

2. 全球環境及展望

得益於疫苗接種率上升、持續的政策支援以及對「與疫情共存」的逐步適應，全球經濟至今的復甦力度超出早前預期。然而，各地復甦步伐極其參差，其中新興市場經濟體普遍落後於先進經濟體。強勁的積壓需求得以釋放，加上供應鏈普遍面臨瓶頸，加劇全球（尤以美國為甚）的通脹壓力，令市場憂慮全球金融狀況可能會過早收緊。展望未來，全球前景將取決於疫苗接種進度和疫情往後發展等因素，以及決策當局能否制定合適的「後疫情」退市策略，以在減輕經濟創傷的同時儘快重建政策緩衝空間。

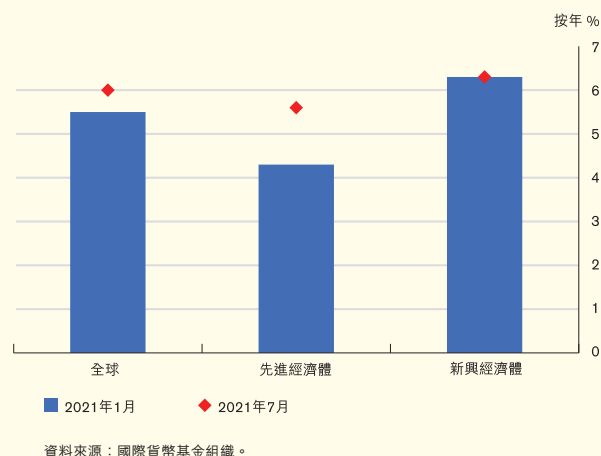
在東亞地區，儘管個別經濟體受商品出口強勁需求帶動，經濟復甦步伐較快，但區內經濟狀況仍然疲軟，尤其是疫苗接種進度較慢且對旅遊業倚賴程度較高的經濟體。全球金融狀況過早收緊或會影響復甦較慢及美元債務顯著增長的經濟體。

2021年上半年，中國內地經濟繼續穩步改善，但復甦步伐參差，部分需要面對面接觸的商業活動及小型企業的表現仍然滯後。因此，政府繼續採取寬鬆措施以支持實體經濟，並同時控制潛在的系統性風險，例如限制銀行對高槓桿房地產開發商等財務狀況較差的借款人的風險敞口。

2.1 外圍環境

受惠於疫苗接種率上升、持續的政策支援以及對「與疫情共存」的逐漸適應（例如電子商務及遙距工作更為普及，讓家庭及企業能夠更好地應對限制措施帶來的影響），全球經濟在新型冠狀病毒疫情的嚴峻背景下，展現可觀的復甦勢頭。鑑於主要先進經濟體在2021年上半年增長穩健，國際貨幣基金組織在7月份維持對全球本地生產總值增長的全年預測在6.0%，與4月持平，並較此前1月份5.5%的預測有所上調（圖2.1）。

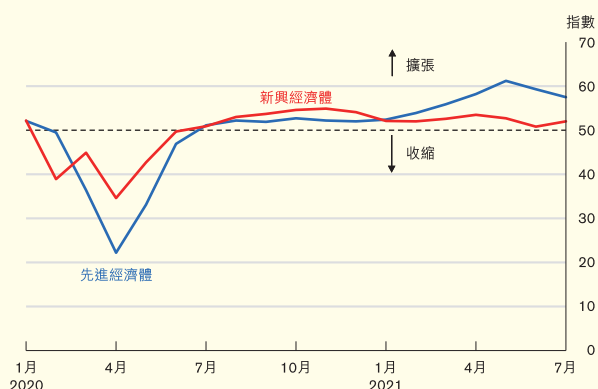
圖 2.1
國際貨幣基金組織 2021 年實質本地生產總值增長預測



然而，各經濟體的復甦步伐極其參差，其中原因包括政策支援程度、疫苗覆蓋率及疫情發展各異，另外亦有結構性因素的差別，例如各經濟體對受疫情重創行業（包括旅遊及款待業）的倚賴程度。在先進經濟體

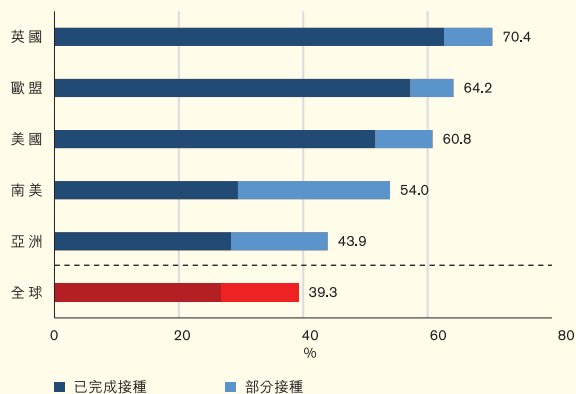
中，美國的復甦速度快於歐洲，部分原因是其經濟較快重啟，並受惠於大規模刺激方案。相比之下，新興市場經濟體的復甦普遍落後（圖 2.2），這是由於其疫苗接種速度相對緩慢令經濟重啟受阻（圖 2.3），以及政策空間較為有限。

圖 2.2
先進和新興經濟體的綜合採購經理指數 (PMI)



資料來源：CEIC。

圖 2.3
選定經濟體已接種疫苗的人口比例



註：截至 2021 年 8 月 29 日數據。
資料來源：Our World in Data。

隨著全球經濟重啟，強勁的積壓需求得以釋放，加上疫情造成廣泛的供應鏈瓶頸（例如全球半導體供應及物流能力短缺），導致供需高度失衡，引發全球通脹壓力（圖 2.4）。這在美國尤為嚴重，這是由於大規模的財政轉移增加了可支配個人收入，並導致勞動力短缺。在此背景下，市場對美國通脹的預期顯著上升，其中又以較短期的通脹預期更甚（圖 2.5）。

圖 2.4
選定主要經濟體的整體消費物價指數通脹率 (CPI)

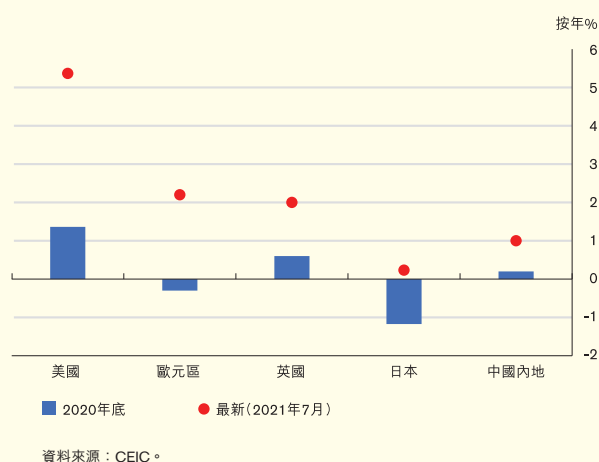
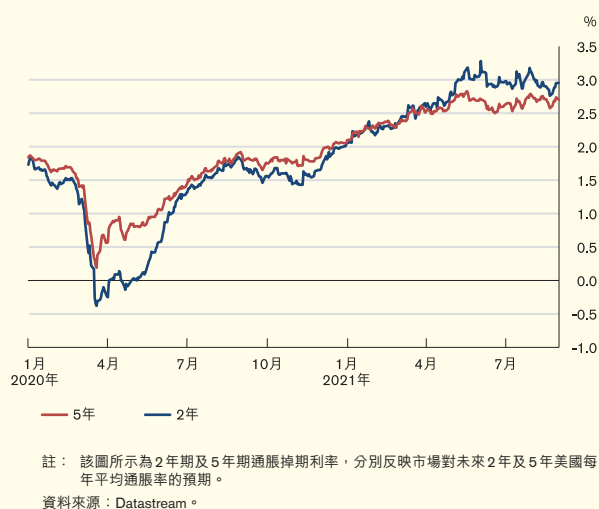


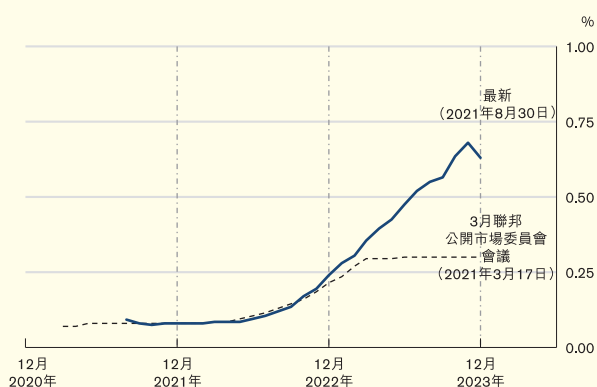
圖 2.5
市場對美國通脹的預期



註：該圖所示為 2 年期及 5 年期通脹掉期利率，分別反映市場對未來 2 年及 5 年美國每年平均通脹率的預期。
資料來源：Datastream。

雖然美國聯儲局一再表示通脹壓力應該只是暫時性，但美國通脹近幾個月多次高過預期，令市場推前美聯儲首次加息時間的預期，並預計未來聯邦基金利率的上調步伐將會有所加快（圖 2.6）。加上美國聯邦公開市場委員會 6 月份的會議紀錄顯示，美聯儲官員已開始討論縮減量化寬鬆計劃規模，引發市場憂慮貨幣政策即將收緊。

圖 2.6
聯邦基金期貨隱含利率



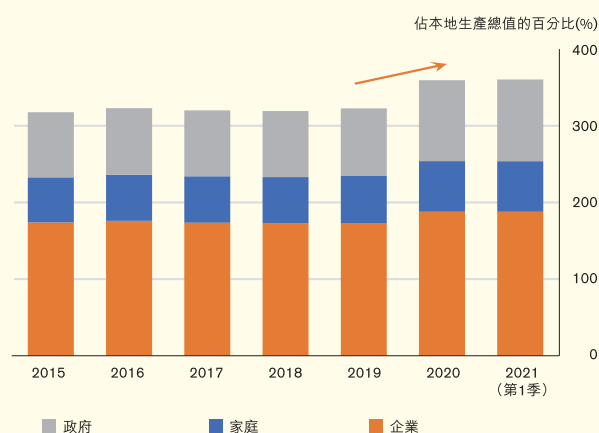
資料來源：Datastream。

展望未來，如果美國通脹較預期持久（例如由於對經濟重啟反應較大的消費類別面對持續的價格壓力，或者由於樓價上漲傳導至通脹的租金部分的幅度大於預期），或會衝擊市場對「更長期低息」的預期，引發金融市場失序地重新定價，增加全球金融狀況過早收緊的風險。在此情況下，由於許多新興市場經濟體的復甦步伐相對疲弱，加上其政策空間有限，將會較易面臨增長再次放緩及資本外流。

此外，疫情往後發展尚未明朗，對短期全球前景構成另一項變數。如果主要經濟體由於傳染性更強的新型冠狀病毒株（例如Delta變種病毒）蔓延而需要重新實施疫情防控措施，或者疫苗接種率不足以建立群體免疫，或會打擊初現曙光的全球經濟復甦。

展望未來，經濟能否全面復甦，將視乎決策當局能否制定合適的「後疫情」退市策略。合適的退市策略一方面要促進疫後經濟創傷（例如勞動人口參與率下跌）的癒合，並避免過早撤回支援措施而造成政策「懸崖效應」；另一方面，亦要確保政策緩衝空間能儘快得以重建。然而，重建政策緩衝空間並非易事，因為全球債務水平急升，或會使貨幣政策正常化變得更為複雜（圖 2.7）。

圖 2.7
全球債務佔本地生產總值的比例

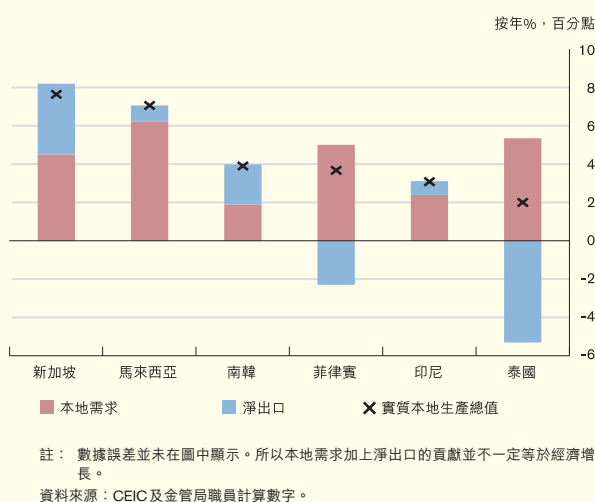


資料來源：國際金融協會。

儘管如此，延長現時極度寬鬆的政策可能會鼓勵市場過度追求風險，從而有損金融穩定。舉例而言，在全球流動性充裕的情況下，投資者從事尋息活動，導致包括槓桿貸款及其證券化產品（即貸款抵押證券，CLO）在內的高風險企業債務資產快速增長。投資基金持有相關資產的規模僅次於銀行，令市場憂慮開放式基金的流動性以及銀行面臨溢出效應的風險或會影響金融穩定。專題 1 指出，大力投資槓桿貸款的開放式基金在受壓期間面臨高流動性風險及拋售壓力，因此監管機構需要密切監察並制定政策，以降低相關基金的風險。

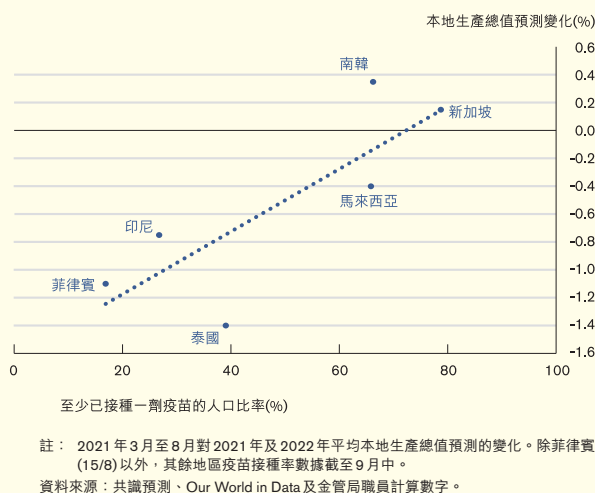
東亞方面，2021年上半年經濟復甦步伐參差，主要源於區內各經濟體在經濟結構的差異及疫苗接種進度不一。例如，南韓作為全球主要電子產品製造地及出口地，受惠於全球對科技產品強勁需求，經濟顯著反彈。相比之下，泰國等倚賴旅遊業的經濟體在全球旅遊業停滯的環境下繼續處於困境（圖 2.8）。

圖 2.8
東亞：2021 年上半年本地生產總值增長



部分東南亞經濟體的復甦亦受到疫苗接種速度緩慢所拖累（圖 2.9）。自 2021 年第 2 季以來，接種率較高的亞洲經濟體（例如南韓及新加坡）較能避免新一波疫情爆發的影響，但接種人口較少的經濟體（例如印尼及菲律賓）出現感染病例激增及死亡率高企的情況。

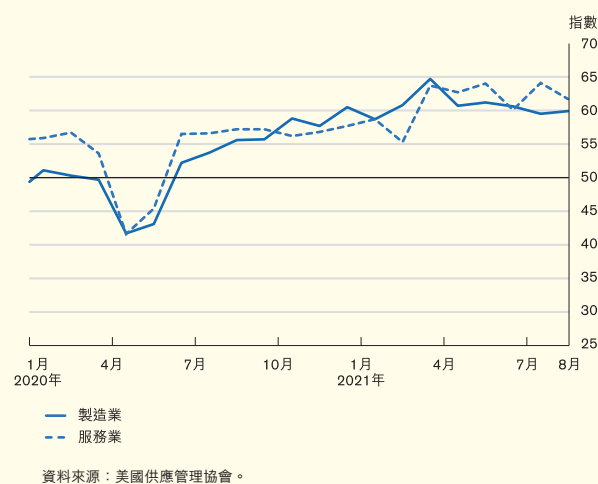
圖 2.9
東亞：本地生產總值預測及疫苗接種率的變化



除了疫苗接種進度帶來不明朗因素外，亞洲區經濟復甦亦面臨多重壓力。首先，迄今為止區內的經濟復甦是受科技產品及醫療用品等商品出口強勁需求所帶動，但陸續有跡象顯示未來相關需求或會放緩，尤其是近期美國的服務業採購經理指數表現比製造業採購經理指數為高（圖 2.10），意味著隨著經濟重啟，主

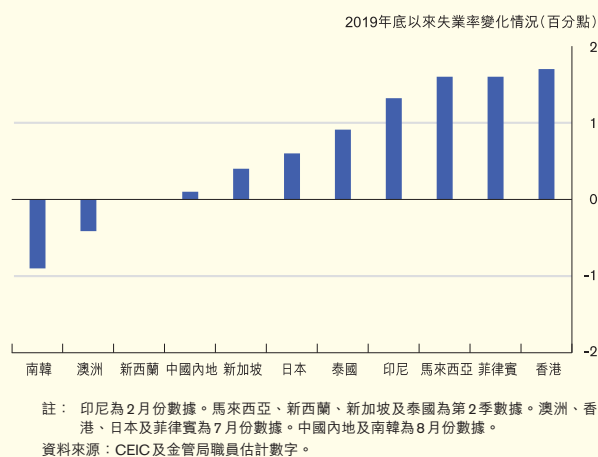
要經濟體的增長動力將逐漸轉向貿易密集度較低的服務業，因而可能會減低對亞洲區商品的需求。

圖 2.10
美國採購經理指數



其次，美國不斷上升的通脹壓力可能令美國長期利率突然反彈，有機會引發區內個別經濟體過早推行金融緊縮政策。美國加息或會導致資金外流，從而引發資產市場調整、貨幣貶值及借貸成本上升。儘管區內某些經濟體因其實質本地生產總值及失業率已經或幾乎回復至疫情前的水平（例如南韓）而較有條件面對金融狀況收緊（圖 2.11），但區內不少經濟體仍處於困境，任何過早的緊縮都可能破壞其剛剛起步的經濟復甦。美國加息亦將對美元債務大幅增加及樓價攀升的經濟體構成威脅。

圖 2.11
亞太地區：與 2019 年底相比的最新失業率



專題 1

評估槓桿貸款投資對開放式基金脆弱性的影響

引言⁴

槓桿貸款與其證券化產品（即貸款抵押證券，CLO）近年來迅速增長。⁵ 由於這些資產的流動性較差且具有重大違約風險，它們的快速增長或會對金融穩定產生重大影響。

其中，根據金融穩定理事會的資料，投資基金是槓桿貸款及貸款抵押證券的第二大持有者，僅次於銀行。⁶ 槓桿貸款的信貸質素及流動性均較差，或會令持有這些資產的開放式基金面臨較高的流動性風險。流動性風險是源於這些基金在承諾及時滿足投資者的贖回要求（例如按日贖回）的同時，它們或需要較長時間才能出售缺乏流動性的槓桿貸款或貸款抵押證券來籌措資金以滿足贖回要求。

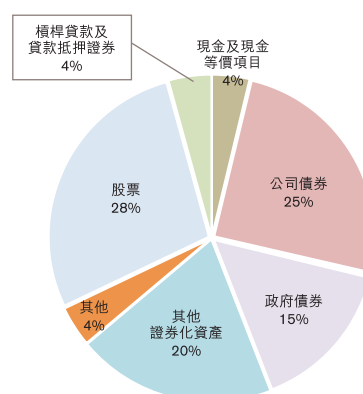
更重要的是，在市場受壓期間，這些開放式基金所承受的高流動性風險或會令它們被迫拋售所持有的槓桿貸款或貸款抵押證券，繼而導致這些資產的價格出現螺旋式下跌以及資金從相關基金急劇流出。這可能會引發金融穩定性問題，其中這些基金或會與銀行持有相同的槓桿貸款或貸款抵押證券（銀行是這些資產的最大持有者），導致相關風險溢出至後者。

在此背景下，本專題評估開放式基金對槓桿貸款及貸款抵押證券的投資以及其所帶來的流動性風險，並且辨識可能會加大這些流動性風險的因素。我們亦會根據評估結果作出一些政策建議，以減低這些風險對金融穩定的影響。

開放式基金對槓桿貸款及貸款抵押證券的投資有多少？⁷

我們詳細分析了全球 6,148 隻投資於槓桿貸款或貸款抵押證券的開放式基金，發現截至 2019 年底這些基金投資於槓桿貸款及貸款抵押證券的總額只限於其總資產 4% 的水平（圖 B1.1）。

圖 B1.1
開放式基金對槓桿貸款及貸款抵押證券的投資



註：
(1) 此圖形圖顯示投資於槓桿貸款或貸款抵押證券的開放式基金當中總計的投資組合。
(2) 數字為截至 2019 年底的倉位。
資料來源：晨星公司⁸及金管局職員估計數字。

然而，我們發現槓桿貸款的投資高度集中於少數的開放式基金。只有 2%，或 6,148 隻開放式基金其中的 107 隻，將超過一半的資產投資於槓桿貸款（簡稱「槓桿貸款基金」）。雖然槓桿貸款基金的數目少，但它們已持有超過一半開放式基金的槓桿貸款投資。

更重要的是，這些槓桿貸款基金極易遭遇大量資金流出，而這可能會影響槓桿貸款市場的穩健性。事實上，在 2020 年 3 月的事件中，⁹ 這些槓桿貸款基金合

⁴ Wu, Wong and Fong (2021), “An Assessment on the Vulnerabilities of Open-Ended Funds to Leveraged Loans”, 金管局研究備忘錄，2021/07。

⁵ 槓桿貸款泛指指向高槓桿或信貸質素較差的公司借款人借出的銀行貸款。鑑於槓桿貸款的違約風險較高，銀行可能會將部分槓桿貸款出售予其他銀行及金融機構以減少其風險承擔。已出售的槓桿貸款亦可能會進一步被證券化，以貸款抵押證券的形式再出售予其他投資者。

⁶ 金融穩定理事會 (2019), “Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations”。

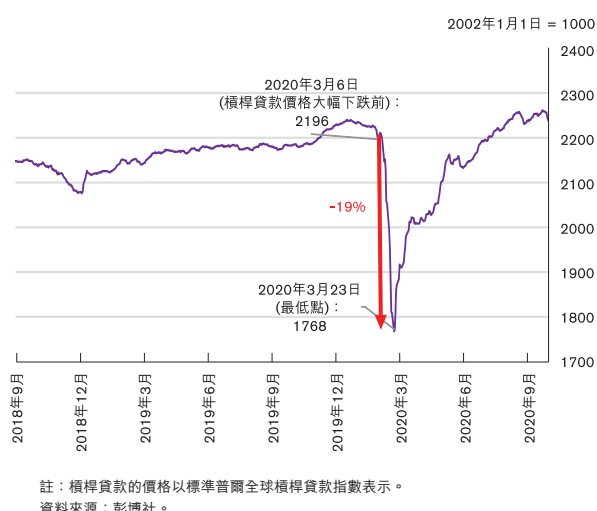
⁷ 除另有說明外，本部分所報告的數字均指截至 2019 年底的倉位。

⁸ 晨星的數據提供者並不保證其提供的所有資料的準確性、完整性或時間性，亦不會就這些資料如何使用負責。

⁹ 2020 年 3 月事件是指環球金融市場因 2019 冠狀病毒病大流行而面對嚴重的流動性問題。事件的詳細回顧可參考金融穩定理事會 (2020) “Holistic Review of the March Market Turmoil”。

共出售了140億美元的槓桿貸款，佔同時期槓桿貸款二級市場交易量的11%，並成為該期間槓桿貸款價格大幅下跌19%的原因之一（圖B1.2）。槓桿貸款價格大幅下跌亦可能對其他金融機構構成挑戰。例如，銀行或會因投資槓桿貸款而招致龐大的持倉虧損。

圖B1.2
槓桿貸款價格在2020年3月的事件期間下跌



相比之下，開放式基金的貸款抵押證券投資對金融穩定構成的風險較細。原因有兩點。首先，雖然我們發現個別開放式基金大量投資於貸款抵押證券（即超過其資產的50%），但它們對貸款抵押證券的總投資僅為5億美元，¹⁰這表示即使相關基金拋售其持有的貸款抵押證券，亦不大可能會產生重大的系統性影響。其次，開放式基金持有的貸款抵押證券中約有80%為A級或以上，表明由相關槓桿貸款違約而招致虧損的可能性極低。¹¹

¹⁰ 相比之下，截至2019年底美國及歐洲貸款抵押證券的未償還總額為7,620億美元。

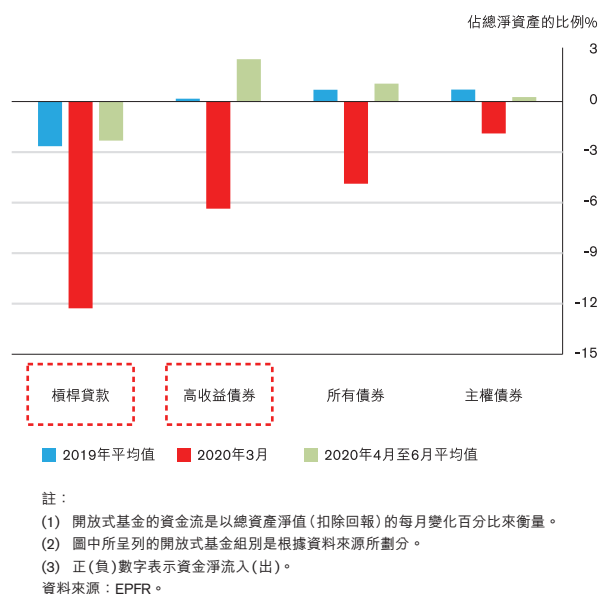
¹¹ 貸款抵押證券的等級是指持有人獲取相關槓桿貸款產生的收益及承擔相應虧損的次序。等級為A或以上的系列最為安全，因為這等級的持有人將最優先獲得槓桿貸款的收益，同時會是最後一個承擔虧損。應當注意的是，貸款抵押證券的等級並不同於相關槓桿貸款的信貸評級。

綜合以上發現，雖然開放式基金對槓桿貸款及貸款抵押證券的投資總額仍然有限，但少數槓桿貸款基金拋售其持有的槓桿貸款可能會影響槓桿貸款市場的穩健性和對金融穩定帶來隱憂。為此，本專題其餘部分將重點分析槓桿貸款基金以更好地了解其風險。

槓桿貸款基金的流動性風險有多大？

我們發現槓桿貸款基金存在相當大的流動性風險。在2020年3月的事件期間，槓桿貸款基金在槓桿貸款的價格急劇下跌的時間出現較大幅度的資金流出，佔總淨資產的12.6%（圖B1.3）。槓桿貸款的資金流出幅度亦較持有其他風險資產的開放式基金，例如高收益債券基金（6.5%）為高。

圖B1.3
2020年3月的事件期間開放式基金的資金流出



我們的實證分析進一步表明，即使在控制了基金表現後，槓桿貸款基金的流動性風險仍高於高收益債券基金。在市場受壓期間（我們定義為芝加哥期權交易所市場波動指數高於樣本第90百分位的時期），基金回報下跌1個百分點將導致槓桿貸款基金的資金流出1.5個百分點，遠高於高收益債券基金所估算的0.7個百分點。

在市場受壓期間，槓桿貸款基金遭遇大量資金流出，可能反映槓桿貸款流動性較差而引致較高的交易成本，令投資者憂慮其投資於槓桿貸款基金的價值會被攤薄。有鑑於此，槓桿貸款基金的投資者可能會搶先贖回以免招致重大虧損。因此，大量資金流出加上槓桿貸款的流動性不足會導致槓桿貸款基金面臨極大的流動性風險。

哪些因素會加大槓桿貸款基金的流動性風險？

我們發現有兩個因素會加大槓桿貸款基金的流動性風險。首先，槓桿貸款基金持有的槓桿貸款具有很強的順周期性，意味著當槓桿貸款基金面對資金流出而槓桿貸款價格同時下跌情況下，槓桿貸款基金會加快出售所持有的槓桿貸款。¹² 相關拋售可能會對已經下跌的槓桿貸款價格進一步構成壓力，導致槓桿貸款價格出現螺旋式下跌。

其次，我們亦發現槓桿貸款基金因持有大量相同的槓桿貸款而有高度相互關聯性。正因為這些共同持倉，槓桿貸款基金在市場受壓期間的基金回報相互關係更為密切，從而導致大量資金同時流出。¹³ 這意味著對槓桿貸款的衝擊可能會迅速透過槓桿貸款基金擴散，使更多的槓桿貸款基金面臨流動性風險。

我們亦評估了槓桿貸款基金的槓桿是否為加大其流動性風險的重要因素，但發現大多數槓桿貸款基金幾乎都沒有使用槓桿，因此槓桿貸款基金的槓桿不大可能成為加大其流動性風險的重要因素。

結論及意義

2020年3月的事件表明，少數槓桿貸款基金拋售槓桿貸款可能會導致槓桿貸款價格螺旋式下跌及資金從基金急劇流出，引發一連串對金融穩定的憂慮，包括槓桿貸款基金的流動性風險以及對其他金融機構，特別是持有相同槓桿貸款的銀行的溢出風險。

我們的實證分析表明，槓桿基金拋售資產的主因可能是源於槓桿貸款基金承擔比高收益債券基金更高的流動性風險。我們進一步發現，槓桿貸款基金持有的槓桿貸款具有很強的順周期性，而且它們持有大量相同的槓桿貸款，這些因素都可能會加大槓桿貸款基金的流動性風險。

展望未來，在全球流動性充裕的情況下，槓桿貸款的發行量不斷增加以及投資者繼續從事尋息活動將可能令開放式基金進一步增加對槓桿貸款的投資。監管機構需要密切監察有關最新情況，並制定政策去處理本研究所發現的風險。就此而言，我們有兩項建議：

1. 辨識銀行及非銀行類金融機構的共同持倉在評估潛在溢出風險方面起著關鍵作用，因此監管機構有必要收窄數據缺口，以監察兩者共同的槓桿貸款持倉。
2. 鑑於槓桿貸款基金面對的巨大流動性風險以及對金融體系的潛在溢出效應，監管機構須透過政策加強槓桿貸款基金的流動性管理，例如降低交易頻率和要求更高的流動資產緩衝，或有助降低槓桿貸款基金所受的風險。同一時間，對槓桿貸款基金的槓桿施加額外限制的成效或許較低。

¹² 我們的實證估計表明，在槓桿貸款基金面臨資金流出期間，槓桿貸款回報率下跌1個百分點，將導致其槓桿貸款持有量顯著減少5個百分點。

¹³ 實證研究顯示，就特定的槓桿貸款基金，若與其高度相關的其他槓桿貸款基金（就基金回報而言）的資金淨流出總計1個百分點，該槓桿貸款基金就有0.8個百分點的資金流出。

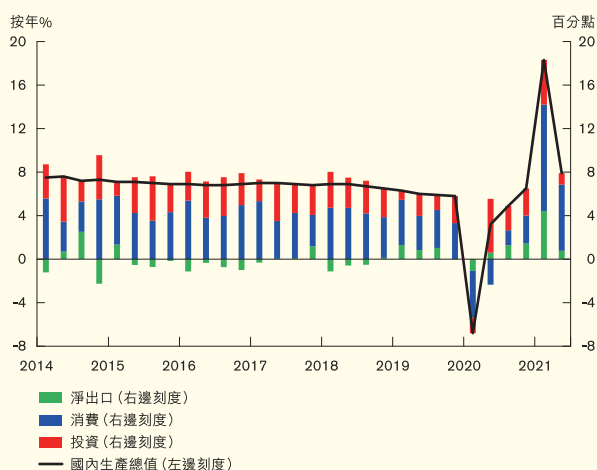
2.2 中國內地

實體經濟

經濟持續復甦，加上基數效應等原因，2021年第1季實質國內生產總值按年增速大幅回升。其後隨著基數效應消退，經濟增速在第2季有所放緩。整體而言，在消費強勁反彈及外部需求穩健的支撐下，2021年上半年經濟按年增長12.7%（圖2.12）。

圖2.12

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。

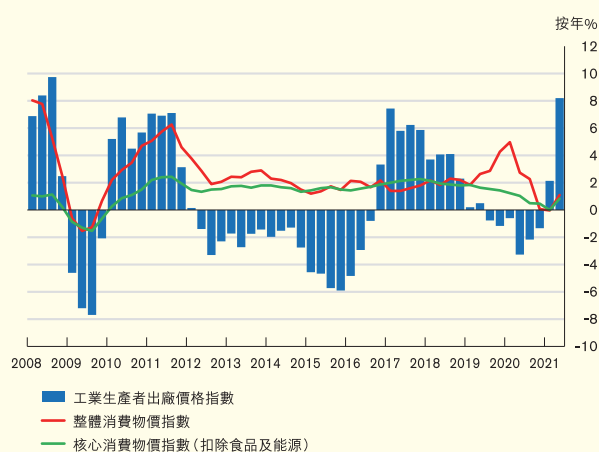
展望未來，經濟前景將取決於疫苗的接種步伐以及疫苗對變種病毒的有效性。國內經濟復甦的步伐仍然參差，部分需要面對接觸的商業活動及小型企業仍受到防疫措施的影響。尤其是在南方的幾個省份錄得感染Delta變種病毒的零星個案，導致當地經濟活動受到影響。外圍方面，全球需求可能受到疫情反覆而帶來的不明朗因素所影響。

鑑於經濟前景存在不確定性，中國人民銀行於7月9日宣布將存款準備金率下調50個基點，以降低實體經濟在上游價格上升的情況下的融資成本，尤其是小型企業。與此同時，政府亦努力深化結構性改革及控制系統性風險，例如限制金融系統對高槓桿房地產開發商等財務狀況較差的借款人的風險敞口。最新的共識預測顯示，中國內地經濟在2021年將增長8.4%。

於回顧期內，由於經濟持續復甦及新一波疫情爆發導致供應鏈中斷等因素，通脹壓力有所加劇。其中，工業生產者出廠價格通脹由2021年3月的按年4.4%上升至6月的8.8%。另一方面，整體消費物價通脹及核心通脹亦同步上升，但在第2季末仍保持在按年1%左右的低位（圖2.13）。展望未來，如果經濟持續復甦及疫情對供應鏈的負面影響依然存在，上游價格通脹壓力或會持續一段時間。然而，隨著各類服務在家庭消費組合當中變得愈來愈重要，而服務價格的通脹仍處於低位，較高的工業生產者出廠價格通脹對消費物價通脹尤其是核心通脹的傳導作用或變得有限。

圖2.13

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及金管局職員估計數字。

資產及信貸市場

在岸公司債券違約率由2020年的0.71%小幅上升至2021年上半年的0.74%，主要反映債券發行人的還款能力有所惡化（圖2.14）。違約債券的細分數據顯示，在2021年上半年的違約總額中有近三分之一來自房地產開發商。這些房地產開發商因在過去長達十年的房地產市場繁榮中快速擴張及過度借貸，其後還款能力減弱而導致違約（見圖2.15）。

圖 2.14
中國內地：在岸公司債券違約規模及比例

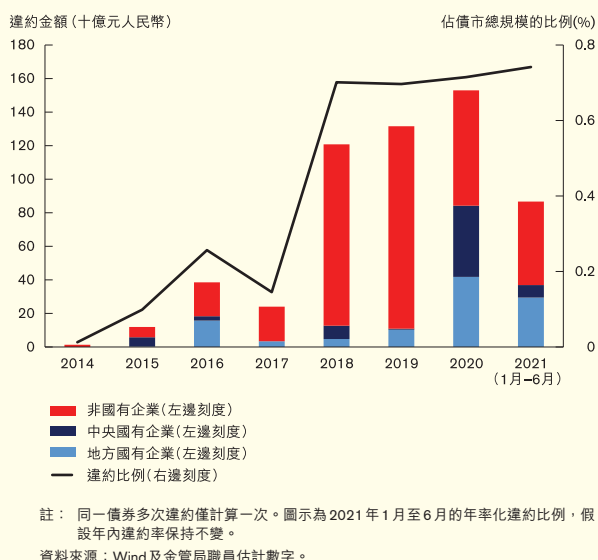
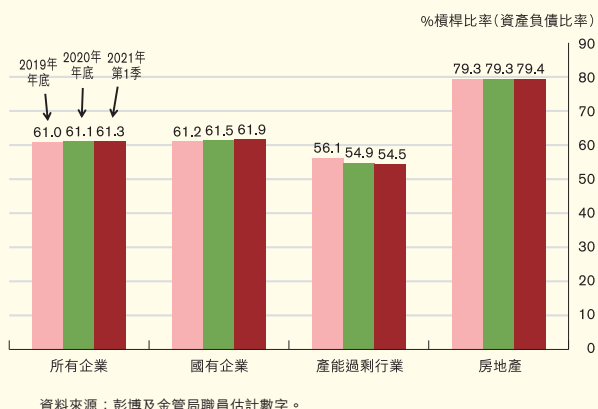


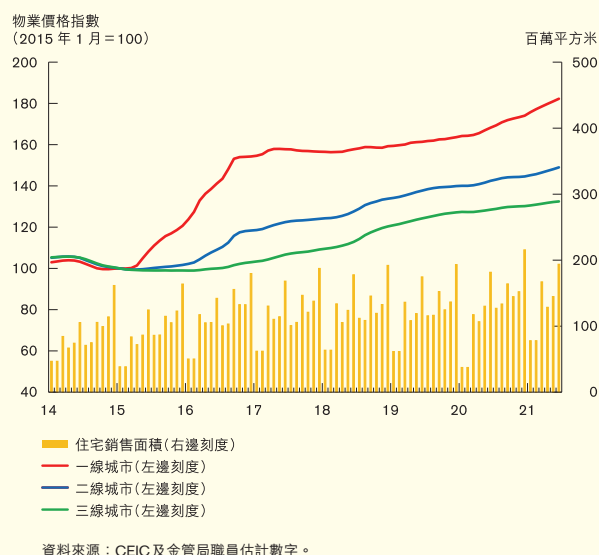
圖 2.15
中國內地：國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿比率



展望未來，房地產開發商的債務可持續性很大程度上取決於房地產市場的表現¹⁴。樓市行情在2021年上半年依然向好，一線及二線城市的房價分別進一步上漲4.7%及2.4%（圖2.16）。至於前幾年一直困擾著三線城市的住房供應過剩的問題，在上半年繼續受控，部分原因是三線城市在市場情緒高漲的情況下錄得強勁的銷售¹⁵。專題2介紹一個基於對內地報章新聞的文

本分析而構建的房地產市場情緒指數。分析表明，內地市場情緒及經濟基本面在新型冠狀病毒疫情受到控制後均有所改善，帶動內地房價在2021年上半年上漲（詳見專題2）。

圖 2.16
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



為促進房地產市場穩定健康發展，當局在2021年4月的政治局會議上重申「房住不炒」。會議亦要求增加保障性租賃住房和共有產權住房的供應，防止以學區房等名義炒作房價。鑑於房地產市場對金融穩定的重要性，於回顧期內，當局繼續收緊政策，包括為房地產開發商劃定「三條紅線」¹⁶，以及限制銀行對房地產相關貸款的風險敞口。

於回顧期內，內地銀行業的整體風險仍然溫和。審慎的貸款政策使銀行體系整體不良貸款率由2020年第3季的10年高位2%跌至2021年第2季的1.8%。關注類貸款佔銀行貸款總額的比重亦於同期內由2.7%相應微跌至2.4%（圖2.17）¹⁷。

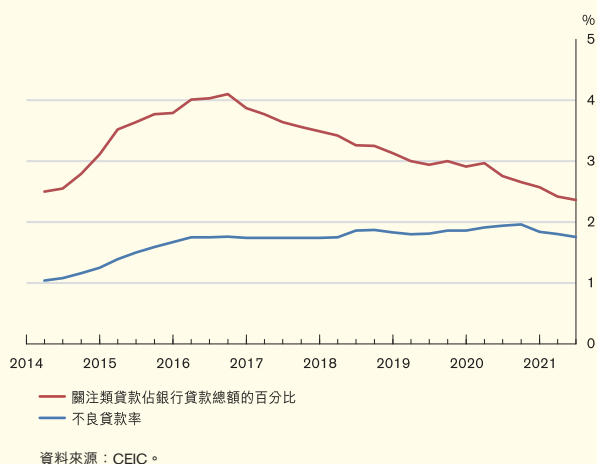
¹⁴ 原因之一是作為開發商最重要的資金來源的物業「預售」收入，較易受到買家情緒所影響。事實上，在過去十年房地產市場繁榮之下，內地房地產發展商的預售收入佔總資金來源的比重由2010年的26%上升至2020年的35%，而銀行及非銀行貸款的比重則有所下降，同期由17%下降到14%。

¹⁵ 截至2021年6月，三線城市的庫存銷售比率維持在14個月左右的水平，遠低於2015年年初31個月的最高位。

¹⁶ 「三條紅線」是指對房地產開發商的融資與負債水平的限制，包括(1)剔除預收款後的資產負債率不得大於70%；(2)淨負債率不得大於100%；及(3)現金短債比不少於100%。

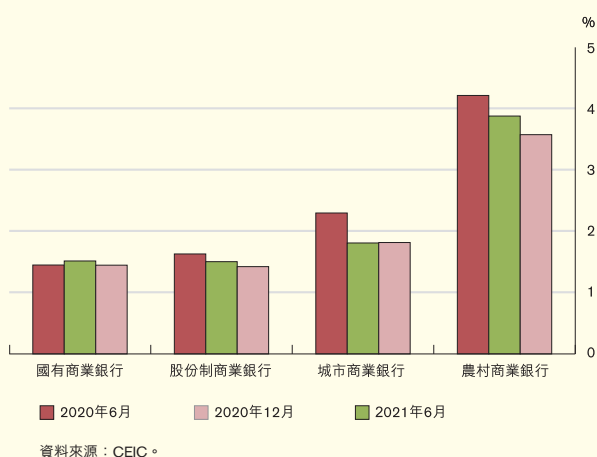
¹⁷ 此外，撥備覆蓋率在2021年第2季微升至190%，遠高於監管要求，有助銀行抵禦未來的損失。

圖 2.17
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率



在各類銀行中，國有商業銀行等具系統重要性銀行的不良貸款率由2020年下半年高於1.5%微跌至2021年第2季的1.45%。而農村商業銀行等小型銀行的不良貸款率則仍處於3.6%的較高水平（圖2.18），部分反映中小企借款人的還款能力在近期嚴峻的經濟環境下有所惡化。儘管大量的不良貸款處置一定程度上有助紓緩小型銀行所面臨的資產質素壓力¹⁸，但亦令到資本充足率受壓。為補充資本，規模較小的銀行在2021年上半年加速發行永續債及二級資本債。

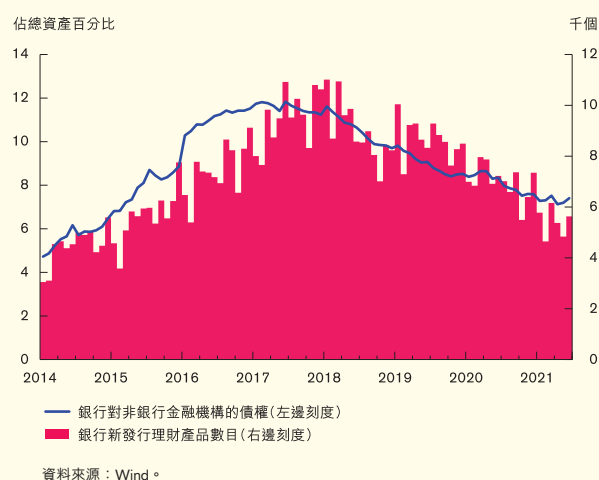
圖 2.18
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



¹⁸ 根據中國銀行保險監督管理委員會的數據，2021年第1季，內地商業銀行的不良貸款處置總額達4,827億元人民幣，高於2020年同期水平。

於回顧期內，由於政府努力控制金融風險，非正式貸款繼續受壓。銀行對非銀行金融機構的債權在銀行資產總額中的比重由去年的8.3%進一步下跌至2021年上半年的7.4%。銀行亦減少了理財產品的發行（圖2.19）。

圖 2.19
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權佔銀行資產總額的比重及新發行理財產品數目



匯率及跨境資本流動

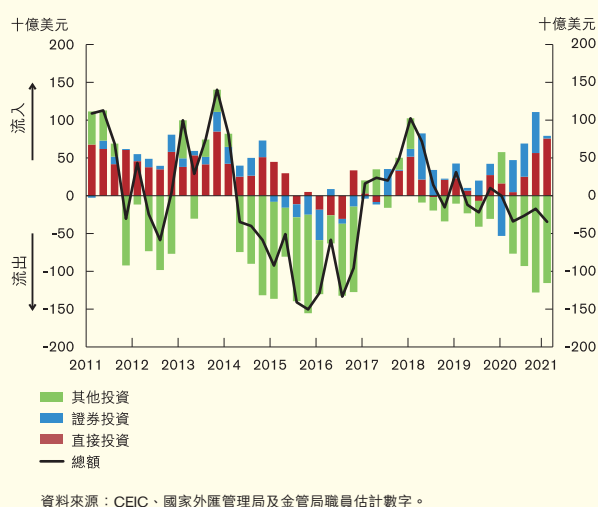
在岸人民幣(CNY)在2021年上半年的走勢呈現雙向波動（圖2.20）。受大量資金流入影響，人民幣在2021年首五個月錄得升值。相應地，人民銀行於2021年5月31日宣布將外匯存款準備金率由5%上調至7%。自6月以來，由於美國聯儲局的貨幣政策方向存在不確定性，美元強勢而導致人民幣貶值。於回顧期內，離岸人民幣(CNH)緊隨在岸人民幣的走勢。

圖 2.20
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率



於回顧期內，資本外流壓力大致受控，外匯儲備整體維持在3萬億美元以上。最新的國際收支平衡統計數字顯示有少量的跨境資金淨流出。其中，在疫情有效受控及經濟快速復甦的支撐下，直接投資於回顧期內錄得強勁的淨流入。2021年第1季，隨著中美國債收益率差距收窄，證券投資淨流入減少。相比之下，其他投資繼續錄得強勁的淨流出，主要原因是居民外幣存款以及對非居民貸款增加（圖 2.21）。

圖 2.21
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



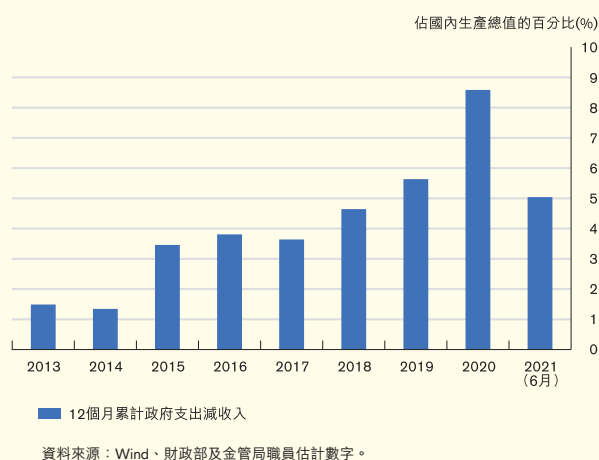
展望未來，跨境資金流動可能持續波動。一方面，疫情發展以及中美局勢在短期內仍然存在不明朗因素，或會影響市場情緒。另一方面，持續的經濟復甦和內地金融市場的進一步開放可以繼續吸引更多外國投資。

貨幣及財政政策

在貨幣政策方面，人民銀行宣布自7月15日起下調存款準備金率50個基點，釋放長期資金約1萬億元人民幣，旨在於商品價格上漲的環境下支持實體經濟特別是小型企業的發展。人民銀行重申審慎的政策立場不變，並將繼續注重政策的有效性和支持小微企業。

在財政方面，雖然支持性的政策立場不變，但政府將更注重政策的質量、有效性和可持續性。隨著新冠病毒疫情得到有效控制，經濟逐漸復甦，政府稅收增加令財政狀況得以改善。其中，稅收收入在2020年減少2.3%後，於2021年上半年按年增長22.5%。因此，政府一般公共預算和政府性基金的支出與收入的12個月累計缺口由2020年底佔國內生產總值的8.6%大幅收窄至2021年6月的5.0%（圖 2.22）。

圖 2.22
中國內地：政府支出與收入的缺口



在經濟刺激需求減少的情況下，新發行的地方政府一般債券及專項債券亦由2020年同期約2.8萬億元人民幣減少至2021年上半年約1.5萬億元人民幣。相應地，地方政府債務餘額的增長速度放緩，按年增長14%至2021年6月底27.6萬億元人民幣，而2020年的全年增長率為20%。由於地方政府債務餘額對國內生產總值的比率仍處於27%左右的較低水平，地方政府債務的整體風險仍大致可控。然而，個別經濟基本面較弱的地方政府，或會面臨再融資壓力。

專題2 基於報章新聞的中國內地房地產市場情緒指數

引言

中國內地房價在過去十年顯著增長。雖然強勁的經濟基本面及持續的城市化在一定程度上支撐了住宅市場，但國際經驗表明，市場情緒，或約翰·梅納德·凱恩斯所說的「動物本能」，亦可能是推動房價上漲的一個關鍵因素。¹⁹ 然而，由於情緒本身無法直接被觀察，因此對於內地市場情緒與房價兩者之間的關係知之甚少。在本研究中，透過對報章新聞的文本分析，我們構建了中國內地房地產市場情緒指數，並通過向量自回歸模型（VAR模型）來評估市場情緒對內地房價的影響。

構建情緒指數

本文中的房地產市場情緒指數是基於對詞彙的分析構建而成，與Wong等人(2021)採用的方法類似²⁰。我們首先界定一些與正面情緒或負面情緒相關的詞彙（表B2.1），並統計這些詞彙在慧科中文媒體數據庫（Wisers Information Portal）內所有中國內地報章上出現的次數。

表 B2.1
文本分析中所使用的關鍵詞

類別	關鍵詞
樓市新聞相關	樓市 房地產 新房 一手房 二手房 售樓處
正面	轉暖 緊俏 升溫 回暖 上揚 偏熱 水漲船高 推熱 備受青睞 火熱 回溫上行 復蘇 回升 陽春 恢復 火爆 利好 追捧 表現不俗 熱火朝天 旺盛 預定一空 活躍 熱銷 樂觀 強勁 爭購 排起長隊 追捧 熱烈
負面	頹勢 鬆動 下調 連跌 史上最嚴 下滑 跳水 大跌 低迷 萎縮 見頂 滯銷 停工 下行 不景氣 驟減 寒冬 乏力 低谷 停滯 冷清 慘淡 欠佳 黯淡 擔憂 乏人問津

月份 t 的情緒指數可構建如下

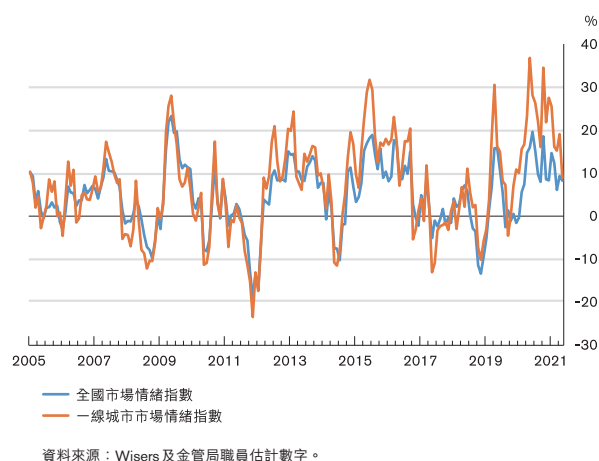
$$S_t = \frac{\text{正面詞彙數量}_t - \text{負面詞彙數量}_t}{\text{樓市新聞詞彙數量}_t},$$

¹⁹ 例如，請參閱Shiller (2009) 及 Kindleberger (2011)。

²⁰ 另見Soo (2018) 及 Gao 和 Zhao (2018)。

S_t 為正（負）表示整體正面（負面）情緒。我們使用這種方法構建了兩個指數，分別適用於全國以及房價漲幅最大的一線城市²¹（圖B2.1）。雖然這兩個指數的漲跌趨勢非常相近，但根據格蘭傑因果關係檢驗（Granger causality test）²²，一線城市房地產市場情緒指數領先於全國情緒指數。

圖 B2.1
房地產市場情緒指數

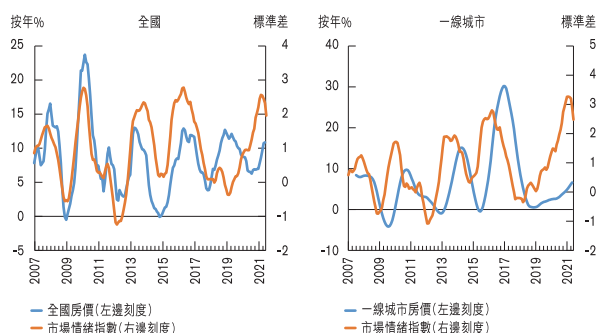


全國以及一線城市的情緒指數表現出相似的周期性，並與房價的變動密切相關（圖B2.2）。格蘭傑因果關係檢驗表明，兩個房地產市場情緒指數都領先房價變化，特別是在一線城市。

²¹ 此處一線城市是指北京、上海、廣州和深圳。

²² 格蘭傑因果關係檢驗採用在2005年1月至2021年5月期間的數據，滯後長度為3個月。結果表明，在5%的顯著性水平下，一線城市的市場情緒有助預測全國房地產市場情緒。

圖 B2.2
全國及一線城市情緒指數及房價



註：情緒指數及房價數據序列均採用12個月移動平均作平滑處理，以更好作比較。此外，情緒指數亦作標準化處理。

資料來源：CEIC、Wisers及金管局職員估計數字。

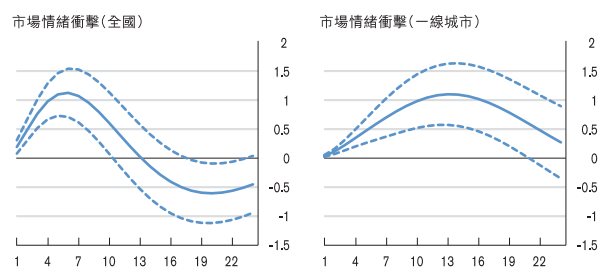
使用VAR模型評估市場情緒對房價的影響

我們使用VAR模型來更好理解中國內地市場情緒與房價兩者之間的關係。該模型包括房價增長、房地產市場情緒指數，以及其他三個被視為影響住宅市場表現的變量，例如人口增長、人均國內生產總值增長及社會融資規模增長。我們的數據樣本期覆蓋2007年10月至2021年5月²³。

VAR按照人口增長、人均國內生產總值增長、社會融資規模增長、市場情緒及房價增長的順序遞歸識別，其中人口增長被設定為外生程度最高的變量，而房價增長會對所有衝擊作出即時反應。

圖B2.3顯示房價增長對正面情緒衝擊的衝擊反應函數。如預期所料，雖然產生影響的速度較慢，正面情緒衝擊將推高房價。而且相對於全國，這種影響在一線城市更為持久。方差分解顯示，在18個月的時間範圍內，整體市場情緒解釋了全國房價方差約40%。而就一線城市而言，市場情緒對房價的中期影響較短期影響為大，呼應了在衝擊反應函數中所觀察到市場情緒影響持續時間較長的情況。

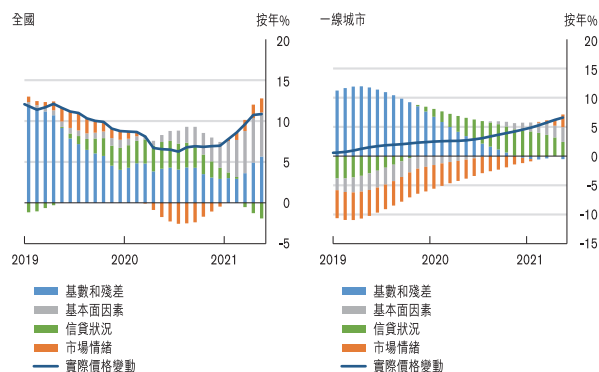
圖 B2.3
房價增長對情緒衝擊的衝擊反應函數



註：虛線代表 +/- 2個標準差的置信區間。

圖B2.4顯示2019年1月至2021年5月的房價變動，以及在該期間導致房價變化的主要衝擊。從全國層面的角度可以看到市場情緒對2019年的房價增長產生了正面影響，但在2020年新型冠狀病毒爆發期間卻迅速成為拖累因素。在疫情大致受控後，市場情緒對房價的影響在2021年再次轉為正面。在一線城市，隨著當局推出措施收緊房地產市場，市場情緒對房價增長的影響在2019年及2020年均為負面，但隨後在2021年轉為正面。

圖 B2.4
全國及一線城市房價的歷史分解



註：人均國內生產總值及人口統稱為基本面。基數和殘差是指在沒有圖中所示的三類衝擊的情況下，模型所預測的房價增長。

至於其他因素，基本面因素在2021年經濟持續復甦的環境下對全國及一線城市的正面影響愈來愈大。相比之下，流動性狀況對房價增長亦有正面影響，特別是在貨幣政策於2020年因疫情而變得寬鬆的情況下。然而，隨著利率逐步正常化，貨幣寬鬆所帶來的正面影響於2021年在一線城市有所減弱，而在全國範圍更轉為負面。

²³ 除樓市情緒指數外，其他所有變數均使用按年變化形式。由於單位根檢驗表明總融資增長非平穩，我們採用HP濾器(HP filter)去提取其波動成分。至於一線城市宏觀經濟層面的變數，我們採用動態因子模型去提取所有四個一線城市的共同因子。根據施瓦茨資訊準則(Schwartz Information Criterion, SIC)，全國模型的滯後期長度設定為2期，而一線城市模型的滯後期長度則設定為4期。

結語

本專題介紹基於報章新聞的文本分析而構建的中國內地全國以及一線城市房地產市場情緒指數。情緒指數有助預測房價走勢，其領先效應在一線城市尤為顯著。我們的分析亦表明，市場情緒是房價波動的一個重要因素。因此，制定政策穩定市場預期及管理市場情緒，或有助抑制房價大幅漲跌。

參考文獻

Gao, Qing, and Tianxiao Zhao. "The Influence of Home Buyer Sentiment on Chinese Housing Prices — Based on Media Text Mining." *International Journal of Economics and Finance* 10.9 (2018).

Kindleberger, Charles P., and Robert Z. Aliber. *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*. Palgrave Macmillan, 2011.

Wong, Ken, et al. "A Robust Textual Analysis of the Dynamics of Hong Kong Property Market." *HKIMR Working Paper* No.08/2021.

Shiller, Robert J. *Animal Spirits*. Princeton University Press, 2009.

Soo, Cindy K. "Quantifying sentiment with news media across local housing markets." *The Review of Financial Studies* 31.10 (2018): 3689-3719.