

4. 貨幣及金融狀況

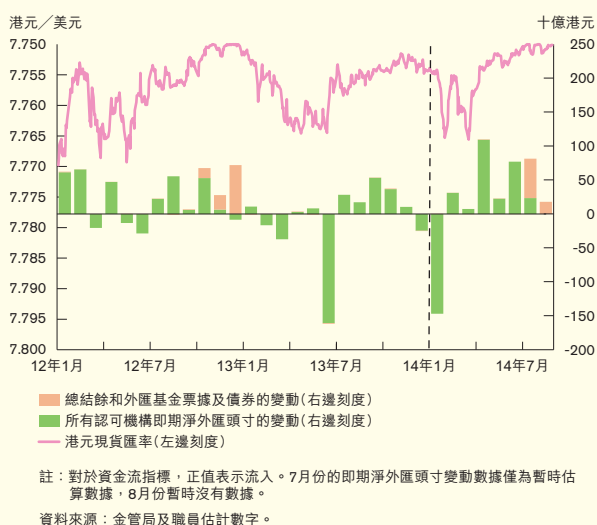
匯率、利率及貨幣動向

港元於第1季略為偏軟，但之後面對較大買入壓力，最終令強方兌換保證於7月及8月被觸發。同時，貸款增長在低息環境持續的情況下仍然存在上行壓力。

4.1 匯率及資金流

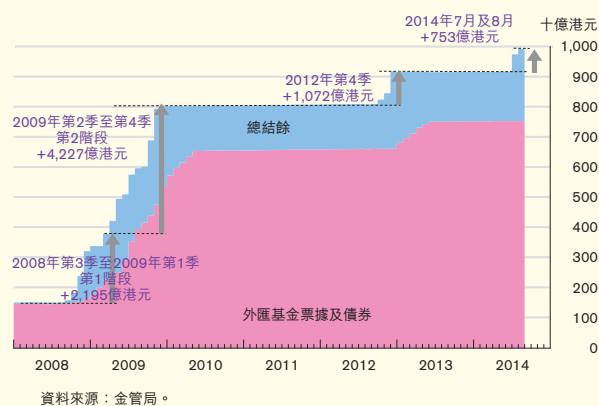
港元兌美元現貨匯率於第1季轉弱，但於第2季及其後數月，逐步轉強至逼近7.75，而強方兌換保證亦於7月及8月多次被觸發。年初，港元面臨一定沽售壓力，現貨匯率於1月30日跌至20個月低位7.7653，又於3月18日跌至另一低位7.7656。這主要反映市場憂慮美國聯邦儲備局逐漸減少購買資產的計劃，以及中國內地及部分新興市場經濟體系的金融狀況和經濟增長前景向淡。此外，認可機構的即期淨外匯頭寸於1月份驟減，亦反映非銀行私人部門面對港元資金流出壓力（圖4.1），當時本地股市活動也跟隨股票資金外流而下滑。

圖 4.1
資金流指標及匯率



不過淨資金流向自3月底以來出現改變。數據顯示第2季有強勁的港元淨流入非銀行私人部門，尤其在4月份，淨流入隨著股市活動回暖以及投資者的風險胃納增加而錄得大幅增長。港元現貨匯率亦逐步轉強，於6月底達至接近7.75的水平。隨後，於7月1日至8月5日期間，銀行觸發強方兌換保證，是自2012年年底以來首次。這促使金管局被動地從銀行購入合共97億美元，並同時沽出753億港元，令總結餘根據貨幣發行局機制相應增加。此前，與金管局市場操作相關的港元淨流入亦於2008年、2009年及2012年出現，合共涉及約7,500億港元（圖4.2）。

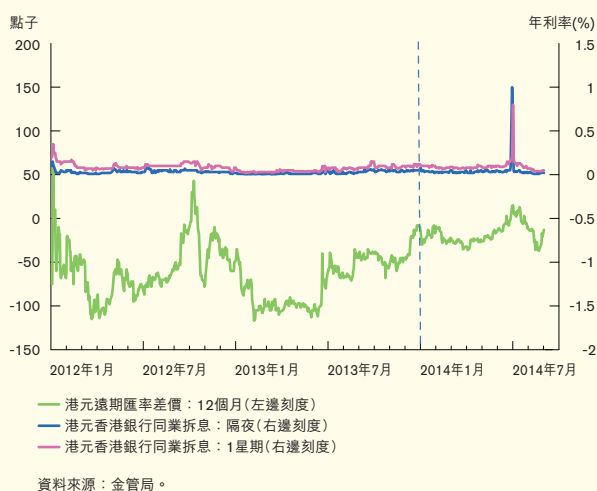
圖 4.2
資金流指標



7月份上旬港元需求增加，反映股市集資活動頻繁、股票派息及跨境併購交易產生的商業需求增加，以及港元流動資金需求於半年結時上升。隔夜及1星期銀

行同業拆息於6月底至7月初曾一度飆升，亦印證港元流動資金需求轉強（圖4.3）。部分銀行同業市場參與者亦可能透過貨幣掉期用美元獲取港元資金，導致港元遠期匯率折讓收窄，甚至出現遠期匯率溢價。另外，在7月底至8月初期間，雖然港元面對的資金流入壓力仍然主要受股票派息活動所影響，但據稱小部分與股票相關的資金流入亦帶動了港元需求。

圖 4.3
港元流動資金需求指標



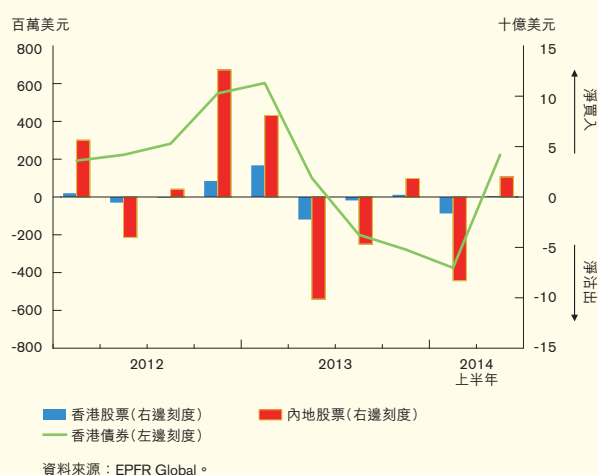
證券投資資金流在今年上半年及最近數月比較波動。根據國際收支平衡統計資料²²，第1季出現股票證券投資資金流出，香港居民買入更多外地股票，而非本地居民則減少其香港股票持股量（表4.A）。不過，一項對全球互惠基金進行的調查顯示，股票證券資金流於第2季有溫和流入香港的跡象（圖4.4）。股票證券資金流逆轉，部分是因為投資者風險胃納再度上升，而當時全球金融市場波動性低企。債券投資方面，國際收支平衡統計資料顯示，本地投資者（主要為銀行）於第1季減持非居民債務證券，而外國投資者則隨著本地債券發行活動暢旺而買入更多香港債券（表4.A）。踏入第2季，據報基金經理淨買入香港債券（圖4.4）。

表 4.A
跨境證券投資資金流

(十億港元)	2011	2012	2013	2013				2014
				第1季	第2季	第3季	第4季	第1季
來自香港居民								
股權和投資基金份額	-237.3	-159.6	-192.8	24.8	-151.4	35.4	-101.5	-75.7
債務證券	81.5	-151.3	-278.9	-39.8	117.5	-214.7	-141.9	63.3
來自非香港居民								
股權和投資基金份額	47.1	224.5	92.4	46.2	-27.9	45.0	29.1	-8.5
債務證券	97.7	54.9	45.7	2.6	30.2	11.0	1.9	9.4

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

圖 4.4
股票及債券資金流的市場調查



銀行相關的資金流仍然維持雙向發展。本地認可機構繼續向非本地借款人提供不少貸款，而部分境外銀行的香港分行則從其母行或境外銀行獲取流動資金。這在很大程度上解釋了於第1季本地居民（主要是本地認可機構）有大量貸款及存款流出而非本地居民有存款流入香港（表4.B）。

表 4.B
存款及貸款相關的跨境資金流

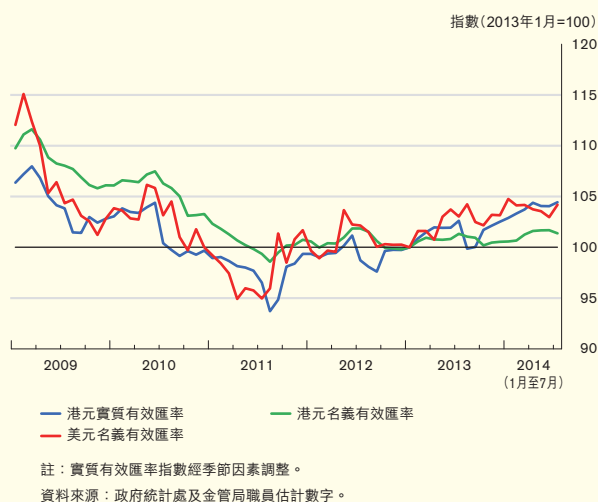
(十億港元)	2011	2012	2013	2013				2014
				第1季	第2季	第3季	第4季	第1季
來自香港居民								
貨幣及存款	-348.1	209.0	-156.0	321.2	53.6	-250.4	-280.3	-183.8
貸款及貿易信貸	-414.9	-339.3	-393.3	-187.2	-81.0	-72.7	-52.3	-133.2
來自非香港居民								
貨幣及存款	544.7	225.7	759.6	-138.1	135.8	309.5	452.4	452.8
貸款及貿易信貸	194.6	150.2	181.9	57.8	66.7	37.1	20.2	4.6

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

²² 在編寫本報告時，第2季的國際收支平衡統計資料尚未發佈。

港元的貿易加權名義有效匯率指數(用以衡量港元較一籃子貿易夥伴貨幣的相對價值)於今年上半年微升(圖4.5)，理由是港元兌人民幣升值的正面影響超過美元微跌所造成的負面影響。由於香港通脹率比其貿易夥伴通脹率的加權平均值略高，因此港元的實質有效匯率指數升幅比名義有效匯率指數升幅稍大。最近，國際貨幣基金組織執行董事會結束了與香港就第四條進行的磋商，認同香港的對外收支平衡狀況與中期基本因素及適當可取的政策相符。執行董事會亦同意，聯繫匯率制度運作良好，令對外收支狀況大致平衡，對香港而言仍是最佳安排。

圖 4.5
名義及實質有效匯率

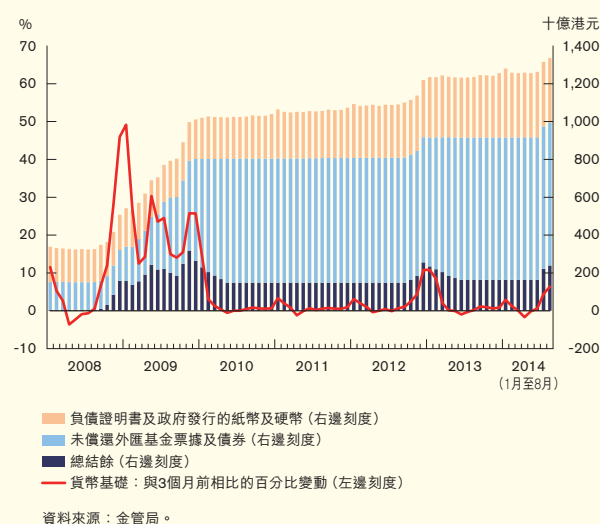


展望未來，雖然預計港元兌美元匯率短期內仍將處於強方兌換範圍，但較後時間的資金流方向及規模並不明朗。風險方面，日本及歐元區的央行或會延長或加強其貨幣寬鬆措施，將可能對全球風險胃納有支持作用，並推動資金流入本港。同時，預期即將啟動的「滬港通」將促進中國內地與香港之間的雙向證券投資。另一方面，美國貨幣政策正常化的時間及速度不明朗，加上市場仍然擔憂中國內地的宏觀經濟和金融狀況前景以及地緣政治緊張局勢，都可能加劇資金流波動及資金流向逆轉的風險。

4.2 貨幣及信貸

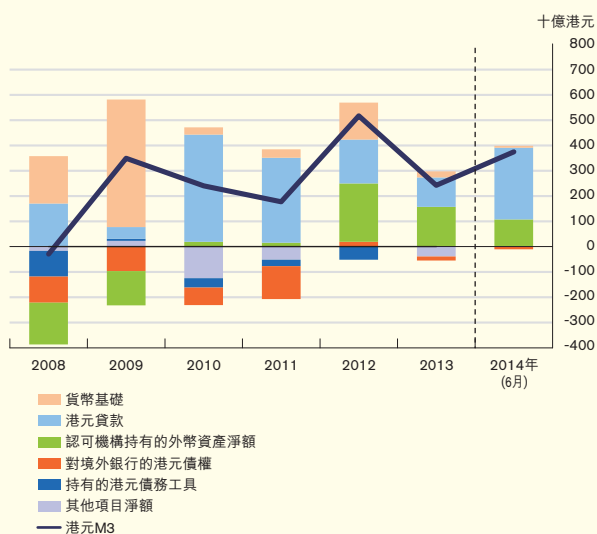
香港的貨幣及信貸環境於2014年上半年及最近數月仍然寬鬆，銀行體系流動資金充裕，利率在低位徘徊。儘管港元貨幣基礎於上半年大致穩定，但於7月及8月觸發強方兌換保證後，累計上升5.8% (圖4.6)。金管局在這兩個月因應銀行要求購入合共97億美元，沽出753億港元，令總結餘於8月底相應地上升至2,392億港元。另一方面，其他貨幣基礎的組成部份，例如負債證明書、流通紙幣及硬幣以及未償還外匯基金票據及債券等，則變動不大。

圖 4.6
貨幣基礎的組成部份



貨幣總量亦穩步增長。由於定期存款及非銀行部門持有的可轉讓存款證大幅增加，上半年港元廣義貨幣供應量(港元M3)按年率計上升14.4%，而2013年的升幅為5.7%。按貨幣概覽框架的對應資產分析顯示，上半年銀行貸款及認可機構淨外幣資產的增長(後者反映非銀行私人部門的資金流入壓力)對於廣義貨幣供應量有擴張性影響(圖4.7)。強方兌換保證被觸發所導致的貨幣基礎上升，亦於最近數月帶動貨幣供應擴張。

圖 4.7
港元M3及其對應資產變動

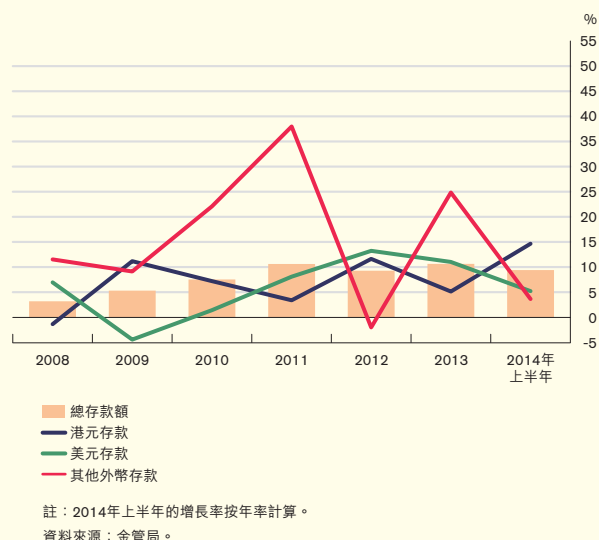


註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款及撇除持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。

資料來源：金管局職員估計數字。

作為港元M3的主要組成部份，港元存款在上半年錄得按年率計14.7%的增長，遠高於2013年全年5.1%的增幅（圖4.8）。另一方面，外幣存款增幅由2013年的16.2%降至上半年的年率4.6%。當中美元存款於第1季一度下跌，但其後於第2季回復增長。人民幣存款在2014年初以穩健速度增長，其後於第2季有所下跌。本節稍後部分將對人民幣存款的近期發展作更詳細論述。總體而言，上半年認可機構的存款總額按年率計上升9.4%，略低於2013年10.7%的增幅。

圖 4.8
存款增長

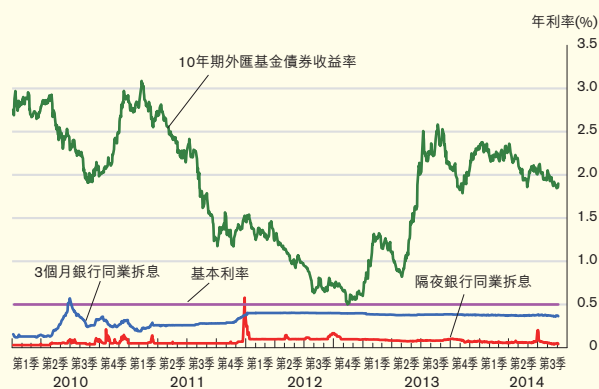


註：2014年上半年的增長率按年率計算。

資料來源：金管局。

銀行業的批發融資成本繼續處於低水平，主要反映了流動資金保持充裕。隔夜及3個月港元銀行同業拆息定價在上半年分別徘徊於0.06%及0.37%的低位，僅因銀行季末流動資金需求及首次公開招股活動而偶有波動（圖4.9）。港元收益率曲線亦趨於平坦，10年期外匯基金債券的平均收益率於6個月間下跌約20個基點至6月的2.05%，且與美元收益率的波動大致相若。另一方面，由於存款利率稍為上升，反映香港零售銀行平均融資成本的綜合利率由去年12月的0.39%升至6月份的0.47%。不過新造按揭貸款的平均貸款利率近期輕微下跌至約2%。

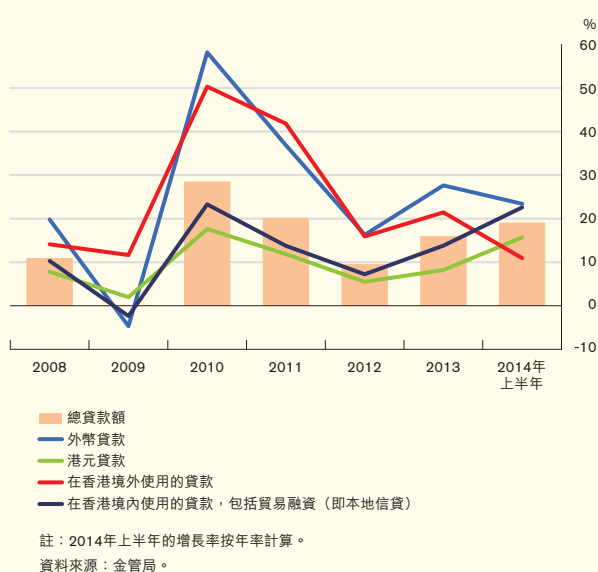
圖 4.9
港元銀行同業拆息及10年期外匯基金債券收益率



資料來源：CEIC及金管局。

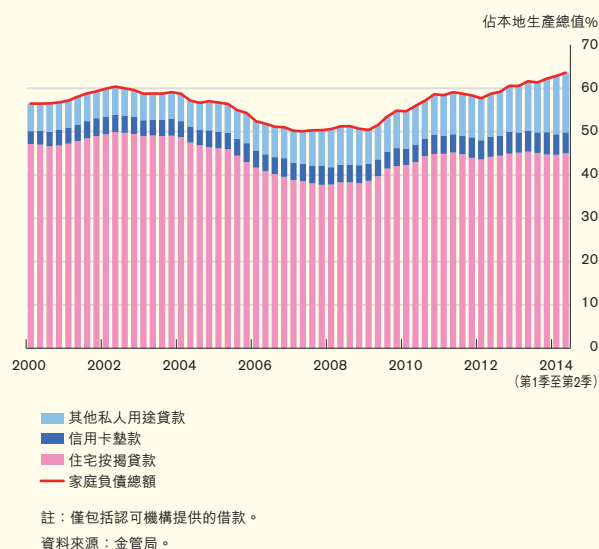
在持續的寬鬆貨幣及低息環境下，銀行貸款總額於2014年上半年增長加快至年率19.1%，而2013年全年增長為16.0%（圖4.10）。反映跨境信貸需求強勁及內地相關貸款增加，外幣貸款及在香港境外使用的貸款持續以較快速度增長，按年率計分別上升23.4%及10.9%，但幅度較去年略有放緩。同時，港元貸款及在香港使用的貸款（包括貿易融資）增長分別加快至15.7%及22.6%（按年率計）。

圖 4.10
貸款增長



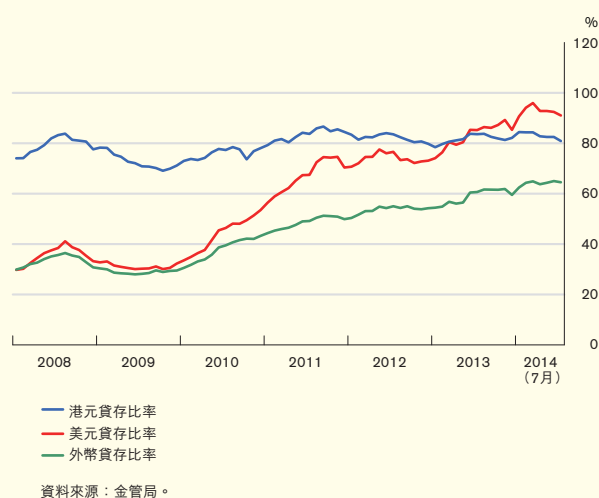
本地信貸方面，貿易融資於上半年顯著增長29.5%（按年率計），而對一些行業的信貸，如電力及氣體燃料、資訊科技、金融相關及證券經紀行業等，亦錄得強勁增長。家庭負債總額亦快速增長9.3%（按年率計），而2013年則增長7.2%。家庭負債增長主要由個人貸款（包括信用卡墊款及其他私人用途貸款）所帶動，按揭貸款增長亦有輕微加快。因此，家庭負債佔本地生產總值的比率於第2季上升至63.6%的水平（圖4.11）。

圖 4.11
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份



反映存款及貸款的相應變動，港元貸存比率由2013年底的82.1%微升至2014年6月底的82.5%（圖4.12）。同期外幣貸存比率由59.5%升至65.0%，主要由於美元貸存比率上升。不過外幣貸存比率（尤其是美元）於最近數月開始回落。為防止融資風險進一步增加，金管局於3月中旬提前檢討穩定資金要求，按銀行第1季而非第2季的狀況釐定穩定資金要求。此項措施主要影響貸款急速增長而本地客戶存款基礎較為狹窄的銀行。

圖 4.12
貸存比率



由於低息環境可能會維持一段時間，短期而言信貸增長壓力或會持續。預期跨境美元信貸需求仍然堅挺，同時本地信貸亦有轉強跡象。銀行、企業及家庭的債務槓桿水平可能因而進一步上升，以致在經濟環境逆轉下變得更為脆弱。

離岸人民幣銀行業務

香港的離岸人民幣業務繼續穩步發展。香港的人民幣資金池進一步擴大，存款及存款證總額繼2013年下半年增長22.3%（非按年率計）後，於2014年上半年增長6.8%至6月底11,249億元人民幣（圖4.13及表4.C）。存款及存款證主要在第1季錄得增長，第2季則有所回軟。企業存款於5月及6月減少，抵銷個人存款的穩定增幅。另外，在人民幣債券發行活動變得活躍的影響下，存款證發行量於上半年有所放緩，未償還存款證總額也錄得下跌。香港銀行處理的人民幣貿易結算業務持續快速增長，於2014年上半年金額達到29,261億元人民幣，較2013年下半年的21,456億元人民幣增長36.4%（非按年率計）（圖4.14及表4.C），香港與內地之間的支付以及與其他地方之間的支付均增逾30%。與此同時，未償還人民幣銀行貸款繼去年下半年錄得4.6%（非按年率計）的溫和增長後，於今年上半年增長加快至20.6%。

圖 4.13
香港的人民幣存款及存款證

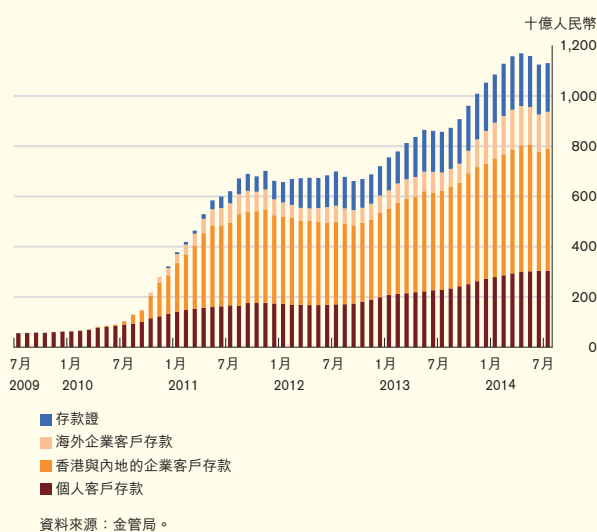
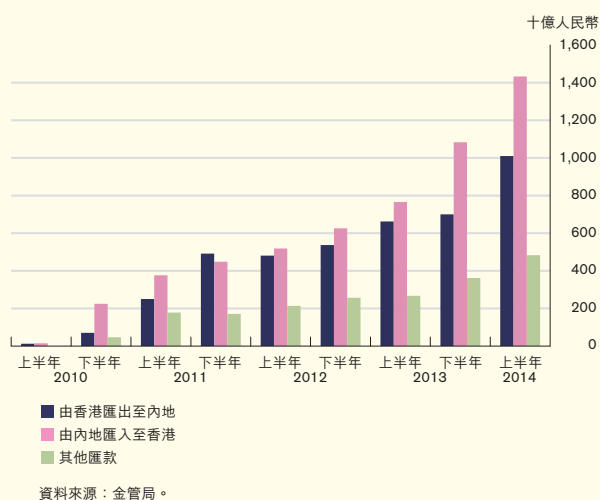


表 4.C
離岸人民幣銀行業務統計

	2013年12月	2014年6月
人民幣存款及存款證（十億人民幣）	1,053.0	1,124.9
人民幣存款（十億人民幣）	860.5	925.9
非香港居民的人民幣存款（十億人民幣）	19.0	29.2
人民幣存款佔存款總額（%）	12.0	12.0
人民幣存款證（十億人民幣）	192.5	199.0
未償還人民幣貸款（十億人民幣）	115.6	139.4
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	216	222
應付海外銀行的金額（十億人民幣）	166.0	160.2
應收海外銀行的金額（十億人民幣）	164.5	230.6
2014年1月至6月		
香港人民幣貿易結算（十億人民幣）	2,926.1	
其中：		
由內地匯入至香港（十億人民幣）	1,432.7	
由香港匯出至內地（十億人民幣）	1,010.2	
匯入與匯出的比例	1.4	
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；十億人民幣）	691.8	

資料來源：金管局。

圖 4.14
人民幣貿易結算匯款



其間香港作為環球人民幣結算及交收服務中心的地位也得到進一步鞏固，即時支付結算系統的成交額於2014年上半年增至平均每日6,918億元人民幣，而2013年全年為3,954億元人民幣。這顯示香港在處理快速增長的全球人民幣離岸市場支付中扮演關鍵角色。

隨著「滬港股票市場交易互聯互通機制」(又稱「滬港通」)試驗計劃的推行，香港離岸人民幣業務預期將更蓬勃發展。此項計劃讓上海及香港股票市場的投資者能夠相互參與對方的股票市場，預期將促進人民幣有更廣泛的跨境使用和流通，並擴大香港離岸人民幣業務的範疇。

香港離岸人民幣匯率繼續大致跟隨在岸人民幣匯率，離岸與在岸匯率在上半年均下跌2.4% (圖4.15)。然而，離岸人民幣匯率的每日波幅略大於在岸人民幣匯率。離岸人民幣匯率對在岸人民幣匯率仍存在溢價，不過平均差價由第1季的+163點子收窄至第2季的+3點子。離岸人民幣銀行同業拆借市場的流動性在年初相對穩定，但自5月以來已稍為收緊，3個月人民幣香港銀行同業拆息定價升約60個基點至6月底的3%，主要因為人民幣債券投資的融資需求增加，以及半年結時流動資金需求上升。

圖 4.15
在岸及離岸人民幣匯率



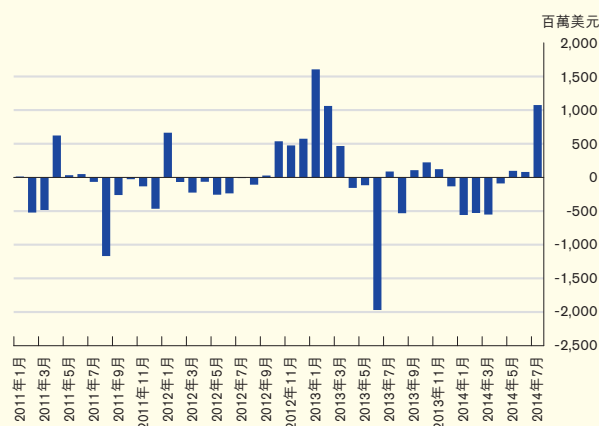
資產市場

受惠於美國聯儲局維持溫和的貨幣政策立場，加上「滬港通」的啟動為市場帶來憧憬，本港股價在過去6個月期間大幅攀升。然而，隨著貨幣政策正常化，市場的中期前景尚不明朗。港元債務市場略為收縮，但離岸人民幣債務市場繼續快速增長，非存款證債務發行額已超過2013年全年的發行額。在過去數月，住宅物業市場轉趨活躍，成交量自近期的低位回升，樓價也再度上升。物業估值仍屬偏高，可能會對加息敏感。

4.3 股市

隨著外圍市場狀況改善，且投資者對香港與上海股票市場互連的試驗計劃持樂觀態度，港股繼2014年第1季遭拋售後，於過去數月間反彈。儘管美國聯儲局繼續按計劃縮減資產購買規模，但其主席重申於可預見未來該局將維持低利率政策。因此，國際投資者重拾對高風險資產的信心，令本地股市在長時間表現欠佳以致估值低企的情況下，受益尤其顯著。這從回顧期內股票資金流逆轉（圖4.16）及銀行體系總結餘大幅增加亦可見一斑。另一方面，為穩定中國內地經濟增長，中央政府於4月份推出一系列「微刺激」措施，加上其後「滬港通」試驗計劃獲得批准的消息，進一步提振本港股市。儘管7月中烏克蘭東部及加沙地區地緣政治局勢日趨緊張，導致全球市場環境惡化，但隨著中國經濟出現穩定增長的跡象，本港股票持續上升，恒生指數（恒指）在8月份一度升穿25,000點。

圖 4.16
香港股票資金的淨流量



資料來源：EPFR Global。

恒指及恒生中國企業指數（亦稱作H股指數）於2014年8月分別較3月上升8.3%及10.8%。儘管港股於7月強勁反彈，但在2014年首8個月期間依然跑輸亞太區股市（圖4.17）。

圖 4.17
香港及亞太區股市表現

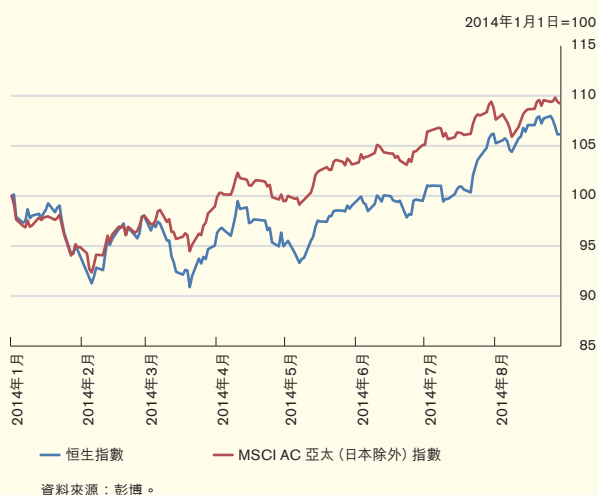


圖 4.18
主要股市的波幅指數

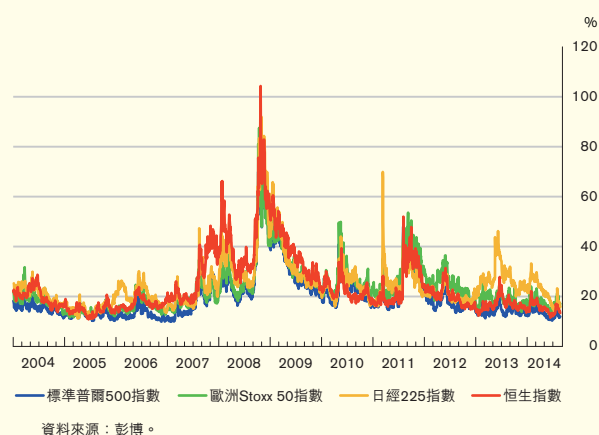
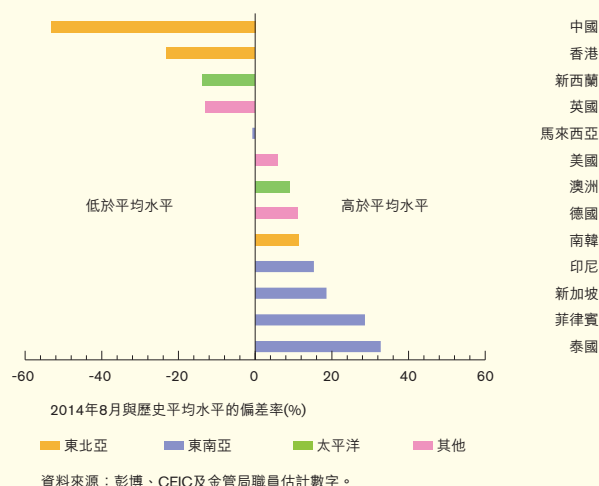


圖 4.19
亞太區 (日本除外) 及其他主要市場的市盈率



展望未來，本港股市仍繼續深受外圍市場環境影響。隨著「滬港通」即將啟動，投資者短期內或會保持樂觀情緒。然而，在今年餘下時間，股市未必能夠平穩向好。目前環球金融市場波幅已回復至次按危機前的水平（這可能因利率持續低企的預期所產生的樂觀情緒所致），令人擔憂的是此低波幅現象會助長過度高風險行為，以致對金融穩定構成風險（圖 4.18）。事實上，有研究指出金融市場的波動與利率亦步亦趨，這表示利率反彈可導致重大的金融市場風險重估。²³ 因此，儘管港股在當前較低的估值下，大幅度下調的可能性較小（圖 4.19），但中期而言，尤其在聯儲局全面結束其量化寬鬆政策後，市場前景極為不明朗。

4.4 債務市場

雖然港元債務發行額因金融市場狀況改善而有所增加，但市場卻輕微收縮。在聯儲局開始縮減其買債規模後，亞洲債券市場在今年初繼續遭到拋售。然而，隨後投資者情緒因區內經濟呈現改善跡象而轉為樂觀，再加上美聯儲表示會在短期內維持低利率，導致債券市場普遍向好（圖 4.20）。在此背景下，私營機構的發債活動於 2014 年上半年有所增加，發行額按年增長 7.3% 至 1,067 億港元（圖 4.21）。²⁴ 及 ²⁵ 相比之下，由於政府及法定機構／政府所擁有的公司發行的新債務大幅減少，幾乎抵銷外匯基金票據及債券發行

²³ 例如，請參閱 Bekaert、Geert、Marie Hoerova 及 Marco Lo Duca (2010)，「Risk, Uncertainty and Monetary Policy」，歐洲中央銀行工作論文。

²⁴ 私營機構包括認可機構、本地企業及海外借款人（不包括多邊發展銀行）。

²⁵ 2014 年上半年，非多邊發展銀行的海外借款人及本地企業的新債發行額分別較去年增加 149.6% 及 18.1%，至 340 億港元及 163 億港元。然而，認可機構的新債發行額按年下降 21.6% 至 565 億港元。

額的增幅，因此公營機構新債發行額僅增長0.4%至10,789億港元。²⁶ 整體而言，2014年上半年的新債發行總額為11,869億港元，較去年小幅增長1.1%。

圖 4.20
亞洲及香港本幣債券平均收益率

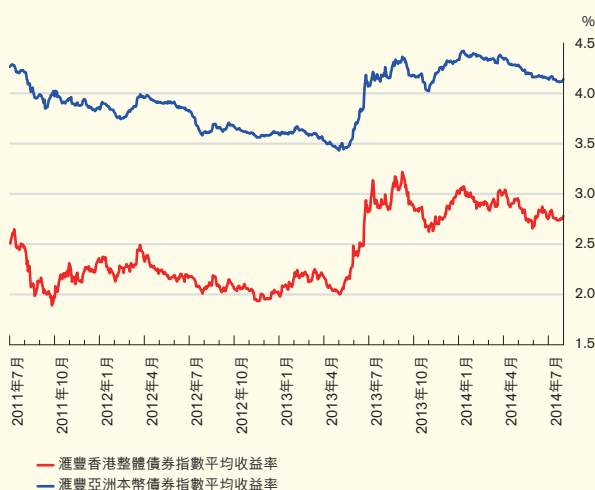
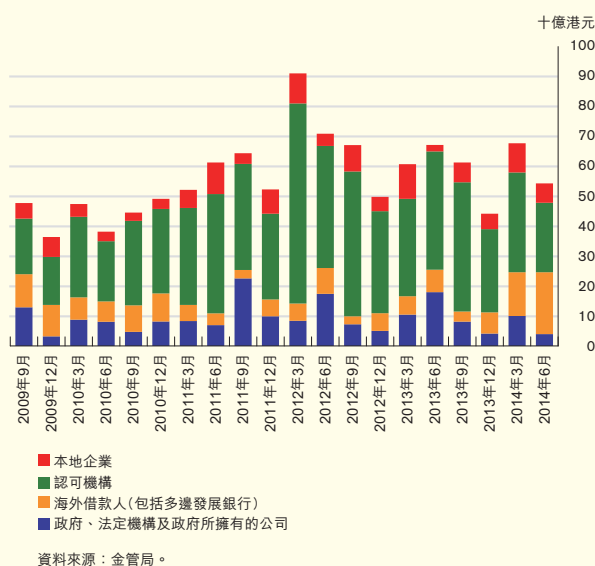


圖 4.21
新發行的港元債務(外匯基金票據及債券除外)

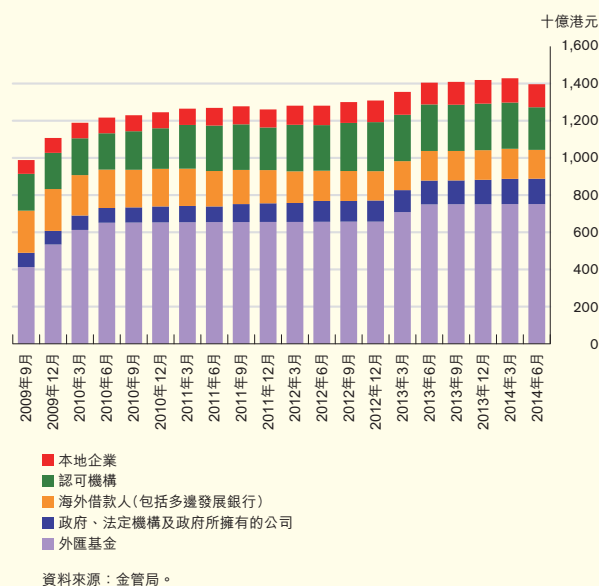


²⁶ 外匯基金票據及債券發行額於2014年上半年按年增加1.8%至10,649億港元，相當於同期新債發行總額的89.7%。法定機構／政府所擁有的公司及政府發行的新債分別大幅減少68.7%及43.5%，至26億港元及113億港元。

²⁷ 債務證券包括中期及長期票據、債券、存款證及商業票據。

儘管新債發行總額增加，但港元債務市場錄得5年來的首次按年收縮，不過幅度很小。於2014年6月底，未償還港元債務證券總額為13,967億港元，較去年輕微下降0.6%（圖4.22）。公營機構的未償還債務總額按年增長1.2%。雖然私營機構的發行額顯著上升，但其未償還債務總額卻按年下跌3.0%。這似乎與香港及亞洲其他地區企業債券快速增長的趨勢背馳。專題4回顧近年亞洲企業債券市場的發展，並討論所涉及的潛在風險。

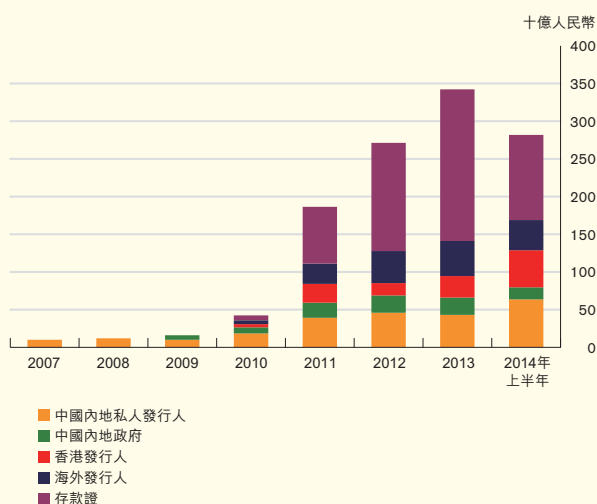
圖 4.22
未償還的港元債務



另一方面，香港離岸人民幣債務證券市場於2014年上半年繼續快速擴張。雖然市場擔心人民幣進一步貶值，且繼2014年3月發生首宗在岸企業債券違約事件後對內地債券發行人信貸質素的憂慮加深，但投資者對離岸人民幣債務證券的需求仍然殷切。²⁷ 因此，2014年上半年的發行總額按年顯著上升38.3%至2,819億元人民幣（圖4.23）。尤其非存款證債務證券的發行額達1,688億元人民幣，超過2013年全年錄得的發行總額。儘管中國內地私人發行人在2014年上半年的發行額佔總發行額（存款證除外）的37.7%，但香港發行人的發行額錄得較強勁的增長，

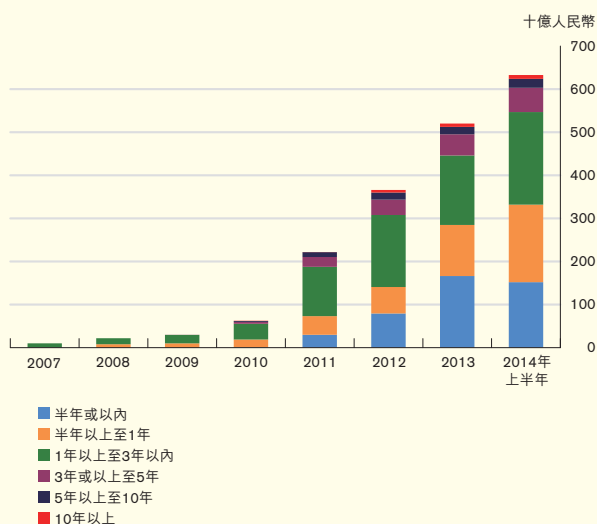
按年增加 251.2% (353 億元人民幣)。這主要是由於在本港經營的銀行的發債活動有所增加。隨著發行額大幅增長，香港未償還離岸人民幣債務證券總額按年增加 31.3%，於 2014 年 6 月底達到 6,327 億元人民幣的歷史高位 (圖 4.24)。

圖 4.23
新發行的離岸人民幣債務證券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

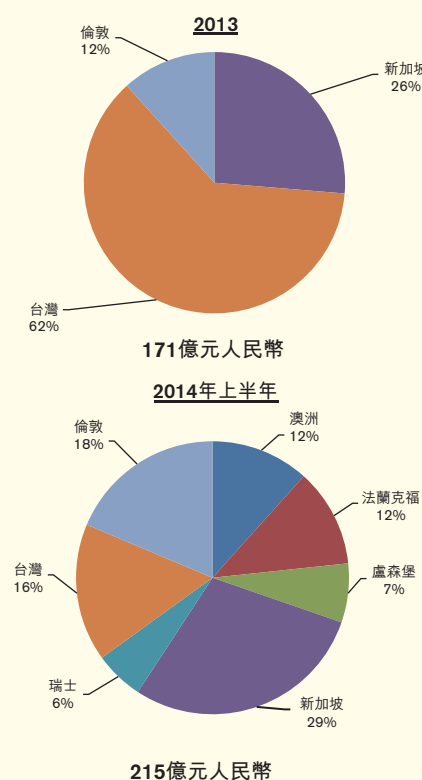
圖 4.24
未償還離岸人民幣債務證券 (按剩餘年期劃分)



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

與此同時，香港以外的離岸人民幣市場的債券發行總額於 2014 年上半年達到 215 億元人民幣 (圖 4.25)。除倫敦、新加坡及台灣之外，該等債券中亦有一大部分是在其他離岸人民幣市場發行，包括澳洲、法蘭克福、盧森堡及瑞士。這反映全球離岸人民幣市場縱深發展。

圖 4.25
在香港以外的新發行離岸人民幣債券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

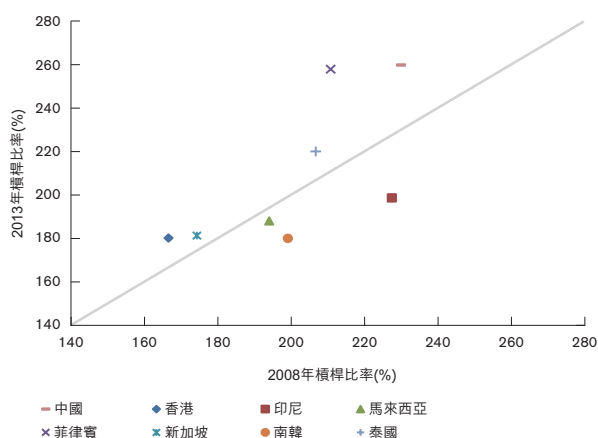
展望未來，預期香港離岸人民幣債務證券市場於下半年將繼續穩定增長。供應方面，市場上的再融資需求殷切，將會繼續為債務發行提供支持。於 2014 年 6 月底，於本年底到期的未償還債務證券達 1,521 億元人民幣，相當於未償還總額的 24.0% (圖 4.24)。需求方面，由於內地經濟前景改善，且近期人民幣相對穩定，投資者對離岸人民幣債務證券的胃納可能會保持強勁。

專題 4

近期亞洲企業債券市場的發展

在過去數年間，亞洲企業債券市場快速增長。但與此同時，區內企業的槓桿比率亦有增無減。大型非金融類上市企業的資產負債表統計數字顯示，除印尼、馬來西亞及南韓外，亞洲主要經濟體系的企業槓桿比率於過去數年均呈現上升趨勢（圖 B4.1）。此情況引起外界關注亞洲經濟體系承受全球流動資金狀況突然逆轉的能力，尤其 2013 年 5 月因聯儲局表示減少買債而觸發債券市場大舉拋售後，外界對此更為關注。在此背景下，本專題將回顧近期亞洲企業債券市場的發展，並討論快速擴展所帶來的風險。

圖 B4.1
亞洲主要經濟體系的大型非金融類上市公司的槓桿比率



近期發展

經歷全球金融危機後，亞洲企業越來越依賴債券市場來滿足資金需要。根據交易所屬地區（涵蓋企業於在岸及離岸的債券發行），2012 年主要亞洲經濟體系的非銀行企業債券發行額達 5,948 億美元，是 2008 年

發行額的四倍多（圖 B4.2）。²⁸ 及 ²⁹ 儘管一級市場活動於 2013 年有所下降，但新發行債券總額仍維持於 5,481 億美元的相對較高水平。除了低息環境推動的尋求高回報活動之外，歐洲銀行去槓桿化令銀行信貸緊縮及亞洲經濟基礎有所改善等多項其他因素，亦有助推動市場近期的強勁增長。隨著發行額急升，亞洲主要經濟體系的非銀行企業債券未償還總額較 2008 年大幅上升 366.8%，至 2014 年 6 月底的 22,993 億美元（圖 B4.3）。

圖 B4.2
亞洲主要經濟體系新發行的本地非銀行企業債券

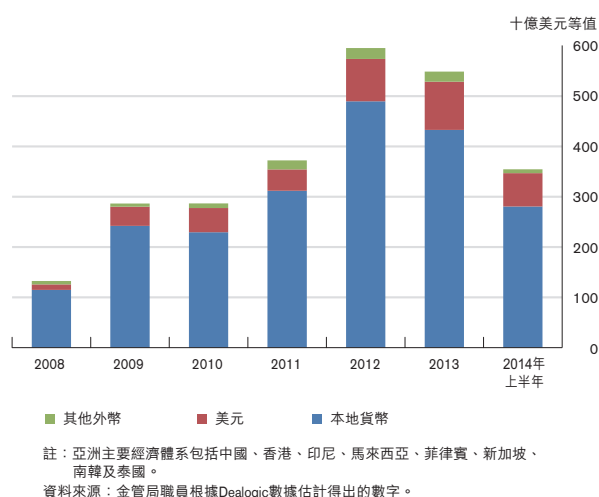
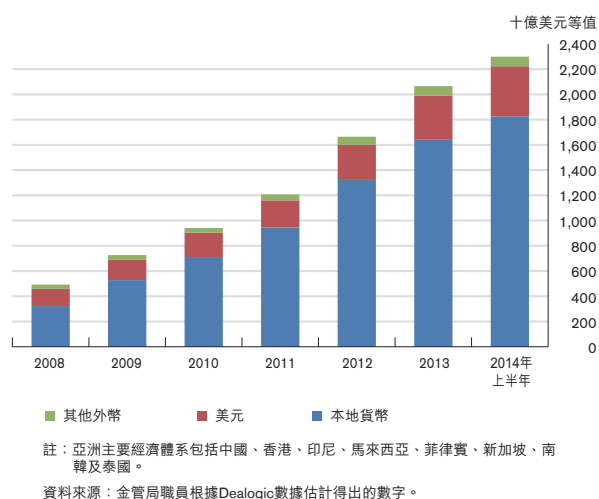


圖 B4.3
亞洲主要經濟體系本地非銀行企業債券的未償還金額



²⁸ 根據 Dealogic 對交易所屬地區的定義，假如發行人的母公司對其作出信貸支持或保證，則根據發行人的母公司所屬地區而定。至於沒有信貸支持或保證的交易，交易所屬地區則指發行人所屬地區。

²⁹ 企業債券包括投資級別及高收益債務、中期票據及優先證券。當中所有交易的原有年期均為 18 個月或以上。

雖然亞洲主要經濟體系自21世紀初期已推出政策措施促進本地貨幣債券市場的發展，但近期市場注意力主要集中於亞洲企業的外幣債券發行量在過去數年間急劇上升的情況。^{30及31}於2013年，亞洲主要經濟體系的非銀行企業所發行的外幣債券達1,160億美元，較2008年大幅上升557.3%（圖B4.2）。尤其美元債券的發行額於同期躍升接近8倍至2013年的957億美元，反映企業把握聯儲局實行量化寬鬆政策所締造的低息環境發債集資。隨著發行額強勁增長，區內非銀行企業外幣債券的未償還總額於2014年6月底達到4,742億美元，其中83.8%來自美元債券（圖B4.3）。

除了發行額增長外，亞洲企業近年亦較有能力發行年期較長的債券。於2013年，亞洲主要經濟體系非銀行企業的新發行債券加權平均年期由2008年的5.9年延長至6.3年。債券年期的延長，部份是由於企業在離岸市場的外幣債券發行飆升，而離岸市場的發展傾向較為成熟，並較能吸引機構投資者。^{32及33}

³⁰ 關於發展區內本地貨幣債券市場的政策措施詳情，請參閱亞洲開發銀行於2012年發表的「ASEAN+3 Bond Market Guide」。

³¹ 關於新興市場經濟體系中企業外幣債券發行額上升所造成的影響，請參閱Turner, P (2014), 「The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs」，國際結算銀行工作論文第441號。

³² 關於新興市場經濟體系中企業在離岸市場發行債券的近期發展，請參閱2013年9月的BIS Quarterly Review專題2。

³³ 關於在離岸市場發行債券的動機，請參閱Black, S.及Munro, A. (2010), 「Why issue bonds offshore?」，國際結算銀行工作論文第334號。

³⁴ 我們必須強調，以下的分析主要集中於債券市場，因此，我們無法就區內企業的槓桿程度提供全面分析。

³⁵ 雖然外幣債券於2014年6月底佔本港非銀行企業債券未償還總額的85.2%，但其中75.1%的外幣債券都是以美元計值。因此，在聯繫匯率制度下，本港企業的外匯風險可以說是不高。

³⁶ 計算加權平均年期時並不包括永久債券。

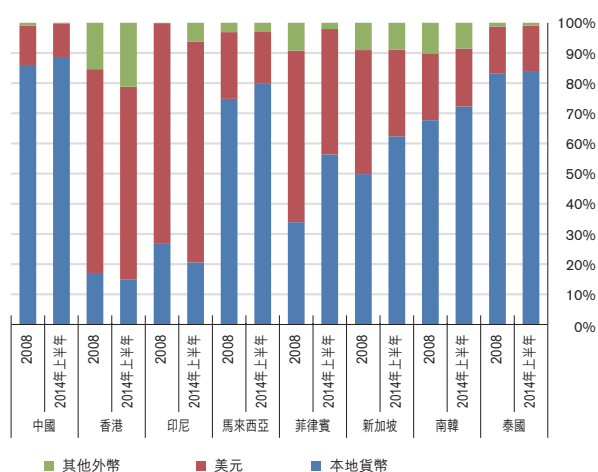
相關風險

區內債券發行快速增長，在假設其他因素不變之下，已帶來多項風險，包括外匯風險、利率風險及信貸風險。這些風險對金融穩定性構成潛在影響，須密切監察情況發展。³⁴

外匯風險

首先，外幣債券發行額飆升似乎顯示企業可能會承受更高的外匯風險，引發對潛在貨幣錯配的關注。然而，在過往數年間，本地貨幣債券的增長同樣迅速。事實上，本地貨幣債券目前佔區內大部份經濟體系中未償還債券總額的較大份額，唯獨香港及印尼除外（圖B4.4）。³⁵因此，貨幣錯配風險不一定有所增加。

圖 B4.4
亞洲主要經濟體系於2014年6月底的未償還非銀行企業債券分項數字（按貨幣種類劃分）



資料來源：金管局職員根據Dealogic數據估計得出的數字。

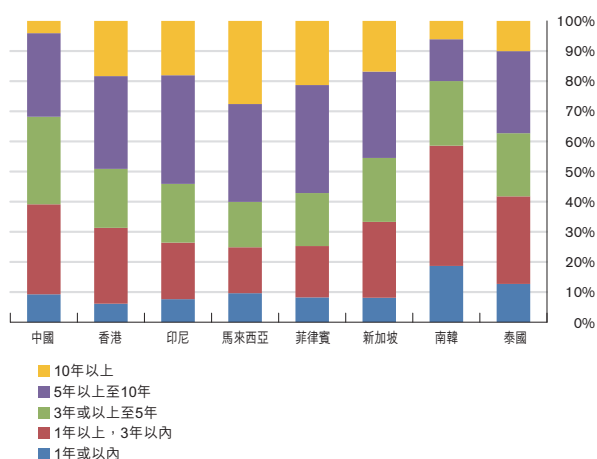
利率風險

第二，鑒於較長年期債券的發行量日增，區內未償還非銀行企業債券的平均尚餘年期於2014年6月底維持在4.9年的相對較高水平；而在大部份經濟體系中（南韓除外），超過50%的未償還非銀行企業債券的尚餘年期為最少3年（圖B4.5）。³⁶這顯示區內企業的再融資需要未必會在短期內大幅增加。此外，由於企業於過往數年間透過發行定息債券以鎖定低成本的長

期資金，故定息債券佔未償還非銀行企業債券總額的大部份。於2014年6月底，定息債券佔亞洲主要經濟體系中非銀行企業債券未償還總額的97.1%，表示美國貨幣政策正常化不一定會導致企業的利息開支於短期內大幅上升（圖B4.6）。儘管如此，由於美國貨幣政策正常化可能會導致企業債券按市價計算的價格下降，故企業再融資時仍會面對較高的利息成本。

圖 B4.5

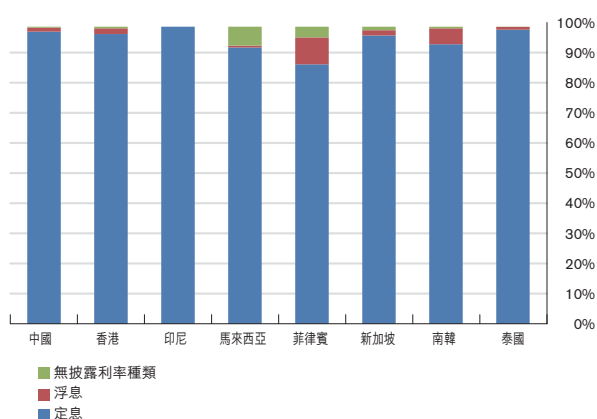
亞洲主要經濟體系於2014年6月底的未償還非銀行企業債券分項數字（按尚餘年期劃分）



資料來源：金管局職員根據Dealogic數據估計得出的數字。

圖 B4.6

亞洲主要經濟體系於2014年6月底的未償還非銀行企業債券分項數字（按利率種類劃分）



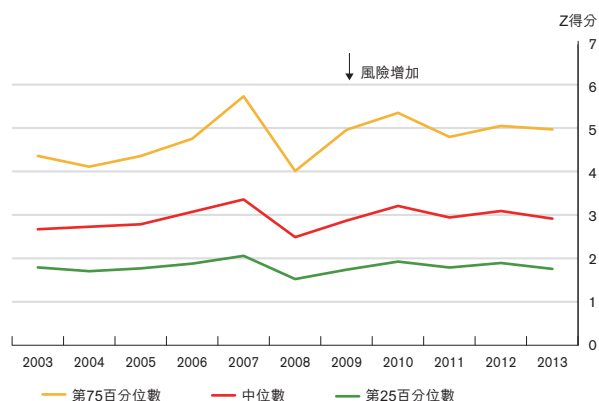
資料來源：金管局職員根據Dealogic數據估計得出的數字。

信貸風險

最後，儘管企業債券發行量相當多，但企業違約的可能性仍相當穩定。它們Altman的Z得分仍大幅高於2008年全球金融危機時所錄得的水平（圖B4.7）。因此，雖然近年亞洲企業的槓桿比率有所上升，但其現階段的信貸風險未必顯著增加。

圖 B4.7

亞洲主要經濟體系大型非金融類上市公司Altman的Z得分



註：

1. Z得分越低表示公司違約的可能性越高。
2. 亞洲主要經濟體系包括中國、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國。
3. 大型非金融類上市公司指以上8個經濟體系主要股市指數的非金融類成份股，包括滬深300指數、恒生指數、雅加達綜合指數、富時大馬吉隆坡綜合指數、菲律賓綜合指數、海峽時報指數、韓國綜合指數及泰國證券交易所指數。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

結論

亞洲企業過往非常倚賴銀行及股市進行融資，而亞洲金融危機亦確定了這個主要的結構性弱點。近年，債券市場開始在區內的金融中介範疇擔當更突出的角色。從結構性的角度而言，此情況應屬一項獲市場歡迎的發展。

然而，我們須仔細分析市場快速擴張所帶來的風險。本專題純粹根據一些債券市場的綜合數據審視風險，並歸結認為有關風險仍然受控。不過，這並不表示所有亞洲企業均相當安全。發行債券只是其中一種融資途徑。評估企業槓桿程度時需要更深入分析其資產負債表及其他情況。³⁷ 因此，我們仍須密切監察企業不斷上升的槓桿比率，尤其聯儲局的貨幣政策正常化及區內宏觀經濟環境帶來不確定因素，這方面不能鬆懈。

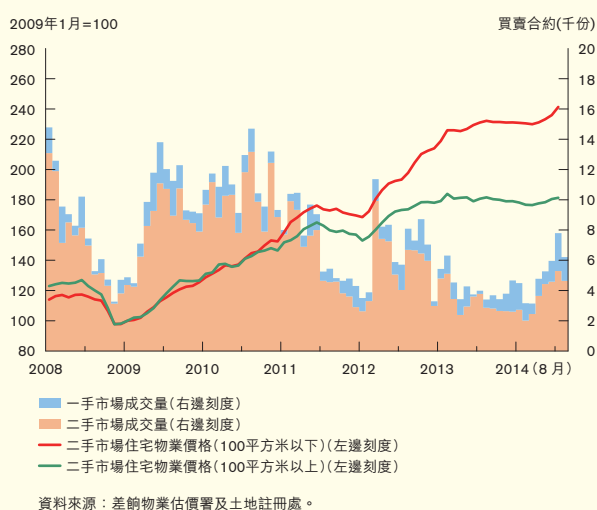
³⁷ 舉例而言，市場關注區內部份企業的負債不合比例的高，並較其他企業的風險高。請參閱2014年4月的IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific第2章。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場在過去一年多經過整固後，於近數月轉趨活躍，成交量自近期的低位回升，樓價也再度上升。物業市場轉強的主要原因是累積的住房需求釋放，以及有關美國及香港快將加息的憂慮稍減，令市場情緒改善。事實上，信貸狀況仍然利好，按揭利率持續低企，銀行亦稍為放寬信貸。交易活動在一手市場率先回升，其後二手市場跟隨，尤以中小型單位為主導。買賣合約每月平均登記宗數由2013年下半年3,827宗上升至2014年上半年的4,467宗，隨後於7月及8月進一步上升至7,002宗（圖4.26）。

圖 4.26
住宅物業價格及成交量

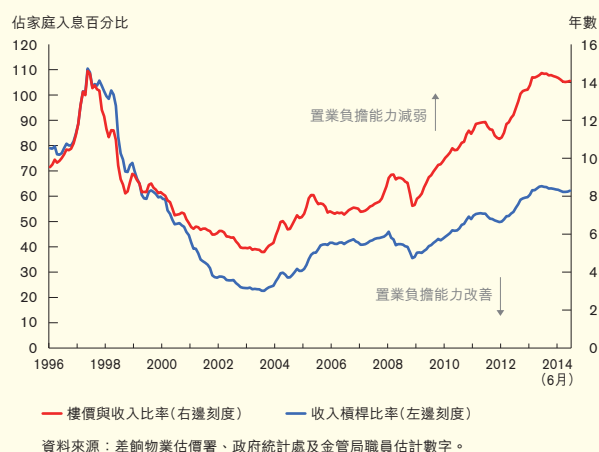


樓價方面，二手市場住宅物業價格在2013年大部分時間平穩發展，及至今年第1季微跌0.6%後，於4月至7月上升4.9%。中小型單位（實用面積100平方米以下）價格尤其強韌，於4月至7月上升5.0%至歷

史高位。大型單位（實用面積100平方米以上）的價格也快步上升，但仍未完全回復到去年整固前的水平。中原城市領先指數、賣家叫價及銀行估價等其他價格指標也顯示住宅價格有上行壓力。至於一手市場方面，發展商繼續為新推出單位提供折扣及優惠，令近期一手對二手住宅的溢價有收窄跡象。

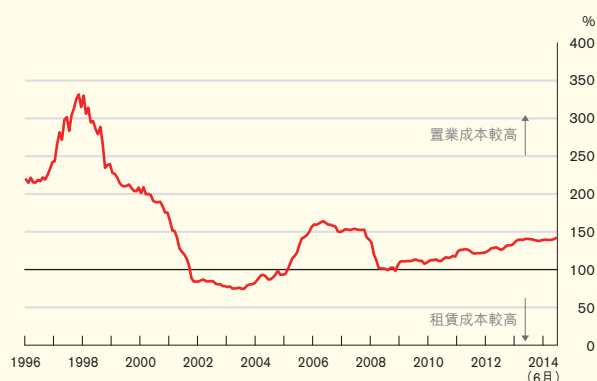
根據最新的市況發展，物業估值相對家庭收入及經濟基本因素而言仍屬偏高，繼續是香港宏觀金融穩定性的關注點。雖然收入持續增長，但置業負擔能力仍然較弱，樓價與收入比率於第2季維持在14.0的高位，僅略低於1997年時的最高位，而收入槓桿比率仍在61.9%徘徊，高於50%的長期平均水平（圖4.27）。³⁸ 假如按揭利率上升至更為正常的水平，例如增加300個基點，則收入槓桿比率會飆升至80.8%。此外，買租價差有所擴大，反映置業相對租住的成本繼續攀升（圖4.28）。³⁹ 住宅租金收益率在1月至7月平均處於2.2-3.2%的低位，接近10年期外匯基金債券的收益率，反映市場積極追求高回報。

圖 4.27
置業負擔能力指標



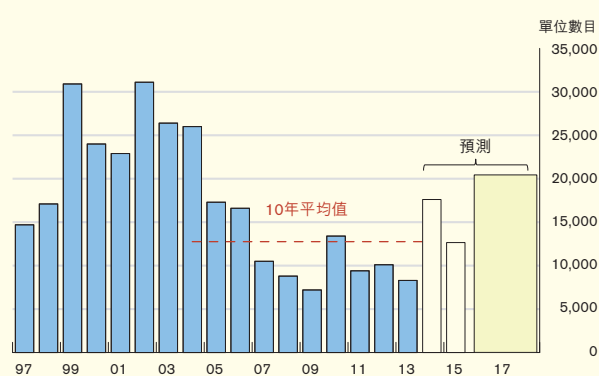
³⁸ 價格收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。另外，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭計算）的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。

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 4.28
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。

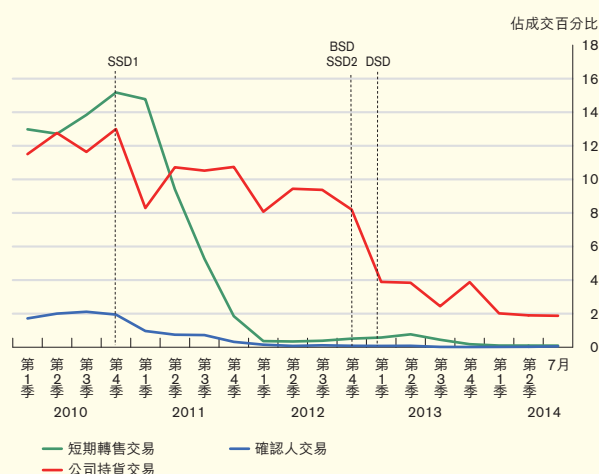
前景方面，香港物業市場的失衡狀況可能仍持續一段時間，樓價或會繼續從低息環境及相對緊絀的住宅供需情況中得到支持。然而，物業市場仍面臨一定的下行風險。將會出現的加息潮將抑制物業價格升勢，甚至帶來一定的下行壓力。屆時還款和供款負擔將會上升（例如假設按揭利率上升300個基點，估計20年期供樓負擔會增加30.5%），而物業投資及置業的吸引力會因為利率相對於租金回報上升而減低。此外，亦須注意美國聯儲局的利率正常化過程可能會大幅增加金融市場的波動並影響市場情緒。假如資金流向出現明顯逆轉，將可能加劇住宅物業價格的下行調整，並會對宏觀經濟產生重大不利影響。再往前看，住宅市場供需有望逐漸回復到較平衡的狀況，2014年新落成住宅將達到17,600個單位，而預期未來三至四年的總供應量約為73,000個單位（圖4.29）。

圖 4.29
私人住宅落成量

註：差餉物業估價署預期2014年及2015年新落成住宅數目將分別為17,614個單位及12,660個單位。以上對2016-18年的預測是根據運輸及房屋局對未來三至四年私人住宅供應量的預測（73,000個單位）減去差餉物業估價署對2015年的預測得出。

資料來源：運輸及房屋局及差餉物業估價署。

自2009年以來，金管局推出了六輪逆週期宏觀審慎監管措施，以防止銀行信貸助推物業價格泡沫，並確保銀行及其客戶的資產負債表有充足的緩衝以應對物業價格波動。這些措施促使新造按揭成數由實施前的平均水平64%下降至最近的約56%，而供款與收入比率則由超過40%的平均水平降至35%。住宅按揭貸款的增長率亦由2010年的14.1%降至2011年及2012年的約7至8%，再降至2013年的3.9%。同時，政府推出的需求管理措施減少投機及投資活動（圖4.30），並有助於遏抑物業價格的升勢。專題5將進一步探討這些降溫措施對近年香港物業市場的影響。

圖 4.30
確認人交易、短期轉售交易及公司買家

註：SSD1指2010年11月推出的第一輪額外印花稅措施，SSD2指2012年10月推出的增強措施。BSD和DSD分別指買家印花稅措施和雙倍從價印花稅率。

資料來源：中原地產代理有限公司。

工商物業市場

工商物業市場方面，雖然普遍情緒在加息憂慮和政府推出的需求管理措施影響下仍然偏弱，但最近數月市場上亦出現更多回暖跡象。物業成交量已從年初的低位回升，買賣合約登記宗數在1至8月達到平均每月1,336宗（圖4.31）。作為投機活動的指標，確認人交易仍持續在低位徘徊。工商物業的價格在去年有所整固後，於今年1至7月小幅上升2.3至2.5%（圖4.32），同時租金亦上升約2.3至6.2%，租金收益率保持於2.4至2.9%的低位。

儘管最近數月市場情緒有所改善，但中短期而言工商物業市場依然面臨若干不利因素。值得注意的是，物業估值依然偏高，而由於本地經濟（尤其是零售業）增長或會放緩，未來租金收入可能偏軟。以上因素加上加息預期，或會壓低工商物業的資本價值，並對工商物業的價格造成下行壓力。就銀行及金融穩定而言，銀行須維持審慎的信貸批核準則，小心控制物業相關貸款的比重，並確保擁有充足的緩衝應對樓市週期的發展。

圖 4.31
非住宅物業的成交量

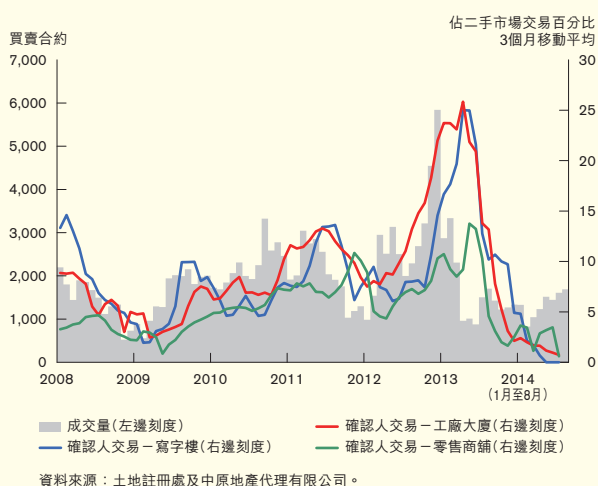
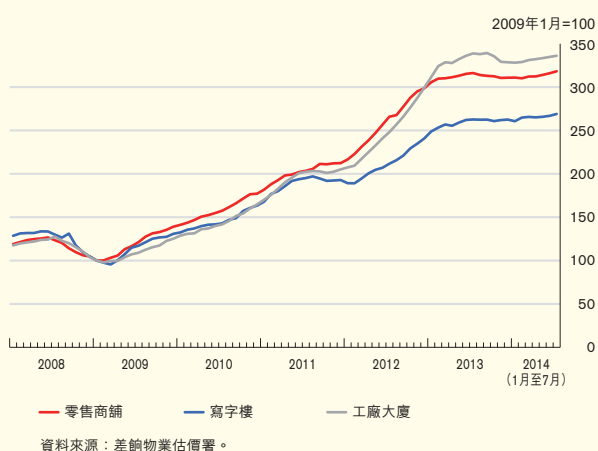


圖 4.32
非住宅物業的價格指數



專題5

逆週期審慎及需求管理措施對香港住宅物業市場的影響

逆週期措施會如何影響住宅物業市場？

自2009年10月以來，金管局就銀行物業按揭業務推出了六輪逆週期審慎措施（最新一輪在2013年2月推出），以防範銀行信貸助推物業市場失衡，並確保銀行及其客戶的資產負債表有充足的緩衝以應對樓價波動（圖B5.1）。相關政策工具包括對物業按揭的按揭成數及供款與收入比率設限，以及強制要求對借款人進行利率上升情境下的還款能力壓力測試。理論上，銀行會因為審慎措施而將放貸的額度減少，而措施對家庭財富及收入要求的額外限制（如達到制約作用）亦有助降低住宅物業需求及物業信貸，樓價也或會因而受到影響。⁴⁰及⁴¹

此外，政府在2010年11月起推出了三輪需求管理措施，透過徵收額外的印花稅項及提高稅率（即額外印花稅、買家印花稅及雙倍從價印花稅），以抑制投機活動及非本地買家的需求。住宅物業需求下降，樓價將可能受到影響，其間接傳導也會影響住宅物業的信貸需求。圖B5.2顯示審慎及需求管理措施可能會怎樣傳導至住宅物業市場。

圖 B5.1
樓價、物業成交量及逆週期措施的實施時間

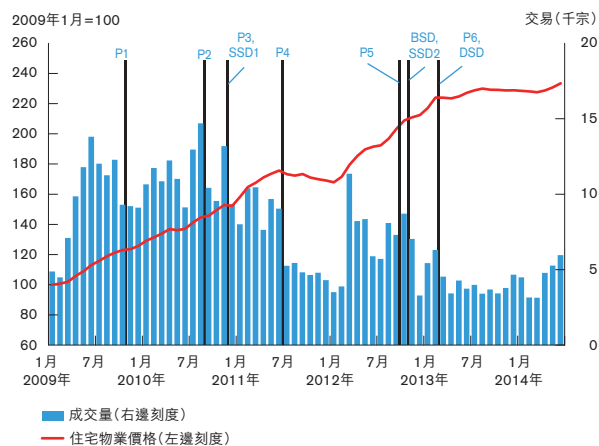
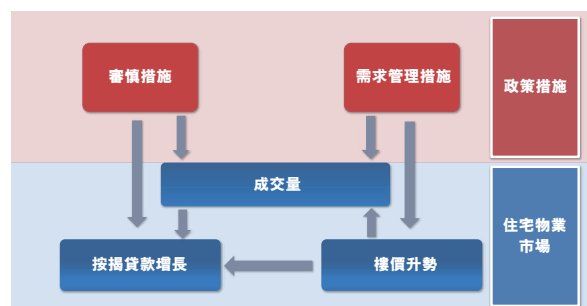


圖 B5.2
逆週期措施及住宅物業市場的傳導途徑



資料來源：金管局職員估計。

⁴⁰ 例如，Kuttner 及 Shim (2013) 使用一個兩時期的消費模型來分析按揭成數及供款與收入比率對住宅物業需求及住宅物業信貸的影響。請參閱 Kuttner, K. 及 I. Shim (2013)，「Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies」，《國際結算銀行工作論文》第 433 號。

⁴¹ Wong 等人 (2014) 提供實證證據，顯示按揭成數政策可抑制香港的家庭槓桿比率水平，並指出按揭成數政策對信貸供求的影響。詳情請參閱本報告 2013 年 3 月版的專題 5 以及 Wong, E. 等人 (2014)，「How Does Loan-To-Value Policy Strengthen Banks' Resilience to Property Price Shocks – Evidence from Hong Kong」，《香港金融研究中心的工作論文》編號 03/2014。

模型設定

為評估逆週期審慎及需求管理措施會如何影響住宅物業市場活動，我們構建了一個向量自迴歸 (VAR) 模型。向量自迴歸模型的優勢在於既能捕捉變數動態，同時亦能檢示在其他經濟及金融因素所產生的影響受控制下的情境。該模型具體如下：

$$X_t = A + B_1 X_{t-1} + B_2 P_{t-1} + B_3 Z_{t-1} + \epsilon_t,$$

X 為住宅物業市場內生變數向量 (樓價按月變動、成交量水平、未償還住宅按揭貸款按月變動)； P 為政策變數向量； Z 代表其他主要經濟及金融因素，其中包括恒生指數 (恒指)、恒指波幅指數、失業率以及平均按揭利率。⁴² 分析所用樣本涵蓋的時期為 2009 年 1 月至 2014 年 6 月。

模型有兩個政策變數，分別代表審慎措施及需求管理措施。該兩個變數為階躍函數，在無實施任何措施時等於 0，每新增一個收緊「事項」(代表影響一般市場或豪宅市場的特定政策) 則增加 1。⁴³ 詳細設定載於表 B5.A。政策變數的估計系數可量度收緊「事項」的邊際影響。在這種設定下，某輪收緊政策可以有多於一個新增「事項」，由此，考慮到政策措施多樣性，我們將「事項」數目視為代理指標，以量度每輪政策的收緊力度。對比把所有明細的政策措施及每輪收緊措施均作為獨立的虛擬變數，這個處理方法亦有助解決過度配適及多重共線性問題。

表 B5.A
用於設定政策變數的各輪審慎措施及需求管理措施「事項」

審慎措施

	按揭成數	供款與 收入比率	外地 收入來源	非自住 業主	多重 按揭	以資產 淨值為 依據的 按揭貸款	新增 「事項」 數目
2009 年 10 月	L						1
2010 年 8 月	L	M, L		M, L			5
2010 年 11 月	M, L			M, L			4
2011 年 6 月	M, L		M, L			M, L	6
2012 年 9 月					M, L		2
2013 年 2 月		M, L					2

需求管理措施

	額外印花稅	買家印花稅	雙倍從價印花稅	新增 「事項」 數目
2010 年 11 月	M, L			2
2012 年 10 月	M, L	M, L		4
2013 年 2 月			M, L	2

註：

1. M 及 L 分別指一般市場及豪宅市場。
2. 2012 年 9 月推出的審慎措施引入貸款年期上限。我們並沒有將該上限視為一項特定的收緊措施，因為設定該上限的目的主要是為了加強供款與收入比率上限及壓力測試的成效。此外，我們也沒有考慮針對採用內評法的銀行而提高其風險加權比率下限的措施（於 2013 年 3 月推出），因為其政策影響主要透過按揭利率傳導，但按揭利率屬模型中的一項外生變數。Kuttner 及 Shim (2013) 解釋，按揭貸款的風險加權比率上升會令銀行在銀行股本不變的情況下發放按揭貸款的成本升高。

資料來源：金管局職員估計。

實證研究結果

估算結果顯示，在控制其他經濟及金融因素的影響後，審慎措施有助抑制按揭貸款增長及物業成交量，但似乎對樓價並無直接影響，這是由於估計系數在統計層面並不顯著。結果亦顯示，需求管理措施抑制了物業成交量及樓價上升，不過對按揭貸款增長的直接影響在統計層面並不顯著，後者一定程度上反映受到需求管理措施 (尤其是買家印花稅及雙倍從價印花稅) 限制的買家或許不太倚賴來自香港的信貸作為置業資金。不過，需求管理措施對貸款增長仍有間接影響，這是經過需求管理措施對樓價及物業成交量的影響傳導。樓價上升支持按揭貸款增長這一估算結果，與金融加速器理論所述的抵押品效應一致。⁴⁴

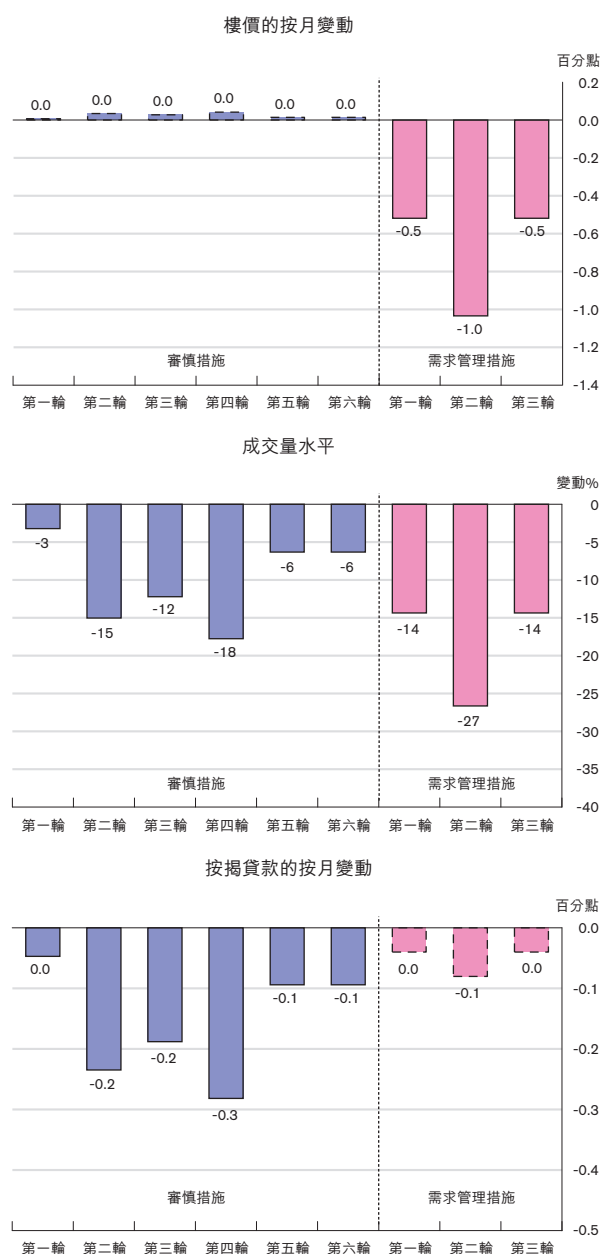
⁴² 類似研究包括 Krznar, I. 及 J. Morsink (2014)，「With Great Power Comes Great Responsibility: Macroprudential Tools at Work in Canada」，《IMF Working Paper》第 14/83 號，文中將物業價格及按揭貸款以兩條方程式進行迴歸分析。

⁴³ Krznar 及 Morsink (2014) 以及 Kuttner 及 Shim (2013) 提出並採用階躍函數以模擬審慎措施的強度。

⁴⁴ 見伯南克 (Bernanke, B.) (2007)，「The Financial Accelerator and the Credit Channel」，亞特蘭大聯邦儲備銀行 (Federal Reserve Bank of Atlanta) Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century Conference 上的講話。

按政策變數的估計系數，再根據向量自迴歸模型中的樓價、成交量及按揭貸款之間的傳導作用，可估計每輪審慎措施及需求管理措施的總體影響。在圖B5.3中，柱狀圖顯示這些措施對樓價和未償還按揭貸款的按月變動，以及對成交量水平的總體影響。與其他各輪的審慎措施相比，第二、第三及第四輪審慎措施在限制按揭貸款增長方面較具成效，這三輪措施實行嚴格的按揭成數要求以及供款與收入比率上限及壓力測試，將按揭貸款的平均每月增幅抵消了0.2個百分點，其他各輪則為0.1個百分點；在對成交量產生的抑制影響方面，這三輪審慎措施的平均抑制幅度為15%，強於其他各輪的5%。審慎措施對樓價的影響在統計層面並不顯著，相比之下，政府的需求管理措施在遏制樓價升幅及降低物業交易量方面更為有效。特別是最近兩輪的需求管理措施（主要是買家印花稅及雙倍從價印花稅），分別令樓價的升幅平均每月減緩1個百分點及0.5個百分點，並分別令成交量減少27%及14%。這些結果與近期的國際經驗大致相符。⁴⁵ 但應指出，上述結果僅為粗略估算，對使用「事項」作為代理指標以計量政策收緊強度的設定可能較為敏感，另外，研究結果亦受制於較短的樣本涵蓋時間，故應被視為量化政策措施影響的初步嘗試。

圖 B5.3
逆週期措施的估計影響



註：以虛線框標示的柱狀圖，表示在統計層面並不顯著。

資料來源：金管局職員估計數字。

結論

研究結果顯示審慎措施有助減緩香港按揭貸款的增長，但並無明顯證據顯示這些措施有系統地及可預測地對樓價產生影響。另外，在短期而言，需求管理措施看來可以有效降低住宅物業需求及抑制樓價升勢。

⁴⁵ 例子可參閱 Kuttner 及 Shim (2013)。