

4. 貨幣及金融狀況

港元匯率自10月份以來轉強，上升動力在12月份進一步增強，更令港元匯率於近幾個月一直保持在兌換保證範圍的強方。港元的強勁需求部分來自股票相關需求，部分則由於接近年底時流動性收緊而促使港元短倉交易平倉所致。整體而言，香港外匯及貨幣市場運作繼續暢順有序。儘管在不明朗的外圍環境下，冠狀病毒疫情觸動市場情緒可能會導致資金流波動加劇，但香港具有龐大的外匯儲備及穩健的銀行體系，因此有能力承受資金外流的壓力而不致影響本港的金融穩定。

4.1 匯率及資金流

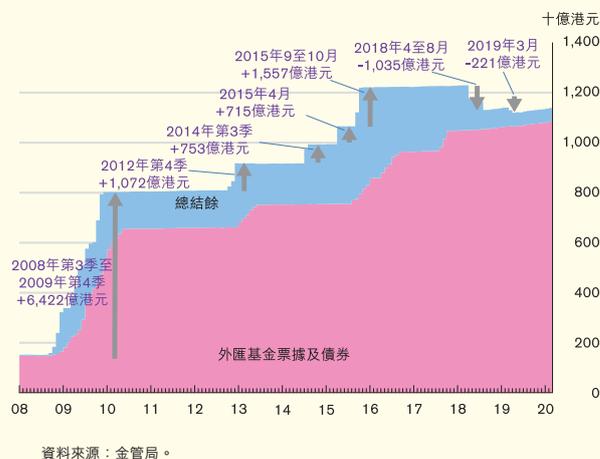
受到股票相關的港元需求（包括首次公開招股）增加所支持，港元匯率自10月中以來逐漸轉強（圖4.1）。踏入12月份，港元的上升動力進一步增強，從12月中起至2月，港元匯率一直處於兌換保證範圍的強方。港元匯率走強，部分原因是首次公開招股活動暢旺，部分則由於接近年底時流動性收緊而促使港元短倉交易平倉所致。農曆新年假期過後，流動資金狀況有所舒緩，港元匯率略為回軟，在2月28日收報7.7956。

整體而言，於回顧期內，港元交易繼續暢順有序。由於在回顧期內並未觸發強方或弱方兌換保證，總結餘維持不變，約為540億港元（圖4.2）。

圖4.1
港元匯率



圖4.2
總結餘及外匯基金票據及債券



港元的名義有效匯率指數大致跟隨美元變動，於回顧期內微升（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大致跟隨名義有效匯率指數的走勢。

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。

在衡量香港的資金流時，必須區分兩個截然不同但又相互關聯的資金流概念：(1) 港元資金流；及(2) 跨境資金流。港元資金流著重於資金流的貨幣層面，有助評估特別是在聯繫匯率制度下的貨幣穩定性。另一方面，跨境資金流著重於透過香港銀行體系，資金於地域間的流動，這有助評估香港整體金融體系的穩定性。

兩個資金流概念需要不同的監察指標。在監察港元資金流時，需要關注港元匯率及總結餘。如果公眾或投資者將其港元資產大量轉為外幣資產，對港元的需求就自然會下降，並導致港元匯率轉弱。在聯繫匯率制度下，如果港元匯率轉弱至 7.85 港元兌 1 美元的弱方兌換保證匯率，金管局就會隨時準備因應銀行要求買入港元，總結餘繼而減少。自 2019 年 4 月以來，總結餘大致維持不變，而且港元匯率最近幾個月處於兌換保證範圍的強方，因此回顧期內並未觀察到有明顯資金流出港元。

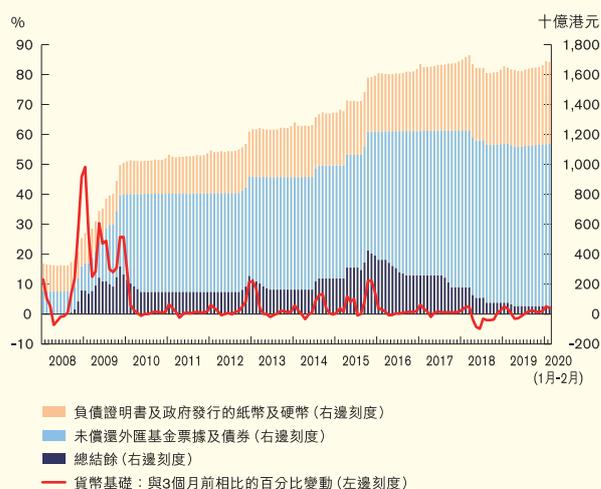
在監察跨境資金流動時，香港的銀行存款總額則是個有用的指標。當香港銀行體系有大量資金外流時，銀行存款必然減少。於回顧期內，存款總額以溫和速度增長，這顯示沒有出現明顯的跨境資金外流。⁴³

香港外匯及貨幣市場運作繼續暢順有序，這顯示冠狀病毒疫情對本港貨幣環境的影響仍然有限。不過，我們需要密切監察冠狀病毒疫情爆發帶來的風險。香港具有龐大的外匯儲備及穩健的銀行體系，金管局有能力、資源及決心應對資金外流並維持香港貨幣及金融穩定。

4.2 貨幣環境及利率

儘管外圍環境不明朗及本地經濟放緩，但回顧期內香港的貨幣環境仍相對寬鬆。港元貨幣基礎仍然龐大，自 6 月底以來上升 4.0% 至 2020 年 1 月底的 16,894 億港元（圖 4.4）。由於在此期間並未觸發兌換保證，因此總結餘大致不變，約為 540 億港元。貨幣基礎的其他組成部份，包括未償還外匯基金票據及債券、負債證明書，以及政府發行的流通紙幣及硬幣，則穩步上升。

圖 4.4
貨幣基礎的組成部份

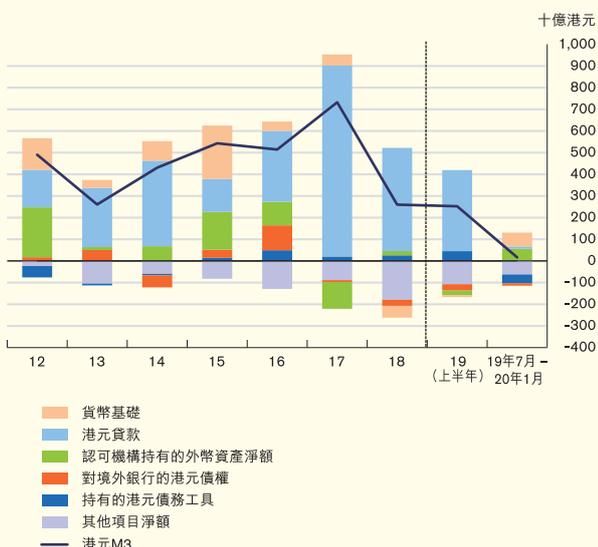


資料來源：金管局。

⁴³ 有關回顧期內香港存款增長的詳細分析，請參閱第 4.2 節。

在回顧期內，廣義的港元貨幣供應指標大致保持穩定。港元廣義貨幣供應（港元M3）在2019年上半年增長3.5%，其後在2019年6月底以來的七個月期間微升0.2%。對應資產分析顯示，港元M3自6月底以來的增長，主要反映銀行的淨外幣資產增加，以及貨幣基礎上升（經負債證明書及政府發行的流通紙幣及硬幣上升）所致（圖4.5）。自6月底以來的七個月期間，港元存款（港元M3的主要組成部分）大致維持不變（圖4.6）。在港元存款中，定期存款繼續溫和增長，部份反映港元存款利率上升。

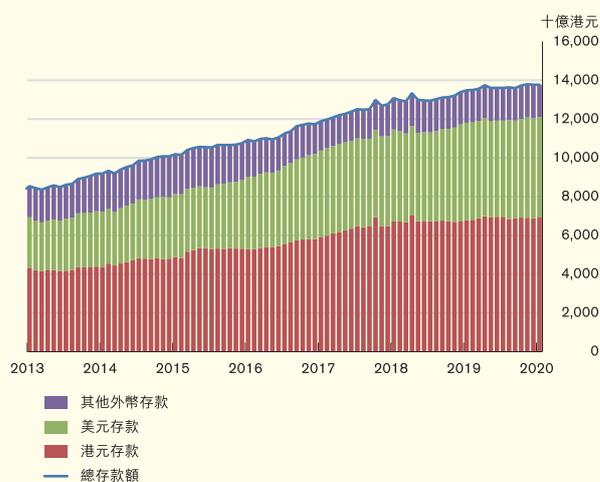
圖4.5
港元M3及對應資產變動



註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款。
資料來源：金管局職員估計數字。

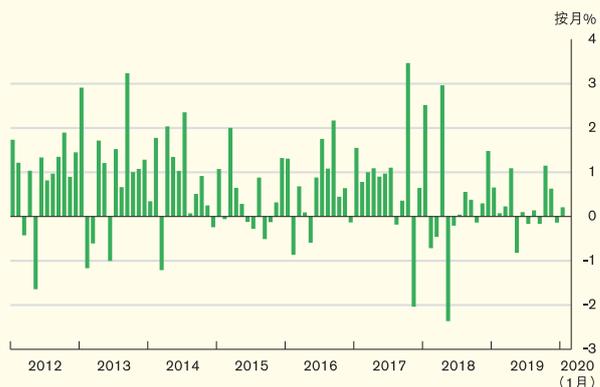
自2019年6月底以來的七個月期間，外幣存款溫和增長2.3%（圖4.6），主要由美元存款推動，於這段期間增加3.5%。其他外幣存款同期則下跌1.0%，當中人民幣存款以港元計價錄得輕微下跌。整體而言，認可機構的存款總額自6月底以來穩步增長1.2%。受存款總額增加所支持，香港的廣義貨幣供應量總額亦以相對穩定的速度上升，貨幣供應量總額M2及M3自6月底以來分別增加1.6%及1.5%（圖4.7）。由於按月貨幣統計數字或會受到各種短期因素（例如季節性與公開招股相關資金需求，以及營商與投資相關活動）影響而出現波動，因此應小心詮釋統計數字。

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)



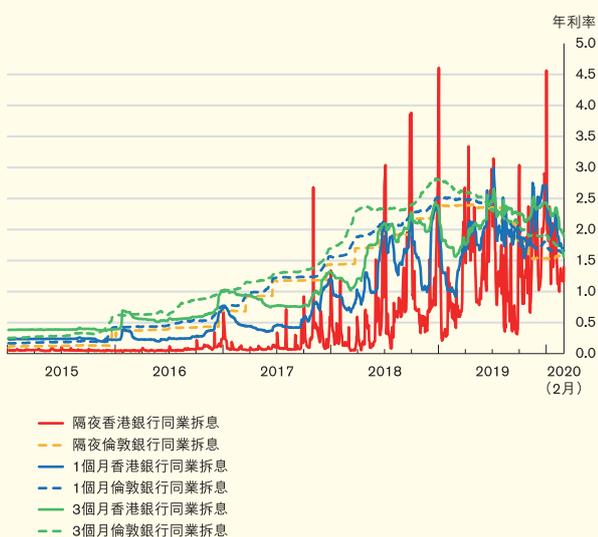
資料來源：金管局。

雖然貨幣環境保持相對寬鬆，但短期港元銀行同業拆息出現波動，反映季節性流動資金需求，以及2019年第4季以來資本市場活動增多，特別是香港股市的首次公開招股活動變得活躍，香港銀行同業隔夜拆息在10月下旬及11月中旬間出現較大波動（圖4.8）。⁴⁴於回顧期內，其他短期香港銀行同業拆息普遍上升。大型新股上市認購會對隔夜拆息造成顯著壓力，專題4以實證分析顯示，市場對未來首次公開招股活動的關注亦會影響3個月香港銀行同業拆息。若市場參與者會預先估計大型新股上市的未來截止認購日期，從

⁴⁴ 根據港交所資料，本港股市於10月和11月總共集資超過1,670億港元。

而事先準備中期資金作提前部署的話，這個情況就會出現。

圖 4.8
港元與美元銀行同業拆息



資料來源：CEIC 及金管局。

至於港元收益率曲線，它跟隨美元收益率曲線向下移。相較於 2019 年 6 月底，10 年期香港政府債券收益率下跌 60 個基點，至 2020 年 2 月 28 日的 1.04%（圖 4.9）。與此同時，3 年期香港政府債券收益率於同期下跌 50 個基點至 1.00%。

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：金管局及職員估計數字。

至於零售層面，反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率由 2019 年 7 月底的 0.94% 逐漸上升至 2020 年 1 月底的 1.01%。該上升主要反映銀行繼續調高優惠存款利率以吸納存款資金，港元加權存款利率因而上升。

於 2019 年 10 月底，美國聯邦基金利率目標範圍下調後，多間零售銀行將其最優惠貸款利率調低 12.5 個基點。因此，零售銀行的最優惠貸款利率目前處於 5.00% 至 5.50% 的範圍。按揭貸款方面，就香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款而言，主要銀行調高以最優惠貸款利率釐定的利率上限，因此 10 月份新造按揭的平均貸款利率上升至 2.63% 左右。⁴⁵ 市場上的最優惠貸款利率自 11 月以來下調，平均按揭貸款利率隨之略為下降至 2020 年 1 月的 2.53%。

因應冠狀病毒疫情對美國經濟活動構成不斷變化的風險，以及支持美國聯儲局達至其政策目標，聯儲局於 3 月 3 日（美國時間）和 3 月 15 日（美國時間）將聯邦基金利率的目標區間下調共 150 基點至 0-0.25 厘。雖然香港銀行同業拆息長遠而言跟隨美元利率變動，但短期香港銀行同業拆息或會受到可能影響港元需求的本地因素所影響，例如本港的新股上市活動。銀行體系總結餘自 2018 年 4 月以來減少，香港銀行同業拆息對於港元資金供求變化的敏感度或有所增加。但這並不代表目前 540 億港元的總結餘水平不足以應付銀行間支付結算的需求。事實上，香港的銀行同業市場一直有序運作。倘若流動性短期緊絀，銀行可以使用金管局為銀行提供的流動資金安排。

⁴⁵ 由用以計算按最優惠貸款利率釐定上限的息差收窄所反映。

離岸人民幣銀行業務

鑑於中美貿易衝突可能加劇，離岸及在岸人民幣匯率在2019年8月下旬及9月份顯著轉弱，離岸人民幣兌美元於9月2日跌至7.19的十年低位（圖4.10）。踏入10月份市場憧憬中美恢復貿易談判，人民幣貶值趨勢逆轉，離岸及在岸人民幣在第4季轉強，並在中美簽署第一階段貿易協議之後，於2020年1月中一度升穿6.9水平。不過，自1月底以來，由於冠狀病毒疫情爆發，離岸及在岸人民幣再度面臨轉弱的壓力。離岸人民幣對在岸人民幣在5月至8月大多時間呈現折讓，在2019年較後時間則大致呈現溢價，於2020年1月底折讓則短暫擴大，但兩者差價按歷史標準而言仍屬溫和。

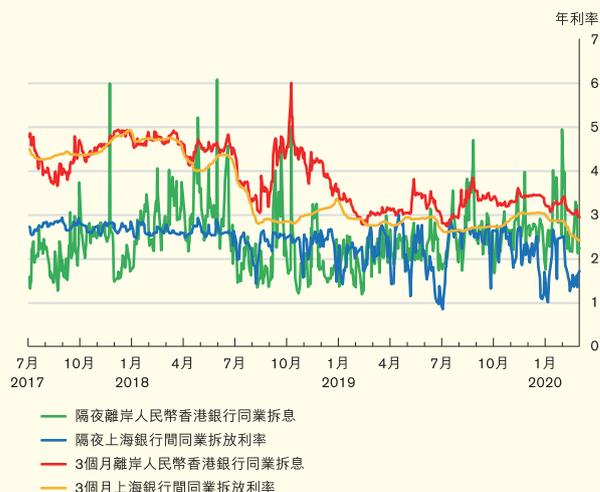
圖4.10
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

儘管人民幣匯率出現波動，離岸人民幣銀行同業市場的流動性狀況大致保持穩定。於回顧期內，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息繼續徘徊在3-4%之間（圖4.11）。隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息在8月下旬及11月下旬因為摩根士丹利國際資本(MSCI)的A股調整，及於2020年1月底靠近農曆新年假期時出現短暫波動。

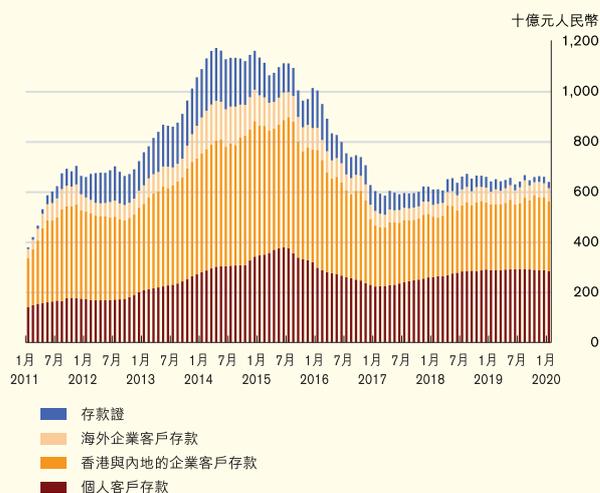
圖4.11
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC。

香港的離岸人民幣資金池在上個回顧期內輕微下跌，其後略有回升。自6月底以來的七個月期間，人民幣客戶存款及存款證餘額恢復1.5%的輕微增長，截至2020年1月底達到6,374億元人民幣（圖4.12及表4.A）。其中，人民幣客戶存款在此期間增長1.4%，主要受公司客戶存款增加所帶動。與此同時，隨著2019年第4季人民幣存款證發行量增加，存款證餘額錄得5.6%的溫和增幅，而上一個回顧期內則錄得急跌。

圖4.12
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

表 4.A
離岸人民幣銀行業務統計

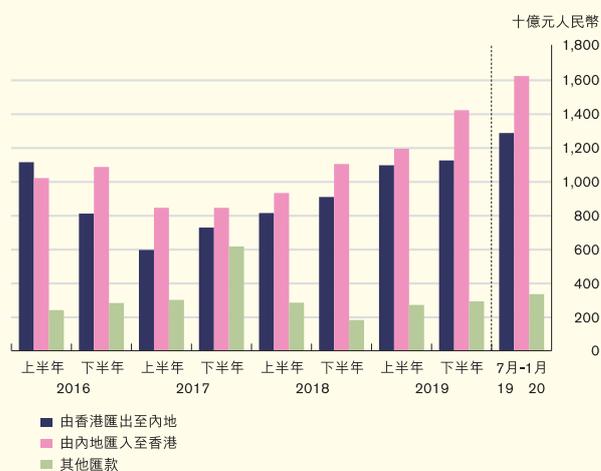
	2018年12月	2020年1月
人民幣存款及存款證(十億元人民幣)	657.7	637.4
其中：		
人民幣存款(十億元人民幣)	615.0	612.5
人民幣存款佔存款總額(%)	5.2	5.0
人民幣存款證(十億元人民幣)	42.7	24.9
未償還人民幣貸款(十億元人民幣)	105.6	161.2
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	200	203
應付海外銀行的金額(十億元人民幣)	80.4	84.5
應收海外銀行的金額(十億元人民幣)	132.8	161.1
	2018年	2019年
香港人民幣貿易結算(十億元人民幣)	4,206.2	5,376.3
其中：		
由內地匯入至香港(十億元人民幣)	2,027.0	2,604.1
由香港匯出至內地(十億元人民幣)	1,715.3	2,211.7
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)	1,010.1	1,133.9

資料來源：金管局。

隨著香港離岸人民幣資金池的穩定增長，本港的人民幣銀行貸款出現顯著反彈。自2019年6月底開始的七個月期間，人民幣銀行貸款餘額錄得45.5%的強勁增長，至2020年1月底的1,612億元人民幣。香港的人民幣貿易結算亦有所增長。自7月以來的七個月期間，本港銀行處理的交易額增長24.6%，至32,311億元人民幣，主要受到匯入香港的匯款帶動(圖4.13)。

整體而言，香港人民幣資金池為大量人民幣支付及融資中介活動提供充足支持。2019年全年，人民幣即時支付結算系統每日平均交易量保持在高位，由2018年的10,101億元人民幣上升至2019年的11,339億元人民幣。

圖 4.13
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

香港離岸人民幣市場的前景在未來一段時間將繼續受到內地宏觀金融狀況、外圍宏觀經濟環境以及中美貿易談判進展的影響。不過，本港離岸人民幣業務預期將會受惠於內地資本帳持續開放、國際投資者增加人民幣資產配置、以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下深化區域經濟金融合作。

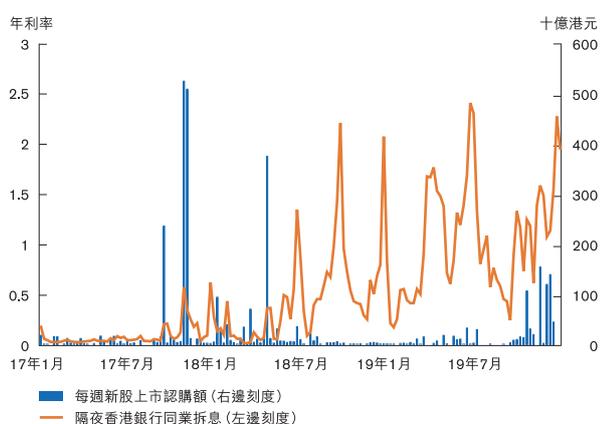
專題 4

未來首次公開招股對香港銀行同業拆息的影響

引言

香港作為領先的國際金融中心，具備完善的金融基建及國際網絡，因此能成為主要的離岸集資中心，尤其是首次公開招股方面的集資。⁴⁶ 眾所周知，大型新股上市認購會對短期香港銀行同業拆息造成顯著壓力，尤以截止認購日期前後為甚。圖 B4.1 顯示，部分隔夜香港銀行同業拆息的抽升與大型新股上市的截止認購日期脗合。⁴⁷ 然而，未來的首次公開招股（例如仍處於早期申請階段的新股）對較長期限利率的影響則較少談及。本專題以近年在認購期開始之前已廣受市場關注的大型新股為例，探討這一問題。

圖 B4.1
首次公開股招股認購額（於截止日期）與隔夜香港銀行同業拆息



註：基於每週數據。
資料來源：金管局職員估計數字。

衡量市場對未來首次公開股股招股關注度

市場參與者可能預先估計未來大型新股上市的截止認購日期，透過中期借貸作提前部署，因此，未來的新股上市可能會影響較長期的香港銀行同業拆息。舉例而言，若銀行預計在兩個半月內有大型新股上市，銀行可為審慎起見以 3 個月期融資較早獲取資金，而非在臨近截止認購日期之前才進行融資。因此，在考慮到銀行預期資金的需求及其對未來利率的預期，較長期的香港銀行同業拆息在首次公開招股認購期之前上升的情況並不少見。

為了衡量市場對未來首次公開股股招股關注度，我們點算新股上市認購期開始之前，特定關鍵詞在本地中文媒體出現的次數，透過文本分析構建「未來首次公開招股新聞」的代理指標。如果某宗新股上市消息受到傳媒廣泛報導及關注，可以想像這是一個前瞻性的信號，表示投資者對該公司趨之若鶩，促使市場參與者提前準備資金，從而推高較長期的香港銀行同業拆息。

在決定用於衡量市場關注度而最為適切的關鍵詞時，我們選用「上市申請」這一關鍵詞以反映中期而言首次公開招股認購情況。其基本原理主要基於圖 B4.2 中所示的一般上市過程時間表。正常情況下，當一間公司向香港聯合交易所（聯交所）呈交其上市申請後，會將申請版本上傳至香港交易及結算所有限公司（港交所）網站。本地傳媒很快會加以報導，有關新聞則會出現「上市申請」的關鍵詞。^{48, 49} 若申請成功，首次公開招股認購的截止日期平均為登載申請版本之後約 100 個公曆日。

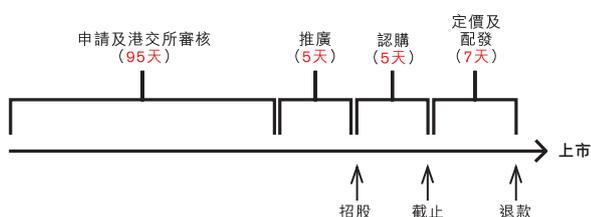
⁴⁶ 例如安永會計師事務所的《全球首次公開招股趨勢報告》指出，2019 年全年，以首次公開招股數量及集資額計算，港交所主要證券交易所名列首位。

⁴⁷ 自 2018 年 4 月觸發弱方兌換保證以來，銀行體系總結餘從一、兩年前的 2,000 多億港元水平逐步下降到目前的 540 億港元，隔夜香港銀行同業拆息對於港元資金需求變化的敏感度亦有所增加，波動性因而加劇，如圖表 B4.1 所示。

⁴⁸ 在包含關鍵詞「上市申請」的新聞中，設置布林檢索以剔除包含「證監會」、「啤殼」及「貪污」等關鍵詞的新聞，因為關於「上市申請」的某些新聞可能只涉及監管及執法事宜，而非真正與新股上市申請有關。

⁴⁹ 在某些情況下，傳媒可能會透過市場或行業得悉上市申請消息，因此會在相關資料登載之前報導公司的上市申請。

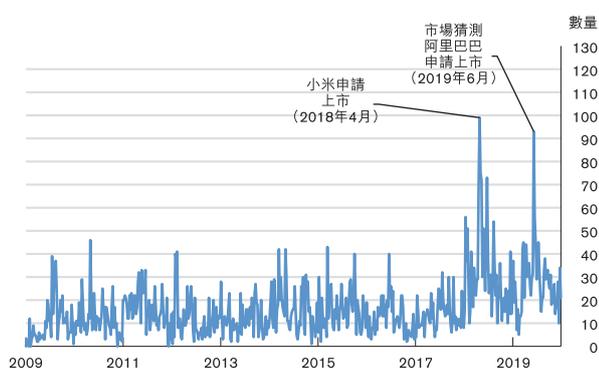
圖B4.2
在香港聯交所上市的過程



註：天數以平均值表示。
資料來源：港交所，並且包括金管局職員估計數字。

從2009年1月至2019年12月期間的新聞中，我們點算並匯總每星期新聞關鍵詞次數，並得出圖B4.3所示「未來首次公開招股新聞」按週計的時間序列。如圖所示，包含「上市申請」的新聞數量在2018年4月及2019年6月兩度急升。2018年4月出現的急升，反映小米在港交所修訂上市規則，容許公司以同股不同權方式上市之後呈交上市申請，而2019年6月出現的急升則反映市場猜測阿里巴巴可能在香港二次上市。

圖B4.3
「未來首次公開招股新聞」，基於包含「上市申請」關鍵詞的新聞數量



資料來源：金管局職員估計數字。

實證模式

我們構建以週作頻次的回歸模型，以評估這一個以新聞數量計算的代理指標如何對3個月香港銀行同業拆息變動構成影響。⁵⁰ 這個模型亦考慮影響香港銀行同

⁵⁰ 雖然3個月香港銀行同業拆息可能受到流動性問題的影響，或會影響「未來首次公開招股新聞」的經濟意義，然而我們亦將3個月香港銀行同業拆息替換為以遠期匯率引伸的3個月利率，發現實證結果仍大致有效。

業拆息變動的其他因素，包括以下提及的主要因素。⁵¹

- **美國利率**：這採用與香港銀行同業拆息相同期限的倫敦銀行美元同業拆息。在聯繫匯率制度下，香港的利率應大致追隨美國相應的利率。因此，預期美國利率將對香港銀行同業拆息構成正相關影響。⁵²
- **總結餘**：用於表示銀行業流動性的代理指標。當銀行業流動性短缺時，香港銀行同業拆息會面臨上行壓力。因此，預期總結餘對港元利率會構成負相關影響。
- **季結效應**：眾所周知，季結使香港銀行同業拆息面臨資金壓力。由於市場參與者可能在季結前一段時間早已準備資金，因此這個模型包含了幾個領先的季結虛擬變量。
- **「未來首次公開招股新聞」**：如上所述，這是用於表示未來首次公開招股市場關注度的新聞數量代理指標。若市場參與者早在大型新股實際上市之前提前融資部署資金，這會對較長期的香港銀行同業拆息構成正相關影響，而短期拆息則無甚影響（但會受其他短期流動性需求影響）。

實證結果及展示

為檢驗未來首次公開招股的市场關注度對香港銀行同業拆息的影响，圖B4.4顯示不同期限的香港銀行同業拆息，對每100則含有「上市申請」的新聞所構成的變動。如圖所示，3個月香港銀行同業拆息對未來首次公開招股新聞的反應最大。具體而言，如果某宗首次公開招股被傳媒報導100次，該模型預測3個月

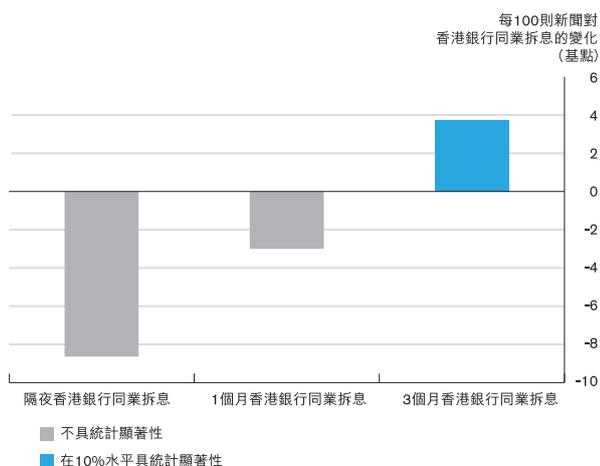
⁵¹ 該模型是Leung and Ng (2008) 在「首次公開招股活動對港元銀行同業市場的影響」(金管局研究備忘錄 11/2008) 中所用類似模型的擴展。

⁵² 該模型亦包括一個誤差修正項，以反映香港銀行同業拆息於長期而言向倫敦銀行同業拆息靠攏。這個滯後一週的誤差修正項，純粹是相同期限的香港與倫敦銀行同業拆息息差。

香港銀行同業拆息將上升3.7個基點。另一方面，這個「未來首次公開招股新聞」的指標似乎對其他短期香港銀行同業拆息無甚影響，這是由於其影響在統計上不顯著。研究結果與圖B4.2概述的典型首次公開招股過程時間表一致。

「未來首次公開招股新聞」對3個月香港銀行同業拆息構成顯著影響，這顯示市場參與者預先估計未來大型新股上市的截止認購日期，透過中期借貸作提前部署。為展示如何應用該模型追蹤新股上市活動前後的利率變動，我們以近年兩宗大型新股上市(小米和阿里巴巴)為例，對3個月香港銀行同業拆息進行歸因分析。

圖 B4.4
「未來首次公開招股新聞」對香港銀行同業拆息的估計影響

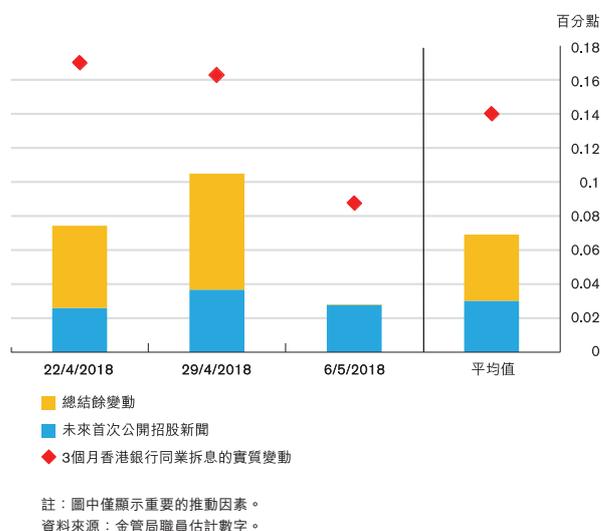


資料來源：金管局職員估計數字。

小米的個案：於2018年4月，港交所修訂上市規則，容許公司以同股不同權方式上市。其後小米向港交所呈交上市申請。小米是首家在香港以同股不同權方式上市的公司，其上市受到市場及傳媒的極大關注，這可從圖B4.3中「未來首次公開招股新聞」急升看到。與每週約10則新聞的長期平均水平相比，「未來首次公開招股新聞」的數量在2018年4月顯著地飆升，其中大多數與小米上市有關。

事實上，圖B4.5的歸因分析表明，「未來首次公開招股新聞」(藍色柱)在此期間是推高3個月香港銀行同業拆息的主要因素之一。須注意的是，其他市場因素亦起到推動作用。尤其是於2018年4月港元觸發弱方兌換保證(橙色柱)以致總結餘減少，亦為香港銀行同業拆息構成上行壓力。

圖 B4.5
於2018年4月小米申請上市期間，導致3個月香港銀行同業拆息變動的因素

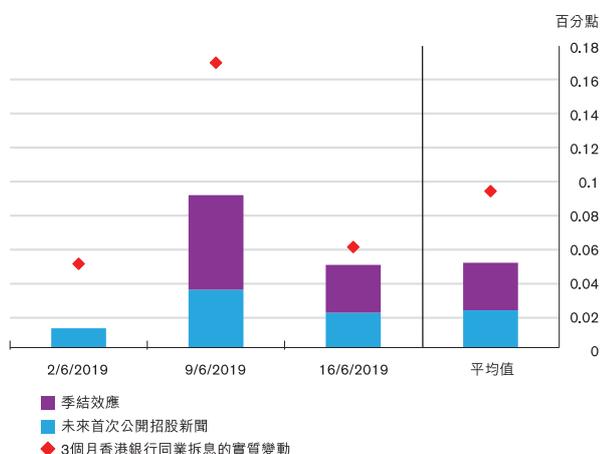


註：圖中僅顯示重要的推動因素。
資料來源：金管局職員估計數字。

阿里巴巴的個案：阿里巴巴據報於2019年6月呈交在香港二次上市的申請，當時預計將於2019年下半年上市。阿里巴巴是中國科技領域領先的企業集團，由於阿里巴巴名氣甚高且規模龐大，因此市場及傳媒關注阿里巴巴回歸中國，並預期其在香港上市。相應而言，圖B4.3所示的「未來首次公開招股新聞」數量亦在6月傳出上市消息之前就開始增多。

在圖B4.6的歸因分析中，亦能觀察到「未來首次公開招股新聞」對3個月香港銀行同業拆息有顯著的影響，顯示有關阿里巴巴可能在香港上市的新聞是推高3個月香港銀行同業拆息(藍色柱)的主要因素之一。由於阿里巴巴上市的傳聞是接近6月底，所以圖B4.6亦反映半年結的資金需求為另一個重要推動因素(紫色柱)，這是因為銀行需要準備橫跨半年結的資金。

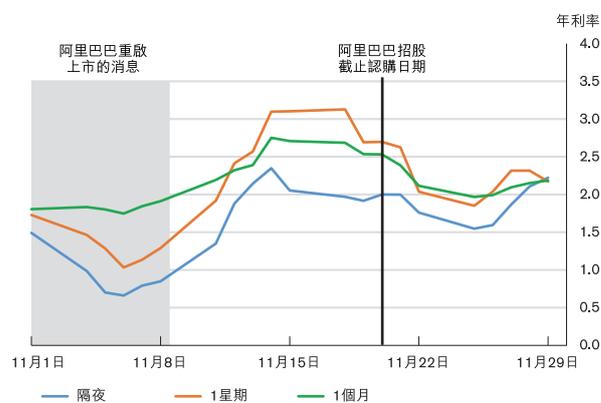
圖 B4.6
2019年6月市場預期阿里巴巴上市，導致3個月香港銀行同業拆息變動的因素



註：圖中僅顯示重要的推動因素。
資料來源：金管局職員估計數字。

儘管本專題著重分析未來首次公開招股新聞的市場關注度對中期銀行同業拆息有何影響，但必須再次指出，大型首次公開招股的確會顯著地影響短期香港銀行同業拆息。阿里巴巴在11月份迅速重啟其首次公開招股，但由於相關消息在11月第一個星期才被披露，市場參與者事先或未能作充分準備。⁵³ 隨著11月20日首次公開招股截止日期臨近，短期資金的需求顯著增加，導致較短期香港銀行同業拆息明顯上升(圖B4.7)。

圖 B4.7
2019年11月隔夜、1星期及1個月香港銀行同業拆息



資料來源：金管局及金管局職員估計數字。

結語

本專題構建了一個建基於新聞數量的代理指標，以評估市場對未來首次公開股息的關注度。以近年兩宗首次公開招股為例，實證模型進一步表明，除了影響銀行同業拆借市場的其他因素外，「未來首次公開招股新聞」亦能部分解釋3個月香港銀行同業拆息的變動。這顯示市場參與者會在未來大型首次公開招股之前積極準備資金。因此，本專題有助深入了解影響中期利率的因素以及市場參與者的流動性管理方式。

⁵³ 圖B4.3中的「未來首次公開招股新聞」數量在11月並無明顯上升。這可能是因為市場參與者早已消化阿里巴巴申請上市的消息，而在此期間對其他上市申請亦沒有特別關注。詳細翻閱新聞檔案可以發現，當時大多數關鍵詞是「上市聆訊」及「阿里巴巴路演」，而非用於構建「未來首次公開招股新聞」指標的主要關鍵詞「上市申請」。

資產市場

香港股市受惠於全球經濟前景轉好及中美貿易緊張局勢緩和，於2019年年中大幅調整後曾出現反彈，但又因冠狀病毒的爆發而急速下跌。在資金淨流出減少的情況下，港元債券市場保持穩定增長，而離岸人民幣債券市場在經歷三年的收縮之後，亦於2019年恢復增長。隨着經濟活動減弱、社會事件持續以及冠狀病毒爆發，住宅物業市場自2019年年中起大致回軟，走勢卻稍為反覆。

4.3 股市

隨着環球股市上揚，本港股市在2019年夏季大幅調整後顯著反彈，主要基於兩個原因。首先，受惠於主要央行寬鬆政策的滯後效應，全球經濟於去年最後一季的增長逐步穩定（第2.1節），避免了硬著陸。同時，雖然內地經濟進一步放緩，但其放緩步伐較預期可控。其次，中美貿易談判的成果備受市場歡迎。中美兩國成功達成共識，暫時擱置多項有爭議性的問題，避免了一場全面貿易戰的爆發，從而消除了市場最大的恐懼。於回顧期內，雖然市場情緒因地緣政治風險而波動，但不足以抵消有利形勢的積極發展。隨着冠狀病毒在回顧期末爆發，形勢急轉向下，疫症對全球經濟造成巨大衝擊。因病毒蔓延和大流行的風險加劇，全球股市暴跌，並出現巨大波動，本港股市在早前的大部份升幅亦因而消失。

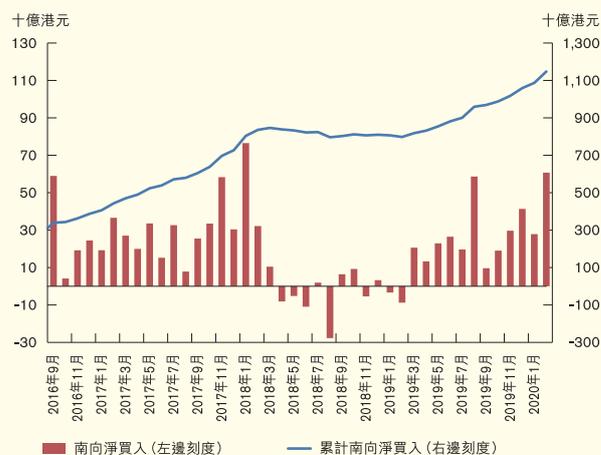
圖 4.14
香港的股票市場基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

香港的淨資金流入於回顧期末漸漸回升至正數（圖4.14）。在過去六個月，透過滬港通及深港通的南向淨買入資金額持續增長，截至2月底累計增加43.9%至11,476億港元（圖4.15）。

圖 4.15
透過股市互聯互通機制的淨流動



註：南向淨買入指滬港通及深港通淨買入的總和。
資料來源：CEIC、港交所及金管局職員估計數字。

整體而言，本地股市錄得輕微上升，表現與大部分主要市場相若。2019年9月至2020年2月，恒生指數及恒生中國企業指數（又稱H股指數）分別微升1.58%及2.17%，而摩根士丹利國際資本世界指數錄得0.12%的增幅（圖4.16）。期權引伸波幅於回顧期間大致穩定，但於期末因冠狀病毒的爆發而急升。以標準普爾500為基準的偏斜指數於回顧期內大幅上漲，反映投資者對美國股市持續的上漲感到越來越不安，

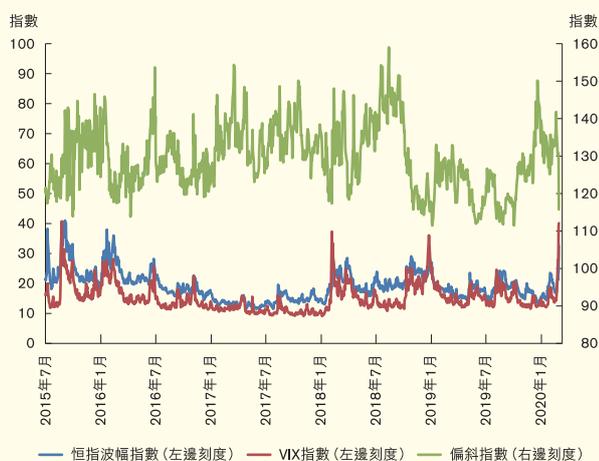
從而推高對沖下跌風險的成本(圖4.17)。⁵⁴但隨著美國股市於期末大幅調整，偏斜指數亦大幅下滑。

圖4.16
股票價格及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源：彭博。

圖4.17
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。

⁵⁴ 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。隨著偏斜升至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>。

在一級市場上，香港的首次公開招股在2019年錄得持續增長。全年共有183宗首次公開招股，籌集資金總額為3,129億港元，增長9.2%。香港交易所(港交所)的新股上市集資額亦連續第二年位居全球之冠(圖4.18)。上述增長很大程度上得益於內地一間大型資訊科技公司在港交所尋求二次上市，這主要歸功於容許雙重股權結構上市的規則修訂。受惠於雙重股權結構作為吸引更多同類型公司來港上市的重要「催化劑」，預期香港將於年內繼續引領全球首次公開招股市場。

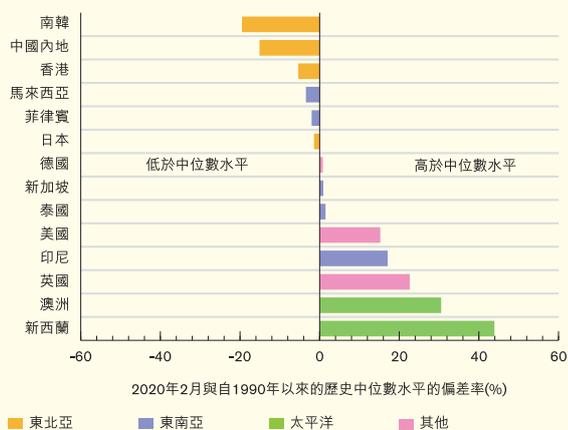
圖4.18
香港首次公開招股市場



資料來源：港交所。

展望未來，本港股市的前景充滿不明朗因素。鑒於現時內地企業佔本港股市的市值超過三分之二，本港股市的表現很大程度上取決於這些企業在冠狀病毒流行下，全球經濟大幅放緩時的表現。儘管主要央行已削減利率並隨時準備提供更多流動性支持，投資者對於貨幣寬鬆政策能否解決廠商所遇到的運作困難以及消費者所面對的實際問題存謹慎的態度。新一輪貿易談判的不明朗因素將會令情況更為複雜。新一輪貿易談判必然將重點放在更為棘手及更為敏感的問題上，包括5G技術、網絡安全及國有企業補貼。另外，國際上亦有很多不明朗的因素，包括美伊關係緊張、英國與歐盟貿易關係以及美國總統選舉。因此，儘管本港股市在估值方面仍具吸引力，在未來一段時期內市場依然會非常波動(圖4.19)。

圖 4.19
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。

圖 4.20
港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收益率

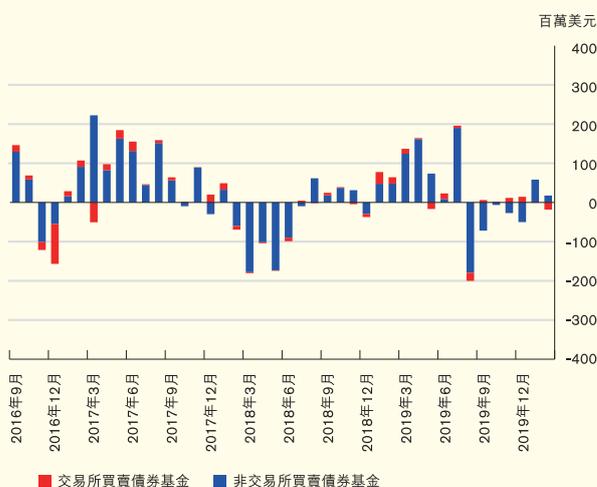


資料來源：ICE Data Indices及金管局。

4.4 債券市場

港元債券市場於2019年持續擴大，發行量穩定增長，主權及非主權債券收益率從去年9月開始顯著反彈，直至回顧期末因冠狀病毒爆發使經濟增長的風險增加才向下急速調整。早前收益率的反彈是跟隨美國國債收益率的上升，因當時市場日漸預期美聯儲並無進一步放寬貨幣政策的迫切需要（圖4.20）。由於港美主權債券的負收益率差距收窄，而其非主權債券的正收益率差距仍然顯著，國際投資者的投資取向漸漸由觀望轉為入市。相應地，年底的資金淨流出有所減少，反映市場對港元債券的需求有所增加（圖4.21）。

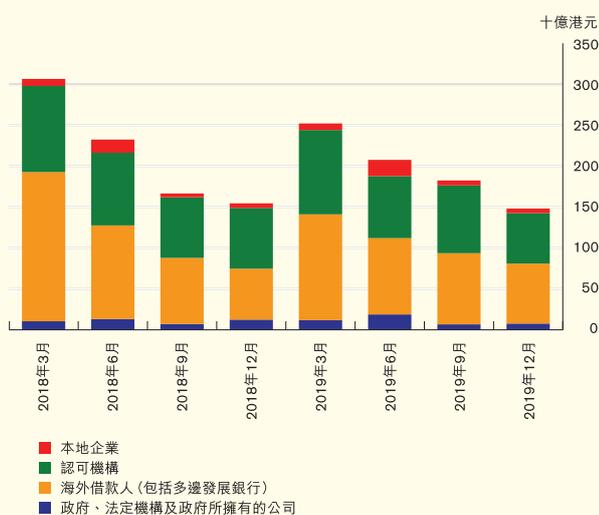
圖 4.21
交易所買賣及非交易所交易買賣的香港債券基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

港元債券新發行量在2019年按年增加2.2%至41,840億港元，主要是由於外匯基金發行量的增幅高達5.0%，多於本地私營機構及海外借款人發行量的跌幅（圖4.22）。

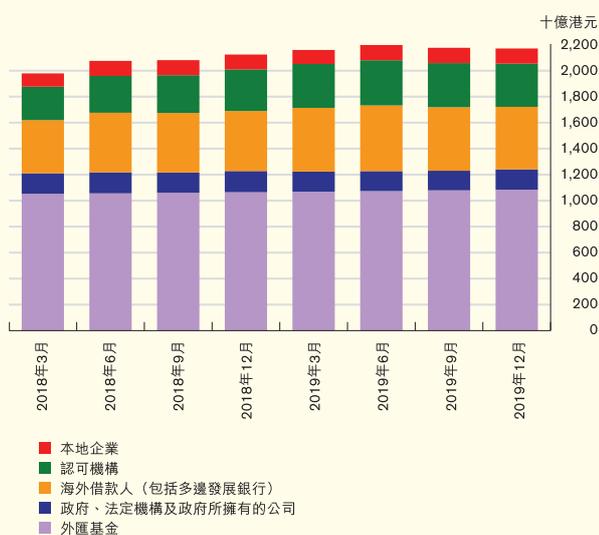
圖 4.22
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債券



資料來源：金管局。

因此，未償還港元債券金額上升，12月底達到21,659億港元（圖 4.23），按年升幅是2.2%。該金額相當於港元M3的29.1%或銀行業以港元計值資產的22.9%。其中，多邊發展銀行等海外借款人的未償還債券跟去年相比上升4.1%至4,797億港元。與此同時，本地私營機構的未償還債券亦上升3.4%至4,481億港元，源於認可機構及本地公司未償還債券的增長。

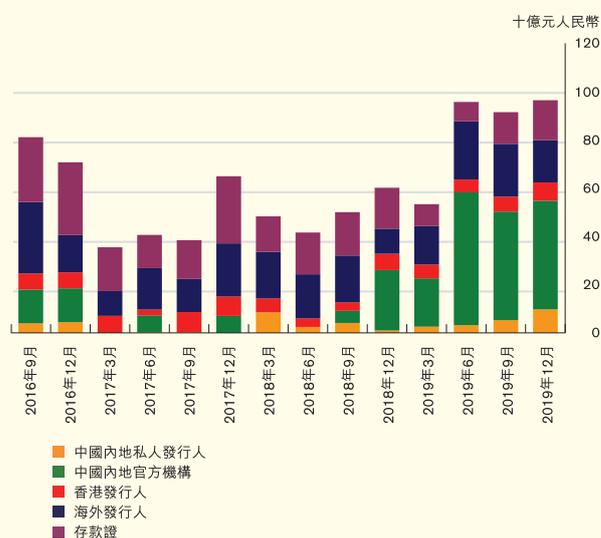
圖 4.23
未償還的港元債券



資料來源：金管局。

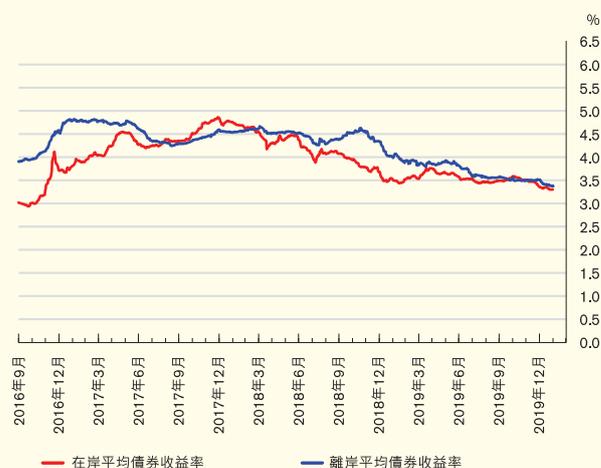
香港離岸人民幣債券市場持續擴大。2019年新發行的債券總額增長68.6%，至3,370億元人民幣，主要由內地官方機構債券發行量的攀升所帶動（圖 4.24）。除了公營部門，包括內地、香港及海外公司在內的私人發債機構發行的債券增加了21.3%，至1,250億元人民幣，足以抵消市場上發行的存款證總額下降30.2%的影響。新債券發行量增加，部分原因是回顧期內在岸與離岸的債券收益率趨於一致，因此在岸市場與離岸市場之間的資金成本差異收窄（圖 4.25）。

圖 4.24
在香港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。

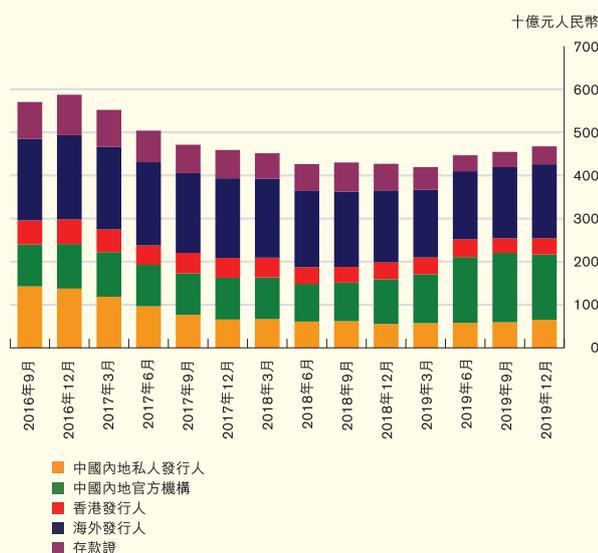
圖 4.25
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



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。

由於新發行量急劇增長，截至2019年12月底，離岸人民幣債券的未償還總額錄得9.0%的增幅，至4,680億元人民幣，扭轉了三年以來的跌幅（圖4.26）。

圖 4.26
在香港未償還的離岸人民幣債券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

鑒於冠狀病毒的爆發以及中美貿易談判，港元及離岸人民幣債券市場的短期發展前景面對相當大的不明朗因素。為了全力抗疫，內地政府採取了強力的應對措施，很多經濟活動因而停頓。內地經濟可否迅速復甦仍言之過早，因為疫情已演變成大流行。現時，儘管推行了進一步寬鬆的貨幣及財政政策，投資者卻因上述不明朗的因素而卻步。展望未來，之前受阻的長期投資項目能否因第一階段中美貿易協議而開展，關鍵亦取決於其所屬行業。受政府保護或嚴格管制的行業，尤其是被認為具有戰略意義或與科技相關的行業，仍有可能繼續面對不少的不明朗因素。在此背景下，此類借款人及貸款人將繼續在資本市場謹慎行事。因此，在可預見的將來，本港債券市場的發展仍充滿挑戰。

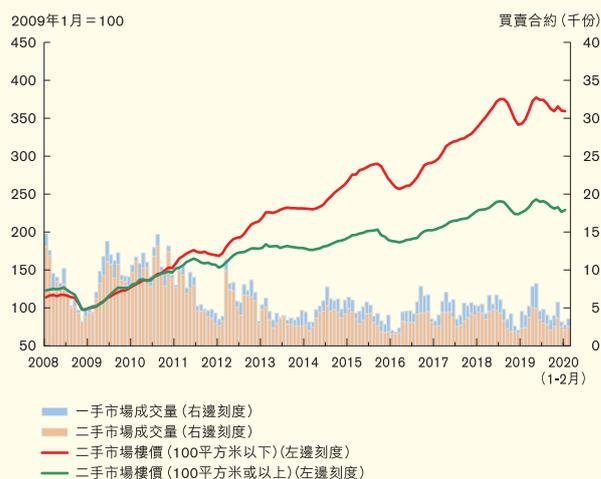
4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場自2019年年中起大致回軟，走勢卻稍為反覆。繼中美貿易摩擦再度加劇、本地社會事件及本港疲弱的經濟活動影響後，市場氣氛進一步受冠狀病毒爆發所拖累。⁵⁵ 2019年下半年住宅成交量較上半年下跌27%，平均每月成交量降至約4,200宗（圖4.27）。2020年初，農曆新年的節日效應及冠狀病毒的爆發進一步抑制樓市活動。然而，地產代理的市場數據顯示二手市場的交投量於最近數周回升。

二手市場樓價自2019年6月以來亦有所回軟。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。整體而言，樓價在6月至12月期間下跌3.8%，但2019年全年仍錄得5.4%的增長，較2018年1.9%的增幅為高（圖4.27）。近期的疫情進一步壓抑樓價。2020年3月初的中原城市領先指數較2019年年底下跌約2%。

圖 4.27
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。

⁵⁵ 儘管如此，市場氣氛在10月中旬修訂按揭保險計劃（按保計劃）後曾短暫改善。具體而言，自2019年10月16日起，按保計劃就已落成住宅物業，上調其中合資格物業的價格上限。詳情請參閱香港按揭證券有限公司公佈的《按揭保險計劃的修訂》新聞稿。

儘管樓價回軟，但置業負擔能力仍然偏緊。2019年第4季的樓價與收入比率達17.9，而1997年的峰值為14.7。此外，第4季的收入槓桿比率為80.9%，遠高於其長期平均值（圖4.28）。⁵⁶由於物業租金亦從近期8月份的高位回落，買租價差於2019年下半年仍然高企（圖4.29）。⁵⁷另一方面，住宅租金回報率維持在2.1–2.5%的低位。

圖4.28
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4.29
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。

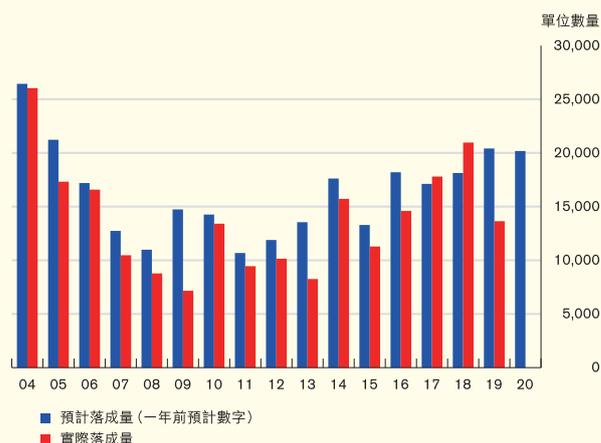
⁵⁶ 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。另一方面，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

⁵⁷ 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。

儘管樓市面對一定的下行壓力，但金管局自2009年以來推行的宏觀審慎監管措施有助鞏固銀行業抵禦物業市場衝擊的能力。新造平均按揭成數在2020年1月為52.6%，而採取相關措施之前的比率則為64%。供款與收入比率亦維持在大約36%的低位。鑒於2020年年初冠狀病毒的爆發，多家銀行推出一些紓緩措施，包括住宅按揭貸款暫緩償還本金，以減輕個別借款人的財政困難。

住宅物業市場前景受眾多如前面幾章所述的不明朗因素及風險所影響。例如，冠狀病毒的爆發，加上當前經濟衰退及失業率上升，或會壓抑住宅需求及新盤推售。市場情緒亦可能受全球經濟增長步伐及國際金融市場波動等一些外圍風險及不明確因素所影響。另一方面，低息環境或能為資產市場帶來支持，而根據2003年沙士過後的經驗，當疫情消退後，市場活動可能會反彈。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。雖然2019年的住宅物業實際落成量較預測數字為低（圖4.30），但政府預計未來幾年仍有較多私人樓宇落成。⁵⁸

圖4.30
預測及實際私人住宅落成量



資料來源：運輸及房屋局及差餉物業估價署。

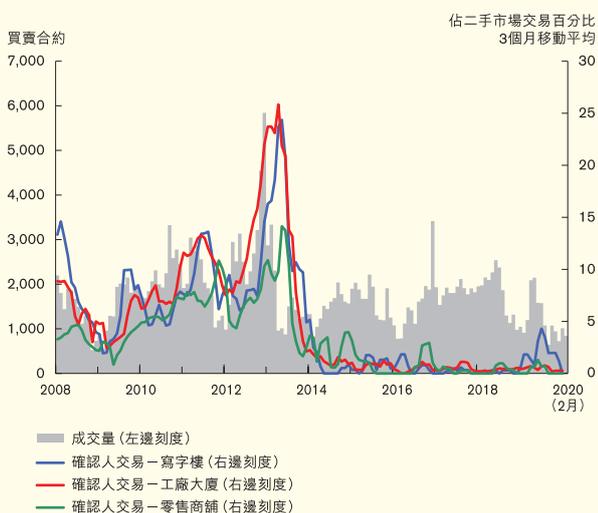
⁵⁸ 差餉物業估價署預計2020年及2021年每年的落成量約為20,000個單位，而過去十年（2010-2019年）每年平均落成量則為13,500個單位。

非住宅物業市場

隨着營商環境轉差，非住宅物業市場在2019年下半年表現變得疲弱。平均每月成交量從第3季的1,098個單位進一步縮減至最後一季的914個單位，創下自2016年首季以來的三年新低（圖4.31）。確認人交易量仍處於低位，反映投機活動淡靜。由於經濟環境欠佳，非住宅物業價格普遍受壓（圖4.32）。租金水平亦錄得不同程度的跌幅（圖4.33），其中商舖租金自2019年7月起累計下跌6.1%，部份反映有商場業主向最近幾個月經營活動受影響的租戶提供租金寬減。整體租金回報率於2020年1月維持在2.7-3.0%的低位。

工商物業市場的前景在短期內充滿挑戰。假若本地經濟活動持續疲弱，商業單位的空置率可能會進一步上升，對價格及租金構成下行壓力。此外，由於冠狀病毒的爆發及訪港旅遊業表現疲弱，零售物業市場將面臨更大壓力。

圖4.31
非住宅物業成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖4.32
非住宅物業價格指數



圖4.33
非住宅物業租金指數

