

4. 貨幣及金融狀況

匯率、利率及貨幣動向

儘管外圍環境波動，港元現貨匯率只在窄幅上落，而且貨幣市場繼續運作暢順。整體而言，港元淨資金流的壓力仍然溫和。同時，銀行同業拆息、零售層面的利率及綜合利率仍處於較低水平。在本地經濟放緩的情況下，本地信貸僅錄得溫和增長。香港離岸人民幣業務持續發展，特別是人民幣融資活動方面的發展。

4.1 匯率及利率

由2012年初至今，儘管全球宏觀金融環境不明朗因素增加，港元兌美元現貨匯率只窄幅上落（圖4.1）。1、2月間，隨著歐元區危機有所緩解及本地股市活躍，港元匯率輕微轉強。之後至5月中左右，本地股市進入調整期，加上歐元區危機及全球經濟再度引發市場憂慮，港元匯率因而轉弱。其後，歐洲主權債務危機有進一步得到緩解的跡象，令港元匯率再度轉強，截至8月31日，現貨匯率為7.7558，較2011年底強。

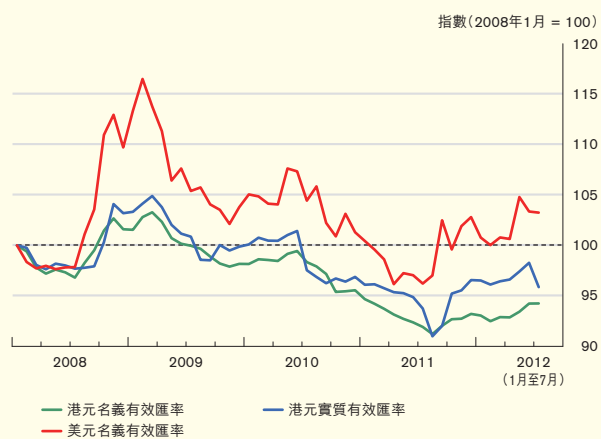
圖 4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

由於美元兌多數主要貨幣升值，港元的貿易加權名義有效匯率指數於2012年上半年上升1.1%（圖4.2）。美元升值很大程度上是由於避險行為及資金流向避險資產，尤其是第2季面臨全球經濟放緩和主權債務危機惡化的憂慮。而且，由於香港相對其貿易夥伴而言通脹較高，港元的實質有效匯率指數較名義匯率指數增幅稍快。

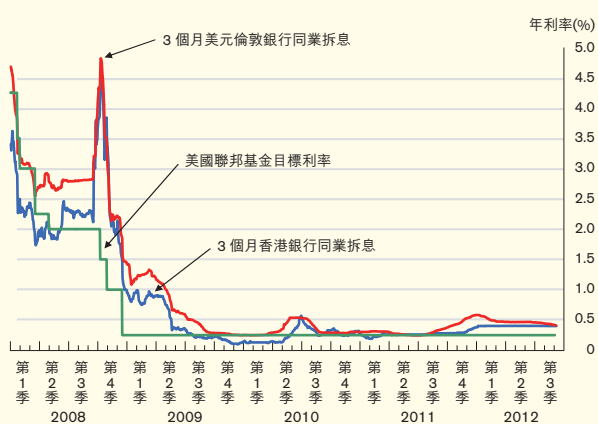
圖 4.2
名義及實質有效匯率



註：實質有效匯率指數經季節因素調整。
資料來源：政府統計處、CEIC及金管局職員估計數字。

低息環境於2012年上半年持續。美國聯邦基金目標利率維持於0 - 0.25厘的水平，由金管局操作的貼現窗的基本利率維持於0.5厘。貨幣市場方面，香港銀行同業拆息亦維持在較低水平(圖4.3)。隔夜拆息結算率於今年年初輕微向下，並在上半年餘下時間維持在約0.11厘的水平。3個月及以上期限的同業拆息則輕微上升，與美元銀行同業拆息(倫敦銀行同業拆息)走勢一致。

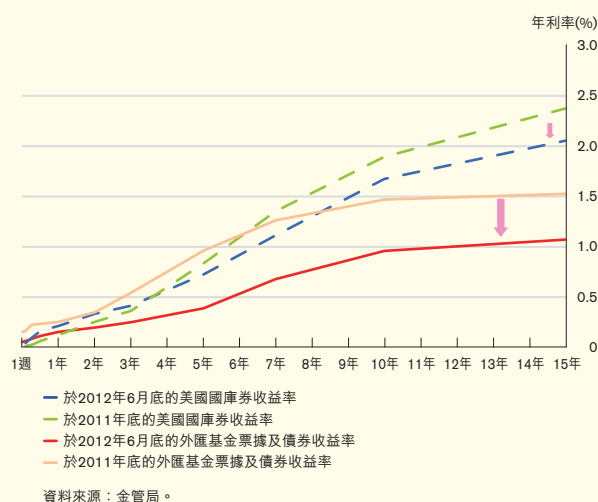
圖 4.3
港元與美元利率



資料來源：CEIC。

另一方面，外匯基金票據及債券名義收益率曲線於2012年上半年下移並變得平坦(圖4.4)。這主要反映優質港元資產需求增加及美國國庫券收益率曲線變平的情況。然而，延長期限計劃(亦稱為「扭曲操作」)令美國短期國庫券收益率有所上升，因此於上半年期間，5年或以下期限的外匯基金票據及債券與美國國庫券之間的收益率差距轉為負值，而其他期限的負差距則進一步擴大。

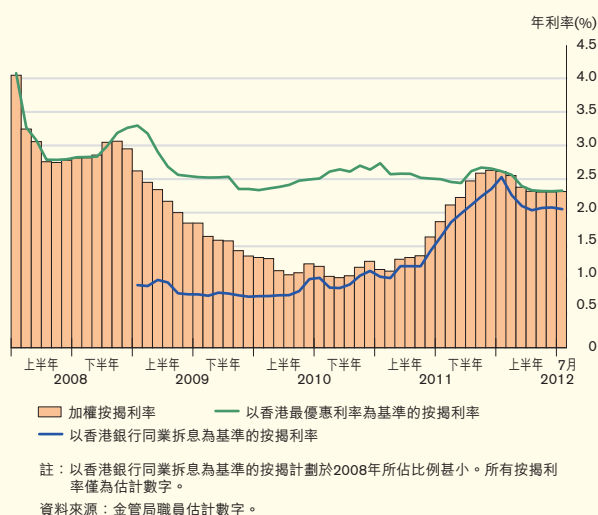
圖 4.4
2012年上半年的收益率曲線變動



資料來源：金管局。

在零售層面，港元利率持續低企並略為回軟。雖然最優惠貸款利率保持不變於5.00厘或5.25厘，但隨著銀行資金成本稍降及按揭市場競爭加劇，平均按揭利率於上半年下跌32個基點至2.32厘(圖4.5)。同時，零售銀行的港元加權存款利率下降11個基點至0.41厘(圖4.6)。反映銀行平均資金成本的綜合利率亦下跌11個基點至0.42厘。

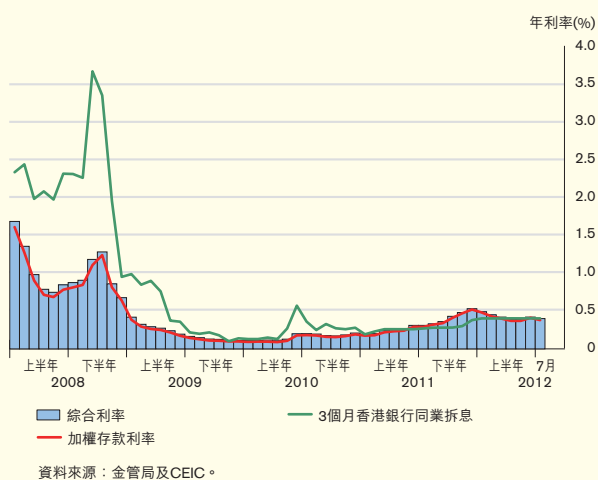
圖 4.5
新批按揭貸款的利率



註：以香港銀行同業拆息為基準的按揭計劃於2008年所佔比例甚小。所有按揭利率僅為估計數字。

資料來源：金管局職員估計數字。

圖 4.6
存款利率及平均資金成本

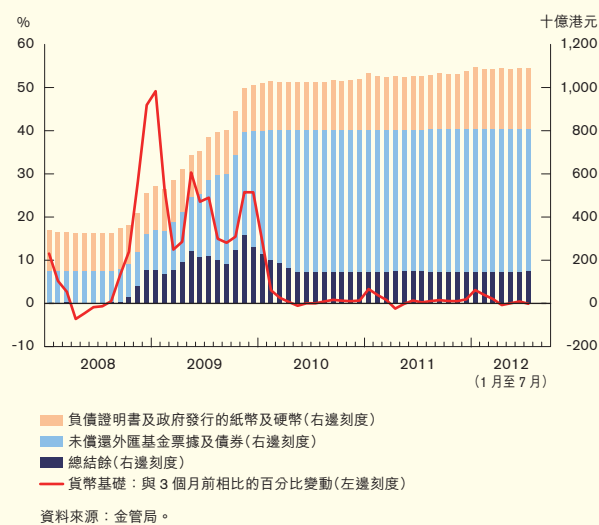


踏入第 3 季，上述低息環境仍大致不變，銀行同業拆息、零售層面利率及綜合利率均維持在較低水平。這主要是美國聯邦儲備局預測超低聯邦基金利率將至少維持至 2015 年中而有以致之。從期限結構可以反映，香港銀行同業拆息及掉期利率至少在未來兩年仍只會緩步上升。最新市場預測亦顯示，於未來 12 個月內，3 個月香港銀行同業拆息維持不變。至於在零售層面，存貸款利率將持續受銀行體系內的貸款需求及存款供應變動所影響。

4.2 貨幣及信貸

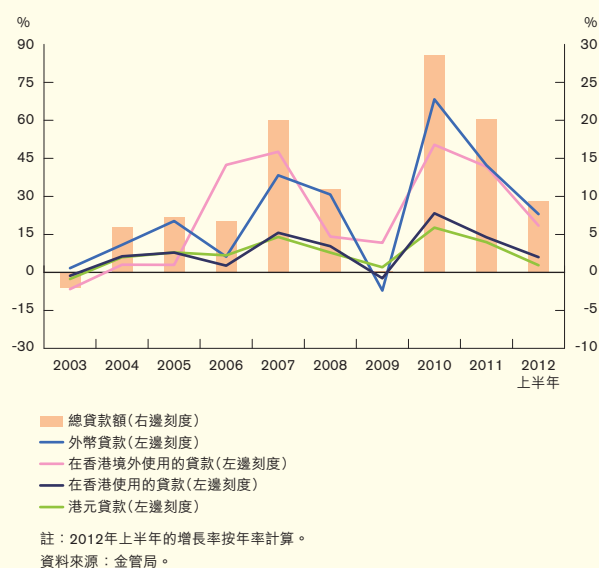
於上半年，貨幣總額與銀行貸款均緩慢增長。貨幣基礎亦以溫和的幅度增加，主要反映未贖回的負債證明書增加（圖 4.7）。貨幣基礎的其他組成部份（包括總結餘、未償還的外匯基金票據及債券以及政府發行的流通紙幣及硬幣金額）則變化不大。

圖 4.7
貨幣基礎的組成部份



信貸方面，貸款及墊款總額於上半年增長 4.7%（按年率計為 9.3%），增速遠低於 2011 年全年 20.2% 的增長（圖 4.8）。¹⁸ 大部份增長由外幣貸款和在香港境外使用的貸款所帶動。相較之下，港元貸款及本地信貸分別按年率計輕微增長 2.8% 及 6.0%。¹⁹ 若僅計港元的本地信貸，年率增長則更加疲弱，僅為 1.0%，增速遠低於期內香港名義本地生產總值。

圖 4.8
貸款增長

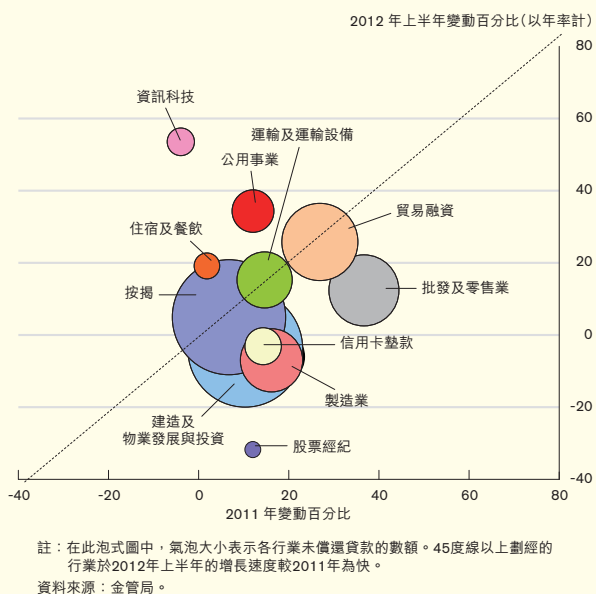


¹⁸ 年率變動基於首 6 個月的變動率按比例計算。

¹⁹ 本地信貸指在香港使用的貸款，包括以任何貨幣提供的貿易融資。

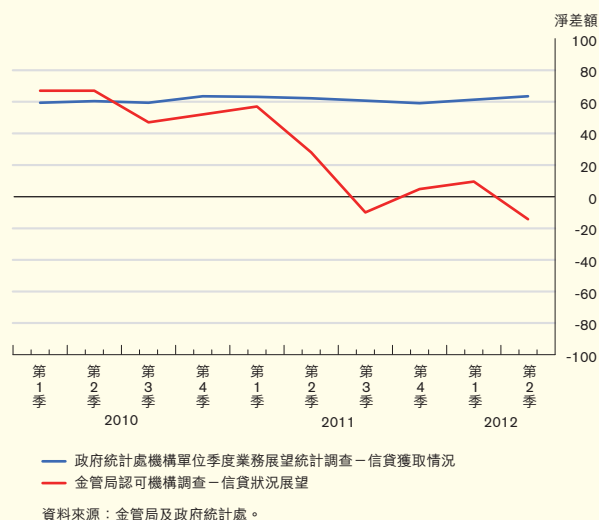
按經濟用途分析，大多數類別的本地信貸於上半年僅錄得溫和增長（圖 4.9）。少數例外為貿易融資以及批發、零售、住宿與餐飲行業的貸款，這些類別的貸款均錄得雙位數的增長。公用事業貸款及資訊科技貸款亦錄得顯著增長，很有可能是用於資本投資。另一方面，儘管按揭貸款於今年第 2 季反彈，物業相關貸款仍總體持平。本地其他用途貸款亦表現疲弱。在金融市場發展動盪不穩的情況下，股票經紀貸款及金融企業貸款的降幅尤為明顯。信用卡墊款的下降則反映私人消費放緩。

圖 4.9 按經濟用途劃分的本地信貸



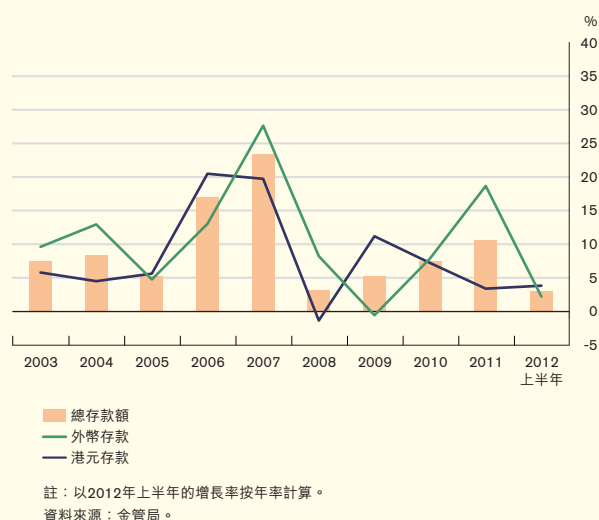
在本地經濟增長緩慢的情況下，信貸需求還可能於近期進一步轉弱。根據最近一次金管局信貸狀況展望調查，19%的受訪認可機構預期，於未來3個月，本地貸款需求將有所下降，相比而言，只有5%的受訪者預期需求將會上升。因此，今年第2季的淨差額（「上升」比率與「下降」比率的差額）轉為負14，而第1季則為正10（圖 4.10）。另一方面，由於低息環境持續，預期銀行信貸供應仍將充裕。最新的季度業務展望統計調查亦顯示，受訪公司獲取信貸的情況並無惡化跡象。

圖 4.10 信貸需求及信貸獲取情況調查



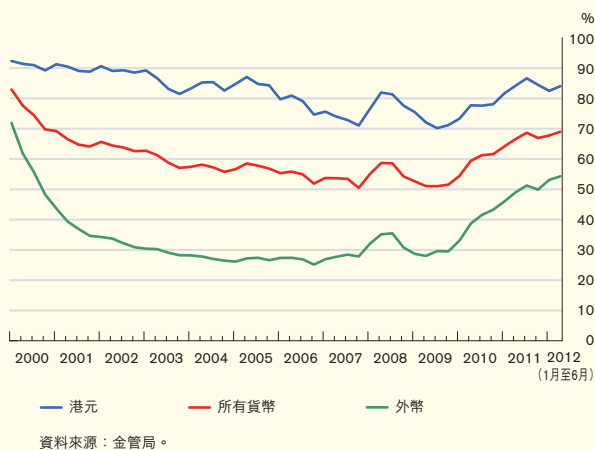
港元貨幣總額亦錄得溫和增長，其中M1（經季節因素調整）及M3於上半年分別增長5.2%及2.4%。佔港元貨幣供應主要部份的港元存款於上半年溫和增長1.9%，卻全賴第1季錄得增長（圖 4.11）。活期存款及儲蓄存款增長，但屬較低流動性的定期存款則下跌。外幣存款僅錄得1.1%的輕微增長，主要被人民幣存款減少而有所抵銷（詳情於下文論述）。

圖 4.11 存款增長



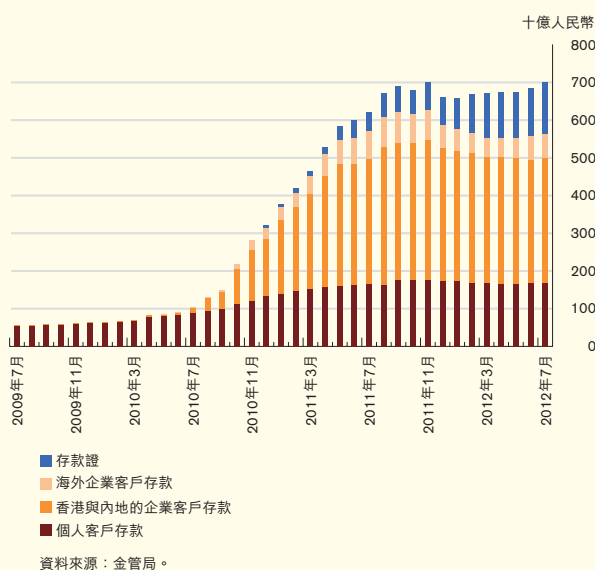
由於銀行貸款總額的增速較存款總額略快，令整體貸存比率進一步上升，於6月底達至 69.0% (圖 4.12)。外幣貸存比率也上升至 54.3%，而港元貸存比率則稍降至 84.0%。

圖 4.12
貸存比率



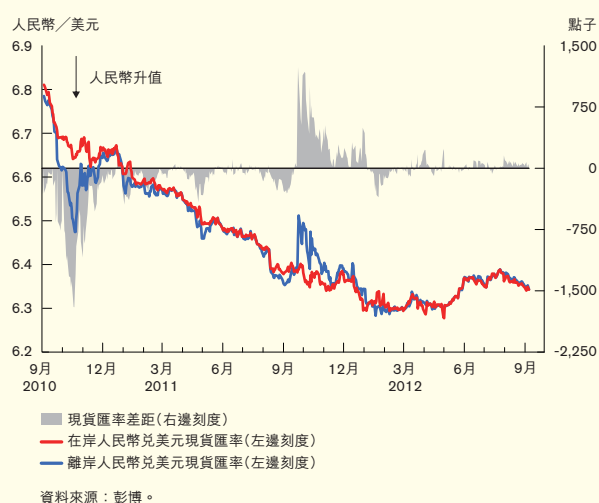
香港銀行的人民幣業務資金結構繼續發展。更多銀行發行存款證以獲取人民幣資金，6月底的未兌現人民幣存款證金額較6個月前上升 72.7% 至 1,261 億元人民幣 (圖 4.13)。由於人民幣資金向存款證轉移，人民幣存款下跌 5.2% 至 5,577 億元人民幣，佔香港外幣存款總額的 17.5%。

圖 4.13
香港的人民幣存款及未兌現存款證



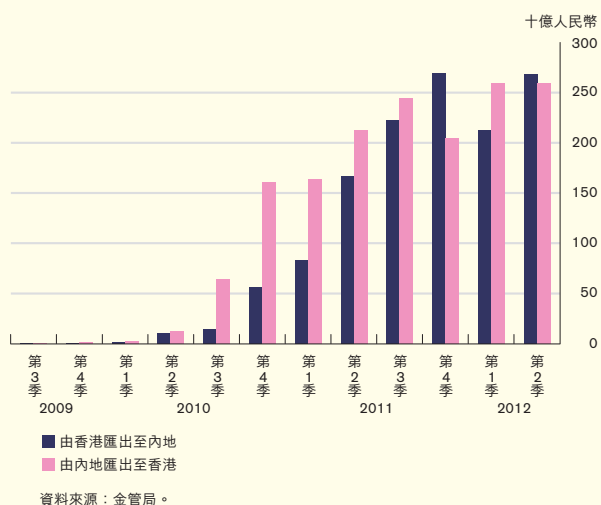
今年截至目前為止，香港離岸人民幣匯率大致與在岸人民幣匯率保持一致 (圖 4.14)，其差額幅度極小而且相對穩定。由年初至7月左右，離岸人民幣匯率和在岸人民幣匯率同步轉弱，之後則輕微轉強。1年期的離岸人民幣遠期交收合約匯率與在岸人民幣遠期交收合約匯率雖然不一定密切相關，卻均有輕微下跌，可能反映市場對人民幣升值的預期逐漸減弱。

圖 4.14
在岸及離岸人民幣匯率



儘管市場對人民幣升值的預期減弱，人民幣的跨境使用量仍持續增長。經由香港銀行進行的跨境人民幣貿易結算額於上半年達到 12,131 億元人民幣，較 2011 年下半年增長 9.2%。在第 1 季，人民幣匯出款項較匯入款項少，但於第 2 季情況扭轉。因此，整體而言，上半年的匯款進出額大致保持平衡 (圖 4.15)。香港的人民幣融資活動持續活躍，2012 年 6 月底的未償還貸款較 6 個月前攀升 73.3% 至 534 億元人民幣。2012 年上半年共發行 1,613 億元人民幣的債務證券 (其中包括存款證)，幾乎為 2011 年同期所錄得 852 億元人民幣的兩倍。發行人及投資者來自全球各地，更趨多元化。

圖 4.15
人民幣貿易結算匯款



有明顯跡象顯示，世界各地的銀行正利用香港的穩健平台及龐大的流動資金池向其客戶提供人民幣服務。截至2012年6月底，有195間銀行參與香港的人民幣結算平台，其中172間是外資銀行在香港的分行或子公司，以及內地銀行的境外金融機構。同時，海外銀行在香港銀行開設了約1,227個人民幣代理銀行帳戶。此等銀行的應付及應收金額分別為1,265億元人民幣及1,403億元人民幣。

本報告專題4研究不同離岸金融中心之間離岸存款分佈的決定因素，並為香港離岸人民幣業務的未來發展總結經驗。

專題3 評估港元的避險程度²⁰

過去五年，全球發生多次金融動盪，世界各地的風險評估出現急劇變化，國際投資者紛紛撤出高風險資產（例如高收益貨幣），轉至避險資產（例如美國國庫證券、黃金及日圓）。每逢出現這種情況，均會造成龐大的資金流動，令外匯市場大幅波動。

本專題評估貨幣的避險程度，藉此了解全球避險情緒於金融危機時急升的情況下，資金流動會如何改變。本專題將重點探討國際投資者對港元及其他貨幣的看法，從中可分辨出避險或高風險貨幣。

風險逆轉是避險程度的尺度

貨幣期權是一種通常用於對沖外匯風險的金融工具。認購期權給予投資者以某一價格買入貨幣的權利，而認沽期權則給予投資者賣出貨幣的權利。因此，認購期權的買家預期該貨幣會在特定期間內升穿行使價，而賣家則認為這個情況出現的機會很微，並收取付款而承擔該風險。認沽期權的情況正好相反。兩者的差價（認購期權價格減認沽期權價格）通常稱為風險逆轉，可用作衡量市場參與者是否願意付出更高代價以防範貨幣暴跌的風險，這種風險是指因匯率突然朝一個方向大幅變動而導致的損失。²¹

當全球金融市場風險上升，或被認為風險上升時，投資者會撤出被認為風險高的貨幣，轉至被認為是避險資產的貨幣。因此，若使用風險逆轉評估該等投資者

行為時，避險情緒跟被認為是避險貨幣的風險逆轉應帶有正向關係，跟被視為高風險的貨幣則有反向關係。²²

圖B3.1顯示港元的風險逆轉。2000年代初，港元的風險逆轉為負數，原因是當時香港經濟表現不佳，於2003年的沙士瘟疫更令經濟雪上加霜，故此市場預期港元會下跌。2003年年底，經濟強勁反彈，加上市場逐漸預期人民幣升值，令港元升值的預期升溫，其風險逆轉亦因而提升。此後，港元的風險逆轉普遍維持正數。

圖 B3.1
港元的風險逆轉



資料來源：彭博。

估計避險資產在危機時期的避險程度

為探究風險逆轉是否為衡量避險資產的指標及其可靠程度，我們以風險逆轉觀測投資者於危機或市場動盪時如何作出反應。在測試中，我們研究了多種貨幣（並以黃金作為參照）的3個月25-delta的風險逆轉與2001年1月1日至2012年5月30日期間的全球恐慌指數之間的關係。全球恐慌指數是以主要股票市場的波幅指數作為替代指標。股票市場的波幅指數通常用

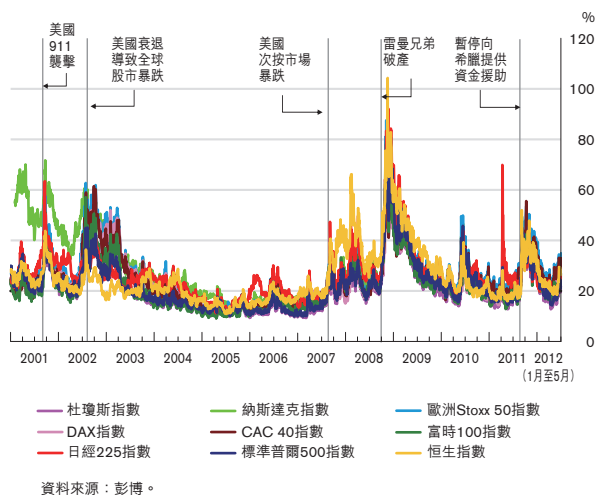
²⁰ 金融資產的「避險程度」指該資產能扮演或被認為避險工具的程度。

²¹ 詳細研究載於 M.K. Brunnermeier 等人 (2009) 的「Carry trades and currency crashes」，《Chapter in NBER Book NBER Macroeconomics Annual 2008》，第23期；及 C.H. Hui and T.K. Chung 2011年的「Crash risk of the euro in the sovereign debt crisis of 2009–2010」，《Journal of Banking & Finance》，第35(11)期，第2945至2955頁。

²² 例子見 M. Kohler (2010)，「Exchange rates during financial crises」，《BIS Quarterly Review》，3月號，第39至50頁。

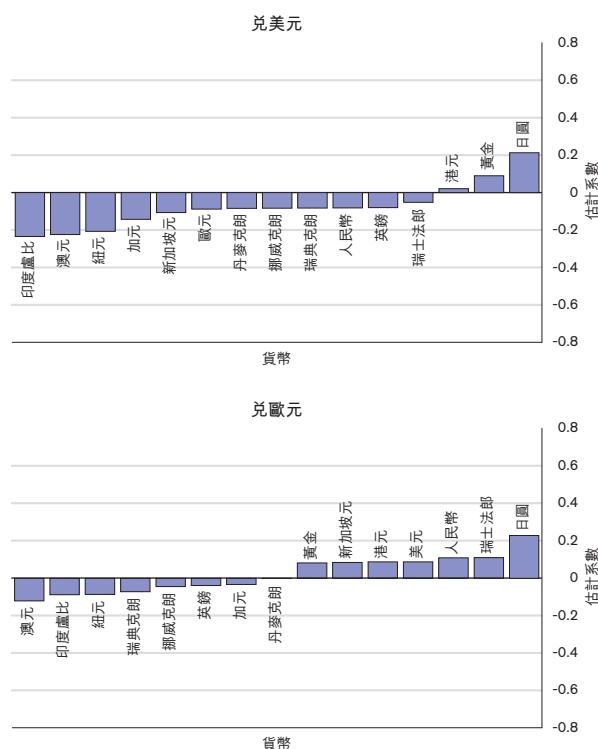
作監測投資者的恐慌程度，原因是該類指數於危機時期會大幅上升（見圖B3.2），因此該類指數被金融市場廣泛用作避險情緒的指標。²³

圖 B3.2
股票市場波幅指數



上述關係以分位數回歸方式估計，這種經濟計量方法有助於理解在極端市況（即尾端風險）下的關係。有關的系數估計已載於圖B3.3。上圖顯示，大部分貨幣兌美元的風險逆轉系數均為負數，代表當金融市場波幅擴闊時，以美元為基礎貨幣的投資者認為該等貨幣的風險會較高。然而，黃金、港元及日圓的系數屬正數，代表以美元為基礎貨幣的投資者認為它們是避險資產。下圖顯示，半數貨幣兌歐元的風險逆轉系數為正數，其中日圓最高，其次是瑞士法郎、美元及港元。這表示當處於市場動盪時，以歐元為基礎貨幣的投資者認為該等貨幣是避險資產。

圖 B3.3
風險逆轉對全球恐慌指數的敏感度



結論

分析結果顯示以歐元為基礎貨幣的投資者認為港元與大部份貨幣比較是避險資產，原因或許是美元普遍被視為避險資產，而由於聯繫匯率制度，國際投資者通常以港元作為美元的替代貨幣。此外，在次按危機期間，由於香港違約風險較低，因此以美元為基礎貨幣的投資者認為香港銀行體系的風險低於美國銀行體系。²⁴ 事實上，即使近年多次發生國際金融危機，經濟開放的香港並沒有出現大規模的資金外流，跟上述分析一致。

²³ 全球恐慌指數由九個主要股票市場波幅指數的第一主成份構成，該等波幅指數包括標準普爾500（波幅指數）、杜瓊斯工業平均指數、納斯達克指數、歐洲Stoxx 50指數、DAX指數、CAC 40指數、富時100指數、日經225指數及恒生指數（恒指波幅指數）。

²⁴ 見 C.H. Hui 等人 (2011)，「Funding liquidity risk and deviations from interest-rate parity during the financial crisis of 2007-2009」，《International Journal of Finance and Economics》，第16期，第307至323頁。

專題4

歐洲美元存款分佈：對離岸人民幣業務的啟示

香港已迅速發展成為全球的離岸人民幣業務中心。然而，急速發展引發不少討論，特別是未來如何演進？此外，甚麼因素決定不同離岸銀行中心的相對競爭優勢？由於人民幣國際化的歷史尚短，我們可從歐洲美元市場得出啟示。

作為討論的背景，根據國際結算銀行的數據，截至2012年3月底，離岸外幣存款²⁵總額達17.3萬億美元，其中美元佔逾半數(53.6%)。該等存款有近三分之一存於英國(表B4.A)，其餘存款則主要存於西歐及亞太地區的發達市場。

表 B4.A
離岸外幣存款的主要存放地點

	2012年3月 十億美元	份額 (%)	年度增長
			(%) 2000年12月至2012年3月
所有國家	17,290.7	100	8.6
英國	5,405.8	31.3	10.0
歐元區	3,408.2	19.7	6.2
開曼群島	1,502.2	8.7	6.4
日本	932.4	5.4	9.6
新加坡	932.1	5.4	7.2
瑞士	667.8	3.9	1.0
香港	618.6	3.6	7.3
巴哈馬	588.8	3.4	6.7
澳洲	546.3	3.2	16.9
瑞典	459.3	2.7	17.0

註：歐元區的數字僅涵蓋13個向國際結算銀行彙報的歐元區成員國，而不涵蓋愛沙尼亞、馬耳他、斯洛伐克及斯洛文尼亞的數據。

資料來源：國際結算銀行。

歐洲美元存款分佈的決定因素

借鏡歐洲美元市場，我們的統計分析研究重點是歐洲美元存款於全球分佈的決定因素。

原則上，時區是影響離岸存款地點的一個重要因素。舉例而言，由於本土偏好的關係，美國居民傾向將美元存放距離美國較近的地方。此外，相近時區市場的交易時段通常會重疊，便利跨市場金融交易。然而，為分散國家風險，亦有大量美元存款存放在遠離美國的地區。²⁶

我們亦考慮本地生產總值佔全球總值的比例，因為經濟體系越大，存款可能會越多。分析亦包括有關經濟體系佔美國貿易總值的份額，以反映其與美國經濟的聯繫程度。其他決定因素(制度質素、投資組合流入及外匯成交)則為地區性因素，以量度存款接收國在各方面對歐洲美元存款的吸引力。

統計分析的主要結果

我們在分析歐洲美元存款分佈的決定因素時，採用了跨國面板數據(panel data)模型。樣本包括向國際結算銀行彙報的29個經濟體系(不包括美國)於1995年至2010年期間的數據。²⁷我們發現時區是其中一個最重要的決定因素(表B4.B)。具體而言，與紐約相隔的時區數目越多，歐洲美元存款市場份額就會越少，反之亦然。換言之，分析結果表明鄰近時區的優勢(例如交易時段重疊)大於較偏遠的時區。

表 B4.B
計量經濟學分析的主要結果

解釋變數	因變量：銀行對境外實體美元債務的市場份額		
	所有行業	銀行業	非銀行業
時區	-0.2278 **	-0.2204 **	-0.2082 **
本地生產總值比例	0.2221 **	0.4959 **	1.0120 **
對美國貿易	0.2548 **	0.2451 **	0.2241 **
法律及監管質素	0.1201 **	0.1316 **	0.1221 **
投資組合流入	0.2249 **	0.3886 **	0.1060 *
外匯市場交易	0.3192 **	0.1578 **	0.3627 **
常數	0.9691	0.5460	0.4021
經調整R平方	0.4338	0.3661	0.6371
觀察數目	766	766	766

* 於90%屬統計上顯著。

** 於95%屬統計上顯著。

資料來源：金管局職員估計數字。

²⁵ 雖然本報告所載的統計分析採用了個別國家的離岸美元存款數據，但由於國際結算銀行將該等數據分類為「限閱」數據，僅供中央銀行內部使用，故我們不披露這些數據。然而，由於美元是主要貨幣，總體的外幣存款分佈模式仍提供有用背景。

²⁶ 在部分金融中心，尤其是新興市場國家，大部分歐洲美元存款由非美國居民持有。

²⁷ 詳情請參閱梁永裕及黃學元(2012)，「影響歐洲美元存款在離岸金融中心的分布情況的因素」(英文版本)，《金管局研究札記》，編號01/2012。

外匯市場交易份額亦是一個重要的決定因素。此外，法律及監管框架質素越高，以及投資組合流入越多，則歐洲美元存款市場份額越高。離岸金融中心與美國的貿易聯繫亦很重要。

結論

分析結果有助我們理解離岸存款的分佈。就歐洲美元市場而言，倫敦及開曼群島是兩個最大的歐洲美元存款存放地點。這情況可闡釋為在歐洲美元市場的發展上，開曼群島受惠於與紐約市處於同一時區，而倫敦則因其作為最重要外匯市場的身分而得益。

用以上結果衡量香港，作為人民幣離岸中心，香港的競爭優勢在於與內地處於同一時區，語言相同，對內地有深入的認識，並與內地保持廣泛聯繫。然而，香港吸引人民幣流動資金的能力，亦有賴於其能否鞏固作為全球金融機構業務中心的地位，處理跨越多個時區的業務，並集合其他主要貨幣交易。就此而言，近期人民幣即時支付結算系統延長運作時間具有重大意義。²⁸ 此舉可讓歐洲客戶於交易日的大部分時間以香港平台結算人民幣交易，亦涵蓋紐約上午交易的部分時段。此外，於2012年6月推出跨境抵押品管理服務亦極為重要，因可促進跨境人民幣融資活動。²⁹ 與此同時，香港與內地之間經濟聯繫密切，將繼續有利香港人民幣業務的發展。

²⁸ 自2012年6月25日起，人民幣即時支付結算系統的每日運作時段延長五小時，由香港時間上午8時30分至下午11時30分。

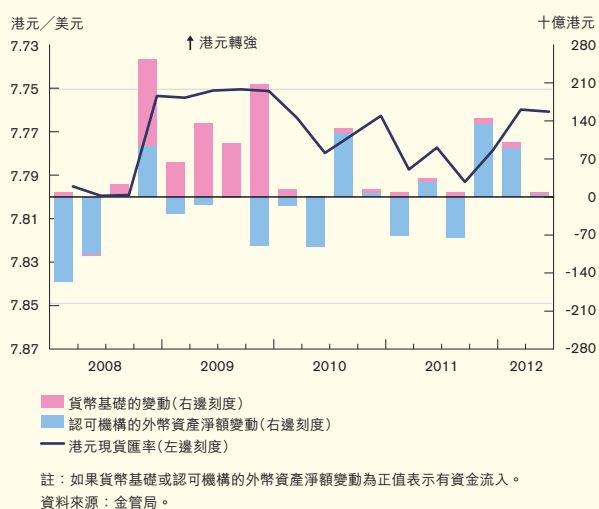
²⁹ 藉助這項新服務，國際金融機構可使用在歐洲清算銀行或摩根大通所持的證券作為抵押品，與金管局債務工具中央結算系統成員進行三方回購協議交易，以從香港市場取得尤其以港元及離岸人民幣為主的流動資金。詳情請參閱金管局歐洲清算銀行及摩根大通於2012年6月20日聯合發布的新聞稿。

4.3 資金流

港元資產需求

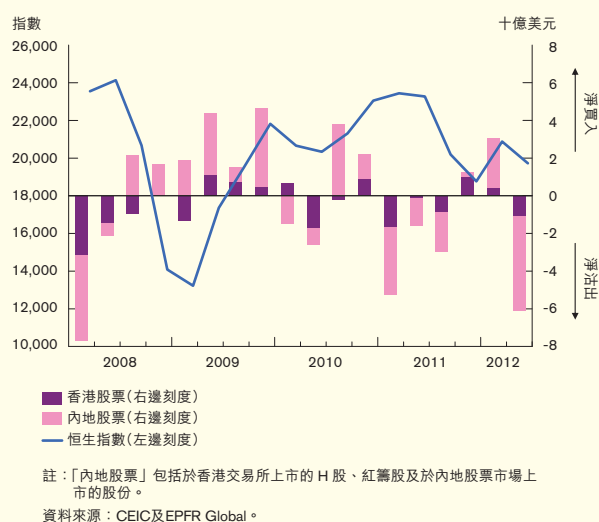
價格及數量指標均顯示港元需求在今年第1季有所增加。其中，港元兌美元現貨匯率由2011年第4季的平均值7.7785轉強至第1季的7.7598(圖4.16)。認可機構的外幣資產淨額亦於季內增加，顯示有資金流入非銀行私營部門。³⁰另一方面，儘管港元未償還貸款總額大致持平，港元存款於季內仍增加約800億港元。強方兌換保證也並未被觸發，而現貨匯率亦只在7.753至7.770的區間窄幅上落，顯示買入港元的壓力溫和。

圖 4.16
季度資金流指標



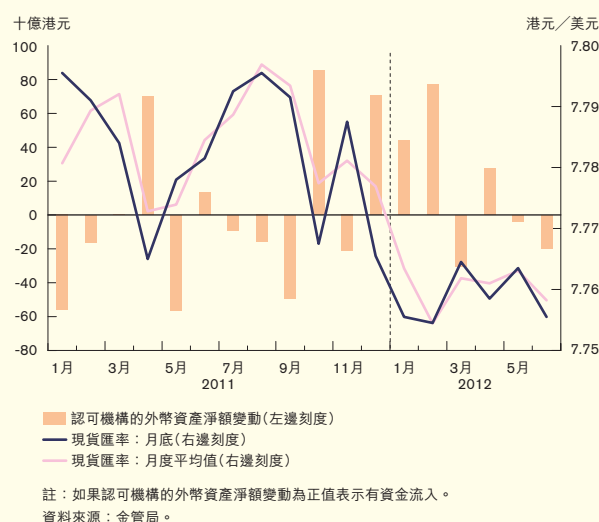
歐元區危機暫時緩解，區內貨幣升值，本地股市迅速反彈，都令市場情緒及風險胃納有所改善，導致港元需求於第1季上升。在這方面，部份港元需求與股票投資有關。一項對基金經理調查的結果亦顯示，投資者於第1季淨買入香港股票及包括H股在內的內地相關股票(圖4.17)。相比之下，股票市場集資活動卻不太活躍，未能進一步推動港元需求。

圖 4.17
股票資金流的市場調查



港元需求於2012年第2季度變得較為反覆，於4月份出現買入壓力，但在5月及6月份並沒有出現確定的走勢(圖4.18)。就整個季度而言，港元並無承受任何重大壓力。港元兌美元現貨匯率於第2季的平均值為7.76，相較第1季變化不大。認可機構的外幣資產淨額亦未顯示任何重大季度變動。

圖 4.18
月度資金流指標



³⁰ 應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。

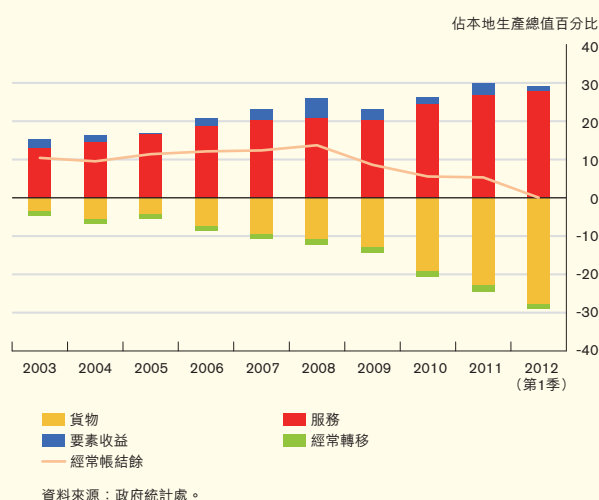
港元需求於4 - 6月間的月度變動，部份是受風險情緒及環球展望變化所影響。港元現貨匯率在4月略為轉強，據報與風險胃納稍增有關。其後，因市場憂慮歐元區危機重燃，以及美國及內地增長初現進一步轉弱跡象，令港元現貨匯率於5月中旬走弱。雖然5月及6月份認可機構的外幣資產淨額下滑，顯示港元面臨沽售壓力，然而港元現貨匯率則在多種因素的支持下維持穩定。這些因素包括部份在本港上市的內地公司因派息需要而產生對港元的商業需求。

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，儲備資產在2012年第1季穩步增加482億港元（佔本地生產總值的10%），而2011年的平均季度增幅為279億港元（佔本地生產總值的6%）。儲備資產增幅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。金管局的最新數據顯示，外匯基金的外幣儲備資產於第2季進一步增加。

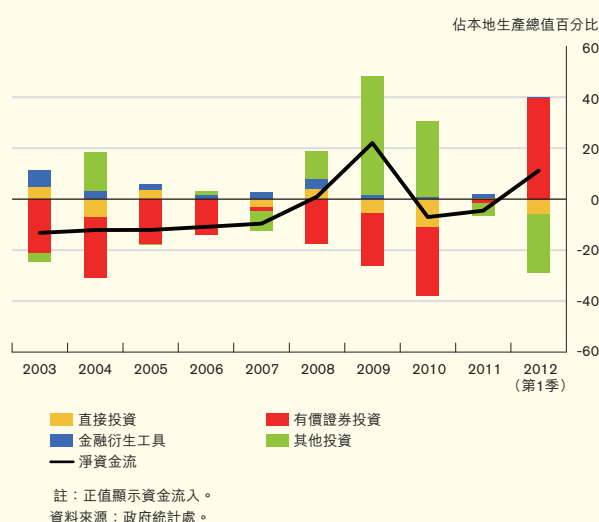
隨著貿易條件稍為惡化（即出入口價格比率下降），經常帳盈餘於2012年首季收縮，延續其始於2009年的收縮趨勢（圖4.19）。服務貿易盈餘雖然於第1季有所增長，但僅稍高於貨物貿易赤字。經常帳盈餘縮減至0.57億港元（佔本地生產總值的0.01%），為有統計以來的新低，主要是受到外部需求收縮及本地消費堅穩的雙重影響。本地生產總值數據顯示經常帳於第2季將進一步收縮。

圖 4.19
經常帳盈餘



私人金融資金於第1季錄得淨流入，明顯地扭轉2010年及2011年間資金淨流出的形勢（圖4.20）。私人金融資金淨流入大約有527億港元（佔本地生產總值的11%），主要是有價證券投資淨流入超過直接投資淨流出及有關貸款及存款的其他投資淨流出所致。

圖 4.20
跨境資金流



有價證券投資於第1季錄得較為廣泛而且相當多的資金淨流入(表4.A)。隨著港元需求增強以及本港股市上揚,非香港居民增購香港股票。他們所持有的香港債務證券亦大幅增加,部份是與本地企業為滿足長期融資需要而更多地轉向海外債券市場發債有關(圖4.21)。另一方面,本港居民減持非居民股票,但增持非居民債務證券。

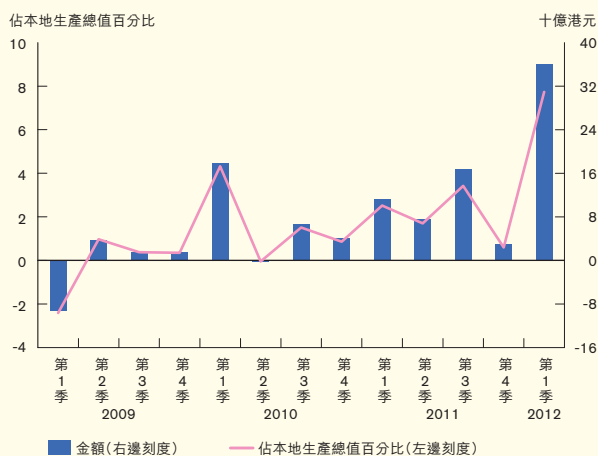
表 4.A
跨境有價證券投資資金流

(十億港元)	2011				2012
	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季
來自香港居民					
股票證券	-51.5	-96.0	-154.9	21.7	84.1
債務證券	60.3	-11.6	25.5	63.2	-8.1
來自非香港居民					
股票證券	-2.5	37.2	18.2	23.9	74.4
債務證券	11.4	7.6	16.8	3.0	36.1

註：正值顯示資金流入。

資料來源：政府統計處。

圖 4.21
非香港居民對香港債務證券的投資

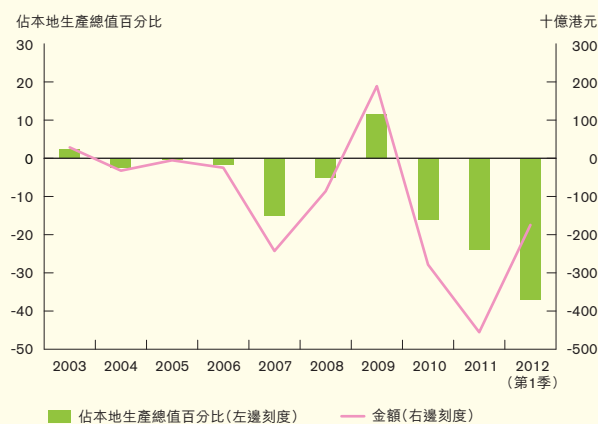


註：正值顯示資金流入。

資料來源：政府統計處。

受香港居民有存款及貸款資金流出所影響,有關存款及貸款的其他投資於第1季錄得資金淨流出。與2010年及2011年的情形類似,本港銀行向非香港居民提供為數不少的貸款,導致跨境貸款資金流出(圖4.22)。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。

圖 4.22
本地銀行向非本地居民提供的貸款



註：負值顯示資金流出。

資料來源：政府統計處。

資金流展望

歐元區危機持續引發市場憂慮,發達經濟體系及中國內地宏觀經濟及金融狀況極不明朗,都令到金融市場大幅波動,而這種情況將會持續一段時間。積極的方面,發達經濟體系進一步推出貨幣寬鬆措施,或者歐元區採取其他成功對抗危機的舉措,均有可能引致資金流入區內。歐洲央行於本年初推出的長期再融資安排似乎有助提升股票相關資金淨流入新興市場經濟體系,這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胃納極為敏感。但與此相反的情況是,若果歐元區危機進一步惡化,或者全球經濟同步下滑,有可能打擊投資者信心,導致區內出現大規模資金流出。

大致而言,雖然資金的流向及規模在2012年餘下時間均有可能變得波動,但是資金淨流量的壓力預計不會太大。本報告專題3分析各種貨幣作為資金避險的強弱程度,並根據貨幣的風險逆轉在金融動盪時的表現,發現相對大部份其他貨幣,港元大致被視為避險貨幣。

資產市場

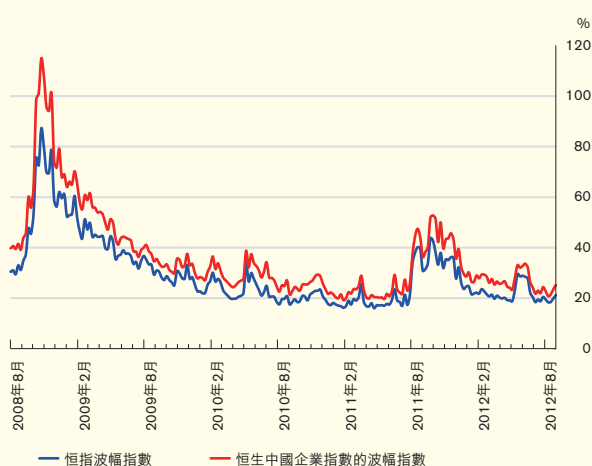
歐洲主權債務危機再度加劇，全球經濟進一步放緩，令本港股價受壓。儘管如此，本地債務市場仍持續增長，其中離岸人民幣債務證券發行快速增長；面對短期流動資金的需求不斷上升，人民幣存款證亦大幅增加。

物業市場於今年再度活躍，價格大幅漲升。但由於利率持續低企及物業供應緊張，過度槓桿的風險及誘因依然存在，公眾應對此保持警惕，而當局仍有必要繼續就銀行信貸實施監管限制。

4.4 股市

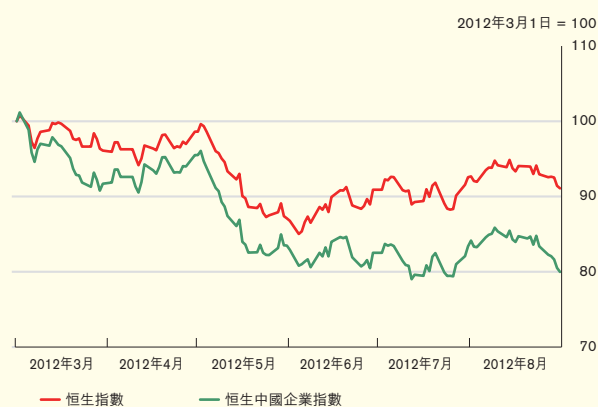
歐洲主權債務危機再度加劇、美國增長放緩，加上內地增長低過預期，導致外部環境持續惡化，令本港股市受壓，而歐洲銀行體系的問題亦未見任何改善跡象。金融及經濟方面的雙重不利因素使本港股市避險情緒急升，拖累股價大幅下挫。恒指及恒生中國企業指數的引伸波幅於5月急升至6個月的高位（圖4.23），其中恒指及恒生中國企業指數於過往6個月內的跌幅分別為10.1%及21.5%，平均每日成交量降至2008年以來的最低水平。由於市場憂慮內地經濟放緩，恒指與恒生中國企業指數之間的差距繼續擴闊（圖4.24）。

圖 4.23
恒指指數及恒生中國企業指數的波幅指數



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

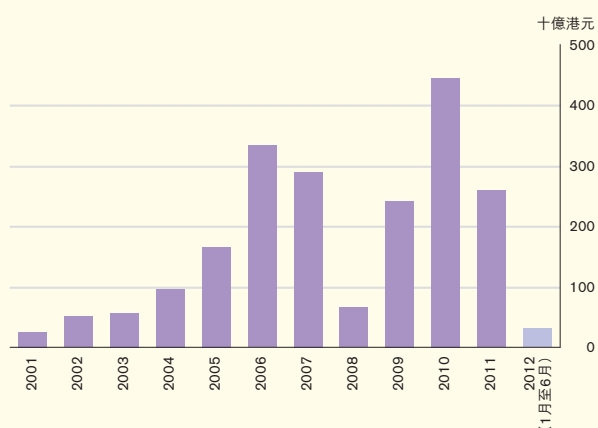
圖 4.24
恒生指數及恒生中國企業指數



資料來源：彭博。

香港首次公開招股 (IPO) 市場的集資活動顯著放緩，反映外部環境疲弱及市況波動加劇。內地企業一向屬於香港 IPO 的最大來源，然而部份已在香港上市的內地私營企業相繼出現審計問題，投資者漸對內地私營企業的整體質素心存疑慮。在此背景下，香港 IPO 市場於2012年上半年錄得自2009年以來最低迷的半年度表現，集資金額僅為308億港元，較2011年同期下降82.3%（圖4.25）。

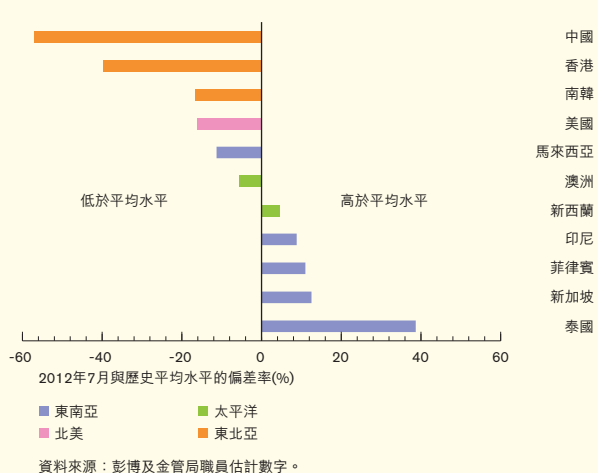
圖 4.25
香港IPO市場



資料來源：CEIC。

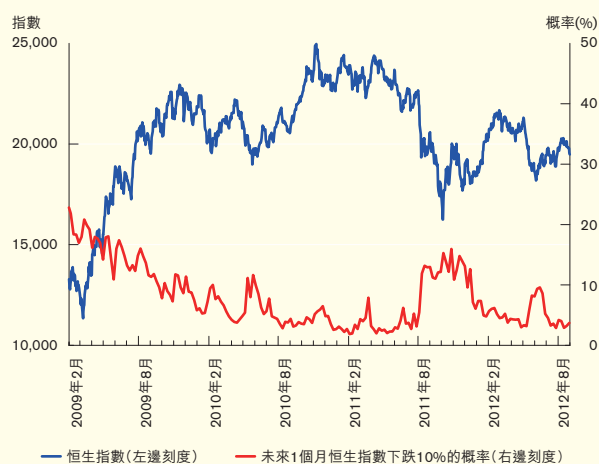
展望未來，本港股市將繼續深受外部市況影響。由於本港及內地股票現時的市盈率較低（圖4.26及4.27），投資者可能會較傾向受利好消息刺激，例如內地政府實施進一步的促增長措施，以及歐洲央行與美國聯儲局推出有效的措施等。然而，由於全球前景的不確定因素增多，特別是關於美國、歐洲及內地的決策者將如何採取較全面的措施，以及這些措施的成效多少，本港股市於2012年下半年將有機會持續波動。

圖 4.26
美國及亞太市場(不包括日本)市盈率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 4.27
恒生指數及其在未來1個月下跌10%的期權引伸概率

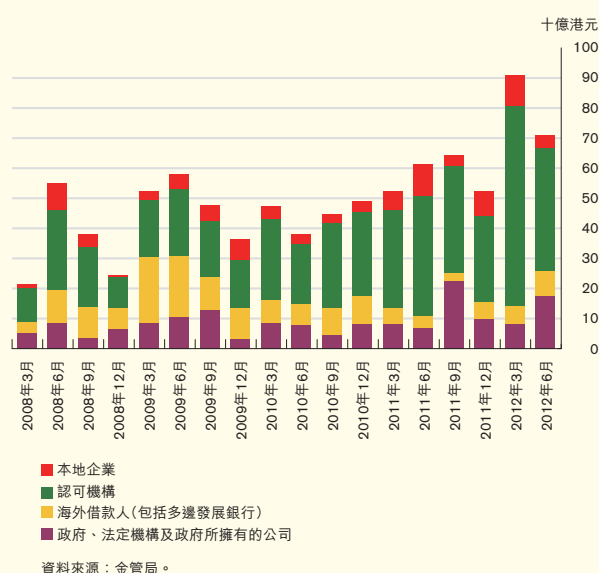


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

4.5 債務市場

雖然外部環境動盪及存在不明朗因素，但港元債務市場仍保持穩定的增長。2012年上半年的新債發行額按年增長5.3%至10,799億港元。外匯基金仍為主要發行人，其次為認可機構及政府（圖4.28）。³¹ 因該增

圖 4.28
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務

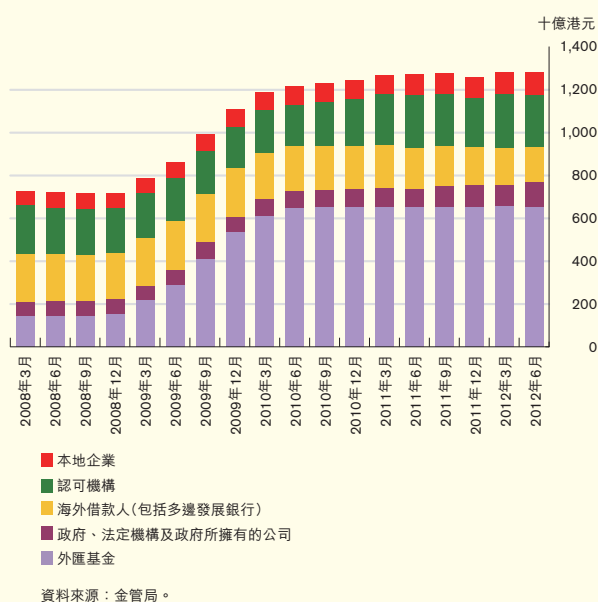


資料來源：金管局。

³¹ 外匯基金佔新債發行額的85.0%。認可機構及海外借款人發行的債務分別急增49.1%及53.8%至1,077億港元及144億港元。政府在其機構債券發行計劃下向機構投資者發行95億港元的債券，並於6月份向零售投資者售出100億港元的3年期通脹掛鉤債券。

幅足以抵銷到期債務，於6月底，未償還港元債務總金額較去年同期小幅增長1.0%至12,821億港元，創歷史新高(圖4.29)。³² 海外借款人雖發行了更多的新債務，但其未償還債務卻按年下降15.1%，反映在全球經濟低迷及歐洲主權債務危機惡化的環境下，海外借款人在國際資本市場(包括香港)上集資仍面對困難。此外，於2012年第1季與第2季期間，私人機構發行的新債加權平均年期由3年下降至2.5年，反映市況比較有利於籌集短期資金。

圖 4.29
未償還的港元債務



香港離岸人民幣債務證券市場的發行量仍十分活躍。³³ 上半年共發行1,613億元人民幣的債務證券，較2011年同期所錄得的852億元人民幣高出接近一

倍(圖4.30)。發行人的種類亦繼續增加。2011年前，內地發行人佔了發行額的大多數，然而，於2012年上半年，近乎一半的新債發行額是由香港發行人所佔有。³⁴ 而新發行的債務中，大部份為認可機構所發行的短期存款證(圖4.31)，反映短期流動資金的需求正在增加。

圖 4.30
新發行的離岸人民幣債務證券

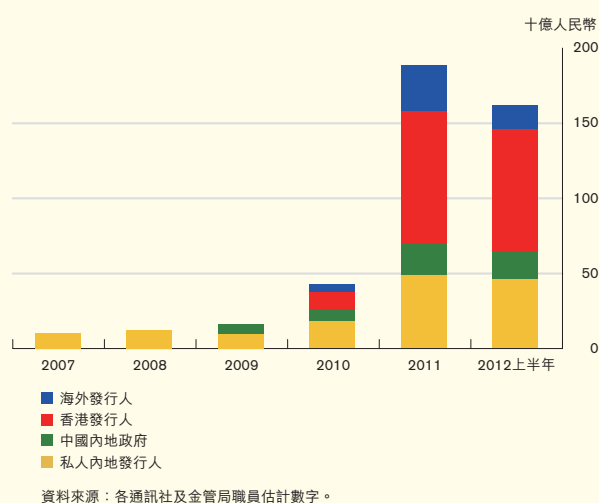
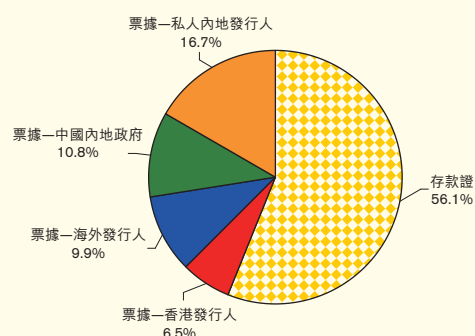


圖 4.31
2012年上半年按所屬國家或地區劃分的新發行離岸人民幣債務證券



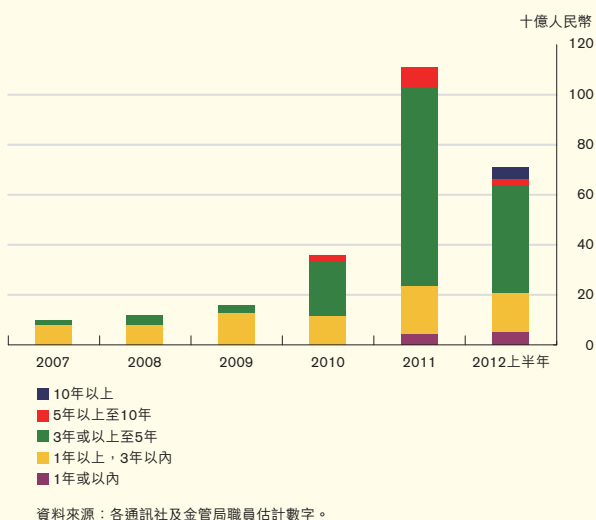
³² 這相當於港元貨幣供應量M3的30.9%或整個銀行業港元資產的25.4%。

³³ 債務證券包括中期及長期票據、存款證及商業票據。

³⁴ 香港發行人包括香港政府機構、由政府所擁有的公司及主要業務位於香港的金融及非金融機構。私人內地發行人指主要業務位於中國內地的金融及非金融機構。海外發行人包括多邊發展銀行，以及主要業務位於香港及中國內地以外的金融及非金融機構。發行人的主要營運地區是根據其公司總部的位而定。

與此同時，離岸人民幣債務證券市場正逐步發展成為籌集長期資金的平台。2007年至2012年上半年間，新發行債務證券（存款證除外）的加權平均償還期由2.2年上升至3.8年（圖4.32）。加權平均償還期的延長很大程度上是中國政府及國有銀行所發行的長期（通常年期為10年或更長）票據所致。這些長期票據為其他機構發行人於推出長期債務時，提供了有用的訂價指標。此外，海外發行人的新債發行額按年增加12.3%，反映國際機構繼續積極在香港籌集人民幣資金。

圖 4.32
新發行的非存款證離岸人民幣債務證券（按年期）



截至2012年6月底，發行額的增加使人民幣債務證券的未償還金額增至3,426億元人民幣的歷來高位（圖4.33）。這某程度上增加了離岸人民幣債券發行人的借貸成本，原因是市場對資金的競爭加劇，同時投資者亦要求較高的收益率（圖4.33）。同時，二手市場持續發展，總成交量回穩扭轉了2011年的下滑趨勢（圖4.34）。市場流動性（按成交比率計算）於過往一年收緊，但這可能是由於大量新債發行所產生的異常情況。³⁵

圖 4.33
未償還離岸人民幣債務證券及離岸人民幣債券收益率

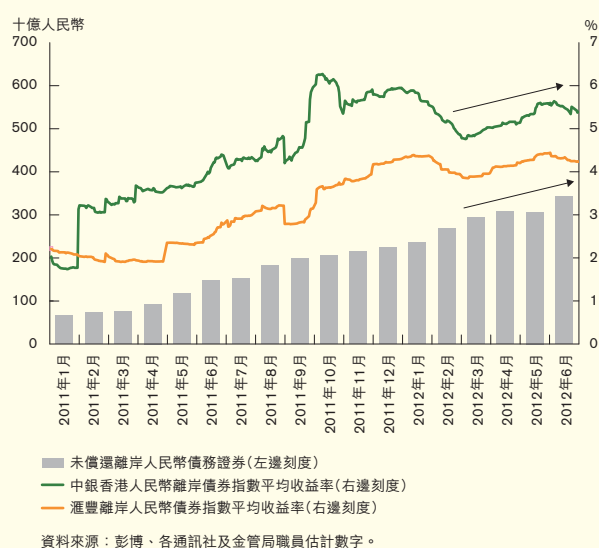
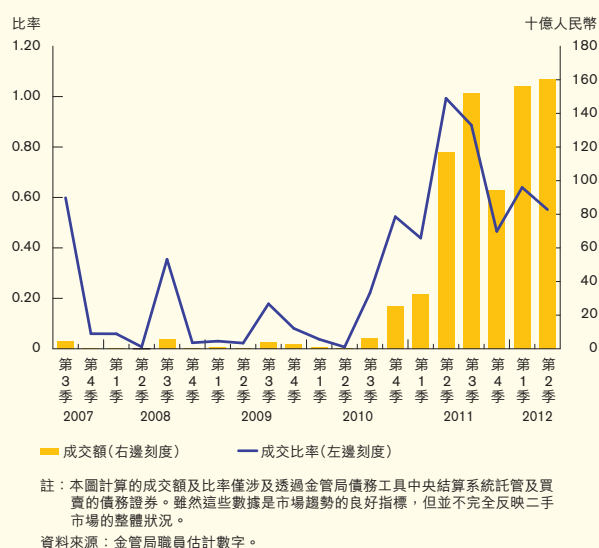


圖 4.34
二手市場的成交



4.6 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場於2011年中至今年初溫和調整，其後重拾升勢，部分原因包括市場情緒轉好，市民收入增加，按揭利率稍降，以及市場預期供應將持續緊縮。

³⁵ 成交比率按某個季度的債務證券成交總額除以該季度未償還平均額計算。

今年1 - 7月住宅物業價格攀升13.1%至歷史高位(圖4.35)。臨時買賣合約數據顯示,近期住宅價格仍然向上(圖4.36)。截至7月為止,中小型單位(實用面積100平方米以下)價格上升13.2%,增幅較中高檔單位及豪宅(實用面積100平方米以上)的10.3%為大。

圖 4.35
住宅物業價格及成交量

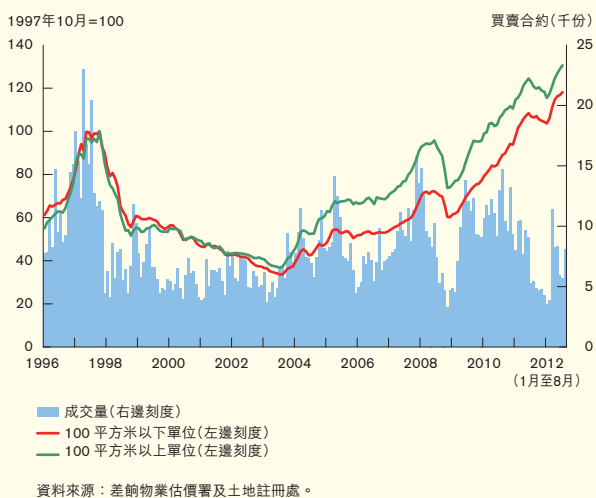
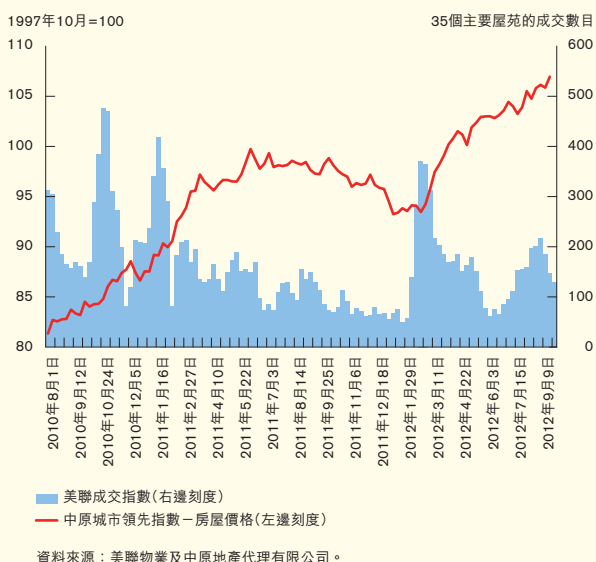
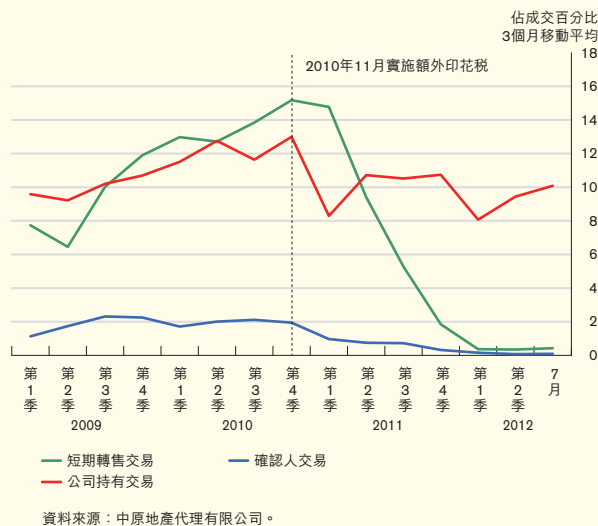


圖 4.36
物業代理估算的住宅物業價格及成交量



成交方面,2012年上半年於土地註冊處註冊的買賣合約約為41,000份,較去年下半年增加41%,不過增幅與比較基數偏低有關,假如與去年同期比較,仍減少25%。按歷史標準衡量,成交量仍低於以往正常水平。而臨時買賣記錄則顯示7月和8月成交有更趨活躍之勢。另一方面,由於仍受額外印花稅影響,投機活動普遍淡靜。舉例而言,確認人交易及短期轉售交易(持有不足12個月即出售)仍處於極低水平。然而,近幾個月來公司持有交易有所增加,反映投資需求(包括短線或長線投資)上升,宜繼續密切觀察其未來趨勢(圖4.37)。

圖 4.37
確認人交易、短期轉售交易及公司持有交易



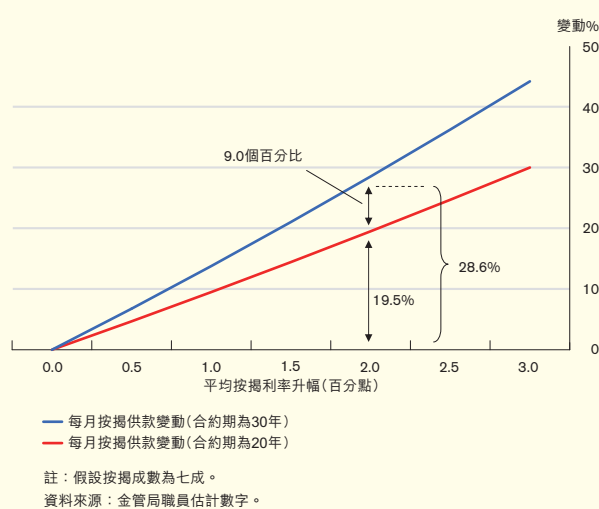
由於收入增速落後於住宅物業價格上升速度，置業負擔能力進一步惡化。相關指標如收入槓桿比率及價格收入比率均已升至近期高位，並遠高於十年長期平均水平（圖 4.38）。³⁶ 就自住與租住選擇而言，由於置業成本的增幅仍大於租賃成本的增幅，買租價差已升至 4 年半來的新高。³⁷ 與此同時，平均住宅租金收益率仍處於接近 3% 的歷史低位。

圖 4.38
置業負擔能力指標



按揭貸款增速顯著放緩，2012 年上半年僅增加 2.5%。然而，近期的按揭申請數據顯示按揭貸款有回升跡象。鑑於住宅物業價格上升及低息環境，按揭借款人有延長按揭合約期的趨勢，於 2012 年第 2 季，平均合約期已由 2007 年的 20 年延長至接近 25 年。然而，攤還年期延長會增加利率風險。舉例而言，若出現利率上升 2 個百分點的不利情景，20 年期按揭的每月按揭供款會增加 20%，而 30 年期按揭的每月按揭供款會增加接近 30%（圖 4.39）。

圖 4.39
按揭供款對利率風險的敏感度分析



³⁶ 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之間的比率。另外，價格收入比率為一般 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之間的比率。

³⁷ 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。

短期內住宅物業市場將仍受兩項對立的交互因素影響，因此前景並不明朗。一方面，供應持續緊絀（圖 4.40）以及利率低企，可能會推動樓價上升。但另一方面，全球經濟前景轉差，又可能會拖累樓價，這是由於經濟增長放緩，市民收入增幅也會受拖累所致。假如歐洲主權債務及銀行危機惡化，甚至會突然扭轉升勢。有見及此，金管局在 9 月 14 日推出新一輪措施以進一步加強銀行對物業按揭業務的風險管理，包括為按揭貸款年期設定上限，並收緊涉及多於一個物業按揭貸款的審批標準（表 4.B）。

圖 4.40
私人住宅單位的施工及落成量

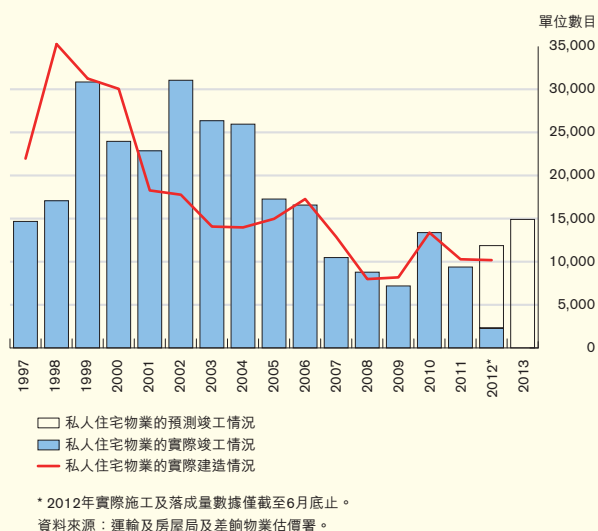


表 4.B
第五輪按揭貸款審慎監管措施的重點（已於 2012 年 9 月 14 日推出）

1. 所有新造按揭貸款年期上限設定為 30 年。
2. 對於擁有多個物業貸款的人士
 - (a) 供款與入息比率上限下調 10 個百分點至四成，而在利率壓力測試下，申請人的供款與入息比率上限亦下調至五成；
 - (b) 若果申請人以「資產水平」為基礎申請物業按揭貸款，最高按揭成數上限下調 10 個百分點至三成；
 - (c) 若果按揭貸款申請人的主要收入並非源自香港，物業按揭貸款將按照適用的最高成數下調 20 個百分點。

資料來源：金管局。

工商物業市場

今年非住宅物業市場亦見復甦，交投轉旺，物業價格大幅上升。整體而言，2012 年上半年註冊的買賣合約達 13,600 份，較去年下半年增長 48%，且遠高於長期平均水平（圖 4.41）。按歷史標準衡量，投機活動仍相當熾熱。事實上，分層工廠大廈及零售商舖價格已處於較高水平，但今年首 7 個月更進一步攀升 20 - 24%（圖 4.42）。寫字樓價格上升速度相對較慢，但增幅仍達 10%。相比之下，非住宅物業租金的增幅介乎 3 - 10%，因此租金收益率仍處於歷史低位。展望未來，儘管低息環境為價格及租金提供支持，但環球經濟及企業前景轉差，或會令其升勢受阻。

圖 4.41
非住宅物業的成交量

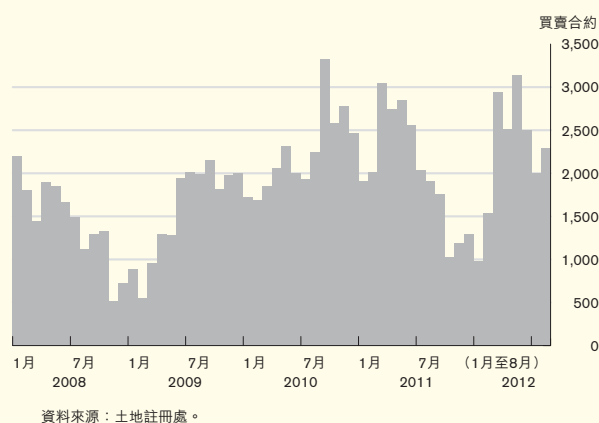


圖 4.42
分類物業租金指數

