一步放緩，而在中美貿易衝突及小型企業面臨融資困難的情況下，增長前景不確定性有所上升。因此，政策制訂者採取更多定向措施以穩定經濟及支持私營和小型企業。面對這些挑戰，政策制訂者將須在繼續防控系統性風險與支持企業和實體經濟之間取得謹慎的平衡。

2.1 外圍環境

2018年下半年，全球經濟繼續全面增長。然而，雖然美國經濟表現仍整體穩健，但已出現一些放緩的跡象。亦有明顯跡象顯示美國以外地區的增長勢頭有所放緩。一些與特定國家有關的衝擊，包括在日本發生的自然災害、德國實施新的汽車排放標準、意大利國債收益率因與歐盟之間的財政僵局而驟升、以及法國社會動盪，均拖累先進經濟體的經濟活動（圖2.1）。此外，全球進口增長出現週期性放緩，對新興市場經濟體的工業生產構成阻力（圖2.2）。第4季油價急跌，亦對出口大宗商品的新興市場經濟體帶來新的挑戰。鑑於2018年下半年增長勢頭減緩，國際貨幣基金組織於1月將其2019年全球增長預測調低0.2個百分點至3.5%。

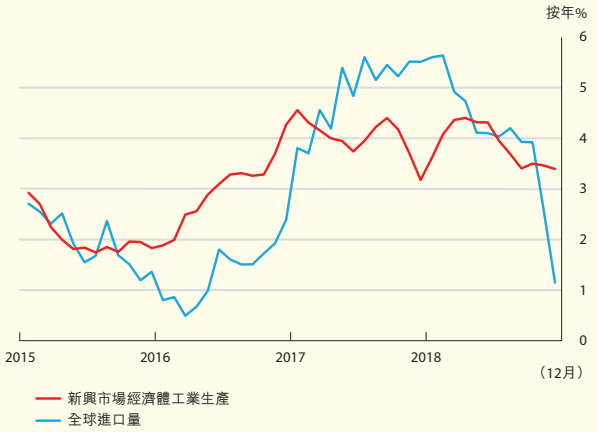
[3] 於本章中，東亞指七個經濟體，即印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

圖 2.1
部分先進經濟體的綜合採購經理指數



資料來源：CEIC。

圖 2.2
全球進口量及新興市場經濟體的工業生產



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

於第4季，因全球增長勢頭放緩，貿易政策不明朗因素加劇，市場憂慮美國企業盈利增長能否持續，以及美聯儲表示貨幣政策會繼續收緊的言論，令全球股票市場大幅調整。隨着金融市場情緒惡化，美國國債收益率曲線趨平至自全球金融危機以來未見的水平，引發部分市場參與者擔憂美國即將面臨衰退（圖2.3）。

圖 2.3
10年期及3個月美國國債收益率差距與美國出現衰退的機會率

註： 紐約聯邦儲備銀行基於一個利用10年期及3個月美國國債收益率差距的經濟模型，每個月提供美國經濟在未來12個月陷入衰退的機會率估計。
資料來源：紐約聯邦儲備銀行。

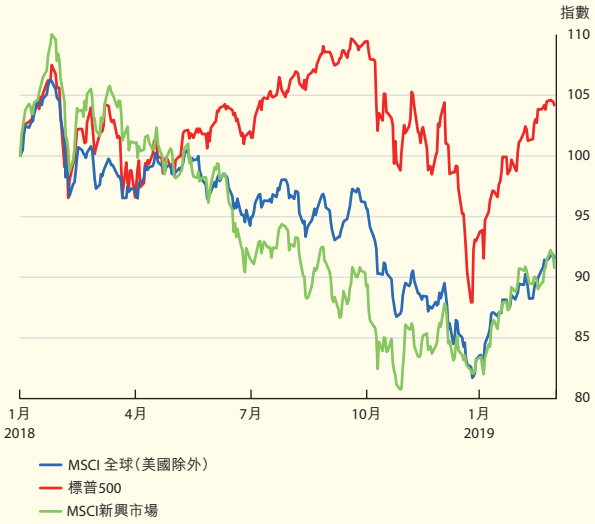
儘管如此，但美國短期內出現衰退的機會甚低。美國經濟基本面仍然穩健，尤其是勞工市場緊絀，預料會繼續支持私人消費。與此同時，估計美國的產出缺口僅在去年才重拾正值，經濟過熱促使美聯儲大幅收緊貨幣政策的可能性較低。[4]

然而，可能考慮到自第4季以來金融狀況大幅收緊，美聯儲高級官員於1月初開始強調貨幣政策將視乎數據而定，並指出通脹壓力溫和讓他們在釐定未來貨幣政策調整時可保持「耐性」。此外，美國聯邦公開市場委員會於1月舉行會議後，不再就進一步加息提供前

[4] 美國國會預算辦公室於1月估計，於2018年第2季，美國的產出缺口自全球金融危機以來首次轉為正值（相當於潛在國內生產總值的+0.3%），並預期產出缺口將於2019年第3季見頂，達至+0.9%。

瞻指引，並宣布「將考慮經濟及金融狀況變化調整資產負債表正常化的任何細節」。[5]此轉變觸發全球股票市場回升（圖2.4）。

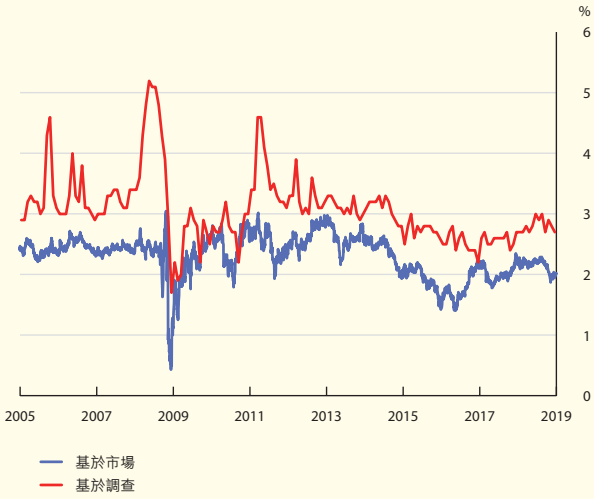
圖2.4
標普500、摩根士丹利資本國際(MSCI)全球（美國除外）指數及MSCI新興市場指數



註： MSCI全球（美國除外）及MSCI新興市場指數分別涵蓋發達經濟體（美國除外）及新興市場經濟體。三個指數的基數均以2018年1月1日訂為100。
資料來源：Datastream。

儘管美聯儲近期發出「鴿派」訊號，但美國貨幣政策前景仍相當不明朗，取決於通脹及其他發展。至今通脹壓力溫和，讓美聯儲有空間逐步推進貨幣正常化。[6]近年來通脹預期維持平穩，支持「可保持耐性」的觀點（圖2.5）。此外，正如美聯儲主席鮑威爾於1月指出，美國經濟前景面臨多重不利因素，包括美國以外地區增長放緩及貿易政策不明朗。鑑於這些發展，美聯儲可能需要採取較審慎的貨幣政策立場。

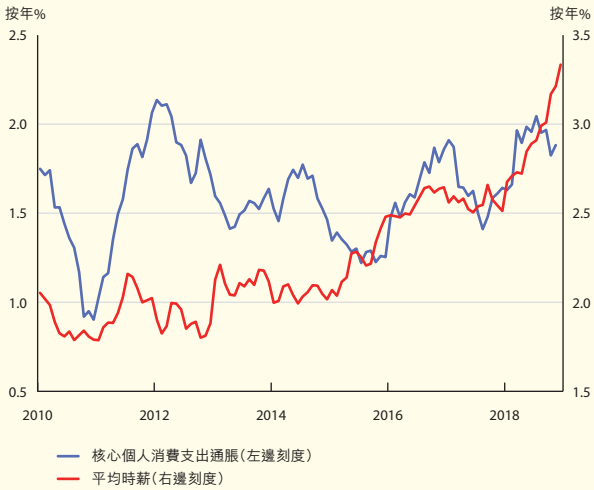
圖2.5
基於市場及基於調查的美國通脹預期指標



註： 基於市場的通脹預期指5年、5年遠期通脹預期率，量度自今天起5年後的5年平均預期通脹，由名義及通脹保護國債的收益率計算所得。基於調查的通脹預期指密歇根大學的消費者調查的結果，衡量家庭對未來12個月的價格變動中位數。
資料來源：聖路易斯聯邦儲備銀行。

然而，緊絀的勞工市場料會繼續支持美國整體經濟表現。在此環境下，工資增長可能加速，這通常意味未來通脹或會加劇（圖2.6）。因此，市場基本排除了2019年美聯儲加息的可能性的預期或過於樂觀（圖2.7）。

圖2.6
平均時薪及核心個人消費支出通脹



註：平均時薪增長數據為3個月移動平均值。
資料來源：CEIC。

5 請參閱美聯儲於2019年1月30日刊發的《有關貨幣政策執行與資產負債表正常化的聲明》。

6 根據美國聯邦公開市場委員會2018年12月會議的記錄，多位與會者認為「…在通脹壓力低企的環境下，委員會有空間就進一步收緊政策保持耐性」。

圖 2.7
聯邦基金利率目標範圍於 2019 年保持不變與至少加息一次的期貨引伸機會率

註：機會率由聯邦基金期貨合約的價格所引伸。
資料來源：彭博。

總括而言，美聯儲長期暫停加息並非必然。為減少政策錯誤，美聯儲日益強調其決策將視乎數據而定，作為風險管理策略。[7]據此得出推斷，金融市場可能會對往後公布的數據更敏感，尤其是可能會促使貨幣政策收緊的數據。

其他主要央行的貨幣政策亦不明朗。歐元區方面，歐洲央行於 12 月終止其資產購買計劃，同時繼續將資產購買計劃下已到期證券的全數本金作再投資，並重申至少在 2019 年夏季前保持政策利率不變的前瞻指引。然而，歐洲央行於 1 月下調其短期增長評估，形容增長前景風險已「傾向下行」[8]。歐洲央行此次調低經濟增長評估對貨幣政策的影響仍有待觀察。

日本方面，日本央行在最近的政策會議上表示，在下行風險增加的情況下，在必要時會放鬆其貨幣政策立場。然而，貨幣政策進一步放鬆的阻力可能很大，因其效果受到質疑，且長期維持超低利率環境的弊端日益彰顯，例如由於低收益率持續拖累盈利能力，地區銀行的資本比率已由 2015 年的 10.6% 下跌至 2018 年的 9.7%。因此，日本央行短期內調整貨幣政策的空間非常有限。

除與全球貨幣政策前景有關的不明朗因素外，未來貿易談判結果不明朗及地緣政治風險加劇亦是全球經濟前景面臨的兩大風險來源。美國政府於 12 月初宣布 90 日內不會增加向中國進口貨品徵收的關稅，並在 2 月底再次延長期限，但雙方能否達成長期的貿易協定仍有待觀察。與此同時，美國與歐盟進行的貿易談判在現階段幾無進展。由於這些貿易談判的結果尚不明朗，或會繼續為全球經濟前景蒙上陰霾。

政策及地緣政治風險亦相當突出。美國方面，兩黨就邊境保安撥款出現分歧，導致聯邦政府於 2018 年 12 月底至 2019 年 1 月底停擺 35 日。儘管停擺對經濟增長的影響應該短暫，但特朗普政府與民主黨控制的眾議院之間關係緊張，日後可能會導致更多政策僵局。

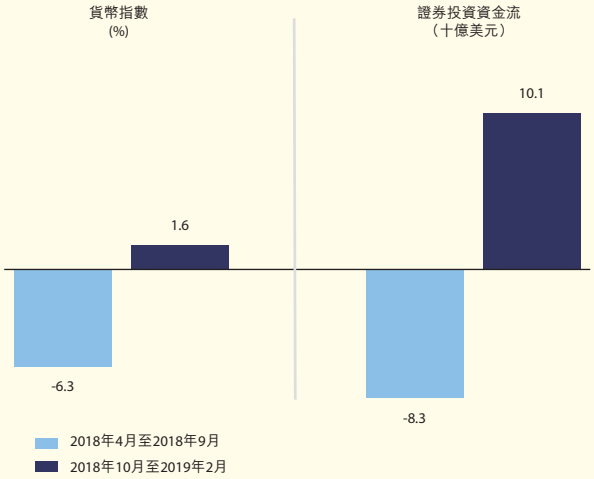
7 例如參閱美聯儲主席鮑威爾於 2018 年 8 月 24 日在杰克遜霍爾經濟研討會 (Jackson Hole Symposium) 上發表題為《經濟變動下的貨幣政策》(Monetary Policy in a Changing Economy) 的演講，以及美聯儲副主席克拉里達於 2018 年 11 月 27 日在 The Clearing House and The Bank Policy Institute 的週年會議上發表題為《數據倚賴及美國貨幣政策》(Data Dependence and US Monetary Policy) 的演講。

8 另外，歐洲委員會於 2 月將歐元區 2019 年增長預測由 1.9% 調低至 1.3%。

英國方面，文翠珊政府的脱歐議案於1月中旬被壓倒性否決後，與脱歐及其連鎖效應有關的風險驟升，在最後關頭能否制定方案以避免具破壞性的「硬脱歐」仍是未知之數。在其他地方，中東地緣政治局勢緊張，例如美國再度制裁伊朗，亦可能會對油價構成不明朗因素，從而影響全球增長前景。

東亞方面，金融市場於去年首三季反覆波動後，於第4季大致回穩。美元自10月以來趨穩，且有跡象表明美聯儲就進一步加息保持耐心，令東亞經濟體面臨的貨幣貶值及資金外流壓力放緩。區內多種貨幣於第4季兑美元輕微上升，而證券投資資金流回復為淨流入（圖2.8）。

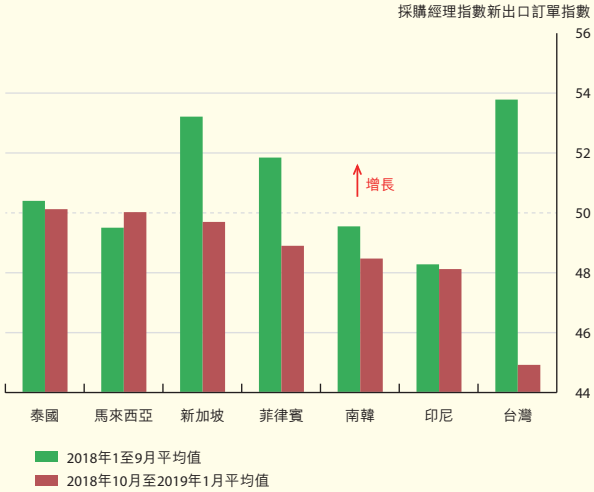
圖2.8
東亞：貨幣指數及資金流



註：貨幣指數為彭博摩根大通亞元指數(ADXY)。
資料來源：CEIC、EPFR及金管局職員計算數字。

儘管金融市場穩定，但越來越多跡象表明區內會面臨全面放緩。由於中美貿易衝突導致全球貿易勢頭減弱，區內出口增長下降，使多數東亞經濟體的實質國內生產總值增長於去年下半年放緩。事實上，多個區內經濟體的採購經理指數之新出口訂單分類指數（反映短期的對外貿易表現）自第4季以來下跌至收縮區域，預示短期增長勢頭可能會進一步放緩（圖2.9）。

圖2.9
東亞經濟體Markit採購經理指數之新出口訂單指數



註：新加坡為整體經濟採購經理指數，其他經濟體為製造業採購經理指數。
資料來源：CEIC。

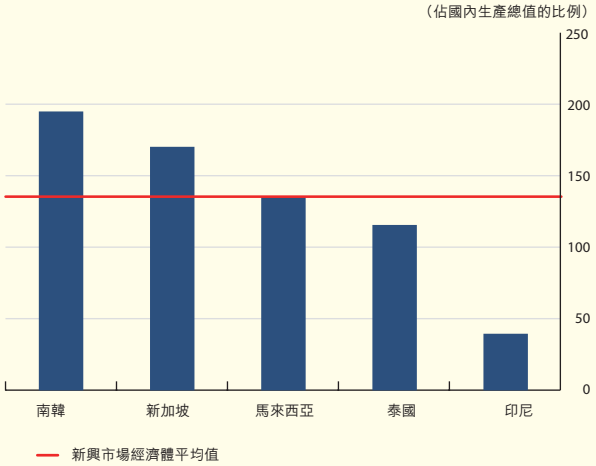
在增長放緩的環境下，加上近期油價下跌，東亞的通脹壓力已減低（圖2.10）。

圖 2.10
東亞：整體通脹率與油價

資料來源：彭博、CEIC 及金管局職員估計數字。

由於近期通脹壓力及美元上升壓力都較為溫和，東亞央行已沒有迫切的加息需要，這緩解了在促進經濟增長與抑制通脹及資金外流之間取捨的政策兩難。然而，由於部分東亞國家的私營部門負債按新興市場標準衡量仍高企，各央行仍面對金融失衡的挑戰（圖 2.11）。

圖 2.11
東亞對私營非金融部門的信貸（佔國內生產總值的比例）



註：所示數據為 2018 年第 2 季數據
資料來源：國際結算銀行。

短期而言，東亞經濟體仍面臨多重阻力。首先，儘管美國與中國內地的貿易談判仍在進行，貿易衝突的結果仍不明朗。由於東亞各地與中國內地的貿易高度相連，而且貿易衝突損害投資者信心，若中美貿易爭端進一步升級，必會令區內的前景轉淡。

其次，美國貨幣政策及美元的未來走勢仍是區內的不明朗因素來源。美聯儲近期的言論表示加息週期暫停，可能會促使大量資金流入區內。視乎通脹及其他發展狀況，加息週期會否於今年稍後重新開始乃主要不明朗因素，若美國加息週期再開始，則會再次對區內的貨幣和金融資產構成壓力並觸發資金流逆轉。事實上，專題 1 顯示美聯儲的政策衝擊往往會對新興市場經濟體的主權債券產生較大溢出效應，包括由東亞經濟體發行的主權債券。

專題1
主權債券回報的可預測性 — 利用技術交易規則和機器學習所進行的分析

引言[9]

本專題研究了主權債券市場回報的可預測性。理論上，在高效率的市場中，資產的未來價格無法透過分析歷史數據而進行預測，因價格僅會就新資料而變動。因此，若就歷史數據已能預測主權債券的未來價格，或可反映其價格發現的效率較低。由此產生的影響或會對政府和企業的借貸成本以及它們獲取融資的能力，以至整個經濟體的金融狀況有重大啟示。因此，主權債券市場回報的可預測性值得進行密切監察。[10]

我們會按以下兩個主要步驟來檢示主權債券市場回報的可預測性。首先，我們借助監督式機器學習技術，將多項交易規則應用於主權債券市場以縱覽各市場回報的可預測性。交易規則有助於鑑定金融資產價格的趨勢，機器學習技術則有助於解釋複雜的價格動態。其次，本研究亦特別評估了美國貨幣政策對主權債券市場回報可預測性的影響程度。這方面的評估是源於全球市場仍處於美國貨幣政策正常化的過渡過程中，這個過程或會對利率帶來一些可預測的變動，從而令一些對利率敏感的資產例如主權債券的價值出現可預測的趨勢。我們的目標是透過以上兩個步驟來分析美聯儲貨幣政策衝擊對全球主權債券市場的溢出效應。

數據及方法

本研究使用了表B1.1中所列，48個分別來自先進經濟體及新興市場經濟體的主權債券市場指數。這些指數為總回報的形式，包括資本增益、應計利息及收到的任何現金流。樣本區間為2000年1月3日至2017年9月30日。所有時間數列的頻率以每日計算。

在實證分析方面，我們首先進行了一項樣本內分析，以縱覽樣本期內主權債券市場回報的可預測性。具體而言，各主權債券市場的交易規則策略是基於從移動平均數、過濾、支持及阻力位，以及通道突破這四大類交易規則中所選出的27,000項交易規則所指示的買賣訊號（定名為主要交易策略）。[11]然後，我們透過計算主要交易策略相對買入持有策略所得到的額外回報來衡量各個主權債券市場回報的可預測性。[12]當主要交易策略產生較高的額外回報時，我們視為該主權債券市場的回報有較高的可預測性。

[9] 詳情載於Fong及Wu(2019)「Predictability in sovereign bond returns using technical trading rules: Do developed and emerging markets differ?」《香港金融研究中心工作論文》，編號03/2019。

[10] 可預測的市場回報亦可反映資產價格內的風險溢價較高。不過，在文獻中，風險溢價解釋可預測性的程度尚無定論。

[11] 這27,000項交易規則是在考慮類別中各個項目的多個變量以及各個變量的多種可能參數後制定。

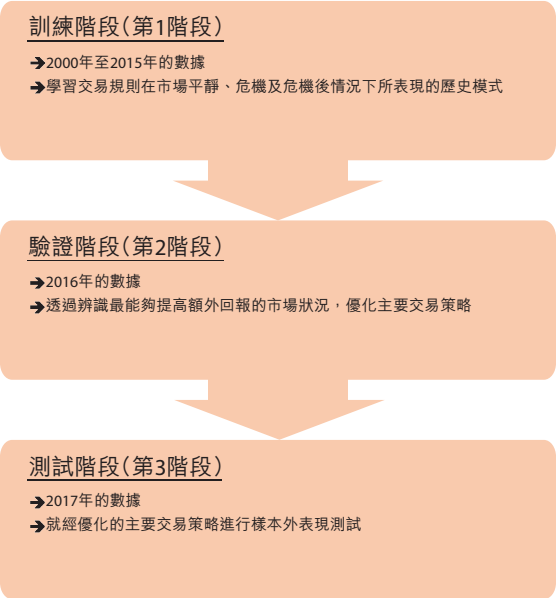
[12] 主要交易策略的額外回報按其27,000項規則中各項規則額外回報的簡單平均值計算。

表 B1.1：按市場組別劃分的主權債券市場：

市場組別	經濟體
先進經濟體	澳洲、奧地利、比利時、加拿大、丹麥、芬蘭、法國、德國、香港、冰島、愛爾蘭、意大利、日本、盧森堡、荷蘭、新西蘭、挪威、葡萄牙、新加坡、西班牙、瑞典、瑞士、英國、美國
新興亞洲	中國內地、印度、印尼、南韓、馬來西亞、菲律賓、台灣、泰國
其他新興市場經濟體	巴西、智利、捷克共和國、埃及、希臘、匈牙利、墨西哥、摩洛哥、尼日利亞、秘魯、波蘭、俄羅斯、斯洛伐克、斯洛文尼亞、南非、土耳其

除此以外，我們亦運用了一項機器學習算法（單純貝氏分類器）就2017年的樣本數據進行樣本外分析以評估可預測性。本研究使用的機器學習算法可因應不同市場狀況來優化主要交易策略。我們使用的機器學習算法包括三個階段（見圖B1.1）。在第一階段（訓練階段），算法基於2000年至2015年的樣本區間來學習各交易規則在市場平靜、危機及危機後情況下的歷史表現。[13] 在第二階段（驗證階段），算法運用2016年的數據來辨識最能夠提高額外回報的市場狀況，再根據交易規則就該市場情況下的歷史表現來優化主要交易策略。[14] 在第三階段（測試階段），我們利用經過優化的主要交易策略來預測它們於2017年額外回報的潛在改善空間。在此背景下，我們預期在可預測性較高的主權債券市場中，當其主要交易策略獲得優化時，其額外回報會有較明顯的增幅。

圖 B1.1：機器學習算法概覽



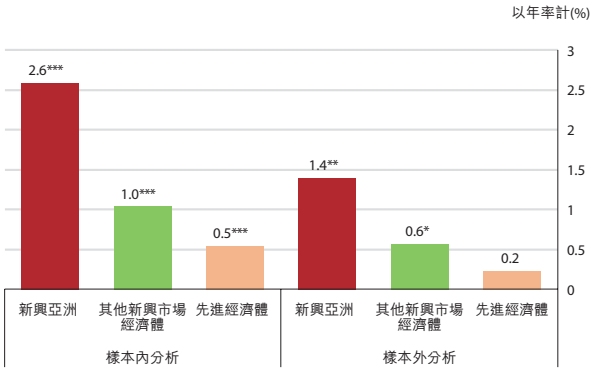
實證證據

實證分析有兩個主要結果。首先，樣本內及樣本外分析均顯示，我們的交易規則策略在新興亞洲主權債券市場所產生的額外回報高於其他經濟體系。圖B1.2顯示了三個市場組別的平均樣本內額外回報（左邊）及樣本外額外回報的增幅（右邊）。樣本內分析顯示，新興亞洲及其他新興市場經濟體的平均額外回報較高，分別為2.6%及1%，而先進經濟體僅為0.5%。樣本外分析中顯示，加入機器學習算法所產生的額外回報高於沒有使用機器學習算法的情況，其中新興亞洲及其他新興市場經濟體的平均增幅分別為1.4%及0.6%，而先進經濟體的增幅則不顯著(0.2%)。

[13] 我們按以下年期來界定該三個不同的市場情況：(i) 2000年至2007年為平靜情況；(ii) 2008年至2013年為危機情況；及(iii) 2014年至2015年為危機後情況。

[14] 優化過程提高了產生正額外回報可能性較高的規則的權重，並將額外回報為負數的規則的權重降至零。

圖B1.2：按市場組別劃分交易規則策略所得到的額外回報



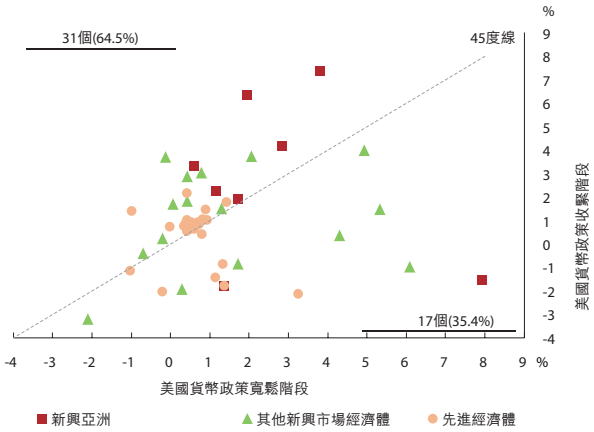
註：

(1) 基於2000年1月至2017年9月的全部樣本數據，主要交易策略的樣本內額外回報；

(2) 基於2017年的樣本數據，經機器學習算法優化的主要交易策略的樣本外額外回報增幅；

(3) ***、**及*分別表示統計顯著性為1、5及10%。

圖B1.3：主要交易策略在不同美國貨幣政策週期中的額外回報



註：基於2000年1月至2017年9月的全部樣本數據，主要交易策略的樣本內額外回報。

其次，當美國收緊其貨幣政策時，交易規則策略的額外回報一般較高。圖B1.3為比較主要策交易策略在美國貨幣政策的收緊週期與及寬鬆週期中分別取得的額外回報散點圖。在48個主權債券市場中，約三分之二的市場散佈在45度線（即圖中虛線）的上方，表示這些市場一般在貨幣政策收緊週期內取得較高的額外回報。與新興市場經濟體比較，多數先進經濟體散佈在45度線附近，表明先進經濟體的主權債券市場對美國貨幣週期的敏感度較低。

實證涵義

基於48個先進經濟體及新興市場經濟體的主權債券市場回報的可預測性，我們的分析結果顯示，新興市場經濟體（尤其是新興亞洲）的主權債券市場回報的可預測性較高。相比之下，儘管利用機器學習算法優化我們的交易規則策略，先進經濟體主權債券市場回報的可預測性仍較低。這或反映主權債券市場回報的可預測性與所屬經濟體的基本因素有關，例如市場的開放程度。[15]

我們的分析結果亦表明，美國貨幣政策衝擊對部分新興亞洲經濟體的主權債券市場影響可能較大。這或源於有較多的資金在美國貨幣寬鬆週期時流入這些經濟體，當美國收緊貨幣政策時或會對國際資金流產生不穩定的影響，從而加大金融市場的波動，債券價格對資訊的調整因而減緩。這彰顯這些市場的決策者需要就美國貨幣政策的預期有所變化時所產生的潛在溢出效應採取應對措施。特別是，發展高效的主權債券市場，對主權債券利率較高且頻繁波動的新興市場經濟體至關重要。

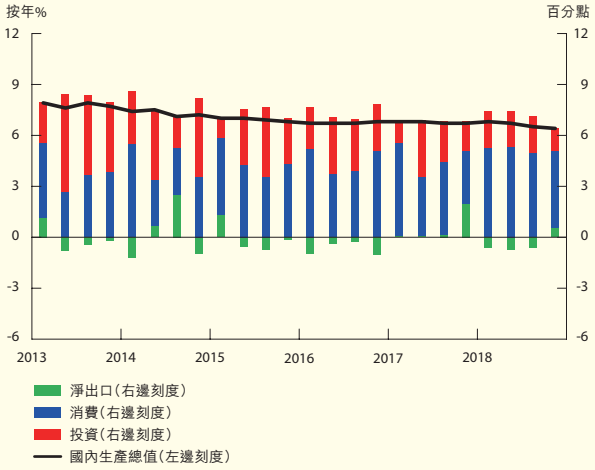
15 基於邏輯迴歸分析，Fong及Wu(2019)發現，基本因素較強，例如經濟增長較快，政府效率較高，金融開放度較高及政治風險較低，與根據交易規則策略所量度到的較低可預測性顯著相關。

2.2 中國內地

實體經濟

由於外圍環境不確定性增加及國內需求稍為放緩，中國內地經濟增長於2018年下半年進一步減慢。實質國內生產總值按年增長由第2季的6.7%及第3季的6.5%下降至第4季的6.4%，為自2009年以來最低（圖2.12）。全年整體而言，實質經濟增長由2017年的6.8%放緩至2018年的6.6%，略高於政府早前訂立的6.5%左右增長目標。

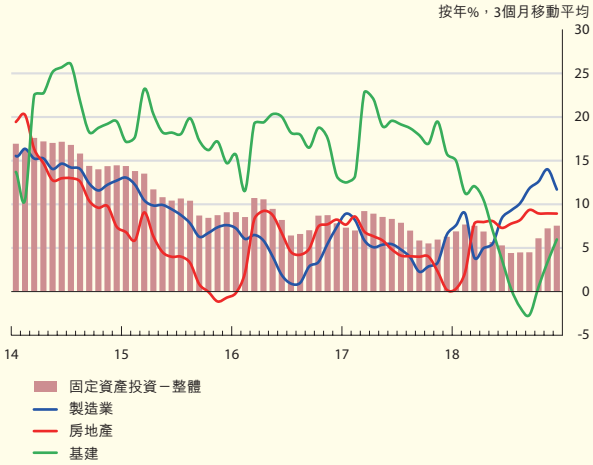
圖2.12
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

在整體增長的背後，消費增長在消費者信心轉弱的情況下於2018年下半年有所放緩。根據限額以上單位的零售銷售細分數據顯示，汽車銷售在第4季顯著下降，而化妝品及珠寶類等奢侈品項目的銷售亦略為放緩。[16]由於基建投資項目在政府採取穩增長措施下有所增加，且製造業投資增長加速，固定資產投資增長於2018年最後數月出現反彈（圖2.13）。外圍環境方面，在環球經濟增長放緩的情況下，出口增長在2018年年底時有所減弱，中美貿易衝突的影響似乎亦開始顯現。由於進口在第4季度的放緩速度快於出口，淨出口對整體增長的貢獻由第3季的負數轉為第4季的小幅正數。

圖2.13
中國內地：按行業劃分的固定資產投資



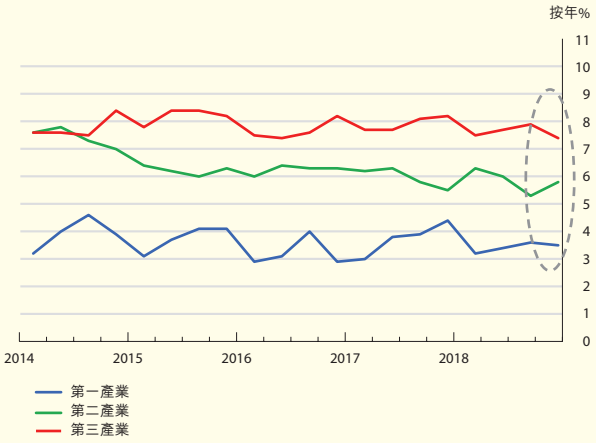
資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

以增加值計算，第三產業在2018年年底時增長稍為減弱，但於2018年下半年整體而言繼續錄得良好增長（圖2.14）。雖然大部分第三產業的細分行業的增長在2018年下半年有所減慢，但信息技術及軟件行業仍繼續迅速增長，期內按年增長高達約30%。此外，運輸與倉儲以及金融行業甚至錄得加速的增長。

16 限額以上單位包括主營業務收入為2,000萬元人民幣或以上的批發業企業、主營業務收入為500萬元人民幣或以上的零售業企業以及主營業務收入為200萬元人民幣或以上的住宿和餐飲業企業。

第二產業方面，製造業活動的商業擴張於下半年放緩，但電子設備及電汽機械等一些高科技製造業細分行業仍然表現良好。在基建開支加速的支持下，建築業增長於第4季亦明顯反彈。由於第三產業增長繼續超過其他行業，其增加值於整體經濟中所佔的比重由2017年的51.9%上升至2018年的52.2%。

圖2.14
中國內地：按行業劃分的增加值增長



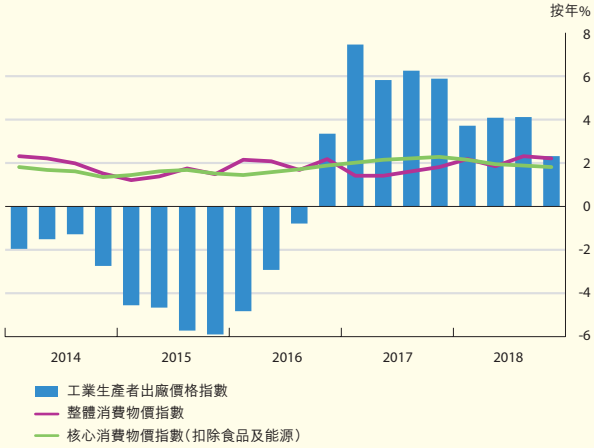
資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望不久將來，增長前景的不確定性有所增加。外圍環境方面，出口是否會進一步減弱將視乎先進經濟體的經濟表現以及進行中的中美貿易談判的結果。國內方面，有關貿易衝突的長期影響所帶來的憂慮持續，或會繼續抑制商家的信心。此外，在過去數季私營商家（尤其是小型企業）融資困難度增加的情況下，增加值較高及高科技的製造業及服務業繼續推動經濟增長的能力亦似乎已有所減弱。

在這更具挑戰性的經濟環境下，政策制訂者需小心謹慎地在穩定經濟及控制潛在系統性風險之間取得更佳平衡，而允許出錯的空間亦變得更為狹小。雖然供給側改革（結構性去槓桿、去產能及規範地方政府融資）仍是2019年的政策重點，但貨幣政策已較為寬鬆，並透過聚焦及定向的寬鬆措施去支持銀行增加對小型及私營企業的貸款。財政方面，有關部門會實施新的減稅降費措施及推出新的基建項目，採取更積極的政策。最新的共識預測表明，2019年內地經濟增長可能會放緩至6.2%，接近政府的6%至6.5%增長目標範圍的中間點。

由於經濟增長放緩，2018年下半年通脹壓力較為溫和。2018年下半年，整體消費物價按年通脹平均為2.3%，略高於上半年的2.0%（圖2.15）。在主要組成部分當中，食品價格於同期由按年上升1.2%進一步加快至2.4%，但扣除食品及能源價格後的核心通脹則由2018年上半年的按年2.0%進一步下跌至下半年的1.8%。與此同時，由於大宗商品價格下跌及整體經濟活動減弱，工業生產者出廠價格按年通脹由2018年上半年的3.9%進一步下降至下半年的3.2%。

圖2.15
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹

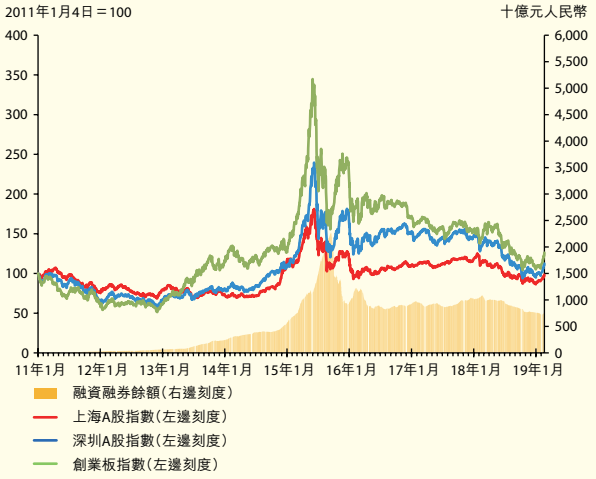


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

資產市場

鑑於增長的下行壓力增加，且中美貿易衝突升級，於回顧期內，股票市場中的投資者信心顯著降低。儘管在2019年年初股市有所反彈，內地股票市場在2018年下半年進一步下挫，小型股（尤其是在深圳證券交易所上市的股票）的跌幅大於大型股（圖2.16）。股票融資融券交易亦減少：於2019年1月，融資融券餘額降至自2015年7月以來的最低水平。

圖2.16
中國內地：內地股市指數及融資融券交易



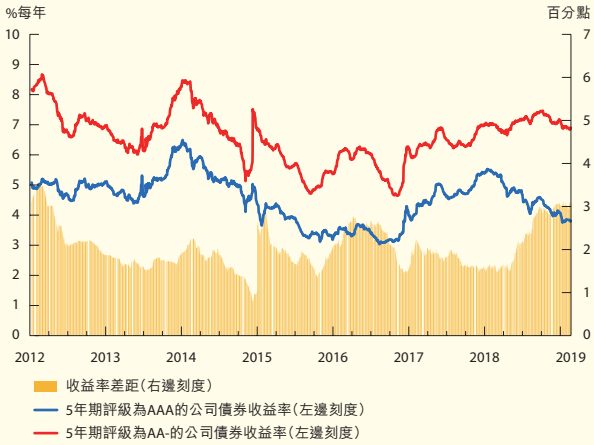
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

此外，股價下跌似乎已觸發用作質押的股票被拋售，尤其是那些被中小型上市公司用於質押貸款的股票。於2018年年底，股票質押的未償還合約價值在一年間減少約13%至5.5萬億元人民幣[17]，質押股票的市場價值相當於內地A股市場的總市值約10%。進一步分析顯示，從行業來看，由於上市的工業企業相對而言有較大部分的股票被質押，同時股價大幅下跌，因此面臨的壓力大於其他企業。

由於平均質押比率低，加上平均保證金比率高[18]，股票質押貸款對金融穩定構成的系統性風險看來有限。然而在極端情況下，股價進一步下跌導致質押股票被強行平倉則可能會構成惡性循環。為應對此情況，有關當局於10月宣佈設立一個特別基金，協助化解股票質押貸款到期時質押借款人進行再融資時可能面臨的流動性壓力。同時，此舉亦降低了證券公司等債權人或會面臨的信貸風險。此計劃推出後，股票市場已出現一些企穩跡象。

在債券市場方面，經過在2018年下半年的幾輪定向降準後，評級較佳的公司發行人的資金成本進一步下降（圖2.17）。相比之下，評級較低的公司債券收益率則維持在較高水平。這可能反映，在經濟前景不明朗因素增加的背景下，投資者的風險胃納降低，以及財務狀況較弱的企業償債能力有所惡化。

圖2.17
中國內地：5年期公司債券收益率



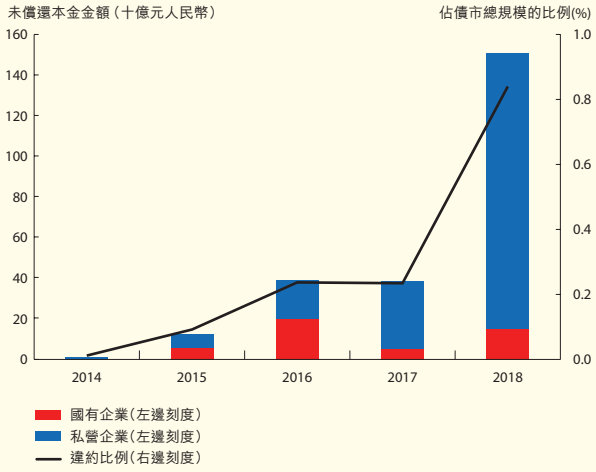
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

17 基於Wind提供的質押貸款合約數據。

18 質押比率＝貸款價值／質押股票的合約價值。保證金比率＝質押股票的當前市值／（貸款價值*（1+利率））。根據市場分析，A股市場的質押比率為30%至50%，保證金比率為140%至160%，視乎質押股票的風險度而定。

事實上，在2018年下半年內有多達46家公司發行人出現債券違約，而上半年僅為15家[19]。因此，2018年違約債券的總規模增至1,507億元人民幣，相當於非金融債券餘額的大約1%（圖2.18）。進一步分析表明，近來的違約個案主要來自於評級較低的私人發行人，並且集中在能源及原材料行業。

圖2.18
中國內地：債券違約規模及比例

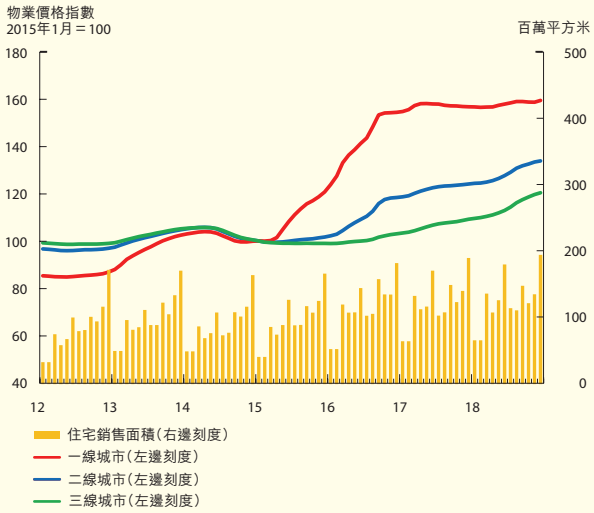


資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

由於債券違約的個案增加，私營公司的債券發行更趨困難。為促進私營公司的債券發行，央行於10月宣佈採取具針對性的支持措施以推動債券市場的需求。當中，持有私營企業發行的債券的投資者可獲得一種名為「信用風險緩釋憑證」的信貸風險掉期。目前，此類對沖市場仍主要由國家主導，因信用風險緩釋憑證主要是由屬於國有金融機構的中債信用增進公司與其他商業銀行共同發行。

於回顧期內，在提高首付及限購限售等近幾年實施的調控措施限制下，內地一線城市的房價保持基本穩定（圖2.19）。另外，在較低級別的城市裏，房價錄得小幅上漲。然而，與置業氣氛熾熱的2016年相比，上升速度已大幅放緩。

圖2.19
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積

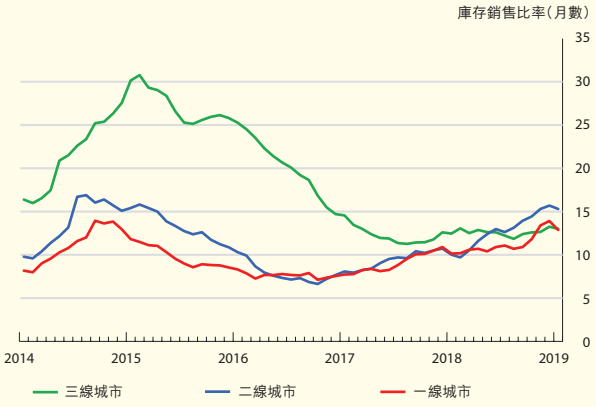


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

於前幾年一直困擾著三線城市的住房供應過剩的問題，在相當大的程度上繼續受到抑制，部分原因是在市場情緒高漲的情況下錄得強勁的銷售。截至2019年1月，三線城市的庫存銷售比率維持在13個月左右的水平，遠低於2015年年初31個月的最高位（圖2.20）。

[19] 數據來自Wind，包括企業及公司債券、中期票據、短期商業票據及私人配售票據。

圖 2.20
中國內地：按城市等級劃分的庫存銷售比率



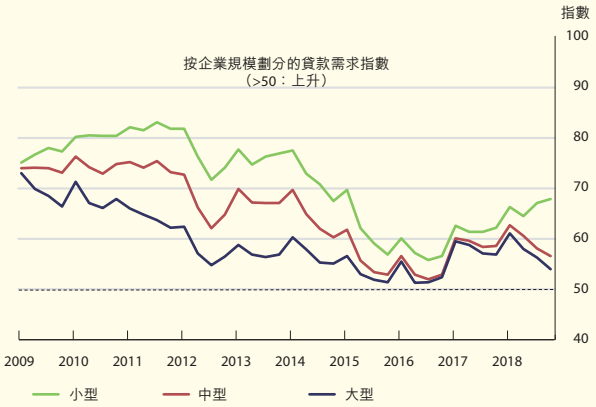
資料來源：Wind 及金管局職員估計數字。

為遏制潛在風險，並促進房地產市場穩定健康發展，當局除了加快建設保障性住房外，亦同時加快了租賃市場的發展，以及推行更加靈活的制度以增加土地供應。

信貸及資產質素

在 2018 年下半年，不同規模的內地企業的貸款需求出現顯著差異。根據中國人民銀行的季度問卷調查，小型企業的貸款需求持續上升，而中型及大型企業的需求則有所下降（圖 2.21）。

圖 2.21
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求指數

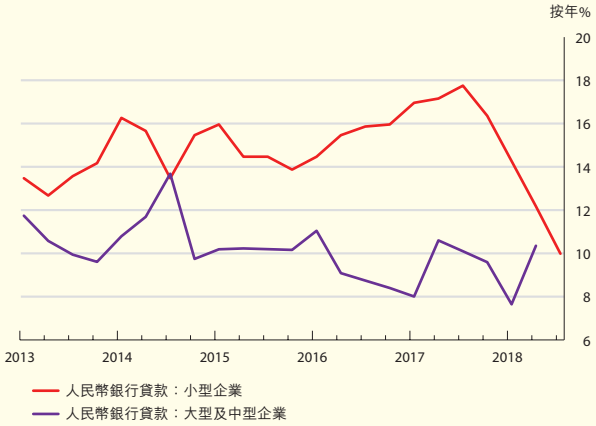


資料來源：中國人民銀行。

小型企業在 2018 年下半年對銀行貸款的需求保持強勁並一直增長，部分原因是這些小型企業可獲得的非正規融資渠道減少。金融去槓桿在 2018 年持續推進，亦導致影子銀行活動明顯減少。而影子銀行活動於過往為小型和私營企業提供了重要的資金支持，尤其是那些在獲取正規融資方面有困難的企業。為應對這一發展，中國人民銀行於 2018 年推出了幾輪寬鬆措施，包括定向降準及有條件中期借貸便利，以更好地支持銀行對小型企業的貸款（詳情請參閱「財政及貨幣政策」部分）。

在定向寬鬆措施實施後，普惠金融貸款（即針對總授信低於 500 萬元人民幣的小型公司借款人的借款）的按年增長速度由 2017 年年底的 9.8% 上升近一倍至 2018 年年底的 18%。然而，銀行對小型企業的整體貸款增長於 2018 年首三季減緩（圖 2.22），可能原因是在經濟不明朗因素增加的背景下，內地銀行風險偏好降低，因此偏向限制對財務狀況較弱的借款人（包括小型企業）的敞口風險。

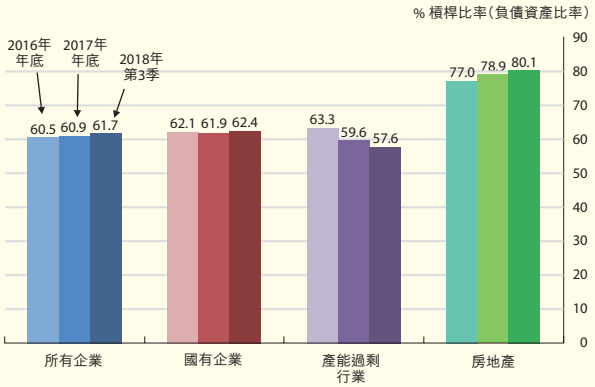
圖 2.22
中國內地：企業借款人的銀行貸款增長



資料來源：中國人民銀行及金管局職員估計數字。

儘管銀行對小型借款人的貸款增長減緩，但向內地企業授出的整體銀行信貸的按年增長由2018年6月的12.7%加速至2019年1月的13.4%。這表明了向國有企業等大型借款人授出的銀行貸款金額可能增加。向大型借款人授出的銀行貸款增加不僅反映了銀行風險偏好降低，同時亦反映出政府實施加快基建開支等逆週期措施以支持經濟。因此，上市國有企業的槓桿比率繼2017年下降後，於2018年首三季小幅反彈（圖2.23）。相比之下，由於銀行繼續對產能過剩行業企業等財務狀況較差的借款人收緊貸款審批標準，產能過剩行業企業的槓桿比率於2018年首三季進一步下降。此外，產能過剩行業企業的盈利在過去幾年持續改善，亦有助於降低槓桿比率。

圖2.23
中國內地：上市國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿比率

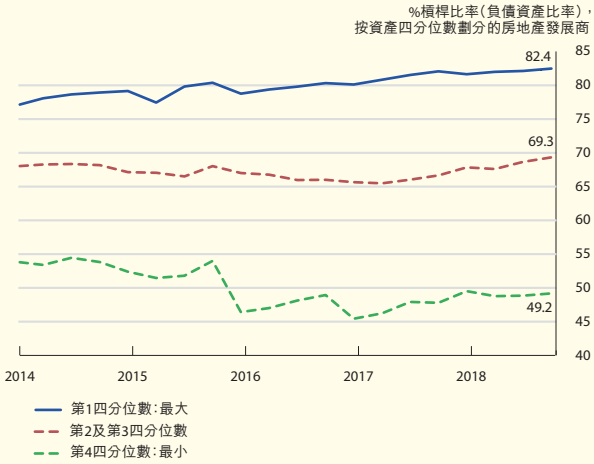


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

產能過剩行業企業的盈利能力改善的原因是評估這些改善能否持續的關鍵。專題2（第32頁）認為產能過剩行業上市公司的股本回報率改善主要源自於良好的發展狀況，尤其是毛利及管理效率的提升。然而，資產周轉率仍然低企，似乎表明這些產能過剩行業的產能利用仍遠未達至理想水平，尚需進一步改善方能提升產能過剩行業的效率及長期盈利的能力。

於2018年首三季，由於市場狀況向好（尤其是在較低級別的城市），房地產發展商的槓桿比率進一步上升（圖2.23）。更深入的分析表明，雖然財務狀況較強勁的大型發展商的槓桿比率較高，但同時亦有跡象表明其他不同規模的發展商的槓桿比率在2018年下半年均有上升（圖2.24），這值得進一步監控，因為發展商的槓桿比率越高，則越容易受到房價調整的衝擊。

圖2.24
中國內地：按企業規模劃分的房地產發展商的企業槓桿

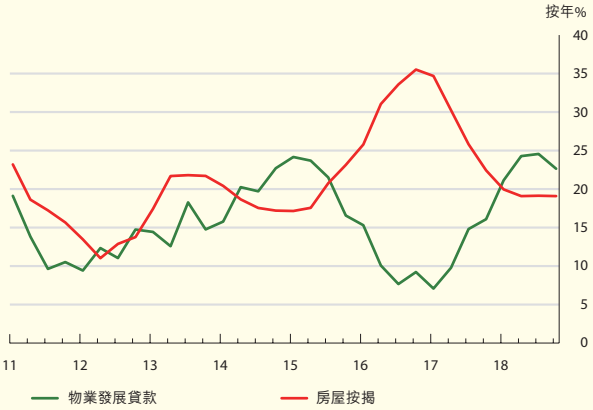


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

在2018年下半年期間，房地產發展貸款的按年增長維持在20%以上的高位，反映房地產發展商的槓桿比率上升。相比之下，因收緊購房限制，房屋按揭的按年增長於最後一季下降至19.0 %（圖2.25）。因

此，銀行對於房地產市場的直接敞口風險，即房地產發展貸款及房屋按揭佔銀行貸款總額的合計比重，由6個月前的26.5%微微上升至2018年年底的27.3%。

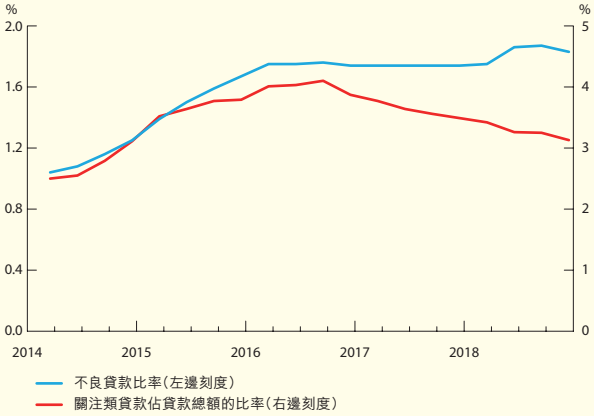
圖 2.25
中國內地：房屋按揭及房地產發展貸款的增長



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

由於經濟增長勢頭放緩，銀行資產質素在2018年下半年裏看來已面臨一定的壓力。雖然關注類貸款佔銀行貸款總額的比重持續下降[20]，但和過去數年相比，內地銀行的不良貸款率於2018年年底繼續處於1.8%這一個相對的高位，儘管在第四季有所下降（圖2.26）。

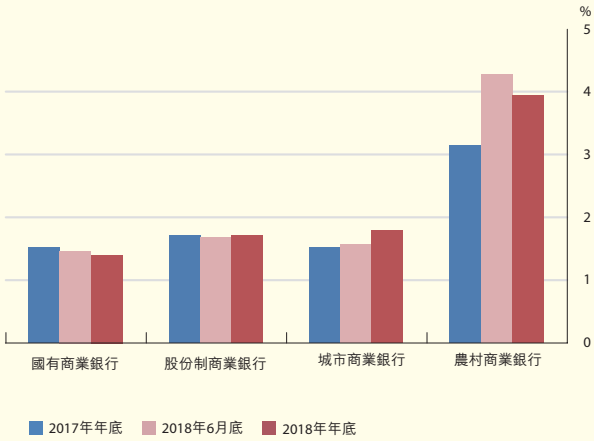
圖 2.26
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率



資料來源：CEIC。

進一步分析表明，近期不良貸款率的上升主要集中於小型銀行。具體而言，於2018年下半年，國有及股份制商業銀行的不良貸款率大致保持穩定，但城市商業銀行的不良貸款率則繼續有所上升（圖2.27）。與此同時，農村商業銀行的不良貸款率雖然有所下降，但整體上仍然明顯比其他銀行為高。

圖 2.27
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



資料來源：CEIC。

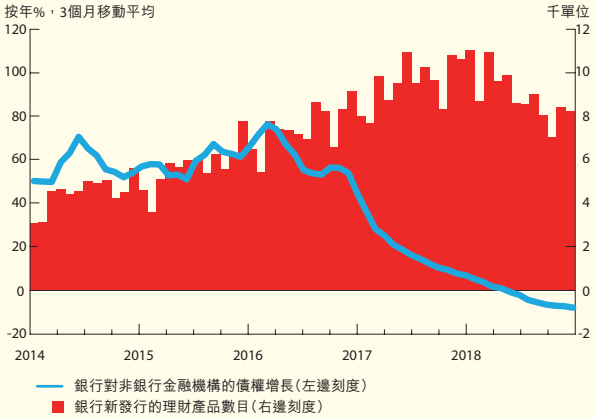
20 根據中國銀行保險監督管理委員會的定義，關注類貸款是指儘管借款人目前有能力償還債務，但存在一些可能對償還產生不利影響因素的貸款。不良貸款包括被分類為次級、可疑或損失的貸款，此類貸款幾乎不可能獲悉數償還，銀行亦因而會遭受不同程度的損失。

部分小型銀行的不良貸款率上升，可能是由於當局實行更為嚴格的不良貸款報告標準，將所有逾期超過90天的貸款納入其中（請參閱2018年9月刊發的報告內的相關討論）。然而，不良貸款率的上升亦很大可能是由於對小微借款人的敞口風險增加以及在經濟活動減弱的環境下借款人的償還能力惡化所致。

儘管不良貸款率上升，銀行的整體資產質素暫時不會迅速惡化。現時，內地銀行（尤其是具系統重要性銀行）的不良貸款率仍然低企。此外，較高的貸款撥備亦有助於保護銀行在日後蒙受損失。於2018年年底，銀行的不良貸款覆蓋率由第2季的179%上升至186%。

於回顧期內，當局繼續推進金融去槓桿，以限制銀行參與影子銀行活動。因此，銀行對非銀行金融機構的債權自2018年6月起開始下跌（圖2.28），而該等債權佔銀行總資產的比例亦於2018年年底下降至9.7%。

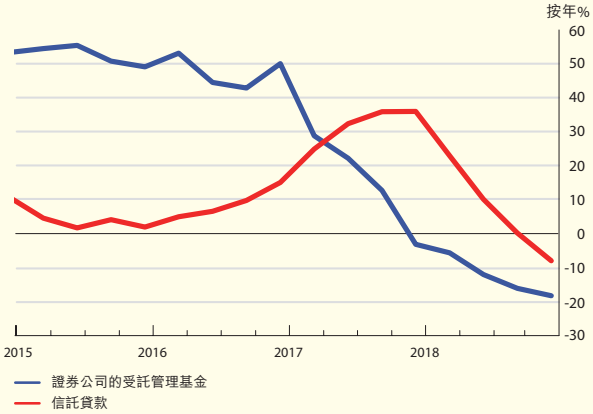
圖2.28
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權增長及新發行的理財產品數目



資料來源：CEIC、Wind及金管局職員估計數字。

由於理財產品亦是影子銀行活動的主要資金來源，當局於2018年下半年加強了對銀行發行或分銷的理財產品的風險管理[21]。在銀行對影子銀行活動的參與減少後（圖2.28），信託貸款及證券公司的受託管理基金等影子銀行活動於2018年下半年逐步減少（圖2.29）。

圖2.29
中國內地：信託貸款及證券公司的受託管理基金的增長



資料來源：CEIC及中國證券業協會及金管局職員估計數字。

匯率及跨境資本流動

在岸人民幣兌美元滙率於9月及10月進一步轉弱2.1%。此後，由於中美重新開始貿易談判，市場情緒趨穩，在岸人民幣兌美元滙率在隨後四個月反彈了4.2%（圖2.30）。離岸人民幣在最近幾個月亦緊隨在岸人民幣滙率有所轉強，在岸人民幣與離岸人民幣差價於11月至2月期間在–256點子至174點子範圍內上落。彭博提供的2019年第1季人民幣兌美元滙

21 舉例而言，於2018年下半年採取的幾項新措施規定了保本的理財產品必須記入銀行的資產負債表，並且禁止理財產品投資於結構式的資產管理計劃。

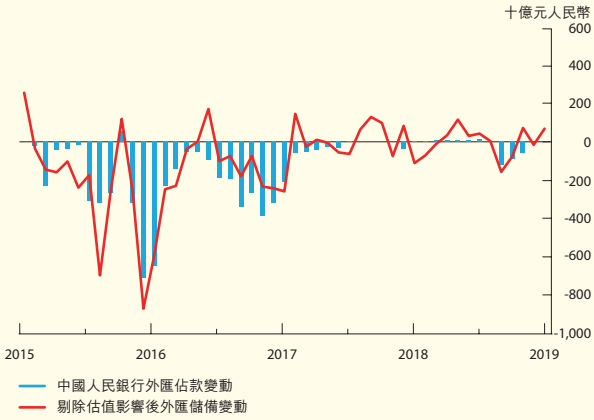
率的共識預測亦從2018年11月底的6.99轉強至2019年2月底的6.78。

圖 2.30
中國內地：在岸人民幣及離岸人民幣兌美元匯率

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

在經濟活動放緩及不確定性上升的情況下，資本外流壓力於2018年下半年稍為上升。特別是，剔除估值影響後的外匯儲備變動以及人民銀行外匯佔款變動這兩個常用的跨境資金流動指標於去年下半年稍為下降，其後於接近年底時轉趨穩定，但整體降幅遠小於以往如2015年及2016年等人民幣面臨重大貶值壓力時的情況(圖2.31)。整體而言，於回顧期內，中國內地外匯儲備總額大致保持穩定，於2019年1月底為30,879億美元。

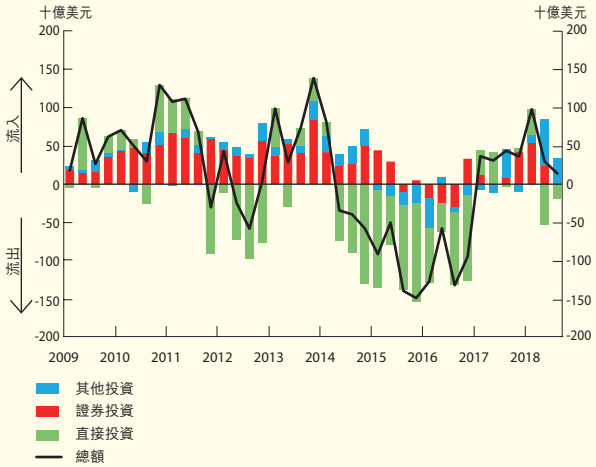
圖 2.31
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



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，透過資本帳的淨流入於2018年第2季及第3季減少(圖2.32)。特別是，由於外國企業直接投資減弱，透過直接投資的淨流入於期內明顯減少。透過「其他投資」的跨境資金流動亦於2018年第2季及第3季轉為淨流出，主要因跨境貸款較借款強勁以及內地居民存款及貨幣流出。相比之下，由於內地投資者的海外購買放緩而外國投資者繼續增持內地證券，透過證券投資的淨流入於期內有所加快。

圖 2.32
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、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

由於有關中美貿易關係的隱憂持續，跨境資本流動的前景尚不明朗。中美貨幣政策持續背馳—中國貨幣政策略為偏向於寬鬆，而美聯儲的政策預期為中性—可能會影響人民幣匯率，從而影響跨境資金流動。另一方面，獲納入基準指數的內地證券數目增加，亦支持資金淨流入。

財政及貨幣政策

鑑於經濟增長面臨更多的下行壓力，中國人民銀行、財政部及國家發展和改革委員會等政府部門已共同努力加強供給側及需求側方面的措施以支持經濟增長，尤其是有關私營部門方面。特別是，政府提倡為私營企業與國有企業之間營造公平的競爭環境及鼓勵合理的商業競爭（如推進市場開放、加強私營企業的法律保障以及支持私營企業的債券發行等措施）。另一方面，政府也決定促進社會保障網，以支持及改善教育和醫療保健，並加快推進城際運輸及物流等基建項目。有關當局亦有其他舉措，包括採取逆週期措施如更多的定向貨幣寬鬆以改善對小型企業的信貸供應，以及削減私營企業及個人稅費的財政措施。

貨幣政策方面，中國人民銀行推出了更多定向寬鬆措施支持銀行貸款予私營及小型企業（表 2.1）。尤其是，央行分別於 2018 年 10 月以及 2019 年 1 月透過進一步降準向銀行體系注入流動性。中國人民銀行亦透過放寬指引，擴大定向降準計劃內小微企業的覆蓋範圍，把門檻由先前的單戶授信小於 500 萬元人民幣調整為 1,000 萬元人民幣。與此同時，央行亦設立了新的定向中期借貸便利，旨在為向小型及私營借款人提供充分信貸的銀行給予低成本及較長期的資金。另外，為緩解因資本不足導致銀行貸款受到限制的問題，中國人民銀行於 1 月推出一項新的央行票據互換計劃以促進銀行的永續債券發行。這項措施允許一級交易商以合資格銀行所發行的永續債券與央行票據進行互換，將有助於提高永續債券的吸引力，從而支持銀行發行此類債券以改善其資本狀況。債券融資方面，央行提供了初始資金以設立信用風險緩釋工具及擔保增信等信貸金融工具，以支持私營企業的債券發行。

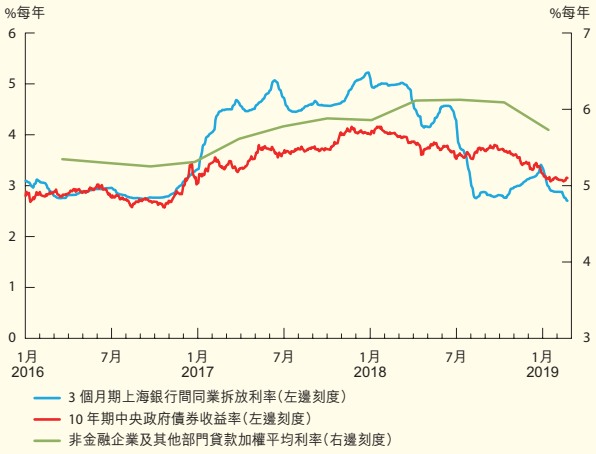
表 2.1
中國內地：2018/19 年支持私營及小型企業的主要貨幣政策措施

日期	措施
18 年 1 月	定向降準 50 至 150 個基點
18 年 4 月	對大多數金融機構降準 100 個基點
18 年 6 月	將不低於 AA 級的綠色和「三農」金融債券以及優質小微企業貸款和綠色貸款納入中期借貸便利合格擔保品範圍
	將支小支農再貸款和再貼現額度增加合共 1,500 億元人民幣
	將央行支小再貸款利率調低 50 個基點
	透過促進小微企業金融債券發行及小微企業貸款資產支持證券發行的措施，盤活逾 1,000 億元人民幣信貸
	將單戶授信為 500 萬元人民幣及以下的小微企業貸款納入中期借貸便利合格抵押品範圍
	在宏觀審慎評估體系中增加小微企業貸款考核權重
18 年 7 月	對大多數金融機構降準 50 個基點
18 年 10 月	對大多數金融機構降準 100 個基點
	將支小支農再貸款和再貼現額度進一步增加 1,500 億元人民幣
	為設立信用風險緩釋工具及擔保增信等債券融資支持工具提供初始資金
18 年 11 月	國務院宣布將中期借貸便利合格擔保品範圍從單戶授信為 500 萬元人民幣及以下的小微企業貸提升到 1,000 萬元人民幣
18 年 12 月	創設定向中期借貸便利
	將支小支農再貸款和再貼現額度進一步增加 1,000 億元人民幣
19 年 1 月	將定向降準計劃的小微企業覆蓋範圍由單戶授信小於 500 萬元人民幣擴大至 1,000 萬元人民幣
	對所有金融機構降準 100 個基點
	創設央行票據互換

資料來源：中國人民銀行和中國政府網。

這些寬鬆措施實施後，銀行體系的流動性狀況自 2018 年下半年以來已有所改善，3 個月期上海銀行間同業拆放利率顯著回落至 2016 年上半年的水平（圖 2.33）。隨著銀行同業市場資金成本下降，10 年期中央政府債券收益率亦由 8 月底的約 3.6% 下跌至 2 月底的約 3.2%。與此同時，非金融部門的加權平均銀行貸款利率由 2018 年 6 月底的 5.97% 下跌至 12 月底的 5.63%。特別是，企業的加權平均銀行貸款利率於 12 月連續第四個月下跌，合計下跌了 25 個基點至 5.35%。

圖 2.33
中國內地：主要市場利率



資料來源：CEIC、中國人民銀行及金管局職員估計數字。

這些定向寬鬆措施看來已有助於部分企業（尤其是小微企業）緩解融資困難。中國人民銀行的資料顯示，對授信低於 500 萬元人民幣的最小型企業借款人的平均貸款利率由 2017 年年底的 6.6% 下降至 2018 年 9 月的 6.25%。與此同時，對這些最小型企業的銀行貸款亦顯著加速，對高科技行業（如科研和信息等）的貸款更大幅增加（詳情請參閱「信貸及資產質素」部分）。

然而，如圖 2.22 所示，銀行對小型企業的貸款於第 3 季有所減速，而影子銀行信貸則繼續收縮。這顯示了小型企業的整體信貸狀況尚未理想。從這點來說，縱使 2019 年年初的社會融資整體規模較預期為佳（主要是由於票據融資和短期銀行貸款的快速增長），內地當局推出的寬鬆措施能否有助於進一步改善私營企業尤其是小型企業獲取信貸仍有待觀察。

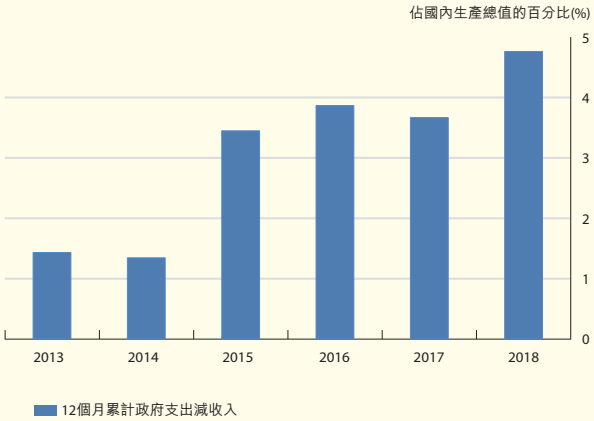
財政政策方面，當局已採取更有力及積極的政策立場以提振國內需求。為支持小型企業擴張，當局加強了降稅減費措施。舉例來說，今年1月，國務院宣布將擴大免繳交增值稅的覆蓋範圍，小規模納稅人起徵點由每月銷售額3萬元人民幣提高至10萬元人民幣。與此同時，年應納稅所得額為100萬元至300萬元人民幣及低於100萬元人民幣的小型微利企業分別可享有50%及25%的所得稅扣減。在2019年政府工作報告中，內地當局宣布將推出更多減稅措施，尤其針對製造業和小企業。與此同時，企業的社保繳費負擔也會被降低。2019年全年，內地當局計劃對企業減稅降費共約2萬億元人民幣。

此外，為減輕家庭的稅務負擔及支持消費，當局於2018年12月宣布個人所得稅專項附加扣除政策，從應納稅所得額中扣除子女教育、繼續教育、大病醫療、住房貸款利息、住房租金及贍養老人的個人支出。

開支方面，政策制訂者加快審批新的基建項目。在最新的政府工作報告中，政府決定在2019年投資2.6萬億元人民幣建造鐵路、公路及水路。除傳統基建項目外，政府亦宣布推進與人工智能、工業互聯網、物聯網及5G商用有關的「新型基建」項目。

反映擴張性的財政政策，計劃的預算赤字由2018年的2.38萬億元人民幣增至2019年的2.76萬億元人民幣，相當於國內生產總值的2.8%，比2018年高出0.2個百分點。因此，預期政府一般公共預算和政府性基金中的開支與收入的缺口在2018年上升至國內生產總值的4.7%後，會於2019年進一步擴闊至6.6%（圖2.34）。

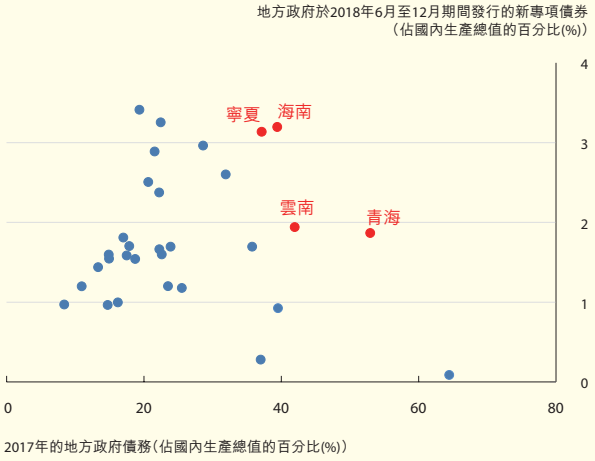
圖2.34
中國內地：政府支出與收入的缺口



資料來源：Wind、財政部及金管局職員估計數字。

為填補資金缺口，2018年地方政府債務餘額增加了11.4%，較2017年的7.5%增幅為快。目前，地方政府債務的整體風險仍然可控，2018年地方政府債務對國內生產總值的比率仍低企於20.4%。然而，部分省份的債務水平快速增加而財政狀況相對薄弱，可能值得關注。省級數據表明，於2018年6月至12月期間，在政府採取措施支持經濟增長的背景下，一些債務水平已相對較高的省份，例如海南、寧夏、青海及雲南等，亦顯著加快發行地方政府債券，特別是為地方基建開支融資的專項債券（圖2.35）。

圖2.35
中國內地：地方政府於2018年6月至12月期間發行的專項債券及地方政府債務



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

專題2
中國內地的產能過剩部門近期復甦的動力

引言

部分由於全球金融危機後大規模財政刺激措施造成的過度投資，產能過剩已逐漸成為妨礙中國內地工業發展的因素。2013年，內地當局確定七個行業出現產能過剩，包括鋁、水泥、煤炭、平板玻璃、光伏、造船及鋼鐵。

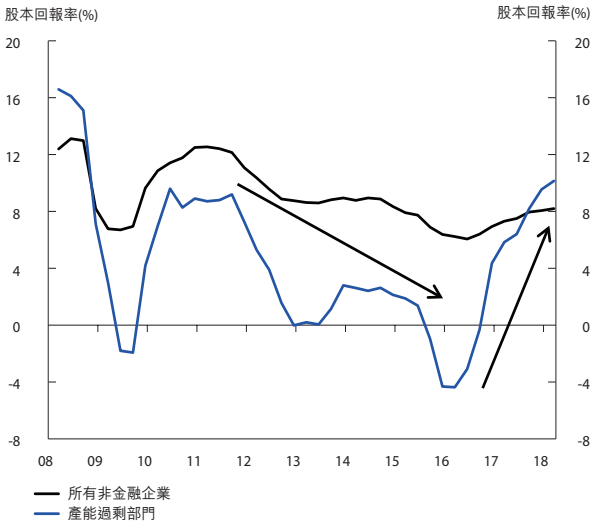
中國公司在這七個行業的全球競爭者當中佔有可觀比重。舉例而言，儘管內地的鋼鐵、煤炭及水泥生產主要服務國內市場，但其產量分別佔全球產量約50%、46%及56%。但這些行業的產能利用率近年來跌至80%以下。

產能過剩部門的表現確實會影響經濟表現及金融穩定。2015年，約3%的銀行貸款授予產能過剩部門[22]，這些部門的財務狀況亦會影響相關上游及下游行業的業務及財務狀況。

因此，自2016年以來，解決內地經濟面臨的產能過剩問題已成為當局的供給側改革的重點。由於政府實施去產能措施，產能過剩部門的盈利能力開始改善，扭轉2011年至2015年期間持續惡化的趨勢（圖B2.1）。

儘管如此，但其他並未出現產能過剩的部門在同期的盈利能力亦上升，這帶出一個問題：近期產能過剩部門效率改善是否反映去產能措施取得成功，或這只是全面週期性復甦的結果？透過使用內地上市非金融企業的數據，本專題探討內地產能過剩部門在全球金融危機後股本回報率變化的驅動因素，以回答這個問題。

圖B2.1 中國內地上市企業的股本回報率(%)



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

方法解釋：杜邦分析

為辨識影響內地的產能過剩部門的盈利能力的主要因素，我們使用一種常用的財務報表分析法杜邦分析，將內地企業的股本回報率分解為六個乘法成分：*財務槓桿*、*行政管理效率*、*毛利率*、*財務開支*、*稅務保留率及資產週轉率*[23]。這六個成分的定義及解釋列於表B2.1。

[22] 《大產能過剩行業負債5.4萬億，98年有什麼經驗》(http://finance.sina.com.cn/stock/hyyj/2016-01-29/doc-ifxnzanh0302556.shtml)

[23] 財務報表分析文獻，例如Soliman (2008)及Dehning及Stratopoulos (2002)亦討論了其他形式的分解。

表 B2.1
杜邦方程式及六個成分

杜邦方程式

股本回報率
=淨收益／股本
=(資產／股本)*
(營業利潤／毛利)*
(毛利／銷售額)*
(營業利潤／稅前收益)$^{-1}$*
(淨收益／稅前收益)*
(銷售額／股本)

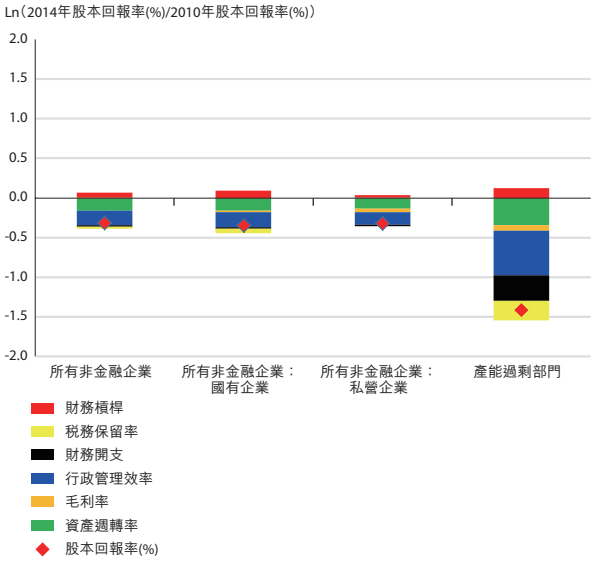
杜邦成分	解釋
財務槓桿： 資產／股本	數值越高則企業的業務活動對借貸資金的倚賴程度越高。
行政管理效率： 營業利潤／毛利	數值越高則企業的行政開支佔毛利的比例越低。
毛利率： 毛利／銷售額	數值越高則企業的生產成本佔收入的比例越低。
財務開支： (營業利潤／稅前收益)$^{-1}$	數值越高則利息開支等財務開支佔營業利潤的比例越高。
稅務保留率： 淨收益／稅前收益	數值越高則實際稅項佔稅前收益的比例越低。
資產週轉率： 銷售額／資產	數值越高則資產使用效率越高。

在六個成分中，我們特別關注*資產週轉率*(即銷售總值對資產總值的比率)，因該成分對評估企業的產能過剩情況有關。*資產週轉率*常用於計量資產利用率及效率，這一般源自物業、廠房及設備的高效利用、高效的存貨程序以及其他形式的營運資金管理(Nissim及Penman(2001))，因此被視為可解釋未來盈利能力的變動(例如Soliman(2008)以及Dehning及Stratopoulos (2002))。

數據及結果

在中國內地約2,800家上市非金融企業當中，我們確定108家企業屬於內地當局分類的七個產能過剩部門。我們的分析表明，2010年至2014年，非金融企業的盈利能力全面下降(圖B2.2)[24]。由於行政管理效率、資產週轉率及稅務保留率顯著惡化，財務開支大幅上升，且*毛利率*輕微下降，產能過剩部門的盈利能力下降似乎尤其顯著。相比之下，產能過剩部門的*財務槓桿*輕微上升，這是唯一對盈利能力有正面貢獻的成分。

圖 B2.2
上市企業 2010 年至 2014 年的股本回報率 (%) 變動



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

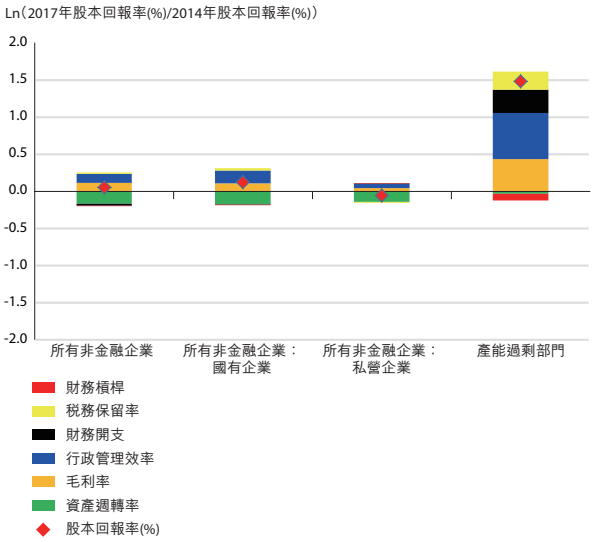
這些結果表明，全球金融危機後，股本回報率惡化，很可能反映過度投資及經濟效率下降。具體而言，資產規模及營運規模擴大而利潤未能成比例增長，則會導致*資產週轉率*及*行政管理效率*惡化。若這些擴大主要以信貸而非以內部產生的現金流提供資金(中國內地2010年至2015年的情況正是如此)，則*財務槓桿*

24 內地的產能過剩部門的股本回報率於2015年下跌至-4%。然而，由於負值導致無法計算2010年至2015年期間股本回報率的百分比變動，因此使用2014年的股本回報率而不使用2015年的股本回報率。

會上升，*財務開支*亦會增加。在其他條件相同的情況下，生產擴大會增加供應並壓低價格，從而拖低*毛利率*。若相對於需求過度增加供應，產能過剩就會出現。

2016年及2017年，由於政府採取去產能措施，產能過剩部門的盈利能力顯著反彈。儘管其他部門的盈利能力亦改善，但幅度小於產能過剩部門。杜邦分析表明，*行政管理效率*及*毛利率*對產能過剩部門的盈利能力反彈貢獻最大，其次是財務開支減低及稅務保留率上升。然而，杜邦分析中的重要指標，作為產能過剩指標的*資產週轉率*看來幾乎不變（圖B2.3）。

圖B2.3
上市企業2014年至2017年的股本回報率(%)變動



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

2015年至2017年期間產能過剩部門*行政管理效率*和*毛利率*顯著上升，主要反映了相對於行政或運營成本，毛利有較強勁增長，部份原因則在於全球大宗商品價格再膨脹、去產能措施導致產能過剩部門產量減少，以及國內需求受到例如物業市場暢旺所推動帶來週期性改善。此外，由於政府持續採取措施減少效率低下部門的負債，*財務槓桿*亦輕微下降，這有助於減少*財務開支*，並相對緩解流動性狀況。

儘管如此，與2014年比較，2017年的*資產週轉率*幾乎不變，這帶出一個問題：2017年內地企業是否仍有產能過剩的問題。如果去產能措施主要是減低產量而不是減少產能，則*資產週轉率*不會顯著改善。亦有可能去產能措施已成功地淘汰落後產能，而部分落後產能被更先進且生產力更高的產能取代，但尚未開始產生回報。

無論原因是甚麼，*資產週轉率*低則表明產能利用率仍遠未達到理想狀態。2017年，*資產週轉率*為64.5%，僅略高於2015年當產能過剩部門的盈利能力跌至低谷時的水平（表B2.2第一列）。2017年*資產週轉率*遠低於2010年及全球金融危機前的水平（其時的比率接近100%），亦低於三個主要先進經濟體類似行業的長期平均數[25]（表B2.2第二列）。就此而言，產能過剩部門需要進一步改善資產利用率，以確保長期盈利能力。

[25] 比較組別為德國、日本及美國七個類似行業的147家上市企業。

表 B2.2
股本回報率的杜邦成分：中國內地的產能過剩部門與先進經濟體的類似行業

	中國內地			先進經濟體
單位：%	緊接全球金融危機後 2010年	股本回報率位於谷底 2015年	最近觀察結果 2017年	類似行業部門的平均數 1986年至2017年
股本回報率	8.8	-4.5	9.4	6.5
財務槓桿	251.3	284.0	260.8	353.0
行政管理效率	52.8	-14.2*	56.3	35.0
毛利率	10.7	7.3	15.3	14.9
財務開支	115.5	38.7*	116.3	140.0
稅務保留率	76.3	109.2*	75.9	56.0
資產週轉率	94.1	53.3	64.5	97.0

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。
*：由於2015年的營業利潤為負，將這些財務比率與其他年度的比率比較並無意義。

2015年至2017年內地經濟的週期性表現或可解釋部分杜邦成分顯著改善的原因。毛利率急速反彈應該不可能單獨由生產效率提高所推動，相反，上文所提及的暢旺市場狀況帶來週期性動力，亦可能促使毛利率上升。倘若如此，若這個週期性動力消退，則2015年至2017年這些產能過剩行業所出現的毛利率大幅改善未必能夠持續。為了使這些企業保持長期財務生存能力，需要堅持推行改善產能利用率的措施，例如更換落後設施、發展高增加值生產方式以及在投資及資產配置方面採取商業化決策程序。總而言之，雖然內地的產能過剩部門在2015年至2017年有利的週期環境下取得良好財務表現，這些部門的企業為維持長期財務穩健性，仍有必要解決產能過剩的問題。

結語

在中國內地，繼政府於2016年開始推行去產能措施後，產能過剩部門的盈利能力已明顯改善。不過，這些產能過剩部門的盈利能力反彈的原因則較不明確。我們利用上市企業的財務數據及杜邦分析，發現內地的產能過剩部門的股本回報率改善主要源自有利的發展，尤其是推行去產能措施、國內需求出現週期性改善，以及行政管理效率可能反映業務經營改善。

儘管有這些有利的發展，但內地的產能過剩部門仍然偏低的資產週轉率似乎表明產能利用率仍遠未達到理想狀態。因此，產能過剩部門仍需要進一步提升資產利用率以促進效率，從而促進長遠盈利能力。

參考文獻

Dehning, B. and Stratopoulos, T., 2002. DuPont analysis of an IT-enabled competitive advantage. *International Journal of Accounting Information Systems* 第3(3)期：第165–176頁。

Nissim, D. and Penman, S., 2001. Ratio analysis and equity valuation:From research to practice. *Review of Accounting Studies*（3月）：第109–154頁。

Soliman, M., 2008. The use of DuPont analysis by market participants. *The Accounting Review* 第83期：第823–853頁。