



HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2016年9月

本報告分析2016年2月底至2016年8月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2016年9月

目錄

1. 概論	4
2. 全球環境及展望	8
2.1 外圍環境	8
2.2 中國內地	13
3. 本港經濟	27
3.1 實體經濟活動	27
3.2 消費物價	29
4. 貨幣及金融狀況	34
4.1 匯率及資金流	34
4.2 貨幣及信貸	36
4.3 股市	40
4.4 債務市場	41
4.5 物業市場	44
5. 銀行業的表現	47
5.1 盈利及資本額	47
5.2 流動資金及利率風險	50
5.3 信貸風險	51
5.4 系統性風險	54
專題1 衡量美國與新興市場之間的溢出效應	20
專題2 中國內地非金融類公司的美元負債：違約風險有多大？	24
專題3 香港的失業率：透過整體經濟及個別行業渠道的影響	31
專題4 評估香港的企業槓桿	58
詞彙	

1. 概論

英國脫歐起初導致全球金融市場急挫，但在主要央行會推出更多政策性支持措施的普遍預期下，市場迅速回穩。然而，在流動性支撐下保持穩定的金融市場與長期基本因素日益背馳，尤其現時越加不尋常的經濟及政治不確定性，這些因素都增加了金融市場日後出現動盪的風險。

縱使全球金融市場增加波動，港元匯率仍大致保持穩定。貸款增長於2015年下半年放緩後回升。物業市場出現回穩跡象，但市場前景變得更不明朗。展望未來，信貸需求疲弱，安全資產的收益率下跌，按揭市場競爭激烈，均會對銀行在管理剩餘資金方面帶來挑戰，令其盈利能力受壓。儘管香港銀行體系並未顯著受英國脫歐所影響，但銀行仍須持續監察潛在的國際溢出效應。

外圍環境

在今年6月底，英國公投決定退出歐盟，為全球金融市場帶來動盪。然而，市場拋售有序，而其後因預期主要央行會推出更多政策性支持措施，拋售很快便結束。儘管英國脫歐至今對市場造成的破壞有限，但其影響需要數年方會全面浮現，而關鍵將在於英國與歐盟談判的結果以及更廣泛的相關政治影響是否可控。短期而言，鑑於英國與全球經濟的直接實質聯繫有限，因此對全球經濟的影響應該不大。然而，歐洲經濟疲弱，加上歐洲銀行業正面對艱難的經營環境，歐洲經濟可能仍會因英國脫歐而受到衝擊。此外，鑑於新興市場經濟體在出口和直接投資方面都依賴歐洲，倘若歐洲受英國脫歐的影響顯著，新興市場經濟體或會受到較大的影響。

為應對英國脫歐，主要央行已維持或甚至進一步放鬆其寬鬆的貨幣政策。然而，市場日益憂慮主要央行將會逐漸無計可施，而即使部分先進經濟體的政府有意實施進一步的財政刺激措施，但政治上卻難以實行。同時，市場預期美國聯儲局（美聯儲）會以緩慢的步

伐推進貨幣政策正常化，但美國相對穩健的復甦勢頭意味日後全球貨幣政策分歧或會再次擴大。展望未來，歐洲和日本的負國債收益率及其創歷史新低的利率增加了對美國國庫債券的需求，以及市場預期貨幣政策將再度出現分歧，這種種因素均可能支持美元趨強。在此情況下，油價或會再度受壓，而新興市場（特別是經濟基本因素較差的國家）的貨幣亦有可能面臨貶值壓力。在流動性支撐下保持穩定的金融市場與長期基本因素日益背馳，再加上現時越加不尋常的經濟及政治不確定性，這些因素都使金融市場日後出現動盪的風險加劇。由於各經濟體之間的聯繫日益緊密，無論是先進經濟體或新興經濟體的金融市場出現波動，均有機會迅速擴散至其他經濟體。有見及此，專題1（見第20頁）分析先進經濟體與新興經濟體的國債市場之間的雙邊溢出效應。

東亞方面，金融市場在英國脫歐公投後出現短暫波動，但其後亦迅速回穩。儘管投資者再度追求高回報令區內近期錄得更多資金流入，但英國脫歐的全面影響，特別是透過與歐盟的貿易及直接投資所產生對實體經濟活動的影響，卻尚未完全浮現。與此同時，區

內經濟體的增長勢頭仍受制於疲弱的內部及外部需求。有鑑於此，近期區內多間央行已放寬其貨幣政策以支持增長。展望未來，更趨不明朗的外部環境會對區內經濟前景構成更多挑戰，當中的互動因素包括美國貨幣政策正常化及與英國脫歐談判相關的不明朗因素，會如何影響區內外的政策應對及美元升勢。

中國內地方面，經濟增長於2016年上半年延續放緩趨勢，但由於基建和房地產投資加速以及淨出口跌幅收窄，增長動力在第2季出現初步企穩的跡象。然而，由於國內外環境快速變化，短期增長前景的不確定性仍然存在。國內方面，今年供給側改革加快在短期內或會造成緊縮效應。外部環境方面，內地的出口表現仍取決於主要經濟體的復蘇步伐。雖然經濟增長放緩及企業盈利欠佳將會持續影響內地銀行的資產質素，但銀行已作出撥備，加上稅前盈利穩健，應足以覆蓋潛在的貸款損失。

外匯市場方面，人民幣兌美元以及中國外匯交易中心編製的一籃子貨幣匯率指數均下跌。由於市場情緒改善，人民幣匯率的波動已見下降。同時，資本流出壓力也有所緩解，外匯儲備亦有回穩跡象。繼內地企業大幅削減外債和外幣貸款後，企業承受的貨幣錯配風險已大為降低。專題2（見第24頁）根據上市公司的數據評估內地企業的美元借款情況，以及人民幣貶值對借款人的信用風險可能造成的影響。

本港經濟

由於按季實質本地生產總值增長由第1季的-0.5%上升至第2季的1.6%，香港經濟避過了技術性衰退。本地方面，由於服務開支上升及第1季基數較低，私人消費增長由第1季的-0.2%上升至第2季的0.9%。儘管機器及設備購置疲弱，但公營及私人樓宇及建造活動增加，使第2季投資開支亦錄得增長。對外方面，貨物出口於第2季反彈，但由於入境遊客減少，上半年服務輸出仍然疲弱。由於第2季整體進口增長

超過整體出口增長，淨出口對實質本地生產總值增長的貢獻在第2季轉為負數。

整體失業率由2015年年底的3.3%微升至7月的3.4%，主要是零售、住宿及膳食服務業受到內地遊客減少及本地私人消費放緩雙重打擊，使其就業增長放緩所致。專題3（見第31頁）分析個別行業及整體經濟對整體失業率的影響。

自4月以來，本地通脹動力減弱，按3個月以年率計的基本通脹率由4月份的3.5%降至7月份的-0.3%，主要是食品通脹回落及房屋租金升幅收窄所致。展望未來，鑑於進口價格偏軟及本港經濟增長緩慢，通脹的上行風險仍然受控。

香港經濟將繼續面對阻力。對外方面，全球經濟及貿易增長持續放緩、英國脫歐的不明朗因素對全球經濟的潛在長期影響，以及主要經濟體增長前景分歧導致美元升值，均會抑制本港出口。本地方面，物業市場前景仍極不明朗，也會進一步影響本港經濟。市場對2016年實質本地生產總值增長的共識預測已由3月份的1.8%調低至1.0%。

貨幣狀況及資金流動

雖然尤其在英國脫歐後全球市場波動加劇，但港元兌美元匯率大致保持穩定，自3月以來維持於7.7529至7.7760之間。由於美元強勢，港元名義有效匯率自5月開始再度回升。兌換保證於報告期內未有被觸發。

由於貨幣基礎龐大且保持穩定，隔夜香港銀行同業拆息在上半年維持在0.05%附近的低位，3個月香港銀行同業拆息在第2季亦穩定於約0.54%。由於按揭業務競爭激烈，平均按揭利率由去年12月份的1.93%微跌至7月份的1.90%。

整體貸款於2015年下半年減少1.8%後，於2016年上半年增長2.2%。隨着經濟活動於第2季復甦，本地信貸在上半年增長3.2%。由於個人貸款增長保持溫和，家庭負債佔本地生產總值的比率由2015年年底的66.5%微跌至第2季的65.8%。

部分反映美元強勢及市場對內地經濟前景的憂慮，在岸及離岸人民幣匯率自4月以來下跌，離岸人民幣兌美元匯率於7月中旬跌至6.7的低位。同時，離岸人民幣對在岸人民幣的折讓保持在溫和水平。縱使偶然上升，離岸人民幣銀行同業拆息亦大致保持穩定。

由於市場預期人民幣匯率會持續疲弱，香港人民幣資金池（包括人民幣客戶存款及存款證餘額）於2016年上半年進一步整固，同期人民幣貿易結算及銀行貸款亦下跌，但香港作為全球離岸人民幣結算及交收中心的地位仍然穩固，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額保持在高位。儘管離岸人民幣活動在近期放緩，但內地持續開放資本帳及實施「一帶一路」計劃，將有助香港離岸人民幣業務的發展。

資產市場

香港股市於2月份創下四年低位後反彈。在全球主要市場強勁回升及油價復甦的背景下，對全球經濟嚴重放緩的憂慮已消除。英國公投決定退出歐盟，一度引發擔憂，導致國際投資者紛紛撤出，但僅為短期現象。其後，由於市場日益預期更加漸進的美國貨幣政策正常化步伐，且其他主要經濟體進一步採取寬鬆貨幣政策，全球股市，包括香港股市獲得支持。然而，鑑於除美國外的全球經濟前景疲弱，本港股市前景仍極不明朗。

與此同時，由於本地及國際借款人的發行量強勁上升，本地債務市場顯著擴大。今年上半年，公營機構、私營機構及海外機構，特別是多邊發展銀行，均較去年同期更踴躍利用市場。因此，本地貨幣債務的

未償還總額大幅上升。與此相反，報告期內離岸人民幣債券發行量進一步減少。此減少是多種因素共同所致，包括內地經濟放緩導致融資需求減少、人民幣進一步貶值及在岸借貸成本較低。雖然此趨勢短期不甚可能逆轉，但鑑於人民幣資產的長期需求持續上升，長期前景仍然樂觀。

住宅物業市場自第2季開始回穩。由於物業發展商不斷推出新項目，並採用進取的促銷計劃包括高成數按揭計劃吸引買家，使一手市場成交量上升，而二手市場成交量亦隨之增加。樓價隨着成交量增加而上升，中原城市領先指數自3月以來向上。物業市場的前景變得更不明朗。一方面，美國加息的步伐及影響的不明朗因素將繼續帶來阻力，新樓盤陸續推出和全球經濟環境不明朗，也會對樓價造成壓力。另一方面，市場預期全球流動性仍然充裕，將對近期樓價提供支持。

銀行業的表現

零售銀行的盈利能力在2016年上半年改善，主要原因是營運成本下降。稅前經營溢利於2016年上半年較2015年下半年增長14.9%，推動資產回報率由0.95%回升至1.07%。

銀行業基本因素維持強勁。根據《巴塞爾協定三》的標準，銀行的資本和流動性狀況在結構上屬於穩健。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率於2016年6月底上升至19.4%。第1類機構的平均流動性覆蓋比率於2016年第2季亦進一步上升至158.0%，而第2類機構的平均流動性維持比率亦保持在53.8%。這些比率均遠高於相關的最低監管要求。雖然資產質素於報告期內略有轉差，但按歷史標準衡量仍屬穩健。為增強銀行對系統性風險的抵禦能力，自2017年1月1日起，逆周期緩衝資本比率要求將由現時佔銀行風險加權資產總額的0.625%提高至1.25%。

專題4(見第58頁)根據不同指標全面評估香港的企業槓桿。整體而言，評估顯示，於全球金融危機後，香港的非本地企業在推高香港的整體企業槓桿比率方面擔當較大的角色。若全球經濟環境進一步惡化，及／或美國恢復加息，部分非本地企業的償債能力會面臨重大壓力。銀行應更審慎地管理與其企業貸款有關的風險。

展望未來，銀行業將會面臨多重阻力。信貸需求疲弱，安全資產收益率下跌，按揭市場競爭激烈，均會對銀行在管理剩餘資金方面帶來挑戰，從而令其盈利能力受壓。儘管香港銀行體系並未顯著地受到英國脫歐所影響，但鑑於英國銀行體系在傳輸國際銀行資金流方面擔當著極為重要的角色，且香港銀行業與英國銀行業聯繫緊密，銀行須持續監察潛在的國際溢出效應風險。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

英國脫歐起初導致全球金融市場出現拋售，但在主要央行會推出更多政策性支持措施的普遍預期下，市場迅速回穩。為應對英國脫歐所引發的更多不明朗因素及市場波動，主要央行已維持或甚至進一步放鬆其寬鬆的貨幣政策。然而，市場日益憂慮主要央行將會逐漸無計可施，而即使部分先進經濟體的政府有意實施進一步的財政刺激措施，但政治上卻難以實行。在流動性支撐下保持穩定的金融市場與長期基本因素日益背馳，再加上現時越加不尋常的經濟及政治不確定性，這些因素都令金融市場日後出現動盪的風險增加。

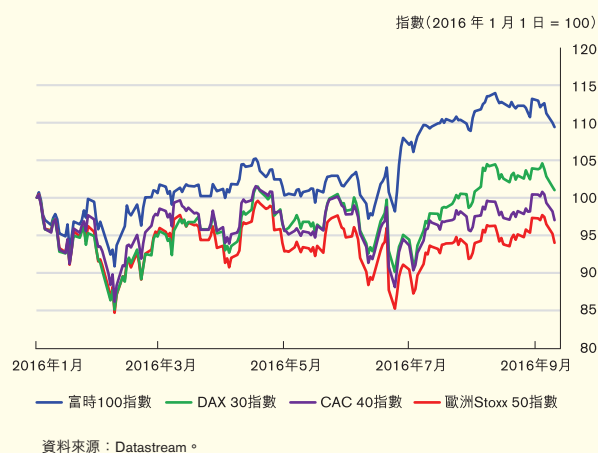
東亞方面，金融市場在英國脫歐公投後出現短暫波動，但其後迅速回穩。近期區內多間央行已放寬其貨幣政策以支持增長。儘管投資者尋求高回報或令區內近期錄得更多資金流入，但英國脫歐的全面影響，特別是透過與歐盟的貿易及直接投資所產生對實體經濟活動的影響，卻尚未完全浮現。

中國內地方面，增長於2016年上半年延續放緩趨勢，不過，由於基建和房地產投資加速，以及淨出口跌幅收窄，增長動力在第2季出現企穩跡象。經濟增長放緩以及企業盈利欠佳持續影響內地銀行的資產質素。然而，銀行的撥備金額以及穩健的稅前盈利應足以覆蓋潛在的貸款損失。報告期內，人民幣匯率貶值，但匯率波幅在市場氣氛改善下有所回落，資本流出壓力也有所緩解。

2.1 外圍環境

在今年6月底，英國公投決定退出歐盟，令全球金融市場急挫。然而，市場拋售有序，而其後因預期主要央行會推出更多政策性支持措施，拋售很快便結束（圖2.1）。

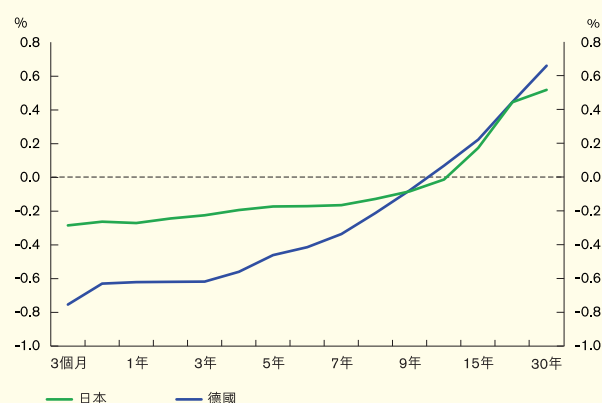
圖2.1
近期股市的重新定價



儘管英國脫歐至今對全球金融市場造成的破壞力有限，但其影響需要數年方會全面浮現，而關鍵將取決於數項因素，包括英國與歐盟談判的結果，以及更廣泛的相關政治影響（包括歐盟瓦解及貿易保護主義抬頭的風險）是否可控。短期而言，英國與全球經濟的直接實質聯繫有限，因此英國脫歐對全球經濟的直接影響應該不大。然而，歐洲經濟疲弱，加上歐洲銀行業正面臨艱難的經營環境，歐洲經濟可能仍會受到衝擊。鑑於新興市場經濟體在出口和投資方面都依賴歐洲，倘若歐洲受到英國脫歐的影響顯著，新興市場經濟體或會受到波及。

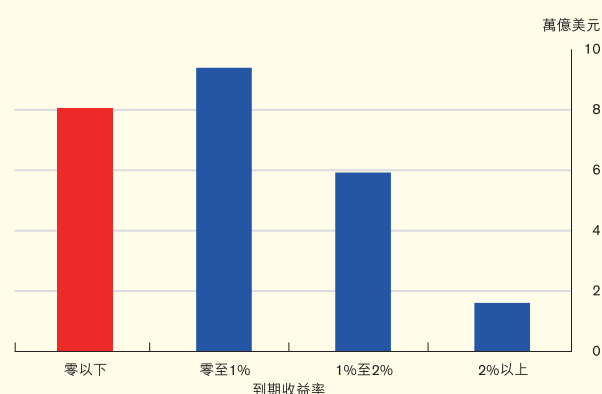
面對英國脫歐的不明朗因素及市場波動加劇，主要央行已維持或甚至進一步放鬆其超寬鬆的貨幣政策。然而，進一步放寬貨幣政策的空間及成效已減少。就資產購買政策而言，歐洲中央銀行（歐洲央行）及日本中央銀行（日本央行）現已持有佔其發行總額一大部分的國債，並正以迅速的步伐購買這類資產。因此，兩家央行的資產購買計劃日後可能遇到合資格資產不足的問題。就負利率政策而言，歐洲及日本的央行均已將政策利率調至負數。在低增長、低通脹、流動性充裕及極不明朗的環境下，負利率政策已進一步加劇追求高回報的趨勢，導致全球金融市場出現更嚴重的扭曲。歐洲及日本的國債收益率曲線大部分已跌至負數（圖2.2）。部分基於這個原因，估計現時合共有8.1萬億美元國債的收益率為負數，相當於已發展市場整體已發行國債的約32%（圖2.3）。因此，進一步調低負利率不但會加劇對銀行盈利的影響，更會進一步推動資金流向如美國國債等有較高經風險調整回報的資產。

圖 2.2
歐洲及日本的國債收益率曲線



資料來源：彭博。

圖 2.3
已發展市場國債按到期收益率劃分的金額

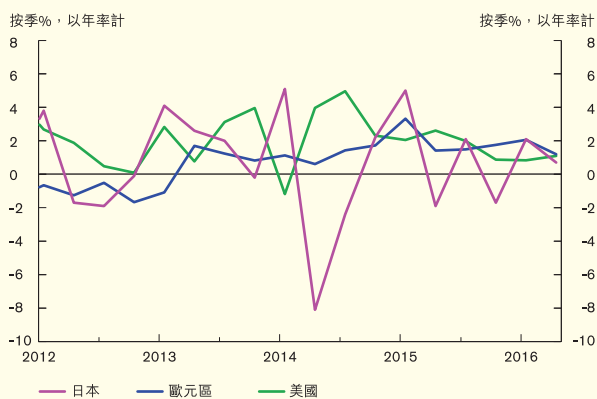


資料來源：彭博。

正當市場日益憂慮主要央行將會耗盡政策措施之際，日本政府宣佈新一輪28.1萬億日圓（相當於國內生產總值的5.5%）的財政刺激措施。然而，由於新的直接開支僅佔7.5萬億日圓（相當於國內生產總值的1.4%），短期刺激作用可能遠較總體數字所預示為低。其餘的刺激措施包括財政貸款及私營機構開支，但實際會被使用的金額仍不肯定，而且實際支出可能跨越數年。事實上，日本政府預測刺激措施將僅推高日本實質國內生產總值1.3%。與此同時，其他先進經濟體的政府即使有意實施進一步的財政刺激措施，但政治上卻難以實行。

市場普遍預期美聯儲會逐步推進貨幣政策正常化。然而，相對於歐洲及日本，美國的經濟前景較好，基本價格上升的壓力也較快，意味日後全球貨幣政策分歧或會進一步加劇。美國方面，實質國內生產總值(按季以年率計)繼第1季輕微增長0.8%後，於第2季僅錄得令人失望的1.1%增幅(圖2.4)，但主要原因是庫存減少，對過去五個季度造成顯著拖累。扣除庫存的影響，本地產品最終銷售額按年穩健增長1.9%。其他方面，美國經濟表現強勁，特別是家庭方面，8月份失業率降至4.9%，接近美聯儲估計的4.8%自然失業率。相比之下，歐元區實質區內生產總值按季增幅由第1季的0.5% (按季以年率計為2.1%) 差不多減半至第2季的0.3% (按季以年率計為1.2%)。7月份失業率雖然輕微下跌，但仍高達10.1%。同樣，日本方面，實質國內生產總值於第2季按季增長0.2% (按季以年率計為0.7%)，低於上一季的0.5% (按季以年率計為2.1%)。在日圓大幅升值和通脹預期回落的情況下，經濟面臨巨大阻力，復甦步伐仍然乏力。

圖 2.4
主要先進經濟體的實質國內／區內生產總值增長

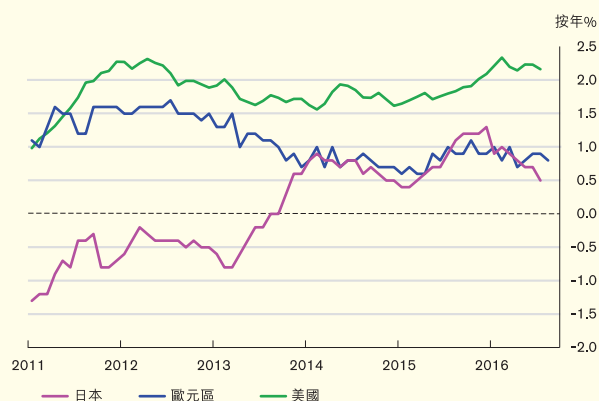


資料來源：彭博。

由於各地經濟復甦力度不一，主要先進經濟體的基本通脹率持續背馳，這對貨幣政策帶來不同影響(圖2.5)。美國方面，7月份的核心消費物價通脹(扣除食品和能源)高企在2.2%，而隨着本地需求壓力上升，核心服務通脹達到接近8年高位的3.1%。隨着全球油價及美元回穩，預期整體個人消費支出通脹將

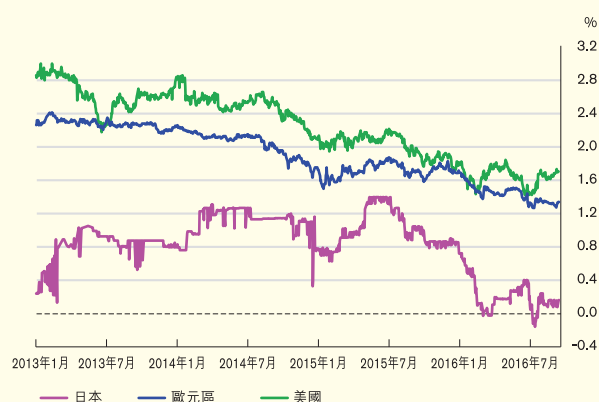
回復至美聯儲2%的中期目標水平。因此，預料美聯儲仍將逐步加息。相比之下，歐元區由於復甦仍然溫和，核心通脹率於8月份微跌至0.8%，而基於市場資訊的長期通脹預期指標則徘徊於1.3%，接近歷史低位。同樣在日本方面，經濟增長疲弱及日圓大幅升值令通脹持續受壓，當中7月份「新核心」指標(扣除新鮮食品和能源)跌至0.5%的近一年低位，而通脹率預期亦降至低於2013年初安倍經濟學推出時的水平(圖2.6)。在增長疲弱及通脹溫和的情況下，預料歐洲央行與日本央行將維持或甚至進一步放鬆其超寬鬆的貨幣政策。

圖 2.5
主要先進經濟體的核心消費物價通脹



註：日本方面，2016年之前使用以2010年為基年的數據，而自2016年1月起則使用以2015年為基年的數據。
資料來源：CEIC及Datastream。

圖 2.6
主要先進經濟體的通脹預期

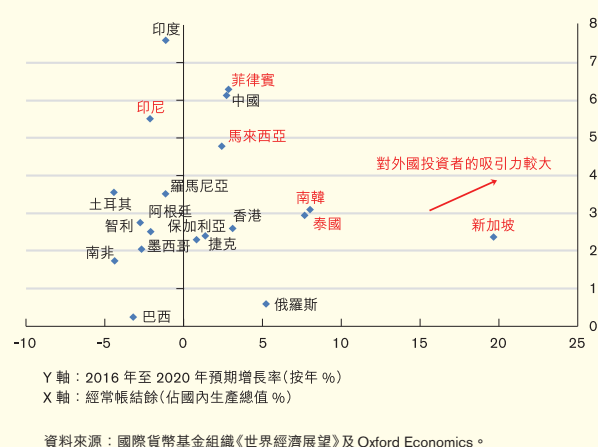


註：美國數據為5年／5年遠期通脹預期率，歐元區數據為5年／5年通脹掛鈎互換利率，而日本數據為5年／5年通脹互換利率。
資料來源：彭博，Datastream及聖路易聯邦儲備銀行。

展望未來，儘管市場預期美聯儲的貨幣政策正常化步伐會較慢，但歐洲和日本的負國債收益率及其創歷史新低的利率增加了對美國國庫債券的需求，加上美國與歐洲和日本的經濟增長出現背馳，均可能會支持美元趨強。在此情況下，不排除油價會再度受壓，以及新興市場（特別是經濟基本因素較差的國家）的貨幣會面臨貶值壓力。在流動性支撐下金融市場表面上保持穩定，但內裏卻與長期基本因素日益背馳，再加上現時越加不尋常的經濟及政治不明朗因素，日後金融市場出現大幅動盪的風險正在增加。由於各經濟體之間的聯繫日益緊密，金融市場動盪無論是發生在先進經濟體或新興經濟體，均會迅速擴散至其他經濟體。專題1分析先進經濟體和新興經濟體的國債市場之間的雙邊溢出效應。我們的研究結果顯示，雖然來自美國國債市場的衝擊對新興經濟體的國債市場造成重大影響，但於2013年中出現所謂「削減買債恐慌」的市場大震盪後，新興經濟體的國債市場的衝擊對美國國債市場的溢出效應亦顯著增強。

東亞方面¹，金融市場在英國脫歐公投後出現短暫波動，但其後亦迅速回穩。隨着市場情緒回穩，區內多數貨幣均於數日後反彈。由於英國脫歐對區內金融穩定造成的即時影響有限，且各大主要央行維持寬鬆的貨幣政策立場令全球流動性保持充裕，區內眾多經濟體於7月及8月均錄得大額證券投資資金流入。投資者重新尋求高回報的行為或為近日資金流入的主因，尤其區內經濟體增長前景及對外頭寸都普遍較其他新興市場為佳，令東亞地區更能吸引資金流入（圖2.7）。

圖 2.7
新興市場經濟體：經常帳結餘及預期經濟增長
（截至2016年第1季或2015年第4季）

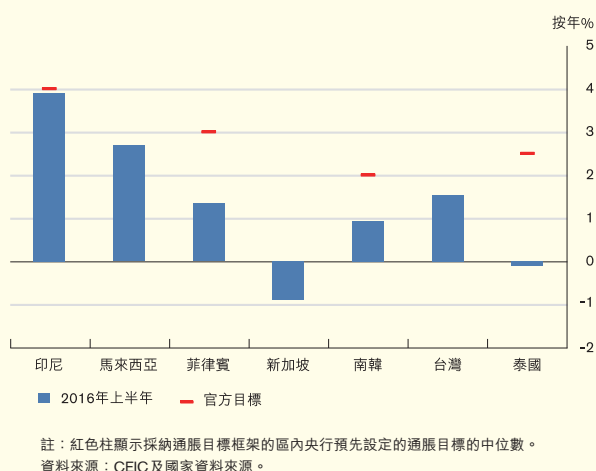


然而，潛在資金流入的規模可能基於下列原因而小於全球金融危機後的水平：首先，由於在現時低利率水平下再降低利率可能會產生多種副作用（例如銀行盈利能力再被削弱，又或因存款利率再被下調而使銀行更難有效進行資金融通業務），先進經濟體進一步放寬貨幣政策的空間可能有限。第二，由於估值較高，目前眾多東亞經濟體的資產對外國投資者的吸引力已不如前。第三，雖然市場預期區內經濟體的表現仍將較先進經濟體優勝，但近期區內大部分經濟體已出現放緩的跡象，對證券投資資金的吸引力亦因而有所減弱。

事實上，2016年上半年區內大部分經濟體的增長勢頭仍受制於疲弱的內部及外部需求。區內的商品出口國（例如印尼及馬來西亞）繼續受商品價格低迷及全球需求疲弱所拖累，而新加坡及南韓的製造商亦面臨市場對其工業製品（例如個人電腦元件及汽車）需求疲弱所帶來的挑戰。低迷的實體經濟活動亦同時遏抑區內通脹壓力，使區內多個經濟體在近幾個月的整體消費物價指數通脹均低於其目標水平（圖2.8）。

¹ 東亞經濟體指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

圖 2.8
亞洲：整體消費物價指數通脹

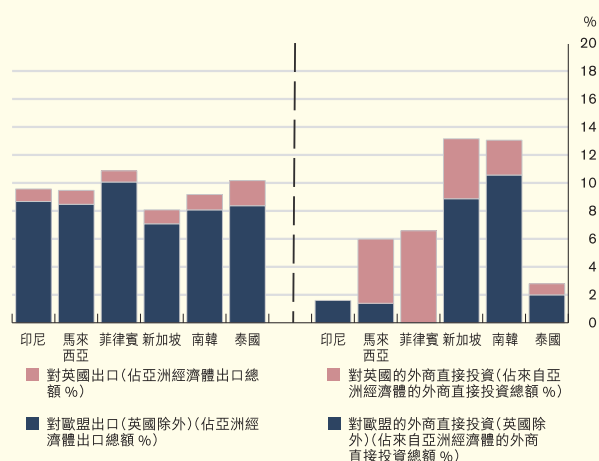


在增長乏力及通脹低企，加上美國加息步伐慢於預期的背景下，近期區內眾多央行已放寬其貨幣政策以支持增長。舉例而言，2016年上半年印尼、馬來西亞、南韓及台灣的央行已調低其政策利率，而新加坡金融管理局亦於4月份透過平抑新加坡元名義有效匯率政策波動區間的斜率放鬆其貨幣政策。各央行政策立場的變化可能反映市場對經濟增長放緩的憂慮加深。與此同時，區內眾多經濟體近期錄得資金流入增加亦可能為區內央行提供更大的喘息空間，從而採取更寬鬆的貨幣政策以支持增長。

展望未來，市場預期區內2016年增長約3.6%²，但這預測將可能面臨更多來自外部環境的不明朗因素。雖然英國脫歐對區內的即時影響溫和，但若歐洲亦受到嚴重影響，則長遠而言，英國脫歐對東亞產生的影響將會加劇。歐洲經濟增長放緩及歐元大幅貶值或會削弱對亞洲地區產品的需求。在這情況下，歐盟地區佔其較大出口份額的經濟體，如菲律賓及泰國，將較易受到衝擊（圖2.9）。此外，歐盟經濟顯著放緩，亦可能會導致歐洲企業減少或甚至收縮其對世界各地

（包括東亞）的外商直接投資。與此同時，其他因素諸如美國利率正常化的步伐、美元升值及中國內地經濟放緩等將繼續對東亞地區的經濟前景產生重大影響。

圖 2.9
亞洲：與英國及歐盟的貿易及金融聯繫
（截至2014年）



資料來源：CEIC、國際貨幣基金組織及金管局職員計算數字。

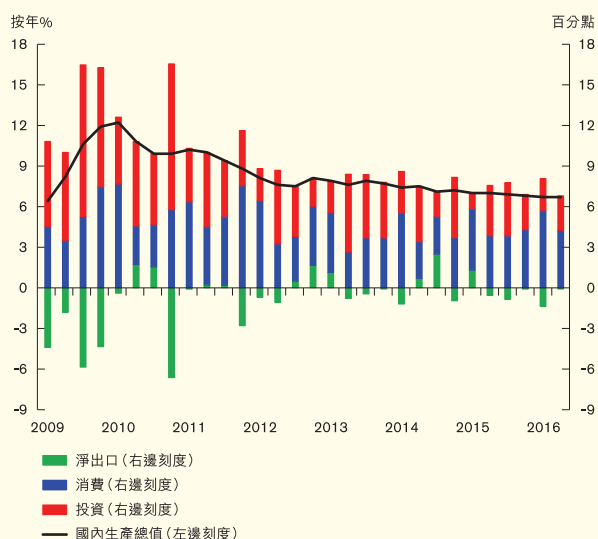
² 東亞7個經濟體的加權平均增長預測。《共識預測》，2016年7月。

2.2 中國內地

實體經濟

中國內地經濟增長在今年上半年延續放緩趨勢，期內實質國內生產總值按年增長6.7%，而去年為6.9%（圖2.10）。在各主要組成部分當中，消費保持良好，仍為最重要的經濟增長動力。淨出口跌幅收窄，部分反映了一般貿易出口改善及進口增長減弱的影響，支持經濟增長於第2季企穩。另一方面，由於基建項目公共開支加速及房地產發展的擴張不足以抵銷疲弱的私營企業開支，投資對增長的支持作用減弱。

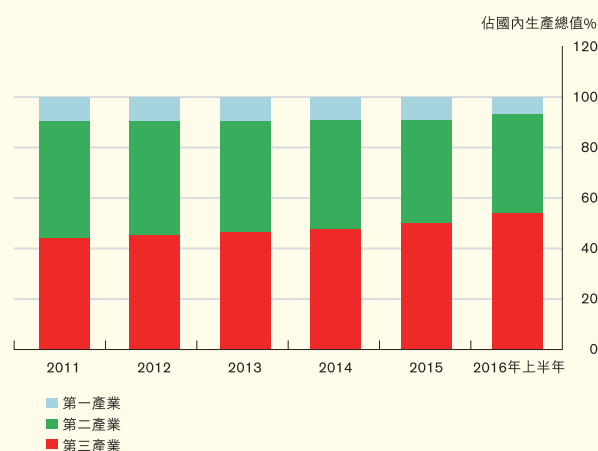
圖 2.10
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

以增加值計算，第三產業的擴張速度仍然較其他產業為快，佔國內生產總值的比例由去年上半年的52%升至今年上半年的54%（圖2.11）。在第三產業的主要行業當中，由於近期樓價上升，房地產業的增加值於報告期內增長最快，其次是住宿與餐飲，以及批發與零售行業。第二產業的增長於第1季放緩後，在第2季亦有所改善，部分原因是近期房地產市場暢旺增加了對房地產相關行業如建築、化工及非金屬礦物業的需求。

圖 2.11
中國內地：各行業佔國內生產總值的比例



資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，鑑於國內外環境快速變化，短期增長前景的不確定性仍然存在。國內方面，著力於去槓桿及去產能的供給側改革將可能繼續對短期增長前景產生影響。同時，外部需求復蘇並不明朗，將視乎主要經濟體的復蘇步伐。市場最新的預測顯示，2016年全年內地的實質國內生產總值增長將放緩至6.6%。

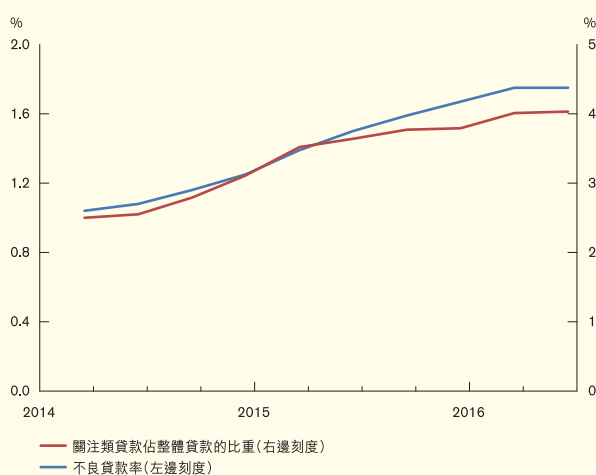
在國內需求疲軟的情況下，2016年上半年的消費物價通脹維持於2.2%的溫和水平，但相較2015年第4季的按年消費物價通脹率1.5%而言仍有所上升，部分原因是受食品價格通脹快速上升所影響。雖然核心通脹（即扣除了食品和能源項目的整體消費物價指數）自今年初以來呈現緩慢升勢，但6月份按年通脹率仍然處於1.6%的較低水平。上游價格方面，部分受大宗商品價格自3月份以來的反彈所支持，工業生產者出廠價格按年跌幅由第1季的-4.9%顯著收窄至第2季的-3.0%。

銀行貸款及資產質素

由於經濟增長放緩及企業盈利轉弱，內地銀行的資產質素仍然受壓。這反映在不良貸款由第1季的1.39萬億元人民幣增至第2季的1.44萬億元人民幣。雖然不良貸款率仍維持在1.75%，但關注類貸款佔整體貸款的比重由第1季的4.01%微升至第2季的4.03%（圖2.12）。

圖2.12

中國內地：不良貸款率及關注類貸款佔整體貸款的比重

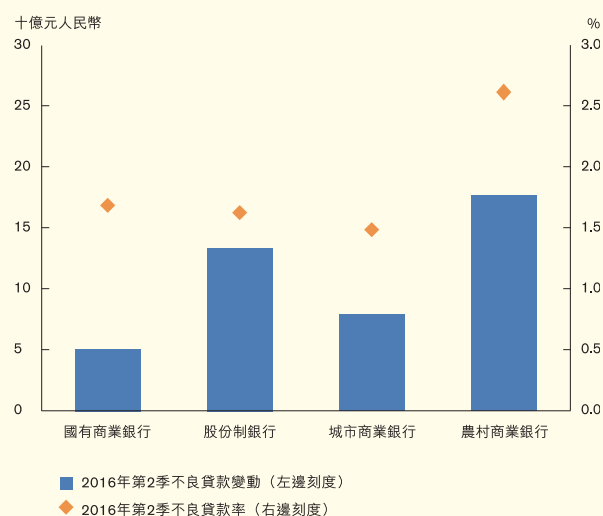


資料來源：中國銀監會。

由於小型銀行對小微企業發放的貸款較多，且資本緩衝較少，因此受信貸質素下降的影響可能較大。最新指標顯示，股份制銀行、城市商業銀行及農村商業銀行的不良貸款在2016年第2季顯著上升（圖2.13），令此類銀行的不良貸款覆蓋率（即撥備／不良貸款）下降。相對於貸款總額，國有商業銀行的不良貸款率有所下降，而小型銀行的不良貸款率則持續上升。

圖2.13

中國內地：不同類別商業銀行的不良貸款率



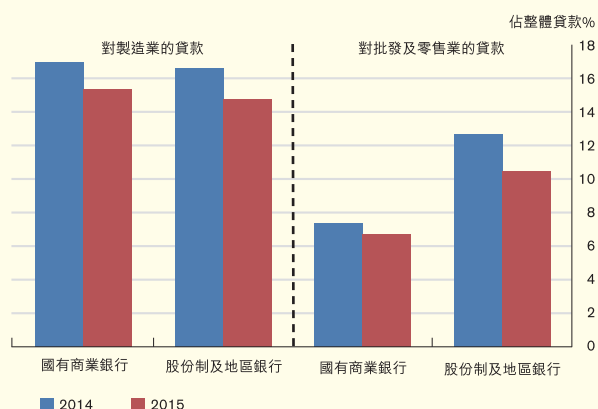
資料來源：中國銀監會。

為清理呆壞賬，銀行已透過核銷或向資產管理公司轉讓的方式加快處置不良貸款。最新估計顯示，內地銀行撥備充足，且稅前利潤可觀，因此仍有足夠緩衝以消化潛在貸款損失。例如，內地銀行在2016年第2季的撥備為3,800億美元，加上2015年的稅前利潤約4,000億美元，應足以覆蓋市場估計的潛在貸款損失，其中國際貨幣基金組織估計在壓力情境下的數字為7,600億美元。³

由於資產質素下降，銀行進行貸款業務轉趨審慎，並控制對製造業及批發零售業等不良貸款率較高環節的貸款（圖2.14）。同時，營商環境轉差，亦削弱貸款需求，特別是私營部門借款人。這反映在上半年貸款按年增長轉弱。按行業分類資料顯示，由於外部需求低迷削弱製造商的貸款需求，銀行對工業環節的貸款增長繼續下降，而物業銷售暢旺，則推動按揭貸款增長上升（圖2.15）。

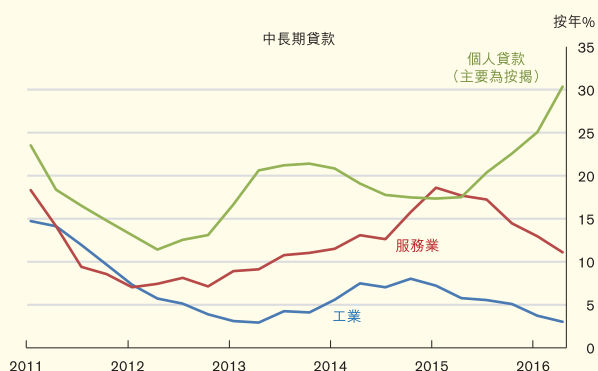
³ 國際貨幣基金組織發表的《全球金融穩定報告》，2016年4月。

圖 2.14
中國內地：對製造及批發零售行業的貸款



註：製造業的貸款數據來自16間上市銀行，而受數據所限，批發及零售業的貸款數據則來自13間上市銀行。
資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

圖 2.15
中國內地：按行業劃分的中長期貸款增長



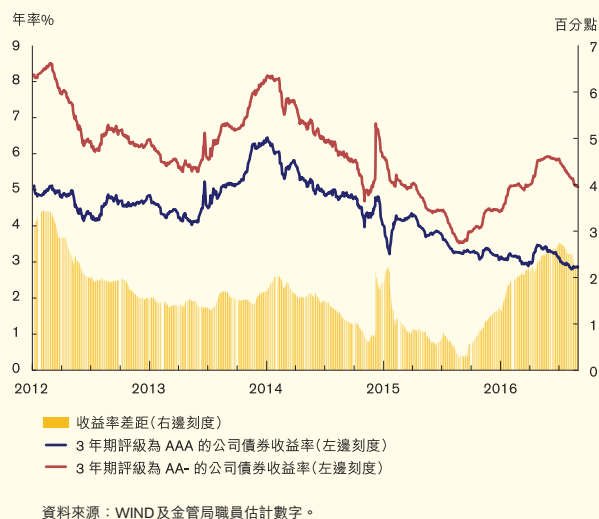
資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

資產市場

自2015年以來，由於貨幣狀況寬鬆，中國內地的資產市場輪流出現投資熱潮。在2015年上半年股市大升並於隨後第3季暴跌後，投資者的樂觀情緒似乎切換至債券市場，導致公司債券收益率迅速下跌。然而，由於債券違約事件增加，債券市場的升勢未能持續。⁴ 自2015年第4季以來，公司債券收益率顯著上升，特別是財務狀況較差的企業所發行的債券。其中

3年期評級為AA-的公司債券收益率較2015年低位大幅上升160個基點至2016年8月底的5.1%。評級較低與評級較高的公司債券收益率差距在7月份拉大至270個基點，創下四年來的新高(圖2.16)。雖然市場對違約風險的定價趨於合理，有助於減低道德風險並規範企業發債行為，但發債成本上升導致發債活動減少，在2016年第2季債券融資淨增量較上季減少近三分之二。

圖 2.16
中國內地：低評級公司債券與高評級公司債券的收益率差距



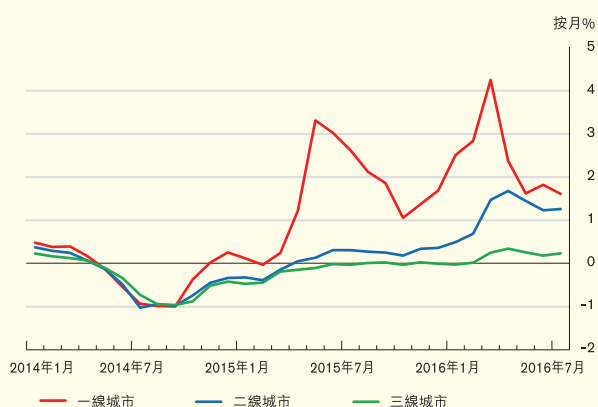
資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

2015年年底及2016年年初股市及公司債市場不斷調整⁵，與此同時房地產市場持續升溫。國家統計局監測的70個城市的樓價平均按季升幅由2015年第4季的0.5%擴大至2016年第1季的1.5%及第2季的2.1%。繼一線城市樓價大升後，二線城市樓價於2016年年初開始加速上升。部分二線城市，包括南京、蘇州、杭州及廈門的地價在近期甚至創下歷史新高。同時，三線城市的房地產市場亦復蘇，樓價於3月份由跌轉升，並於第2季繼續上升(圖2.17)。

⁴ 2015年的債券違約數目為19宗，於2016年上半年，此數字升至36宗(涉及18個發行人)，其中6宗的發行人為國有企業。

⁵ 內地股市於1月初調整後，於2016年上半年大致穩定。與此同時，槓桿交易活動亦減少，上海及深圳交易所的保證金融資餘額由2015年底的1.174萬億元人民幣減至2016年7月份的不足9,000億元人民幣。

圖 2.17
中國內地：樓價

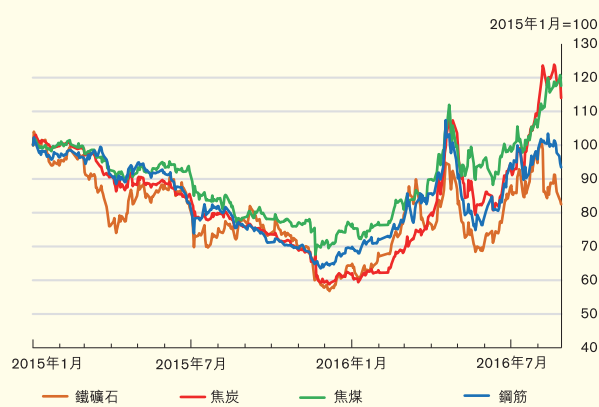


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

雖然房地產市場暢旺有助穩定經濟增長，但鑑於房地產市場與內地其他經濟部門及金融系統息息相關，近期的房地產升勢一旦無法持續則可能引發風險。為應對此情況，政府已於部分一線城市採取措施抑制樓價過快上升，包括收緊非戶籍居民購買住宅的限制及禁止置業人士透過P2P平台取得非正規首付貸。與此同時，當局亦已加強了三線城市房地產去庫存的措施，例如提供購房補貼及降低按揭借款人的首付比例。

繼房地產市場大升後，在上海期貨交易所及大連商品交易所交易的主要商品期貨價格亦於今年1月至4月大幅上升（圖 2.18）。雖然價格上升部分是由於房地產及基建支出增速令需求改善，但在內地貨幣狀況寬鬆的背景之下，價格上升也可能帶有投機成分。有鑑於此，兩間交易所於5月採取一系列調控措施以抑制投機活動，例如提高交易徵費、提高保證金要求及縮短交易時段。市場於上述調控措施實施後仍然波動，商品價格於5月份重挫後很快於6月份反彈。

圖 2.18
中國內地：商品價格

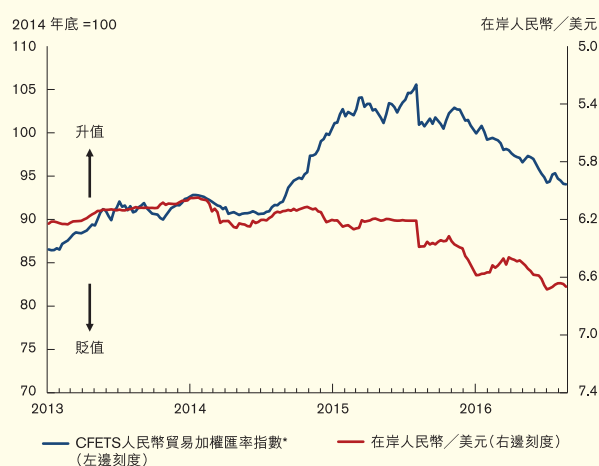


資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

匯率及貨幣市場

隨着去年8月和12月完善人民幣匯率中間價形成機制，人民幣匯率變得更加靈活。人民幣兌美元匯率在第1季上升0.4%，其後在第2季下跌2.6%，反映英國公投脫歐後避險需求上升，因而推動美元升值（圖 2.19）。加上日圓轉強，令人民幣匯率指數兌中國外匯交易中心（CFETS）、國際結算銀行及特別提款權的一籃子貨幣在第2季分別貶值了3.2%、3.0%及1.9%。

圖 2.19
中國內地：人民幣貿易加權匯率指數及在岸人民幣匯率



* 2015年12月之前的指數根據貿易加權指數內的貨幣權重估計

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

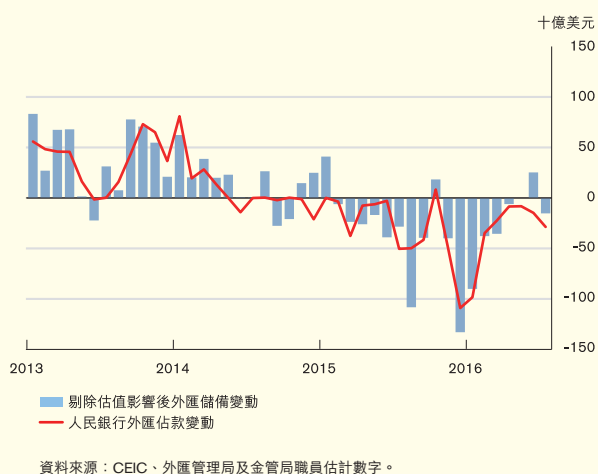
在2016年第2季，人民幣匯率波幅顯著下降，反映市場情緒較第1季有所改善（圖2.20）。此外，儘管全球外匯市場在英國公投脫歐後波動加劇，但在6月底在岸及離岸市場人民幣匯率的波幅並無顯著增加。

圖 2.20
中國內地：在岸及離岸人民幣匯率的期權引伸波幅



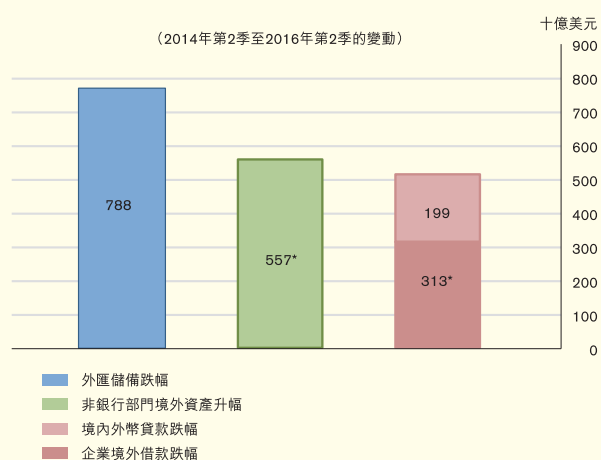
由於市場情緒改善，資本外流壓力在第2季減弱，外匯儲備保持平穩，維持在大約3.2萬億美元，同時中國人民銀行外匯佔款的跌幅在年中亦有所收窄（圖2.21）。銀行對客戶的售匯淨額亦由第1季的1,380億美元縮減至第2季的510億美元，顯示內地居民增持外幣的意願已開始減退。

圖 2.21
中國內地：人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



隨着人民幣貶值，內地企業於2014年第2季至2016年第1季期間削減外債達3,130億美元。同時，非銀行部門持有的境外資產則增加了5,570億美元。這顯示外匯儲備在2014年第2季至2016年第2季期間的跌幅，大多源自私營部門重新配置其資產負債組合（圖2.22）。同期，非銀行企業亦於在岸市場償還了接近2,000億美元的外幣貸款，以降低貨幣錯配風險。

圖 2.22
中國內地：影響外匯儲備變動的因素



鑑於企業境外借款自2014年的峰值已下降接近一半，對外債務在未來大幅減少的空間並不大。國際收支平衡數字顯示，私營部門的資本流出淨額由去年第3季峰值的2,300億美元下降至第2季約900億美元（圖2.23）。扣除統計誤差及遺漏後，私營部門資本流出淨額有所放緩，主要是內地居民減慢削減外債速度所致，而境外資產的增幅則大致平穩（圖2.24）。

圖 2.23
中國內地：官方儲備變動及私營部門跨境資金流向

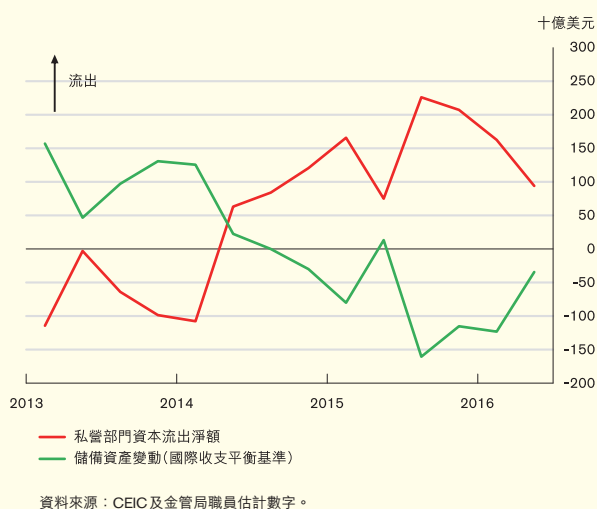
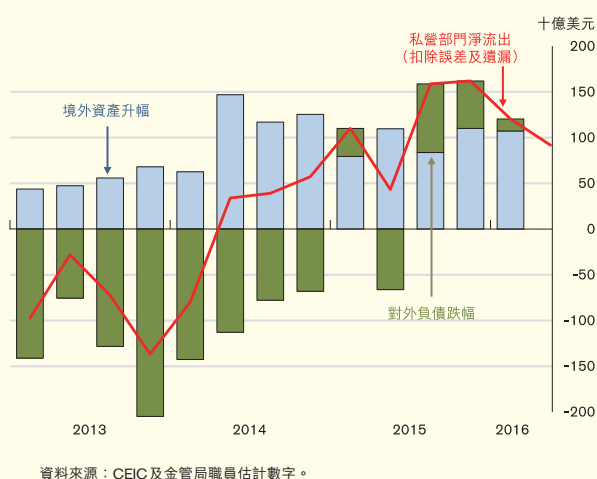


圖 2.24
中國內地：私營部門資本淨流出分類

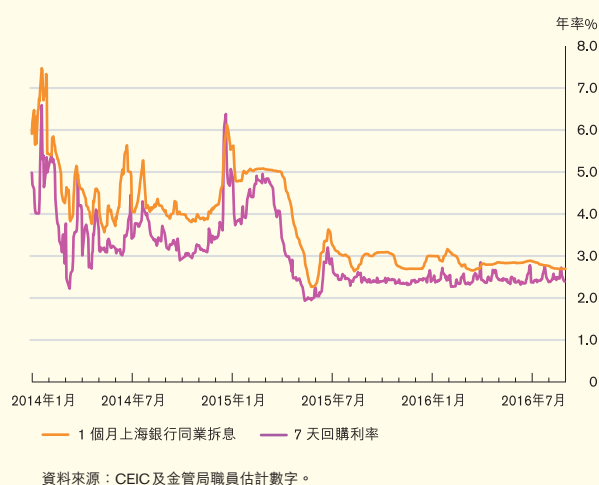


由於非銀行部門大量償還外債及外幣貸款，內地企業承受的匯率風險將有所下降，從而減低人民幣匯率波動對企業帶來的影響。根據上市公司的財務數據，專題2的分析顯示，儘管部分商貿和服務行業較易受人民幣匯率波動的影響，但由於內地企業的美元貸款有限，整體而言企業所承受的人民幣貶值風險並不算高。

報告期內，貨幣市場的流動性狀況大致穩定。短期利率如7天回購利率和1個月上海銀行同業拆息在上半

年大部分時間分別維持在大約2.5%及2.8%(圖2.25)。為緩和銀行間利率的短期波動，自2月起，人民銀行決定增加公開市場操作的頻率，由每周兩次調整為每日一次，視乎銀行體系的流動性狀況而定。銀行間利率保持穩定和低企，有助控制小型銀行的融資成本。小型銀行較倚重銀行間的拆借資金，而主要貸款對象是小型企業。

圖 2.25
中國內地：7天回購利率和1個月上海銀行同業拆息



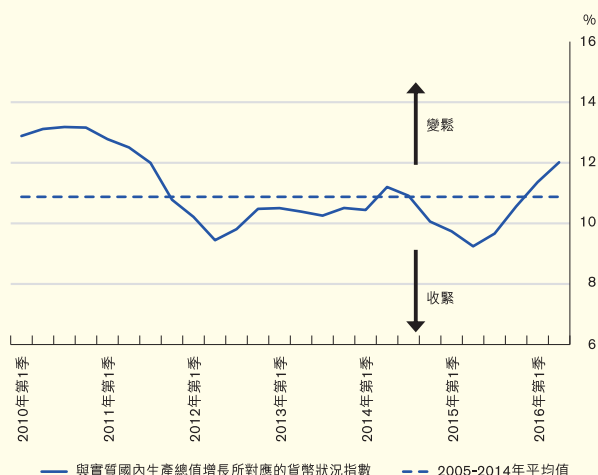
財政及貨幣政策

政府繼續著力於在促改革和穩增長之間取得平衡。具體來說，雖然政府繼續採取積極的財政政策以支持基建開支，但鑑於企業槓桿水平高企可能帶來的金融風險，貨幣政策仍保持穩健。

報告期內，雖然中國人民銀行維持基準利率及存款準備金率不變，但更加倚重定向措施以支持銀行向戰略性行業如農業和小微企業提供貸款，以及配合公共開支。自5月份以來，央行透過更頻繁使用抵押補充貸款，加強對三大政策性銀行基建貸款(例如棚戶區改造及水利工程貸款)的支持。反映央行對定向措施的倚重程度有所上升，中期借貸便利餘額的按年增長率由2015年底的3.3%升至2016年7月份的348%，抵押補充貸款餘額的月均增長亦由1月至4月期間的775億元人民幣增至5月至7月期間的1,402億元人民幣。

雖然央行並沒有採取全面寬鬆的貨幣政策，但由於通脹上升導致實質利率有所下降，再加上人民幣有效匯率轉弱，於報告期內整體貨幣狀況似乎對借款方變得較為有利。根據我們內部估算，貨幣狀況指數於第2季升至2011年中以來的最寬鬆水平（圖2.26）。

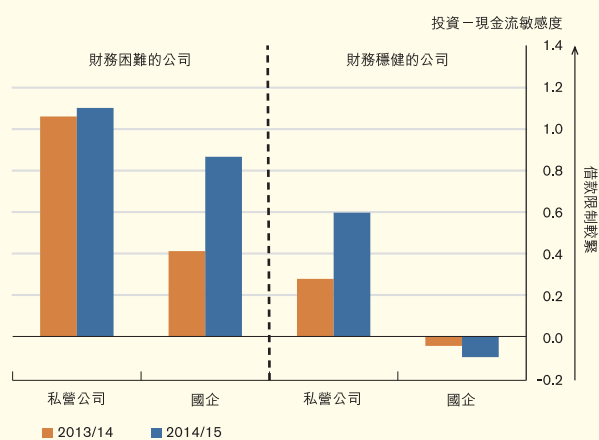
圖 2.26
中國內地：貨幣狀況指數



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

然而，較寬鬆的貨幣狀況似乎並未促使企業加快擴張步伐。雖然這可能部分反映了在經濟前景不明朗的情況下，私營企業投資意願低迷。但另一方面，考慮到貸款質素下降，銀行較為審慎的貸款態度亦可能對企業投資活動造成影響。我們對上市公司的投資—現金流敏感度的分析顯示，雖然財務狀況欠佳的國企的預算約束有所硬化，但普遍而言，近年來私營公司仍較國企面臨更多借款限制（圖2.27）。

圖 2.27
中國內地：上市公司的投資—現金流敏感度



資料來源：彭博、WIND及金管局職員估計數字。

在財政方面，政府採取了多方面措施支持經濟。政府開支增長於第2季保持堅挺，按年上升15%。為促進供給側改革如解決產能過剩的問題，政府撥出1,000億元人民幣補貼地方政府及國企淘汰鋼鐵及煤炭行業的過剩產能。在財政收入方面，為促進私人投資，當局已於5月份全面實施增值稅改革，預期今年會使企業的稅務負擔削減逾5,000億元人民幣。除政府直接支出外，政策性銀行亦增加了對基建項目的貸款。因此，2016年上半年政策性銀行發行的債券按年增長了30%。

儘管公共開支有所增加，但與地方政府債務相關的風險短期內仍將受控。當局已收緊銀行對地方政府融資平台的貸款，同時地方政府債務置換計劃的加速推進亦有助於降低地方政府面臨的再融資風險及利息負擔。地方政府的債券發行總額由2015年下半年的2.967萬億元人民幣增至2016年上半年的3.576萬億元人民幣，其中大部分為債務置換計劃下所發行的債券。儘管如此，受近期經濟放緩及供給側改革所影響，部分地方政府收入減少，償債能力似乎有所惡化。舉例而言，遼寧省內有很多涉及鋼鐵及煤炭行業的國企正面臨去產能的壓力，雖然當地的地方政府未償還債務在2015年稍降0.8%，但當地政府的收入在同期減少了33%，並在2016年首五個月進一步按年下滑了9%。

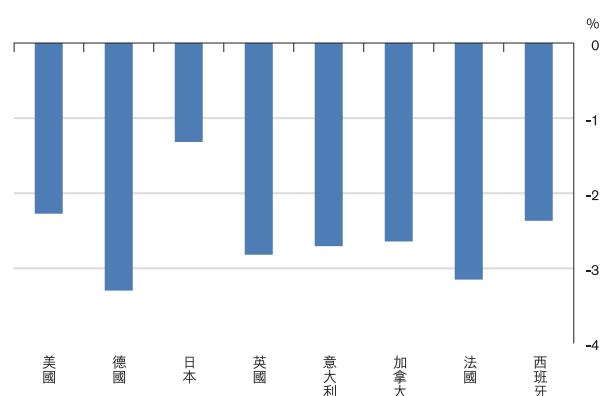
專題 1 衡量美國與新興市場之間的溢出效應

引言

主要先進經濟體通常被視為對新興經濟體產生金融溢出效應的來源。然而，新興經濟體亦可能對先進經濟體產生顯著的溢出效應，因為 (i) 在主要先進經濟體採取非常規貨幣政策多年後，新興經濟體已在全球融資中扮演重要的角色；(ii) 由於新興經濟體近年來一直錄得資金淨流入，部分新興經濟體的企業槓桿水平已升至歷史新高；及 (iii) 就貿易及金融聯繫而言，在過去十年中，新興經濟體日漸融入全球經濟及金融體系。因此，若資金流或新興經濟體的經濟基本因素發生任何不利變動，由新興經濟體傳遞至先進經濟體乃至全球的衝擊有可能會加大。

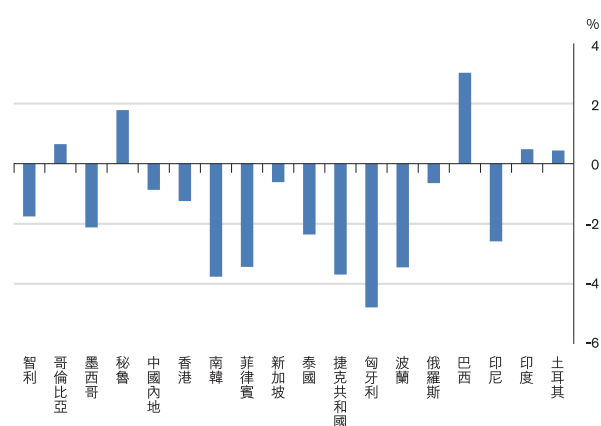
特別在全球金融危機後，先進經濟體及新興經濟體的國債市場聯繫日益緊密。由於經濟前景不明朗，長期國債收益率下跌的情況不僅在先進經濟體（圖 B1.1）出現，於新興經濟體（圖 B1.2）亦一樣。⁶ 在此背景下，本專題旨在探討先進經濟體及新興經濟體在國債市場方面的雙邊溢出效應。⁷

圖 B1.1
2010 年 1 月至 2016 年 2 月先進經濟體 10 年期國債收益率變動



資料來源：彭博。

圖 B1.2
2010 年 1 月至 2016 年 2 月新興經濟體 10 年期國債收益率變動



資料來源：彭博。

⁶ 理論上，長期收益率會受短期政策利率以及投資者對未來經濟狀況的預期影響。因此，全球收益率下跌可能是由於部分先進經濟體採取負利率政策，從而無意中影響新興經濟體的息率。另一個原因可能是近期多個新興經濟體經濟表現遜於預期，拖累了先進經濟體的經濟復甦。

⁷ 國際貨幣基金組織近期亦研究先進經濟體與新興經濟體在國債、外匯及股票市場方面的溢出效應，但使用的樣本週期及數據頻率與我們不同。國際貨幣基金組織發現，國債市場的溢出效應雖然顯著，但外匯及股票市場的溢出效應更大。詳情請參閱國際貨幣基金組織發表的《Global Financial Stability Report》(2016 年 4 月)。

方法及數據

根據Diebold及Yilmaz (2009) 提出的經濟計量方法，⁸ 我們首先分析特定經濟體之間的溢出效應的總體情況，然後詳細評估美國與新興經濟體之間的溢出效應。⁹ 溢出效應是基於向量自回歸模型得出的方差分解來衡量。方差分解列明模型中的每個變量的變動可由另一個變量衝擊解釋的部分。因此，方差分解越大，代表變動越大，從而反映由一個變量至另一個變量的溢出效應越大。

我們的演算使用了8個先進經濟體及18個新興經濟體的10年期國債收益率進行估計(表B1.A)。根據國際結算銀行的數據，截至2015年第2季，這些國債市場的總值合計超過40萬億美元，涵蓋全球九成以上的國債市場。¹⁰ 為方便討論，我們將這26個經濟體分為五個組別：(i) 先進經濟體(美國除外)，(ii) 美國，(iii) 新興歐洲，(iv) 拉丁美洲及(v) 新興亞洲。

表 B1.A
8 個先進經濟體與 18 個新興經濟體

組別		經濟體
先進經濟體		美國、日本、英國、意大利、法國、德國、加拿大、西班牙
新興經濟體	新興歐洲	捷克、匈牙利、波蘭、俄羅斯、土耳其
	拉丁美洲	巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥、秘魯
	新興亞洲	中國內地、香港、印度、印尼、菲律賓、新加坡、南韓、泰國

除內生變量外，我們亦同時使用了3個外生變量以剔除可同時影響先進經濟體及新興經濟體金融市場的全球因素。這些變量包括：(i) 芝加哥期權交易所標普

500引伸波幅指數(VIX)，代表全球風險偏好；(ii) 紐約聯邦銀行估計的10年期美國國庫債券溢價，代表美聯儲採納的非常規貨幣政策的影響；及(iii) 美元指數，用以控制美元升值的影響。

實證研究結果

總體情況

我們透過建立方差分解矩陣，分析了提供不同經濟體之間的溢出效應的整體情況。基於涵蓋2007年3月至2016年2月(即合共520周)周期的每周數據，表B1.B中的各矩陣元素表示衝擊源頭*j*組對目標*i*組方差分解的貢獻估計。¹¹ 舉例而言，源自新興歐洲的衝擊對拉丁美洲的方差分解有15%的貢獻，但對美國的方差分解僅有8%的貢獻。換言之，新興歐洲對拉丁美洲的溢出效應大於對美國的溢出效應。

表 B1.B
5 個經濟體組別之間的溢出效應矩陣*

經濟體組別	源頭					橫行平均數
	美國	先進經濟體(美國除外)	新興歐洲	拉丁美洲	新興亞洲	
美國	—	34	8	9	10	16
先進經濟體(美國除外)	35	38	10	4	4	14
新興歐洲	12	14	14	12	6	11
拉丁美洲	13	5	15	17	8	10
新興亞洲	19	7	9	10	10	9
直行平均數	21	17	11	10	7	12

註：* 溢出效應不包括對經濟體自身的影響。

資料來源：金管局職員估計數字。

表B1.B的最後一橫行為直行的平均數，顯示了每個源頭對其他經濟體的影響。由數字可見，源自美國的衝擊最大(21%)，其後是其他先進經濟體(17%)、新興歐洲(11%)、拉丁美洲(10%)及新興亞洲(7%)。這表明源自美國的衝擊對其他經濟體的溢出效應最大，而源自新興亞洲的衝擊整體而言相對溫和。

⁸ Diebold及Yilmaz (2009)「Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Market」，《Economic Journal》，第119期，第158至171頁。

⁹ 有關本專題的詳細結果，請參閱Fong等人(2016)「Measuring spillovers between US and emerging markets」金管局工作論文，編號WP06/2016。

¹⁰ 除了要有長期收益率的數據外，新興經濟體的選擇必須至少符合以下三項準則之一：(1) 屬於國際貨幣基金組織界定的新興或發展中經濟體，或世界銀行界定的中低收入國家；(2) 新興市場政府債券指數的成分國家；及(3) 其國債存量超過100億美元或長期主權信貸評級高於BB/Ba。

¹¹ 在計算其他經濟體對美國的影響時，我們首先估算在美國方差分解中源自26個其他經濟體的總衝擊。其後，我們透過計算相關組成部分的總和，分辨出先進經濟體及新興經濟體對美國的份額。新興經濟體的地區劃分亦按類似的方式進行。在計算美國對其他經濟體的衝擊時，我們需要分別提取源自其他26個經濟體的方差分解中對美國的衝擊，並將其相應分組。

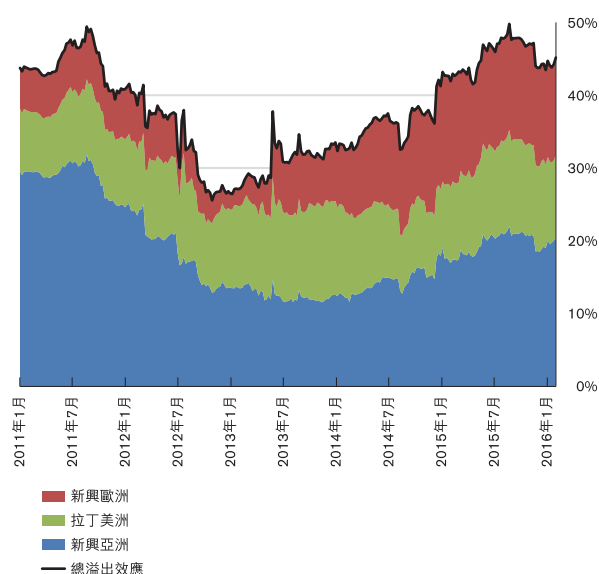
表B1.B的最後一橫行為直行的平均數，總結該接受美國受其他經濟體產生的衝擊的敏感度。舉例而言，美國對源自其他經濟體的衝擊敏感度最高(16%)。

美國與新興經濟體之間的溢出效應

鑑於美國作為對其他經濟體有重大溢出效應的單一經濟體，我們使用200周滾動窗評估美國與新興經濟體之間隨時間推移的溢出效應幅度及性質。方差分解是基於10周預測期間來計算。首個窗口自2007年3月起至2011年2月止，最後一個窗口自2012年1月起至2016年1月止。

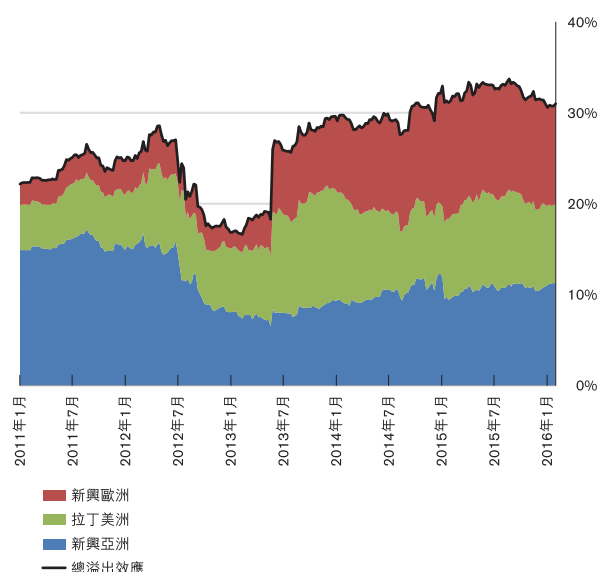
圖B1.3及圖B1.4分別顯示美國對新興經濟體以及新興經濟體對美國的溢出效應。按方差分解衡量，美國對3個新興經濟體組別的合計溢出效應已由2013年年初的30%升至2015年年底的近50%（圖B1.3）。該數字大幅上升的原因是新興歐洲（紅色陰影）及亞洲（藍色陰影）對美國衝擊的敏感度上升。然而，拉丁美洲（綠色陰影）對美國衝擊的敏感度整體保持穩定。三個新興經濟體組別對美國的合計溢出效應亦於2013年5月的「削減量寬恐慌」後顯著上升（圖B1.4）。自2013年中期以來，新興歐洲及拉丁美洲的溢出效應份額尤其大幅上升，部分原因可能是來自削減恐慌衝擊的第二輪影響¹²，該二輪衝擊由經濟基本因素轉差（例如經濟增長放緩及經常賬赤字上升）的新興經濟體逆向影響美國。¹³ 同時，2012年中期之前，在三個新興經濟體組別中，亞洲佔美國國庫債券收益率方差分解的大多數份額，但此數據在過去四年下跌，並穩定在10%的水平。

圖B1.3
美國對新興經濟體的溢出效應



資料來源：金管局職員估計數字。

圖B1.4
新興經濟體對美國的溢出效應



資料來源：金管局職員估計數字。

¹² 第二輪影響指接受國透過貿易及金融聯繫反饋到起源國的溢出效應。詳情請參閱Balakrishnan等人(2009)「The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies」，《IMF Working Paper》第09/133號。

¹³ 根據世界銀行的數據，與新興亞洲比較，2013年新興歐洲及拉丁美洲的新興經濟體的平均實質國內生產總值增長較低而經常賬赤字較高。

結論

我們發現在全球金融危機後，先進經濟體與新興經濟體的國債市場之間相互依存關係相當緊密。源自美國的衝擊對新興經濟體產生重大的影響，同時逆向影響有時亦相當顯著。美國與新興經濟體的國債收益率走勢日益同步，原因可能包括(i)由於很多經濟體政策利率維持低位，追求高收益的行為已導致全球收益率下跌；及(ii)由於監管要求，銀行及保險公司現時須增持政府證券等安全資產。

從貨幣政策的角度來看，本分析表明美國退出零利率下限一方面可能會對新興經濟體產生巨大的溢出效應。另一方面，任何源自新興經濟體的貨幣政策衝擊均可能會對美國產生過度的壓力，並影響美國隨後的政策決定。這種美國與新興經濟體之間的雙向互動作用可能會導致各國央行難以獨立地制定其貨幣政策。

專題2 中國內地非金融類公司的美元負債：違約風險有多大？

引言

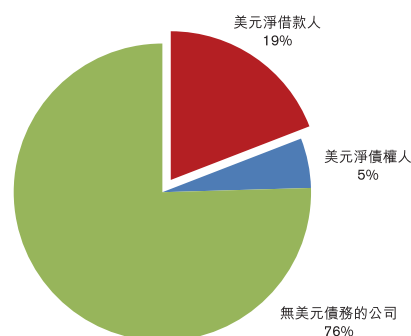
在美國利率的正常化以及人民幣兌美元貶值的預期升溫下，過去數年內地外債（特別是企業舉借的外債）快速擴張的風險引人關注。當前經濟增長放緩，內地製造業企業的財務狀況弱化尤其令到決策者及市場分析員關注企業借款人的償債能力。

在此背景下，本分析使用內地逾2,300間非金融類上市公司於2014年年底外幣借款達到峰值時的財務數據（包括美元貸款及存款），嘗試回答以下問題：1) 內地公司的美元負債的槓桿水平及美元舉債的狀況，2) 美元借款有哪些風險，以及3) 若人民幣兌美元進一步貶值，相關風險究竟有多大。

內地公司美元債務的狀況

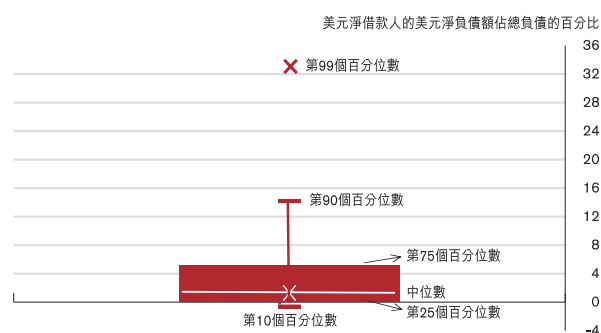
上市公司的數據表明，僅少數內地企業有美元淨負債，且平均規模不大。¹⁴ 截至2014年年底，僅有不足四分之一內地非金融類上市公司報告有舉借美元貸款，其中約78%的公司（相當於全部非金融類上市公司的19%）為美元淨借款人，即其美元負債超過美元存款（圖B2.1）。美元淨借款人尤其受到關注，因它們可能面臨人民幣貶值的風險。在我們的樣本中，90%的美元淨借款人的美元淨負債佔總負債的比率低於15%，表明多數美元淨借款人面臨的人民幣貶值的風險有限（圖B2.2）。然而，其餘10%的美元淨借款人的美元淨負債佔總負債的比率較高。例如，以美元淨負債計槓桿率最高的公司（第99個百分位數）錄得美元淨負債對總負債的比率約為33%。

圖B2.1
內地非金融類上市公司的美元借款



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

圖B2.2
美元淨借款人的美元淨負債對總負債的比率



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

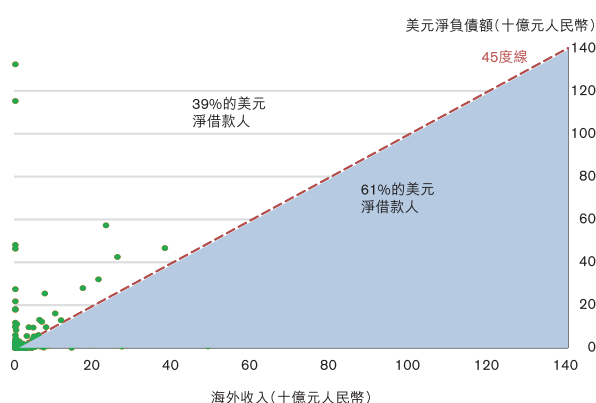
中國內地的美元淨借款人一般規模較大，同時大多數有海外業務收入。在我們的非金融類上市公司樣本中，美元淨借款人的平均總資產大於美元淨債權人。美元淨借款人總資產的中位數為68億元人民幣，而美元淨債權人則為38億元人民幣。公司規模與美元負債水平之間正相關在某程度上反映出中國內地規模較大的公司更容易從信貸市場得到借款，外幣借款亦不例外。

¹⁴ 由於數據所限，僅有中國上市公司外幣貸款的數據，而無債券等其他債務工具的數據。因此，美元負債淨額指美元貸款及存款的差額。

美元借款風險在哪裡？

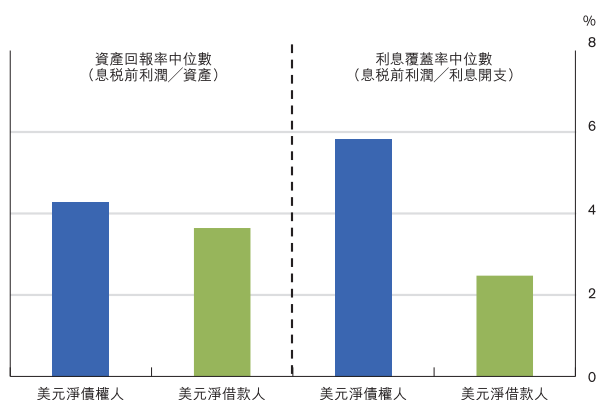
內地公司所面臨的貨幣錯配風險似乎不大。在美元淨借款人中，75%有海外收入，而61%則享有「天然對沖」，也就是說，它們的美元淨負債可被一年海外收入覆蓋（圖B2.3）。然而，與美元淨債權人比較，美元淨借款人整體而言財務狀況較弱，因此償債能力亦較弱。雖然美元淨借款人的盈利能力與美元淨債權人相若，但美元淨借款人的利息覆蓋率中位數為2.5，較美元淨債權人的數字5.8為低（圖B2.4），說明淨借款人賺取足夠收入以支付利息開支的壓力可能較大。這亦反映了美元淨借款人整體而言槓桿率高於美元淨債權人。數據顯示，美元淨借款人於2014年的平均負債率為0.54，較美元淨債權人的0.43為高。

圖B2.3
美元淨借款人的美元淨負債額與1年海外收入



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

圖B2.4
盈利能力及利息覆蓋率：美元淨債權人與淨借款人



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

進一步分析表明，儘管不同行業面臨的風險不同，貿易行業的美元淨借款人面對的風險較大。舉例而言，部分貿易貨品及服務行業（包括原材料、消費品及服務、工業及資訊科技）的貨幣錯配風險不高，因當中很多企業有海外業務收入，享有「天然對沖」（表B2.A）。然而，與其他行業相比，這些行業槓桿率較高，同時因為較倚賴短期融資而流動性風險亦較高。此外，這些行業（特別是原材料等產能過剩行業）償還貸款的能力尤其較低，主要反映在它們低利息覆蓋率、低資產回報率以及較大的虧損公司百分比。相比之下，雖然房地產及公用事業等非貿易行業的槓桿率較低，但貨幣錯配風險較高，因它們通常無海外業務收入。儘管這兩個行業償還貸款的能力一般優於貿易行業，但遜於地產發展商。

表B2.A
內地美元淨借款人的風險及償還能力（按行業劃分）

	資訊科技/ 原材料	消費品/ 電訊	服務	工業	能源	房地產	公用 事業
槓桿率							
高槓桿率借款人 (第75至99個百分位數) 的平均美元淨負債率	21	19	18	18	14	8	8
貨幣錯配							
有天然對沖的公司百分比	65	74	68	55	35	33	13
流動性風險							
短期美元貸款佔美元貸款 總額百分比	73	65	77	28	61	39	11
償債能力							
利息覆蓋率(中位數)	1.7	3.4	2.7	2.5	3.6	2.9	3.3
資產回報率(中位數)	3.4	3.3	3.3	3.8	3.7	3.8	6.5
虧損公司百分比	12	10	15	8	18	0	0

註：綠色、黃色及紅色陰影代表財務指標屬低、中及高風險。

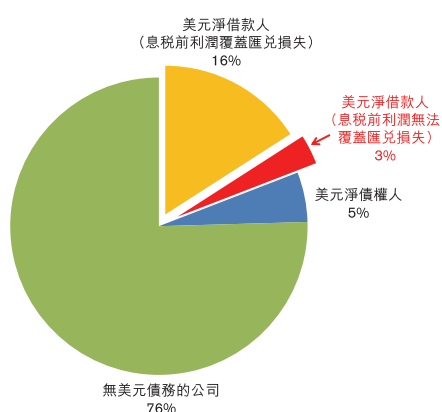
資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

風險有多大？敏感度測試

鑑於上一節所識辨的風險，自然引發一個問題：在經濟前景不明朗及美國利率持續正常化的背景下，若人民幣兌美元進一步貶值，內地企業美元債務的風險有多大？為回答這個問題，我們假設人民幣兌美元貶值10%，然後基於公司2014年報告的美元負債淨額估計匯兌損失，並將其與息稅前利潤比較。

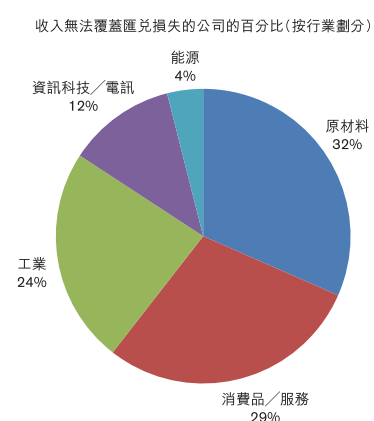
我們發現，若人民幣兌美元貶值10%，則會導致美元淨借款人遭受匯兌損失，但當中83%的公司（佔全部上市非金融類公司的16%）用一年的息稅前利潤可覆蓋其損失（圖B2.5）。收入無法覆蓋匯兌損失的公司主要集中於上一節所指出薄弱環節最多的行業，例如原材料、消費品及服務以及工業（圖B2.6）。我們的分析再次突出產能過剩行業面臨的風險。例如，在我們的敏感度測試中，息稅前利潤無法覆蓋匯兌損失的美元淨借款人當中有32%屬於原材料行業。

圖 B2.5
敏感度測試中受影響的美元淨借款人數目



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

圖 B2.6
收入無法覆蓋匯兌損失的公司（按行業劃分）



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

已錄得虧損且同時受人民幣貶值影響的公司，償還貸款的能力尤其令人擔憂。這些公司舉借的美元貸款佔全部非金融類上市公司的美元貸款總額的5%，它們集中於消費品及服務以及原材料等行業。雖然這意味著不能排除內地銀行可能面對美元貸款的信貸風險，但內地銀行承受此類貸款的風險相對較小，近年來外幣（包括美元）貸款僅佔整體銀行貸款約5至6%。

結論

整體而言，我們的研究結果表明，由於內地公司的美元借款有限，內地公司所面臨的人民幣貶值風險不大。然而，我們發現部分貿易貨品及服務行業，特別是原材料、消費品及服務、工業及資訊科技，由於美元淨債務槓桿率較高、流動性風險較高且償債能力較弱，故風險高於其他行業。假設人民幣兌美元貶值10%，美元淨借款人會遭受匯兌損失，但我們發現當中僅3%的公司無法用息稅前利潤覆蓋其匯兌損失。由於美元借款集中於高槓桿率借款人，不能完全排除內地銀行面臨美元貸款的信貸風險，特別是已錄得虧損的公司所舉借的美元貸款。儘管如此，內地銀行承受此類貸款的風險較小。

我們的分析有兩個局限。首先，由於數據所限，本分析僅專注於上市公司舉借的美元貸款，而非債券等其他債務工具。其次，我們僅研究了非金融類上市公司，因此並不涵蓋非上市而公司規模較小的美元借款人的風險狀況。

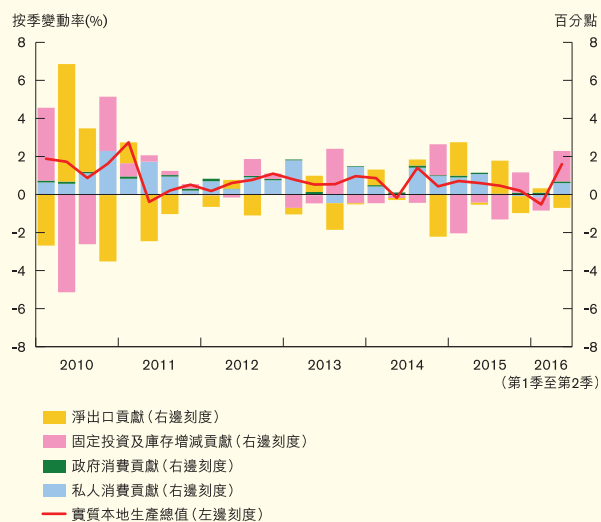
3. 本港經濟

香港經濟在2016年第1季收縮後，在私人消費以及樓宇及建造活動上升帶動下於第2季復甦。由於全球經濟前景不明朗，香港經濟仍將充滿挑戰。在進口價格偏軟及本地經濟增長緩慢下，預料本地通脹壓力將繼續受控。

3.1 實體經濟活動

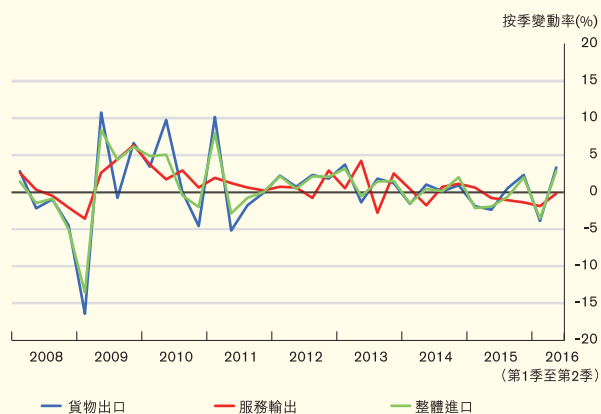
香港經濟在2016年第1季收縮後於第2季復甦，但增長走勢仍然緩慢。實質本地生產總值按年增長率由2015年下半年的2.1%進一步下跌至2016年上半年的1.2%。經季節性因素調整的實質本地生產總值在第1季按季下跌0.5%後，在第2季增長1.6%（圖3.1）。公營基建活動在撥款審批延遲後於第2季有所回升，同時私人樓宇及建造活動增長亦保持穩定，使投資開支帶動第2季實質本地生產總值的反彈。在本地服務開支溫和增長及第1季低基數效應的支持下，私人消費增長亦於第2季上升。然而，對外貿易仍然疲弱，使淨出口於第2季拖累了實質本地生產總值增長。當中，在入境旅遊開支疲弱下，服務輸出繼續下跌（圖3.2）。雖然貨物出口在中國內地及歐洲的出口上升帶動下於第2季改善，但貨物進口在轉口貿易相關需求上升下亦同時增加。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支部分的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

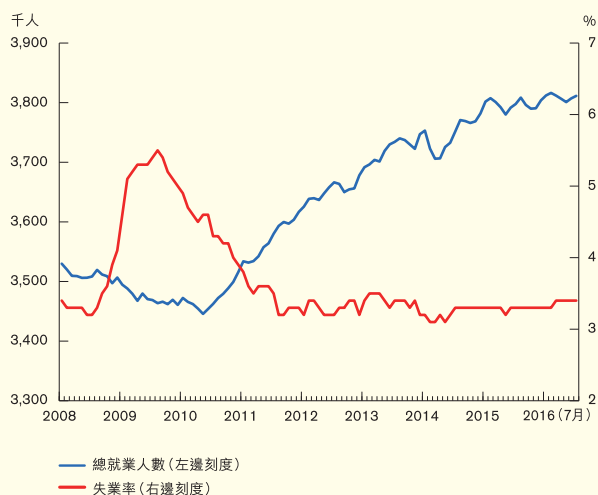
圖3.2
實質進出口



資料來源：政府統計處。

勞工市場狀況稍微轉弱，失業率由2015年年底的3.3%微升至7月份的3.4%（圖3.3）。主要受零售、住宿及膳食服務業的就業人數下跌所影響，總就業人數按年增長放緩。專題3研究整體經濟及個別行業對整體失業率的影響。

圖 3.3
失業率及總就業人數

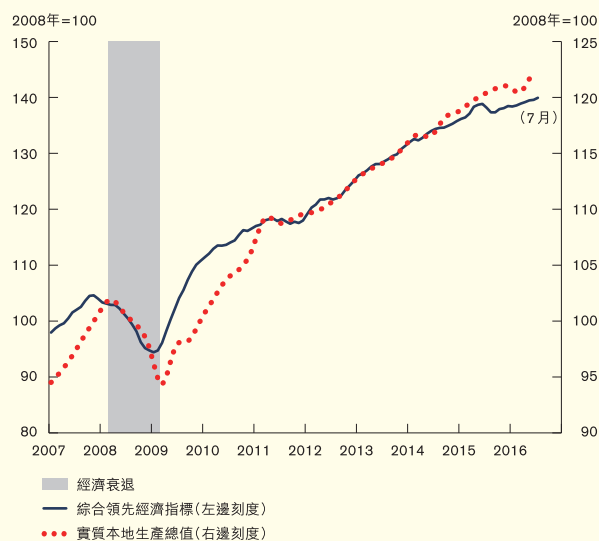


資料來源：政府統計處。

展望未來，香港經濟增長將保持溫和。外圍因素方面，在貿易表現持續疲弱下，全球經濟增長可能仍然乏力。加上美元強勢導致港元的實質有效匯率上升，將抑制香港的外部需求。本地方面，在經濟增長趨向溫和及金融市場持續波動下，消費者信心可能較為疲弱。雖然樓宇動工數目上升將促進私營部門建造活動，但商業投資活動在商業前景不明朗下可能仍然低迷。

金管局內部編製的綜合領先經濟指標顯示，香港經濟增長動力於2016年下半年可能保持溫和（圖3.4）。政府維持2016年全年實質本地生產總值增長1至2%的預測，而私營機構分析師的經濟增長預測則由3月份的1.8%調低至1.0%（圖3.4）。

圖 3.4
實質本地生產總值及綜合領先經濟指標



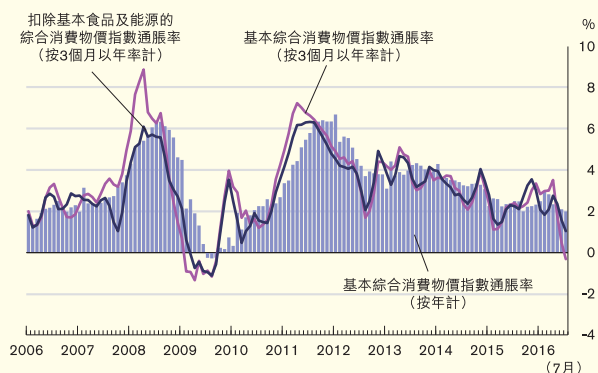
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

香港經濟前景變得更加不明朗。一方面，由於市場預期全球流動性仍然充裕，市場情緒可能會升溫，並於短期內為經濟增長提供一定支持；但美國加息的步伐和影響存在不確定性，將繼續對香港經濟帶來阻力。另一方面，雖然英國脫歐的影響至今有限，但任何不利發展可對歐洲經濟產生更廣泛衝擊，繼而為香港帶來更嚴峻的挑戰。尤其是歐洲是香港的其中一個主要貿易夥伴，加上避險情緒推高美元，均可為香港外貿帶來負面影響。同時，本地情緒及金融市場狀況可能會惡化，對物業市場構成壓力。此外，內地經濟增長前景面臨不明朗因素，將繼續對香港的貿易表現及入境旅遊行業帶來風險。

3.2 消費物價

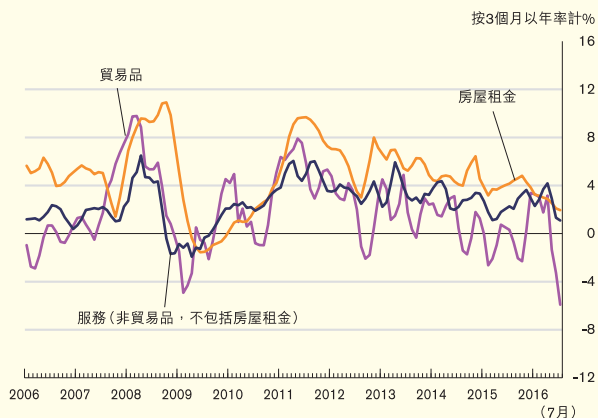
本地通脹壓力於第1季由於天氣因素導致基本食品價格急升而略有增強，但在第2季重拾下降趨勢。按年基本綜合消費物價指數通脹率由第1季的2.8%回落第2季的2.3%，並於7月份進一步放緩至2.0%（圖3.5）。反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率亦由4月份的3.5%降至7月份的-0.3%。通脹動力全面減弱，綜合消費物價指數所有的主要組成項目均錄得不同程度的放緩（圖3.6）。特別是受新訂私人住宅租約租金回軟影響，房屋租金項目延續2015年第4季以來的跌勢，而隨着食品通脹回落，貿易品的價格變動亦由4月份增加3.2%轉為7月份下跌5.9%。

圖 3.5
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

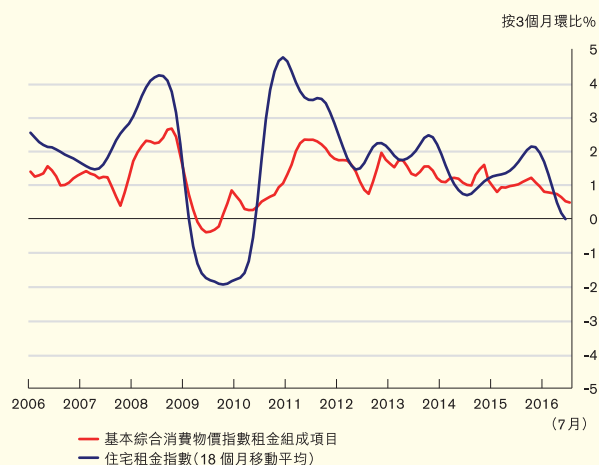
圖 3.6
按主要組成項目分類的消費物價通脹



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

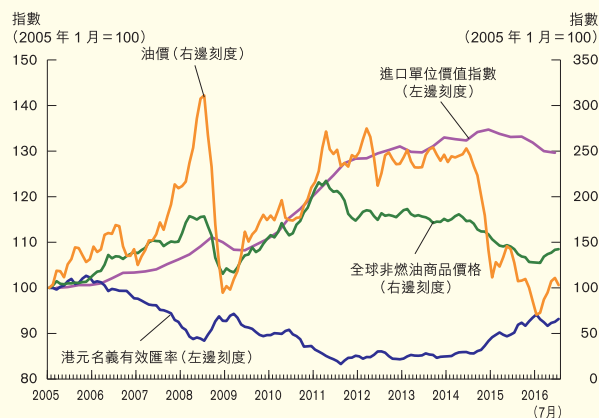
短期而言，按季通脹動力的上行風險應會維持受控。雖然產出缺口估計於第2季有所收窄，但仍為負值，應會繼續抑制本地營商成本，從而抑制服務通脹。此外，儘管新訂私人住宅租約租金於第2季內小幅回升，但仍低於去年同期的水平，未來應會帶動綜合消費物價指數的房屋租金項目進一步下跌（圖3.7）。外圍方面，港元強勢可望令進口價格通脹保持受控（圖3.8）。在此背景下，2016年本地通脹料會進一步放緩，政府預測2016年的全年基本通脹率為2.2%，低於2015年的2.5%。

圖 3.7
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

圖 3.8
商品及進口價格



資料來源：政府統計處及國際貨幣基金組織。

通脹前景面臨各種不明朗因素。下行壓力方面，若英國脫歐的衝擊及其對全球經濟的影響較預期更嚴重或更為持久，則由此產生的投資者情緒變化及全球金融市場波動會使本地物業市場面臨更大的下行風險。若本地住宅物業市場進一步整固，則會影響房屋租金，並引發負財富效應，拖累消費者情緒。此外，鑑於香港與歐盟之間存有相對緊密的貿易聯繫，若歐洲經濟受到英國脫歐嚴重影響，香港的短期增長前景可能會惡化，導致香港的負產出缺口惡化，從而對本地勞工市場造成衝擊，加劇通脹率下降的壓力。然而，在英國脫歐後，不明朗因素增加，美國聯儲局的利率正常化進程可能會較預期緩慢，短期可能為香港的貨幣狀況及本地需求帶來喘息的空間，從而可能在短期內對本地物業市場及租金提供支持。

專題 3

香港的失業率：透過整體經濟及個別行業渠道的影響

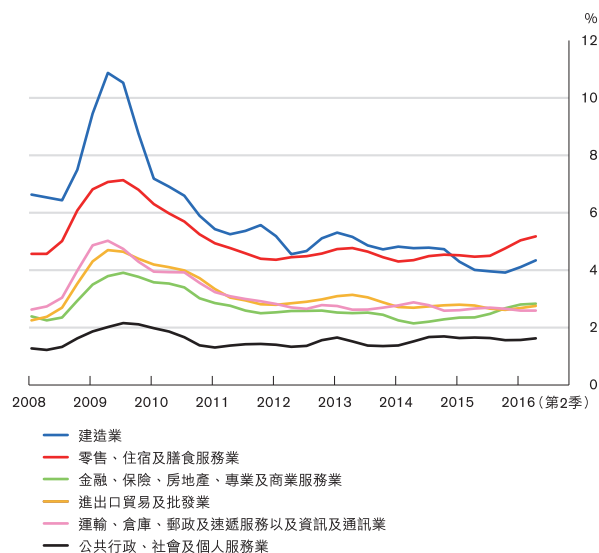
失業率自 2011 年年中以來一直維持於低位。我們早前的分析¹⁵顯示，勞工市場表現穩健，部分源於低技術勞工的供應緊絀及需求強勁。特別是過去數年入境旅遊業蓬勃發展，使僱用較多低技術勞工的零售及其他旅遊相關行業創造更多職位。

由於入境旅遊業自 2015 年開始步入低潮，旅遊相關行業的失業率於近幾個月上升，使整體勞工市場受壓。憂慮在於即使旅遊相關行業表現疲軟主要反映個別行業現象（即個別行業渠道），勞動力也未必能立刻從這些行業轉向其他行業。此外，有關行業表現疲軟亦可能是全部行業同樣面對的整體經濟現象（即整體經濟渠道）。在這種情況下，本專題分析整體經濟及個別行業渠道對整體失業率的影響，以助分析勞工市場的短期前景。

個別行業的失業率走勢

隨着整體經濟動力減弱，部分主要行業失業率近期顯著回升（圖 B3.1）。舉個例子，零售、住宿及膳食服務業經季節因素調整的失業率自 2015 年年中開始攀升，至 2016 年年中合共上升了 0.7 個百分點。然而，其他主要行業特別是公共行政、社會及個人服務業依然穩健，它們的失業率並無同步上升的趨勢，整體失業率於 2016 年上半年也僅微升約 0.1 個百分點。

圖 B3.1
個別行業的失業率



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

個別行業產出分析：針對個別行業或整體經濟的衝擊

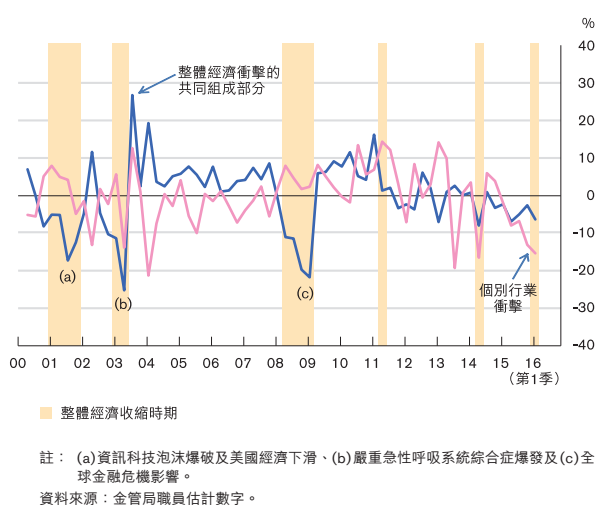
整體而言，這些現象似乎顯示，部分行業可能更程度地受到針對個別行業的衝擊而非整體經濟衝擊所影響。我們發現零售及批發業正是一例。首先，我們利用純統計因素模型（a pure statistical factor model）¹⁶將個別行業本地生產總值增長率分為兩個部份。一部份只針對個別行業的衝擊，而另一部份則是受整體經濟衝擊影響的共同部份。¹⁷分解結果顯示，就近期零售及批發業的弱勢而言，負面的行業衝擊較整體經濟衝擊發揮了更重要的作用（圖 B3.2）。因此，問題演變成勞動力在不同行業中轉移（以下簡稱行業轉移，sectoral shifts）導致整體失業率上升的角色。

¹⁶ 有關研究方法的更多詳情，請參閱Foerster等人(2011)「Sectoral versus Aggregate Shocks: A Structural Factor Analysis of Industrial Production」，《Journal of Political Economy》，第119(1)期，第1至38頁。

¹⁷ 由於投入產出聯繫可導致部分行業衝擊被放大並被理解成整體經濟衝擊，因此，計及不同經濟行業的投入產出聯繫，有助增加估計兩種衝擊的精確性。然而，我們並無香港各行業投入產出聯繫的數據。

¹⁵ 請參閱本報告2012年9月及2014年3月兩期所刊載的專題2。

圖 B3.2
零售及批發業增加值按年增長率的分析

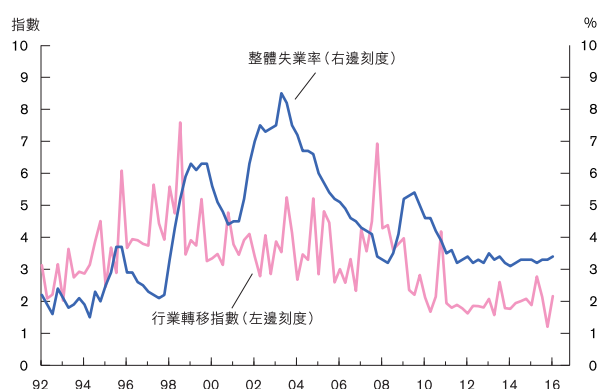


行業轉移與整體失業率的關係

理論上，由於勞動力從收縮行業轉移到擴張行業的過程並非能即時完成，因此，針對個別行業的衝擊可導致整體失業率波動。¹⁸ 根據該理論，行業就業需求差異越大，整體失業率就越高。我們參考過往研究¹⁹，計算行業就業增長率標準差，並以此制訂了一個指數度量度行業轉移的程度。由於個別行業的就業增長率亦可能反映了整體經濟衝擊的作用，我們利用統計因素分析，以撇除這些衝擊對就業增長率的影響。在編撰指數時，我們採納了《就業及空缺按季統計報告》內的就業人數，因該報告的數據較《綜合住戶統計調查》更久遠，行業細分更詳盡（超過50個行業）。

簡單的繪圖顯示行業轉移指數走勢與整體失業率大致同步（圖 B3.3）。事實上，行業轉移指數與失業率在2001年以前的起伏及2004至2007年之間的跌勢一致。失業率在全球金融危機期間上升前，行業轉移指數亦出現急升。2010年後，該指數徘徊於低位，與橫行的失業率大致平排。

圖 B3.3
行業轉移與失業率的關係



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

實證結果和整體經濟及個別行業衝擊的相對重要性

為進一步了解行業轉移與整體經濟衝擊的影響，我們用以下5個變量構建了一個向量自迴歸(a vector auto-regression)模型：實質本地生產總值增長、整體失業率、通脹率、3個月香港銀行同業拆息及行業轉移指數。²⁰ 實質本地生產總值增長有助於辨認整體經濟衝擊的影響，預期將與整體失業率呈負相關。納入通脹率有助容納菲利普斯曲線(Phillips curve)關係。利率的作用在於反映貨幣狀況的影響。最後，個別行業衝擊這條渠道由行業轉移指數代表，預期將與整體失業率呈正相關。數據樣本期為1992年第3季至2016年第1季。我們根據對數似然函數

¹⁸ 經典參考是Lilien (1982)「Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment」，《Journal of Political Economy》，第90(4)期，第777至793頁。關於相關文獻的近期概述，請參閱Gallipoli and Pelloni (2013)「Macroeconomic Effects of Job Reallocations: A Survey」，《Review of Economic Analysis》，第5(2)期，第127至176頁。

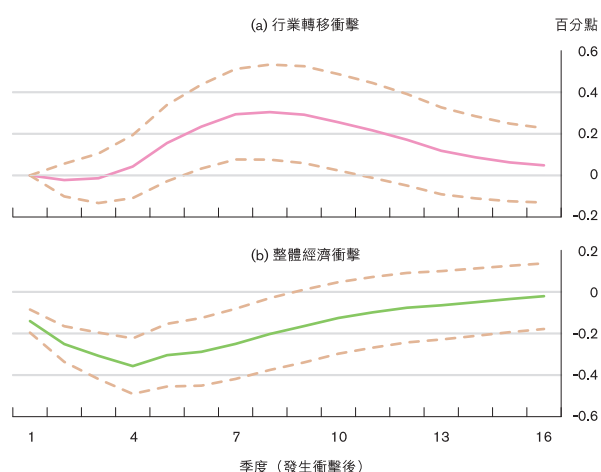
¹⁹ 該指數的計算方法有多種，請參閱腳註18所述的概述論文。我們的方法類似Mehrotra and Sergeyev (2013)「Sectoral Shocks, the Beveridge Curve and Monetary Policy」，Society for Economic Dynamics 2013年會議文件第919號。

²⁰ 該模型系統按標準的遞歸順序進行估算。行業轉移指數被放在估計順序的末位。因此，行業轉移指數可於同一季內對實質本地生產總值增長、失業率等衝擊作出反應，而這些變量對行業轉移指數的反應則起碼有一季的滯後。此外，我們亦進行了更有普遍性的反應函數分析（該分析所得的反應函數不會隨變量的估算順序而改變），並得出類似的估算結果。

(log-likelihood) 準則，選擇5季的滯後長度。向量自迴歸模型產生的反應函數(impulse response functions) 合乎預期，它顯示若實質本地生產總值增長較預期快(被視為整體經濟衝擊)，將會降低整體失業率，而若行業轉移指數上升，則會推高整體失業率(圖B3.4)。

圖 B3.4

失業率對整體經濟衝擊及行業轉移衝擊的反應



註：假設行業轉移衝擊值為該指數上升一個標準差，整體經濟衝擊值則為本地生產總值增長1個百分點。實線表示反應函數，虛線表示標準誤差區間。

資料來源：金管局職員估計數字。

為進一步估算整體經濟及個別行業衝擊的相對重要性，我們對整體失業率進行了一次預測誤差變異(forecast error variance)分解。結果顯示整體經濟衝擊的影響於不同的預測期都比行業轉移的衝擊更重要(表B3.A)。以2年或以下的預測期為例，整體經濟衝擊解釋了逾50%的預測誤差變異。行業轉移衝擊的影響在1年以上的預測期才較顯著，佔預測誤差變異約7至25%。

表 B3.A

失業率的預測誤差變異分解

預測期 (季度)	預測誤差變異分解 (百分點)		
	行業轉移	整體經濟衝擊	失業率
4	0.4	61	34
6	7	62	26
8	18	58	20
16	25	46	16

註：為便於表述，本表未顯示其他變量的貢獻。

資料來源：金管局職員估計數字。

研究結果對當前勞工市場狀況的啟示

本研究分析行業轉移及整體經濟衝擊對整體失業率的影響。我們發現在過去24年內，整體失業率的大幅變動主要由整體經濟衝擊而非行業轉移所推動，可能由於勞工流動性可以緩解行業轉移對整體失業率的影響。

在入境旅遊業表現欠佳及本地需求低迷下，零售及批發業正在走弱。我們的評估顯示，該行業呈現弱勢主要由針對該行業的衝擊而非整體經濟衝擊所導致。因此，所引發的不同行業勞工需求變動(即行業轉移)不太可能使整體失業率大幅惡化。²¹ 然而，若整體經濟進一步轉弱，整體失業率可能會因整體經濟衝擊的影響而面對較大上升壓力。

²¹ 儘管如此，以往的行業轉移可能主要發生於僱用相似類別勞工(例如技術類或非技術類)的行業，因此勞工流動性會限制這些轉移對整體失業率的影響。然而，如果行業轉移發生於僱用不同類別且替代性有限的勞工的行業，則這些行業轉移對整體失業率的影響可能會較大。

4. 貨幣及金融狀況

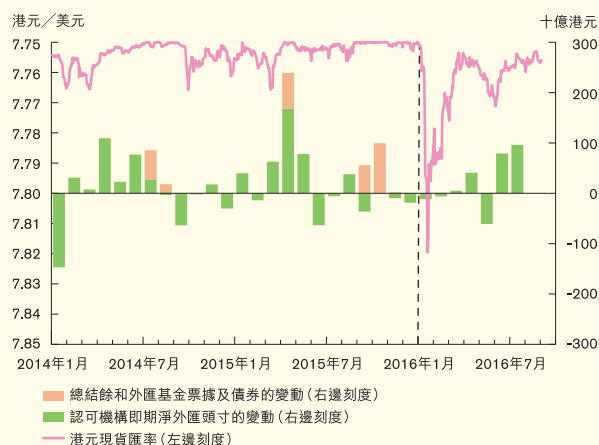
匯率、資金流及貨幣動向

雖然市場情緒波動及英國公投決定退出歐盟，但港元匯率大致保持穩定。本地經濟活動回升，帶動整體貸款恢復溫和增長。展望未來，香港的資金流將繼續受美國的利率正常化及英國脫歐事件帶來的不明朗因素所影響。

4.1 匯率及資金流

雖然市場情緒波動，以及英國脫歐增加了經濟不明朗因素，但港元兌美元現貨匯率大致保持穩定（圖4.1）。市場情緒改善及企業的港元需求增加，曾經帶動港元匯率在3月份稍為轉強，但隨着美國加息的預期上升，港元匯率在4月及5月再次轉弱。美國聯邦公開市場委員會於6月14至15日的會議上決定維持利率不變後，港元匯率再次轉強。儘管英國在6月底公投決定退出歐盟，對全球金融市場造成衝擊，但港元匯率反應平靜。事實上，7月份銀行的即期淨外匯頭寸增加，顯示非銀行私營部門有港元淨流入。強方兌換保證於報告期內未有被觸發（圖4.2）。

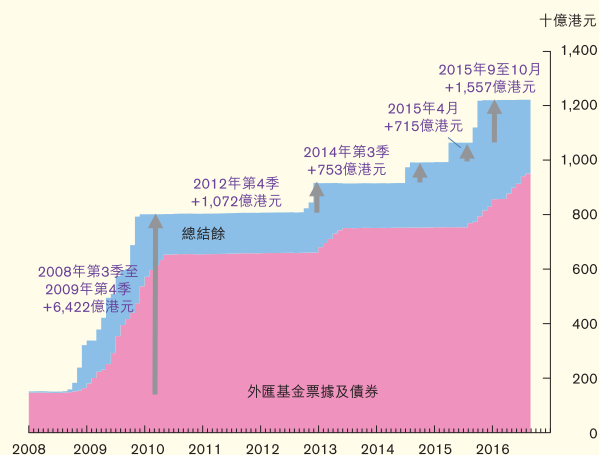
圖4.1
匯率及資金流指標



註：資金流指標的正值表示流入，8月及9月份認可機構的即期淨外匯頭寸變動暫時沒有數據。

資料來源：金管局及職員估計數字。

圖4.2
資金流指標



資料來源：金管局。

港元的名義有效匯率指數在第1季下跌，但其後有所上升，與美元的走勢一致（圖4.3）。港元的實質有效匯率指數亦出現類似趨勢。其中，香港與其貿易夥伴之間的（按年計）通脹率差距雖為正數，但正在縮小，對實質有效匯率的走勢僅有輕微影響。

圖 4.3
名義及實質有效匯率



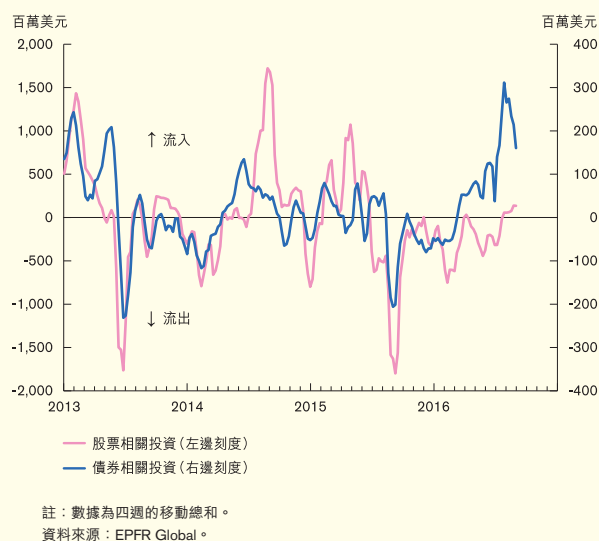
資金流方面，股票相關投資資金流於2016年首七個月出現流出的壓力，但於8月份有若干資金流入。最新的國際收支平衡統計資料顯示，股票證券投資資金於第1季出現淨流出，原因是隨着本港股市大幅下跌，非本地居民進一步減持香港股票及投資基金（表4.A）²²。一項對全球互惠基金進行的調查進一步顯示，股票相關投資資金在4月至7月期間繼續有流出，但速度有所放緩（圖4.4）。隨着本地股價回升，相關資金更在8月轉為流入。另一方面，由於香港銀行於第1季大幅減持外國債券，使債務證券投資資金流入增加。隨着多邊發展銀行為基建投資項目而增發港元債券，投資者自第2季以來亦增持香港債券（另請參閱第4.4節）。

表 4.A
跨境證券投資資金流

(十億港元)	2014	2015	2015				2016
			第1季	第2季	第3季	第4季	第1季
來自香港居民							
股權及投資基金份額	-318.2	-407.8	-105.4	-97.5	8.9	-213.8	22.5
債務證券	42.1	-361.3	-81.0	-109.3	-122.0	-49.0	111.6
來自非香港居民							
股權及投資基金份額	136.7	-375.6	-119.4	-198.9	-26.4	-30.9	-48.5
債務證券	75.0	49.9	23.0	10.5	-5.7	22.1	-0.9

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

圖 4.4
股票及債券相關資金流的市場調查



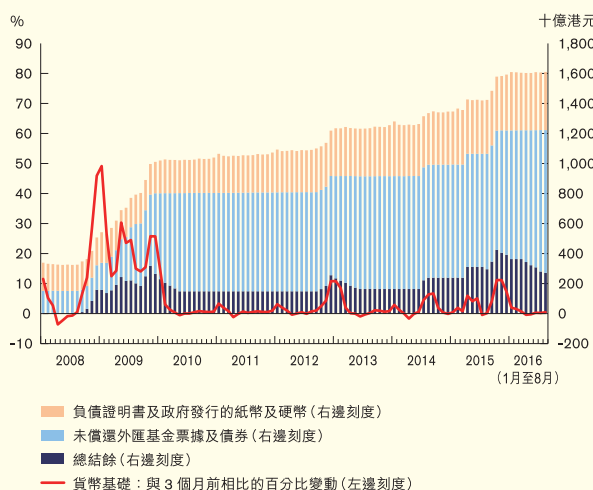
展望未來，港元資金流向和規模仍極不明朗，一定程度上取決於英國脫歐的發展和美國利率正常化的進程。全球流動性仍然充裕，可能會對港元造成流入的壓力（例如投資於本港上市的內地企業），但由於本地經濟狀況似乎未能支撐更強勁的經濟週期擴張，因此港元資金流入壓力可能受到抑制。

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。

4.2 貨幣及信貸

香港的貨幣狀況於2016年上半年及最近數月保持寬鬆，港元貨幣基礎仍然規模龐大。總結餘與未償還外匯基金票據及債券的總額在上半年大致穩定於12,224億港元（圖4.5）。由於增發為數830億港元的外匯基金票據以滿足銀行在流動性管理方面的龐大需求，未償還外匯基金票據及債券相應上升而總結餘則下跌。由於負債證明書及政府發行的流通紙幣及硬幣錄得輕微增長，貨幣基礎於上半年稍升1.0%。

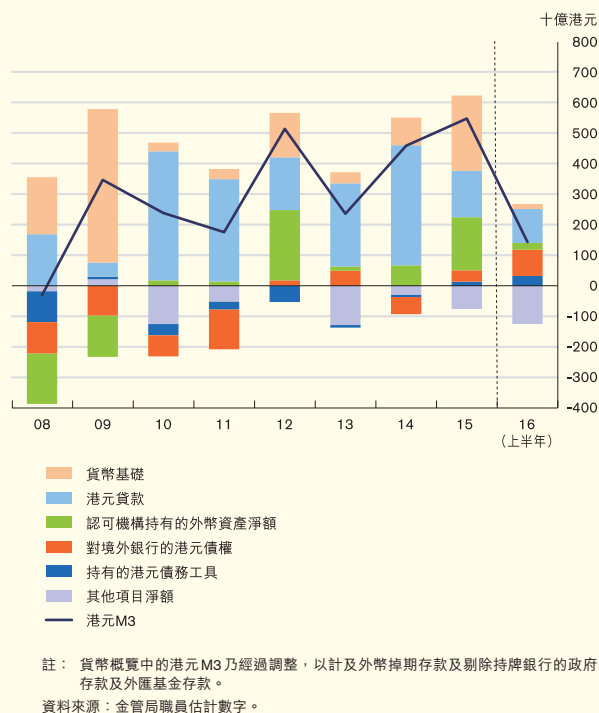
圖4.5
貨幣基礎的組成部分



資料來源：金管局。

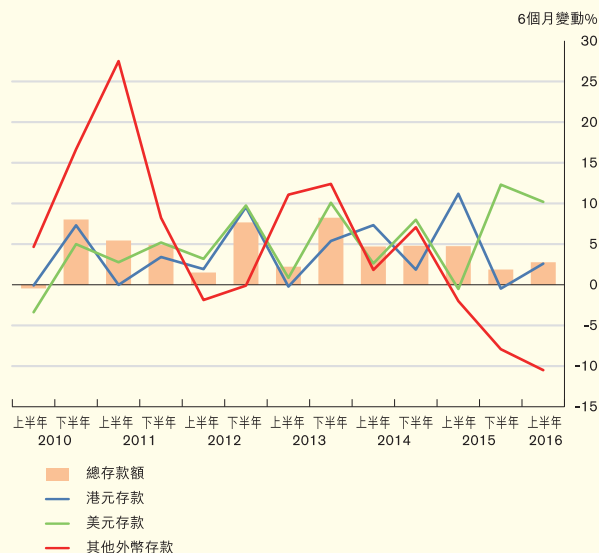
與貨幣基礎相比，港元廣義貨幣供應（港元M3）的增速較快，部分反映港元貸款增長較快所衍生出的貨幣。港元M3在2015年下半年微跌0.2%後，於2016年上半年上升2.3%。作為港元M3的主要組成部分，港元存款於2015年下半年下跌0.5%，其後於2016年上半年錄得2.6%升幅（圖4.7），這部分是由於3月至5月期間股市回穩下活期及儲蓄存款增長所致。以對應資產分析，港元M3的增長主要反映港元貸款及對境外銀行的港元債權淨額上升（圖4.6）。

圖4.6
港元M3及其對應資產變動



另一方面，由於外匯市場波動加劇，上半年美元存款與其他外幣存款表現各異。美元存款在上半年仍強勁增長10.2%，部分反映內地非銀行客戶在人民幣貶值下增持美元存款（圖4.7）。另一方面，其他外幣存款的減幅擴大至10.5%，主要因人民幣存款收縮所致。整體而言，認可機構的存款總額於2016年上半年的增幅稍為擴大至2.8%。

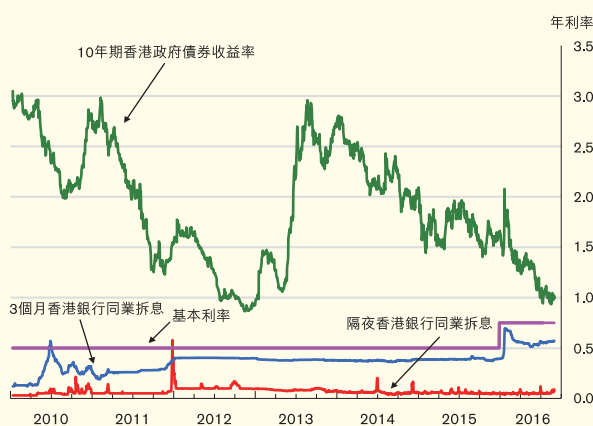
圖4.7
存款增長



資料來源：金管局。

在銀行體系流動性仍然充裕下，港元利率於上半年維持於低位。3個月香港銀行同業拆息在2016年年初面對上升壓力，其後在第2季穩定於約0.54%的水平（圖4.8），而隔夜香港銀行同業拆息則繼續徘徊於約0.05%的低位，僅在季末前後因銀行的季節性流動資金需求而出現波動。港元收益率曲線大致跟隨美元收益率曲線的變動，在上半年變得平坦並向下移。10年期香港政府債券的收益率由6個月前的1.65%跌至6月份的1.14%。在零售層面，銀行的平均融資成本（以綜合利率計算）保持穩定在0.26%的低位。新造按揭平均貸款利率由去年12月份的1.93%輕微跌至6月份的1.90%，部分反映按揭貸款業務競爭加劇。

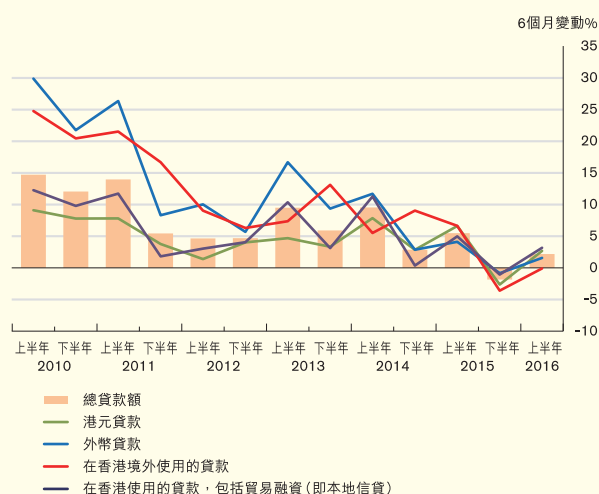
圖4.8
港元銀行同業拆息及10年期政府債券收益率



資料來源：金管局及職員估計數字。

銀行貸款隨着宏觀金融環境回穩而恢復增長，但增長動力在貸款需求疲弱下保持溫和。銀行貸款總額於去年下半年減少1.8%後，於今年上半年恢復溫和增長2.2%（圖4.9）。隨着本地經濟活動在第2季復甦，本地信貸在去年下半年減少1.1%後，於上半年增長3.2%。另一方面，儘管香港境外使用貸款在第2季恢復增長，但在2016年上半年整體仍微跌0.1%，主要反映內地非銀行客戶在第1季因人民幣貶值而減少外幣借貸。按貨幣種類分析，在第2季錄得強勁增長下，港元貸款及外幣貸款於上半年分別增加2.7%及1.6%。踏入第3季，7月份整體貸款對比6月份沒有明顯變動。

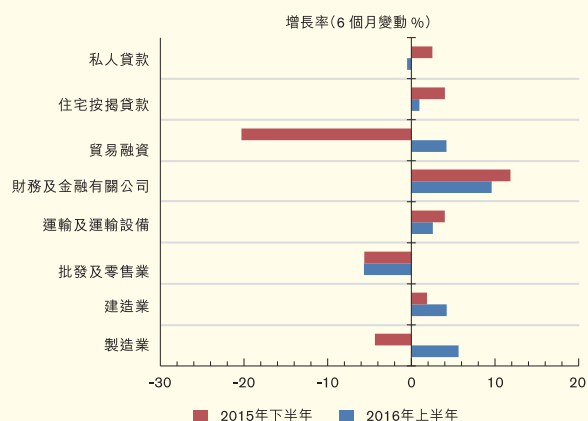
圖4.9
貸款增長



資料來源：金管局。

在香港使用的貸款當中，多數主要行業的貸款於上半年錄得增長。貿易融資及製造業貸款於上半年恢復增長（圖4.10），反映商品貿易表現及本地經濟活動於第2季有所改善。財務及金融有關公司貸款於上半年繼續強勁增長，建造業與物業發展的貸款亦隨着私人建造活動上升而加快增長。雖然批發及零售業貸款在上半年整體仍繼續收縮，但於第2季亦在零售表現出現回穩跡象下錄得增長。

圖4.10
個別行業的本地貸款增長

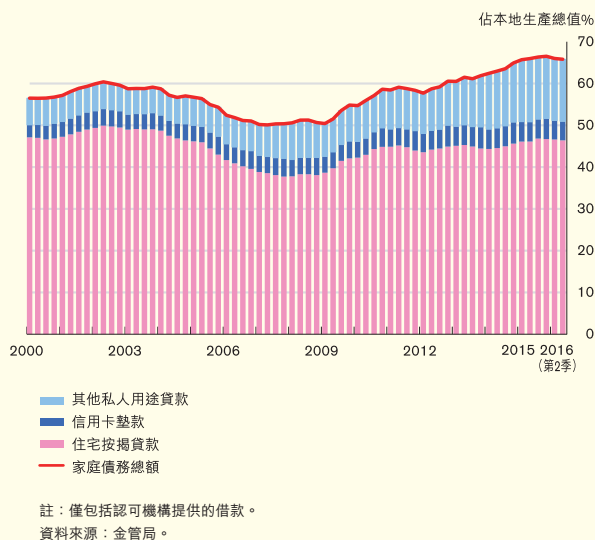


資料來源：金管局。

家庭債務增長由2015年下半年的3.6%降至上半年的0.5%。當中，私人貸款（包括信用卡墊款及其他私人用途貸款）減少0.5%，是自2009年上半年以來首次錄得收縮。住宅按揭貸款增長亦進一步放緩至

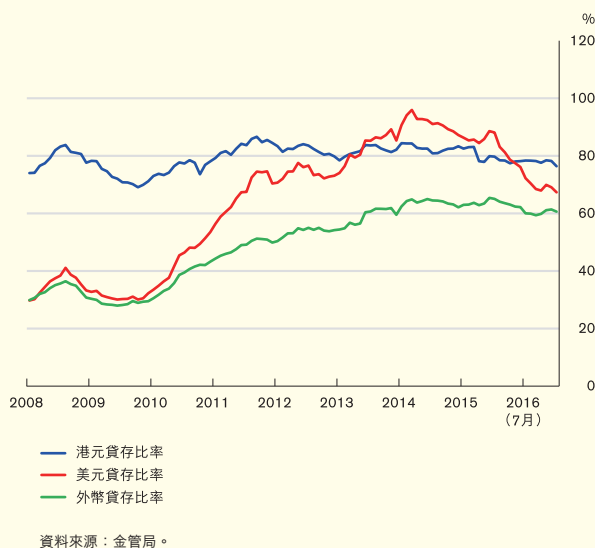
1.0%，主要反映第1季住宅交投疲弱。隨着家庭債務增長放緩，家庭債務佔本地生產總值的比率由2015年第4季的66.5%降至今年第2季的65.8%（圖4.11）。

圖4.11
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



貸存比率保持穩定，顯示銀行資金狀況仍然穩健。反映了存款與貸款的相對變動，港元貸存比率於6月底為78.2%，與2015年年底的水平相若（圖4.12）。由於美元存款持續增加而美元貸款持平，美元貸存比率由2015年年底的76.1%跌至今年6月底的69.1%。同時，外幣貸存比率亦由62.2%微降至61.4%。

圖4.12
貸存比率

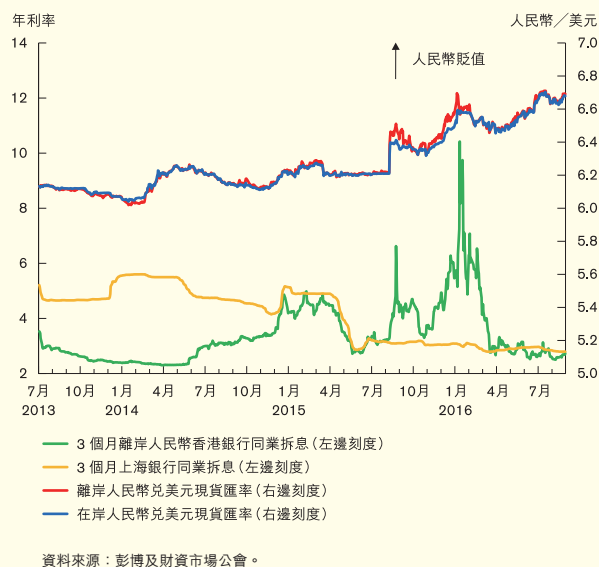


展望未來，信貸需求一方面可能會受到先進經濟體繼續推行寬鬆貨幣政策所支持，另一方面則會受到審慎的營商前景及外圍環境的不明朗因素增加所抑制。金管局最新的「信貸狀況展望意見調查」顯示，貸款需求預期在未來3個月將減弱（第5章表5.A）。

離岸人民幣銀行業務

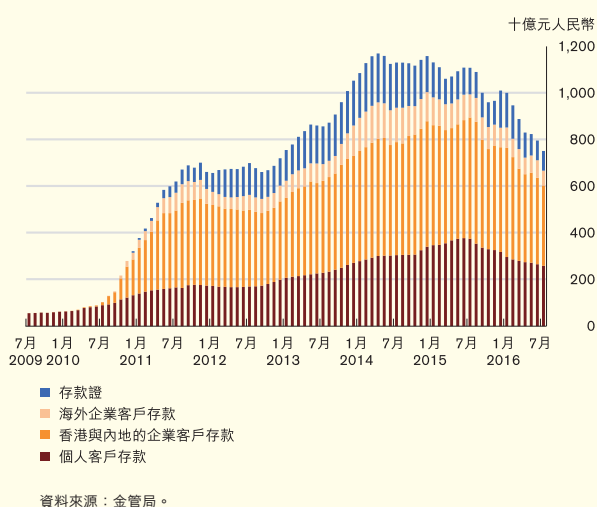
反映市場對中國內地經濟的擔憂，以及美元在避險行為及美國加息預期下的強勢，在岸及離岸人民幣匯率自4月以來轉弱（圖4.13）。踏入第3季，離岸人民幣匯率於7月中一度回落至1月的低位，即1美元兌6.7元人民幣的水平。與此同時，離岸人民幣對在岸人民幣匯率的折讓在1月擴闊至極高水平後，在3月以來大致維持在溫和水平。雖然離岸人民幣銀行同業拆息不時上升但亦大致保持穩定，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息於8月底收報2.73%。

圖4.13
在岸及離岸人民幣匯率及銀行同業拆息



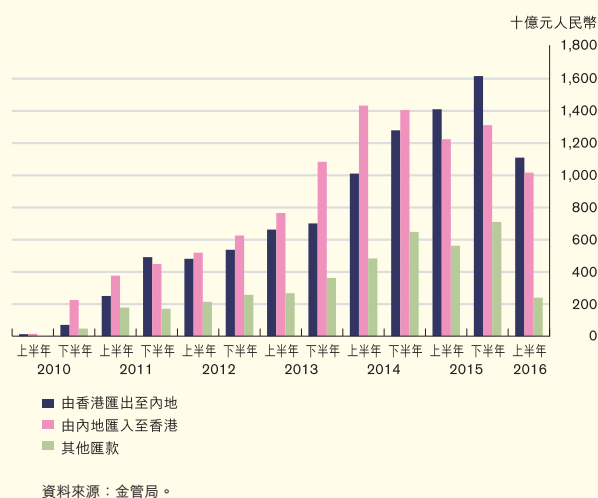
在人民幣匯率仍面對貶值壓力下，香港的人民幣資金池於2016年上半年進一步收縮。人民幣客戶存款及存款證總額在6月底降至7,962億元人民幣，跟6個月前相比下跌了21.2%（圖4.14及表4.B）。當中，在個人客戶存款及企業客戶存款的減幅擴大下，人民幣客戶存款於上半年減少16.4%。由於存款證發行量減少及有較多的存款證到期，存款證餘額同期減少46.8%。

圖4.14
香港的人民幣存款及存款證



其他離岸人民幣銀行業務亦有所放緩。人民幣貸款餘額於6月底稍減3.4%至2,873億元人民幣。香港銀行處理的人民幣貿易結算金額亦於2016年上半年減至23,652億元人民幣，較2015年下半年減少35.0%（圖4.15及表4.B）。當中，由香港匯出至內地的匯款的減幅超過由內地匯入香港的匯款的減幅。儘管如此，香港作為全球離岸人民幣結算及交收中心的地位仍然穩固，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額於2016年上半年高企於8,690億元人民幣。

圖4.15
人民幣貿易結算匯款



展望未來，離岸人民幣業務的發展將繼續面對市場預期人民幣匯率表現疲軟所帶來的阻力。一旦市場對內地經濟重拾信心，及內地開放資本帳和「一帶一路」計劃取得新進展（如深港通的推出），離岸人民幣業務料將恢復強勁增長。此外，國際貨幣基金組織特別提款權籃子在10月納入人民幣後，料將有望刺激人民幣資產需求，從而進一步推進離岸人民幣業務。

表4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2015年12月	2016年6月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	1,010.4	796.2
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	851.1	711.5
人民幣存款佔存款總額（%）	9.3	7.5
人民幣存款證（十億元人民幣）	159.3	84.7
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	297.4	287.3
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	217	213
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	105.7	93.3
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	132.1	135.4
2016年1月至6月		
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	2,365.2	
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	1,016.0	
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	1,109.7	
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）	869.0	

資料來源：金管局。

資產市場

在主要股票市場強勁上升、市場對全球不景氣憂慮減輕，以及對各大央行維持或進一步放寬貨幣政策的預期升溫等因素影響下，香港股市於2016年年初大幅調整後出現反彈。然而，市場仍很有可能受外圍環境的變動所影響，當中美國貨幣政策正常化的步伐尤其重要。港元債務市場顯著增長，而離岸人民幣債務市場的發行量則進一步減少。住宅物業市場自第2季起回穩，但在新屋供應增加及全球金融環境不明朗的情況下，前景變得更不明朗。

4.3 股市

香港股市於2月份跌至4年多以來的最低水平後反彈。美國及其他主要股市強勁上升，帶動市場情緒。此外，油價於2016年年初跌至14年新低後回升，減輕了市場對全球經濟嚴重放緩的憂慮，為包括香港在內的所有主要市場提供支持。雖然英國脫歐公投於6月引發市場短暫下跌，但因市場預期美國加息步伐放緩以及其他央行會進一步放寬貨幣政策，股市迅速恢復上升動力。由於全球利率維持在歷史低位，且部分主要先進經濟體系政府債券的收益率跌至負數，全球投資者重拾風險胃納，亦助推動本港股市。

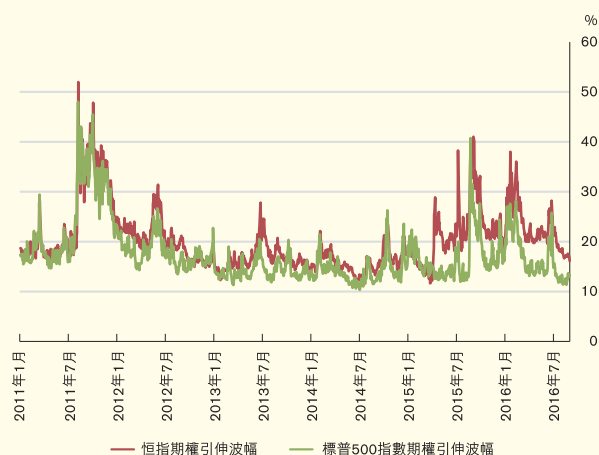
總體而言，恒生指數（恒指）及恒生中國企業指數（HSCEI，亦稱作H股指數）於2016年3月至8月期間分別上升20.2%及20.5%（圖4.16），而恒指期權引伸波幅（VHSI）保持在10%至30%的相對較低水平（圖4.17）。

圖 4.16
香港股票價格



資料來源：彭博。

圖 4.17
恒指及標普 500 的期權引伸波幅



資料來源：彭博。

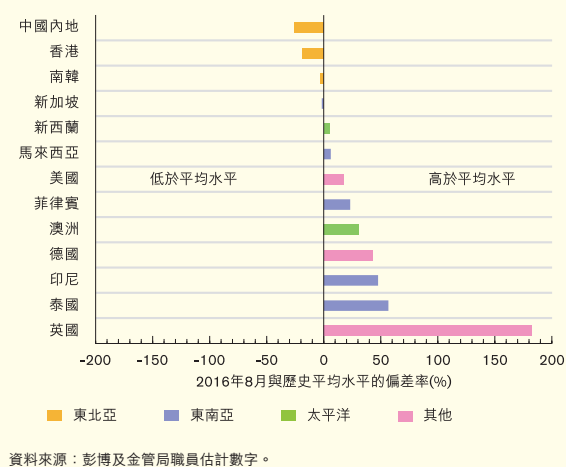
同時在內地及香港市場上市的股票估值差異仍然顯著，但在報告期內有所收窄。截至8月底，恒生中國AH股溢價指數較2月底的水平下跌約8.5%（圖4.18）。正如期權引伸波幅於近期下跌所反映，差價收窄的原因是兩地市場投資者對前景預期的不確定性降低。²³

圖4.18
恒生中國AH股溢價指數



展望未來，港股的估值較區內其他市場吸引，將為本港市場面對小幅回調時提供更高的復原力（圖4.19）。然而，本地市場仍很可能會受到外圍市場突如其來的變動影響，特別是對於美國貨幣政策正常化步伐以及全球經濟增長前景的不明朗因素，很可能會使投資者保持審慎。

圖4.19
亞太區（日本除外）及其他主要市場的市盈率



4.4 債務市場

由於本地和國際借款人的發行量強勁，港元債務市場在2016年上半年進一步擴張。債券發行總額按年顯著增長29.7%至15,100億港元。公營機構、本地私營機構及海外借款人（包括多邊發展銀行）的債務發行額分別較2015年同期增長26.8%、40.9%及112.2%（圖4.20）。特別是多邊發展銀行於第2季發行的新債達28億港元，較第1季增逾兩倍，反映更多多邊發展銀行透過債券集資，以進行基建投資²⁴。在此背景下，經歷7個月的債券基金淨流出後，香港自2016年3月起錄得債券資金淨流入（圖4.21）。

由於發行總額顯著增長，截至2016年6月底，未償還港元債務總額增長15.7%至16,544億港元的歷史新高，相當於港元M3的28.0%或整個銀行業港元資產的22.8%（圖4.22）。有關增幅主要來自外匯基金及海外借款人（包括多邊發展銀行），它們的未償還債務分別增長21.2%及19.5%至9,124億港元及1,838億港元。

²³ 詳見Chung, Hui and Li (2013)「Explaining share price disparity with parameter uncertainty: Evidence from Chinese A- and H-shares」，《Journal of Banking and Finance》，第37期，2013年，1073至1083頁。

²⁴ 2016年上半年發行港元債務證券的主要多邊發展銀行包括亞洲開發銀行、國際金融公司及國際復興開發銀行。鑑於香港與多邊發展銀行之間的合作加深，近期港元債券發行量的增加可能標誌著新趨勢的開始。舉例而言，國際金融公司與金管局於2016年7月4日簽署促進基建融資諒解備忘錄。

圖 4.20

新發行的非外匯基金票據及債券港元債務

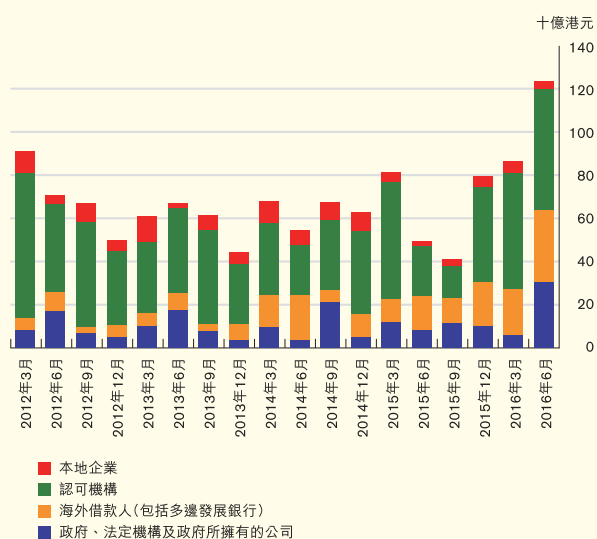


圖 4.21

香港債券基金的淨流量

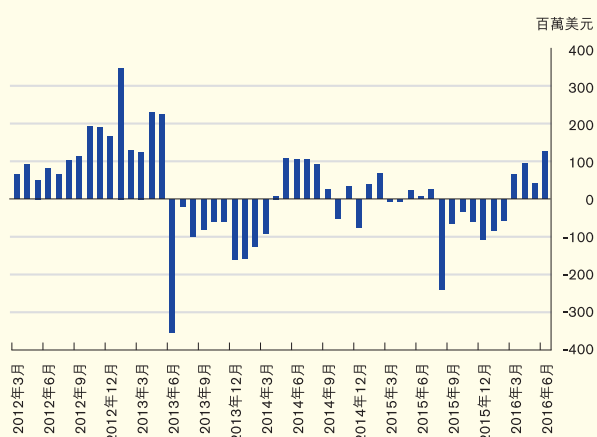
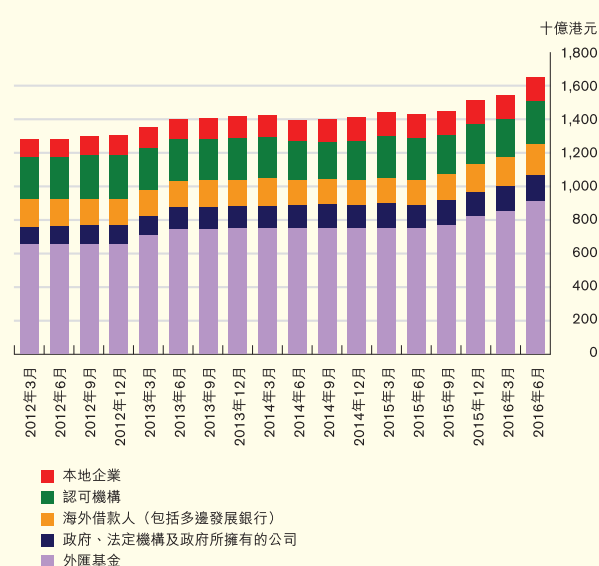


圖 4.22

未償還的港元債務



與此同時，部分反映年初市場普遍擔憂環球經濟放緩，以及內地的供給側改革有可能遏制企業的擴張計劃，進而減少融資需求，香港離岸人民幣債務市場持續萎縮。2016年上半年，離岸人民幣債務發行總額為1,269億元人民幣，按年下降29.4%（圖4.23）。因此，截至2016年6月底，未償還離岸人民幣債務證券總額按年下降16.8%至5,492億元人民幣（圖4.24）。

圖 4.23

新發行的離岸人民幣債務證券

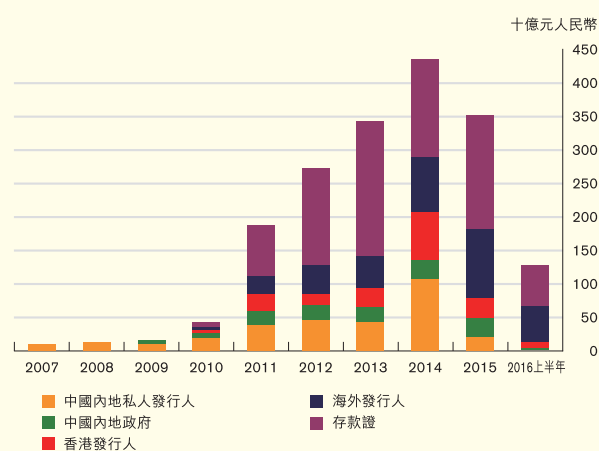
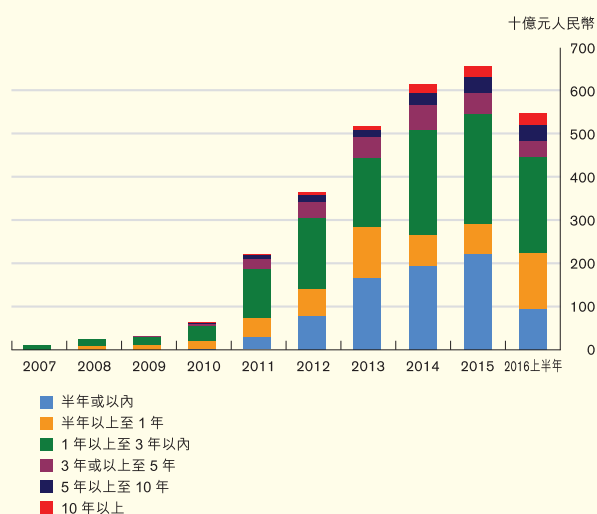


圖 4.24

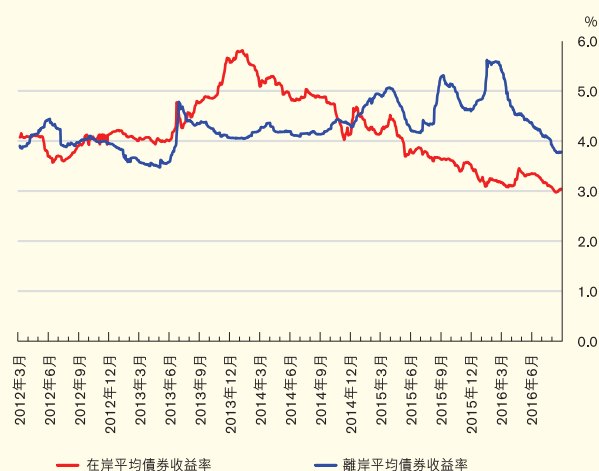
未償還離岸人民幣債務證券 (按剩餘期限劃分)



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

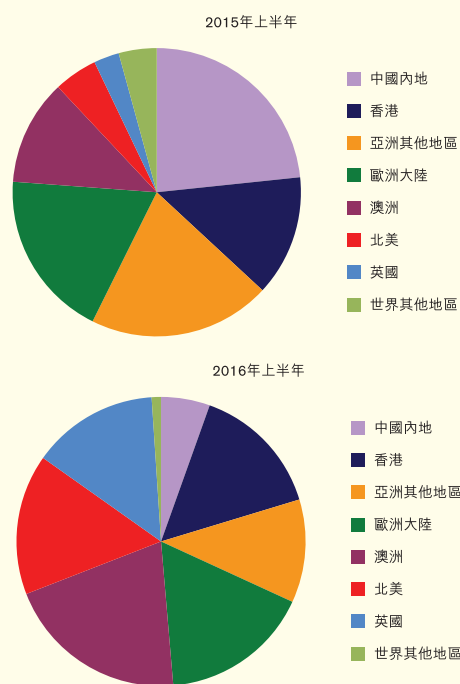


資料來源：彭博、恒生指數有限公司及中央國債登記結算有限責任公司。

所有類別發行人的非存款證債務發行均有所下降。內地借款人的回撤幅度最大，其2016年上半年的新債發行量按年減少85.8%至36億元人民幣。該下降在相當程度上是由於人民幣對美元走弱，導致投資者對點心債券的興趣轉弱，以及內地借款成本下降（圖 4.25）。允許本地及國際投資者進一步參與在岸銀行間債券市場的新規例，亦可能促使更多內地企業於在岸債券市場融資。²⁵ 海外借款人減少發行的幅度相對較低，2016年上半年，其非存款證人民幣債務發行總額為525億元人民幣，按年下降18.7%。在海外發行人當中，澳洲借款人佔2016年上半年發行總額的20.4%，而2015年同期為11.8%（圖 4.26）。來自英國及北美的借款人所佔的發行比例亦顯著上升。

圖 4.26

新發行的非存款證離岸人民幣債務 (按運營所在國家劃分)



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

²⁵ 舉例而言，2016年5月6日，人民銀行宣佈，合格機構投資者可於備案後參與銀行間債券市場。就國際參與而言，2016年4月14日，人民銀行發佈《境外央行類機構進入中國銀行間債券市場業務流程》。2016年5月27日，人民銀行上海總部和國家外匯管理局發佈相關實施細則，允許多種類別的境外機構投資者參與在岸銀行間債券市場。

展望未來，離岸人民幣債務市場的短期前景仍不明朗。供應方面，雖然離岸人民幣借款人在來年面臨顯著的再融資壓力，在岸市場較低的利率仍是影響內地企業決定發行離岸債券的主要因素。與此同時，內地債券市場對海外發行人和投資者逐步開放，或會提供多一種人民幣融資途徑。至於需求方面，由於人民幣對美元近期呈現弱勢，美元本位的投資者對持有點心債券的意願可能降低。然而，雖然最近的趨勢在近期逆轉的機會甚微，但今年10月份人民幣獲納入國際貨幣基金組織特別提款權籃子，長遠而言或會刺激對以人民幣計值的資產的需求，從而營造一個更有利於市場發展的環境。

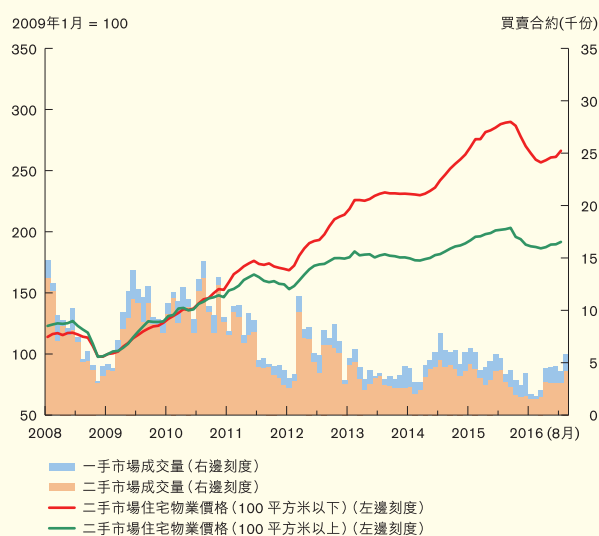
4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場自第2季起回穩。由於市場情緒改善及發展商加推新樓盤，每月平均成交量在第2季回升至4,567宗，7月至8月期間則為5,032宗（圖4.27）。當中，二手市場成交量自2月的歷史低位回升，而在發展商採用較進取的銷售計劃吸引買家，包括提供高成數按揭計劃及免息免供期等推動下，一手市場銷售大幅上升。²⁶

樓價自第2季以來隨成交量回升而有所上升。二手樓價於2015年9月至今年3月期間下跌11.3%後，於4月至7月上升3.7%（圖4.27）。中小型單位（實用面積小於100平方米）最近數月的價格升幅較大型單位（實用面積100平方米以上）為高。一手單位相對二手單位的溢價收窄，但隨着市場氣氛改善，發展商最近已調高單位售價及縮減折扣優惠。最新市場數據顯示，二手樓價於第3季持續上升。

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。

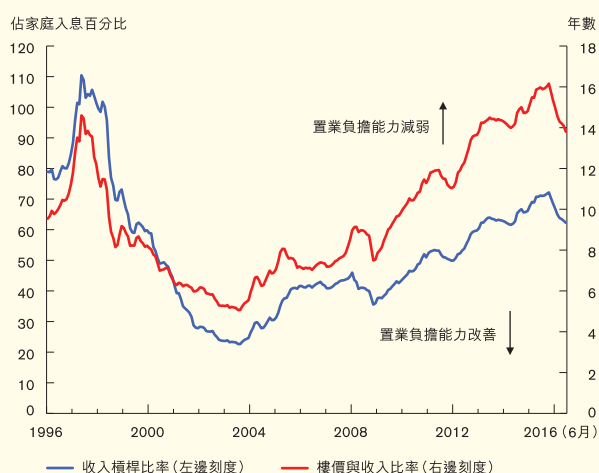
置業負擔能力依然偏緊，樓價與收入比率於第2季仍維持在14.0的高位，接近1997年的高峰值14.6。第2季收入槓桿比率為62.9%，遠高於約50%的長期平均值（圖4.28）。²⁷ 由於房屋租金的累計跌幅小於樓價於去年9月達高峰值後的累計跌幅，買租價差仍接近近期的高位（圖4.29）²⁸，而住宅租金收益率亦繼續保持在2.2至3.0%的低位。

²⁶ 就此而言，準買家應該考慮未來可能出現的變數，小心評估自身還款能力，作出精明和審慎的決定。詳情請參閱金管局於2016年6月20日在《匯思》發表的文章《地產發展商高成數按揭貸款》。

²⁷ 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。收入槓桿比率與借款人的實際供款與入息比率不同，金管局的審慎監管措施對後者設有上限。

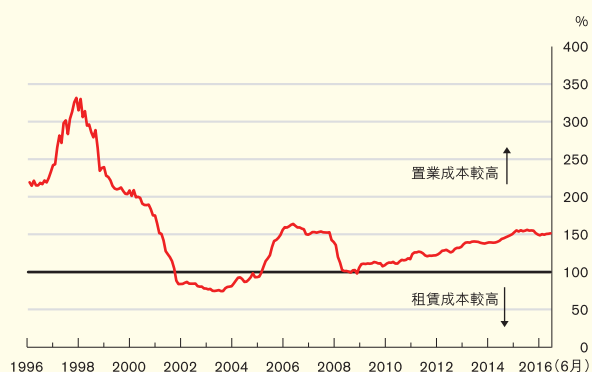
²⁸ 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

圖 4.28
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。

由於按揭業務競爭加劇，多間主要銀行於近月進一步降低按揭利率，使按揭利率繼續保持在低位。但美國利率逐步上升，將會增加按揭利率的上行壓力以及償債負擔。然而，香港的銀行有足夠的緩衝承受物業市場帶來的風險。金管局自2009年推出宏觀審慎監管措施以來，新造按揭平均按揭成數從實施前的64%降至7月的53.3%，而供款與入息比率亦下降約6個百分點至33.8%，反映了措施的成效。

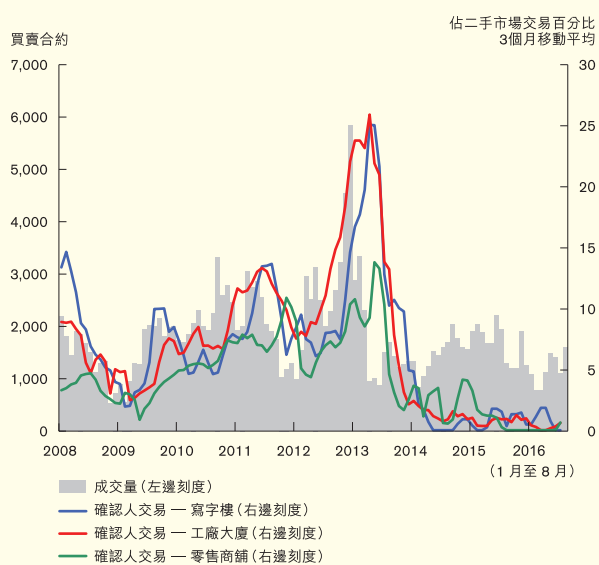
樓市前景變得更不明朗。一方面，市場預期全球流動性仍然充裕，可為樓市提供一定支持；然而美國加息的步伐和影響存在不確定性，將繼續為樓市帶來阻力。另一方面，新落成住宅數量增加將使房屋供應與需求的差距逐漸收窄，並增加發展商加快銷售的壓力。本地經濟增長放緩，以及英國脫歐的不明朗因素，也可打擊市場情緒並對物業市場帶來下行風險。

非住宅物業市場

非住宅物業市場雖然有回穩跡象，但在金融市場波動及零售業面對挑戰的情況下，於2016年上半年仍然疲軟。雖然市場交投於第1季減少後於第2季回升，但首8個月整體每月平均成交量仍下跌20%至1,171宗（圖4.30）。確認人交易處於低位，顯示投機活動仍然低迷。價格方面，寫字樓、零售商舖及工廠大廈的價格於今年首7個月下跌約3.7%至7.7%（圖4.31）。租金方面，寫字樓及工廠大廈租金較2015年年底小幅上升，而零售商舖租金則下跌。非住宅物業的整體租金收益率繼續保持在2.6至3.3%的低位。

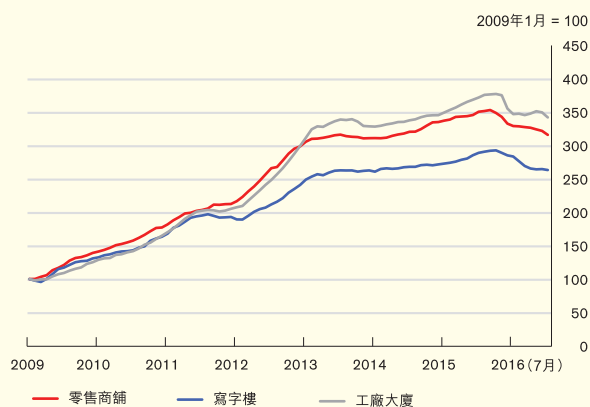
展望未來，非住宅物業市場一方面會受到美國長期維持低利率的預期所支持，但另一方面則受到英國脫歐後全球金融環境不明朗以及本地經濟增長放緩所拖累。在各類別非住宅物業當中，雖然寫字樓空置率保持在低位，以及中國內地相關公司對黃金地段寫字樓的需求殷切，但營商前景不明朗會對寫字樓市場構成不利因素。與此同時，隨着活化工廈措施結束，工廠大廈的市場交易可能會放緩，而零售業持續低迷，可能會繼續對尤其在黃金地段的零售商舖的租金構成下行壓力。

圖 4.30
非住宅物業的成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖 4.31
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

5. 銀行業的表現

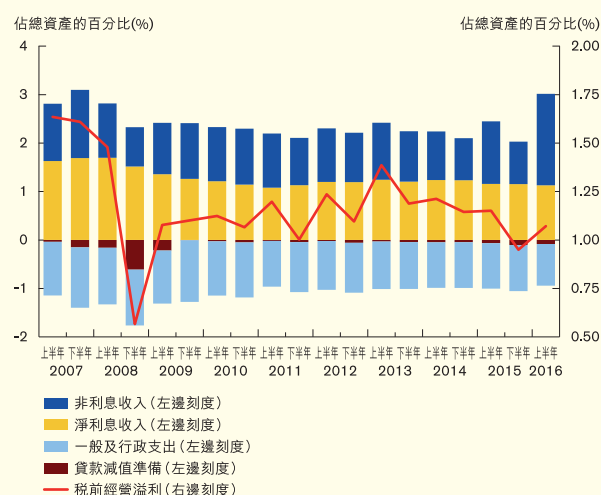
主要受惠於營運成本下降，零售銀行盈利在2016年上半年較2015年下半年有所改善。銀行的資本和流動性狀況在結構上屬於穩健。雖然資產質素於報告期內略為轉差，但按歷史標準衡量仍屬穩健。展望未來，信貸需求疲弱、安全資產收益率下跌，以及按揭市場競爭激烈，均會對銀行在管理剩餘資金方面帶來挑戰，從而令其盈利面臨阻力。與此同時，鑑於非本地企業的槓桿比率上升，銀行的公司貸款信貸風險可能會隨着美國恢復加息而進一步上升。香港銀行體系並未顯著地受到英國脫歐所影響。然而，鑑於英國銀行體系在傳輸國際銀行資金流方面擔當極為重要的角色，且香港銀行業與英國銀行業聯繫緊密，銀行須持續監察潛在的國際溢出效應風險。

5.1 盈利及資本額

盈利

零售銀行²⁹的盈利改善，稅前經營溢利在2016年上半年較2015年下半年增長14.9%。盈利改善的主要原因是營運成本下降。因此，零售銀行的資產回報率³⁰由2015年下半年的0.95%回升至2016年上半年的1.07%（即圖5.1的紅線）。

圖 5.1
零售銀行盈利



註：按半年年率計數字。

* 2016年上半年非利息收入大幅增長主要來自一次過非自營投資收入增長。

資料來源：金管局。

²⁹ 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

³⁰ 資產回報率按照整體稅前經營溢利計算。

部分受惠於按揭利率輕微上升，零售銀行的淨息差由2015年第4季的1.30%微升至2016年第2季的1.33%（圖5.2）。以最優惠貸款利率為基準的按揭利率於2016年上半年上升9個基點，而以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率則大致保持平穩（圖5.3）。

圖5.2
零售銀行淨息差

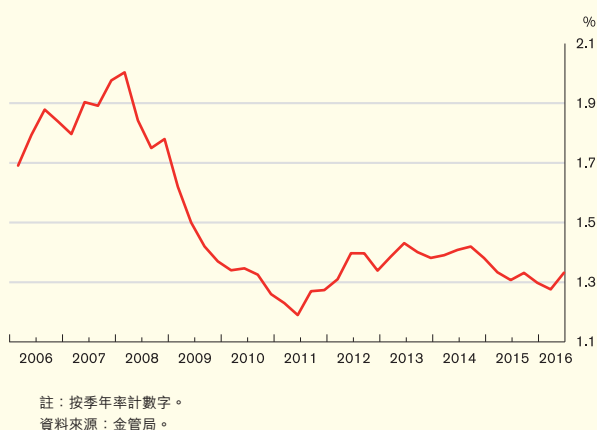
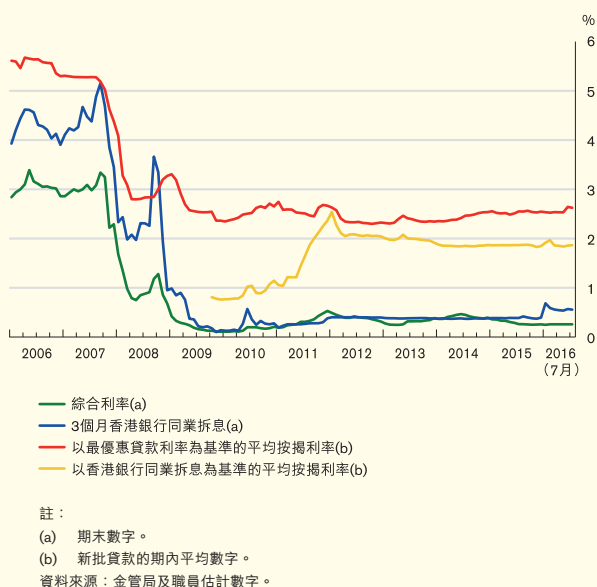


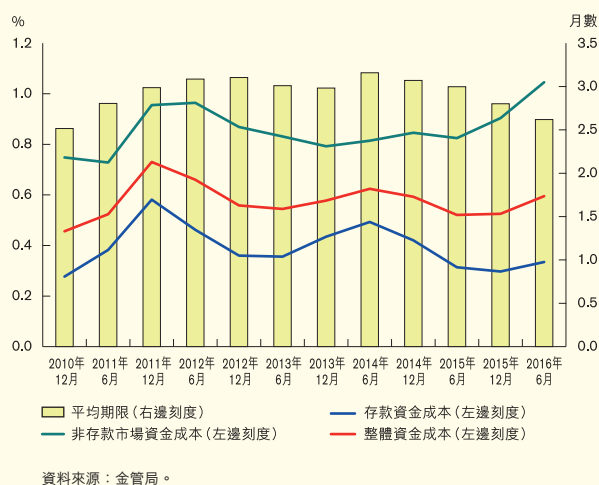
圖5.3
利率



美國2015年12月加息迄今對銀行的整體資金成本所造成的影響甚微。反映零售銀行平均港元資金成本的綜合利率於2016年上半年保持在0.26%的低位。

儘管如此，融資批發市場可能開始反映美國加息的部分影響。舉例而言，香港銀行同業拆息於2016年首兩個月出現短暫波動（即圖5.3的藍線）。持牌銀行的港元及美元非存款市場資金成本³¹亦普遍上升，導致其整體資金成本於2016年上半年上升6個基點（圖5.4）。

圖5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限

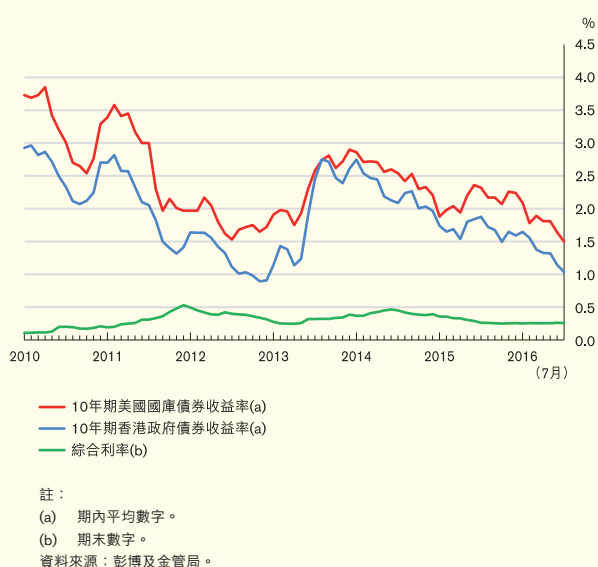


展望未來，外圍環境轉差可能會對香港銀行的盈利（尤其是投資組合）造成阻力。具體而言，部分先進經濟體的負利率環境，加上英國脫歐或會引致市場避險，可能促使市場對銀行通常持有的安全資產需求增加（圖5.5），預示投入於這些安全資產的剩餘資金的回報率將會遠低於以往。

事實上，觀察證據表明，安全資產收益率下跌可能會造成更廣泛影響。尤其安全資產的投資回報率下降可能是導致近期按揭市場競爭加劇的其中一個因素。這可能會令香港銀行業的盈利進一步受壓。

³¹ 非存款市場資金成本按銀行的非存款計息負債的利息成本計算。

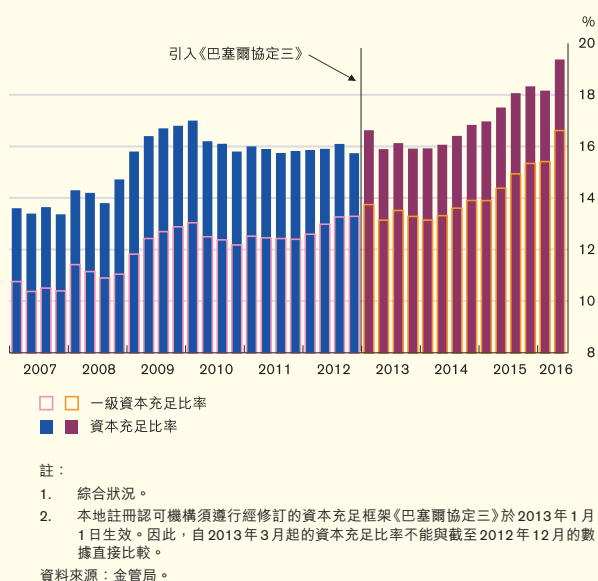
圖 5.5
安全資產的息差



資本額

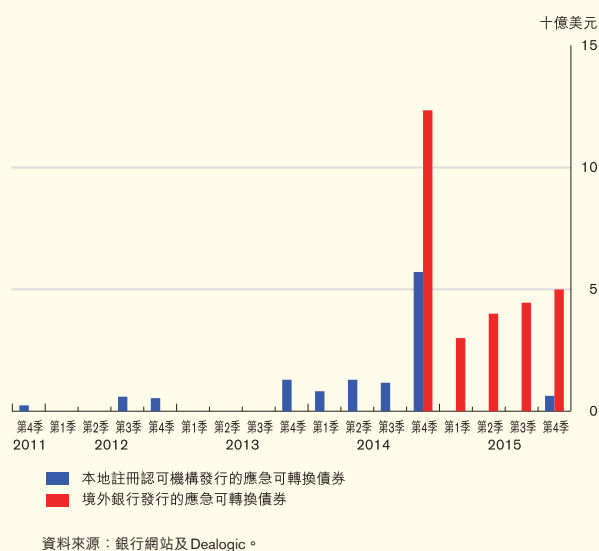
銀行業的資本額繼續保持強勁，且遠高於國際最低要求。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率於2016年6月底攀升至19.4%（圖5.6），而一級資本充足比率³²亦上升至16.6%。

圖 5.6
本地註冊認可機構資本額



越來越多銀行透過發行應急可轉換債券³³來提升《巴塞爾協定三》框架下的額外一級及二級資本水平。香港的應急可轉換債券市場以往一直並不活躍，直至2014年發行量大幅飆升。自2011年第4季至2015年年底，本地註冊認可機構的累計應急可轉換債券發行量為123億美元（即圖5.7的藍柱的總和）。應急可轉換債券發行量迅速增長的主要原因，是銀行需要替換在《巴塞爾協定三》框架下將會被逐步淘汰的若干資本工具。然而，2015年本地註冊認可機構對應急可轉換債券的發行量減少，可能反映很多認可機構已完成上述的替換過程。

圖 5.7
香港的應急可轉換債券發行量



³³ 應急可轉換債券是吸收虧損的債務工具，可在預定的觸發事件發生時轉換為股權或被撤銷。應急可轉換債券的預期作用是在市場陷入困境時，在發行銀行可能無法籌集資金的情況下提供私人資金來源。

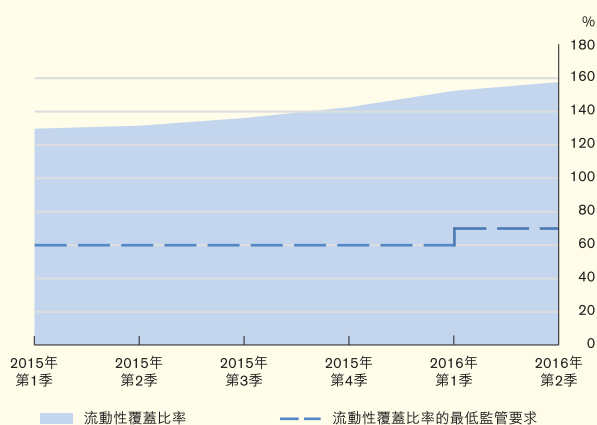
³² 一級資本與風險加權資產總額的比率。

5.2 流動性及利率風險

流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》的「流動性覆蓋比率」³⁴ 要求衡量，銀行業的流動性狀況在報告期內仍然良好且進一步改善。第1類機構的平均流動性覆蓋比率由2015年第4季的142.9%上升至2016年第2季的158.0%（圖5.8）。同時，第2類機構的平均流動性維持比率穩定保持在53.8%。兩個比率都仍遠高於各自的最低監管要求³⁵，顯示香港銀行業能夠承受香港資本可能外流所導致的潛在流動性衝擊。

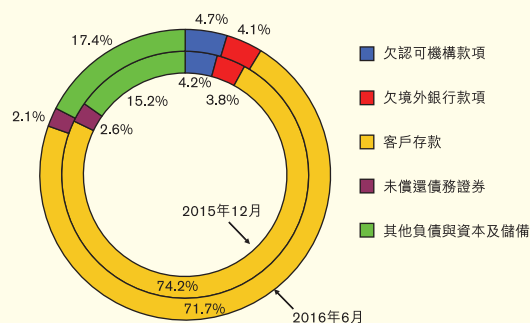
圖 5.8
流動性覆蓋比率



資料來源：金管局。

雖然客戶存款佔銀行總負債的比例由2015年12月底的74.2%輕微下降至2016年6月底的71.7%（圖5.9），但客戶存款仍是零售銀行的主要資金來源。

圖 5.9
零售銀行的負債結構



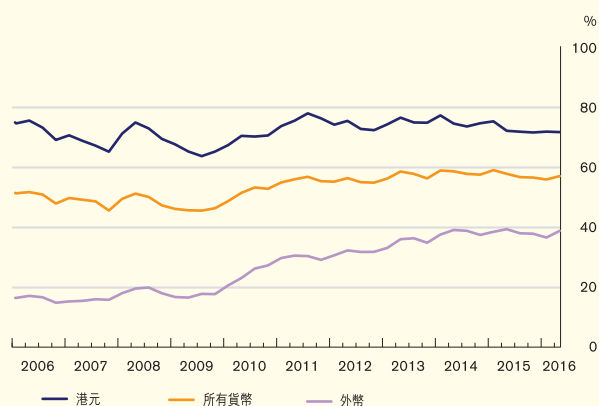
註：

- 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
- 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
- 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。

資料來源：金管局。

由於報告期內零售銀行的貸款增速快於存款，零售銀行的港元貸存比率輕微上升0.2個百分點至2016年6月底的71.7%（圖5.10），而外幣貸存比率則上升1個百分點至38.8%。整體而言，以所有貨幣計算的貸存比率由6個月前的56.5%溫和上升至2016年6月底的57.0%。

圖 5.10
零售銀行的平均貸存比率



資料來源：金管局。

³⁴ 自2015年1月1日起分階段實施《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，被指定為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率，而該比率是根據原來的法定流動資產比率要求作出修訂得出。

³⁵ 第1類機構的流動性覆蓋比率最低要求由2015年1月1日起的60%，其後按每年10個百分點的幅度遞增，至2019年1月1日達到100%為止。第2類機構每個公曆月的平均流動性維持比率不得低於25%。

利率風險

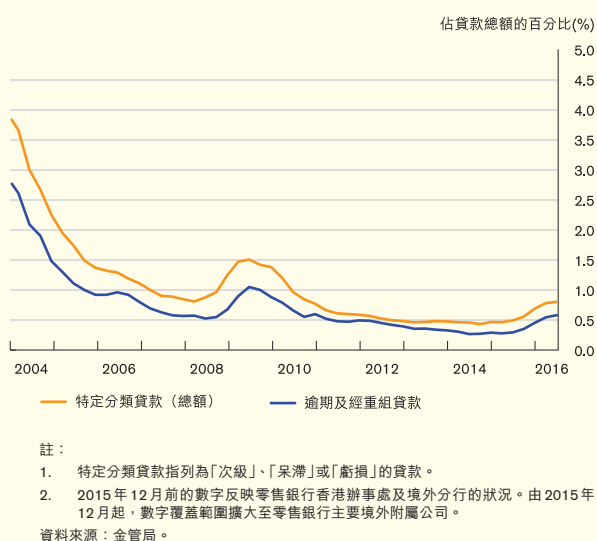
本地註冊持牌銀行的利率風險承擔仍保持在較低水平。估計顯示，假設在利率全面上升200個基點的衝擊下，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值³⁶可能下跌的幅度，相當於其於2016年6月資本基礎總額的3.62%³⁷。然而，鑑於美國加息的步伐和時間仍不明朗，銀行應密切注意其利率風險管理。

5.3 信貸風險

概覽

零售銀行的資產質素於報告期內稍為轉差，但按歷史標準衡量仍然穩健。特定分類貸款比率由2015年年底的0.69%上升至6月底的0.80%，而逾期及經重組貸款比率則由0.45%上升至0.58%（圖5.11）。

圖5.11
零售銀行的資產質素



³⁶ 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，只須申報銀行帳的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構則須申報銀行帳及交易帳的總持倉。

³⁷ 由於所覆蓋的銀行不同，本報告中所匯報的估計衝擊程度不能與往期報告所載數字作嚴格比較。

就金管局2016年6月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，預期未來3個月的貸款需求下降的受訪認可機構的比例明顯上升至38%，因此預料信貸增長將會乏力（表5.A）。

表5.A
預計未來3個月貸款需求

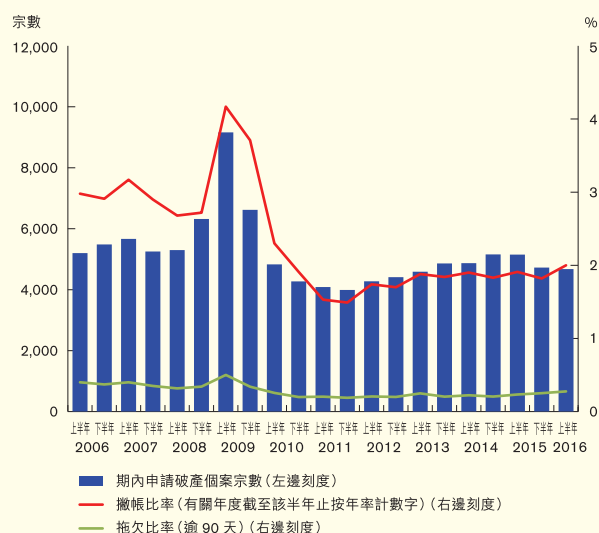
佔受訪機構總數的百分比(%)	2015年9月	2015年12月	2016年3月	2016年6月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	0	0	0	0
保持平穩	86	86	71	62
略為下降	14	14	29	38
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

資料來源：金管局。

個人貸款³⁸

無抵押個人貸款的信貸風險略為惡化，按年率計的信用卡撇帳比率及拖欠比率在2016年上半年分別上升至2.00%及0.27%（圖5.12）。然而，按歷史標準衡量，兩個比率仍處於低位，表明無抵押個人貸款的信貸風險仍然可控。

圖5.12
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案



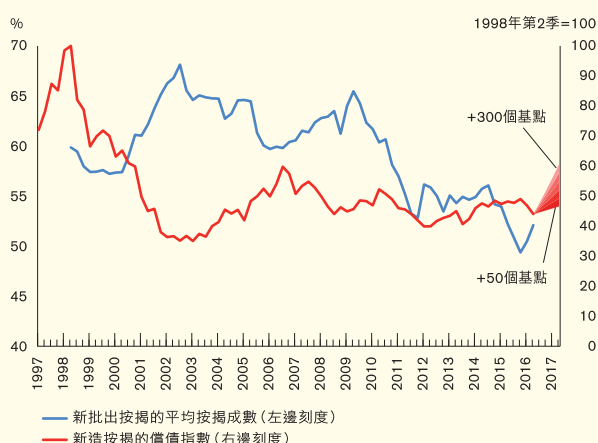
資料來源：破產管理署及金管局。

³⁸ 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作其他商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2016年6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為29.6%。

銀行的按揭貸款組合保持穩健，拖欠比率於6月底維持在0.04%的低位。反映金管局自2009年以來推出宏觀審慎監管措施的成效，2016年第2季新批按揭的平均按揭成數為52.1%，比2009年實施收緊措施前的64%為低。

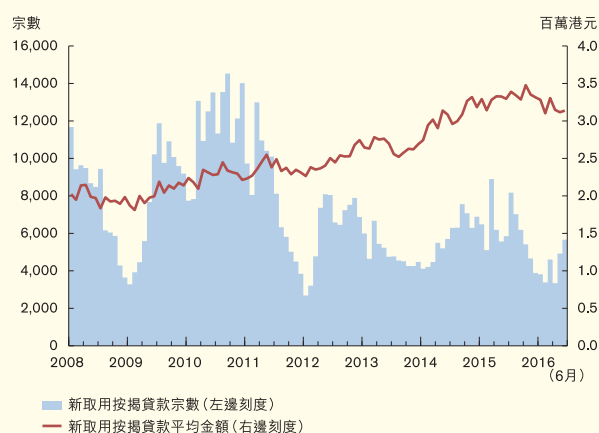
同時，新造按揭的償債指數³⁹由2015年第4季的49.0下降至2016年第2季的44.0（即圖5.13中的紅線），主要反映新造按揭貸款平均金額有所下降（圖5.14）。然而，如果美國恢復利率正常化的過程，個人債務負擔將急劇增加。一項敏感度測試顯示，若利率上升300個基點⁴⁰而其他條件不變，該指數可能會在4個季度內顯著上升至60.6。銀行應對有關個人債務負擔持續上升的風險保持警惕。

圖 5.13
新造按揭的平均按揭成數及個人債務負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的按揭的平均利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

圖 5.14
受訪認可機構的新造按揭貸款



資料來源：金管局住宅按揭統計調查。

公司貸款⁴¹

專題4根據來自多個數據來源的不同指標，全面評估香港的企業槓桿。整體而言，評估顯示，於全球金融危機後香港的非本地企業在推高香港的整體企業槓桿比率方面擔當較大的角色。當美國恢復加息時，部分這些非本地企業可能會面臨明顯的償債問題。

展望未來，若營商環境進一步惡化，部分非本地企業的盈利或會在更短時間內遭到更嚴重的衝擊，令其償債能力面臨重大壓力。與此同時，本地企業可能會間接受到這種不利的經濟環境影響。因此，銀行應評估潛在的外圍經濟環境惡化對其企業貸款資產質素有何影響。

企業的貨幣錯配是另一個需要監察的重要因素。長期低利率環境可能促使企業借入過多的外幣貸款，而忽略對其資產與負債的貨幣錯配可能產生的影響。⁴²一旦匯率走勢不利，這種貨幣錯配可能會造成重大損失，違約風險亦會隨之上升。銀行應對企業的貨幣錯配風險保持警惕。

³⁹ 償債指數上升顯示個人收入下降、利率上升或住戶取用的平均按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警住戶貸款的資產質素轉差。

⁴⁰ 利率上升300個基點的假設，與認可機構對物業按揭貸款申請人的償債能力進行壓力測試時，上調3個百分點按揭利率的審慎監管措施相符。

⁴¹ 不包括銀行同業貸款。於2016年6月底，公司貸款佔本地貸款的比例為70.2%。

⁴² 在聯繫匯率制度下，就外匯風險而言，港元和美元被視為同一種貨幣。例如若某公司主要賺取港元收入，並以美元債務作為資金，則不會被視為存有外匯風險。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

報告期內，銀行業的內地相關貸款恢復正增長。內地相關貸款總額由2015年年底的33,310億港元（佔總資產的15.5%）上升3.4%至2016年6月底的34,430億港元（佔總資產的15.6%）（表5.B）。

其他非銀行類客戶風險承擔亦上升7.5%至11,100億港元（表5.C）。

表 5.B
內地相關貸款

十億港元	2015年9月	2015年12月	2016年3月	2016年6月
中國內地相關貸款	3,377	3,331	3,342	3,443
中國內地相關貸款 （不包括貿易融資）	3,061	3,055	3,042	3,138
貿易融資	316	276	300	305
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,448	1,437	1,439	1,492
本地註冊認可機構*	1,380	1,358	1,363	1,413
本地註冊認可機構設於 中國內地的銀行 附屬公司	549	536	540	538
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,419	1,398	1,400	1,422
中國內地民營企業	674	658	685	718
非中國內地企業	1,284	1,275	1,257	1,304

註：

- * 包括在本地註冊認可機構的內地分行入帳的貸款。
- 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

表 5.C
其他非銀行類客戶風險承擔

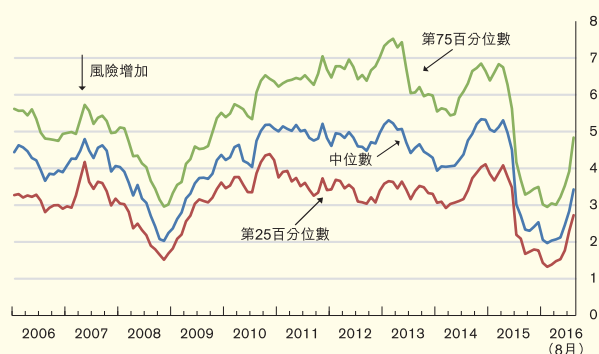
十億港元	2015年9月	2015年12月	2016年3月	2016年6月
可轉讓債務工具及其他	668	647	647	685
資產負債表內的風險承擔				
資產負債表外的風險承擔	406	386	413	425
總計	1,073	1,033	1,060	1,110

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

一項根據市場資訊計算的違約風險指標「違約距離指數」⁴³顯示，自2016年2月以來，內地企業的違約風險已普遍改善（圖5.15）。內地企業違約風險下降，與內地企業槓桿比率改善的情況相符（圖5.16）。

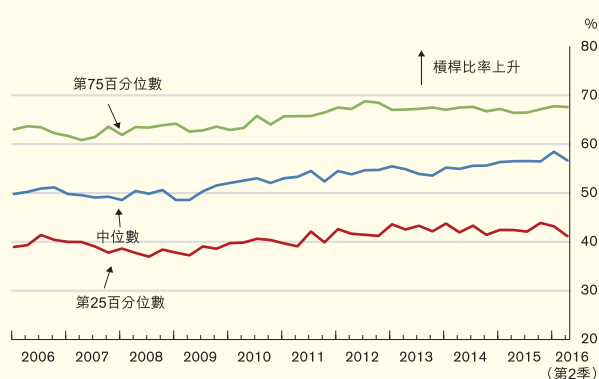
圖 5.15
內地企業的違約距離指數



註：違約距離指數乃根據上海證券交易所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。

資料來源：金管局職員估計數字。

圖 5.16
內地企業的槓桿比率



註：

- 槓桿比率的定義為總負債與總資產之比率。
- 此比率乃根據上海證券交易所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

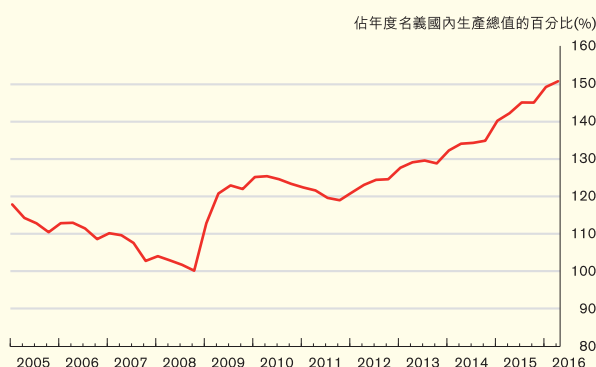
然而，零售銀行內地相關貸款的特定分類貸款比率⁴⁴由2015年12月底的0.78%上升至2016年6月底的0.92%。鑑於內地經濟可能進一步放緩，以及信貸與國內生產總值比率（圖5.17）持續上升所預示的過度信貸的風險，銀行應繼續關注其內地相關貸款的信貸風險管理。

⁴³ 違約距離是根據市場資訊計算的違約風險指標，基礎是來自 R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

⁴⁴ 數字涵蓋零售銀行香港辦事處、內地分行及附屬公司。

圖 5.17

中國內地的信貸與國內生產總值比率



註：信貸與國內生產總值比率定義為銀行貸款（所有貨幣）總額與最近四個季度的名義國內生產總值之和的比率。

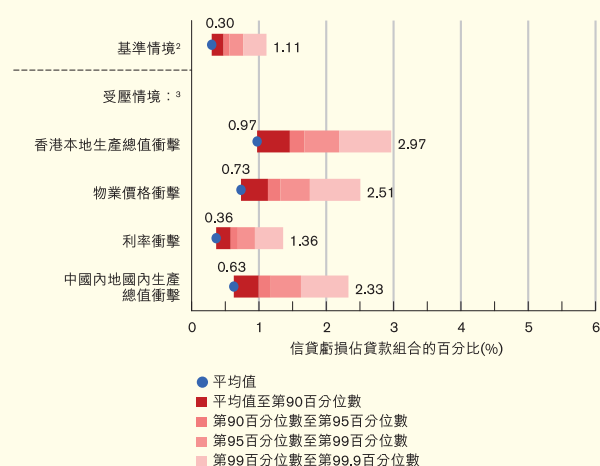
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

信貸風險宏觀壓力測試⁴⁵

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖 5.18 使用截至 2016 年第 2 季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊⁴⁶下，零售銀行於 2018 年第 2 季的模擬信貸虧損比率。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的最高信貸虧損比率（置信水平為 99.9%）介乎 1.36%（利率衝擊）至 2.97%（香港本地生產總值衝擊）之間，虧損幅度雖然顯著，但仍低於亞洲金融危機後錄得的 4.39% 的估算貸款虧損。

圖 5.18

模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值¹

註：

- 有關評估將 2016 年第 2 季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙特卡羅 (Monte Carlo) 模擬法得出各種情境下的信貸虧損分佈。
- 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
- 受壓情境：
 - 香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於 2016 年第 3 季至 2017 年第 2 季連續 4 季各自分別減少 2.3%、2.8%、1.6% 及 1.5%。
 - 物業價格衝擊：香港的實質物業價格由 2016 年第 3 季至 2017 年第 2 季連續 4 季各自分別減少 4.4%、14.5%、10.8% 及 16.9%。
 - 利率衝擊：實質利率（香港銀行同業拆息）於第 1 個季度（即 2016 年第 3 季）上升 300 基點，於第 2 及 3 個季度保持不變，於第 4 個季度（即 2017 年第 2 季）則再上升 300 基點。
 - 中國內地國內生產總值衝擊：年度實質國內生產總值按年增長率於 1 年內放緩至 4%。

資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 系統性風險

英國脫歐的潛在影響

雖然英國脫歐公投的結果對全球股市及匯市造成顯著的即時影響，但全球銀行體系迄今仍大致穩健。

具體而言，雖然個別歐洲區銀行的股價於公投後重挫，但其後該負面市場反應並無令對手方風險及流動性風險明顯上升，以致對全球銀行體系的運作造成系

⁴⁵ 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，模型公式詳情載於黃學元等人 (2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第 2 期，第 1 號，第 3 至 23 頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

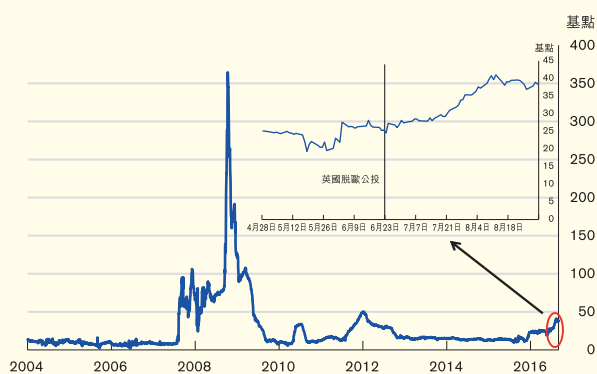
⁴⁶ 除中國內地國內生產總值衝擊外，有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

統性破壞。舉例而言，在短期美元融資市場中，3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差⁴⁷（反映系統流動性風險的常用指標）於公投後僅輕微擴闊至約40個基點（圖5.19）。⁴⁸

然而，長期美元資金成本於英國脫歐後一度上升，這可見於主要貨幣對美元的1年期交叉貨幣基準掉期的負息差擴大（圖5.20）。⁴⁹與短期市場相比，市場對長期資金市場的反應更強烈，這可能反映市場參與者對英國脫歐的長期影響以及未來數月的其他潛在政治及經濟風險仍保持審慎態度。

圖5.19

3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差



資料來源：彭博。

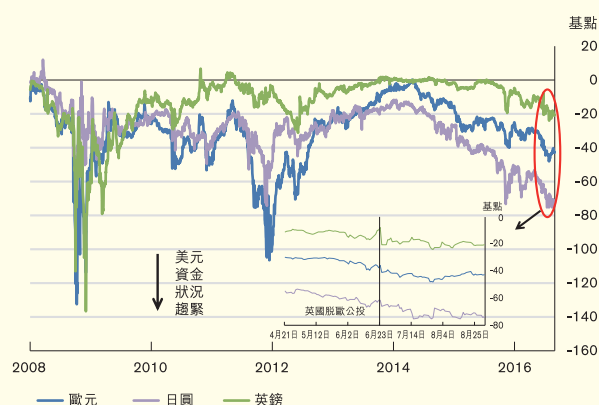
⁴⁷ 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部份與每日隔夜利率指數掛鉤。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差額進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動性風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動性風險溢價應該很小。因此，倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動性風險。

⁴⁸ 觀察證據表明，倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差擴大，部分原因是一些美國主要貨幣市場基金增加流動性緩衝以防範美國即將於2016年10月就資金流出所實施的貨幣市場改革的潛在影響，從而對倫敦銀行同業拆息造成上調壓力。

⁴⁹ 舉例而言，在歐元／美元交叉貨幣基準掉期中，一方借入美元（同時向交易對手借出歐元）於合約期內將支付美元倫敦銀行同業拆息，並收取歐元倫敦銀行同業拆息加息差（即如圖5.20所示）。當合約屆滿時，雙方交換本金。負息差是指美元借方所收取交易對手支付的歐元利率低於歐元倫敦銀行同業拆息。因此，若息差為負數，則反映美元資金狀況較緊絀，這可反映交易所涉及的兩種貨幣供求、貨幣政策及對手方風險等方面的差異。

圖5.20

主要貨幣對美元的1年期交叉貨幣基準掉期息差

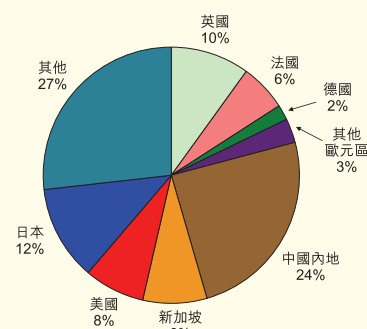


資料來源：彭博。

長遠而言，英國脫歐可能會對英國與歐元區經濟體之間的聯繫造成結構上的變化，理論上可能導致跨境銀行資金流的顯著變動。鑑於英國銀行體系在傳輸國際銀行資金流（特別是銀行同業間的美元資金流）方面擔當著極為重要的角色，這可能對全球金融穩定性產生重大影響。且由於香港銀行業對英國及歐元區銀行的直接風險承擔亦算重大，因此若英國銀行體系出現任何急劇的銀行資金流變動，將會對香港銀行業造成溢出效應（圖5.21）。

圖5.21

2016年6月底香港銀行業於部分經濟體銀行持有的對外債權



註：由於四捨五入，有關數字相加後未必等於100%。

資料來源：金管局。

香港的逆周期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際商議協定出的《巴塞爾協定三》標準的一部分，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。香港現正按《巴塞爾協定三》的實施時間表逐步實施CCyB。金融管理專員於2016年1月14日公佈，由2017年1月1日起，香港適用的CCyB將由現時的0.625%上調至1.25%。⁵⁰根據分階段實施安排，《巴塞爾協定三》框架下最高的CCyB比率將由自2016年1月1日開始生效的佔銀行風險加權資產總額的0.625%，上調至2017年1月1日的1.25%。⁵¹

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標（表5.D），包括「緩衝資本參考指引」（根據信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距⁵²為CCyB比率提供指引的衡量標準）。根據截至第2季末決定日期為止的資料，信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距分別由最後公佈日期的15.3%及13.1%同時收窄至10.4%及6.0%。這表明信貸增長放緩，亦是物業市場下滑的跡象。然而，這兩個差距皆維持在高位，而與信貸及物業市場狀況有關的風險並未降低。以緩衝資本參考指引作簡單配對，會顯示CCyB應為1.9%，仍較將於2017年1月1日起生效的1.25%為高。

此外，金融管理專員亦認為從其他參考指標⁵³得到的資訊與緩衝資本參考指引提供的訊號一致。

表 5.D
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2015年 1月27日	2016年 1月14日	2016年 第2季
經發佈CCyB比率	0.625%	1.25%	
生效日期	01/01/2016	01/01/2017	
緩衝資本參考指引	2.5%	2.5%	1.9%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	2.5%	2.5%	1.2%
綜合CCyB指引	2.5%	2.5%	1.9%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	32.8%	15.3%	10.4%
物業價格／租金差距	14.2%	13.1%	6.0%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息 利率與隔夜掉期利率 的差距（百分點）	0.17%	0.30%	0.44%
特定分類貸款比率季度 變動（百分點）	-0.01%	0.07%	0.08%

註：各項CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以做相關決定之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據（有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1）。如果有CCyB發佈，發佈日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發佈，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。

資料來源：金管局。

表5.E載列銀行體系的主要表現指標。

⁵⁰ 有關決定的更多詳情，見2016年1月14日發出的「金融管理專員公佈香港適用的逆周期緩衝資本」載於金管局網站的新聞稿。

⁵¹ 在《巴塞爾協定三》分階段實施安排下，2016年1月1日開始實施的CCyB比率的上限為0.625%，其後每年加0.625個百分點，直至2019年1月1日達到2.5%為止。

⁵² 即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

⁵³ 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

表 5.E
銀行體系的主要表現指標¹(%)

	06/2015	03/2016	06/2016
利率			
1 個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數)	0.24	0.29	0.22
3 個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	0.39	0.58	0.54
最優惠貸款利率 ³ 與 1 個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.76	4.71	4.78
最優惠貸款利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.61	4.42	4.46
綜合利率 ⁴	0.29	0.26	0.26
零售銀行			
資產負債表狀況⁵			
存款總額	1.7	1.6	0.8
港元	2.5	0.3	1.9
外幣	0.6	3.2	-0.5
貸款總額	-0.5	0.4	2.8
本地貸款 ⁶	-1.8	0.3	3.6
在香港境外使用的貸款 ⁷	5.5	0.8	-0.5
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-15.0	-19.6	-1.1
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	6.2	3.8	1.4
資產質素			
估貸款總額百分比 ⁸			
合格貸款	98.23	97.77	97.80
需要關注貸款	1.28	1.45	1.40
特定分類貸款 ⁹ (總額)	0.49	0.78	0.80
特定分類貸款(淨額) ¹⁰	0.35	0.56	0.56
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	0.29	0.54	0.58
內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額) ¹¹	0.73	0.94	0.92
盈利			
貸款減值準備佔平均總資產的比率 ¹²	0.07	0.07	0.07
淨息差 ¹²	1.32	1.28	1.30
成本與收入比率 ¹³	43.5	43.8	42.7
所有認可機構			
流動性比率(季度平均數、綜合)			
流動性覆蓋比率 — 第 1 類機構	131.7	152.7	158.0
流動性維持比率 — 第 2 類機構	53.4	53.2	53.8
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.03	0.04	0.04
信用卡貸款			
拖欠比率	0.23	0.27	0.27
撇帳率 — 按季年率計	2.10	1.91	2.17
— 本年度截至該月止以年率計	1.91	1.91	2.00
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率(綜合)			
普通股權一級資本比率	13.7	14.6	15.8
一級資本比率	14.4	15.4	16.6
總資本比率	17.5	18.2	19.4

註：

- 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
- 香港銀行同業拆息為香港銀行公會所公布的港元利息結算利率。
- 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
- 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元付息負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網站。
- 季度變動。
- 在香港使用的貸款及貿易融資。
- 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
- 2015 年 12 月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由 2015 年 12 月起，數字涵蓋範圍擴大至包括零售銀行境外主要附屬公司。
- 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
- 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
- 數字反映零售銀行香港辦事處、內地分行及附屬公司的狀況。
- 有關年度截至該月止按年率計數字。
- 有關年度截至該月止數字。

專題4 評估香港的企業槓桿

引言

在全球金融危機後，主要先進經濟體長期維持低利率，引起了不少有關企業槓桿程度的疑問。為探討這個問題，本專題分析香港非金融類企業的槓桿比率。⁵⁴ 我們首先研究一種常用於國際間比較的整體指標，即企業負債佔本地生產總值的比率，並強調其用在分析香港金融穩定情況上的局限性。為更清楚顯示香港的企業槓桿，我們使用香港上市企業的公司層面的會計數據來進行補充分析。最後，我們將分析市場指標以作出前瞻性評估。

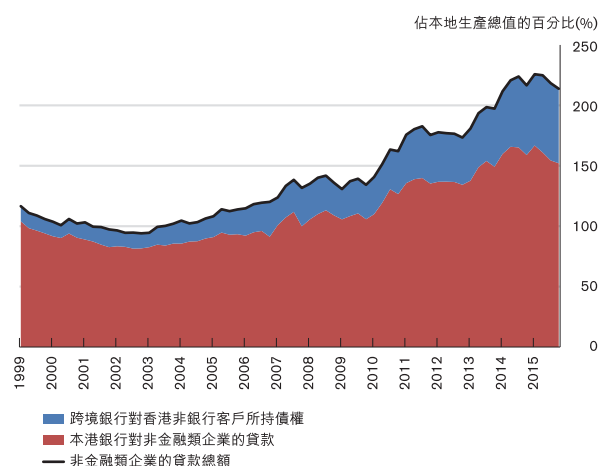
企業槓桿的整體指標及其局限性

企業負債佔本地生產總值的比率是衡量一個經濟體的企業槓桿的常用指標。圖B4.1顯示國際清算銀行為香港所編製的比率。該比率涵蓋的企業負債包括來自香港銀行及境外銀行的貸款。該資料有助我們評估本港及跨境貸款分別對香港的企業槓桿比率變動的影響。

正如預期所料，在低利率環境中，香港的企業槓桿比率呈上升趨勢。在全球金融危機後，整體指標明顯上升，於2015年第1季達到峰值226%，並於2015年年底穩定在214%。

儘管香港銀行仍是香港企業的主要資金提供者（即紅色區域），但在全球金融危機後，跨境貸款快速擴張（即藍色區域）。因此，香港企業變得更易受到境外銀行業的資金衝擊所影響。這亦可能預示透過分別向香港企業提供貸款，本地及境外銀行業的相互聯繫變得更為緊密。如圖所示，整體指標可為政策制定者提供重要資訊。

圖B4.1
香港的整體企業槓桿比率



資料來源：國際清算銀行。

然而，在解讀該整體指標的水平時應謹慎，因其往往會誇大香港的企業槓桿。具體而言，這項整體指標在概念上與債務與收入比率相似，其作用是衡量香港企業用收入來償還債務的能力。然而，香港的本地生產總值（即分母）或許未能適當代表香港銀行的企業借款人的收入。這主要是因為香港是國際金融中心，因此許多跨國及非本地企業從香港借款為其海外業務融資。⁵⁵ 因此，他們的經濟活動及收入並未能充分反映於香港的本地生產總值。

此外，與其他整體衡量指標相似，企業負債佔本地生產總值的比率無法表明哪類企業是帶動香港企業負債增加的主要因素。

⁵⁴ 在整個分析中，企業指不包括銀行、金融服務公司、保險公司及房地產投資信託基金的非金融類企業。

⁵⁵ 根據香港部分大型銀行的年報，於2015年年底向香港境外客戶提供的貸款平均約佔其貸款總額的25%。

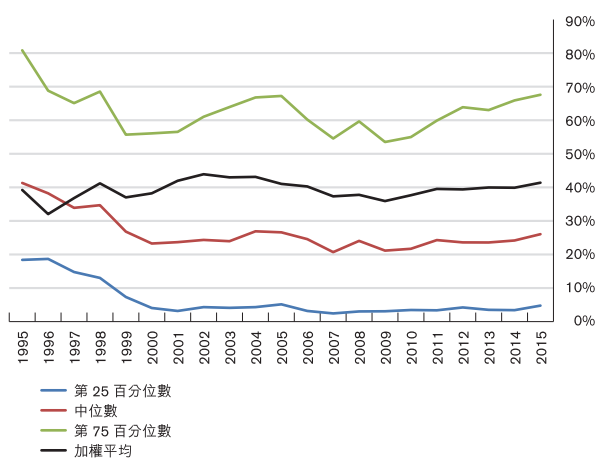
香港上市企業的微觀證據

鑑於整體指標的局限性，我們使用香港上市企業的會計數據來進行補充分析。為更準確地顯示企業槓桿比率，我們研究了它們的負債與股東權益比率。由於香港上市的本地及非本地企業的槓桿比率可能有不同的發展，我們將整個樣本分拆為兩個子樣本，即於香港境內設置總部的企業及於香港境外設置總部的企業（下文分別稱為本地及非本地企業）。⁵⁶

圖 B4.2 及圖 B4.3 分別顯示本地及非本地企業的槓桿比率分佈。兩個子樣本的槓桿比率發展明顯不同。本地企業的平均槓桿比率仍大致穩定在 40% 左右，而在全球金融危機後，高槓桿本地企業（即第 75 百分位數，參閱圖 B4.2 的綠線）上升，但仍低於緊接亞洲金融危機前的峰值。

相比之下，自 2010 年以來，非本地企業的槓桿比率普遍上升（圖 B4.3）。非本地企業的平均槓桿比率由 2010 年的 55% 大幅上升至 2015 年的 79%。高槓桿非本地企業（即第 75 百分位數）的負債與股東權益比率於 2015 年年底超過 100%，說明其主要透過債務為業務融資。

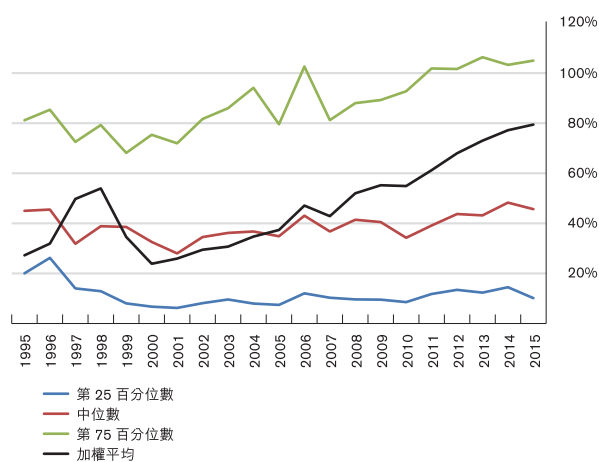
圖 B4.2
本地企業的負債與股東權益比率



資料來源：金管局職員根據彭博資料估計得出的數字。

⁵⁶ 我們的樣本包括 1995 年至 2015 年間的 1,917 間上市企業，其中 1,267 間企業在香港設置總部，其餘為在香港境外設置總部的企業。

圖 B4.3
非本地企業的負債與股東權益比率



資料來源：金管局職員根據彭博資料估計得出的數字。

非本地企業的槓桿比率上升引起了關於它們償債能力的疑問。我們可使用風險負債⁵⁷ 佔企業負債總額的比例解答這個疑問。風險負債是指利息覆蓋率低於 1（即企業一年的盈利⁵⁸ 不足以覆蓋該年的利息開支）的企業的債務金額。

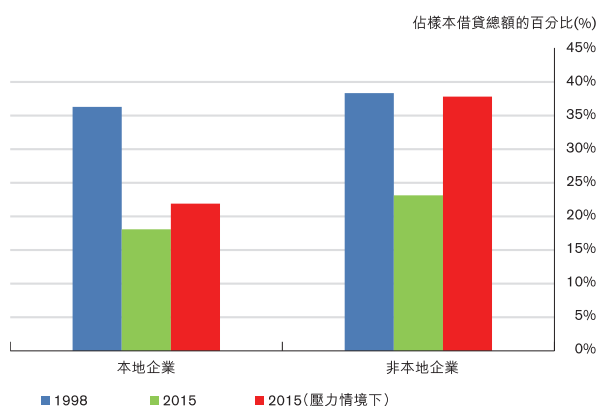
圖 B4.4 根據 2015 年的會計數據顯示兩個子樣本的風險負債（即綠色柱）。我們亦估計了亞洲金融危機後的風險負債（即藍色柱）及假設壓力情境下的風險負債（即紅色柱）以供比較。在估計壓力情境下的風險負債時，我們假設 2015 年的企業盈利及利息開支分別減少 26% 及增加 14%。這與亞洲金融危機期間的情況相若。

與圖 B4.2 及圖 B4.3 顯示的結果一致，若利率上升及／或盈利惡化，非本地企業面臨的償債問題會更為嚴重。儘管目前本地及非本地企業的風險負債仍保持在較低水平，但非本地企業在壓力情境下的風險負債將大幅增至與亞洲金融危機期間相若的水平。

⁵⁷ 風險負債按照國際貨幣基金組織於 2016 年 4 月發表的《全球金融穩定報告》中使用的方法計算。

⁵⁸ 扣除利息及稅項前盈利。

圖 B4.4
香港的本地及非本地企業的风险負債



資料來源：金管局職員根據彭博資料估計得出的數字。

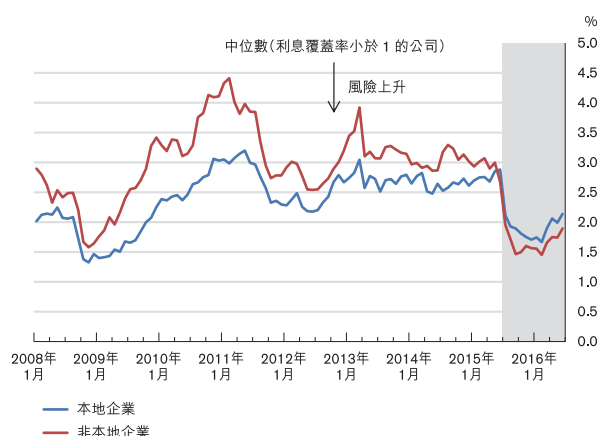
基於市場資訊的評估

雖然公司層面的會計數據有助於評估企業槓桿，但這些數據只反映過往的情況以及取得時間滯後，均限制了其參考價值。在金融及經濟狀況波動較大的時期尤其如此。從股價等高頻金融數據提取資訊的市場違約風險指標越來越多被應用於金融穩定分析。其中一個常用的衡量指標是違約距離。⁵⁹ 根據其定義，違約距離越短，則違約風險越高。

圖 B4.5 針對償債能力較低的企業，顯示在兩組子樣本中利息覆蓋率低於 1 的企業的違約距離中位數。在 2015 年下半年之前，這個根據市場資訊計算的指標反映非本地企業的平均違約風險低於本地企業，與之前根據圖 B4.4 作出的評估相反。然而，這個根據違約距離對非本地企業較為正面的評估結果，與非本地企業的股價估值較高的情況一致。這可能反映金融市場參與者預期非本地企業（尤其是內地企業）的增長前景比本地企業好。

直至 2015 年下半年，內地股市下挫觸發全球金融市場混亂，促使金融市場參與者重新評估企業的基本因素。因此，指標已顯示非本地企業的平均違約風險較本地企業為高。儘管 2016 年第 2 季兩組企業的違約風險已出現初步改善跡象，但由於全球營商環境仍然欠佳，改善情況能否持續仍然成疑。

圖 B4.5
利息覆蓋率低於 1 的企業的違約距離中位數



資料來源：金管局職員根據彭博資料估計得出的數字。

結論

長期以來，評估企業的槓桿程度在金融穩定情況分析中是其中一個重要的環節。本專題根據多個資料來源的不同指標評估香港的企業槓桿比率，以作出更清晰的闡述。整體而言，評估顯示全球金融危機後香港的非本地企業在推高香港的整體企業槓桿比率方面擔當較大的角色。若美國恢復加息，部分這些香港的非本地企業可能面臨嚴重的償債問題。

展望未來，若本已疲弱的全球經濟環境繼續惡化，非本地企業的盈利或會在更短時間內遭受更嚴重的衝擊，令其償債能力備受考驗。與此同時，本地企業亦難免受到這種不利環境所影響。因此，銀行應評估潛在在外圍環境惡化對其公司貸款的資產質素的影響。

⁵⁹ 違約距離是根據市場資訊計算的違約風險指標，基礎是來自 R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第 29 期，第 449 至 470 頁所提出的架構，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。簡言之，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元付息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本（如員工及租務支出）、信貸成本及對沖成本。

兌換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兌換為外幣，或將外幣兌換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兌7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兌換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兌換範圍

由弱方及強方兌匯保證匯率為上下限的美元兌港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣（銀行紙幣及硬幣）與銀行體系存放在中央銀行的結餘（儲備結餘或結算餘額）的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書（作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持）、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

©2016 香港金融管理局

本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站 **www.hkma.gov.hk** 查閱。

香港金融管理局

香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓

電話: (852) 2878 8196

傳真: (852) 2878 8197

電郵: hkma@hkma.gov.hk

www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522 (網上版)