HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2019年9月

本報告分析2019年2月底至2019年8月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2019年9月

目錄

1. 概論 **4**

2. 全球環境及展望 **10**

2.1 外圍環境 10

2.2 中國內地 21

3. 本港經濟 **37**

3.1 實體經濟活動 37

3.2 勞工市場狀況 39

3.3 通脹 39

4. 貨幣及金融狀況 **44**

4.1 匯率及資金流 44

4.2 貨幣環境及利率 46

4.3 股市 51

4.4 債券市場 52

4.5 系統性風險 55

5. 銀行業的表現 **61**

5.1 盈利及資本額 61

5.2 流動性及利率風險 64

5.3 信貸風險 66

5.4 系統性風險 73

專題1 計值貨幣對新興市場債券基金流的重要性 19

專題2 內地近期的減稅措施是否有效？以內地上市公司作實證分析 33

專題3 中美貿易衝突之下香港與內地近期出口表現的差異 41

專題4 人民幣匯率是否會影響股票投資流量？－來自滬港通及深港通計劃的實證分析 58

專題5 評估銀行監管改革和貸款擔保計劃對中小企貸款的影響 77

詞彙

1. 概論

全球增長勢頭在2019年上半年進一步放緩，反映主要先進經濟體的商業投資轉弱以及美國徵收進口關稅對全球貿易和供應鏈帶來的不利影響。香港經濟同期亦錄得近十年來最緩慢的按年增長。

儘管港元市場出現一些波動，尤以5月和6月面對季節性資金需求以及大型新股集資的時候為甚，但港元市場交易保持暢順有序。港元廣義貨幣供應及廣義貨幣供應總額均錄得穩定增長，銀行信貸於2018年下半年經歷收縮後，於2019年上半年恢復擴張。住宅物業市場在今年首五個月強勁反彈後，自6月起有所回軟。

展望未來，香港銀行業將面臨多重阻力，包括中美貿易糾紛進一步升級、全球經濟下行風險上升、部份主要央行採取貨幣寬鬆措施的時機及規模越趨不明朗，以及地緣政治風險有所上升。鑒於企業槓桿及個人債務負擔持續增加，銀行應對其企業及個人信貸風險保持警惕，以防外圍環境進一步惡化的影響。

外圍環境

全球增長勢頭在2019年上半年進一步放緩，反映主要先進經濟體的商業投資轉弱、以及美國徵收進口關稅對全球貿易和供應鏈帶來的不利影響。鑒於全球經濟增長動力減弱，國際貨幣基金組織在7月下調了2019年和2020年的全球經濟增長預測。

自5月以來，中美貿易摩擦及雙方持續不斷的科技戰升溫，令全球經濟面臨更大阻力，並不時引發金融市場調整。然而，由於市場預期全球貨幣政策會更趨寬鬆，環球股市普遍續見支持，但經濟增長放緩和盈利前景趨淡，令估值水平是否合理成疑。

展望未來，全球經濟前景將取決於多項因素，尤其是中美貿易緊張局勢的發展，以及各大央行未來的貨幣政策走向。美國方面，雖然經濟於2019年上半年依然保持穩健，但面對外圍環境的不利因素日益增加，美聯儲在7月實施基於「風險管理」的降息，不過主席鮑威爾在8月傑克遜霍爾經濟研討會(Jackson Hole Symposium)發表的演說中，並沒有就未來貨幣政策取向提供新的提示。歐元區在面臨經濟增長和通脹前

景疲弱的背景下，歐洲央行於9月的貨幣政策會議上進一步放寬貨幣政策，並表明打算將政策利率維持在目前或更低水平，直至通脹前景穩固地靠向目標。主要央行實施的貨幣寬鬆政策能否有效重振疲弱的全球經濟增長，仍是未知之數。尤其重要的是，通脹的發展將繼續顯著影響主要央行的貨幣政策走向。與此同時，英國脱歐、美國與伊朗間的緊張局勢以及朝鮮半島無核化進程存在變數等多項地緣政治因素的發展，也將對全球經濟前景帶來不明朗因素。

東亞[1]方面，出口因全球經濟增長和消費電子產品的需求同時放緩而表現疲弱。貿易前景不明朗，加上營商信心下降等負面因素，亦進一步影響投資環境，拖累區內的經濟增長。由於東亞多個經濟體的通脹仍然疲弱，區內多間央行已表示短期內會實施更寬鬆的貨幣政策以支持經濟增長。貨幣寬鬆政策亦可緩和貿易戰對製造業以至更應該的全球價值鏈所造成的壓力。若經濟進一步放緩，而不確定因素並未減退，區內的金融市場將繼續波動。實際上，專題1顯示流向新興經濟體當地貨幣債券基金的投資對匯率的波動非常敏感，在市況欠佳時尤甚。此外，鑒於區內的公司在未來幾年會有大量的再融資需求，區內的高負債行業可能會面臨償債能力方面的考驗。

中國內地方面，在政府採取支持經濟措施，以及中美貿易戰暫時休戰的情況下，第1季的增長動力有趨穩的跡象，但隨著貿易摩擦在5月後再次升級，第2季的經濟增長再度放緩。由於貿易形勢惡化，內地經濟面臨外圍和內需的壓力，經濟前景的不確定性仍然非常高。增長的前景還取決於決策者怎樣權衡採取支持短期經濟增長措施以及防控可能帶來長遠不利影響的系統性風險的措施。最新的共識預測顯示，2019年全年內地經濟增長將放緩至6.2%，明顯低於2018年的實際增幅6.6%。

為於近期經濟增長放緩的情況下支持商業擴張，內地政府推出多項減稅降費措施。其中多項減稅措施旨在降低小型私營企業的稅務負擔，而小型私營企業是經濟增長的主要動力，也是重要的僱主。專題2對內地上市非金融公司進行研究，發現近期的減稅似乎確實減少了小型私營企業的稅務負擔。此外，稅率的詳細細項分析（例如流轉稅稅率和所得稅稅率）並未顯示小型私營企業的稅務負擔較內地一般私營企業為高。

本港經濟

香港經濟在2019年上半年緩慢增長。實質本地生產總值的按年增長率於第1季下降至0.6%，而第2季更進一步放緩至0.5%，是近十年的低位。按季比較，

[1] 東亞指下列七個經濟體：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

本地私人消費增長減弱，投資開支總額亦收縮。外圍方面，隨着中美貿易摩擦持續以及全球經濟增長放緩，香港的對外貿易表現亦顯著轉差。由於貨物進口的下滑速度快於貨物出口，淨出口在第1季仍然為本地生產總值增長提供支持，但在第2季卻變成拖累生產總值增長。專題3詳細探討最近香港貨物出口的表現及其與中國內地出口的關係。

預計本地經濟表現在2019年的餘下時間將持續低迷。外圍方面，中美貿易糾紛和全球經濟增長放緩將繼續拖累香港的對外貿易表現。本地方面，私人消費可望為經濟增長帶來正面貢獻。然而，部份由於消費者態度轉趨審慎，預期私人消費僅錄得輕微的增幅。在固定資本形成方面，經濟不明朗因素增加及營商環境信心脆弱可能抑制資本開支和樓宇及建造活動。鑒於本地生產總值數據遜於預期，政府對2019年實質本地生產總值增長的預測由之前的2–3%下調至0–1%。

前述的疲弱經濟增長前景受到多項不明朗因素及最近數月出現的下行風險所影響。全球經濟增長放緩、中美貿易糾紛持續、美國的未來貨幣政策走向、中國內地的經濟表現、英國脱歐的發展，以及香港近期的社會事件，均是影響香港經濟的核心因素。

鑒於失業率在今年首七個月變動輕微，香港的勞工市場大致保持穩健。失業率於7月處於2.9%的低水平。然而，勞工市場的前景因經濟展望轉差而蒙上陰影。

儘管本港通脹率在2019年上半年輕微上升，但仍處於溫和水平。通脹動力稍增主要反映新鮮豬肉的供應受阻而引致豬肉價格上漲，但扣除基本食品價格的通脹動力仍維持在和緩的水平。展望未來，由於全球通脹低企，早前新簽訂的住宅租金放緩，加上本地經濟增長疲弱，預料本地通脹壓力將保持溫和。儘管如此，通脹率於短期內或會取決於新鮮豬肉供應的情況及相應的豬肉價格。政府於8月份將2019年全年的基本和整體通脹率預測由早前的2.5%分別上調至2.7%和2.6%。

貨幣狀況及資金流動

今年年初，套利交易活動將港元匯率推向兑換範圍的弱方，並在3月8日至29日期間八次觸發弱方兑換保證。自5月底開始，港元匯率顯著反彈，部分原因是市場參與者為大型新股集資而對資金有需求，加上季節性因素影響，例如接近半年結時企業需要港元派發股息等。於7月及8月，因半年結後流動性狀況改善，港元兑美元的匯率有所轉弱。由於3月時弱方兑換保證被觸發，總結餘由2月底的763億港元下跌至8月底的544億港元。儘管如此，港元交易保持暢順有序。2019年至今，港元廣義貨幣供應（港元M3）溫和增長3.3%。

港元銀行同業拆息在2019年首兩個月一度走低後，於3月至6月期間再次出現上升壓力，反映季節性資金需求，以及市場預期下半年將出現大型新股集資而

產生的流動性需求。於2019年首五個月，綜合利率基本保持穩定於大約0.82%的水平，但由於銀行在資金需求增加的情況下提高優惠存款利率，綜合利率在6月底回升至0.95%，其後於7月底輕微回落至0.94%。新造按揭的平均貸款利率在上半年大部分時間內保持平穩，約為2.4%。但踏入7月，主要銀行提高了部分新造按揭貸款中以最優惠利率釐定的上限，新造按揭的平均貸款利率略有上升。雖然總結餘自去年4月起有所減少，可能增加了港元拆息對於港元資金供求變化的敏感度，但今年以來銀行同業市場的運作仍然有序。

港元利率的變動將繼續受美元利率影響。預計在資金需求強勁時，港元利率會出現較大波動。倘若因大型資本市場活動導致流動性短期緊絀，銀行可以使用金管局為銀行提供的流動資金安排。

在中美貿易衝突升級之際，離岸及在岸人民幣自5月初以來面對貶值壓力，於8月初人民幣兌美元匯率跌破7的水平。在此期間，在岸與離岸人民幣的差價不時擴大，但與以往比較仍屬溫和。人民幣客戶存款及存款證餘額由2018年底的6,577億元人民幣略微下降至今年7月底的6,388億元人民幣。儘管人民幣匯率存在貶值壓力，人民幣客戶存款於首七個月微升。於今年首七個月，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額高達人民幣11,213億元。雖然離岸人民幣市場的發展將繼續受到外圍不利因素影響（尤其是中美貿易衝突持續），但內地資本帳開放、國際投資者的人民幣資產配置增加，以及「一帶一路」與「粵港澳大灣區」倡議下推動的區內經濟和金融合作預料將繼續為離岸人民幣業務帶來支持。

資產市場

年內至今，本港股市較為波動，主要由中美貿易摩擦的消長所帶動。雖然全球經濟放緩，但主要股市（尤其是美國市場）似乎更關注主要央行就準備採取貨幣寬鬆政策的可能取態。本港股市雖受惠於上述全球情緒的好轉，然而市場前景仍然極度不明朗。雖然中國和美國在大阪峰會結束後已重啟談判，但更趨明顯的是，在一些結構性問題上的摩擦需要更多時間來解決，故貿易談判很可能要經歷十分漫長的過程。這為人民幣帶來越來越大的下行壓力。專題4研究上述壓力是否會影響股市互聯互通機制中的股票的資金流。除貿易因素以外，市場還有許多不明朗因素，例如英國的硬脫歐風險、英美和伊朗之間尚未解決的地緣政治緊張局勢等。

於回顧期內，港元債券市場繼續受美國國庫券影響，主權債券（外匯基金票據及債券）和非主權債券的孳息均大幅下跌。債券市場表現強勁的主要原因，是市場對美聯儲寬鬆貨幣政策的預期增加。自1月起，香港錄得連續數月的債券資金淨流入，這與全球新興市場非居民投資組合流入資金增加的整體情況一致。就市場發展的角度而言，今年上半年的未償還債務總額略有上升。與此同時，離岸人民幣債務經歷幾個季度的表現疲弱之後，其一級市場再次活躍，這主要是因為海外發行人和內地官方機構大幅增加債券發行量所致。但由於內地經濟前景愈加不明朗，私營行業發行債券的表現仍然疲弱。

住宅物業市場在今年首五個月強勁反彈後，自6月起有所回軟。隨着市場情緒好轉，住宅成交量於1月至5月期間颼升，樓價收復2018年下半年的失地。然而，成交量和樓價自6月以來由升轉跌。置業負擔能力仍然偏緊，樓價與收入比率及收入槓桿比率依然高於長期平均水平。

住宅物業市場前景更趨不明朗。雖然目前的低失業率或可支持物業的需求，但疲弱的經濟可能會導致勞工市場狀況惡化。與此同時，中美貿易摩擦和全球經濟增長放緩等其他風險因素，或會在短期內令住宅市場氣氛轉差。雖然美聯儲已在7月份減息，惟本港按揭貸款利率的走勢仍不明確，並將取決於本地銀行同業市場的流動性狀況等多種因素。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年仍有不少私人樓宇落成，這將有助收窄往後的房屋供求缺口。

銀行業的表現

儘管經濟增長疲弱，但香港零售銀行於2019年上半年仍能錄得與2018年同期相若的盈利水平，稅前經營溢利與上年同期相比溫和上升0.6%。在回顧期內，非利息收入減少以及貸款減值撥備和營運開支增加，差不多抵銷了淨利息收入的增長，令盈利增長放緩。由於零售銀行的盈利增長慢於資產的增幅，2019年上半年的資產回報率稍微下降至1.27%，而去年同期為1.31%。

銀行的資本狀況，按《巴塞爾協定三》的標準衡量，在回顧期內維持強勁。於2019年6月底，本地註冊認可機構的綜合總資本比率上升至20.6%。香港的逆周期緩衝資本比率已設定為2.5%，旨在增強銀行抵禦系統風險的能力。認可機構的流動性狀況整體穩健，第1類機構的平均流動性覆蓋比率與第2類機構的平均流動性維持比率於2019年第2季分別處於152.8%及54.6%的高位。此外，第1類機構的平均穩定資金淨額比率及第2A類機構的平均核心資金比率均遠高於法定最低水平。按歷史標準衡量，銀行貸款組合的資產質素於回顧期內仍然維持穩健。

儘管全球經濟增長放緩，銀行貸款在2018年下半年經歷收縮後，在2019年上半年恢復擴張。本地貸款及在香港以外使用的貸款經過在去年下半年分別緩慢上升0.1%及收縮3.0%後，於本年上半年分別回升4.5%和3.5%。因此，在2019年上半年，所有認可機構的貸款與墊款總額增加4.2%。

由於回顧期內貸款總額的增長速度高於存款的增速，於2019年6月底，所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由6個月前的72.6%上升至74.5%。所有認可機構的港元平均貸存比率亦由86.9%上升至89.3%。儘管如此，基於銀行體系的存款水平保持穩定，港元資金流動性維持充裕，而於第2季內，並沒有明顯跡象顯示有資金流出港元或香港銀行體系。

鑒於《巴塞爾協定三》的監管改革，以及香港按揭證券有限公司推出的中小企融資擔保計劃，或會對香港中小企的信貸狀況造成明顯影響。專題5以實證分析，評估上述措施在銀行貸款供應方面對香港中小企的影響。評估結果顯示，儘管《巴塞爾協定三》訂定更嚴格的規管要求，但香港銀行對中小企的貸款供應並無出現持續性的負面影響，原因可能與其雄厚資本及流動性狀況有關。與此同時，評估結果亦顯示公營機構推出的貸款擔保計劃能有效減輕中小企面對的融資困難。

展望未來，香港銀行業將面臨多重阻力，包括中美貿易糾紛進一步升級、全球經濟下行風險上升、本地近期的社會事件、部份主要央行採取貨幣寬鬆措施的時機及規模越趨不明朗，以及地緣政治風險有所上升。鑒於企業槓桿及個人貸款負擔持續增加，銀行應對其企業及個人債務風險保持警惕，以防外圍環境進一步惡化的影響。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製 。

2. 全球環境及展望

全球增長勢頭在2019年上半年進一步放緩，反映主要先進經濟體的商業投資轉弱以及美國徵收進口關稅對全球貿易和供應鏈帶來的不利影響。自5月以來中美貿易摩擦反覆升溫，加上雙方持續的科技戰，不時引發金融市場調整。然而，市場預期全球貨幣政策會更趨寬鬆，為環球股市整體帶來支持，但經濟增長放緩和不甚樂觀的盈利前景，令估值水平是否合理成疑。展望未來，全球經濟前景將主要取決於中美貿易緊張局勢的發展，以及各大央行未來的貨幣政策走向。

東亞[2]方面，全球貿易的不明朗因素增加及增長放緩對區內實質經濟活動已構成影響，當中以出口和投資受壓最大。在過去幾個月，區內金融市場雖然持續波動，但沒有大規模資金外流的跡象。然而，若經濟增長進一步減慢以及市場的不明朗因素增加，區內多個經濟體可能變得更為脆弱，並將在未來幾年面臨償債能力的考驗。

中國內地方面，貿易衝突持續影響出口表現和內需，使2019年至今為止的增長勢頭放緩。為在紓緩經濟放緩和遏制未來潛在系統性風險之間取得平衡，政府推出了更多定向措施以支持經濟，特別是制定了有關支持小型和私營企業業務發展的措施。

2.1 外圍環境

由2018年下半年開始，全球增長勢頭出現週期性放緩，這一趨勢延續至2019年上半年。雖然部份先進經濟體的表現偶爾較預期理想，特別是美國以及日本第1季的實質國內生產總值增長優於預期，但上述數據是受庫存增加和進口疲弱帶動。事實上，雖然美國的消費支出在上半年保持穩健，以及日本的消費支出在第2季亦有所增強，但在回顧期內，美國的商業投資和日本的出口一直偏弱。在歐元區方面，2018年年底拖累經濟增長的的若干特殊因素似乎在2019年初消退，但第2季的工業生產和出口仍然乏善可陳。

[2] 東亞指下列七個經濟體：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

新興市場經濟體方面，2019年上半年的出口和生產活動疲弱，部份原因是主要先進經濟體的私營投資減弱和美國政府採取的關稅行動擾亂全球供應鏈所致（圖2.1）。例如，美國政府於去年9月對價值2,000億美元的進口中國內地商品徵收10%的關稅後，作為全球科技週期晴雨表和新興亞洲經濟體主要出口動力的半導體銷售自去年年底以來急劇下跌，這是由於一系列需要使用半導體的科技產品均在關稅清單之列（圖2.2）。[3]此外，自今年年初以來，若干特殊事件拖累了拉丁美洲和中東地區的增長。[4]由於2019年上半年全球經濟活動低迷，國際貨幣基金組織在7月將2019年和2020年的全球增長預測分別下調至3.2%和3.5%，兩者均較4月的預測低0.1個百分點。

圖2.1
新興市場經濟體出口和工業生產（按量計）

附註：所示的數據為三個月移動平均值。
資料來源：CPB荷蘭經濟政策分析局。

圖2.2
半導體製造商的全球銷售額

附註：所示的數據為三個月移動平均值。
資料來源：美國半導體行業協會。

中美貿易和科技戰於5月再次升溫，加劇全球經濟面臨的阻力。[5]在6月舉行的二十國集團峰會後，美國和中國內地同意貿易休戰，但其後不久特朗普政府宣布對早前未受關稅影響的約3,000億美元進口中國內地商品加徵關稅，中國內地其後加徵關稅反擊，短暫的貿易休戰隨之結束。[6]貿易政策長期存在變數會削弱

[3] 例子包括美國關稅協調方案(Harmonised Tariff Schedule) 8470–8471子標題的若干機械和機械設備。

[4] 此類事件包括與巴西通過養老金改革相關的不明朗因素，墨西哥與美國未來貿易關係的不明朗因素增加導致墨西哥的市場信心減弱，以及伊朗面臨美國更嚴厲的制裁。

[5] 在5月10日，美國政府將價值2,000億美元進口中國內地產品的關稅從10%提高到25%，促使中國內地實施報復性的關稅上調。在5月16日，美國商務部將華為（一間主要的中國內地電訊設備公司）列入「實體清單」，美國公司向其銷售產品須獲得許可。

[6] 在8月13日，美國貿易代表處宣布，在3,000億美元關稅清單上的某些商品（主要是消費品）自12月15日起將面臨額外10%關稅，其餘的商品將於9月1日開始被徵收關稅。8月23日，中國內地宣布向750億美元的進口美國商品加徵關稅反擊，美國政府隨即對價值約5,500億美元的中國內地產品進一步增加額外關稅稅率5%。

營商信心，拖累資本投資支出，從而進一步打擊早已偏弱的全球增長勢頭。[7]

在此背景下，全球金融市場在回顧期內隨著中美貿易磨擦的局勢發展和市場情緒的變化而波動（圖2.3）。具體而言，由於市場預期中美之間的摩擦緩和、以及美聯儲和歐洲央行會積極實施寬鬆的貨幣政策，全球股市和新興市場經濟體的主權債券價格在5月經歷拋售之後，於6月和7月上揚。然而，由於美聯儲在7月減息後，對於進一步採取寬鬆政策的態度不明朗，加上中美貿易的摩擦很快再度升級，主要股市在8月回吐之前的大部份升幅。儘管股市出現調整，但考慮到全球股市仍處於接近2018年的平均水平，而當時的股票價格是建基於雙位數增長的預估每股盈利，逐步轉差的盈利前景令估值水平是否合理成疑（圖2.4）。

圖2.3
摩根士丹利資本國際所有國家世界指數和新興市場經濟體主權債息差

附註：新興市場經濟體主權債息差來自摩根大通新興市場全球分散債券指數。
資料來源：彭博及Datastream。

圖2.4
摩根士丹利資本國際所有國家世界指數和12個月預估每股盈利的市場共識預測

資料來源：彭博及金管局職員計算數字。

美國方面，雖然經濟在2019年上半年繼續表現良好，年度實質增長率達2.5%，但與2018年的強勁增長相比已稍為放緩。近期的經濟指標也是憂喜參半。一方面，個人開支持續上揚，勞工市場仍然緊絀。另一方面，隨著5月中美貿易摩擦升級，貿易方面的不明朗因素繼續打擊營商氣氛和製造業，或會拖累商業固定投資（圖2.5）。雖然美國國債收益率自5月底以來已呈現倒掛，意味美國經濟明年陷入衰退的可能性不容忽視（圖2.6），但幾乎所有過去經濟衰退的主因

圖2.5
美國非農就業和供應管理協會採購經理指數

資料來源：CEIC。

[7] 金管局的研究發現，倘美國某季的貿易政策不確定性加倍，則下季的商業投資與資本比率平均下降3.4%。詳情請參閱「貿易政策不確定性與美國商業投資」（英文版本），金管局研究備忘錄（06/2019）。

— 高通脹和金融失衡 — 仍未出現。然而，展望未來，能達成全面貿易協議的可能性似乎很低，加上地緣政治的緊張局勢等其他外圍阻力，將進一步打擊營商和投資者信心，美國經濟仍然存在放緩的風險。

圖 2.6
10 年期及 2 年期美國國債息差及美國經濟衰退的機會率

註：對於任何指定的月份，「衰退機會率」是指美國經濟在未來 12 個月內陷入衰退的概率，乃基於美國國債收益率曲線變動、超額債券溢價（excess bond premium, Gilchrist 和 Zakrajšek，2012）和美國經濟諮商會的領先經濟指標的經濟模型。有關詳情請參閱「再探美國經濟衰退機會率模型」（英文版本），金管局研究備忘錄（03/2019）。
資料來源：聖路易斯聯儲局及金管局職員估計數字。

儘管勞工市場表現良好，但工資增長保持溫和，上半年的核心通脹乏力（圖 2.7）。美聯儲認為通脹乏力是暫時性的，是若干特殊因素拖累的結果，而這些因素將來很可能會消退。事實上，最近有跡象顯示通脹有所回升，而且美國對中國內地某些產品加徵的進口關稅由 5 月和 9 月開始生效，短期內很可能會推高進口通脹。儘管如此，鑒於近年來勞工和產品市場對通脹的影響力下降，加上據稱會抑制通脹的其他結構性變化（如人口老化等），通脹能否持續達至美聯儲 2% 的目標仍有待觀察。

圖 2.7
美國核心通脹及工資增長數據

資料來源：CEIC。

美國貨幣政策方面，聯邦公開市場委員會的態度逐漸轉向溫和。在 3 月的會議上，美聯儲宣布將於 9 月完成縮表。美聯儲主席鮑威爾在 6 月的會議上及其後對國會的半年度聽證會中為減息鋪路，強調商業固定投資偏弱、通脹持續低企、全球經濟放緩帶來負溢出效應、貿易摩擦的不明朗因素和英國「無協議」脱歐等多項風險。從《經濟預測摘要》下調經濟產量可以看出，美聯儲認為近期的發展增強了減息的理據，以為美國經濟提供預防性緩衝，抵禦上述風險。在 7 月 30 至 31 日的會議上，聯邦公開市場委員會宣布減息 25 個基點，並宣布縮表將較 3 月宣布的提前兩個月完成。可是，鮑威爾在 8 月傑克遜霍爾經濟研討會上的演說中對減息的態度模棱兩可，加上美國雖然面臨各種下行風險，但經濟數據依然良好，美聯儲未來減息的次數懸而未決。截至 8 月底，市場預期 2019 年還

會有兩次減息，2020年聯邦基金目標利率將會進一步下調0.6個百分點（圖2.8）。由於長期處於牛市的股票市場已達歷史高位，進一步減息或會引發對金融穩定的憂慮。然而，在全球經濟前景轉差下，未來的盈利情況或未能支持現時估值水平。

圖2.8
期貨市場引伸對聯邦基金目標利率的預期

資料來源：Datastream。

受累於全球貿易持續疲弱、貿易前景的不利因素反覆出現，再加上政局不明朗[8]，歐元區經濟持續乏力。雖然勞工市場狀況和私人消費開支至今仍保持穩健，但有更多跡象顯示不利的外圍局勢發展已影響市場情緒。事實上，根據採購經理指數的調查，區內的製造業自2019年2月以來一直收縮（圖2.9）。本地生產總值的季度增長率在第1季意外反彈至+0.4%（部份原因是由於短暫性的不利因素已消退[9]）；其後於第2季回落至+0.2%。另外，潛在的通脹壓力依然溫和。從今年開始，市場對通脹的預期明顯下降。5年／5年通脹掉期利率在2019年8月觸及1.2%的歷史低位。

圖2.9
歐元區及主要成員國的製造業採購經理指數

資料來源：CEIC。

在經濟增長和通脹前景疲弱的背景下，歐洲央行進一步放寬其貨幣政策。在9月，歐洲央行推出一系列刺激經濟措施。存款工具利率下調10個基點至負0.5厘。其前瞻指引亦有所更改，變為預計主要利率將保持在目前或更低水平，直至基本通脹走勢反映通脹前景穩固地靠向目標。此外，歐洲央行將由11月1號起重啟淨資產購買，規模為每月200億歐元。3月時宣布的第三輪定向長期再融資操作（TLTRO III），其貸款條件將被放寬，提供更優惠的利率及借貸期限。

[8] 2019年5月歐洲議會選舉過後的議會更加分裂，疑歐政黨的影響力增加。在意大利，隨著五星 — 聯盟的聯合政府瓦解，及在其提交2020年預算案時可能會再次與歐盟陷入僵局，其政局仍充滿不穩定性。英國方面，鑒於新上任的首相約翰遜對脫歐協議持強硬態度，「無協議」脫歐的風險加劇。

[9] 在2018年下半年出現的多個個別國家和行業的不利因素對增長的拖累已減少。這包括在德國新引入的汽車排放標準導致汽車生產短暫受到影響、法國社會的緊張局勢，以及意大利與歐盟間在預算案上的對峙令其主權風險上升。

另外，為減低「長期負」利率政策對銀行業盈利狀況帶來的潛在副作用，歐洲央行引入兩級制銀行儲備利率，豁免對銀行部分超額儲備實施負利率。展望未來，支持寬鬆貨幣政策的前國際貨幣基金組織總裁克里斯蒂娜•拉加德將獲委任為下任歐洲央行行長，市場參與者似乎相信歐洲央行未來的貨幣政策會持續偏向寬鬆。

日本方面，儘管實質本地生產總值增長突破了市場對今年第1、第2季經濟急劇放緩的普遍預期，但近幾個月製造業活動和出口疲弱，顯示日本經濟減速。製造業的採購經理指數自今年4月以來一直處於收縮區間，而自去年11月起，出口規模在逾八個月期間按年錄得萎縮。通脹壓力依然較小，消費物價指數的通脹仍遠低於央行2%的目標。這經濟狀況加上市場對銀行業穩定性的擔憂日增，政策工具所剩無幾的日本銀行正面臨更大考驗，要進一步實施寬鬆政策的難度亦較大。

展望未來，全球經濟前景將取決於多項因素，尤其是中美貿易摩擦的發展，以及主要央行實施新一輪的寬鬆貨幣政策能否有效刺激先進經濟體的最終需求。值得注意的是，由於主要央行憂慮無法達成通脹目標及過於接近或處於零利率下限，通脹的走勢將繼續影響它們的未來貨幣政策走向。與此同時，英國「無協議」脱歐的風險、美國與伊朗之間的緊張局勢對全球油價的影響和朝鮮半島無核化進程等多項地緣政治局勢發展，亦需要持續予以關注。

東亞方面，由於中美貿易衝突尚未解決，相關不明朗因素增加，金融市場在今年第2、第3季持續波動。尤其是特朗普政府在5月初發出加徵關税的威脅，重燃市場對貿易戰的擔憂，而8月美國突然對進口中國商品加徵新關税，貿易摩擦再次升級。上述兩次事件之間，中美在6月底曾短暫休戰，市場曾對二十國集團峰會達成的貿易休戰持樂觀態度。每當貿易摩擦升級，區內的資本外流和貶值壓力便會加劇，對於與中國經濟聯繫緊密的經濟體而言，這股壓力尤其顯著。

在5月和8月，為中國最終需求作出較大增值貢獻的經濟體，其所佔本地生產總值出現較嚴重的資本外流（圖2.10）。在6月和7月，由於市場對中美貿易談判取得的積極成果持樂觀態度，貶值壓力有所緩解，但特朗普總統於8月2日發出加徵新關稅的威脅之後，貶值壓力再度急升（圖2.11）。

圖2.10
東亞：投資組合資產外流與對中國內地最終需求的增值貢獻

資料來源：彭博及EPFR。

圖2.11
東亞：兌美元匯率

資料來源：彭博。

除了不明朗因素增加以及其導致的市場波動持續之外，東亞地區的實質經濟表現也有所減弱。主要由於出口表現疲弱，加上投資增長乏力，區內經濟體的實質本地生產總值增長於今年第1季同步下滑，為近10年來首次（圖2.12）。區內對非美國和非中國內地市場的出口亦同步放緩，顯示中美貿易摩擦並非近期經濟減速的唯一原因（圖2.13）。與此同時，全球電子產品市場的週期性回落，也導致智能手機和電腦等科技產品出口進一步下降，令區內主要科技產品出口地（如韓國和台灣）的增長前景蒙上陰影。

圖2.12
東亞：實質本地生產總值增長

資料來源：CEIC。

圖2.13
東亞：向主要市場的商品出口

資料來源：CEIC。

不明朗因素的增加和全球經濟增長乏力亦影響投資者的情緒。大多數東亞經濟體的固定資本形成總額在過去幾個季度均有所減少，區內多個經濟體的最新資本支出意向調查亦顯示今年的企業投資有放緩的跡象（表2.1）。基於以上因素和仍然溫和的通脹壓力，菲律賓、韓國、印尼和馬來西亞等自5月起已將政策利率降低25個基點，區內的其他央行亦已表示支持更寬鬆的政策，以支撐近期的經濟增長。

表2.1
東亞：商業前景調查

國家	調查	結果
韓國	營商氣氛調查（2019年6月）	預期近期投資總體下降
馬來西亞	營商環境指數（2019年第1季）	預期短期內的營商環境將低於基準水平
泰國	營商氣氛指數（2019年6月）	預期近期的投資支出會低於年初預測的水平
亞太地區（日本除外）	全球企業開支調查（2019年6月）	由於眾多科技公司巨頭預計資本支出的開支會大幅下調，所以預期在區內的投資會下降

資料來源：韓國經濟數據研究中心、馬來西亞經濟數據研究中心、泰國銀行及標普全球評級。

展望未來，東亞經濟體面臨著多重外圍和內部阻力。外圍方面，由於中美分歧（例如知識產權制度問題）難以在短期內得到解決，所以區內經濟前景仍主要受到與貿易戰相關的不明朗因素影響。在7、8月，韓國和日本之間的貿易爭端升級也為區內帶來更多憂慮。[10]倘若這些貿易糾紛持續發酵或加劇，營商環境和投資者信心將繼續轉差，並進一步打擊早已疲弱的投資，並使區內的經濟進一步放緩。

內部方面，高負債水平仍是區內經濟和金融穩定的主要威脅。若以美元計價，多個東亞經濟體的企業和家庭負債額已達到創紀錄的水平；而若以負債佔本地生產總值的比例而言，部份經濟體的負債亦觸及歷史高位（圖2.14）。區內的公司債發行量於2018年放緩後，在今年上半年回升。鑒於營商環境轉差及企業盈利下降但同時負債上升，區內企業在未來幾年可能面對償債壓力。事實上，在2020年年底和2021年年底到期的非金融公司債務分別佔未償還債務的5.2%和5.6%（圖2.15），這較高佔比將對區內公司在延展和償還債務方面構成壓力。儘管近年來新興亞洲地區美元信貸的整體增長已經放緩[11]，但因為區內仍有大量快將到期的外幣結算債務（例如以美元結算），所以日益動盪的外匯市場將為負債機構的延展和償債能力帶來嚴峻考驗。雖然主要央行和東亞各大央行在近幾個月對貨幣政策的取態漸轉寬鬆，令負債機構稍有喘息的空間，但區內的寬鬆貨幣政策以及相應的貨幣貶值也可能削弱償還現有美元貸款的能力。

[10] 日本政府將韓國從出口白名單中剔除，由8月28日起，出口商須獲得授權方可向韓國運送各種產品。

[11] 2019年3月底的國際結算銀行全球流動性指標。

圖 2.14
東亞：非金融企業及家庭負債（2019 年第 1 季）

註：債務工具包括債券和貸款。菲律賓的歷史期間自 2000 年起計，而其他經濟體的歷史期間自 1995 年起計。
資料來源：國際金融協會。

圖 2.15
東亞：非金融企業負債到期情況

附註：經濟體包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、韓國及泰國。債務工具包括債券和貸款。
資料來源：國際金融協會。

專題1
計值貨幣對新興市場債券基金流的重要性

引言[12]

自全球金融危機爆發以來，投資在新興市場經濟體的債券基金中，本地貨幣債券基金的規模逐漸超越硬貨幣債券基金（圖B1.1）。[13]雖然新興市場經濟體在一定程度上或可因此洗脫其「原罪」污名，但對投資者來說，以何種貨幣計值是否真的不再是一個重要考慮因素？[14]本專題透過分析新興市場經濟體面對匯率變動及波動時，本地貨幣及硬貨幣債券基金流的反應是否不同，從而探討此問題。

圖B1.1
按貨幣面值計的新興市場經濟體債券基金總資產淨值

資料來源：EPFR Global.

方法、數據及結果

我們的估算分為兩部份。首先，我們以分位數回歸模型估算，自全球金融危機爆發以來，當市場面臨困境時，匯率對本地貨幣及硬貨幣債券基金流的影響。其次，我們使用多變量VAR GARCH-in-mean模型估算該期間整體的平均影響，這亦可視為在正常市場情況下所受的影響。[15]採用這兩個模型，可從三方面渠道評估新興市場經濟體的匯率變動如何影響其債券基金流：

- 平均數效應：匯率變動對基金流的影響；
- 波動效應：匯率波動性變動對基金流的影響；以及
- 波動溢出效應：匯率波動性變動對基金流波動性的影響；

我們使用每周新興市場經濟體債券基金流數據及匯率數據來估算上述模型。新興市場經濟體債券基金分為本地貨幣債券基金（投資75%或以上於本地貨幣債券）及硬貨幣債券基金（投資75%或以上於硬貨幣債券）。[16]基金流的定義為基金總資產淨值的變動，再依據基金表現加以調整。新興市場經濟體的匯率以摩根大通新興市場貨幣指數來計算[17]。

12 本研究的詳情載於梁永裕及溫子城(2019)《匯率風險如何影響新興市場債券基金流的波動性?》，金管局研究備忘錄(09/2019)。

13 投資新興市場經濟體本地貨幣債券為主的債券基金於2018年年底的總資產淨額飆升至2,670億美元，自2011年年初以來已超過投資新興市場經濟體硬貨幣債券為主的基金。

14 「原罪」一詞最初為Eichengreen,B. 及Hausmann,R. (1999)"Exchange rate and financial fragility", *NBER Working Paper* No. 7418用以描述新興市場經濟體的先天弱點：無法在國際市場借入其本國貨幣。

15 市場受壓的定義是，資金流水平位於第10百分位數或資金流波動位於第90百分位數。按現有所得數據，金融危機爆發後期間定為2009年7月1日至2019年7月31日。

16 EPFR Global沒有提供只投資於本地貨幣或硬貨幣債券的基金資料。

17 該指數追蹤10大新興市場經濟體貨幣相較美元的平均值。

表B1.1概述結果。結果顯示，在市況正常及市況欠佳的情況下，平均數效應均相當明顯，所有系數的數值相當類似。本列表最後一欄的Z測試結果顯示，本地貨幣與硬貨幣債券基金流在匯率變動的影響下並無明顯分別。

匯率波動的影響似乎僅在市場受壓時才會顯現。本地貨幣債券基金流的波動溢出效應雖然在統計學上錄得顯著結果，但其幅度相當輕微。對本地貨幣及硬貨幣債券基金流的影響方面，兩者在波動效應上並無顯著分別。唯獨在波動溢出效應方面，本地貨幣債券基金所受影響較大。

表B1.1
新興市場經濟體匯率對新興市場經濟體債券基金流的影響估計

	本地貨幣債券基金流量 (a)	硬貨幣債券基金流量 (b)	(a)與(b)是否達統計學上5%的明顯差異？
市場受壓			
平均數效應	0.10*	0.12^	否
波動效應	−2.31*	−3.01***	否
波動溢出效應	15.10***	6.47***	是
整個樣本期間			
平均數效應	0.16***	0.12***	否
波動效應	0.03	0.05	否
波動溢出效應	0.07*	0.25	是

註：***、*及^表示估計系數分別有0.1%、5%及10%的統計顯著水平。市場受壓的定義為，資金流位於第10百分位數或資金流波動位於第90百分位數。
資料來源：金管局職員估算數字。

結論

總括而言，無論市場是否受壓，匯率升值(貶值)都會導致本地貨幣及硬貨幣債券基金流產生相近的增幅(跌幅)。匯率波動性的變動僅在市場受壓時才產生影響，而其對本地貨幣及硬貨幣債券基金的影響，主要在於基金流的波動性，而非基金流本身。

估算結果顯示，本地貨幣債券基金的波動溢出效應相對硬貨幣債券基金為大，這帶來兩大政策啟示。第一，可能反映了市場普遍缺乏對沖工具，迫使外國投資者在匯率風險增加時將資金轉入及轉出新興市場經濟體。第二，近年本地貨幣債券基金於新興市場經濟體加速增長，意味在匯率劇烈波動的情況下，這些經濟體的資金流波動程度可能較以往更大。這些結果顯示，有逼切需要發展貨幣衍生工具，為外國投資者提供有效的方式管理匯率風險。同時，應加強境內投資者基礎，以減低匯率對資金流波動的影響。

2.2 中國內地

實體經濟

2019年第1季經濟增長錄得好於預期的增幅(按年6.4%，圖2.16)，部份原因是政府採取的經濟支持措施開始生效，以及中美兩國貿易戰暫時休戰。然而，於第2季，經濟增長再度轉弱，部份由於貿易摩擦再度升級導致出口表現疲弱。儘管如此，經濟仍錄得6.2%的按年增長，符合市場預期。

圖2.16
中國內地：各需求組成部份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。

在整體增長數字的背後，消費增長在勞工市場轉弱及消費者情緒降溫的情況下於上半年依然疲軟。根據限額以上單位的零售銷售細分數據顯示，一些耐用品的銷售，如汽車為例，於上半年最後兩個月反彈，部份是由於一些一次性因素所推動，如汽車經銷商給予大幅折扣以在實施更嚴格的汽車銷售排放標準之前清理舊車型庫存，而非耐用品銷售於2019年上半年轉弱。[18]固定資產投資增長於上半年繼續放緩(圖2.17)。特別是製造業投資增長較去年底明顯減弱，主要反映受貿易戰直接或間接影響的細分行業的商業擴張放緩。今年上半年，如化工及製藥等部份增加值較高的細分行業的投資增長保持良好。相比之下，基建投資因實施支持經濟的擴張措施而有所反彈，加上房地產投資加快，為整體投資提供一定程度的支持。外圍方面，隨著貿易戰的影響逐步顯現，2019年上半年出口增長放緩，但因進口增長放緩速度更快，淨出口對整體增長的貢獻於期內有所增加。

圖2.17
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。

18 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。

以增加值計算，第三產業在2018年下半年放緩後，於上半年維持不俗的增長表現（圖2.18）。於第三產業中，資訊科技及軟件等較高增加值細分行業於上半年繼續以高兩位數的速度按年增長，但速度較2018年下半年減慢。至於第二產業，2019年上半年製造業活動的業務擴張較去年下半年有所改善，但與往年相比依然疲弱。此外，在基建及房地產投資增長加快的情況下，建造業活動於今年上半年亦有所加快。由於第三產業增長繼續超過其他行業，第三產業在整體經濟中的增加值的比重由去年上半年的54.4%小幅上升至今年上半年的54.9%。

圖2.18
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。

展望未來，經濟前景依然受中美貿易糾紛加劇所影響。貿易戰不僅影響出口部門，同時亦愈來愈多地透過「情緒」渠道影響國內投資及消費。另一方面，短期增長前景亦取決於政府為遏制系統性風險並推動結構性改革而接受經濟進一步放緩的程度。目前，政府仍主要依靠定向的措施，以緩解經濟放緩的狀況。於7月底的政治局會議期間，政策制訂者表示會推進減稅降費措施，推動內需（包括農村消費），而在貨幣政策方面，則會保持合理充裕的流動性。最新的共識預測顯示，2019年全年內地經濟增長將由去年的6.6%降至6.2%。

在經濟疲軟的情況下，通脹壓力保持溫和，但於第2季仍錄得小幅上升。2019年第1季，整體消費物價按年通脹由去年第4季的2.2%降至今年第1季的1.8%，但隨後於第2季上升至2.6%（圖2.19）。由於非洲豬流感及惡劣天氣等負面供應衝擊，食品價格顯著上漲，成為通脹上升的主要推動因素。相比之下，扣除食品及能源價格後的核心通脹由第1季的按年1.8%下降至第2季的1.6%。至於生產方面，反映工業活動疲軟，工業生產者出廠價格通脹減速，2019年上半年同比僅錄得0.4%。

圖2.19
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

中美貿易談判形勢反覆，對今年投資者的信心造成相當大的影響，並導致股市大幅上落。內地股市於第1季回升，可是其後兩國貿易談判破裂，美國亦隨即於5月初公布對中國出口商品加徵關稅。上海證券交易所綜合指數一度於4月中觸及一年高位，其後於約一個月內下跌了約13%。在6月底，中美兩國宣布於日本G20峰會期間重啟談判，股市隨之反彈。然而，於8月初，在美國宣布對3,000億美元的中國進口商品加徵10%關稅及把中國列為匯率操縱國之後，股價再次下挫（圖2.20）。

圖2.20
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。

融資融券交易（反映股市投資者槓桿的指標）隨股市的波動而升跌。融資融券餘額的規模於2019年首四個月有所上升，並於4月達到一年高位，隨後因股價一度走低而有所下降。

在債券市場方面，公司發行人的融資成本大致保持穩定，但收益率在不同信貸質素的發行人之間仍存在明顯差距。特別是於2019年上半年幾輪定向降準實施之後，信用評級較佳的企業發行人繼續享有相對較低的融資成本（圖2.21）。相比之下，評級較低的公司債券收益率則維持在較高水平，大概反映在內地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2.21
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。

事實上，在2019年上半年內有多達44家公司發行人出現債券違約。相比之下，2018年下半年有39家，而上半年則僅有15家[19]。從違約債券的相對規模來看，2019年上半年違約債券佔非金融債券餘額不到

[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。

0.8%（以年率計），略低於2018年（圖2.22）。進一步分析表明，近來的違約個案主要為評級較低的私人發行人，並且集中在能源及化工行業。

圖2.22
中國內地：債券違約規模及比例

註：2019年1月至6月期間的違約比例以年率計
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

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2.23）。另外，在較低級別的城市，房價進一步小幅上漲。然而，與置業氣氛熾熱的2016年相比，二線城市房價的上升速度已大幅放緩。

圖2.23
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控制，部份原因是由於市場情緒高漲的情況下錄得強勁的銷售。截至2019年6月，三線城市的庫存銷售比率降至13個月的水平，遠低於2015年年初31個月的最高位（圖2.24）。

圖2.24
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。

根據2019年政府工作報告，政府將致力解決人們的住房需求，推動房地產市場持續穩定和健康的發展。為此，政府除了承諾加快建設保障性住房外，亦同時加快發展租賃市場。至於需求方面，由於7月的政治局會議指出，房地產不會被用作刺激經濟的手段，因此提高首付及限購限售等較早前推出的緊縮措施短期同比應會繼續維持，尤其是在主要城市。

信貸及資產質素

根據中國人民銀行的季度問卷調查，2019年上半年，內地企業的貸款需求在主要企業規模的層面上的差異較小。中型及大型企業的貸款需求小幅反彈，尤其是在第1季經過將近一年的下降之後，而小型企業的貸款需求則持續強勁（圖2.25）。

圖2.25
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。

小型企業對銀行貸款的需求不但保持強勁且一直增長，表明了最近幾個季度的信貸供應仍然低於小型企業的需求。特別是在持續的金融去槓桿期間，銀行減少參與影子銀行活動及理財產品的發行後，信託貸款及證券公司的受託管理基金等影子銀行活動於2019年上半年進一步收縮（圖2.26），令小型企業從非正規渠道所取得的信貸供應轉差。

圖2.26
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。

為填補非正規信貸收緊所帶來的缺口，中國人民銀行於2018年實施了四次定向降準，以促進銀行向小微企業提供貸款，並於2019年5月針對特定農村商業銀行實施一次降準（詳情請參閱財政及貨幣部份）。一些資料指出這些措施可能已經帶來成效。根據中國銀行保險監督管理委員會的新聞稿，授信額度低於1,000萬元的「最小型」公司的銀行貸款增長速度由2018年年底的按年18%進一步加快至截至今年5月底的21%。其中，於5月底，大型國有銀行向小微企業提供的貸款額較2018年年底的水平高出23.7%。向「最小型」公司提供的平均實質銀行貸款利率亦由2018年年底的7.39%降至2019年5月底的6.89%。

雖然銀行對「最小型」公司的貸款增長進一步加速，但截至2019年6月底，向內地企業授出的整體銀行信貸的增長基本維持在13%以上的穩定水平。這表明向內地企業(「最小型」公司除外)授出的銀行信貸增長有所放緩。縱使無法取得關於不同規模企業的貸款分布的進一步公開資料，根據對上市公司數據的分析表明，產能過剩行業繼續去槓桿令負債水平不斷下降(圖2.27)，這或反映出銀行對償債能力較弱的企業借款人收緊了貸款審批標準。

圖2.27
中國內地：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。

雖然產能過剩行業繼續去槓桿，但上市公司的整體槓桿比率大致保持穩定。這或反映到正在進行的結構性去槓桿舉措，相關舉措旨在維持經濟的整體槓桿比率，同時亦對諸如殭屍公司等效率較低的借款人去槓桿，並將財務資源重新分配予更高效率的市場實體。

於2019年上半年，房地產發展商的槓桿比率保持穩定(圖2.27)。進一步的分析表明，槓桿化主要集中在財務狀況通常較好的大型和中型發展商。至於小型發展商，雖然其槓桿比率仍相對較低，但由於小型發展商通常集中在較低級別的城市，而該級別的城市的物業市場較為暢旺，因此小型發展商的槓桿比率於2019年第1季繼續回升。鑒於小型發展商的財務狀況相對較弱，需要密切監控槓桿比率快速上升的情況(圖2.28)。

圖2.28
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。

儘管小型發展商的槓桿比率有所上升，但整體房地產發展貸款的同比增長由2018年9月達致24.5%的歷史最高位後，於2019年6月進一步放緩至14.5%，主要原因是去年同期基數較高。與此同時，於2019

年6月，按揭貸款同比增長基本維持在18%左右的穩定水平（圖2.29）。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，於2019年第2季大致維持在28%左右的穩定水平。

圖2.29
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。

2019年上半年，銀行資產質素似乎略有改善。關注類貸款佔銀行貸款總額的比重持續下降，[20]而內地銀行的不良貸款率則由2018年年底的1.83%略微下降至2019年第2季末的1.81%（圖2.30）。

圖2.30
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。

進一步的研究表明，最近不良貸款率的下降主要是來自國有銀行（圖2.31）。雖然這部份是由於加快的貸款撇銷，但貸款審批標準的收緊，亦可能是原因之一。相比之下，小型銀行的不良貸款率上升，尤其是城市商業銀行，可能在一定程度上反映小型銀行在最近一輪定向寬鬆政策中對小型企業借款人的風險敞口增加。由於小型企業通常是風險較高的借款人，當局亦表示對這些小額貸款的不良貸款率抱持更高的容忍度[21]，以更全面地支持普惠金融。

[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。

[21] 於3月發布的通知中，中國銀行業監管機構中國銀行保險監督管理委員會宣布，在全面控制小微貸款風險的前提下，放寬小微貸款的不良率門檻至高出所有貸款不良率的3%以內。

圖 2.31
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率

資料來源：CEIC。

一些地方當局採納更嚴格的標準去界定不良貸款，亦可能導致小型銀行的不良貸款率上升。其中更有報導指出，一些地方銀行業監管機構要求規模較小的銀行在2019年年底前，將逾期超過60天的貸款一律納入不良貸款，這相較現時要求小型銀行將逾期超過90天的所有貸款納入不良貸款的要求更為嚴格。

於回顧期內，包商銀行（一家城市商業銀行）因未能履行義務而於5月被當局接管。事件發生後，於中國人民銀行透過向銀行體系注入流動性恢復市場信心之前，銀行同業資金狀況收緊，可轉讓定期存單利率大幅上升。於7月底，另一家陷入困境同為城市商業銀行的錦州銀行宣布引入三家戰略投資者（均為國有金融機構），以進行重組。這兩宗事件令監管機構及投資者意識到小型銀行正面臨的問題，特別是未能充分披露財務狀況的銀行。

儘管上述情況的發生，中國銀行業的整體風險看來較為溫和。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，並且持續下降。此外，較高的貸款撥備亦有助保護銀行免受日後的損失影響。截至2019年第2季末，銀行的撥備覆蓋率由2018年年底的186%升至191%。

於回顧期內，內地銀行業監管機構繼續限制銀行參與影子銀行業務，以遏制系統性風險。影子銀行活動於2019年上半年因此繼續收縮。當中，銀行對非銀行金融機構的債權連續第13個月下降，此類債權在銀行資產總額中的比重下降至2019年6月的9.1%（圖2.32）。隨著有關當局收緊影子銀行活動[22]，銀行理財產品（影子銀行活動的主要資金來源）的發行於2019年上半年亦有所下降。

圖 2.32
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。

匯率及跨境資本流動

在岸人民幣兌美元的匯率於2019年1月及2月一度走強。然而，由於中美之間的貿易談判形勢反覆，在接下來的四個月中下降了2.3%。此外，在貿易緊張

22 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。

局勢愈演愈烈的情況下，2019年5月的貶值尤為顯著，但在兩國宣布重啟談判後，中美貿易談判重燃希望，為人民幣於6月底的價格帶來支持（圖2.33）。

圖2.33
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8月5日美國威脅對價值3,000億美元的中國商品加徵關稅後，人民幣匯率當日貶值了1.59%，收報7.04。美國亦隨即宣布將中國列為匯率操縱國。中國人民銀行否認這一指控，並表示最近的人民幣貶值是由市場力量推動。根據官方新聞稿，中國不會主動令人民幣競爭性貶值，而中國人民銀行一直保持並將繼續保持人民幣匯率穩定在合理和均衡的水平。

於回顧期內，離岸人民幣在大部份時間內的交易都較在岸人民幣為淡靜，而在岸人民幣與離岸人民幣差價於第2季擴大（有關離岸人民幣發展的詳情，請參閱第4.2章）。彭博提供的2019年年底人民幣兌美元滙率的共識預測亦由2月底的6.70下調至截至9月2日的7.08。

雖然人民幣於回顧期內的大部份時間均錄得貶值，但資本外流壓力仍然溫和。於回顧期內，內地外匯儲備總額大致保持穩定，截至2019年7月底為31,040億美元。剔除估值影響後，2019年7月底的外匯儲備較1月底增加490億美元。相比之下，人民銀行外匯佔款變動這一跨境資金流動的常用指標，則於同期保持穩定（圖2.34）。

圖2.34
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、國家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金流出的壓力減少，在2018年第4季錄得淨流出後，跨境資金流動於2019年第1季轉為淨流入（圖2.35）。當中，透過其他投資的跨境資金流動顯著改善，主要因第1季非居民的貿易信貸還款增加而導致季節性淨流入。非居

民對內地的直接投資保持穩健，直接投資在此期間呈現淨流入。同時，證券投資的資金流入仍然強勁，主要反映居民持有的海外股票規模減小及國際投資者所持有的內地股票增加。

圖 2.35
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動

資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

短期而言，跨境資金流動的前景取決於市場情緒、先進經濟體及新興市場經濟體的經濟表現等多重因素的共同作用。一方面，投資者的情緒將繼續受到中美貿易談判結果不明朗因素的影響。另一方面，主要央行繼續實行寬鬆的貨幣政策，可能會引發投資者新一輪的「追逐收益」行為，他們或會配置更多資源到中國及其他新興市場經濟體的債券及股票市場，以重新調整其投資組合。長遠而言，隨著中國金融市場進一步開放，預計會帶來更多資金流入。例如，摩根士丹利資本國際於2月底宣布提高中國A股在摩根士丹利資本國際指數中的權重，據市場預測，這或會吸引來自海外投資者的約800億美元的資金流入。

財政及貨幣政策

至於貨幣政策方面，中國人民銀行維持穩健的貨幣政策，但繼續傾向採取更多的定向措施支持經濟。特別是中國人民銀行實施一系列措施，支持較小型銀行的流動性，以鼓勵這些銀行向私營及小型企業提供更多貸款。例如，中國人民銀行於5月宣布定向降準，為聚焦於小型企業貸款的特定農商行釋放約2,800億元人民幣的流動資金。6月，央行亦分別增加再貼現額度及常備借貸便利2,000億元人民幣及1,000億元人民幣，以加強對中小型銀行的流動性支持。此外，中國人民銀行分別於4月及7月開展定向中期借貸便利，金額分別為約2,670億元人民幣及2,980億元人民幣，以鼓勵銀行向私營企業及小型企業提供貸款。

在央行寬鬆措施的支持下，儘管在一些情況如接管包商銀行等事件後，市場對較小型銀行的流動性有所擔憂，但銀行體系的流動性狀況保持寬鬆。特別是3個月期上海銀行間同業拆放利率由4月底的約2.9%跌至7月中到8月中的約2.6%，為2010年9月底以來的最低點，然後才於8月底回升至2.70%

（圖2.36）。在降低銀行同業市場資金成本的同時，10年期中央政府債券收益率亦由4月底的約3.4%下降至8月底的約3.0%。

圖2.36
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。

儘管如此，非金融部門的加權平均銀行貸款利率由2018年底的5.64%微升至6月底的5.66%。銀行貸款平均利率的上升，部份反映銀行對規模較小的企業（風險普遍亦較高）的敞口有所增加。另一方面，企業貸款的風險溢價似乎亦有所增加，部份原因是由於近來經濟放緩及中美貿易局勢緊張的不確定性有可能導致企業借款人的還款能力下降（圖2.37）。

圖2.37
中國內地：向非金融部門提供的加權平均銀行貸款利率（僅限一般貸款）與1年期中央政府收益率的利差

註：一般貸款指剔除按揭及票據融資的銀行貸款，是企業貸款的代理指標。
資料來源：CEIC、中國人民銀行及金管局職員估計數字。

為推進利率市場化和進一步降低實體部門的融資成本，央行在8月17日宣布改革完善貸款市場報價利率(LPR)形成機制，將市場報價利率與央行提供的中期借貸便利利率連繫，並要求銀行在發放貸款時由參考貸款基準利率改為參考市場報價利率。新公布的8月份1年期市場報價利率為4.25%，較新機制前下降6個基點，而相較1年期貸款基準利率低10個基點。

財政政策方面，政府繼續採取積極的政策立場。反映政府減輕企業及家庭稅負措施的效果，政府整體稅收的按年增長由2018年上半年的14.4%降至今年上半年的0.9%。對內地上市非金融企業稅負變化的分析表明，近期的減稅似乎已經見效，規模較小的私營企業尤為顯著（詳情請參閱專題2）。

在支出方面，政府增加公共支出，特別是基建設施項目。因此，今年上半年整體公共支出的按年增長率由去年同期的7.8%上升至10.7%。

反映這些擴張性措施，政府一般公共預算和政府性基金的支出與收入之間12個月的累計缺口於2018年升至佔國內生產總值的4.7%後，於2019年6月進一步擴闊至6.4%（圖2.38）。

圖2.38
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，地方政府加快專項債券的發行。特別是，2019年上半年新發行的專項債券達1.1萬億元人民幣，而去年同期則為0.4萬億元人民幣。此外，決策者亦於6月宣布，地方政府亦獲准將專項債券的所得款項用作一些主要基建項目的初始資金。

在債券發行加速的情況下，6月底，地方政府債務餘額按年增加22%至21萬億元人民幣，而於2018年的增長率為12%。儘管如此，地方政府債務的整體風險仍然可控，因地方政府債務對國內生產總值的比率仍處於較低水平，雖然仍由2018年底的20.5%輕微上升至2019年上半年的22.0%。

然而，一些地方政府可能面臨融資壓力，因為作為地方政府收入主要來源的土地銷售收入於2019年上半年收縮0.8%，而於2018年則增長25%。事實上，我們的分析表明，一些地方政府如江蘇、四川、廣西及江西等可能對土地銷售下降更為敏感，因為根據2018年的數據顯示，這些地方政府的公共收入往往較為倚賴土地銷售（圖2.39）。[23]

圖2.39
中國內地：2018年部份地方政府的土地銷售收入

註：河南、山東及海南的數字基於2017年的數據。
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

[23] 總收入包括政府一般公共預算和政府性基金的收入。

專題2
內地近期的減稅措施是否有效？以內地上市公司作實證分析

引言

為支持企業在近期經濟增長放緩的情況下擴張發展，中國內地政府自2017年起已推出了好幾輪的企業減稅降費措施。由於小型民營公司是經濟增長的主要推動力，大多數的減稅措施都是專為它們而設，以減低其稅務負擔。

雖然內地已陸續推行擴張性政策，但其減稅措施的成效依然成疑。例如，儘管已推出減稅措施，但政府的稅務收益仍持續快速增長，引起了企業稅務負擔是否真的降低的爭議。在這種背景下，大部份意見認為跟其他企業相比，小型民營企業仍然面對更大的稅務負擔。

為進一步了解內地近期的減稅措施的成效，本分析研究不同所有制類型的內地企業近年的稅務負擔變化。透過計算內地上市企業面對的實質公司稅率，本研究：1）對內地國有企業和民營企業的稅務負擔進行估算；及2）評估近期的減稅措施對小型民營公司的稅務負擔影響。

內地企業的整體稅務負擔

我們在本節為內地企業所需繳納的整體企業稅率進行估算。具體而言，我們採用了內地上市的非金融企業的數據去計算每家企業所需繳納的整體企業稅率，方法如下：

（*已支付的各項稅費* $-\Delta$*遞延稅務資產* $+\Delta$*遞延稅務負債*）/ *營業收入* $\times 100$，

上述已支付的各項稅費來自現金流量表[24]。此外，還要扣除當期已繳納但實際屬於下期的稅務，並加上屬於當期但還未繳納的稅務。作出上述的加減調整後，當期產生的實質納稅義務可被更清楚的量度。

要注意上述計算並不包括企業的非工資人工成本，例如僱員退休金和保險金繳費等社保費用，以及企業必須繳納但沒有被分類為「稅務」的其他費用。由於這些項目並沒有於現金流量表內單獨列出，因此難以量化其影響。再者，這些繳費是否應被視為事實上的企業稅，抑或屬於人工成本，也有待商榷。然而，我們可以肯定的是，對內地企業而言，社保支出是一項不可忽視的負擔。有關這方面的詳細論述，可見於其他研究（如世界銀行和羅兵咸永道會計師事務所(2018)）。

為避免估算出來的稅率出現潛在的偏差，我們在樣本中並沒有包括當期錄得虧損的企業。虧損企業並無應納稅所得，因此僅須按照商業交易繳納流轉稅。如果將這些企業納入樣本，可能會造成估算內地企業的實質稅務負擔時出現偏頗。

[24] 整體稅率按Fan與Deng (2017)、Cai與Li (2017)以淨稅務款項除以營業收入的相同方法計算出。由於流轉稅（主要與銷售和營業收入相關）的重要性，中國學者和從業者經常以營業收入作為分母計算。與此相對，在Stickney、Clyde、McGee (1982)以及Rego (2003)等國際研究中，則經常以有效稅率，即所得稅與稅前收益的比率，進行稅務負擔評估。這可能是因為該等研究早期主要以美國企業為研究對象，而就美國企業而言，所得稅是最重要的稅項。

圖B2.1顯示根據錄得盈利的非金融上市企業的數據所估算出來的內地國有企業和民營企業的平均整體稅率。我們從中得出兩項主要觀察結果。首先，國有企業近年的整體稅率一直高於民營企業。部份市場分析報告亦得出類似的結論[25]，認為這與國有企業所享受的激勵機制有關。這些分析報告（例如，Lin et al (2012)）特別指出，國有企業相對民營企業而言，較少關心稅務效率，亦缺少進行稅收籌劃以降低稅負的動力。這一論點可能成立，因為內地國有企業未必單單是盈利導向（Bai et al (2006)），而是須承擔更多的社會責任（Fan and Hope (2013)）。民營企業方面，樣本中小型的民營企業在2018年之前所面對的整體稅務負擔似乎高於民營企業的平均水平。

圖B2.1 內地上市企業（僅限錄得盈利的企業）的整體稅率估算

註：本圖顯示各個所有制類型企業的平均比率。比率高於100%或低於–100%的個別企業自樣本中剔除。小型民營企業是指總資產低於所有民營公司第25百分位數的民營企業，並單獨列出。
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

我們從圖B2.1得出的第二項主要觀察結果：所有企業近年的整體稅率均有所下降，尤其是樣本中的小型民營企業。國有企業的估算平均整體稅率，從2015年的7.4%下降至2018年的約6.6%。與之相對，民營企業於同期的估算整體稅率則由6.7%下降至5.4%；總資產屬於最小四分位數的小型民營企業下降的幅度最大，其比率從7.1%降至5.1%。儘管樣本中的小型上市企業或許未能準確代表經濟中真正的小型公司，但我們的觀察結果仍顯示，近期推行以小型民營企業為對象的減稅措施似乎已產生效果。

更多由細分企業稅務後所得的證明

圖B2.1的整體稅率估算結果，是對內地企業稅務負擔的一個具參考價值的概括指標，但這樣的估算有個重要的不足之處：計算企業的整體稅率時，所繳納的稅款只是按一個參考值進行評估（我們在此採用的參考值是營業收入），但這些稅項的本質是相當不同的。例如，增值稅是按公司的流轉額徵收，而所得稅則按毛利徵收。為更準確估算企業的稅務負擔，我們分別計算內地企業在兩大稅務類別中的實質稅率：流轉稅和所得稅。

具體而言，每家企業的流轉稅率計算方法如下：

（已支付的各項稅費 – Δ遞延稅務資產 + Δ遞延稅務負債 – 所得稅）/ 營業收入 × 100，

流轉稅主要反映了企業繳納的增值稅、營業稅和消費稅。隨著中國改革增值稅，大多數企業於2016年底前由繳納營業稅轉為繳納增值稅，因此現在的流轉稅是以增值稅為主。我們本次研究中的流轉稅亦包括了

[25] 例如，「Tax Burden of Mainland Listed Companies in 2018」，Research Institute of Listed Companies，2019年5月20日。

一些針對特定行業的稅項。例如，房地產開發行業的土地增值稅以及石油行業的資源稅。這些稅項與企業盈利的關係不大卻與其業務運營密切相關，因此均屬於流轉稅的一部份。

圖B2.2顯示內地上市企業的流轉稅率估算結果。雖然國有企業的流轉稅率平均高於民營企業，但近年推行的減稅措施，令所有不同類型的企業的流轉稅務負擔均有下降。民營企業方面，小型企業的流轉稅率與民營企業的平均稅率非常接近，因此規模的大小似乎並不重要。

圖B2.2 內地上市企業（僅限錄得盈利的企業）的流轉稅率估算

註：本圖顯示各個所有制類型企業的平均比率。比率高於100%或低於–100%的個別企業自樣本中剔除。小型民營企業是指總資產低於所有民營公司第25百分位數的民營企業，並單獨列出。

資料來源：Wind及金管局職員估算數字。

圖B2.3顯示內地企業面對的所得稅率估算結果。具體而言，每家企業的所得稅率計算方法如下：

（所得稅／毛利）×100，

上述的所得稅和毛利直接來自損益表。圖B2.3顯示，民營企業平均的所得稅率低於國有企業，而國有企業和民營企業的所得稅率亦於過去數年逐漸下降。民營企業方面，在減稅的背景下，樣本中小型民營企業於2017年及2018年的所得稅率持續下降且低於民營企業的平均值。

圖B2.3 內地上市企業（僅限錄得盈利的企業）的所得稅率估算

註：本圖顯示各個所有制類型企業的平均比率。比率高於100%或低於–100%的個別企業自樣本中剔除。小型民營企業是指總資產低於所有民營公司第25百分位數的民營企業，並單獨列出。

資料來源：Wind及金管局職員估算數字。

我們使用了t檢測以測試不同類型的企業在統計上的稅務負擔差異（見表B2.1）。測試結果顯示，相比於所有民營企業以及小型民營企業，國有企業於2017年減稅前後的平均流轉稅率和所得稅率水平均較高，且差異達致5%的統計顯著性水平。就資產規模高於及低於所有民營企業第25百分位數的民營企業進行比較時，兩者的流轉稅並無顯著的差異，但就平均所得稅率而言，則較大型的民營企業顯著較高。

表B2.1 不同組別企業於2017年減稅措施前後的稅率差異顯著性t檢測

組別比較	流轉稅率差異		所得稅率差異	
	2017年前	2017年後	2017年前	2017年後
國有企業相對民營企業（全部樣本）比較	0.73*** (0.11)	0.95*** (0.15)	4.33*** (0.25)	3.63*** (0.37)
國有企業相對民營企業（資產規模低於最小四分位數）比較	0.67*** (0.16)	0.96*** (0.23)	5.39*** (0.38)	5.68*** (0.53)
民營企業（資產規模高於最小四分位數）相對民營企業（資產規模低於最小四分位數）比較	–0.07 (0.13)	0.01 (0.18)	1.41*** (0.28)	2.70*** (0.44)

* p<0.1，** p<0.05，*** p<0.01

註：本表顯示兩個組別之間的平均差異，例如國有企業平均值減去民營企業平均值，以及有關差異是否在統計上顯著。t檢測H0：兩個組別的平均值相同。基本假設為：(1)每個組別之內，稅率近似服從正態分布；(2)兩個組別之間不相關。標準誤差標示於括號內。

比較2017年前後不同組別企業的稅率差異，有助分析近期減稅措施的有效性。表B2.1顯示，就流轉稅率而言，國有企業和民營企業的差距以及國有企業和小型民營企業的差距於2017年後有所擴大。這表示，就流轉稅而言，近期減稅措施似乎令民營企業受益更多。比較2017年前後所得稅率的差異，我們觀察到國有企業和民營企業的差距有所減小，但其他兩組的差距則有所增大，顯示在所得稅方面，尤其對於我們樣本中的小型民營企業來說，近期的減稅措施似乎有所成效。

結語

本分析使用內地上市的非金融企業的數據，發現國有企業的稅務負擔較民營企業為大，而近期的減稅措施似乎開始產生作用，樣本中小型民營企業尤其受惠。此外，細分稅率後的分析結果（如把稅率細分為流轉稅率和所得稅率），並不支持小型民營企業比內地一般規模的民營企業承受更大稅務負擔的看法。

另外，本研究亦有一些需要注意的限制。首先，如第二節所述，我們的研究範圍局限於上市企業，樣本中的小型企業或未能準確代表經濟中真正的小型企業。因此，近期收緊的稅務徵收措施對這些小型企業的稅務負擔的影響，可能會與我們在上市企業樣本中觀察所得的結果有所不同。其次，不同於部份其他研究（世界銀行和羅兵咸永道會計師事務所(2018)），我們在計算內地公司的企業稅時，並未計入社保繳費。雖然這些繳費是否應被視為實際上的企業稅還是人工成本的一部份仍有待商榷，但對內地企業而言，該等繳費確實是一項不可忽視的負擔。事實上，內地當局已於今年開始降低企業的社保繳費負擔。

參考文獻

Bai, Chong-En, Jiangyong Lu, Zhigang Tao, 2006, "The Multitask Theory of State Enterprise Reform: Empirical Evidence from China", *American Economic Review, papers and proceedings*, 第96(2)期：第353–357頁。

Cai, Chang, Beilei Li, 2017, "A comparison of Chinese companies' real tax burden by ownership type." *South China Journal of Economics* 第36(11)期：第57–68頁。

Fan, Gang, Nicholas C. Hope, 2013, "The Role of State-Owned Enterprises in the Chinese Economy", in "*US-China 2022: Economic Relations in the Next 10 Years*", 中美交流基金會。

Fan, Qiong and Nimei Deng, 2017, "Tax burden analysis of Shenzhen Stock Exchange listed firms." *Securities Market Herald* 第11期：第33–41頁。

Lin, Bingxuan, Rui Lu, Ting Zhang, 2012, "Tax-Induced Earnings Management in Emerging Markets: Evidence from China". *The Journal of the American Taxation Association*: Fall 2012, Vol. 34, No. 2, 第19–44頁。

Rego, Sonja Olhoft, 2003, "Tax-avoidance activities of US multinational corporations." *Contemporary Accounting Research* 20(4)期：第805–833頁。

Stickney, Clyde P., and Victor E. McGee, 1982, "Effective corporate tax rates the effect of size, capital intensity, leverage, and other factors." *Journal of accounting and public policy* 1(2)期：第125–152頁。

世界銀行和羅兵咸永道會計師事務所，2018, "Paying Tax 2019"。

3. 本港經濟

香港經濟在2019年上半年緩慢增長，反映私人消費增長轉弱、投資開支減少及出口表現欠佳。預計下半年的經濟表現將持續低迷。經濟前景正受全球經濟放緩、中美貿易摩擦再度加劇以及香港近期的社會事件等更多不明朗因素及風險所影響。香港的勞工市場至今大致保持穩健，但其前景因經濟展望轉差而蒙上陰影。本地通脹壓力稍微上升，但是仍處於溫和水平，而且其前景面臨上行及下行兩方面的潛在風險。

3.1 實體經濟活動

香港經濟於2019年上半年緩慢增長。實質本地生產總值的按年增長率於第1季下降至0.6%，而第2季更進一步放緩至0.5%（表3.A），是近十年的低位。今年上半年的實質本地生產總值較去年下半年僅增長0.8%，低於長期平均水平。[27]

表3.A
實質本地生產總值增長

	按年增長率(%)	
2018	第1季	4.6
	第2季	3.6
	第3季	2.8
	第4季	1.2
2019	第1季	0.6
	第2季	0.5
10年平均值	（2009年第1季至2018第4季）	2.8

資料來源：政府統計處。

按季比較，經濟活動於上半年顯著放緩（圖3.1）。具體而言，實質本地生產總值於第1季增長1.3%後，於第2季收縮0.4%。本地方面，私人消費增長減弱，而投資開支總額則繼續拖累本地生產總值，部份反映消費及投資信心低迷。[28]外圍方面，由於中美貿易爭議及科技範疇的摩擦持續、全球經濟增長放緩以及旅客消費疲弱[29]，香港的對外貿易表現亦顯著轉差（圖3.2）。部份由於貨物進口的下滑速度快於貨物出口，淨出口在第1季仍然為本地生產總值增長提供支持，但在第2季卻變成拖累生產總值增長。專題3探討最近香港貨物出口的表現及其與中國內地出口的關係。

27 基於以開支面編製以及經季節性因素調整的本地生產總值物量指數計算。

28 香港城市大學編製的消費者信心指數於第2季跌至77.7的五年低位。採購經理指數自去年4月以來亦一直處於收縮區間。此外，建造活動亦因一些大型基建項目完工而放緩，拖累整體投資開支。

29 訪港遊客數目於今年上半年放緩，而零售銷售量中部份與旅客相關的項目亦有所下降，反映旅客消費呈現放緩跡象。

圖 3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻

註：增長率已經季節性調整。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.2
實質進出口

註：增長率已經季節性調整。
資料來源：政府統計處。

預計本地經濟表現在2019年餘下的時間將持續低迷。外圍方面，中美貿易糾紛及全球經濟增長放緩將繼續拖累香港的對外貿易表現。本地方面，私人消費或會為經濟增長帶來正面貢獻。然而，部份由於消費者態度轉趨審慎，私人消費的增幅料將處於輕微的水平。在固定資本形成方面，經濟不明朗因素增加及營商信心脆弱可能會抑制資本開支以及樓宇及建造活動。鑒於本地生產總值數據遜於預期，政府將2019年的實質本地生產總值增長預測由之前的介乎2至3%下調至介乎0至1%。[30]國際機構及私營機構分析師的增長預測亦下調至介乎–0.5至1%(平均值為0.3%)。

本港增長前景正受全球經濟增長放緩、中美貿易爭端持續、美國及其他經濟體的未來貨幣政策走向、中國內地的經濟表現、英國脱歐的發展，以及香港近期的社會事件等更多不明朗因素及風險影響。主要由於近期中美貿易摩擦再度升溫，所以經濟下行風險已經增加。

30 財政司司長最近於網誌中表示，政府會考慮採取措施「撐企業、保就業」，並且不會縮減公共開支。發展局局長亦表示，為支持經濟增長，政府預計基本項目的年度開支將於未來數年超過1,000億港元。財政司司長於8月15日宣布一系列支持經濟的措施，包括減低薪俸稅及豁免企業收費。財政司司長於9月4日再宣布兩項新措施，為中小企應對資金周轉困難提供協助。

3.2 勞工市場狀況

鑒於經季節性調整的失業率在今年首七個月維持在2.8–2.9%的低位，香港的勞工市場表現大致保持穩健（圖3.3）。儘管如此，隨着經濟動力減弱，整體就業人數於2019年上半年輕微下降0.05%至6月份的3,870,700人。其中，就業人數下降主要來自建造、貿易及批發業。由於生產總值有所增長而就業人數輕微回落，勞動生產力呈現週期性的改善跡象。展望未來，因應上述的經濟前景，勞工市場可能會繼續面對更多挑戰。

圖3.3
勞工市場狀況

資料來源：政府統計處。

3.3 通脹

本地通脹壓力於2019年上半年小幅上升，但是仍處於溫和水平。按年比較，基本綜合消費物價指數於2019年第1季及第2季分別錄得2.7%及2.9%的升幅，略高於2018年的2.6%年度升幅。反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率亦有所回升，從1月份的2.6%上升至7月份的4.1%（圖3.4）。通脹動力回升主要反映新鮮豬肉的供應受阻而引致豬肉價格上漲。扣除基本食品價格的通脹動力於上半年則仍維持在3%以下的水平。部份因為全球經濟增長放緩及國際能源價格偏軟，外部價格壓力（不包括基本食品價格）得以保持溫和。本地方面，隨着早前新簽訂的私人住宅租金增長放緩，通脹中房屋租金項目有所緩和（圖3.5）。由於生產力與薪金同步增長，最近幾個季度的實質單位勞工成本亦大致穩定，反映勞工成本壓力大致受控（圖3.6）。

圖3.4
反映消費物價通脹的不同指標

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.5
綜合消費物價指數租金項目及市場租金

資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

圖 3.6
單位勞工成本

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，由於全球通脹率低企，早前新簽訂的私人住宅租金放緩，加上本地經濟增長動力疲弱，預計本地通脹壓力將保持溫和。然而，新鮮豬肉的供應受阻而導致的豬肉價格上漲可能會於短期內推高通脹動力。政府於8月將2019年全年的基本及整體通脹率預測由早前的2.5%分別上調至2.7%和2.6%。此通脹前景面臨上行及下行兩方面的風險。上行風險方面，若新鮮豬肉的供應出乎意料地持續受阻，通脹有可能會進一步稍微上升。下行風險方面，基於當前的產出缺口估算略低於零，若經濟放緩的幅度超出預期或市場出現其他負面因素，則有可能對通脹構成下行壓力。

專題3
中美貿易衝突之下香港與內地近期出口表現的差異

引言

香港的貨物出口業在最近數月的表現欠佳(圖B3.1)，部份或可歸咎於中美貿易衝突。然而，內地的出口自去年年底以來表現反覆，而不是一直低迷。為什麼香港與內地的出口表現有所差異？

圖B3.1
整體貨物出口的增長

資料來源：中國海關總署及政府統計處。

我們利用香港及內地已公布的貿易統計數據，發現香港的出口業遭受到「雙重打擊」。第一，香港出口至外國經濟體面臨與內地出口至外國經濟體近似的阻力。第二，經香港轉口至內地的貨品(即可能投入至內地生產的半製成品)亦有所放緩。由於內地約佔香港整體出口貨值的一半，所以內地減少進口這些相關貨品，對香港會造成相當大的影響。

按目的地及產品劃分的出口表現

表B3.A顯示2017年(即中美貿易爭端發生前)按目的地劃分的內地及香港的出口份額。首先，內地及香港明顯是雙方主要的出口目的地。其中內地佔香港出口達54%。其次，剔除雙邊出口後，內地與香港的出口目的地分佈頗為相似(着色欄)，部份反映兩地的貨物出口大致上由類似的外國經濟體進口需求所帶動。因此，我們分別探討香港對內地及其他經濟體的出口，以了解香港與內地近期出口表現的差異。

表B3.A
2017年按目的地劃分的出口份額

	內地的整體出口		香港的整體出口	
出口目的地	份額%	份額%(扣除香港)	份額%	份額%(扣除內地)
中國內地	-	-	54.3	-
香港	12.4	-	-	-
美國	19.0	21.7	8.5	18.7
歐盟	16.4	18.8	9.0	19.6
- 德國	3.1	3.6	1.9	4.2
日本	6.0	6.9	3.3	7.3
東盟	12.3	14.1	7.3	16.0
- 新加坡	2.0	2.3	1.6	3.4
- 越南	3.1	3.6	2.1	4.5
南韓	4.5	5.2	1.5	3.2
台灣	1.9	2.2	2.3	5.0
印度	3.0	3.4	4.1	9.0

資料來源：中國海關總署、政府統計處及金管局職員計算數字。

(i) 出口至外國經濟體所面臨的阻力

我們接下來檢視某些作為出口目的地的先進經濟體及亞洲經濟體。選擇這些出口目的地的原因，是因為它們是內地及香港的主要貿易夥伴。

如圖B3.2及B3.3所示，內地及香港對先進（藍線）及亞洲（紅線）經濟體的出口表現相似。[31] 兩地對這些目的地的出口增長率自2018年下半年以來普遍下降，這可能是由於中美貿易摩擦所致。

圖B3.2
內地對主要目的地的出口

註：就內地而言，以上6個出口目的地佔2018年整體出口約35%。
資料來源：中國海關總署及金管局職員估算數字。

圖B3.3
香港對主要目的地的轉口

註：就香港而言，同樣的6個出口目的地佔2018年整體轉口約20%。
資料來源：政府統計處及金管局職員估算數字。

(ii) 出口至內地所面臨的阻力

鑒於中美貿易衝突，內地消費者及企業可能已減少對香港的進口需求。事實上，圖B3.4顯示經香港轉口至內地的貨物（約佔香港2018年轉口總額的55%）自2018年第4季以來持續減少。在比較兩個經濟體最近幾個月的出口增長率（藍線及紅線）時可見，上述情況似乎是兩地出口表現出現差異的主要原因。

[31] 就香港而言，貨物出口包括本地出口及轉口，但後者佔香港出口約99%。因此，出口表現主要受轉口影響。

圖 B3.4
經香港轉口至內地

資料來源：中國海關總署、政府統計處及金管局職員估算數字。

若仔細審視個別產品類別，圖 B3.5 顯示香港至內地的轉口貿易下跌大部份是由電動機械及其部件和製造業的半製成品所致（兩者共佔 2018 年轉口至內地的貨值 64%）。這或許證明，自 2018 年年中貿易衝突發生以來，內地的供應鏈活動似乎有所放緩。

圖 B3.5
按產品類別劃分經香港轉口至內地

資料來源：政府統計處及金管局職員估算數字。

為了進一步查證供應鏈活動可能放緩的情況，我們根據產品類別[32]，將經香港轉口至內地的貨品與相應的內地進口的貨品進行比較。結果如圖 B3.6 所示，經香港轉口至內地的貨品明顯是內地向世界各地減少購買的貨品。

圖 B3.6
經香港轉口至內地與內地的進口（相同產品類別）

註：中國海關總署未有提供按進口來源及產品類別的貿易統計數據。此外，對於大部份經香港轉口至內地的貨物，中國海關總署並未歸類為從香港進口。
資料來源：中國海關總署、政府統計處及金管局職員估算數字。

結語

本專題探討香港及內地近期出口表現的差異。內地約佔香港整體出口的一半，在剔除香港對內地的出口後，內地及香港出口的增長情況相似，這說明兩地在出口至外國經濟體時面臨類似的阻力。此外，香港似乎亦要面對內地進口需求下降的情況。香港對內地的出口自年初至今已錄得負增長。而其中香港自去年年底以來對內地的出口下降，可能是反映在經濟增長轉弱下，內地的生產活動放緩。

32 亦即與圖 B3.5 所示電動機械及其部件、電訊及音響設備、辦公及自動資料處理儀器及製造業半製成品相同的產品類別。

4. 貨幣及金融狀況

港元於3月觸發弱方兑換保證後有所波動，尤以5月和6月期間面對季節性資金需求，以及大型新股集資的時候為甚。儘管港元出現波動，但港元交易仍然保持暢順有序。雖然自2018年4月以來總結餘的減少收緊了銀行同業流動性，以及可能增加了港元銀行同業拆息對港元資金供求變化的敏感度，但港元貨幣市場運作有序。就首七個月整體而言，港元廣義貨幣供應及廣義貨幣供應總額均錄得穩定增長。展望未來，資金流向將主要取決於多項因素，包括中美貿易持續緊張局勢的發展以及美國貨幣政策的走向。

4.1 匯率及資金流

由於2019年年初銀行資金需求減少以及港元與美元之間的負息差顯著，套息交易活動將港元匯率推向兑換範圍的弱方，並在3月8日至29日期間八次觸發弱方兑換保證（圖4.1）。弱方兑換保證被觸發使總結餘下降並收緊銀行同業流動性，亦令港元於4月份一度回升。然而，5月時本地股市氣氛欠佳，導致港元逐步走弱。自5月下旬以來，港元匯率顯著反彈，部份受大型新股集資活動的資金需求，以及一些由上市公司派息和半年結所衍生的季節性港元需求所支持。

踏入7月及8月，因半年結後流動性狀況改善，港元兑美元走弱，於8月30日收報7.843。回顧期內，港元交易保持暢順有序。

由於弱方兑換保證在3月時被觸發，總結餘由2月底的763億港元下降至8月底的544億港元（圖4.2）。

圖4.1
港元匯率

資料來源：金管局。

圖 4.2
總結餘及外匯基金票據及債券

資料來源：金管局。

港元的名義有效匯率指數大致跟隨美元變動，於回顧期內有所上升（圖 4.3）。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小因而對港元實質有效匯率指數影響有限，港元實質有效匯率指數的走勢與名義有效匯率指數的走勢相似。

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。

就最新的國際收支平衡統計資料記錄的跨境資金流而言，於 2019 年第 1 季，證券投資錄得非本地居民淨流入，但錄得本地居民淨流出（表 4.A）。[32]2019 年第 1 季，由於海外資產投資活動增加，本地居民在股票證券投資及債務證券投資兩方面的淨流出加快，抵銷非本地居民的流入有餘。

表 4.A
跨境證券投資資金流

（十億港元）	2017	2018 第 1 季	2018 第 2 季	2018 第 3 季	2018 第 4 季	2019 第 1 季
來自香港居民						
股權及投資基金份額	-109.8	-101.2	-64.6	-134.5	-27.6	-53.0
債務證券	54.5	-108.0	-140.7	6.1	-87.2	-221.0
來自非香港居民						
股權及投資基金份額	80.4	-77.3	-1.3	31.7	7.6	35.2
債務證券	239.1	40.9	48.5	19.5	0.5	15.9

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

展望未來，鑒於美聯儲及其他主要央行貨幣政策走向、中美貿易緊張局勢及全球經濟增長的不確定性增加，港元資金流向仍然極為不明朗。另外，2019 年下半年有可能開展的集資活動（例如新股集資）或會增加資金流的波動。一方面，此類活動可能會吸引資金流入港元，但另一方面，籌集的資金可能會其後轉回其他貨幣。作為國際金融中心，流入及流出香港的資金有時可能會相當龐大。儘管如此，香港仍保持穩健的財政狀況、龐大的外匯儲備及健全的銀行體系，因而能夠應對資金流的突然逆轉。

32 在編寫本報告時，第 2 季的國際收支平衡統計資料尚未發布。

4.2 貨幣環境及利率

儘管宏觀經濟變得不明朗以及弱方兑換保證被觸發，於2019年至今香港的貨幣環境依然相對寬鬆。港元貨幣基礎仍然龐大而且大致穩定，於8月底為16,392億港元，與八個月前比較稍升0.4%（圖4.4）。貨幣基礎的非總結餘組成部份，包括負債證明書、政府發行的流通紙幣及硬幣、未償還外匯基金票據及債券，於同期穩步上升。

圖4.4
貨幣基礎的組成部份

資料來源：金管局。

港元貨幣供應在2018年下半年有所整固後，於2019年首七個月溫和擴張。港元廣義貨幣供應（港元M3）於首七個月整體而言增長3.3%。對應資產分析顯示，首七個月港元M3的擴張主要是由透過港元貸款創造的貨幣所帶動[33]（圖4.5）。港元存款（港元M3的主要組成部份）相應地增加3.6%（圖4.6）。在港元存款中，定期存款錄得相對強勁的增長，部份反映港元存款利率上升。

圖4.5
港元M3及對應資產變動

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。

2019年首七個月外幣存款下跌0.3%（圖4.6）。當中美元存款下跌了0.8%，部份反映美元利率下跌。另一方面，其他外幣存款同期溫和增長1.1%，當中人民幣存款繼續錄得溫和增長。整體而言，認可機構的存款總額於首七個月增長1.6%。

33 作為參照，港元貸款於首七個月增長6.0%。

圖 4.6
按貨幣劃分的認可機構存款

資料來源：金管局。

圖 4.7
廣義貨幣供應總量 (M2)

資料來源：金管局。

於2019年至今，香港的廣義貨幣供應量總額以相對穩定的速度增長(圖4.7)。由於港元存款的增加超過外幣存款的下跌，貨幣供應量總額M2及M3均於首七個月溫和增長1.1%。值得注意是存款及廣義貨幣的按月變動會受各種短期因素影響而有所波動，例如季節性與新股集資相關資金需求，以及營商與投資相關活動。

港元銀行同業拆息在2019年首兩個月走軟後，於3月至6月期間再度出現上升壓力。在觸發弱方兌換保證而流動性減少下，短期香港銀行同業拆息自3月以後顯著回升(圖4.8)。尤其受到季節性資金需求，以及預期下半年大型新股集資的流動資金需求所推動下，短期的香港銀行同業拆息自5月下旬以來進一步被推高。進入2019年下半年，隨著季節性及與新股集資相關的資金需求減少，香港銀行同業拆息逐漸下降。1個月香港銀行同業拆息下跌至8月平均1.94%的水平。

自去年4月以來總結餘的減少，港元拆息對於港元資金供求變化的敏感度或會有所增加。現時銀行更積極地管理其日常的資金安排，以確保自己以至整個銀行體系的流動性得到有效流轉。觀察所見，銀行比以前更早去安排資金為資金需求較大的情況作出準備（例如季結或新股集資認購期）。

圖4.8
港元與美元銀行同業拆息

資料來源：CEIC及金管局。

於回顧期內，港元收益率曲線大致跟隨美元收益率曲線的走勢下移，較長年期的部份趨於平坦。與2018年年底相比，三年期及十年期香港政府債券的收益率分別下跌33個基點及97個基點，於8月底的收益率分別為1.52%及1.08%（圖4.9）。

圖4.9
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：金管局職員估計數字。

反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率於2019年首五個月大致保持穩定於大約0.82%（圖4.9）。隨著融資需求上升，銀行提高優惠存款利率，綜合利率於6月底升至0.95%，其後於7月底輕微回落至0.94%。

新造按揭的平均貸款利率在上半年大部份時間內保持平穩於2.4%左右，主要反映基於香港銀行同業拆息定價的按揭貸款中以最優惠利率釐定的上限相對穩定。然而，主要銀行提高部份新造按揭貸款中以最優惠利率釐定的上限，平均按揭貸款利率於8月輕微上升至2.49%。

展望未來，港元利率的變動在聯繫匯率制度下將繼續受美元利率影響。預計在資金需求強勁時（例如季結或新股集資認購期），港元利率會出現波動。倘若因

大型資本市場活動導致流動性短期緊絀，銀行可以使用金管局為銀行提供的流動資金安排。

離岸人民幣銀行業務

離岸及在岸人民幣匯率在5月之前稍為走強，然而在中美貿易衝突的背景下，自5月初以來離岸及在岸人民幣匯率均面對貶值壓力。8月初美國計劃自9月起對3,000億美元的內地進口商品額外徵收10%的關稅，人民幣兑美元匯率自2008年以來首度跌破7的水平（圖4.10）。在岸與離岸人民幣之間的差價於5月中旬曾擴闊至約450點，並在8月初曾進一步擴闊至約560點，但和以往比較該差價仍屬溫和。

圖4.10
在岸及離岸人民幣匯率

資料來源：彭博。

儘管人民幣匯率面對貶值壓力，離岸人民幣銀行同業市場的流動性狀況於回顧期內仍大致保持穩定。3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息主要介乎3至4%之間（圖4.11）。在此期間出現的溫和波動，部份反映一些來自於摩根士丹利國際資本(MSCI)A股調整的資金需求，以及在中美貿易衝突下流動性收緊。

圖4.11
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價

資料來源：CEIC。

至於香港的離岸人民幣資金池方面，人民幣客戶存款及存款證餘額由2018年年底的6,577億元人民幣減少2.9%至2019年7月底的6,388億元人民幣（圖4.12和表4.B）。儘管面對人民幣貶值壓力（特別是自第2季以來），人民幣客戶存款於首七個月微升0.2%，另一方面，存款證餘額於首七個月進一步下降46.7%，部份反映存款證發行量減少。

圖 4.12
香港的人民幣存款及存款證

資料來源：金管局。

表 4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2018年12月	2019年7月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	657.7	638.8
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	615.0	616.0
人民幣存款佔存款總額(%)	5.2	5.1
人民幣存款證（十億元人民幣）	42.7	22.7
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	105.6	120.8
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	200	200
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	80.4	61.4
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	132.8	121.2

	2019年1–7月
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	3,005.8
其中：	
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	1,407.0
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	1,268.4
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）	1,121.3

資料來源：金管局。

經過兩年的下降趨勢後，香港的人民幣銀行貸款趨於穩定。截至2019年7月底，人民幣銀行貸款餘額增加14.4%至1,208億元人民幣。與此同時，香港的人民幣貿易結算繼續擴大。香港銀行於首七個月處理的交易額為30,058億元人民幣（圖4.13），而去年同期則為23,832億元人民幣。此增長乃受到匯入香港的匯款及匯出至中國內地的匯款帶動所致。

香港人民幣資金池仍相當充裕，以繼續支持大量人民幣支付及融資交易。人民幣即時支付結算系統於首七個月的平均每日成交量高達11,213億元人民幣，而2018年同期則為9,531億元人民幣。

圖 4.13
人民幣貿易結算匯款

註：年初至今是指2019年1月至7月。
資料來源：金管局。

離岸人民幣市場的發展將繼續受到外圍不利因素影響，尤其是中美貿易衝突持續。然而內地資本帳開放、國際投資者的人民幣資產配置增加、以及「一帶一路」與「粵港澳大灣區」倡議下推動的區內經濟和金融合作預料將繼續為離岸人民幣業務帶來支持。

資產市場

於回顧期內，香港股市主要受中美貿易摩擦的消長影響。與此同時，主要央行就寬鬆貨幣政策所發放的利好訊號，為股市帶來支持。期內，全球債券市場波動加劇，港元債務市場則溫和擴張，以及離岸人民幣債務市場的發行量有所回升。隨着貿易摩擦加劇和經濟放緩，住宅物業市場經歷首5個月的強勁反彈後，自6月起有所回軟。

4.3 股市

於回顧期內，本港股市如坐過山車般大上大落。中美貿易談判在早期取得明顯進展時，恒生指數持續上揚；但隨著貿易摩擦再次出現，雙方在大阪二十國集團峰會前夕宣布新一輪的關稅及非關稅的貿易保護措施，恒生指數迅速回落（圖4.14）。與此同時，全球經濟放緩，主要央行均表態可隨時採取新的刺激措施，曾一度使本地市場的情緒回穩。外圍發展情況似乎與特朗普的再三呼籲一致，他呼籲在美國經濟前景不明朗因素增加及對華貿易摩擦升級的情況下，美聯儲應採取更大膽的寬鬆貨幣政策。然而，儘管雙方在峰會結束後重回談判桌，從整體市場表現可體現到投資者已明白兩國在結構性問題上的分歧需要長時間來解決，而貿易談判將曠日持久及相當艱難。

總體而言，恒生指數和恒生中國企業指數（亦稱為H股指數）在2019年3月至2019年9月期間，分別下跌10.72%和12.37%。期權引伸波幅於5月初見頂，但隨著市場重歸平靜而回落（圖4.16）。偏斜指數在回顧期結束時回升，反映投資者再次擔心尾端風險加劇，因而市場尋求對沖下跌風險。[34]

圖4.14
香港股票價格

資料來源：彭博。

34 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微不足道。隨着偏斜升至100以上，標普500指數回報分布的左尾權重增加，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。

圖 4.15
香港的股票市場基金淨流量

資料來源：EPFR Global。

圖 4.16
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。

展望未來，由於兩個超級經濟大國之間的貿易摩擦在可預見的未來無可避免會出現消長，因此本地股市的前景將高度不明朗。投資者的濃厚觀望情緒體現在股市資金淨流出和成交量的減少（圖 4.15 和 4.14）。他們的擔憂主要源於貿易摩擦對實體經濟的潛在影響，而不是由貨幣波動而引致（專題 4）。除貿易戰之外，投資者亦憂慮英國硬脫歐的可能性，以及英美與伊朗之間不明朗的地緣政治緊張局勢。此外，在政策方面，未來新一輪的貨幣寬鬆政策是否能及時並足以緩解全球經濟的放緩仍是未知數。因此，儘管估值具有吸引力，但本地股市在未來一段時間內仍可能再次波動（圖 4.17）。

圖 4.17
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。

4.4 債券市場

儘管全球債券市場波動加劇，但 2019 年上半年港元債券市場仍然溫和擴張。由於本地和國際借款人對資金的需求增加，債券總發行量穩步上升。隨著三國集團央行的貨幣政策趨於寬鬆，全球主權和非主權債券的收益率進一步下降，美國國庫券和香港的外匯基金債券也不例外（圖 4.18）。[35]

35 三國集團指美國、歐盟和日本。

圖 4.18
港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收益率

資料來源：金管局及 ICE Data Indices。

儘管全球經濟前景越趨不明朗及地緣政治局勢持續緊張，但國際投資者由觀望轉為入市，令新興債券市場近幾個月來錄得強勁的非居民投資組合資金流入。[36]在此背景下，香港自今年1月以來錄得債券基金淨流入，並錄得自2017年9月以來時間最長的持續上升（圖4.19）。

圖 4.19
交易所買賣及非交易所交易買賣的香港債券基金淨流量

資料來源：EPFR Global。

2019年上半年，港元債務總發行量按年增加1.1%至18,223億港元，主要是由於外匯基金發行量2.5%的增幅，足以抵銷私營機構發債的跌幅（圖4.20）。

圖 4.20
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債券

資料來源：金管局。

6月底的未償還港元債務金額按年上升2.1%至18,628億港元（圖4.21）。該金額相當於港元M3的24.7%或銀行業以港元計值資產的19.9%。其中，多邊發展銀行等海外借款人的未償還債務跟去年相比微升0.3%至2,896億港元。與此同時，本地私營機構的未償還債務亦按年上升10.0%至3,532億港元，源於認可機構未償還債務的增長。

36 國際金融協會表示，於2019年6月，流入新興債券市場的非居民投資組合的資金為408億美元，創5個月以來的新高。

圖 4.21
未償還的港元債務

資料來源：金管局。

香港的一級離岸人民幣債券市場經過幾個季度的平淡表現後，在回顧期內回升。2019年上半年的總發行量按年躍升65.8%至人民幣1,490億元，主要是由於海外發行人和內地官方機構債券發行量攀升所致(圖4.22)。由於內地經濟前景的不明朗因素增加，私人機構的債券發行意欲仍然不足。在岸債券的平均收益率持續低於離岸債券的收益率，這令內地私人企業更加不願意延長其已到期的離岸債券(圖4.23)。

圖 4.22
新發行的離岸人民幣債券

資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

圖 4.23
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。

在此情況下，香港離岸人民幣債券的未償還總額在經歷連續12個季度下滑之後，於2019年6月底按年增長4.8%至人民幣4,468億元(圖4.24)。

圖 4.24
香港的未償還離岸人民幣債券及人民幣存款

資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

本地債券市場的發展，包括離岸人民幣債券市場，近期將面臨相當大的阻力。由於全球經濟放緩(尤其是內地經濟放緩)，令投資者參與長期項目的意欲減退，因而減少了他們對長期資金的需求，同時投資者會面對越來越多的信貸風險。儘管寬鬆的貨幣政策有望出台，在某程度上應有助改善現時的前景，但預計在未來一段時間內，信用利差將會擴大。在中美貿易

摩擦於可預見的未來持續的情況下，信用利差的擴大將更為顯著。面對這些挑戰，政府依然致力推動本地債券市場的發展，並繼續推行多項有利政策，尤其是鼓勵首次發行人及綠色債券發行人開拓香港市場。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場經歷了2019年首五個月的強勁反彈後，自6月起有所回軟。1月至5月期間的強勁反彈反映當時的市場氣氛好轉[37]，其中5月份住宅物業成交量更飆升至8,208宗的六年高位，而樓價則收復2018年下半年的失地（圖4.25）。其後，市場氣氛受中美貿易衝突及本地經濟放緩所影響而轉差。6月至8月的每月平均成交量下降至4,505宗，而二手市場樓價在首五個月上升10.5%後，於6月至7月期間亦回落約1%。其中大型單位（實用面積100平方米或以上）價格下跌速度較中小型單位（實用面積小於100平方米）略快。與此同時，一些地產發展商亦為其細小單位進行減價促銷。近期的市場數據顯示，二手樓價在8月及9月初仍然受壓。

圖4.25
住宅物業價格及成交量

資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

置業負擔能力仍然偏緊，樓價與收入比率在第2季攀升至18.0，而1997年的峰值為14.7。此外，第2季的收入槓桿比率為80.7%，遠高於其長期平均值（圖4.26）。[38]由於租金的累計升幅小於樓價升幅，買租價差於上半年仍然高企（圖4.27）。[39]另一方面，住宅租金回報率維持在2.1–2.6%的低位。

37 市場氣氛好轉的部份原因是市場對中美貿易緊張局勢的擔憂暫時得到舒緩，全球股市回升，以及市場減低美國進一步加息的預期。

38 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。

39 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。

圖 4.26
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 4.27
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。

儘管近期香港銀行同業拆息上升(亦見第4.2節)，但平均新造按揭貸款利率仍維持在2.5%左右的低水平。然而，一些銀行於8月份起調高新造按揭貸款利率，並減少其貸款的現金回贈，某程度上反映了銀行的平均資金成本上升。

整體而言，香港的銀行有足夠的緩衝，可抵禦物業市場帶來的風險。新批出按揭的平均按揭成數從2009年金管局首次實施宏觀審慎監管措施前的64%下降至今年7月份的46.2%，而供款與入息比率亦跌至35%，反映該措施的成效。

住宅物業市場前景更趨不明朗。雖然目前的低失業率或可支持物業的需求，但疲弱的經濟可能會導致勞工市場狀況惡化。與此同時，中美貿易摩擦和全球經濟增長放緩等其他風險因素，或會在短期內令住宅市場氣氛轉差。雖然美聯儲已在7月份減息，惟本港按揭貸款利率的走勢仍不明確，並將取決於本地銀行同業市場的流動性狀況等多種因素。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年仍有不少私人樓宇落成，這將有助收窄往後的房屋供求缺口。

非住宅物業市場

非住宅物業市場於第1季表現疲弱，於第2季則有所回升。每月平均成交量由第1季的1,051宗回升85%至第2季的1,939宗。然而，確認人交易淡靜，反映投機活動仍然低迷(圖4.28)。[40]零售商舖、寫字樓及工廠大廈的價格亦分別由第1季的低位回升(圖4.29)。上半年各類物業於租賃市場表現迥異，然而與2018年年底相比，租金仍普遍上升。7月份的整體租金回報率維持在2.6–2.9%的低位。

40 然而成交量於7月至8月份隨着本地經濟轉弱而回落。

非住宅物業市場在短期內將可能會面臨一些阻力。舉個例子，零售商鋪的前景將因零售銷售轉弱及遊客人數減少而蒙上陰影。

圖 4.28
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。

圖 4.29
非住宅物業的價格指數

資料來源：差餉物業估價署。

專題4
人民幣匯率是否會影響股票投資流量？
— 來自滬港通及深港通計劃的實證分析

引言[41]

自2014年以來，滬港通和深港通計劃為國際及內地投資者提供一個新渠道，讓他們透過投資內地和香港股票市場來分散其投資組合。然而，人民幣匯率自2015年8月的匯率改革後變得較為波動（圖B4.1），引發市場關注人民幣波動可能會影響這些投資組合調整匯率波動後的回報。就此而言，人民幣匯率波動是否會影響投資者參與上述計劃的決定？[42]

圖B4.1：離岸人民幣的變動

在此背景下，本專題將（一）評估離岸人民幣匯率變動對滬港通和深港通計劃下企業的跨境股票投資流量的影響；及（二）鑑定離岸人民幣貶值時可能出現較多資金外流的企業的特徵。鑒於機器學習擅於處理多維及多種類的數據，我們選擇運用該技術對詳細的公開數據進行分析。

數據及方法

各家企業的股票投資流量是透過滬港通和深港通計劃企業持股比例的淨變動來量度。正（負）股票投資流量顯示該企業股票出現淨投資流入（流出）。離岸人民幣的變動是以離岸人民幣兌港元按日變動的百分比來量度。此外，機器學習模型亦加入了環球股市的波動、企業的股票表現，以及投資者的資金成本作為控制因素。[43]

我們的數據樣本包括1,522家交投活躍的企業，其中1,110家企業於內地上市（定名為「北向通企業」），而餘下412家企業則在香港上市（定名為「南向通企業」），並覆蓋2017年3月20日至2019年4月30日的區間。這些企業分別佔所有合資格的北向通及南向通企業總市值的90%和94%。[44]

我們透過以下三個步驟來了解股票投資流量與上述所選因素（包括離岸人民幣變動）之間的關係。首先，我們考慮了三項知名的機器學習技術，包括隨機森林、支持向量機以及人工神經網絡中的多項模型變量，共632個機器學習模型組合來替每家企業進行分

41 詳情載於Fong et al. (2019)「Does the renminbi exchange rate affect equity flows? — Evidence from the Stock Connect programmes」《*金管局研究備忘錄*》，即將出版。

42 不完全對沖的外匯風險會使匯率的變動影響跨境股票投資的回報，這是國際間股票投資流量受匯率變動影響的主要原因。

43 環球股市波動是以芝加哥期權交易所市場波幅（VIX）指數的按日變動來量度。此外，從投資者透過滬港通和深港通計劃投資某企業而言，企業的股票表現是以該企業較投資者所屬股票市場的每日額外回報來量度（如國際投資者以恒生綜合指數回報為基準；內地投資者以滬深300指數回報為基準）。最後，北向通和南向通投資者的資金成本則分別是以3個月離岸人民幣銀行同業拆息率和3個月上海銀行同業拆放利率的按日變動來量度。

44 交投活躍的企業指在樣本期間內滬港通和深港通計劃下有超過70%的交易日中其股票投資流量為非零的企業。經上述計劃對個別企業的持股量的公開資料，最早可追溯至2017年3月17日。

析。其次，根據機器學習模型的樣本外預測準確性，我們選擇了其中20個最佳的模型，並利用這20個最佳模型來分別預測離岸人民幣或其他因素在受到衝擊後對股票投資流量所出現的潛在變動。最後，我們以這20個最佳模型的平均預測變動來量度各企業的股票投資流量受各個因素的潛在影響。[45]

為鑑定受人民幣匯率變動影響較大的企業的特徵，我們使用k-means集群分析方法，將樣本中的企業分別組成不同的集群，令同一集群內的企業彼此之間在一或多個的特徵上會與比其他集群的企業更為相若。除了考慮離岸人民幣變動對股票投資流量的影響外，我們亦把企業的股票表現、財務基本因素、滬港通和深港通內的持股比例以及海外收入佔比等因素加入集群分析。[46,47]

45 我們選擇20個最佳模型（而不是最佳的一個）以減低模型過度擬合的問題。模型過度擬合是應用機器學習技術時需特別留意的一個情況。

46 股票表現是透過股票回報和股票價格波動來量度。財務基本因素是根據整體盈利能力、企業規模和槓桿率來量度。

47 基於南向通企業的海外收入佔比與離岸人民幣變動的關連性不如北向通企業般直接，因此我們沒有把這項因素加入南向通企業的分析中。

實證證據

圖B4.2描述了北向通及南向通企業的總股票投資流量的估算影響。具體而言，當離岸人民幣貶值的幅度相等於樣本期間內所統計的一個標準差時，北向通（南向通）企業的股票投資流量估計將增加（減少），其中估算增加（減少）的金額佔所有北向通（南向通）企業平均每日股票投資流量的2.5%(1.9%)。然而，上述兩個估算影響在統計學上均不顯著。相比之下，環球股市波動的衝擊對股票投資流量的影響最大。在VIX指數上升一個標準差時，北向通（南向通）企業的股票投資流量估計將顯著地減少，約為所有北向通（南向通）企業平均每日股票流量的8.6%(5.3%)。

圖B4.2：選定因素出現一個標準差的衝擊對股票投資流量的估算影響

註：
(1) 數字為個別北向通／南向通企業股票投資流量所受影響的總和，並以本研究樣本中所有北向通／南向通企業的平均每日總股票投資流量的百分比作展示。
(2) *表示統計顯著性為10%。

圖B4.3是以k-means集群方法辨識的兩組企業集群的雷達比較圖。具體而言，第一集群集結了當離岸人民幣貶值時股票投資流量減少的企業（即紅色邊界），而第二集群則集結了股票投資流量增加的企業（即藍色邊界）。當比較兩個集群內企業的特徵時，我們發現北向通（上列）和南向通（下列）企業的表現一

致，其中股票投資流量減少的企業的財務基本因素往往比股票投資流量增加的企業弱（如企業規模較細，利潤較低），它們的股票表現亦較差（如股票回報較低以及股票價格波動較高）。

圖 B4.3：用 k-means 集群方法鑑定的北向通和南向通企業集群

註：

(1) 股票投資流量增加（減少）的企業是指當離岸人民幣的貶值達到一個標準差時，該企業的股票投資流量會比其所屬行業平均所受的影響出現的較正面（負面）的反應。

(2) 各層面下的數字是指企業在該層面的企業特定特徵的平均標準分數（即與其行業平均有多少個標準差的距離）的平均。

(3) 各軸的外部位置表示集群向該特定層面所傾斜的方向。

實證涵義

我們的實證分析結果顯示，離岸人民幣匯率變動對滬港通和深港通計劃內的內地和香港兩地上市企業的股票投資流量未造成顯著的影響。在最極端的情況下，投資者在人民幣貶值期間傾向於沽出基本因素較弱以及股票表現較差企業的股票，但因為這些企業規模較細的關係，它們的沽售壓力將不會對整體股票流量造成顯著影響。離岸人民幣匯率的影響不顯著可能是因為投資者可透過市場上現存的多種人民幣衍生工具來對沖其透過滬港通和深港通計劃所作的投資而產生的貨幣風險。[48]

相比之下，環球股市波動對股票投資流量的影響最為強烈。由此顯示，隨著滬港通和深港通計劃的股票交投持續增長，環球市場的潛在溢出效應將更值得留意。因此，投資者應留意環球市場的不明朗因素對觸發跨境股票流量的驟然變化的可能性。

48 舉例而言，香港交易及結算所有限公司所提供的離岸人民幣產品，如美元／離岸人民幣期貨及期權合約，為管理人民幣風險提供更佳的資本效益與靈活性。

5. 銀行業的表現

儘管經濟增長疲弱，但香港零售銀行於2019年上半年仍能錄得與2018年同期相若的盈利水平。香港銀行業的資本及流動性狀況按國際標準衡量依然強勁。銀行的貸款組合於上半年恢復擴張，而資產質素按歷史標準衡量仍維持穩健。隨著香港銀行同業拆息出現上行壓力以及零售存款市場的競爭趨於激烈，零售銀行的平均港元融資成本於6月份顯著上升，但仍然處於較低水平。基於銀行體系的存款水平保持穩定，港元資金流動性維持充裕，而於第2季內，並沒有明顯跡象顯示有資金流出港元或香港銀行體系。

展望未來，香港銀行業將面臨多重阻力，包括中美貿易糾紛進一步升級、全球經濟下行風險上升、部份主要央行採取貨幣寬鬆措施的時機及規模越趨不明朗，以及地緣政治風險有所上升。鑒於企業槓桿及個人債務負擔持續增加，銀行應對其企業及個人信貸風險保持警惕，以防外圍環境進一步惡化的影響。

5.1 盈利及資本額

盈利

於2019年上半年，零售銀行整體稅前經營溢利[49]較去年同期的增長放緩至0.6%，主要是由於非利息收入減少以及貸款減值撥備及營運開支增加所致，此兩部份對經營溢利的影響差不多抵銷了淨利息收入的增長。由於盈利增長慢於資產的增幅，資產回報率於2019年上半年稍微下降至1.27%，而去年同期的高位為1.31%（圖5.1）。

圖5.1
零售銀行盈利

註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

零售銀行的淨息差於2019年第2季擴闊至1.66%，而去年同期為1.61%（圖5.2）。

[49] 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

圖 5.2
零售銀行的淨息差

註：按季度年率計數字。
資料來源：金管局。

圖 5.3
港元銀行同業隔夜拆息

註：每日數字。
資料來源：財資市場公會及金管局。

儘管2019年首兩個月的短期港元銀行同業拆息有所下降，但由於季節性資金需求，加上大型新股認購活動以及上市公司派息帶來預期的流動性需求等因素，銀行同業拆息在第2季顯著上升。香港銀行同業隔夜拆息及港元隔夜平均指數[50]均呈上升趨勢，而且在第2季的波動明顯增加（圖5.3）。與此同時，3個月的香港銀行同業拆息亦於6月底錄得自金融危機以來的新高位2.46%（圖5.4中的藍線）。

雖然香港銀行同業拆息於上半年出現較大波動，但按綜合利率計算，零售銀行平均港元融資成本於2019年首五個月大致上保持穩定，約為0.82%（圖5.4中的綠線）。然而，接近6月底，零售銀行轉為積極吸納零售存款。部份反映零售存款的競爭趨於激烈，綜合利率在6月底升至0.95%，但按歷史標準衡量仍然處於較低水平。[51]

[50] 財資市場公會早前已建議採用港元隔夜平均指數(HONIA)作為香港銀行同業拆息的替代參考利率。根據金融穩定理事會的建議，HONIA是建基於交易數據訂定的銀行同業隔夜融資利率。有關HONIA的詳細資訊，請瀏覽財資市場公會網站（https://www.tma.org.hk/gb_newsevents_n1.aspx?NewsId=290）。

[51] 由2019年6月起，綜合利率已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，6月份的數字不能與以往月份的數字作直接比較。

圖 5.4
利率

註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

在香港銀行的資金成本上升（見圖 5.4）的背景下，由於相當部份以香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款已達到其與最優惠貸款利率聯繫的利率上限，這表示即使未來香港銀行同業拆息上升速度加快，其帶來的淨息差增長可能更為有限。實際上，市場訊息顯示，部份銀行已減少對再融資按揭貸款中提供的現金回贈額度，並將新造按揭貸款條款中與最優惠貸款利率聯繫的利率上限調升。

展望未來，由於本地及外圍環境的不明朗因素增加，銀行盈利前景持續受到影響。中美貿易糾紛進一步升級，加上本地經濟狀況疲弱及近期的社會事件，這數項因素的結合可能會削弱營商信心並減少對銀行信貸的需求。與此同時，部份主要央行採取貨幣寬鬆措施的時機及規模變得不明朗，亦可能使銀行的淨息差走勢變得更難預料。

資本額

香港銀行業的資本額仍然雄厚，遠高於國際最低標準。於 2019 年 6 月底，本地註冊認可機構的綜合總資本比率上升至 20.6%（圖 5.5）。一級資本比率亦增加至 18.2%，其中 16.3% 為普通股權一級資本。

圖 5.5
本地註冊認可機構資本額

註：
1. 綜合狀況。
2. 由 2013 年 1 月 1 日起，本地註冊認可機構須遵行根據《巴塞爾協定三》下經修訂的資本框架。因此，自 2013 年 3 月起的資本比率不能與截至 2012 年 12 月的數據直接比較。
資料來源：金管局。

除了風險為本的資本充足比率外，還有《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，用以限制銀行體系過度的槓桿。[52] 本地註冊認可機構的槓桿比率於 2019 年 6 月底維持在 8.1% 的穩健水平，超過 3% 的法定最低水平（圖 5.6）。

52 槓桿比率按一級資本與風險承擔計量的比率計算，其中，風險承擔計量包括資產負債表內以及資產負債表外的風險承擔。詳情可參閱巴塞爾銀行監管委員會發布的「關於《巴塞爾協定三》槓桿比率框架的常見問題」（英文版本）（https://www.bis.org/bcbs/publ/d364. pdf）。

圖 5.6
本地註冊認可機構的槓桿比率

註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

圖 5.7
流動性覆蓋比率

註：
1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。
資料來源：金管局。

5.2 流動性及利率風險

流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」[53]要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。雖然第1類機構的平均流動性覆蓋比率由第2018年第4季的167.3%下降至2019年第2季的152.8%（圖5.7），但仍遠高於100%的法定最低要求。第2類機構的平均流動性維持比率則由2018年第4季的54.3%上升至2019年第2季的54.6%，亦遠高於25%的法定最低要求。

穩定資金淨額比率[54]作為《巴塞爾協定三》流動性標準的其中一項，顯示認可機構的資金狀況穩定。第1類機構的平均穩定資金淨額比率於2019年第2季維持在132.1%的高水平（圖5.8），遠高於法定最低要求的100%水平。第2A類機構的平均核心資金比率維持在135.8%的高水平，亦超過2019年適用的75%的法定最低要求。認可機構流動性充裕及資金狀況穩健，表明香港銀行業能夠承受多種流動性衝擊。

53 《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，被指定為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率。詳情可參閱金管局的《監管政策手冊》單元LM-1「流動性風險監管制度」。

54 在香港，第1類機構須遵循穩定資金淨額比率；而指定為第2A類機構的第2類機構須遵循有關在本港適用的核心資金比率規定。根據《銀行業（流動性）規則》，第1類機構須時刻維持不少於100%的穩定資金淨額比率。第2A類機構在2019年度的每個公曆月，均須維持平均不少於75%的核心資金比率。詳情請參閱《銀行業（流動性）規則》（香港法例第155Q章）。

圖 5.8
穩定資金淨額比率

註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

客戶存款仍是認可機構的主要資金來源，反映銀行體系維持穩定的資金結構。2019年6月底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例由6個月前的55.7%微升至56.4%（圖5.9）。

圖 5.9
所有認可機構的負債結構

註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。
資料來源：金管局。

由於港元貸款與墊款的增長速度高於存款，所有認可機構的平均港元貸存比率由2018年底的86.9%上升至2019年6月底的89.3%（圖5.10）。與此同時，平均外幣貸存比率亦於同期由58.3%微升至58.9%。因此，所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由六個月前的72.6%升至74.5%。然而，基於銀行體系的存款水平保持穩定，資金流動性維持充裕，而於第2季內，並沒有明顯跡象顯示有資金流出港元或香港銀行體系。

圖 5.10
所有認可機構的平均貸存比率

註：季度末的數字。
資料來源：金管局。

利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔於2019年第2季維持於低水平。我們估計假設在港元及美元利率上升200個基點的衝擊下，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，會相當於其於2019年6月底資本基礎總額的1.45%（圖5.11）。[55]

[55] 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減輕。

圖 5.11
港元及美元利率衝擊對本地註冊持牌銀行的影響

註：
1. 利率衝擊指港元及美元利率曲線均有200個基點的平行式上升對機構利率風險承擔的衝擊。在2019年6月底，本地註冊持牌銀行的利率敏感資產、利率敏感負債及利率敏感資產負債表外持倉，大部份均以港元或美元計價。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳[56]的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。
3. 由2019年6月起，利率風險承擔已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，6月份的數字不能與以往期間的數字作直接比較。

資料來源：金管局。

圖 5.12
貸款增長

註：由2018年12月起，在香港／在香港境外使用的貸款的數字已作出重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。圖中所報告的2019年上半年的6個月變動百分比，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至2018年下半年的歷史變動百分比，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。

資料來源：金管局。

5.3 信貸風險

概覽

銀行信貸於2019年上半年恢復擴張。按半年計，所有認可機構的貸款與墊款總額經過於2018年下半年減少0.9%後，於2019年上半年溫和回升4.2%（圖5.12）。

本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款額於本回顧期內均有擴張。本地貸款的增幅由去年下半年的0.1%加快至2019年上半年的4.5%，部份反映個人貸款的增幅加快。與此同時，在香港境外使用的貸款額經過於去年下半年期間收縮3.0%後，於2019年上半年回升3.5%。

信貸需求預期於短期內大致穩定。金管局2019年6月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，在所有受訪的認可機構中，有91%預期未來3個月貸款需求將會保持平穩，而預期需求會略為下降的認可機構的比例則由2018年12月的18%下降至5%（表5.A）。

表 5.A
預計未來3個月貸款需求

佔受訪機構總數的百分比(%)	2018年9月	2018年12月	2019年3月	2019年6月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	9	0	9	5
保持平穩	77	82	86	91
略為下降	14	18	5	5
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

於2019年上半年，銀行貸款組合的資產質素維持穩健。所有認可機構的總特定分類貸款比率和逾期及經重組貸款比率分別於2019年6月底略為上升至0.56%及0.39%，而於2018年底則分別為0.55%及0.36%。就零售銀行而言，總特定分類貸款比率和逾期及經重組貸款比率分別微升至0.54%及0.33%（圖5.13）。這兩個比率按歷史標準衡量均屬低水平。

56 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構只須填報銀行帳的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

圖 5.13
零售銀行的資產質素

註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行主要境外附屬公司。

資料來源：金管局。

個人貸款[57]

以半年計，個人貸款增長由去年下半年的3.9%上升至2019年上半年的6.7%。這主要是由於其他私人用途貸款的增長強勁，以及住宅按揭貸款的增幅穩定所致（表5.B）。

表 5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	2016年 上半年	2016年 下半年	2017年 上半年	2017年 下半年	2018年 上半年	2018年 下半年	2019年 上半年
住宅按揭貸款	1.0	3.1	4.1	3.8	4.2	4.5	4.7
私人貸款	-0.5	7.2	7.2	12.4	7.5	2.6	11.0
其中：							
信用卡墊款	-5.7	8.7	-7.8	11.0	-5.0	10.6	-3.8
其他私人用途貸款	1.2	6.8	11.9	12.7	10.7	0.9	14.5
個人貸款總額	0.5	4.3	5.0	6.5	5.3	3.9	6.7

註：由2018年12月起，個人貸款的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。表中所報告的2019年上半年增幅，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至2018年下半年的歷史增幅，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。

資料來源：金管局。

其他私人用途貸款於2019年上半年增長顯著，主要是來自於向私人銀行及財富管理客戶的貸款有所增長。這類貸款通常獲得客戶各種的金融資產（包括股票、互惠基金及保險產品等）作為抵押，而該類貸款在近年來亦維持高增長。鑒於該類貸款有審慎的風險管理及保守的抵押品估值，金管局評估該類貸款的風險為可控。[58]

由於家庭負債增長速度高於香港的名義本地生產總值的增速，家庭負債佔本地生產總值的比率由2018年第4季的72.0%進一步上升至2019年第2季的75.5%（圖5.14）。

57 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作其他商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2019年第二季，個人貸款佔本地貸款的比例為30.8%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

58 詳情可參考一項近期的研究，Cheung等人(2018)「解讀香港的家庭負債」(英文版)，香港金融管理局研究備忘錄07/2018。

圖 5.14
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份

註：
1. 僅包括認可機構提供的借款。
2. 本地生產總值指按年率計本地生產總值，即連續4個季度本地生產總值的總和。
3. 由2018年12月起，家庭負債的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。

資料來源：金管局。

圖 5.15
新造按揭貸款的平均按揭成數及個人債務負擔

註：指數以最優惠貸款利率為基準的平均按揭利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

於回顧期內，個人貸款的信貸風險維持在低水平。特別是，銀行的按揭貸款組合仍保持穩健，於2019年第2季，拖欠比率徘徊在0.02%的低水平。新批按揭的平均按揭成數由六個月前的45.5%上升至2019年第2季的47.5%（圖5.15）。儘管平均按揭成數輕微上升，但仍遠低於金管局實施第一輪逆週期宏觀審慎監管措施前（即2009年9月）所錄得的64%。

新造按揭的償債指數[59]由2018年第4季的49.0微跌至2019年第2季的48.9水平（圖5.15的紅線），顯示個人債務負擔能力維持穩定。

雖然美國的貨幣政策利率已於7月下調25個基點，這或意味美國貨幣政策可能已經開始轉向，但香港的利率是否會跟隨調整尚未明朗。事實上，包括銀行體系的總結餘下降，以及基於季節性因素及新股集資的活動對港元的強勁需求等數項本地因素，均可能顯示本地利率（尤其是香港銀行同業拆息）或者不會立即跟隨美元的減息步伐。因此，該政策利率的變動於短期內對個人債務負擔的影響或者有限。

然而，若香港經濟增長疲弱的趨勢持續下去，或會對家庭收入造成不利影響，從而大幅削弱個人債務負擔能力。一項敏感度測試顯示，若個人收入下跌10%

59 償債指數上升顯示個人收入下降、利率上升或住戶取用的平均按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警個人貸款的資產質素轉差。

而其他條件不變，該指數可能會由目前的48.9水平，顯著上升至54.3。[60]因此，銀行應警惕個人債務負擔上升所帶來的風險。

無抵押個人貸款的信貸風險維持可控。於2019年第2季，按年率計的信用卡撇帳比率略為上升至1.52%，拖欠比率於2019年6月底微升至0.23%（圖5.16）。此外，破產申請個案的數目略為上升，但仍處於相對較低的水平。

圖5.16
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案

資料來源：破產管理署及金管局。

公司貸款[61]

本地公司貸款（包括貿易融資）於2018年下半年下降1.5%後，於2019年上半年回升3.6%。按行業分析，電力及氣體燃料行業的貸款顯著反彈（圖5.17）。貿易融資在2019年第1季也有強勁增長，但其增長勢頭於第2季由於中美貿易糾紛進一步升級而呈現放緩跡象。

圖5.17
個別行業的本地企業貸款增長

註：由2018年12月起，在香港／在香港境外使用的貸款的數字已作出重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。所報告的2019年上半年的6個月變動百分比，是根據重新分類的貸款數據計算，而2018年下半年的6個月變動百分比，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。

資料來源：金管局。

至於中小企的金融中介情況，2019年第2季就中小企貸款狀況需求層面的調查[62]顯示，中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感與6個月前相比大致保持穩定（圖5.18）。81%受訪者認為銀行貸款批核的取態「沒有分別」或「較容易」，19%受訪者認為銀

60 個人收入下跌10%的假設與亞洲金融危機期間出現的衝擊相若。

61 不包括銀行同業貸款。於2019年第2季，公司貸款佔本地貸款的比例為69.1%。

62 調查按季進行，每次涵蓋約2,500間不同行業的中小企。

行的有關取態「較困難」，情況與前一季大致相近。與2019年第1季相比，在已獲批貸款的受訪者中，認為銀行的有關取態收緊的中小企所佔比例較少（圖5.19）。

圖5.18
中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感（較6個月前的改變）

資料來源：金管局。

圖5.19
中小企表示銀行就已批出貸款取態的改變

註：僅包括已獲批貸款的受訪者。
資料來源：金管局。

在全球金融危機後推出的《巴塞爾協定三》監管改革，以及香港按揭證券有限公司推出的中小企融資擔保計劃，或會對香港中小企的信貸狀況造成明顯影響。專題5以實證分析，評估上述措施在銀行貸款供應方面對香港中小企的影響。評估結果顯示，儘管《巴塞爾協定三》訂定更嚴格的規管要求，但香港銀行對中小企的貸款供應並無出現持續的負面影響，原因可能與其雄厚資本及流動性狀況有關。與此同時，評估結果亦顯示公營機構推出的貸款擔保計劃能有效減輕中小企面對的融資困難。

有初步跡象顯示公司貸款的信貸風險可能略為上升。具體而言，Altman的Z得分（一個以會計數據為基礎的非金融公司行業信貸風險指標）最新分數顯示中位數及第75百分位數均稍微下跌，反映這些企業的財務狀況略為轉差（圖5.20）。

此外，加權平均負債與股東權益比率（衡量企業槓桿的指標）由2017年的64%（圖5.22的綠線）輕微上升至2018年的65%，而該上升主要由本地公司槓桿所推動。然而，有初步跡象顯示非本地公司的狀況有改善，因為其平均槓桿比率由2017年的最高位83%回落至2018年的80%（圖5.21的紅線）。

儘管企業槓桿有所上升，加權平均利息覆蓋率顯示整體公司的償債能力有輕微改善（圖5.22的綠線）。該比率的上升主要為非本地公司的利息覆蓋率改善所帶動。相對而言，本地公司的加權平均利息覆蓋率則稍為下跌。

圖 5.20
香港非金融類上市公司的 Altman 的 Z 得分

註：
1. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。
2. 所有數字以截至 2019 年 8 月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖 5.21
香港非金融類上市公司的槓桿比率

註：
1. 加權平均數。
2. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率，數值越高表示槓桿越高。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至 2019 年 8 月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖 5.22
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率

註：
1. 加權平均數。
2. 利息覆蓋率按息稅前利潤除以利息支出總額計算。數值下降表示債務負擔能力轉差。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至 2019 年 8 月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

展望未來，鑑於中美貿易糾紛進一步升級，加上全球經濟下行風險上升，這可能對企業的基本因素產生不利影響，從而影響其償債能力。因此，銀行應審慎管理其公司貸款的信用風險。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

銀行業的中國內地相關貸款總額於 2019 年上半年恢復增長。於 2019 年 6 月底，內地相關貸款總額由 2018 年底的 42,510 億港元（佔總資產的 16.1%）增加 7.5% 至 45,680 億港元[63]（佔總資產的 17.1%）（表 5.C）。其中貿易融資貸款於 2019 年 6 月底較 6 個月前顯著回升 29.3%。其他非銀行類客戶風險承擔則增長 7.9% 至 15,070 億港元（表 5.D）。

63 在 2019 年 6 月，一間銀行將其內地分行的擁有權，內部轉讓至其在本地註冊的香港辦事處帳下。因此，2019 年上半年中國內地相關貸款總額增長有大約三分之一是反映了是次轉讓。扣除是次轉讓擁有權的作用，中國內地相關貸款總額在此期間的增幅則為 4.9%。

表 5.C
中國內地相關貸款

十億港元	2018年9月	2018年12月	2019年3月	2019年6月
中國內地相關貸款	4,321	4,251	4,415	4,568
中國內地相關貸款（不包括貿易融資）	4,010	3,987	4,103	4,227
貿易融資	311	264	312	341
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,860	1,800	1,873	1,897
本地註冊認可機構*	1,832	1,828	1,896	1,920
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	629	622	646	750
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,734	1,690	1,811	1,858
中國內地民營企業	1,211	1,203	1,230	1,276
非中國內地企業	1,377	1,358	1,375	1,433

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入賬的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

表 5.D
其他非銀行類客戶風險承擔

十億港元	2018年9月	2018年12月	2019年3月	2019年6月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	956	977	1,039	1,068
資產負債表外的風險承擔	430	420	409	439
總計	**1,386**	**1,397**	**1,448**	**1,507**

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

所有認可機構的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率[64]由2018年底的0.55%上升至2019年6月底的0.70%。儘管資產質素有所下降，但該比率仍低於2016年3月所錄得的近期高位0.89%，故此相關的信貸風險應屬可控。

同此同時，一項根據市場資料計算並具前瞻性的指標顯示，內地企業的違約風險稍微改善。違約距離指數[65]於2019年第1季由2018年11月的近期低位反彈（圖5.23），部份反映內地股市表現強勁。然而，自5月初以來，違約風險較高的公司組別，其指數呈現初步轉差跡象，可能反映市場參與者對中美貿易糾紛於短期內解決的看法轉淡。

圖 5.23
內地企業的違約距離指數

註：違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

鑒於內地經濟的下行風險以及中美貿易糾紛進一步升級，銀行應對其內地相關貸款的信貸風險管理保持警惕。

64 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

65 違約距離是根據市場資料計算的違約風險指標，基礎是來自R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波幅及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

信貸風險宏觀壓力測試[66]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖5.24使用截至2019年第2季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊下[67]，零售銀行於2021年第2季的模擬信貸虧損比率。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的信貸虧損比率（置信水平為99.9%）介乎1.35%（利率衝擊）至2.87%（香港本地生產總值衝擊）之間，幅度雖然顯著，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%的估算貸款虧損。

圖5.24
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值[1]

註：
1. 有關評估將2019年第2季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境下的信貸虧損分布。
2. 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情境：
   香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2019年第3季至2020年第2季連續4季各自分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。
   物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2019年第3季至2020年第2季連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。
   利率衝擊：實質利率（香港銀行同業拆息）於第1個季度（即2019年第3季）上升300基點，於第2及3個季度保持不變，於第4個季度（即2020年第2季）則再上升300基點。
   中國內地國內生產總值衝擊：年度實質國內生產總值按年增長率於1年內放緩至4%。

資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 系統性風險

鑒於全球經濟下行風險上升、中美貿易糾紛進一步升級、本地近期的社會事件、部份主要央行採取貨幣寬鬆措施的時機及規模變得不明朗，加上地緣政治風險上升，香港銀行業將面臨多重挑戰。

儘管中美貿易談判在6月舉行G20峰會後重新展開，但於8月初卻呈現貿易糾紛進一步升級的跡象。若世界兩大經濟體的貿易衝突加劇，會對營商信心及企業的財務狀況產生不利影響，而在這兩個經濟體中有顯

66 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，該模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

67 除中國內地國內生產總值衝擊外，有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

著業務的企業更會首當其衝。加上全球經濟狀況疲弱，兩項因素的結合可能令企業的償債能力面臨考驗，而鑑於企業槓桿水平近年亦持續上升，這亦會對銀行的信貸風險管理構成壓力。

由於全球經濟下行風險上升，部份主要先進經濟體的央行已表明或已採取貨幣寬鬆措施。然而，由於貨幣寬鬆措施取決於未來的經濟發展前景，採取有關措施的時機及規模仍然未明朗。因此，任何突然的貨幣措施變動或會令市場快速重新調整利率預期，從而加劇本港利率的波動。

在大西洋彼岸，與英國脱歐有關的地緣政治風險仍應受到密切監察。由於英國政治就此議題處於僵局狀況，這導致英國脱歐的結果仍然相當不明朗。鑒於英國銀行體系在傳輸國際銀行資金流方面擔當極為重要的角色，且香港與英國兩地銀行業聯繫緊密，倘若因「無協議」脱歐導致的震盪大於預期，來自英國的跨境銀行資金流便會突然轉變，由此引致的溢出效應風險可能會對本港銀行業造成明顯影響。[68]

儘管如此，回顧期內銀行同業資金狀況並無明顯轉差的跡象。3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差[69]（為反映短期美元融資市場中系統流動性風險的常用指標）大致維持穩定（圖5.25）。

圖5.25
3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差

資料來源：彭博。

香港的逆週期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際協定的《巴塞爾協定三》標準的一部份，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。香港一直透過分階段實施安排按《巴塞爾協定三》的實施時間表逐步實施CCyB，而CCyB已於2019年1月1日全面實施。[70]

[68] 於2019年6月底，香港銀行業持有英國銀行的對外債權，佔該行業於境外持有的對外債權總額8%。

[69] 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部份與每日隔夜利率指數掛鈎。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差額進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動性風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動性風險溢價應該很小。因此，倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動性風險。

[70] 在《巴塞爾協定三》分階段實施安排下，2016年1月1日開始實施的CCyB比率的上限為0.625%，其後每年加0.625個百分點，直至2019年1月1日達到2.5%為止。

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標（表5.E），包括「緩衝資本參考指引」（根據信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距，為CCyB比率提供指引的衡量標準）[71]。根據2019年第1季數據計算的最新緩衝資本參考指引略低於2%，顯示CCyB為1.75%，低於當前比率。[72]這主要是由於近期的信貸與本地生產總值差距，由上一季度的逾12%收窄至約9%，反映近期的貸款增長放緩。然而，物業價格與租金差距再次擴大，反映近期的住宅物業價格回升。

然而，釐定CCyB比率並非機械式的過程，金融管理專員在考慮香港的系統性風險有否增加時，除根據緩衝資本參考指引外，還會參考多項指示引。[73]在這次釐定CCyB比率的情況中，有關指標表明香港信貸過度增長所帶來的系統性風險並未減退。置業負擔能力依然較差，家庭負債佔本地生產總值比率升上新高。因此，金融管理專員認為現階段CCyB比率應維持於2.5%。

表5.E
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2018年第4季	2019年4月15日	2019年7月9日
經發布CCyB比率		2.5%	2.5%
生效日期		15/04/2019	09/07/2019
緩衝資本參考指引	2.5%	0.9%	2.0%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.2%
物業緩衝資本指引	2.5%	0.3%	1.5%
綜合CCyB指引	2.5%	0.9%	2.0%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	9.8%	12.5%	9.1%
物業價格／租金差距	10.0%	2.8%	6.7%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率與無風險利率指標的息差*（百分點）	0.42%	0.23%	0.22%
特定分類貸款比率季度變動（百分點）	0.01%	-0.04%	0.02%

註：

1. 各項CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發布日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據（有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1）。如果有CCyB發布，發布日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發布，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。
2. *金管局已檢討適當的無風險利率指標（先前定為「3個月隔夜指數掉期利率」），並決定將銀行同業風險息差的定義修訂為3個月香港銀行同業拆息與3個月外匯基金票據收益率的息差，此修訂自2017年4月起生效。

資料來源：金管局。

表5.F載列銀行業的主要表現指標。

71 信貸與本地生產總值差距即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，而物業價格與租金差距即住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

72 根據金管局《監管政策手冊》單元CA-B-1第3.2.5節，CCyB比率會以25基點的倍數表示（不作四捨五入）。因此，緩衝資本參考指引會發放以25基點的倍數將現有CCyB調高或調低的訊息。

73 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

表 5.F
銀行業的主要表現指標[1](%)

	6/2018	3/2019	6/2019
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2](季度平均數)	1.23	1.29	2.04
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	1.68	1.74	2.11
最優惠貸款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	3.77	3.83	3.09
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	3.32	3.38	3.01
綜合利率[4,5]	0.62	0.82	0.95
		所有認可機構	
資產負債表狀況[6]			
存款總額	0.4	1.3	0.4
港元	0.5	2.4	1.1
外幣	0.2	0.1	–0.4
貸款總額	1.6	2.3	1.8
本地貸款[7]	1.7	2.2	2.3
在香港境外使用的貸款[8]	1.4	2.7	0.8
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	–2.5	–4.1	1.1
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	1.1	3.9	1.1
資產質素			
佔貸款總額百分比[9]			
合格貸款	98.07	98.17	98.15
需要關注貸款	1.31	1.28	1.29
特定分類貸款[10](總額)	0.61	0.56	0.56
特定分類貸款(淨額)[11]	0.32	0.28	0.25
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.40	0.41	0.39
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額)[12]	0.62	0.63	0.70
流動性比率(綜合)			
流動性覆蓋比率 — 適用於第1類機構(季度平均數)	156.4	162.4	152.8
流動性維持比率 — 適用於第2類機構(季度平均數)	51.3	54.7	54.6
穩定資金淨額比率 — 適用於第1類機構	132.5	132.7	132.1
核心資金比率 — 適用於第2A類機構	127.3	134.1	135.8
		零售銀行	
盈利			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率(有關年度截至該月止以年率計)	0.02	0.04	0.05
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	1.57	1.58	1.62
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	37.3	38.4	38.0
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.02	0.02	0.02
信用卡貸款			
拖欠比率	0.22	0.21	0.23
撇帳率 — 按季年率計	1.65	1.52	1.58
— 有關年度截至該月止以年率計	1.60	1.52	1.52
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率(綜合)			
普通股權一級資本比率	15.3	16.1	16.3
一級資本比率	16.8	18.0	18.2
總資本比率	19.4	20.4	20.6
槓桿比率	7.6	8.1	8.1

註:
1. 除非另有說明,否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率,這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具,以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網頁。
5. 2019年6月起,綜合利率已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此有關數字不能直接與以往月份的數字相比。
6. 季度變動。
7. 在香港使用的貸款及貿易融資。
8. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
9. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
10. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
11. 已扣除特殊準備金/個別減值準備。
12. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

專題5
評估銀行監管改革和貸款擔保計劃對中小企貸款的影響

引言

中小企在香港經濟中有著重要的地位。於2018年底，中小企僱員就佔了私營機構就業總人數的一半以上。觀察證據顯示，雖然多數香港中小企主要依靠內部融資，但銀行信貸仍是它們最重要的外部資金來源。因此，中小企的銀行信貸狀況可能對中小企及整體經濟的表現有重大的影響。

自全球金融危機後，有兩項重要措施可能會對香港中小企的銀行信貸產生明顯影響，包括《巴塞爾協定三》監管改革和香港按揭證券有限公司推出的中小企融資擔保計劃[74]。一方面，《巴塞爾協定三》下更嚴格的資本要求，可能會對銀行的中小企貸款甚至整體貸款業務產生負面影響。[75]另一方面，中小企融資擔保計劃有助降低銀行在中小企貸款業務中面對的信貸風險，為銀行提供較大誘因向中小企批出貸款。鑑於兩項重要措施對中小企貸款的作用可能互相抵銷，因此，評估自全球金融危機後香港中小企的信貸狀況的變化便十分重要。本專題以實證方法衡量上述兩項措施對銀行香港中小企貸款供應的影響，以加深我們對這兩項重要措施的整體效果的理解。

實證模型及數據

我們用於評估《巴塞爾協定三》監管改革對中小企貸款影響的方法，乃基於金融穩定理事會轄下評估金融監管改革對中小企融資影響的工作小組所制定的計量經濟模型。[76]簡單而言，評估採用雙重差分模型來闡釋銀行中小企貸款的季度增長，並在這模型中設定一個虛擬變數以區分監管改革前和監管改革後兩個時期。[77]該模型進一步假設在監管改革後，受監管改革影響較大的銀行組別（即實驗組）的中小企貸款的平均增長率，與其他銀行組別（即對照組）的對應平均增長率有所差異。銀行組別之間的橫向差異，可被視為監管改革所帶來的影響。我們亦可以透過調整上述模型的設定，來檢測監管改革的影響是屬於持續性還是暫時性。

我們應用這模型設定來評估《巴塞爾協定三》中數項監管改革的影響，包括風險為本資本規定、流動性覆蓋比率規定和具本地系統重要性銀行規定。[78]在評估上述每項監管改革的影響時，我們分別採用特定的銀行資產負債表變數（即暴露變數）來識別「較受影響的銀行」組別樣本。例如，在評估風險為本資本規定的影響時，「較受影響的銀行」是指那些在監管改革前時期，其平均一級資本與風險加權資產比率，低於所有樣本銀行中最低四分位數的銀行。這假設了資本充足

74 詳情可參閱http://www.hkmc.com.hk/chi/our_business/sme_financing_guarantee_scheme.html。

75 具體而言，在《巴塞爾協定三》更嚴格的資本要求的背景下，由於對中小企貸款的資本要求可能高於對其他非中小企公司貸款的要求，這可能會促使資本充足率較低之銀行轉離中小企貸款業務，而傾向提供貸款予非中小企公司。

76 該工作小組由包括香港在內的16個地區的代表組成，其諮詢報告（英文版本）可在以下網頁下載：https://www.fsb.org/2019/06/fsb-publishes-consultation-on-sme-financing-evaluation。

77 監管改革前時期和對應的監管改革後時期以香港公布監管改革的日期作分界基準。

78 由於槓桿比率規定及穩定資金淨額比率規定於最近才在香港實行，界定為監管改革後時期的樣本數量可能太少而不足以讓我們獲得可靠的估算，因此本評估並無包括這兩項監管要求。

率較低之銀行通常會較其他銀行更受風險為本資本的監管改革所影響。表B5.A概括了該模型的主要特徵，亦包括所評估的各項監管改革所對應暴露變數的定義。

表B5.A
模型的主要特徵

用於評估監管改革影響的模型設定

因變數 =
a (區別監管改革前時期／後時期的虛擬變數) * 虛擬變數 (暴露變數) +*
*b*銀行特徵的控制變數 +*
銀行固定效應 + 時間固定效應 + 誤差

就風險為本資本規定和流動性覆蓋比率規定而言，若某樣本銀行的暴露變數低於所有樣本銀行中的最低四分位數：
虛擬變數 (暴露變數) =1

監管改革	暴露變數
風險為本資本規定	一級資本／風險加權資產
流動性覆蓋比率規定	(現金 + 外匯基金欠款 + 政府短期債券、票據及債券) / 總資產
具本地系統重要性銀行規定	被識別為本地系統重要性銀行的銀行

本模型加入了銀行固定效應及多項銀行資產負債表變數，以控制銀行間的差異。此外，本模型還加入了時間固定效應，以反映貸款需求及其他隨時間變化的共同因素的影響。[79]

除了評估對中小企貸款的影響外，本分析亦考慮了兩個額外的因變數，分別是公司貸款(包括中小企貸款)總額的季度增長和中小企貸款佔公司貸款總額的比例。這些額外的估算結果可以更全面地反映銀行貸款業務整體狀況，亦可作為上述模型結果的穩健性檢測。

評估中使用的數據主要來自香港銀行向金管局提交的銀行監管申報表。中小企貸款和公司貸款的數據均來自《資本充足比率申報表》。前者指銀行根據內部評級基準計算法申報的資產負債表內對中小企和小型企業的風險承擔數額，及其根據標準(信用風險)計算法(標準計算法)申報的小型企業合資格風險承擔數額的總和。[80]公司貸款則是指上文定義的中小企貸款，與銀行分別根據內部評級基準和標準計算法計算對所有其他公司風險承擔數額的總和。

其他銀行資產負債表變數則來自多份銀行申報表。[81]這些變數包括銀行規模(按總資產的自然對數計算)、貸款與資產比率、貸存比率、流動資產[82]與總資產的比率、特定分類貸款總比率、一級資本與風險加權資產的比率、資產回報率和一級資本與總資產的比率。估算數據集包括在本港註冊的19家持牌銀行，時間涵蓋2010年第1季至2018年第3季。

銀行監管改革影響的實證研究結果

我們首先討論來自風險為本資本改革的影響。評估得出的實證研究結果可以概括為以下三點。首先，在實施風險為本資本改革後，資本充足率較低之銀行的中小企貸款增長與其他銀行作比較時，並沒有發現統計上顯著的差異。其次，在實施同一監管改革後的首兩年，資本充足率較低之銀行的公司貸款總額的增長率較其他銀行高出約2.5個百分點(圖B5.1)。綜合這兩項研究結果表示，在實施上述的監管改革後，資本充

79 時間固定效應可能反映了中小企融資擔保計劃的影響(將於下文討論)。

80 就內部評級基準計算法而言，中小企指年收入等於或小於5億港元的企業；小型企業則指銀行對其風險承擔總額低於1,000萬港元的企業。

81 包括《資產及負債申報表》、《資本充足比率申報表》、《貸款、墊款及準備金分析季報》以及《現年度損益帳目申報表》。

82 流動資產指現金、外匯基金欠款，以及政府短期債券、票據及債券。

足率較低之銀行會調整其公司貸款組合，轉為傾向提供貸款予非中小企公司，這亦符合經濟學上的預期。然而，結果亦顯示監管改革帶來的貸款組合調整作用僅是暫時性的。最後，資本充足率較低之銀行的中小企貸款佔公司總貸款的比例，會較其他銀行的減少約1.4個百分點，而此估算差異在統計上是顯著的，並與上述兩項調查結果一致。

圖 B5.1
風險為本資本改革對公司貸款總額增長的估算影響

我們應用相同的模型分別對上述其他監管改革作估算。然而，估算結果顯示，其他監管改革並沒有對中小企貸款和公司貸款產生任何統計上顯著的暫時性或持續性影響。

中小企融資擔保計劃影響的實證研究結果

在討論有關香港按揭證券有限公司推出的中小企融資擔保計劃所產生影響的實證研究結果前，我們想先討論該計劃的兩個特徵，而它們足以左右我們如何選擇用於評估影響的實證研究方法。首先，該計劃於2011年推出，隨後在2012年、2016年和2018年均發布了修訂（參閱表B5.B）。[83]由於該計劃的推出時間和首兩項修訂發布期均處於樣本期間內，這使得評估中小企融資擔保計劃的影響可行。

其次，該計劃普遍獲得香港銀行業的正面回應。實際上，本研究的所有樣本銀行均有參與該計劃。因此，除非可以找到合適的暴露變數以區分實驗組和對照組銀行，否則我們難以使用與之前估算相同的方法，在實證上辨認中小企融資擔保計劃的橫向效應。在此情況下，我們並沒有理想的暴露變數可供使用。

表 B5.B
香港按揭證券有限公司的中小企融資擔保計劃及其修訂

生效日期	2011年1月1日	2012年5月31日	2016年6月1日	2018年11月19日
擔保成數上限	70%	80%		
擔保費年率上限	4.2%	1.44%	1.3%	0.65%
擔保費年率下限	0.5%		沒有下限	
貸款額上限（百萬港元）	12			15
擔保金額上限（百萬港元）	8.4	9.6		12
貸款擔保期上限	5年			7年

資料來源：香港按揭證券有限公司。

83 該計劃旨在協助中小企從參與計劃的貸款機構取得融資以應付業務需要，並在急速轉變的營商環境中提升生產力和競爭力。目前的計劃在2022年6月底之前仍然有效。

考慮到這些因素，我們決定估算中小企融資擔保計劃對銀行業的平均影響。為此，我們先從上述研究風險為本資本改革對中小企貸款影響的模型中，抽取其估算的時間固定效應，並應用時間序列模型來闡釋該時間固定效應的變化。我們選擇研究經估算得出的時間固定效應，是由於該固定效應反映了銀行間隨時間變化的共同因素的影響。理論上，倘若中小企融資擔保計劃在銀行間產生顯著的同質性效應，我們便能利用估算的時間固定效應辨別出該計劃及其他普遍宏觀經濟因素的影響。

我們在該模型中加入了五項解釋變數，其中包括了自2011年第1季起取值為1（否則為0）的虛擬變數，以反映推出中小企融資擔保計劃的影響，以及一個階梯變數以反映後續兩次修訂的影響。[84]基於中小企貸款需求會隨時間而變化，模型亦加入兩個宏觀經濟變數（實質本地生產總值增長率和3個月香港銀行同業拆息）作為控制變數。最後，模型加入一個虛擬變數，該變數在風險為本資本改革公布之後取值為1，否則為0，用於反映風險為本資本改革對銀行產生的潛在同質效應。

估計結果（表B5.C）顯示，推出中小企融資擔保計劃顯著提升了中小企貸款的供應，以致中小企貸款的季度增長率平均增加了7個百分點。

表B5.C
中小企融資擔保計劃影響的估計結果

解釋變數	風險為本資本模型中時間固定效應的估計
推出中小企融資擔保計劃	7.056***
中小企融資擔保計劃修訂	-1.073
實質本地生產總值增長	1.668***
3個月香港銀行同業拆息	-2.466
風險為本資本改革公布	-3.845
R^2	0.551
樣本數目	35

註：***、**、*表示估計系數分別有1%、5%及10%的統計顯著水平。其中的假設檢定使用穩健標準誤差計算。

結論

分析發現，《巴塞爾協定三》下更嚴格的監管要求對香港銀行向中小企的貸款供應並無產生持續性的負面影響。[85]這可能是由於香港銀行業普遍上具有穩健的資本及充裕的流動性狀況。分析亦發現公營機構推出的貸款擔保計劃能有效減輕中小企面對的融資困難。總括而言，儘管上述兩項在全球金融危機後推出的重要措施對中小企貸款的影響可能會互相抵銷，分析結果顯示他們合共對香港中小企的信貸狀況帶來正面的淨影響。然而，鑑於最近本地經濟環境轉差，而中小企容易受融資衝擊所影響，我們仍須密切監測中小企的信貸狀況。

84 此階梯變數在2012年第1季前的初始值為0，於2012年第2季至2016年第1季期間的值為1，之後的值為2，分別反映2012年和2016年的兩項修訂。

85 值得注意的是，此專題研究主要反映了《巴塞爾協定三》中較早期的監管改革措施的影響，而完整的《巴塞爾協定三》監管改革包括了一些針對企業貸款的措施。當完整的《巴塞爾協定三》監管改革實施後，我們可能需要重新檢視這一議題以探明其對中小企融資的影響。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的主要消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本（如員工及租務支出）、信貸成本及對沖成本。

兌換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兌換為外幣，或將外幣兌換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兌7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾會於

7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兌換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兌換範圍

由弱方及強方兌匯保證匯率為上下限的美元兌港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣(銀行紙幣及硬幣)與銀行體系存放在中央銀行的結餘(儲備結餘或結算餘額)的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書(作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持)、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

貨幣供應

在整個經濟體系內的貨幣總量。香港貨幣供應量的指標有3個：貨幣供應M1是指市民持有的法定貨幣(包括紙幣及硬幣)與持牌銀行客戶的活期存款。貨幣供應M2是指貨幣供應M1所包括的項目，再加上持牌銀行客戶的儲蓄及定期存款，以及由持牌銀行發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。貨幣供應M3是指貨幣供應M2所包括的項目，再加上有限制牌照銀行及接受存款公司的客戶存款，以及由這兩類機構發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

©2019 香港金融管理局
本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站 **www.hkma.gov.hk** 查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓
電話: (852) 2878 8196
傳真: (852) 2878 8197
電郵: publicenquiry@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）