

圖 4.3
港元與美元利率

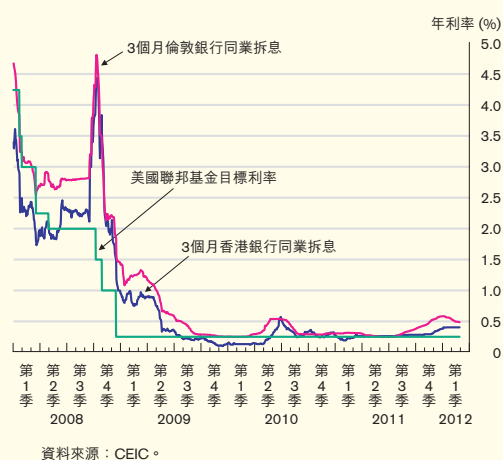


圖 4.4
港元遠期匯率

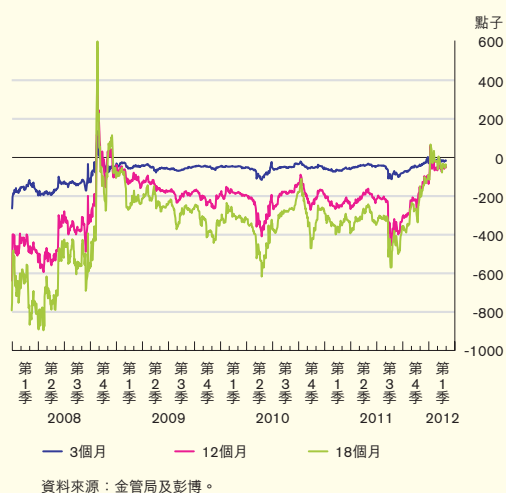
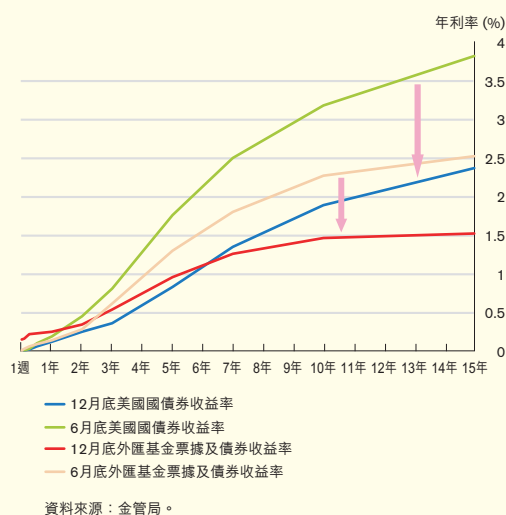


圖 4.5
2011年下半年的收益率曲線變動



貨幣市場方面，雖然市場活動於2011年下半年暢順有序，但是於接近年底時銀行同業拆息輕微上升。於2011年前10個月，港元銀行同業拆息大致保持在低位，隨後於11月及12月輕微上升，一定程度上跟隨同期美元利率向上（圖4.3）。本地因素方面，港元需求偶爾因股市首次公開招股活動而上升，加上年末對港元流動性的需求，亦帶動了香港銀行同業拆息上調，包括隔夜拆息於2011年最後數日輕微上升。

由於部份市場參與者透過貨幣互換合約以美元交換港元來獲取有抵押的限期融資，所以港元流動性於接近2011年底時收緊的情況可從遠期外匯市場反映出來。由於港元日後會被沽出，有關交易令港元遠期匯率受壓。受此影響，港元遠期匯率折讓幅度於2011年9月至12月期間大致收窄，12月的遠期匯率甚至由折讓短暫轉為小幅溢價（圖4.4）。2011年1月至7月期間，遠期匯率折讓大致平穩，與香港銀行同業拆息跟同期美元拆息息差大致穩定的情況相符。

與銀行同業拆息上升的趨勢相反，較長期的外匯基金票據及債券收益率於2011年下半年跟隨美國國庫券收益率下跌，導致港元名義收益率曲線變得平坦（圖4.5）。由於全球前景不明朗因素增加，美國政府債券較長期的收益率於第3季顯著回落。美國聯邦局於9月推出延長期限計劃（所謂的「扭曲操作」），亦對較長期的收益率構成一定程度的下調壓力。於2011年底，5年或以下期限的港元相對美元收益率差距轉為正數，但其他期限則仍為負數。

圖 4.6
新批按揭貸款的利率

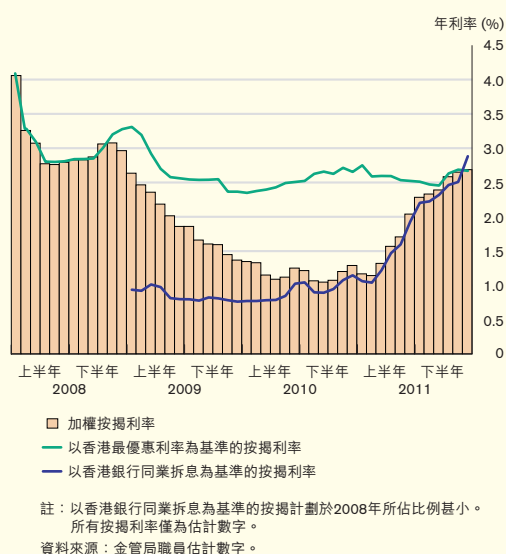
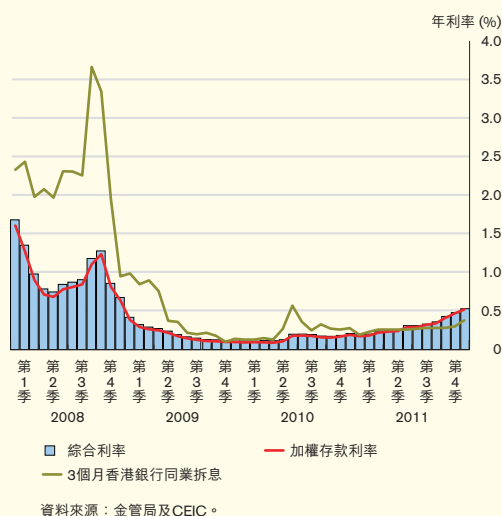


圖 4.7
存款利率及平均資金成本



在零售層面，港元貸款利率於2011年下半年似乎進一步上升，而銀行亦繼續收緊新批按揭貸款的利率（圖4.6）。儘管最優惠貸款利率保持不變於5.0厘或5.25厘，但以最優惠貸款利率為基準的按揭利率於2011年第4季輕微上升。以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率亦於2011年12月升至2008年後的高位，且估計平均水平高於以最優惠貸款利率為基準的利率。調查數據顯示，參照香港銀行同業拆息定價的新批按揭貸款比率，由2011年6月的80%降至2011年12月的8%，部份反映這種按揭利率上揚。總體而言，新批按揭貸款的加權平均按揭利率於2011年底升至約2.7%，大約返回2008年較後時的水平。

截至2011年12月前的6個月，零售銀行的港元加權存款利率亦逐步上升，但仍處於極低的水平，加上香港銀行同業拆息上揚，導致銀行平均資金成本略為上漲。作為該成本的計量指標，綜合利率由2011年6月底的0.31厘穩步爬升至2011年底的0.53厘（圖4.7）。初步跡象顯示，在人民幣貸款需求增加等因素的推動下，銀行於接近2011年底時向新客戶提供較優惠的人民幣存款利率，以吸引人民幣定期存款。年初，繼中國人民銀行將離岸人民幣結算利率削減27個基點至0.72厘後，本地人民幣存款利率於4月曾下調一次。

2012年首兩個月的數據顯示，雖然美國聯邦儲備局預測超低利率起碼維持至2014年，並且倫敦銀行同業拆息略為回軟，但是香港銀行同業拆息大致保持穩定。根據2012年2月的共識預測，在未來12個月內，3個月香港銀行同業拆息將無大變動。較長期的外匯基金票據及債券收益率則輕微下跌。港元貸款及存款利率會繼續受銀行體系內的存款供應及貸款需求變動所影響。

圖 4.8
貨幣基礎的組成部份

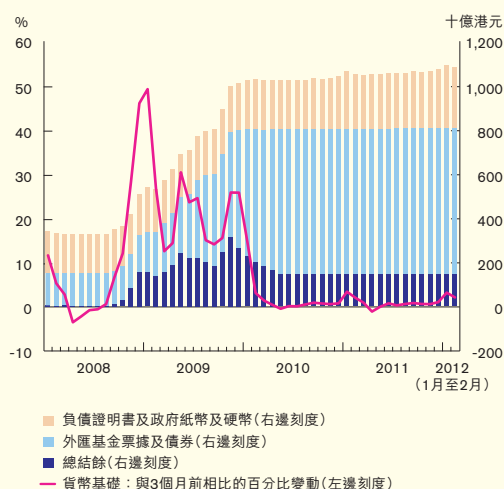
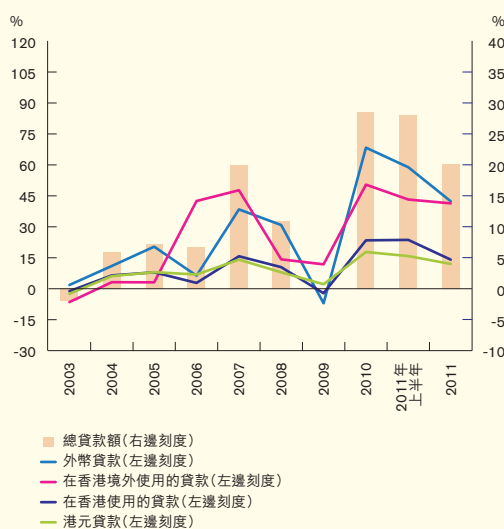


圖 4.9
貸款增長



4.2 貨幣及信貸

於2011年下半年，貨幣基礎略為增加，主要是由於對鈔票的季節性需求所致（圖4.8）。於11月22日開始流通的新系列面額50元及100元新鈔亦帶動未贖回負債證明書於年底前增長。與此同時，總結餘維持穩定於1,487億港元左右的水平，約佔貨幣基礎的14%。港元廣義貨幣總額繼續上升，其中M1及M3於2011年下半年分別增長5.2%及3.7%，而在上半年則分別增長3.5%及0.9%。

信貸方面，由於對外貨物貿易疲軟、增長前景轉弱及本地住宅物業市場持續整固，貸款總額擴張的情況於2011年下半年有所放緩，未償還貸款總額甚至於12月略微收縮。於2011年，貸款總額增長20.2%，增速低於2010年的增長率28.6%及2011年上半年按年率計的增長率27.9%（圖4.9）。外幣借貸及在香港境外使用的貸款增長放緩，但兩者的擴張速度仍超過港元借貸及在香港使用的貸款，足見與內地相關的貸款需求呈現放緩跡象。由於與內地相關的貸款是香港近期信貸週期的主要推動因素，專題2分析內地貨幣狀況如何影響香港的信貸發展。12月的數據顯示，香港的歐洲銀行機構的信貸總額有所收縮，客戶未償還貸款於月內下降6%，其中貿易融資貸款收縮超過20%。

圖 4.10
不同種類的在香港使用貸款

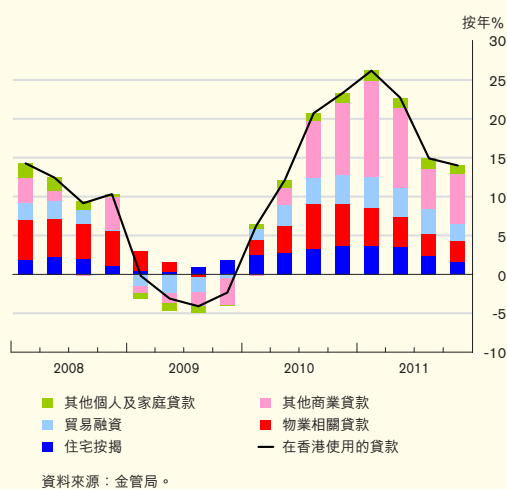


圖 4.11
存款增長

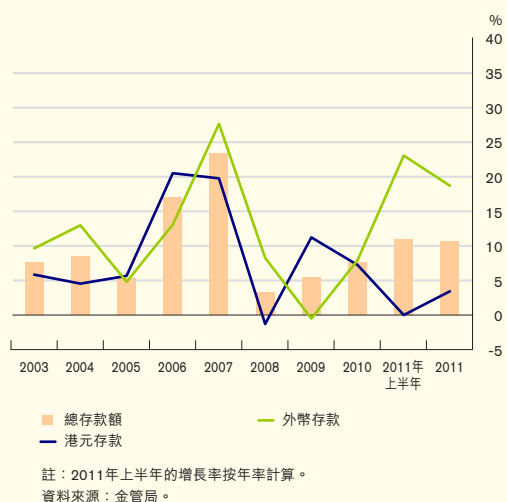
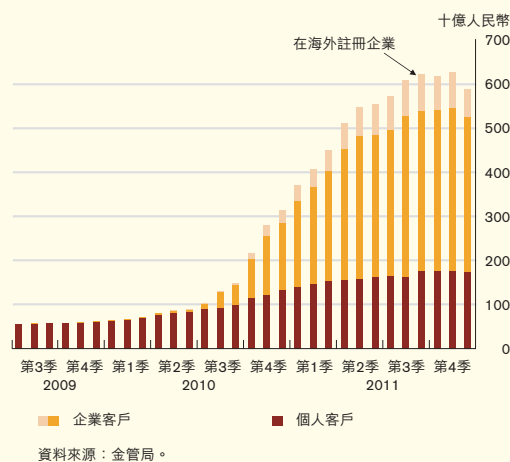


圖 4.12
香港的人民幣存款



接近2011年底，以港元借出並在香港使用的貸款增長動力亦有所減弱，全年增長9.5%，與年度名義本地生產總值8.7%的增幅相若。按經濟用途分析，在香港使用的大多數類別貸款（包括所有貨幣）於2011年下半年的按年計增幅均有所收窄（圖4.10）。按揭貸款方面，調查數據顯示，由於住宅物業市場疲軟，新取用貸款及新批貸款均顯著下跌。根據2011年12月金管局信貸狀況展望調查，受訪的認可機構預期，於未來3個月，總體貸款需求將稍趨穩定。¹⁵

金管局繼續密切監察信貸增長狀況，並已實施一連串的監管措施，以確保信貸可持續增長，以及銀行審慎管理信貸及流動性風險。舉例而言，金管局已要求銀行提升監管儲備水平，以建立更強大的緩衝機制，防範資產質素可能惡化。部份海外銀行亦被要求確保備有充足的長期資金以支持新增貸款（又稱期限配對），以保證其在不明朗的環境下擁有穩定的資金來源來支持貸款增長。鑑於銀行的內地業務日益重要，金管局亦已加強對本地銀行內地業務的監管。

存款總額於2011年上半年及下半年分別穩健增長5.4%及4.9%。全年存款總額增加10.6%，增幅較2010年的7.5%為大（圖4.11）。港元存款於2011年上半年走勢基本保持平穩，隨後爭取新存款的競爭加劇，並由此帶動存款利率上升，在一定程度上推動港元存款於下半年增長3.4%。然而，港元存款的增速仍遠低於外幣存款。實際上，外幣存款增幅保持強勁，人民幣存款是主要的推動因素。人民幣存款由2011年6月底的5,536億元人民幣增至2011年底的5,885億元人民幣，主要是來自企業存款增長（圖4.12）。

¹⁵ 數據顯示預期貸款需求將會上升的受訪機構比例減去預期貸款需求將會下降的受訪機構比例大致平穩。

圖 4.13
在岸及離岸人民幣匯率

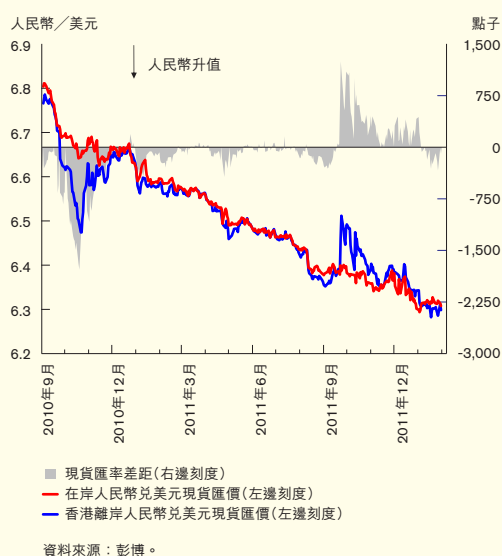


圖 4.14
人民幣貿易結算匯款

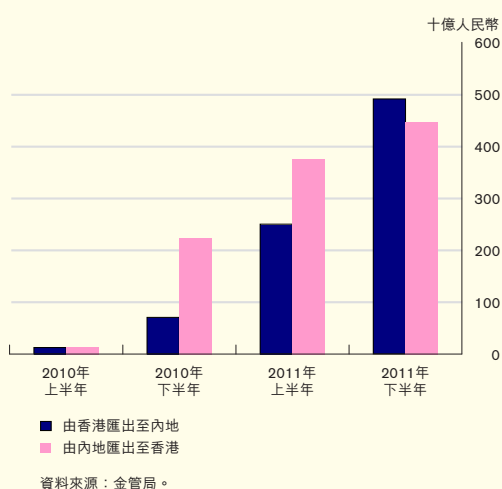


表 4.A
香港的人民幣業務

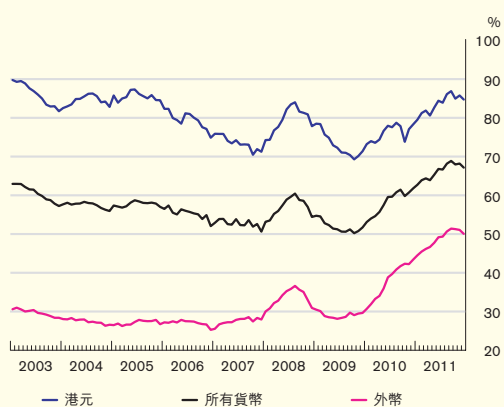
	2010	2011
	(人民幣億元)	
人民幣存款證餘額	57	720
人民幣貸款餘額	18	308
香港銀行對海外銀行應收款項	109	1,217
香港銀行對海外銀行應付款項	196	1,164
	(數目)	
海外銀行於香港銀行開設代理銀行帳戶數目	187	968

資料來源：金管局。

然而，月度數據顯示，香港的人民幣存款於2011年10月及12月有所收縮，反映全球市場因素令市場人士對離岸人民幣的需求減弱。尤其是在2011年第4季，在全球加強避險及投資者轉持避險貨幣(尤其是美元)的情況下，區內多數貨幣均被大量拋售。在此形勢下，香港的離岸人民幣相對在岸人民幣存在明顯折讓，扭轉早前離岸市場人民幣價格相對較高的狀況(圖4.13)。專題3分析內地在岸與離岸金融市場間價格差異的市場動態，包括在岸與離岸人民幣匯率的差距。然而，與同期大部份其他區內貨幣市場相比，香港離岸人民幣市場的下行壓力及波幅仍相對溫和。

儘管人民幣存款出現短期波動，香港的離岸人民幣銀行業務仍保持強勁的增長勢頭。經由香港銀行進行的人民幣貿易結算額由2011年上半年的約8,000億元人民幣增至下半年的1.1萬億元人民幣。與貿易結算相關的入款(由內地匯入香港)與出款(由香港匯出至內地)比例收窄至大致平衡的水平，由2011年上半年的1.5，收窄至下半年略低於1(即0.9)的水平(圖4.14)。與此同時，香港的非存款類人民幣銀行產品持續發展。銀行紛紛透過發售存款證及增加人民幣貸款來吸納人民幣資金(表4.A)。放眼本地以外的市場，在支持全球人民幣業務方面，香港銀行的角色日益重要。於2011年，海外銀行在香港銀行開設的人民幣代理銀行帳戶的數目上升逾4倍，香港銀行的銀行同業人民幣跨境債權及負債亦快速擴張。展望未來，中央政府於8月宣佈的新政策措施，包括進一步擴展人民幣貿易結算計劃、支持在外商來華直接投資中使用人民幣，以及推出適用於內地證券市場投資的人民幣合資格境外機構投資者計劃，預期會促進香港與內地的人民幣雙向流通，從而進一步推動香港人民幣銀行業務發展。

圖 4.15
貸存比率

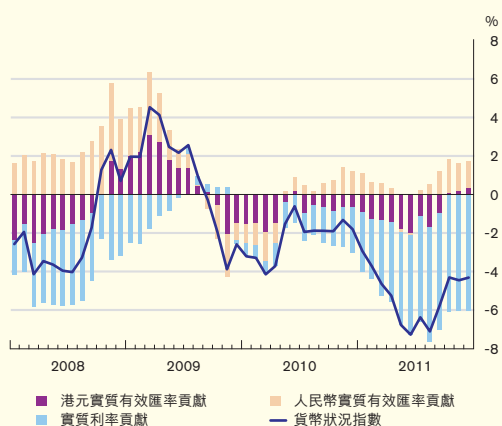


資料來源：金管局。

就銀行業整體而言，隨著貸款增速放緩及存款增速加快，貸存比率於2011年第4季有所回落，遏止了2010年以來大致上升的趨勢（圖4.15）。港元貸存比率於2011年共上升6.4個百分點，略低於2010年6.9個百分點的升幅。美元貸存比率於2011年亦大幅上升。

2011年下半年貨幣狀況指數反彈，顯示擴張性的貨幣狀況減弱（圖4.16），但該指數仍處於負數區域。貨幣狀況指數上升，主要由於港元及人民幣實質有效匯率上升，抵銷實質利率低企的影響。

圖 4.16
貨幣狀況指數



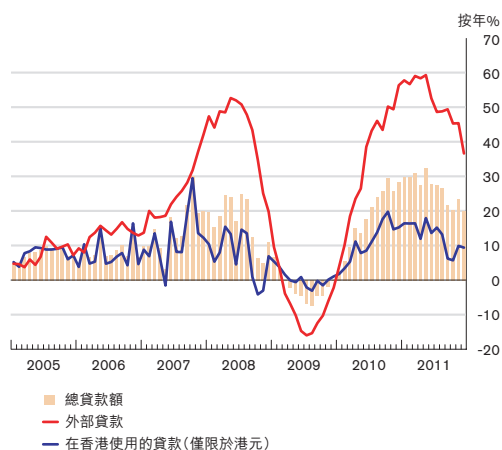
註：貨幣狀況指數是實質利率與港元及人民幣實質有效匯率的4個季度變動的加權總和。

資料來源：金管局及職員估計數字。

專題 2

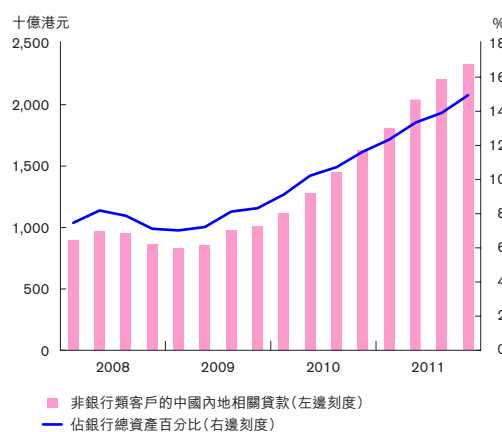
香港的信貸發展與中國內地貨幣狀況的關係

圖 B2.1
貸款按年增長



註：外部貸款指外幣貸款加上在香港境外使用的港元貸款。
資料來源：金管局。

圖 B2.2
香港銀行對非銀行類客戶的中國內地相關貸款



資料來源：金管局。

外部貸款（即外幣貸款加上在香港境外使用的港元貸款）已成為本港銀行體系日益重要的組成部份。自2007年以來，香港信貸週期的波幅似乎部份受外部貸款影響而有所擴大（圖B2.1）。外部貸款增長的波動，可能會透過影響貸存比率，對銀行業的流動資金狀況產生重要影響。自2010年以來，隨著外部貸款快速增長，貸存比率顯著上升，給銀行帶來一定程度的資金壓力。

香港銀行對非銀行類客戶的中國內地相關貸款（exposure）快速增長（圖B2.2），表明與內地相關的借貸活動可能是自2008年以來推動外部貸款的一項主要因素。有部份論者認為，內地的貨幣狀況變化，是造成本地信貸需求強勁的部份原因。以往的研究¹⁶顯示，儘管聯繫匯率制度會使香港銀行同業拆息緊貼美元倫敦銀行同業拆息的走勢，但內地的貨幣狀況仍有可能影響香港銀行同業拆息。然而，內地的貨幣狀況是否會對香港的信貸發展產生直接影響？如果是，其影響有多大？以下分析試圖解答這些問題。

¹⁶ 參閱由何東等人(2007)撰寫的「中國內地宏觀經濟波動對港元短期利率的影響」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號17/2007。

圖 B2.3
香港的外部貸款及內地貨幣狀況的指標

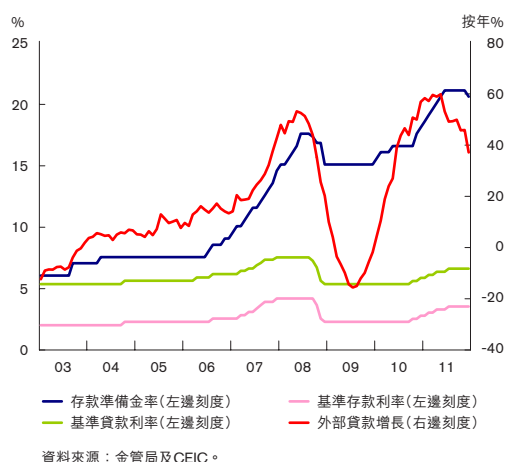
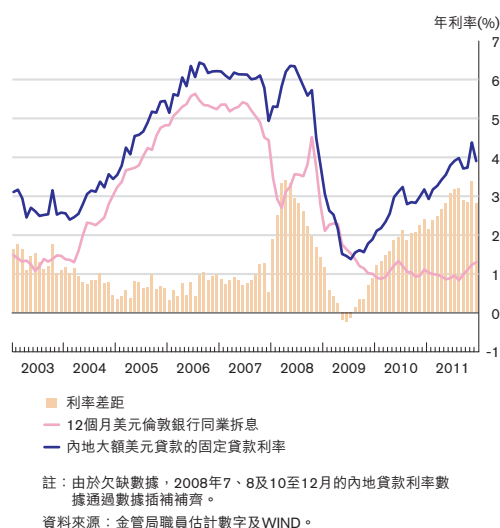


圖 B2.4
人民幣的升值預期



圖 B2.5
中國內地的美元貸款利率及12個月美元倫敦銀行同業拆息



甚麼潛在因素決定來自內地的信貸需求

內地的貨幣狀況不但影響內地機構的整體信貸需求，亦某程度上影響內地機構選擇哪個市場以滿足這些需求。本分析專注於以下四個有關內地貨幣狀況的變量。

- **人民幣政策利率。**一般而言，政策利率走勢似乎與經濟週期波動一致（圖B2.3）。政策利率上調，意味著內地貸款成本上升，可能促使內地機構更多地在境外（包括香港）借貸。
- **存款準備金率。**作為中國內地調節貨幣量的重要政策工具（圖B2.3），存款準備金率上調，意味著內地銀行於內地放貸的能力受到削弱，可能促使部份貸款需求分流至香港銀行。
- **人民幣的升值預期。**除人民幣利率外，對未來人民幣匯率的預期，亦決定人民幣的整體借貸成本（carrying cost）（圖B2.4）。舉例而言，人民幣升值預期幅度加大，可導致人民幣整體貸款成本上升，進而可能推動港元及美元等其他幣種的貸款增長。
- **內地美元利率與美元倫敦銀行同業拆息的息差。**在內地的資本帳限制下，視乎內地的美元供求狀況，內地與國際市場（包括香港）的美元利率可能差異甚大（圖B2.5）。舉例而言，內地對比香港的美元利率上升，可能會促使內地企業更多地在香港而非內地進行美元借貸活動，進而推動香港的外部貸款增長。

基於向量自回歸模型的統計分析

為理解香港的外部貸款增長及總貸存比率對內地衝擊 (shocks) 的動態反應，我們建構一個含有11個變量 (包括全球及內地變量) 的向量自回歸模型。¹⁷ 估算模型時所採用的樣本期為2003年初至2011年9月。

估算結果支持我們理論上有關內地貨幣狀況將如何影響香港信貸發展的討論 (如上文所述)。具體而言，該結果表明，高於預期的內地整體貸款成本 (如內地的人民幣政策利率上揚、美元利率差距擴大及人民幣的升值預期升溫)，傾向引致香港的外部貸款加速增長及貸存比率上升。同樣，若內地採取較預期更緊的貸款控制 (如收緊存款準備金率)，似乎亦產生類似影響。

表 B2.A
內地的貨幣狀況與香港信貸發展的關係

衝擊 (非預期的變動)	對以下項目的估計影響	
	外部貸款 按年增長	總貸存比率
人民幣政策利率 ↑ 25個基點	↑ 5個百分點 (一年後)	↑ 0.5個百分點 (兩個月後)
人民幣 匯率的升值預期 ↑ 1個百分點	↑ 1個百分點 (一個月後)	↑ 0.5個百分點 (七個月後)
內地美元利率 對倫敦銀行同 業拆息的息差 ↑ 50個基點	↑ 1.3個百分點 (三個月後)	↑ 0.7個百分點 (一個月後)
存款準備金率 ↑ 25個基點	↑ 2.5個百分點 (七個月後)	↑ 0.5個百分點 (一年後)

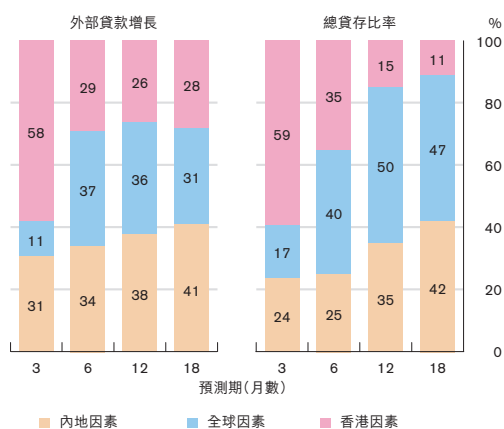
資料來源：金管局職員估計數字。

表B2.A呈列我們模型中有關內地貨幣狀況影響的若干定量估計。

估算結果亦揭示了內地變量的衝擊對推動近年香港外部貸款增長及貸存比率的重要性 (圖B2.6)。視乎預測期長短，在香港外部貸款增長或總貸存比率的非預期的變動中，分別約有31 - 41%及24 - 42%源自於內地因素 (所有內地變量考慮在內)。

然而，在詮釋有關結果時，有兩點需要留意：其一，鑑於估計的樣本期相對較短，且其間市場波動及發生多宗全球事故，故該樣本期或不能代表正常時期。因此，有關定性估計宜視為指示性質而非確切定論；其二，本分析所計算的是樣本期內的平均影響，而由於近年香港銀行向內地貸款增長快速，可能低估了內地衝擊對香港信貸發展的實際影響。

圖 B2.6
對外部貸款增長及貸存比率預測誤差變異的分解圖示



註：此分解方法將不同預測期下的預測外部貸款增長或總貸存比率的誤差變異，分作多個源自不同變數的組成部份並計算其所佔百分比。

資料來源：金管局職員估計數字。

¹⁷ 11個變量為：(1)G3工業生產指數；(2)12個月美元倫敦銀行同業拆息；(3)美元名義有效匯率；(4)內地工業生產指數；(5)內地的存款準備金率；(6)內地的政策利率；(7)內地的人民幣貸款額；(8)人民幣兌美元匯率的12個月預期變動；(9)內地的12個月美元貸款利率與同期倫敦銀行同業拆息之間的差距；(10)香港的貨品貿易總值；及(11)香港外部貸款或總貸存比率。

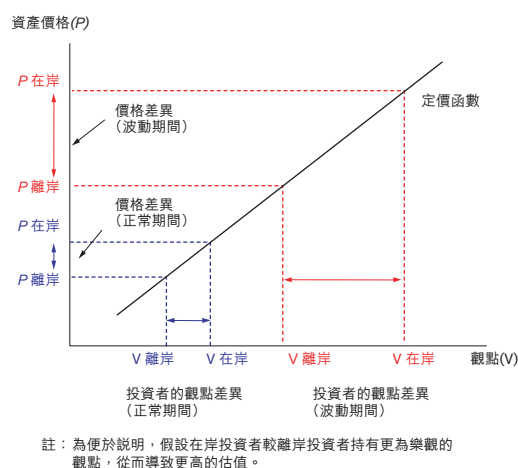
專題 3

中國內地在岸與離岸金融市場之間的價格差異

由於中國內地的資本帳尚未完全開放，令相同的資產在離岸及在岸市場間存有制度性的分割。典型的例子包括A股及H股、在岸交收及離岸不交收的人民幣遠期外匯市場及在岸及離岸的人民幣現匯市場。近年來，雖然在岸及離岸市場不斷融合，但明顯的價格差異仍然存在。為更好理解價格差異的市場動態，本專題將探究以下三個問題：(i)為甚麼對於相同的資產，在岸與離岸投資者所支付的價格會不一樣；(ii)價格差異是否會隨著時間的推移而消失；及(iii)兩類市場之間是否存在因果聯繫。

我們建立了一個包含香港與內地投資者之間可能存在着不同觀點此一因素的框架^{18及19}。在該框架中，資產價格取決於投資者的觀點，而投資者的觀點則受他們對內地宏觀經濟前景的預測、對內地貨幣政策的看法及市場情緒的預期所影響。鑑於香港與內地投資者接收的資訊存在差異，他們對相同資產的估值可能會因觀點不同而有所區別。

圖 B3.1
價格差異與投資者觀點差異之間的關係



我們繼而抽取香港與內地投資者之間觀點分歧程度的相關資料。投資者的觀點因對所觀察到的股價、匯率、宏觀經濟及資產負債表資料等市場數據有不同見解而出現分歧。²⁰ 在研究價格差異的變化時，我們量化了投資者不同觀點的分散程度，將其作為一個解釋變量。²¹ 圖B3.1透過圖示說明價格差異與投資者觀點差異之間可能存在的聯繫。該圖表明，根據

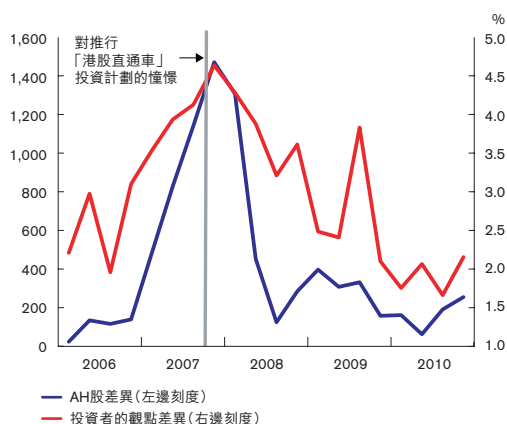
¹⁸ 香港投資者包括參與香港市場的國際投資者。

¹⁹ 該分析框架是指以下兩份論文中所提出的結構化定價模型。對於股市市場，參閱由鍾子健等人(2011)撰寫的《香港金融研究中心工作論文》第33號「Explaining share price disparity with parameter uncertainty: Evidence from Chinese A- and H-shares」。對於遠期匯率市場，參閱由李家輝等人(2012)撰寫的「Determinants and dynamics of price disparity in onshore and offshore RMB forward exchange rate markets」，《香港金融研究中心工作論文》(即將出版)。

²⁰ 此與金融文獻中有關不確定參數的觀點吻合，該觀點假設投資者不能確定結構性定價模型的參數。有關例子，參閱L.Pastor及P. Veronesi (2003)，「Stock Valuation and Learning about Profitability」，《Journal of Finance》，第58(5)期，第1749至1789頁。

²¹ 此等模型估計使用貝葉斯(Bayesian)算法。貝葉斯原理稱，已估計了的模型參數後驗分佈含有有關投資者過往觀點差異的資訊。投資者觀點之間的分歧程度根據模型參數估計的標準偏差予以量化。

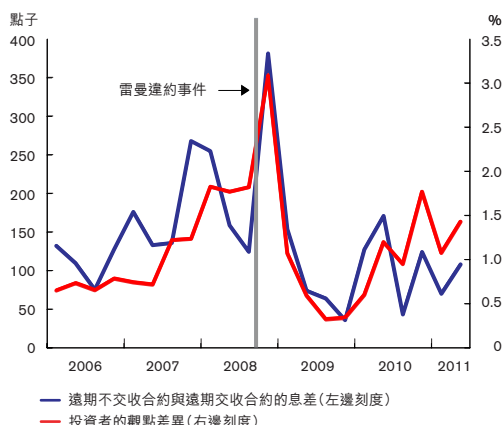
圖 B3.2
A股與H股市場的價格差異及投資者的
觀點差異



註：

- 樣本期：2006年第1季至2010年第4季。
- A、H股差異為恒生A股指數與恒生H股指數之間的絕對差異。

圖 B3.3
在岸遠期交收合約市場及離岸遠期
不交收合約市場的價格差異及
投資者觀點的差異



註：

- 樣本期：2006年第1季至2011年第2季。
- 息差指在岸遠期交收合約匯率與離岸遠期不交收合約匯率之間的絕對差異。

表 B3.A
衰減測試的結果

價格差異	每一單位衝擊衰減至其一半數 值所需的交易日數 ¹
A股及H股 ²	35.1
人民幣遠期交收合約及 遠期不交收合約	3.4
香港離岸人民幣市場及 在岸人民幣市場	13.5

註：

- 日數計算公式： $\log(2)/\log(1+b)$ ，其中， b 為 $y_t - y_{t-1} = a + by_{t-1}$ 的迴歸係數， y 代表價格差異數據， a 代表截距。
- 僅為2009年11月至2011年11月份樣本期的結果。2006年1月至2011年11月更長樣本期的結果表明交易日數顯著增加。

我們框架內所得出的定價函數計算，當在岸及離岸投資者觀點不一致時，兩個市場的價格可能不同，而當投資者的觀點差異越大時，價格差異會越大。

圖B3.2及B3.3分別顯示A、H股及人民幣遠期外匯市場價格差異及投資者觀點差異的實證關係。²²就此兩個市場而言，結果表明，價格差異與投資者觀點差異的變量走勢一致。應當注意的是，價格差異及投資者觀點差異的水平在正常情況下會較為輕微，而只會在市場動盪期間急升。這種現象與本框架十分吻合，因為在困境時期，不明朗因素往往會增加，再加上不同投資者之間存在一定程度的資訊不對稱，可能會導致投資者觀點的差異擴大，進而導致更大的價格差異。

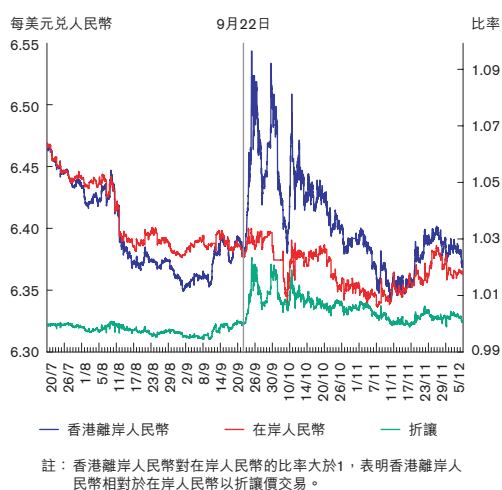
既然價格差異普遍存在，我們有興趣了解這種差異是否具有自我修正的屬性。尤其當額外的市場衝擊令價格差異進一步擴大，此擴大會否持續一段長時間，還是會逐漸重返長期平均差異的水平？²³為探討此問題，我們採用衰減測試去探討就每一單位的衝擊效應減半所需的交易日數。結果表明，所有市場的價格差異均會漸次重歸其長期平均水平，這意味著衝擊帶來的影響，只會使價格差異短暫偏離其長期差異水平。表B3.A概述該衰減測試的結果。以人民幣遠期外匯市場為例，每一衝擊單位所造成的影響約需3個交易日將其減半，而餘數再減半則需時另外3個交易日，如此類推。

就價格差異而言，我們關注的一個主要問題是，離岸市場的重大價格變動是否會導致在岸市場出現不利的異常情況？為探討此問題，我們使用高頻率數據(每5分鐘記錄一次匯率)，研究在岸人民幣與香港離岸人民幣現匯市場之間的相互影響。我們選擇該市場作為研究對象的原因是，在2011年9月底，離岸人民幣現貨匯率急跌，而在9月23日與在岸人民幣的匯率差幅比較，更擴闊至1.94%。

²² 由於缺乏足夠的長樣本期的數據，故並無對在岸人民幣及香港離岸人民幣現貨市場的價格差異進行類似測試。

²³ 儘管這種長期均衡可能由於在岸及離岸市場各自的市場發展而出現變動，但我們仍可測試出衝擊所導致的差異相對於其各自的長期均衡水平的差距是否正在加大(代表偏離)或縮小(代表收斂)。

圖 B3.4
2011年7月13日至12月7日的
香港離岸人民幣及在岸人民幣匯率



實證測試表明，於2011年9月22日之前（圖B3.4），香港離岸與在岸人民幣匯率之間存在雙向關係。²⁴ 然而，於第二個分段期間，則出現由在岸匯率影響離岸匯率的因果關係，而相反方向的關係則並不顯著。該結果表明，當香港離岸人民幣匯率處於相對穩定的期間，在岸及離岸市場會互相影響。而在香港離岸人民幣匯率較為波動的第二個分段期間，這種關係則變更為在岸人民幣匯率領先香港離岸人民幣匯率的單向關係。這項結果及價格差異具有自我修正屬性（即這兩種匯率隨著時間逐漸趨同）的實證發現同時顯示，在岸人民幣匯率具有定錨作用，拉回大幅偏離的離岸匯率。²⁵

上述分析確認，資訊不對稱及內地與香港市場的分割，是導致在岸與離岸市場之間出現價格差異的主因。儘管結果表明，一定程度的價格差異或會持續，但由於存在着自我修正機制，任何重大差異很有可能僅屬暫時現象。此外，從在岸及離岸人民幣現貨匯率的研究中，並無證據顯示離岸市場的波動會導致在岸市場出現異常。展望未來，只要資訊不對稱、市場分割及有限套戥的現象仍然存在，價格差異仍會持續。在市場動盪期間，差異可能會比較顯著。但隨著內地與香港的金融市場進一步融合，以及內地資本帳的開放，這種差距將會收窄。

²⁴ 所運用的測試指格蘭杰因果關係檢驗(Granger causality test)及互相關測試。格蘭杰因果關係檢驗是一種用以確定某種變量是否會「導致」另一種變量的統計假設測試。互相關測試與格蘭杰因果關係檢驗相似，但前者使用卡方驗證法(Chi-square test)來驗證當前期間的某種變量會否與早前期間的另一種變量存在共同的相互聯繫。

²⁵ 類似的因果關係檢驗亦以每日數據應用於A、H股及人民幣遠期市場。在這兩種市場而言，在岸價格與離岸價格均相互影響，此外，並無明確的統計證據指出離岸市場的波動會加大在岸市場的波動，亦即由離岸市場流至在岸市場的波動性溢出並不存在。

資金流

資金流於2011年下半年繼續受不同的風險情緒所影響。避險情緒升溫及全球股市大幅下挫，令港元需求於第3季轉弱。進入第4季，隨著歐元區主權債務危機加深，港元需求變得較為反覆。展望未來，2012年的資金流向及規模仍極不明朗，並且會繼續受歐元區的事態發展所影響。

4.3 資金流

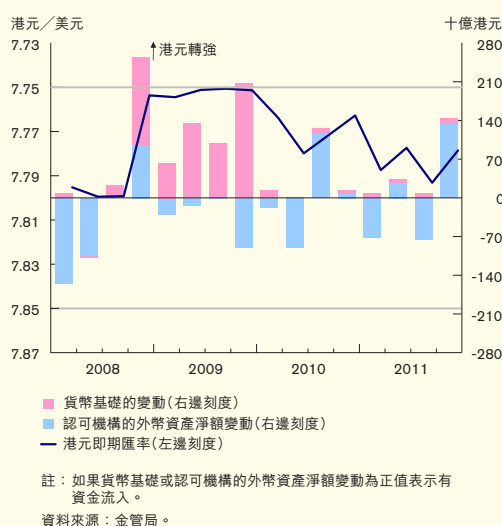
港元資產需求

在動盪的宏觀經濟及金融環境下，不同的價格及數量指標顯示，港元需求於2011年第3季大致疲弱，並於第4季變得較為反覆。然而，兌換保證並未被觸發，港元兌美元即期匯率亦只是於窄幅上落。

於2011年第3季，港元匯率轉弱及銀行體系的外幣資產淨額減少，反映港元需求轉弱（圖4.17）。首先，港元兌美元即期匯率由第2季的平均值7.7773降至第3季的7.7931。其次，認可機構的外幣資產淨額於7月至9月期間連續3個月出現收縮，顯示有資金流出非銀行私營部門。²⁶ 與此同時，雖然港元貸款增加，但是港元存款稍為下降。

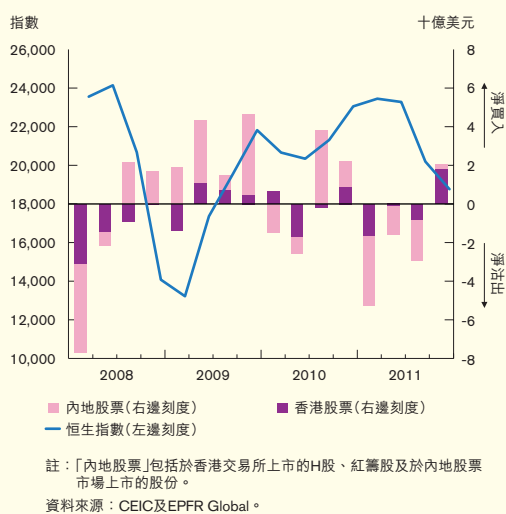
於截至2011年9月的3個月內，港元及多種區內貨幣均面臨沽售壓力，主要原因在於全球避險情緒升溫，以及對美元等避險資產的需求增加。於8月，美國主權信用評級遭調降，引發一輪拋售潮，投資者紛紛減持風險資產。對歐元區主權債

圖 4.17
資金流指標



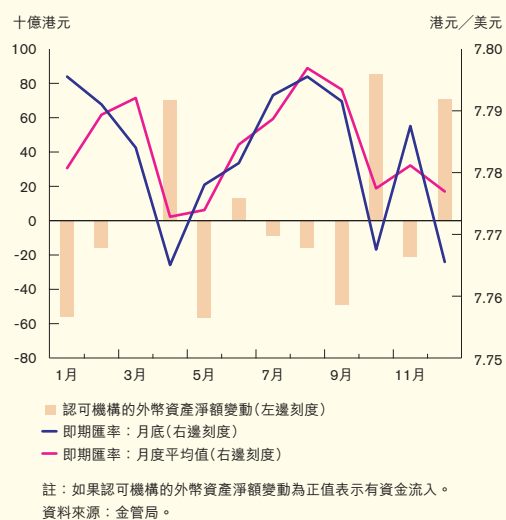
²⁶ 留意認可機構外幣資產淨額（數值上相等於港元負債淨額）的變動會受到價格及匯率改變等估值變動的影響，所以它們僅屬港元資金流淨額的代理指標。

圖 4.18
股票資金流的市場調查



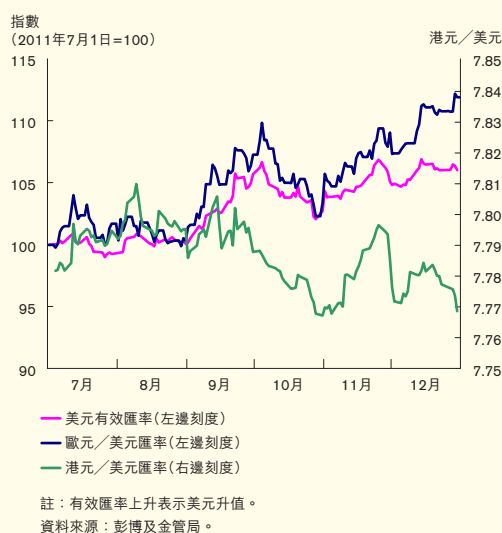
務危機的憂慮持續上升，亦進一步削弱市場信心，同時亦降低了風險胃納。於9月，多種區內貨幣錄得自三年前雷曼兄弟倒閉以來的最大單月跌幅。同月，甚至連香港的離岸人民幣亦面臨沽售壓力，相較在岸人民幣存在折讓。這與2011年上半年的情況相反，當時離岸人民幣匯率相對於在岸匯率一直存在溢價。市場調查顯示，海外投資者於第3季淨沽出香港股票及包括H股在內的內地相關股票，顯示港元資產需求下降（圖4.18）。區內股票價格於8月及9月亦普遍急挫，下跌幅度較美國股市更為嚴重。

圖 4.19
2011年匯率及認可機構的外幣資產淨額變動



港元需求於2011年第4季變得較為反覆，於10月及12月面臨買入壓力，而於11月則面臨沽售壓力（圖4.19）。就整個季度而言，港元兌美元即期匯率稍微轉強，而認可機構的外幣資產淨額亦有所增加，可見港元需求大致較第3季強勁。此外，期內港元存款增幅亦遠高於港元貸款的增幅。

圖 4.20
2011年匯率變動



與歐元區主權債務發展狀況相關的對風險的極端情緒反應，以及銀行的年末資金需求，使到港元需求於2011年10月至12月期間變得較為反覆。具體來說，當美元於10月處於弱勢，港元即期匯率轉強，而當美元於11月處於強勢，港元即期匯率就轉弱，這大致反映出港元即期匯率受美元兌其他主要貨幣(特別是歐元)的波動所影響(圖4.20)。接近2011年底，由於市場人士為應對年末資金需求，所以增加利用貨幣互換合約以美元換取港元，令港元即期匯率轉強。上述交易亦使港元遠期匯率折讓顯著收窄。

於2012年首兩個月，隨著港元與其他區內貨幣同時轉強，資金流入壓力似乎仍在持續。金融市場情緒亦迅速轉好，恒生指數錄得自1996年以來的最大1月份升幅。

國際收支平衡及跨境資金流

最新國際收支平衡統計資料顯示，儲備資產繼續增加，2011年第3季的增幅為236億港元(佔本地生產總值的4.8%)，而前兩季的平均季度增幅為191億港元(佔本地生產總值的4.3%)。儲備資產於第3季增加，是由以港元購買外幣、外幣資產收入及負債證明書增加所帶動。最新數據顯示，外匯基金的外幣儲備資產於第4季進一步增加。

雖然貿易條件略有惡化(即出入口價格比率下降)，但與第2季相比，2011年第3季經常帳盈餘仍出現反彈，不過尚無法確定始於2009年的盈餘縮小趨勢會否趨於穩定，甚至出現逆轉(圖4.21)。由於服務貿易盈餘增長超過貨物貿易赤字收縮的幅度，經常帳盈餘於第3季改善至342億港元(佔本地生產總值的7.0%)。

圖 4.21
經常帳盈餘

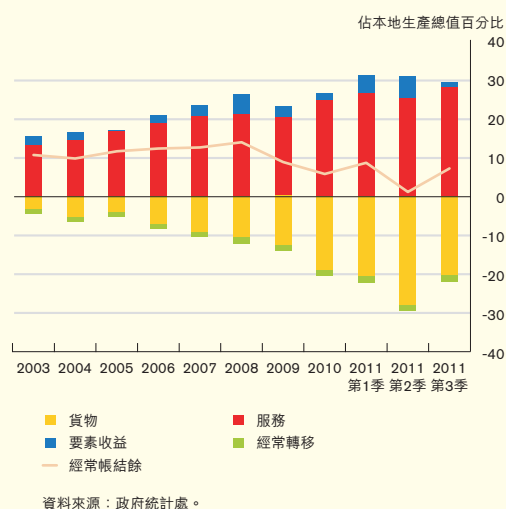


圖 4.22
跨境資金流

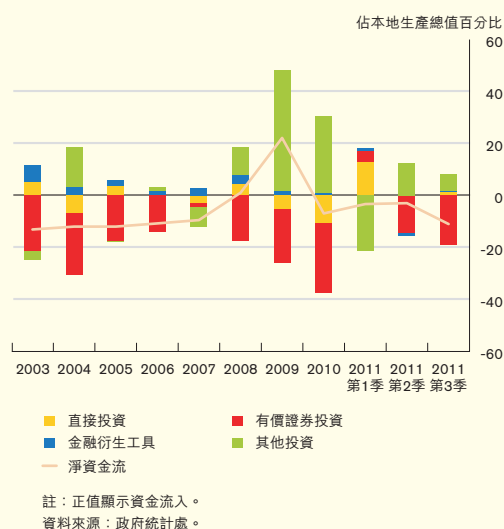
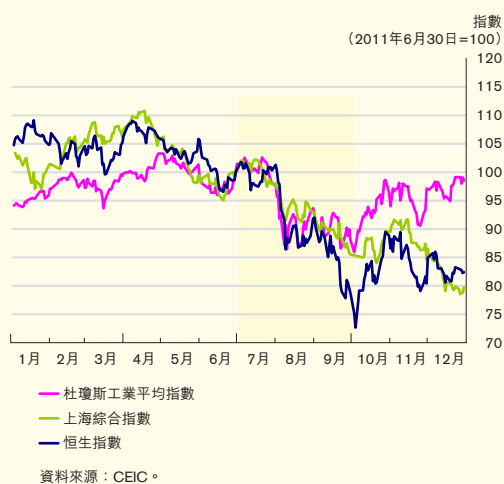


表 4.B
跨境有價證券投資資金流

(十億港元)	2010	2011		
		第1季	第2季	第3季
來自香港居民				
股票證券	-364.1	-51.5	-96.0	-154.9
債務證券	-275.7	60.3	-11.6	25.5
來自非香港居民				
股票證券	143.9	-2.5	37.2	18.2
債務證券	28.6	11.4	7.6	16.8

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

圖 4.23
股市表現



2008年及2009年全球金融危機期間出現的私人金融資金淨流入自2010年起已出現逆轉，回復至資金淨流出的狀況（圖4.22）。²⁷ 其中，2011年第3季錄得545億港元（佔本地生產總值的11.1%）的較大規模私人金融資金淨流出，高於前兩個季度的季度平均資金淨流出146億港元（佔本地生產總值的3.3%），大致反映經常帳的變動。按組成部份分析，香港於第3季錄得資金淨流出，主要是由於證券投資淨流出超過有關貸款及存款的其他投資淨流入所致。

證券投資於2011年第3季錄得資金淨流出，主要是由於股票證券投資淨流出超過債務證券投資淨流入（表4.B）。來自本地居民的股票證券投資流出於2011年首三個季度連續增長，於第3季達到1,549億港元（佔本地生產總值的31.6%），為2008年第2季以來的高位。部份股票證券投資可能與本地居民在市場上買入由外國投資者減持的若干在本地上市但註冊地點位於境外的股票有關。此外，股票資金可能已從本地股市轉向其他發達經濟體系的股市。在此情況下，本地股市於第3季的表現遜於美國股市（圖4.23）。

²⁷ 鑑於香港在過去錄得可觀的經常帳盈餘，在儲備資產變化不大的情況下，香港出現私人金融資金淨流出實屬正常。

圖 4.24
銀行貸款跨境資金流



另一方面，有關存款及貸款的其他投資於2011年第3季錄得資金淨流入，部份是由於非居民的貨幣及存款資金淨流入所致。本地銀行業數據亦顯示，來自境外銀行的外幣銀行同業資金於第3季有所增長。與此同時，本地銀行向非居民提供並且為數不少的貸款資金流出於第3季持續，但貸款增速有所緩和，與總貸款增長放緩的情況相符（圖4.24）。部份流出貸款與內地需求有關，內地借款人從而受惠於低企的美元及港元利率。

資金流展望

踏入2012年，資金流向及規模極不明朗。接近2011年底時的經驗再次說明區內資金流及匯率變動對全球金融狀況及投資者風險偏好非常敏感。例如，面對美元資金缺口、資本短缺及脆弱的歐洲經濟狀況，歐元區銀行如何重整其國際業務，可能會對包括香港在內的區內經濟體系的資金流產生重大影響。

大致而言，發達經濟體系可能會進一步推出貨幣寬鬆措施，而全球經濟亦有可能出現雙軌復甦，上述因素或會引致資金流入區內；但與此相反的情況是，雖然美國聯邦儲備局釋放於短期內不會加息的訊號，但是如果歐元區主權債務危機進一步升級，可能會打擊投資者信心，導致區內出現大規模資金流出。

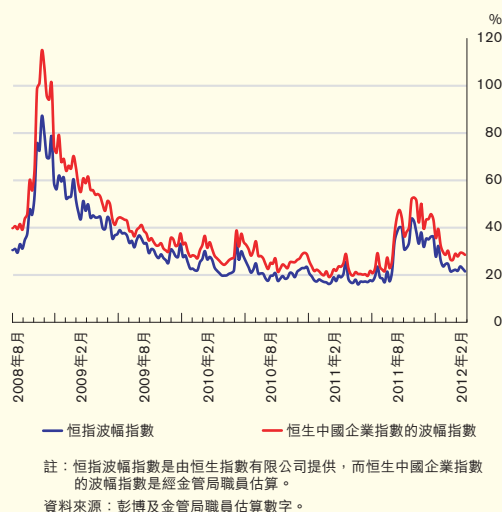
資產市場

在過去6個月，本地股市大幅上落。於回顧期初，本地股市經歷急劇拋售，其後，在全球經濟前景改善及風險胃納增強等利好因素刺激下，股市止跌回升。港元債務市場溫和擴張，而非金融機構發行人發債額上升，帶動離岸人民幣債券市場顯著增長。

住宅物業市場逐步整固，市場交投淡靜，價格偏軟。工商物業市場亦面臨下行壓力，但租賃需求仍大致保持韌力。除非外圍環境出現進一步的下行風險，否則，對利率持續低企及供應緊絀的預期，可能會進一步推高物業市場的財務槓桿水平。有見及此，繼續就銀行信貸實施監管限制仍屬必要。

4.4 股市

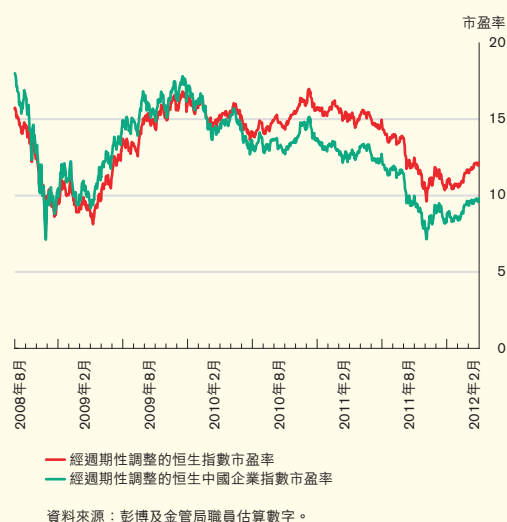
圖 4.25
恒指波幅指數及恒生中國企業指數的波幅指數



於回顧期初，受本地及外圍的負面因素拖累，本港股市繼續受壓。外部需求疲弱，令經濟發展近乎停滯。內地進一步收緊銀根，導致營商環境轉差。歐洲主權債務問題加深，而美國則經濟復甦乏力。雖然市場因估值較低而具有吸引力，但風險重整仍把引伸波幅推至全球信貸危機以來的最高水平（圖4.25及4.26）。然而，隨著歐洲資金緊絀狀況紓緩、內地通脹見頂、美國經濟前景改善，外圍環境於2011年底有所改善，吸引投資者趁低吸納，令全球股市反彈。本地股市亦重拾升軌，成交量快速回升。

整體而言，恒生指數於2011年9月至2012年2月期間輕微上升5.6%，而恒生中國企業指數（又名H股指數）則上升8.1%。各項分類指數中，金融分類指數因投資者信心恢復而上升7.1%。期內，在極不明朗的宏觀經濟環境下，小型股（下跌2.7%）表現不如大型股（上升5.5%）。

圖 4.26
經週期性調整的恒生指數及恒生中國企業指數的市盈率

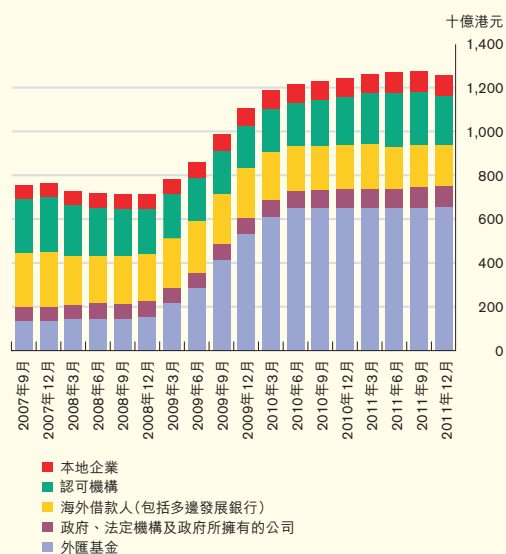


展望未來，雖然於短期內急劇下跌的期權引伸概率已大幅回落，但鑑於全球市場前景不明朗，市場很可能繼續波動（圖4.27）。市場預期歐洲經濟極有可能會放緩，甚至衰退。但主要的憂慮還是歐洲銀行去槓桿化的力度，以及倘若去槓桿化力度很大，是否會引致全球信貸緊縮。外部需求疲弱，加上成本在通脹高企的環境下上漲，令包括香港在內的大部份新興市場所面臨的經濟增長下行風險大幅上升。假如全球貨幣環境轉趨寬鬆，則可望抵銷利淡前景的因素。美國聯儲局已承諾將其超寬鬆政策再延續3年。假如通脹見頂，包括中國人民銀行在內的大多數新興市場央行可望獲得放寬貨幣政策的空間。歐洲銀行去槓桿化的影響尚難以確定，而推行下一輪寬鬆貨幣政策的程度及速度能否足以紓緩當前的狀況亦不明朗。上述因素將使本地股市的前景蒙上陰影。

圖 4.27
未來1個月內恒生指數下跌10%的期權引伸概率

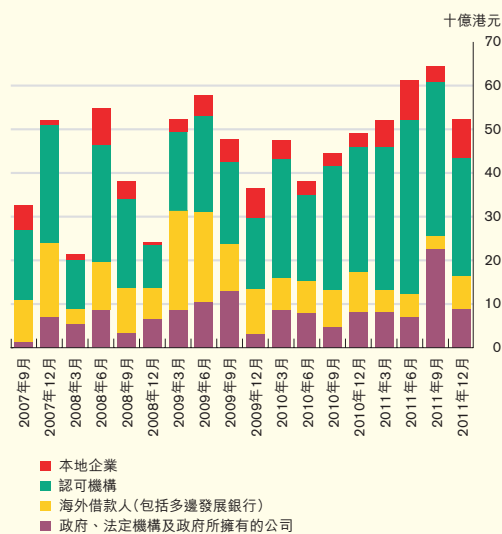


圖 4.28
未償還的港元債務



資料來源：金管局。

圖 4.29
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務



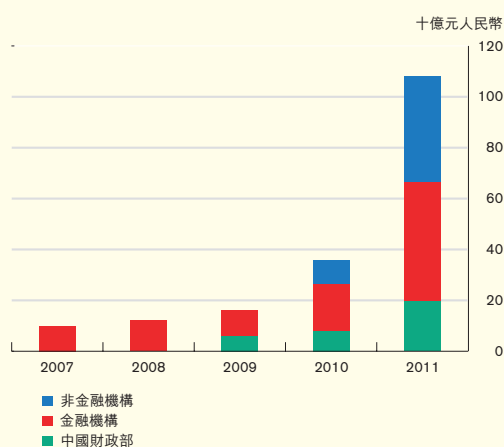
資料來源：金管局。

4.5 債務市場

雖然去年投資者大舉重新評估風險，但港元債務市場仍略有增長。截至2011年12月底，未償還的港元債務總額按年增長1.2%至12,609億港元，相當於港元貨幣供應量M3的31.1%或整個銀行業港元資產的25.1%。增長乏力主要是由於私營海外借款人未償還的債務金額按年減少9.9%所致（圖4.28）。在去年歐洲債務危機惡化的環境下，私營機構發行人在包括港元債務市場在內的國際資本市場籌資時普遍面臨更嚴峻的困境。

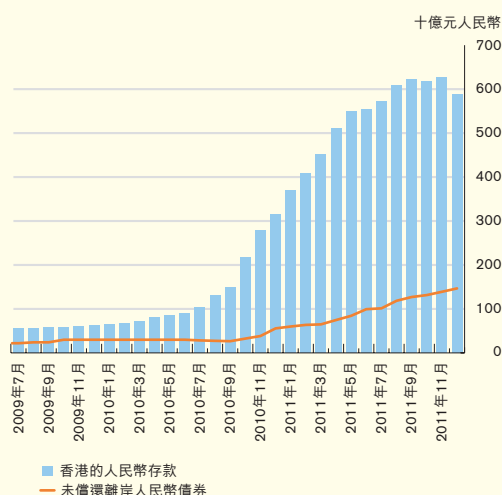
2011年的新債發行額按年增長2.9%至20,713億港元。外匯基金及認可機構為主要的增長推動因素，於去年的發債額分別增加246億港元及220億港元，合共佔總發債額增幅的2.3%。政府亦是一手債務市場的活躍參與者，在政府機構債券發行計劃下發行合共115億港元的債券，並向零售投資者售出100億港元的3年期通脹掛鉤債券。由於需求因風險重估而下降，私營海外借款人的發債額減少38.9%，令增長減少0.7%（圖4.29）。然而，由於近期風險胃納增強，加上銀行業在本地及區內的融資成本增加，私營海外借款人的發債額今年有望回升。

圖 4.30
新發行的離岸人民幣債券



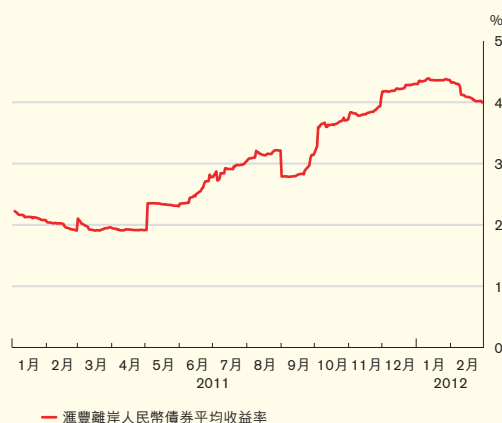
資料來源：各通訊社及金管局職員估算數字。

圖 4.31
香港的未償還離岸人民幣債券及
人民幣存款



資料來源：金管局。

圖 4.32
離岸人民幣債券的收益率

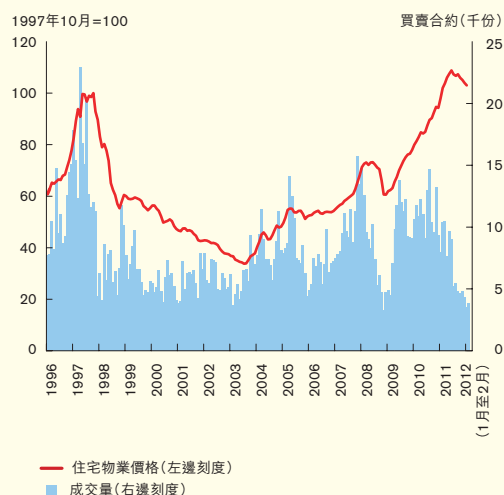


資料來源：彭博。

相比之下，香港的離岸人民幣債券市場於去年顯著增長，於2011年共發行1,079億元人民幣的債券，較2010年錄得的發債額358億元人民幣高出逾兩倍（圖4.30）。發債額大幅上升，推動未償還金額於2011年底創下1,467億元人民幣的新高（圖4.31）。於過往幾年，發債額是由金融機構及中國財政部主導，而最近非金融公司的發債額顯著增加，佔2011年新債發行額大約三成。發債額強勁增長，加上非金融公司債券在市場中所佔比重不斷上升（信貸息差較大），令平均收益率於去年亦慢慢上升（圖4.32）。可能是由於中國財政部發行債券的緣故，平均收益率於9月初急劇下降，而接近9月底，全球風險重估引發一輪拋售潮，使平均收益率迅速由跌轉升。

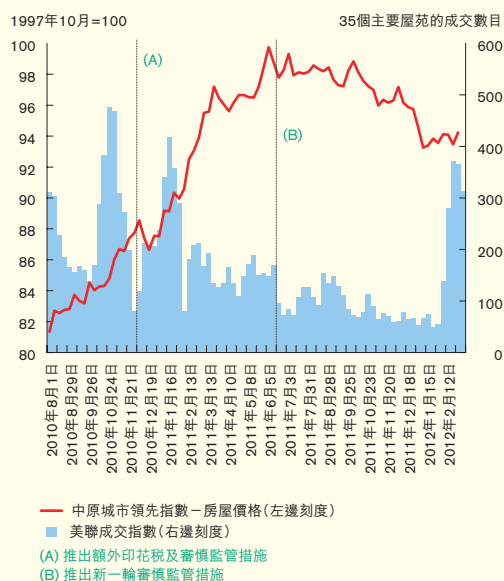
今年離岸人民幣債券市場可望穩定增長。就需求方面而言，人民幣金融資產市場對外國及香港投資者開放的進程仍處於初步階段，由目前的持有量達至最佳水平仍需一段時間。而且，人民幣持續升值（雖然較過往已大大放緩）及較吸引的收益率，仍將對以美元為基礎貨幣的投資者具有吸引力，在目前美國聯儲局已承諾於今後三年內維持利率不變的情況下尤甚。至於供應方面，內地銀行信貸緊絀，將促使更多公司嘗試於在岸及離岸資本市場融資。更多外商使用人民幣進行直接投資，亦將支持本市場的增長。

圖 4.33
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。

圖 4.34
物業代理估算的住宅物業價格及成交量



資料來源：美聯物業及中原地產代理有限公司。

4.6 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場在2011年中開始降溫，反映穩定政策措施、信貸狀況收緊、市場情緒轉弱及經濟不確定性增加的共同影響。物業交投活動在2011年下半年顯著收縮，每月於土地註冊處註冊的買賣合約只有約4,900份（圖4.33），較上半年減少約50%。確認人交易及短期轉售交易（持有不足12個月即出售）大幅減少，交易宗數寥寥可數。新批按揭貸款也明顯減少，樓價小幅下降4 - 5%。然而，物業市況在農曆新年假期後有復甦跡象。地產代理統計的臨時買賣記錄顯示，成交量已飆升至12個月高位，樓價也有所回穩（圖4.34）。但這究竟意味著市況調整已告一段落，還是短暫喘息，仍有待進一步觀察。撇除1997年至2003年期間的極端情況，過往樓價調整

表 4.C
物業市場週期時序表

日期	高峰	低谷	收縮		擴張	
			從高峰至低谷 持續時間 (月數)	累計價格 變動(%)	從之前低谷至目前高峰 持續時間 (月數)	累計價格 變動(%)
1981年10月	1984年9月		35	-32.3	—	—
1994年3月	1995年10月		19	-15.6	114	620.6
1997年10月	2003年7月		69	-66.2	24	71.5
2005年4月	2005年11月		7	-7.2	21	63.4
2008年6月	2008年12月		6	-17.2	31	43.1
2011年6月	不適用	不適用	—	-5.3	30	79.5
(至2012年1月)						
全部週期平均值：						
1981年—2011年			27.2	-27.7	44.0	175.6
1994年—2011年			25.3	-26.6	26.5	64.4
1994年—2011年			10.7	-13.3	27.3	62.0

(不包括1997年樓市泡沫)

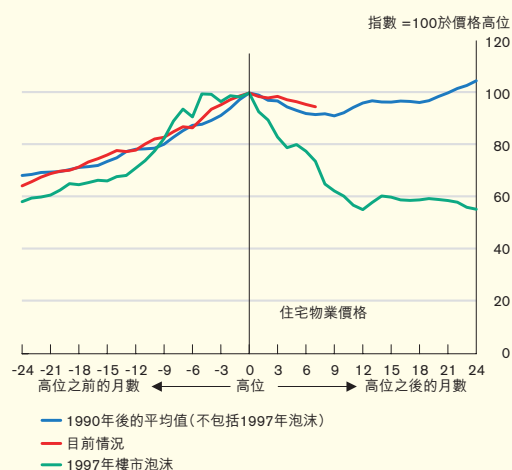
註：物業週期日期使用Bry-Boschan程序確定。請參閱Bry, G.和C. Boschan (1971), 《Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs》, 紐約市, 紐約: 哥倫比亞大學出版社。

資料來源：金管局職員估計數字。

幅度相對不算很大(平均減幅為13%)，調整時間亦不算很長(平均11個月)(表4.C及圖4.35)。

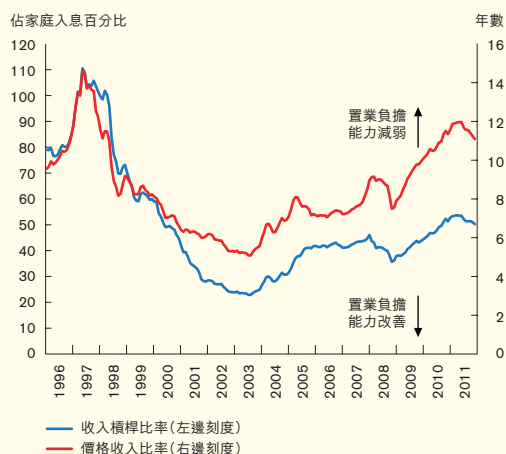
事實上，今次樓價下調幅度仍屬溫和，尤其與之前兩年的強勁飆升相比，情況更加突出。截至目前為止，房屋價格仍較2008/09年全球金融危機前錄得的高位高出約40%。但家庭入息相對滯後，僅增長約13%，導致置業負擔能力惡化、按揭信貸迅速擴張、以及家庭財務槓桿上升。譬如以住宅物業價格與年收入比率計算，最近雖然小幅下滑，但截至2011年底仍達11倍，遠高於歷史平均水平(圖4.36)。²⁸ 因此，購置房屋對家庭財務狀況仍然構成巨大壓力。整體而言，在過去樓價急升的幾年中，家庭按揭債務的確積累了不少(圖4.37)。

圖 4.35
住宅物業價格的事件分析



資料來源：差餉物業估價署及金管局職員估計數字。

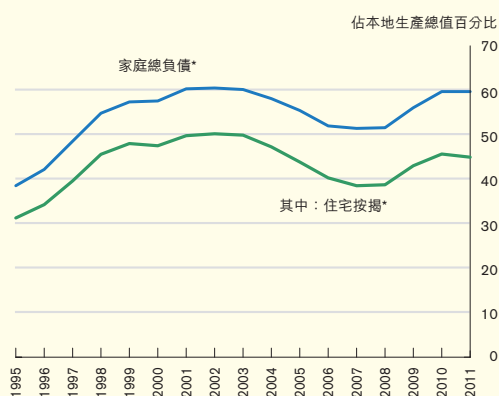
圖 4.36
置業負擔能力指標



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。

²⁸ 價格收入比率及收入槓桿比率(待論述)是參考一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的稅前入息中位數計算。豪宅對應的比率則更高，乃參考150平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的稅前入息第95百分位數計算。

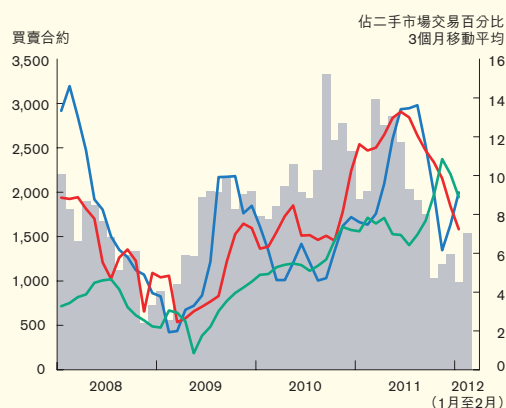
圖 4.37
家庭負債



* 本統計數據並不包括家庭的非銀行借貸。

資料來源：金管局、政府統計處及金管局職員估計數字。

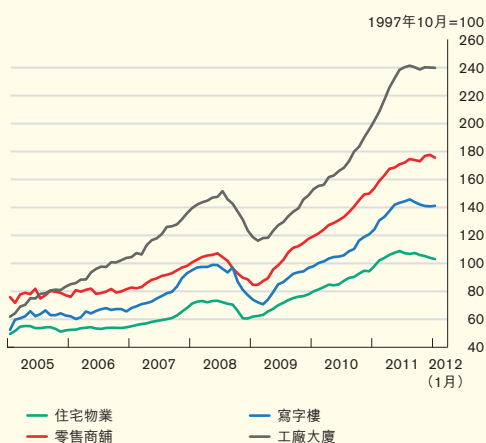
圖 4.38
非住宅物業的成交量及確認人交易



■ 成交量（左邊刻度）
— 確認人交易－寫字樓（右邊刻度）
— 確認人交易－工廠大廈（右邊刻度）
— 確認人交易－零售商舖（右邊刻度）

資料來源：CEIC、土地註冊處、中原地產代理有限公司及金管局職員估計數字。

圖 4.39
分類物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

未來樓市走向將視乎以下因素的交互影響而定。下行因素方面，樓價可能會因經濟前景不明朗及市場情緒減弱而面對壓力，尤其是假如全球前景進一步惡化。如果銀行的資金壓力持續增加，按揭信貸亦可能收緊。另一方面，樓價卻同時存在相當的上行壓力。尤其是相對於需求，單位供應仍然緊張，而利率也可能較長時期維持在低水平，這些因素綜合起來可能導致房屋價格持續高漲。此外，考慮到本報告前面各章所述的全球經濟背景，市場再度熾熱的風險仍然存在，並可能再次推動房屋價格上漲。

鑑於目前市況並權衡未來的風險，金管局認為維持目前對按揭貸款的審慎措施是合適的。在目前的關鍵階段，繼續抑制系統槓桿水平上升可防止物業市場重現過熱壓力，並可增強家庭及銀行面對經濟衰退的韌力。目前的超低利率環境亦支持採取偏緊的審慎政策立場，以就利率最終回升提供更充分的緩衝。

工商物業市場

非住宅物業市場亦處於整固階段，整體交投活動急劇減少，而價格則開始向下調整。就成交量而言，2011年下半年每月僅有約1,500份買賣合約註冊，較上半年下降39%（圖4.38）。投機活動雖然仍然顯著高於歷史水平，但已有所減弱。寫字樓及分層工廠大廈價格僅輕微下降，而零售商舖價格則仍大致穩定（圖4.39）。另一方面，寫字樓、分層工廠大廈及零售商舖的租賃需求持續堅挺，帶動市場租金在2011年下半年進一步上升2-5%左右，但是租金收益率仍保持在接近歷史低位的水平。