



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

2017年3月

本報告分析2016年8月底至2017年2月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2017年3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	16
3. 本港經濟	30
3.1 實體經濟活動	30
3.2 消費物價	31
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	44
4.4 債券市場	46
4.5 物業市場	48
5. 銀行業的表現	50
5.1 盈利及資本額	50
5.2 流動資金及利率風險	52
5.3 信貸風險	53
5.4 系統性風險	57
專題1 美國對國際市場的期限溢價溢出效應	13
專題2 中國內地經濟是否陷入流動性陷阱？	24
專題3 中國內地 M1 與 M2 增長的背馳	27
專題4 香港金融狀況指數	41
專題5 香港銀行的業務模式於全球金融危機後的變化及其影響	61
詞彙	

1. 概論

特朗普當選美國總統後，全球經濟面臨更大的不確定性。在美國新政府上台後，美國政策方向可能在兩方面出現根本性變化——從貨幣寬鬆轉變為財政擴張，以及從全球化轉變為反全球化——對全球經濟格局可能產生深遠影響。值得一提的是，在美國加息的步伐加快、美元轉強以及美國可能採取貿易保護主義措施的情況下，新興市場經濟體所面臨的風險有所加劇。

港元匯率大致保持穩定，而港元銀行同業拆息隨美元拆息上升。儘管如此，流動性狀況仍然良好，整體貸款增長在2016年下半年進一步上升。在新印花稅措施推行後，住宅物業市場隨即出現調整跡象，但近期有所回升。展望未來，銀行應謹慎評估美國加息步伐可能快於預期，以及在更廣泛層面上美國政策不確定性的影響，特別是資金大舉外流的風險及對本港利率的潛在影響。

外圍環境

特朗普當選美國總統後，全球經濟面臨更大的不確定性。不僅選舉結果出乎市場預料，相關市場反應亦令人感到意外。尤其對於特朗普推出的稅務改革、增加基建開支及放鬆管制等措施會推動美國經濟增長的預期，帶動全球股票市場因而上揚。

美國新政府上台後，美國政策方向可能在兩方面出現根本性變化——從貨幣寬鬆轉變為財政擴張，以及從全球化轉變為反全球化——或會對全球經濟格局產生深遠影響。然而，市場期待的特朗普減稅措施或未能對美國經濟增長產生預期的刺激作用。特別是現時美國經濟活動已接近其經濟潛力，財政刺激措施可能只會對美國經濟增長帶來輕微的週期性刺激作用，但卻會加劇美國通脹的上行風險。雖然美國聯儲局（美聯儲）會否因此顯著加快收緊貨幣政策的步伐仍是未知之數，但長期債券收益率已明顯上升，部分反映市場預期通脹風險正在增加。與此同時，貿易保護主義抬

頭會對美國及世界其他地區造成「雙輸」。貿易壁壘增加會導致市場扭曲損害整體利益，妨礙全球貿易往來，降低全球供應鏈的效率，並對全球經濟前景帶來下行風險。與此同時，政治局勢不穩仍是一個主要風險及不利因素，特別是對復甦仍然疲弱的歐洲經濟而言。

就新興市場經濟體而言，因美國加息步伐加快及美元進一步升值而導致資金外流的風險已經上升。這可能會拖累經濟增長，並加劇資金急速外流的風險。事實上，在預期特朗普政府會推行大規模財政擴張及憂慮能源價格急升下，市場已為通脹風險重新定價，引致長期債券收益率在先進經濟體以至多個新興市場經濟體均全面顯著上升。專題1（見第13頁）評估美國加息預期對26個選定經濟體的主權債券市場的潛在溢出影響。研究結果顯示，自2013年的「削減買債恐慌」以來，美國國庫債券市場對主權債券市場的影響已加深，而美國加息及金融狀況收緊會對先進經濟體及新興市場經濟體產生重大影響。

東亞方面，隨著出口回升，2016年下半年經濟增長輕微加快，但之前因憂慮新一屆美國政府可能作出的政策變動而導致區內貨幣貶值及主權債券收益率上升等市場波動則至本年初才逐漸回穩。展望未來，2017年東亞或可保持平穩增長，但其面對的風險及不確定性俱升。美國加息，區內貨幣貶值，金融市場波動加劇，這些因素或會導致金融狀況收緊。與此同時，美國可能會推行保護主義政策，此舉或會影響區內經濟體，但實際影響現時仍未明朗。

中國內地方面，在基建投資增長堅挺和私營部門業務開支改善的情況下，2016年下半年整體經濟增長微幅加快。雖然經濟持續出現回穩跡象，但內地的增長前景仍存在不確定性。特別是在政府決心抑制房價上漲的情況下，如果房地產市場持續降溫，今年房地產業對增長的貢獻可能會減少。與此同時，經濟結構調整的持續推進以及中美貿易關係的變化可能增加短期經濟前景的不確定性。外部方面，儘管人民幣對中國外匯交易中心(CFETS)一籃子貨幣於報告期內保持穩定，但隨著美元升值及美國加息，資本外流壓力在2016年年底時有所增加，而隨後在2017年初似乎略有減輕。

儘管私營部門經濟活動有回穩的跡象，但市場上仍存在一些對貨幣政策有效性的顧慮，特別是有鑒於M1增長加速的同時，M2增長卻有所放緩。專題2(見第24頁)探討內地經濟是否陷入流動性陷阱的問題，而專題3(見第27頁)探討可能導致M1與M2增長背離的因素。研究結果表明，沒有證據顯示內地已陷入流動性陷阱，而M1增長明顯快於M2的主要原因是近年來的貨幣寬鬆令持有流動貨幣的機會成本減低，以及經濟不確定性上升可能增加了預防性貨幣的需求。

本港經濟

香港經濟增長在2016年下半年內稍微加快。按季實質本地生產總值增長由第3季的0.8%上升至第4季的1.2%。本地方面，私人消費增長繼續增強，而第

4季暢旺的基建活動推動了投資增長。對外方面，貨物出口增長隨區內貿易流動改善而上升，而服務輸出則隨貿易相關及運輸服務復甦而穩步增長。由於貨物及服務進口增長較快，淨出口在下半年繼續拖累實質本地生產總值增長。隨著經濟增長上升，整體失業率微跌至12月的3.3%。

2017年的經濟增長料將保持溫和。政府及市場共識對2017年實質本地生產總值增長的預測分別為2-3%及2.0%。然而，香港的增長前景仍面對重大外部阻力。新一屆美國政府的保護主義論調增加了全球貿易以及香港外部需求面對的下行風險。在美元面對升值壓力及預期美國加息步伐加快下，全球金融環境料將減少對實體經濟的支持，特別是在尾部風險出現的情況下可能會導致本地金融狀況收緊。專題4(見第41頁)討論香港金融狀況指數的編製，以助監察本地金融狀況。

自2016年下半年以來，本地通脹壓力保持溫和，而按季通脹動力於2016年第4季稍為加快，主要是食品價格波動及房屋租金上升所致。由於進口價格穩定，本地成本壓力溫和，預期通脹壓力仍然可控。

貨幣狀況及資金流動

儘管市場波動，港元匯率大致保持穩定，但在美國12月加息後間中轉弱。兌換保證未被觸發。隨著美元升值，港元名義有效匯率進一步上升。

由於貨幣基礎龐大，香港銀行同業拆息仍然偏低，但自10月份以來因年底資金需求以及追回美元加息而有所上升。因此，平均按揭利率在按揭貸款業務競爭激烈而於10月跌至1.71%的近期低位後，於2017年1月小幅上升至2.07%。

整體貸款增長於2016年下半年加快至4.2%，而上半年的增長則為2.2%。增長受本地經濟活動轉強及跨國公司在年底的融資需求上升所支持。本地貸款增長輕

微加快，而香港境外使用貸款於上半年小幅減少後回升。按貨幣分析，港元貸款在下半年強勁增長5.0%，而在內地借款人逐步減少償還外幣貸款下，外幣貸款錄得3.2%的增長。

銀行資金狀況仍然大致穩健。港元貸存比率輕微跌至2016年年底的77.1%，反映存款增長超過貸款增長。整體外幣貸存比率降至年底的59.9%，美元貸存比率因美元存款增長強勁而顯著下跌至63.8%。

由於美元強勢，在岸及離岸人民幣匯率均轉弱。在此背景下，香港的離岸人民幣資金池（包括客戶存款及存款證餘額）與其他離岸人民幣市場進一步整固，離岸人民幣香港銀行同業拆息的波動顯著增加。儘管如此，銀行的人民幣流動性管理保持穩健，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額仍維持在高水平。香港離岸人民幣業務很可能會繼續面對人民幣匯率走勢不確定所帶來的阻力。

資產市場

隨著全球市場狀況改善，香港股市於報告期內大幅高收。雖然美國總統選舉出現意料之外的結果，但市場僅受到短暫衝擊。這主要是由於投資者對特朗普政府的財政刺激措施有所憧憬，推動全球股市上升。雖然受惠於此，但本港市場在樂觀之餘亦表現審慎，其原因可能是擔憂美國加息的步伐加快，內地經濟前景面臨挑戰，人民幣政策不明朗以及對資金流動的管制。展望未來，儘管本港市場可能會受到外部經濟狀況影響，但其估值吸引，可為市場提供支持。

雖然港元債券收益率於去年底急速上升，且與美國國庫債券的息差急速擴大，但港元債券市場於報告期內仍穩定擴張。同時，香港的離岸人民幣債券市場於2016年上半年收縮後於下半年復甦，但全年錄得新債券發行仍較上年減少。展望未來，若全球投資者逆轉早前尋求收益的投資策略，則港元及離岸人民幣債券市場均會承壓。由於美國貿易政策尚未明朗，人民

幣匯率可能仍會波動，這兩個債券市場於未來半年的前景仍會備受重大不明朗因素困擾。

在政府推出新印花稅措施後，住宅物業市場隨即出現調整跡象，但近期有所回升。鑑於市場再度亢奮，政府於11月將印花稅劃一調高至15%。一手及二手市場交易量在其後兩個月均下跌。但成交量在近期有所上升，部份反映發展商增加推出一手樓盤。同時物業價格繼續升至新高，但升勢有所放緩。

銀行業的表現

零售銀行的盈利能力有所改善，資產回報率從2015年下半年的0.95%上升至2016年下半年的1.12%。改善的原因是由於淨利息收入和非利息收入增長，以及貸款減值撥備減少。

銀行的資本狀況維持穩健，本地註冊認可機構的綜合資本充足比率於2016年12月底維持在19.2%的高位。為增強香港銀行對系統性風險的抵禦能力，自2018年1月1日起，逆周期緩衝資本比率將由現時的1.25%提高至1.875%。

縱使港元銀行同業拆息從美國於12月恢復加息後明顯上升，香港銀行業的流動性狀況仍然良好。零售銀行的融資成本在龐大的零售存款基礎下維持低位且穩定。根據《巴塞爾協定三》的標準，第1類機構的平均流動性覆蓋比率與第2類機構的平均流動性維持比率於2016年第4季均保持在156.3%及51.0%的高位。這些比率均遠高於相關的最低監管要求。

雖然資產質素按歷史標準衡量而言仍屬穩健，但銀行仍須對外圍環境保持關注。正如專題5（第61頁）的評估顯示，於全球金融危機後，銀行業在香港境外使用的貸款方面迅速增長，意味著它們的資產質素對外圍環境的敏感度上升。然而，銀行於全球金融危機後持有較多的安全資產以及建立了更穩定的資金結構，或可部分抵銷這些風險。

展望未來，在特朗普政府領導下，美國加息的步伐可能加快，加息幅度亦可能擴大，這或會對香港銀行業構成諸多挑戰。一、加息步伐可能快於預期，或會對銀行的信貸風險管理（特別是對非本地企業的貸款）帶來壓力。二、銀行業在全球金融危機後增持債務證券，即使其中安全資產的比重較大，它們仍面臨更高的按市價估值虧損風險。三、隨著銀行開始競逐零售存款，它們的融資成本亦可能飆升。

儘管如此，由於本地流動資金充裕及資本狀況穩健，香港的銀行業於美國總統選舉後仍然維持穩健。然而，銀行應謹慎評估美國加息步伐可能快於預期，以及在更廣泛層面上美國政策的不確定性的影響，特別是資金大舉外流的風險及對本港利率的潛在影響。

《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

特朗普出乎意料當選美國總統後，美國政策的不確定性隨之增加。儘管市場焦點集中於有可能實施的大規模財政政策及便利營商措施所帶來的短期好處，現時美國經濟活動已接近其經濟潛力，財政刺激措施可能只會為美國經濟增長帶來輕微的週期性刺激作用，但卻會進一步加劇通脹的上行風險。更重要的是，新興市場經濟體所面臨的風險正隨着美國加息步伐加快及美元趨強所帶來的資金外流壓力而有所增加，而美國可能採取貿易保護主義措施亦將威脅全球貿易往來。

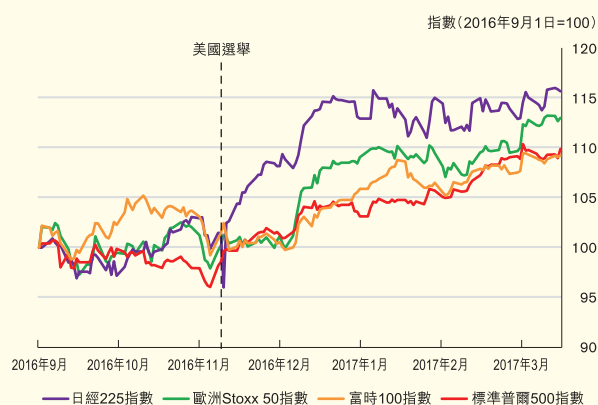
東亞方面，實體經濟活動於2016年下半年略為改善，近期出口量亦有所增加。不過，在美國加息、美元升值且美國可能採取保護主義措施的背景，金融市場應會繼續波動，經濟增長的下行風險上升。

中國內地方面，在基建投資增長堅挺和私營部門業務開支改善的情況下，2016年下半年整體經濟增長微幅加快。內地經濟繼續進行再平衡，第三產業穩步擴張，但經濟結構調整的持續推進以及中美貿易關係的變化可能增加短期經濟前景的不確定性。在政府決心抑制房價上漲的情況下，如果房地產市場持續降溫，今年房地產業對經濟增長的貢獻亦可能會減少。外部方面，儘管人民幣對中國外匯交易中心(CFETS)一籃子貨幣於報告期內保持穩定，但隨著美元升值及美國加息，資本外流壓力在2016年年底時有所增加，而隨後在2017年初似乎略為減輕。

2.1 外圍環境

特朗普出乎意料當選美國總統後，全球金融市場反應強烈，特別是市場憧憬特朗普推行稅務改革、大規模增加基建開支及放寬管制等政策將推高美國經濟增長及通脹，刺激主要股票市場上揚（圖2.1）。因此，市場對美國通脹及美國加息的預期升溫，令美國國庫債券收益率急升及美元趨強。

圖 2.1
部分先進經濟體的股市指數



資料來源：Datastream。

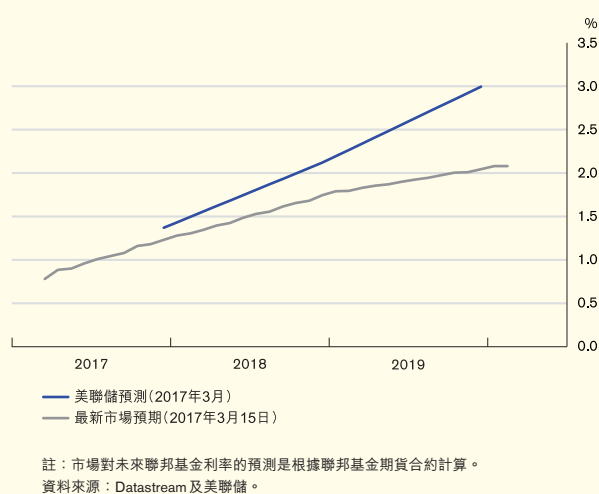
然而，市場期待的特朗普減稅措施或未能對美國經濟增長產生市場所預期的正面影響。雖然經濟政策轉為依賴財政寬鬆措施會有助減輕貨幣寬鬆政策所承受的沉重負擔，但有鑑於美國經濟週期的當前階段，目前是否實施財政寬鬆措施的適當時機值得商榷。儘管美國經濟增速在最近幾個季度有所放緩，但產出缺口逐步收窄，而且2月份失業率亦符合美聯儲估計的4.7%自然失業率，反映美國經濟活動已接近其經濟潛力。美國經濟現正處於擴張性週期，財政乘數(fiscal multiplier)會低於經濟衰退期(例如請參閱Auerbach及Gorodnichenko (2012))¹。事實上，近期估算的美國拉弗曲線(Laffer curve)表明勞工或資本方面的減稅措施可能導致稅收減少(例如請參閱Trabandt及Uhlig (2012))²。

無論如何，在過剩產能減少的情況下，任何進一步推動經濟增長的措施，即使對經濟增長的實質影響有限，亦可能會推高通脹。同時，油價及大宗商品價格上升、以及包括現正考慮實施的邊境調節稅(Border Adjustment Tax)在內的潛在貿易保護主義措施等其他因素，亦可能加劇美國通脹的上行風險。

即使美國通脹上升的風險增加，但美聯儲對收緊美國貨幣政策保持審慎，並且傾向維持超寬鬆貨幣政策立場。然而，長期債券收益率已上升，部分反映美國通脹風險增加。自美國選舉以來，雖然市場對未來聯儲基金利率的預測已上調至接近美聯儲對2017年及2018年初的預測中位數，但仍遠低於美聯儲的長期預測(圖2.2)。因此，美國加息的步伐加快可能會引發市場大幅波動的風險。

雖然金融市場的焦點集中於有可能實施的擴張性財政政策及便利營商措施推動美國經濟更強勁增長所帶來的短期好處，但長期風險依然存在，包括具損害性的保護主義貿易政策及美國國債進一步上升。事實上，特朗普政府可能會履行選舉承諾，採取貿易保護主義措施。貿易壁壘增加會導致市場扭曲損害整體利益，妨礙全球貿易往來，降低全球供應鏈的效率，並對全球經濟前景帶來下行風險。

圖 2.2
未來聯儲基金利率預測：美聯儲與市場

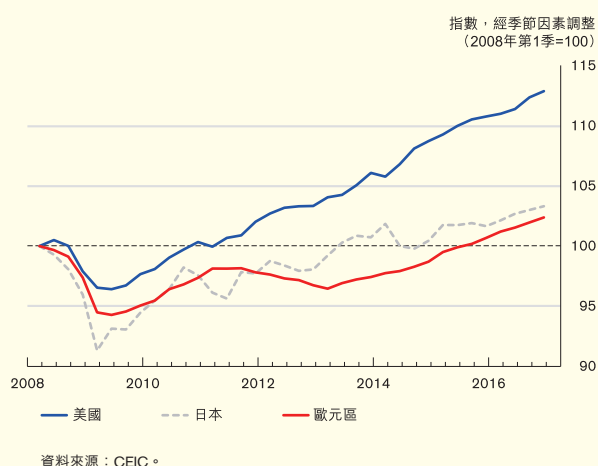


歐洲方面，政局不穩仍然是歐洲經濟復甦的主要風險及阻力。雖然歐元區的經濟環境逐步改善，第4季的實質本地生產總值按年溫和增長1.7%，僅略低於第3季按年1.8%的增幅，但相對於美國經濟的較強復甦，歐元區的經濟活動仍然只是略高於全球金融危機前的水平(圖2.3)。自去年夏季英國脫歐的決定後，市場一直憂慮歐元區最終會解體。雖然意大利在籌組新一屆政府及實施拯救銀行業的措施後，其經濟及政治形勢似乎轉趨穩定，但在英國脫歐談判及反建制情緒升溫的背景下，德國及法國(可能加上意大利)即將進行的選舉或會成為政治爆發點。部分由於政治不確定性增加，歐洲的主權債券收益率持續攀升，而企業債券息差亦見擴闊，這情況在周邊國家尤其明顯，有可能對實體經濟造成惡性循環，並可能對歐元區的商業實質投資構成壓力。

¹ Auerbach, A. J. 及 Gorodnichenko, Y. (2012), 「Measuring the output responses to fiscal policy」, 《American Economic Journal: Economic Policy》, 第4期, 第2號, 第1至27頁。

² Trabandt, M. 及 Uhlig, H. (2012), 「How do Laffer curves differ across countries?」(第w17862號), 美國國家經濟研究局。

圖 2.3
主要先進經濟體的實質本地生產總值



日本方面，近幾個季度的實質本地生產總值向上修正，2016年第4季年增長率按年增至1.6%，為2015年第3季以來的最快增速，經濟復甦力度較早前預期強勁。不過，部分由於勞工市場的結構性問題，令工資增長緩慢，導致消費增長疲弱。同時，日圓近期急速貶值，意味早前日圓升值對「新核心」貨品通脹造成的下行壓力即將開始減退。加上復甦力度較預期強勁，表示短期通脹前景有所改善，而「新核心」通脹（扣除新鮮食品及能源）雖在12月跌至0.1%，但有望見底回升。儘管如此，在面臨長期及結構性阻力下，增長可能仍然緩慢，通脹預期亦保持在約0.5%—0.6%，低於2014年初安倍經濟學推出時的水平，因此通脹率未能達到日本中央銀行2%的中期目標的風險依然存在。

對於其他國家，尤其新興市場經濟體而言，由於全球金融危機後美國減少進口，而且美國有可能實施保護主義政策，美國較快的經濟增長透過貿易渠道所帶來的益處可能較小。與此同時，美國加息的步伐加快及美元進一步升值，將導致金融狀況收緊，加劇經濟下行風險。這可能拖累經濟增長，並增加資本急速外流的風險。

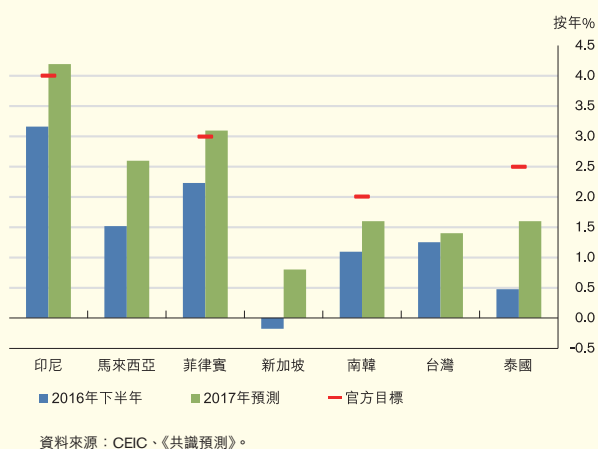
事實上，市場預期特朗普政府推行大規模財政擴張，加上憂慮能源價格急升，因此對通脹風險重新定價，引致長期債券收益率在先進經濟體以至多個新興市場經濟體均全面顯著上升。專題1評估美國加息預期對26個選定經濟體的主權債券市場的潛在溢出影響。

東亞方面³，實體經濟活動近期恢復活力，區內本地生產總值小幅增長，通脹上升。

- **實質本地生產總值增長** — 2016年下半年，由於多個區內經濟體的私人消費平穩，經濟增長普遍維持穩定。同時，出口較2015年的低位普遍小幅上升。這不僅受惠於中國的增長回穩，亦受惠於美國及歐洲等先進經濟體表現改善。對大宗商品淨出口國（例如馬來西亞及印尼）來說，大宗商品價格回升，亦起到額外推動作用。其他主要出口國（例如南韓、台灣及新加坡）亦因電子及半導體出口增長而重拾升勢。
- **通脹** — 隨著大宗商品（尤其石油）價格回升，生產物價通脹普遍呈現升勢。雖然這將推高工業成本甚或消費開支，但消費及投資增長或可能因長期通縮風險下降而有所提高。生產物價通脹加快或會對消費物價通脹構成上行壓力，實際影響則視乎生產物價的升幅轉嫁至消費物價的程度，而這在各經濟體並不一致。消費物價指數的共識預測表明，區內多個經濟體通脹雖仍會稍低於各央行的2017年通脹目標，但將上升至較接近目標水平（圖2.4）。除印尼外，東亞地區的央行普遍維持利率寬鬆的貨幣政策不變，印尼則於去年9月及10月兩度減息以推動增長。

³ 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。

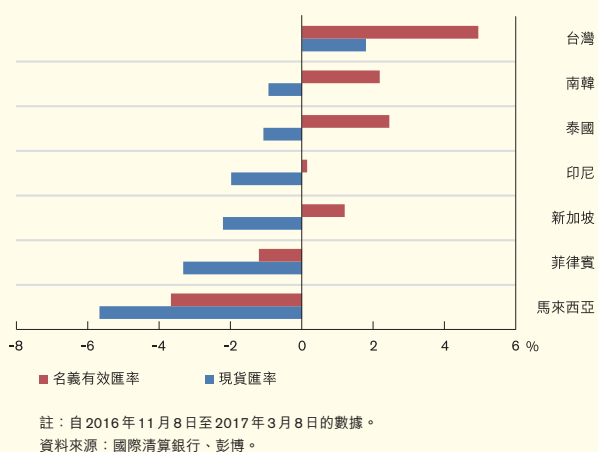
圖 2.4
東亞地區的整體消費物價指數通脹、預測及央行目標



儘管實體經濟有所改善，但2016年11月的美國總統選舉結果出人意料，引致金融市場短期波動。

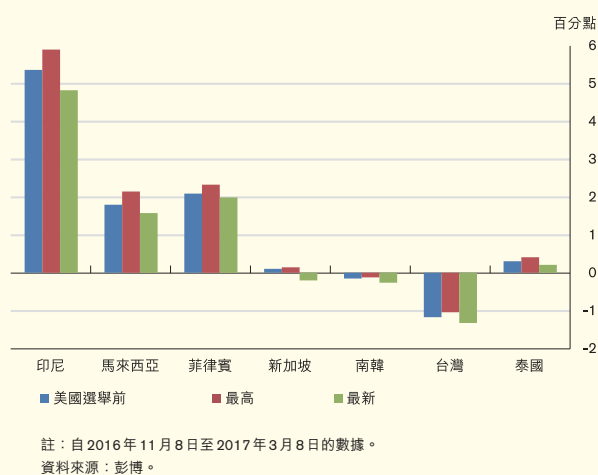
- **外匯市場** — 美國總統選舉後，投資者預期美國通脹上升，區內大部分貨幣兌美元貶值。然而，按貿易加權計，區內部分貨幣自美國選舉後貶值幅度較小，甚至輕微升值（圖 2.5）。

圖 2.5
美國選舉後兌美元現貨外匯貶值與名義有效匯率的變動



- **債市及股市** — 資產價格曾於美國總統選舉後短暫下挫，但隨即回穩。東亞地區經濟體的主權債券與美國國庫債券的息差上升。然而，隨著市場穩定後，部份區內經濟體的收益率有所下降，但仍未回復至選舉前的水平。（圖 2.6）。儘管如此，息差已較選舉前的水平收窄。

圖 2.6
10年期主權債券與美國國庫債券的息差

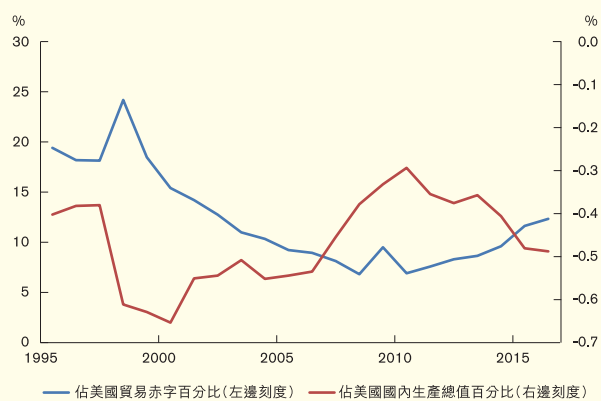


- **證券投資流向** — 證券投資資金曾於2016年第4季流出東亞地區，但速度較2013年年中「削減買債恐慌」期間緩慢。至2017年最初數周再次錄得資金流入，支持資產價格及金融狀況。

展望未來，區內的增長有望維持平穩，但速度仍較歷史平均水平為低。由於美國政府政策的不確定性及美聯儲可能作出的政策回應的不確定性俱升，金融市場很可能會維持波動。美元及收益率大幅上升，可能會吸引資金由區內流至美國，令投資者減持區內資產，尤以現時估值已較高的資產更為堪憂。金融狀況在此情況下收緊亦會令負有大量以美元計值債務的企業面臨償還壓力。宏觀而言，全球普遍加息亦會令區內的固定資本投資減少，這不僅在短期拖累總需求，長期而言亦可能影響潛在增長。

最後，區內各出口國面臨新一屆美國政府推行貿易保護主義政策的潛在威脅。美國與東亞經濟體的貿易赤字近年持續擴大（圖 2.7），尤其區內的主要出口行業，例如電子、電器、汽車、服裝及紡織品。在過去二十年，美國在這些行業的進口增加，就業職位大量流失。那些旨在削減貿易赤字及重振美國製造業的保護主義政策可能會對區內的出口國構成重大風險。

圖 2.7
美國與東亞經濟體的貿易差額佔美國貿易赤字及國內生產總值的百分比



資料來源：美國人口普查局、美國經濟分析局。

專題 1 美國對國際市場的期限溢價溢出效應

引言

美國自 2008 年全球金融危機以來採取超寬鬆的貨幣政策，令長期收益率維持在歷史低位。然而，由於投資者憂慮能源價格急升，以及在美國經濟的疲弱態勢日漸消退之時，預期特朗普政府仍會推行大規模的財政擴張政策，令美國通脹風險於近期有所提升。對於通脹風險的重新定價迅速在全球引發迴響，不僅在先進經濟體，而且在眾多新興市場經濟體，長期收益率均廣泛地顯著上升（圖 B1.1 及圖 B1.2）。在此背景下，本專題旨在評估美國加息預期對 26 個選定經濟體的主權債券市場的潛在溢出效應（表 B1.A）。

理論及實證背景

根據預期假說的理論，長期利率可分解為兩個關鍵構成部分：(1) 對未來短期利率的預期；及 (2) 期限溢價。前者是長期債券投資的預期回報，後者則是投資者持有長期債券相對於在同期內在一連串短期債券之間進行滾動再投資而產生的額外回報。考慮到通脹對長期債券價格的影響較短期債券明顯，正數的期限溢價可解釋為對通脹風險的補償。因此，在本專題的分析中，我們並非直接評估主權債券的收益率，而是透過主權債券收益率中的期限溢價來進行研究，因為期限溢價更能體現通脹不明朗因素的傳導性。在過去 30 年，紐約聯邦儲備銀行所估計的美國期限溢價與 10 年期美國國庫債券收益率的走勢相當貼近（圖 B1.3）。

圖 B1.1
自 2007 年起 10 年期美國國庫債券收益與期限溢價

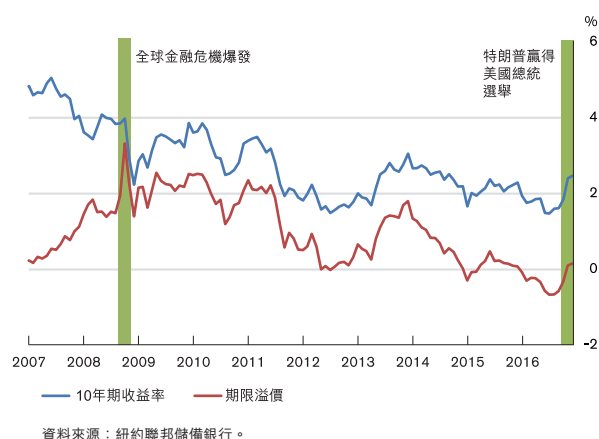


圖 B1.2
美國選舉以來 10 年期主權債券收益率變動

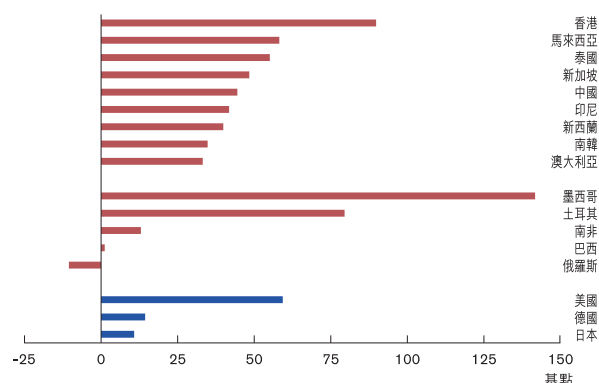
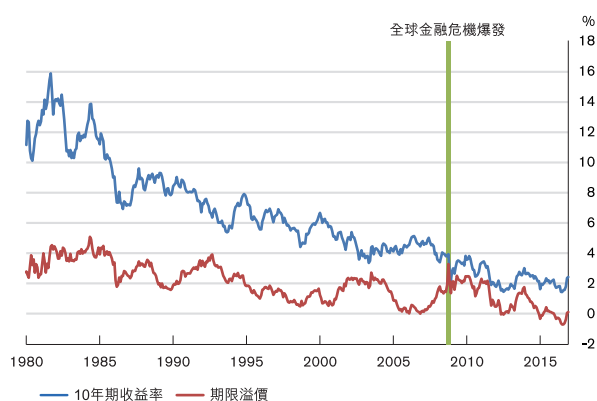


表 B1.A
8 個先進經濟體與 18 個新興經濟體

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	新興歐洲及非洲	捷克、匈牙利、波蘭、土耳其、南非
	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

圖 B1.3
自 1980 年起 10 年期美國國庫債券收益與期限溢價



資料來源：紐約聯邦銀行。

長期利率的分解是透過仿射期限結構模型進行估計。該模型已同時考慮收益率曲線數據的橫向及時間序列維度。⁴我們以估計出的期限溢價作為內生變量，在向量自迴歸模型中進行反應函數分析，以評估美國期限溢價上升 200 個基點的利率衝擊對其他經濟體的期限溢價的反應。該利率衝擊模擬美國期限溢價由 2016 年 12 月的現行水平 0.14% 上升至 1980 年至 2008 年間的危機前長期平均水平 2.2%。在迴歸分析中，我們使用芝加哥期權交易所波動率指數 (VIX) 及美元指數作為外生變量，以控制可能會影響全球金融市場的全球因素影響。

為進行期限溢價分解，我們蒐集 1989 年以來各個經濟體不同期限零息債券的每週數據。^{5、6}由於自 2013 年 5 月的「削減買債恐慌」以來，全球主權債券市場已更趨同步，我們於反應函數分析中將重點放在兩個樣本期，涵蓋 2011 年 1 月至 2013 年 5 月為削減買債前期，以及 2013 年 6 月至 2016 年 12 月為削減買債後期。⁷為方便進行分析，我們將經濟體分為四個組別：(i) 先進經濟體（不包括美國）、(ii) 新興歐洲及非洲、(iii) 拉丁美洲，以及 (iv) 新興亞洲。

實證研究結果

表 B1.B 總結期限溢價成份對 10 年期主權債券收益率的所佔比例。可以看出，期限溢價可在相當大的程度上解釋美國及其他經濟體主權債券收益率的波動，其解釋能力在樣本期內的平均值為 82%。雖然過往的研究只是關注先進經濟體，但我們發現，期限溢價對驅動長期債券收益率有重大貢獻的情況同樣適用於新興市場經濟體。

表 B1.B
自 2011 年至 2016 年因期限溢價而導致的 10 年期收益率變化所佔比例

經濟體組別	比例
美國	83%
先進經濟體（不包括美國）	80%
拉丁美洲	86%
新興亞洲	83%
新興歐洲及非洲	79%
所有經濟體平均值	82%

註：10 年期收益率、預期成份及期限溢價分別以 Y 、 RN 及 TP 表示，則 $Y = RN + TP$ 。由於 RN 及 TP 未必為正值，表 B1.B 中的比例按 $\frac{\Delta TP^2}{\Delta TP^2 + \Delta RN^2}$ 計算近似值，其中， Δ 為差分算子。

資料來源：金管局職員估計數字。

⁴ 仿射期限結構模型是文獻中經常採用的模型。該模型假設收益率曲線的驅動力量源自收益率曲線的首三個主成分。該模型根據假定無套利狀況以得出預期成份和期限溢價。詳情請參閱 Joslin 等人 (2011) 「A New Perspective on Gaussian Dynamic Term Structure Models」，《Review of Financial Studies》第 24 期，第 926 至 970 頁。

⁵ 零息債券數據包括期限為 3 個月、6 個月、1 年、2 年、3 年、5 年、7 年及 10 年的債券。

⁶ 值得注意的是，樣本中僅部分經濟體有自 1989 年以來的收益率曲線數據。對於各個經濟體，我們會採用彭博提供盡可能長的數據，因為時間足夠長的數據有助減低出現仿射期限結構模型估計固有的識別問題。詳情請參閱 Bauer 等人 (2013)，「Correcting Estimation Bias in Dynamic Term Structure Models」，《Journal of Business and Economic Statistics》，第 30 期，第 454 至 467 頁。

⁷ 詳情請參閱 Fong 等人 (2016)，「Measuring Spillovers between the US and Emerging Markets」，香港金融研究中心工作論文，編號 8/2016。

圖 B1.4 顯示在兩個樣本期內期限溢價對美國衝擊的累積反應函數。在每一個經濟體組別中，我們以削減買債後期間的反應程度為各個經濟體排序。以香港為例，於削減買債前期的估計增幅為 89 個基點，而於削減買債後期的估計增幅為 143 個基點。

首先，除南非、智利和日本外，削減買債後期的估計反應大多強於削減買債前期。平均而言，所有經濟體於削減買債前期的期限溢價估計增幅為 70 個基點，而於削減買債後期為 117 個基點。這種結果表明，美國與其他經濟體的長期主權債券的估值差異自「削減買債恐慌」以來已有所收窄。

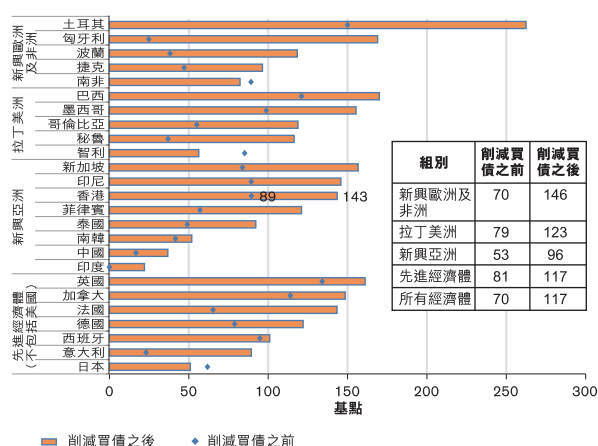
其次，透過比較新興經濟體於削減買債後期的估計增幅可以發現，新興歐洲及非洲經濟體平均而言對美國衝擊的反應最為明顯（146 個基點），其次是拉丁美洲（123 個基點）及新興亞洲（96 個基點）。這或許反映地緣政治不穩仍然是新興歐洲及非洲經濟體面對的主要風險，而亞洲相對強勁的基本經濟基礎則緩和了削減買債後期的部分風險。⁸

最後，對先進經濟體的溢出效應與對新興經濟體的溢出效應相當接近。平均而言，先進經濟體於削減買債後期的估計增幅為 117 個基點。相稱的反應可能在一定程度上是由於與美國之間有較緊密的貿易及金融聯繫的若干歐洲核心經濟體的經濟及政治不明朗因素增加。

結論

整體而言，我們的實證研究結果顯示，自 2013 年的「削減買債恐慌」以來，美國國庫債券市場對其他主權債券市場的影響有所增加，而美國加息及金融狀況收緊會對先進經濟體及新興經濟體產生重大影響。若對通脹風險的重新定價導致美國長期收益率急升，則可能對其他經濟體有相當巨大的潛在影響。⁹ 尤其值得注意的是，主權債券收益率上升會導致私人借款成本上升，而對於基礎增長較弱和主權債務融資比重較高的新興經濟體而言，這種變化可能會造成重大影響。目前，美國新政府提出的擴張性財政政策會如何影響美國經濟及未來美國長期利率的走勢應予密切注視。¹⁰

圖 B1.4
對美國期限溢價上升 200 個基點的 10 週累積反應



註：削減買債前期指 2011 年 1 月至 2013 年 5 月。削減買債後期指 2013 年 6 月至 2016 年 12 月。

資料來源：金管局職員估計數字。

⁸ 作為參照，新興亞洲由 2013 年 6 月至 2016 年 12 月的平均實質國內生產總值增長率為 4.6%，先進經濟體、拉丁美洲及新興歐洲及非洲的相應數字分別為 1.4%、2.2% 及 3.1%。

⁹ 值得注意的是，因美聯儲收緊政策導致的短期利率上升，不一定會導致長期利率上升。近期的一個例子是 2005 年的格林斯潘謎題，當時，美聯儲開始啟動緊縮週期，但在期限溢價下降的情況下，美國長期利率維持穩定（見圖 B1.3）。關於格林斯潘謎題及其與期限溢價的關係，請參閱 Backus 及 Wright (2007)，「Cracking the Conundrum」，《Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program》，The Brookings Institution，第 38(2007-1) 期，第 293–329 頁。

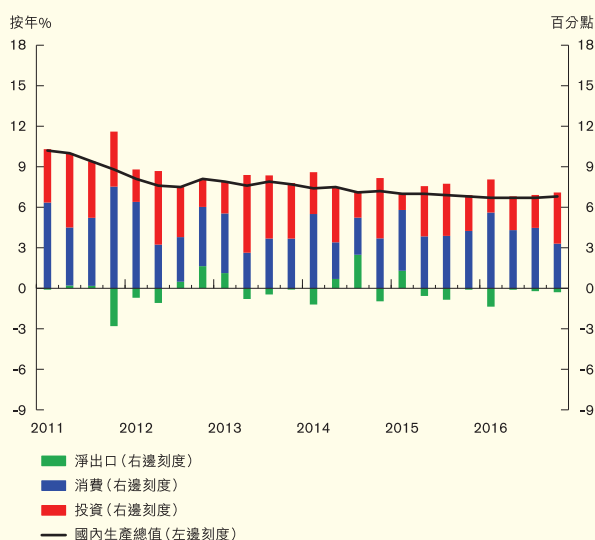
¹⁰ 若擴張性財政政策可大幅提振美國經濟，引致巨大的通脹壓力，美聯儲將提高政策利率，因而有可能導致美國長期利率上升。

2.2 中國內地

實體經濟

中國內地方面，在基建投資增長堅挺和私營部門業務開支改善的情況下，2016年下半年整體經濟增長速度微幅加快。特別是實質國內生產總值在第4季按年增長6.8%，而首三季的平均增幅為6.7%（圖2.8）。

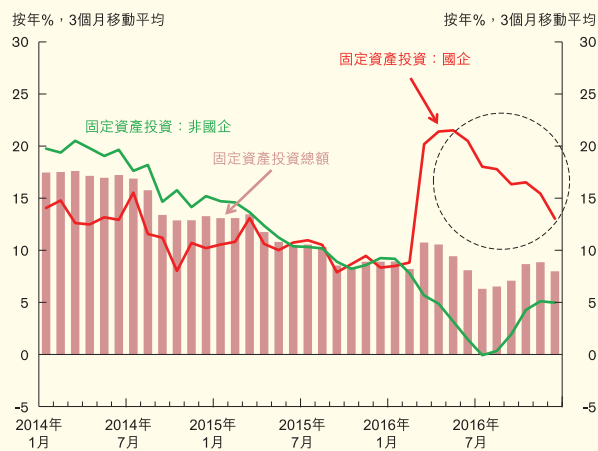
圖 2.8
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

在國內生產總值的主要組成部分當中，由於勞工市場情況穩健，居民收入增長堅挺，消費增長保持穩健。投資方面，受國企基建投資強勁增長，以及非國有企業開支自去年7月以來回升，資本形成總額對國內生產總值的貢獻在2016年下半年有所增加（圖2.9）。然而，由於國內需求改善，推動進口增長較出口為快，淨出口對實質國內生產總值增長的貢獻在去年下半年仍然為負數。全年而言，2016年實質國內生產總值增長6.7%，符合政府的6.5%—7.0%的增長目標。

圖 2.9
中國內地：按企業類別劃分的固定資產投資增長



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

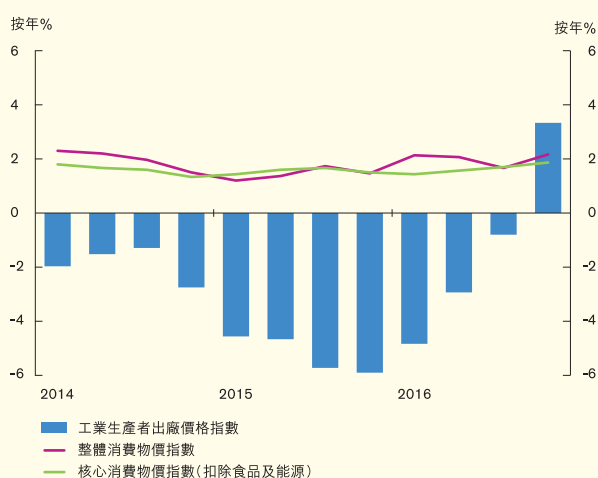
以增加值計算，第三產業在2016年下半年錄得較快增長，並繼續成為經濟增長的主要動力。尤其儘管金融及房地產業增長放緩，但運輸及倉儲以及批發及零售業等其他服務業增長加速。同時，第二產業增長於期內大致保持穩定，建築業放緩被製造業擴張所抵銷。由於第三產業增長速度較其他產業為快，第三產業佔國內生產總值的比例由2015年的50.2%進一步上升至2016年的51.6%。

雖然內地經濟增長持續出現回穩的跡象，但短期前景仍充滿不確定性。國內方面，若房地產市場持續降溫，房地產業對經濟的支持可能會減低。因此，私營部門活動的改善，特別是房地產相關行業的業務擴張，能否持續仍不明朗。此外，結構性改革的持續推進，例如低效率的製造商的去槓桿及去產能活動，短期內亦可能會影響經濟增長。外部方面，中美貿易關係的變化，亦可能增加經濟前景的不確定性。在內地當局將經濟增長目標從去年的6.5%—7.0%調整為今年的6.5%左右之後，最新的共識預測顯示市場亦預期2017年實質國內生產總值增長將會放緩至6.5%。

隨著經濟活動復蘇，物價上升的壓力在上游價格大幅反彈的情況下有所顯現。具體而言，部分受到持續的供給側去產能、以及因近期房地產市場暢旺而不斷增加的需求所影響，大宗商品價格快速上升。在這種情況下，工業生產者出廠價格通脹在第4季按年反彈至3.3%（圖2.10）。消費物價通脹亦跟隨工業生產者出廠價格的趨勢，由2016年上半年的平均按年2.2%輕微上升至第4季的2.3%。這是由於房屋相關及醫療產品等非食品組成部分價格上升的影響超過了食品價格通脹放緩的影響。

展望將來，若去產能等供給側改革持續，以及經濟活動繼續改善，上游價格通脹壓力短期仍會存在。由於上游價格通脹上升或會產生涓滴效應，消費物價的和緩升勢在短期內仍可能會持續。

圖 2.10
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

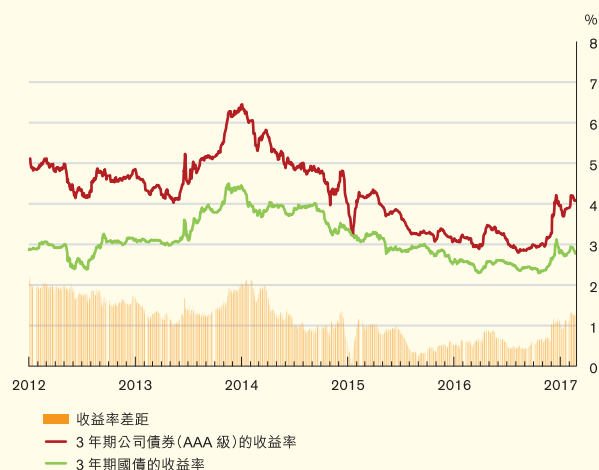
資產市場

於報告期內，股市情緒保持平穩，股票價格於2016年下半年小幅上升。與此同時，槓桿交易活動仍受抑制，2016年全年保證金融資餘額均處於低位。

債券市場方面，收益率於2016年年底隨通脹預期升溫及銀行間流動性收緊而上升（圖2.11）。債券收益率上升，推高企業融資成本，並可能導致主要倚賴債

券融資的公司（例如房地產發展商）面臨的再融資風險增加。鑑於與債券收益率急升有關的風險上升，當局收緊交易所買賣債券的槓桿交易活動。

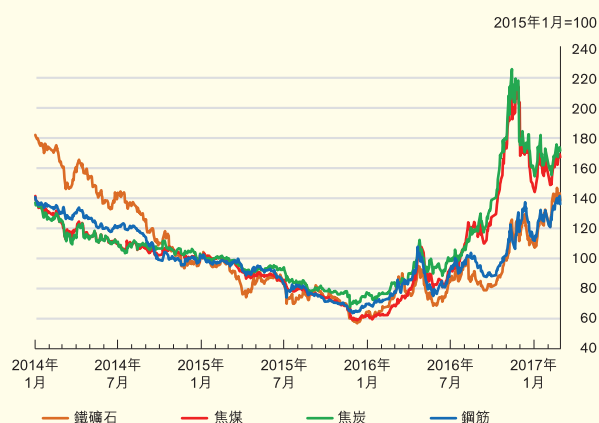
圖 2.11
中國內地：政府及企業債券收益率



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

2016年下半年，內地大宗商品市場大起大落。去年第3季，大宗商品投資持續暢旺，價格急升（圖2.12）。大宗商品價格上升的部分原因是供應側持續去產能及近期房地產市場景氣帶動需求增長，但市場繁榮似乎也有部分投機因素。有見及此，上海、大連及鄭州商品交易所均於11月中旬採取措施給市場降溫，例如提高保證金要求及提高交易徵費。因此，大宗商品價格自高位大幅回落，但去年年底仍波動較大。

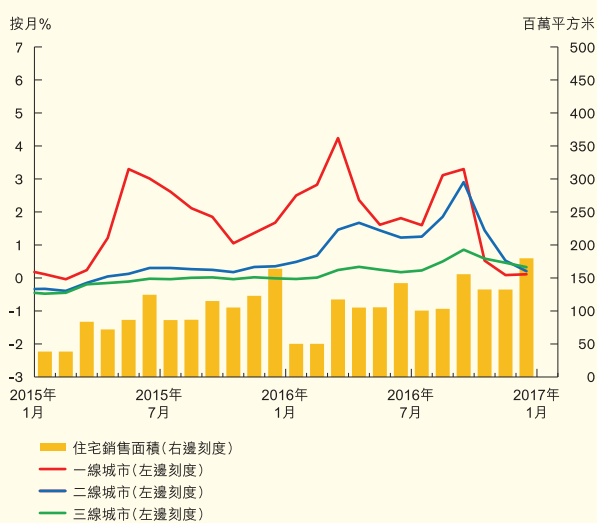
圖 2.12
中國內地：主要大宗商品價格



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

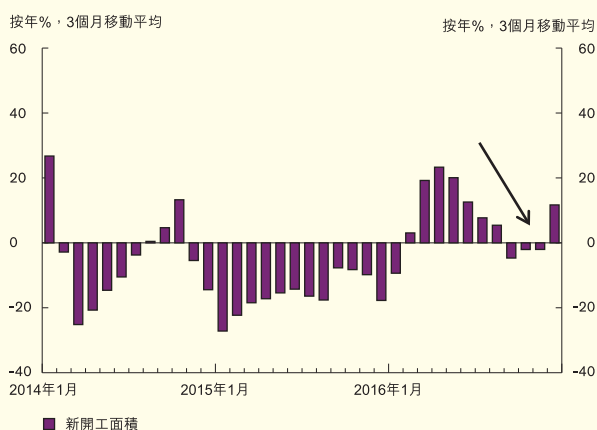
內地房地產市場於去年第3季樓價快速上升，其後在收緊措施打壓下，於年底初步出現降溫跡象。具體而言，地方當局於10月初推行進一步收緊措施後，去年最後數月樓價上升速度顯著減低（圖2.13）。11月份一線城市樓價按月升勢幾乎停滯，且自2014年9月以來，升幅首次落後於二三線城市。

圖 2.13
中國內地：住宅價格及銷售面積



隨著樓價升勢放緩，樓宇新開工面積的增長亦開始放緩，但於2016年底小幅反彈（圖2.14）。然而，今年內地政府的重點工作包括抑制投機活動及促進物業市場穩定健康發展，因此若房地產投資放緩以及過熱的樓市回復常態，則房地產業對經濟增長的支持有可能會減少。

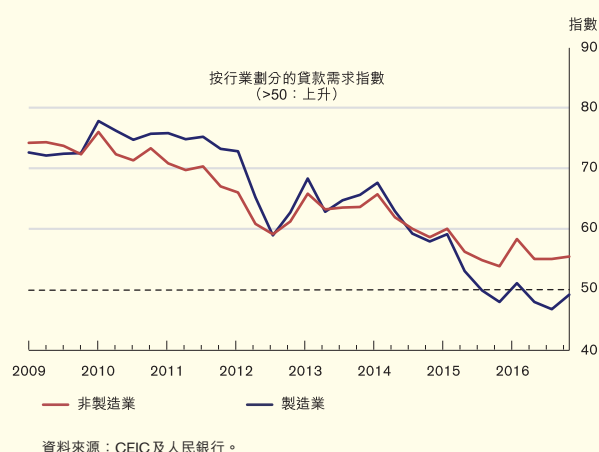
圖 2.14
中國內地：新開工商業及住宅面積



銀行貸款及資產質素

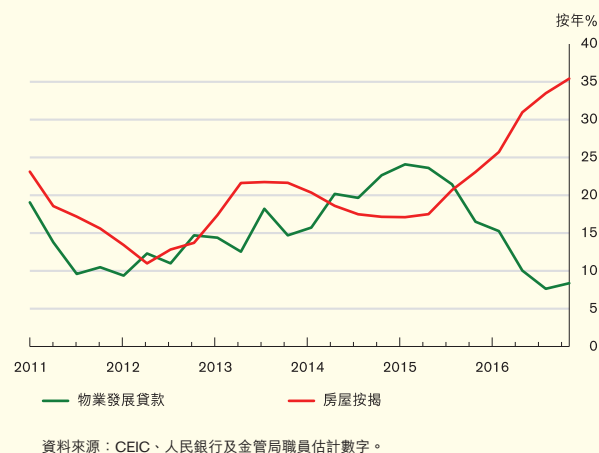
於回顧期內，儘管經濟活動改善，但由於貸款需求疲弱，銀行貸款增長持續放緩。根據人民銀行的季度銀行家問卷調查，2016年製造業貸款需求持續減少，而非製造業企業的貸款需求增長亦在歷史低位徘徊（圖2.15）。

圖 2.15
中國內地：按行業劃分的貸款需求指數



供應方面，鑑於與房地產市場過熱相關的潛在風險，內地銀行收緊發展商的貸款審批標準，特別是受房地產榮衰週期影響較大的小型發展商。因此，於2016年年底，發展商貸款的增長由上年同期的16.5%大幅跌至8.4%（圖2.16）。

圖 2.16
中國內地：物業發展貸款及房屋按揭增長

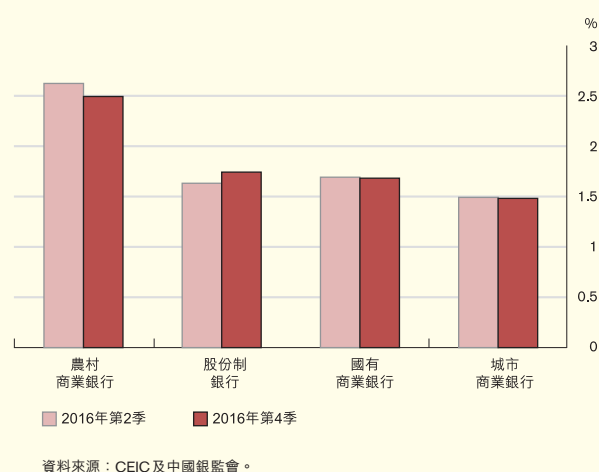


相比之下，銀行對置業人士的貸款仍然活躍，且快速增長。儘管如此，與按揭貸款快速增長有關的風險似乎有限。第一，個人槓桿水平仍然不高。2016年年底，未償還按揭貸款的規模僅相等於家庭存款總額約三分之一。第二，由於當局採取收緊措施，提高首付比例，因此在一線城市等過熱市場按揭成數仍然較低。第三，由於當局已推行措施禁止首付貸，特別是從P2P平台獲得的首付貸，影子銀行參與按揭貸款的風險亦受到控制。

雖然由於上述原因，房地產市場的榮衰週期對家庭及房地產發展商的償還能力的直接影響不大，但房地產市場的榮衰週期透過抵押品價值對銀行貸款質素的間接影響仍不容忽視。一些研究指出，五大銀行的貸款有30–45%為抵押貸款，而其中大部分抵押品為房地產。¹¹ 因此，若樓價大幅調整，銀行貸款的相關風險仍可能增加，尤其以物業及土地作抵押的貸款。

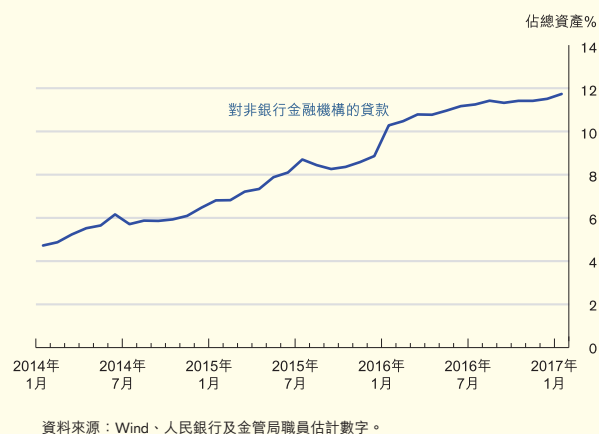
即使房地產市場暢旺，多數行業的盈利仍然欠佳，進而影響內地銀行在報告期內的資產質素。因此於2016年年底，不良貸款率由上年同期的1.67%輕微升至1.74%。在各類銀行中，農村商業銀行的不良貸款率最高，但稍低於六個月前水平（圖2.17）。

圖2.17
中國內地：2016年年底按銀行類別劃分的不良貸款率



面對貸款質素下降造成的企業貸款壓力，內地銀行（特別是較小型銀行）持續增加對非銀行金融機構的敞口。因此，銀行對非銀行金融機構的債權佔整體銀行資產的比例由2014年及2015年年底的6.5%及8.9%大幅升至2016年年底的11.5%（圖2.18）。

圖2.18
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權

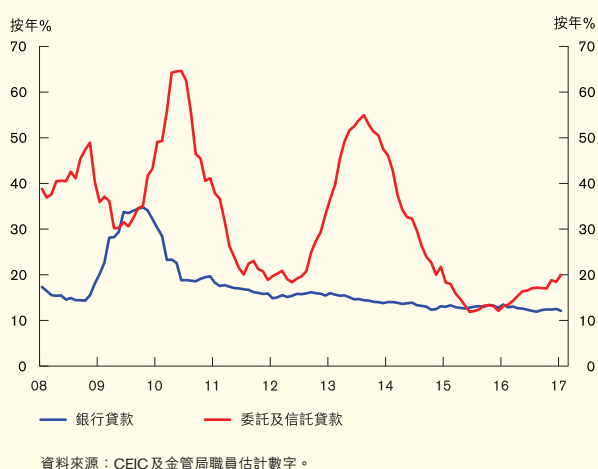


¹¹ 例如，請參閱《中國金融體系穩定評估報告》，國際貨幣基金組織，2011年，第17頁。

雖然此類債權的財務披露通常不如一般銀行貸款透明，但從上市銀行的財務報表所得資料顯示，銀行對非銀行金融機構的敞口增加，有可能和銀行應收款項類投資的增加有關。這些應收款項類投資的分類資料顯示，較小型銀行的資產負債表通常有較大比例的影子銀行相關產品，例如信託項目中的股權或在證券公司受託管理的資金中的持倉等。

隨著銀行在影子銀行相關應收款項類投資的快速增加，影子銀行貸款，包括委託及信託貸款的增長速度在2016年亦開始變快（圖2.19）。銀行與影子銀行貸款增長背馳可能反映金融中介鏈延長，以及在銀行收緊貸款標準的背景下，影子銀行活動復甦的風險，因此應予密切關注。

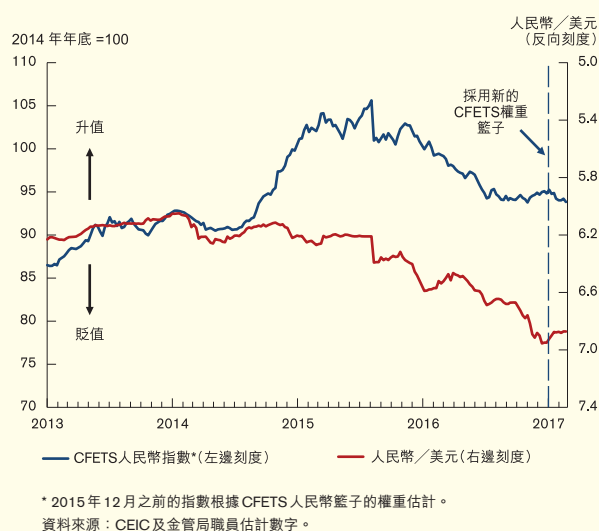
圖 2.19
中國內地：銀行貸款及影子銀行貸款增長



匯率及貨幣市場

隨著美元升值，人民幣兌美元匯率於2016年下半年有所下跌，但兌一籃子貨幣則大致保持平穩（圖2.20）。具體而言，去年7月至10月期間，人民幣兌美元貶值1.9%，自美國總統選舉後至年底，進一步貶值2.4%，直至2017年首兩個月略見回穩，有可能反映市場情緒的改善。相比之下，作為反映人民幣兌一籃子貨幣貿易加權變動情況的中國外匯交易中心（CFETS）人民幣指數，於報告期內輕微下跌0.2%。

圖 2.20
中國內地：CFETS 人民幣指數及人民幣兌美元匯率

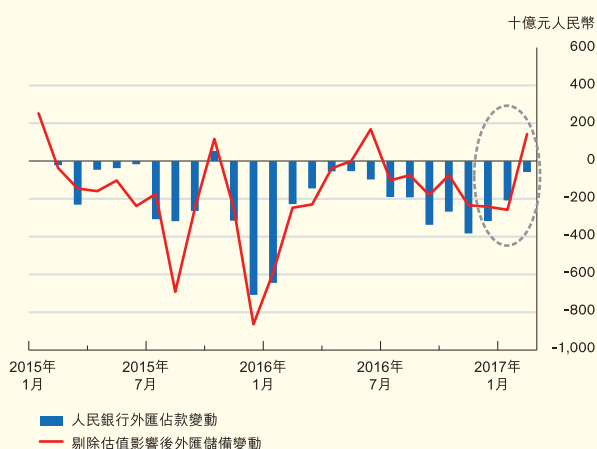


為進一步改善CFETS人民幣指數的代表性，CFETS於2017年1月把最新加入CFETS平台交易的11種貨幣加入現有籃子，修訂了人民幣指數的計算。因此，美元、歐元及日圓等主要貨幣的權重被調低，預計韓國等地區性貨幣將會對人民幣產生更多的影響。¹²

由於人民幣匯率兌美元有所回穩，中國內地資本外流的壓力在2016年第4季加劇後，在2017年初已有所放緩。剔除估值影響後，外匯儲備估計於2016年9月至2017年1月期間隨美元轉強而每月平均下跌約290億美元，但其後在2月份回升210億美元（圖2.21）。中國內地的外匯儲備於2017年2月份錄得30,050億美元，於報告期內減少1,800億美元。

¹² 就主要貨幣而言，美元、歐元及日圓的權重分別調低4%、5.05%及3.15%至22.4%、16.34%及11.53%，而新加入的韓國權重為10.77%。

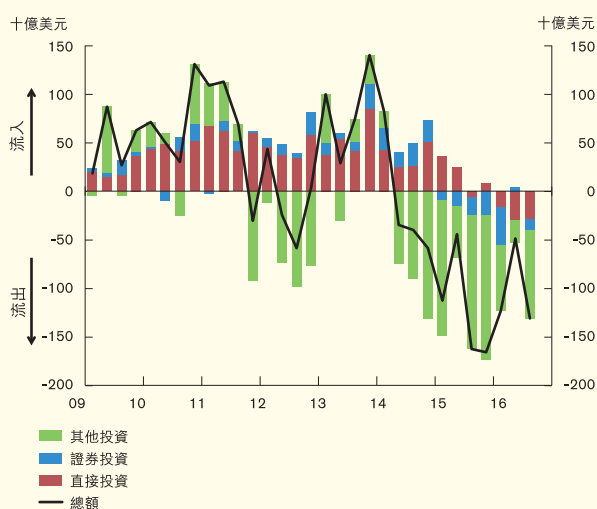
圖 2.21
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

國際收支平衡統計資料中跨境資本淨流動的分類資料顯示，與其他投資相關的資本流動仍是資本外流的最重要推動因素（圖 2.22）。然而，進一步研究指出自 2016 年第 2 季以來，外部借款減少似乎不再是一個推動因素。特別是於 2016 年第 3 季，以其他投資形式的資本外流顯著增加主要來自內地銀行對非居民的貸款，而不是因為內地居民從外部借款的進一步減少。儘管如此，由於跨境銀行資金流動的波動較大，尚需更多時間才能確定其他投資項下資本流動的新趨勢。

圖 2.22
中國內地：按流動類型劃分的淨跨境資本流動



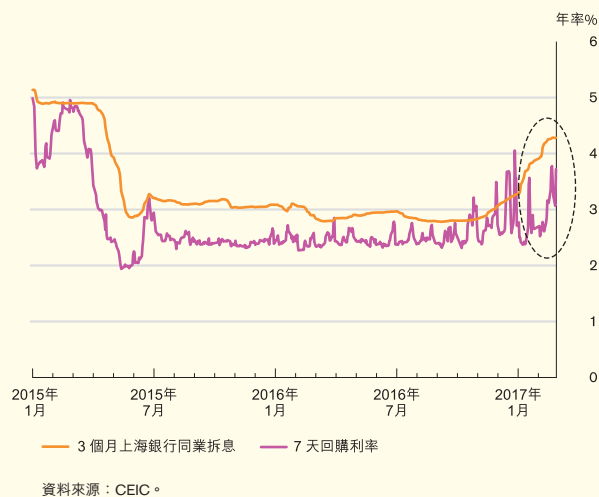
資料來源：CEIC 及金管局職員估計數字。

與此同時，2016 年直接投資及證券投資形式的資本外流似乎成為資本外流日益重要的推動力。特別是與直接投資相關的跨境資本流動，由 2015 年第 4 季的小幅淨流入變為 2016 年第 3 季的 290 億美元淨流出，可能反映內地居民增加對外資產配置。

展望未來，雖然長期而言，經常帳盈餘及強勁的經濟及生產力增長會繼續支持人民幣匯率，但資本流動的短期前景尚不明朗，並將取決於美元的未來走勢、內地居民重新配置資產的步伐以及全球市場情緒。

由於資本外流加快，去年年底貨幣市場的流動資金狀況趨緊。7 天回購利率最近數月有所上升，且波幅擴大（圖 2.23）。較長期的銀行間融資成本似乎亦受到影響，3 個月上海銀行間同業拆息由 2016 年 8 月的 2.7% 升至 2017 年 2 月的 4.3%。

圖 2.23
中國內地：7 天回購利率和 3 個月上海銀行間同業拆息

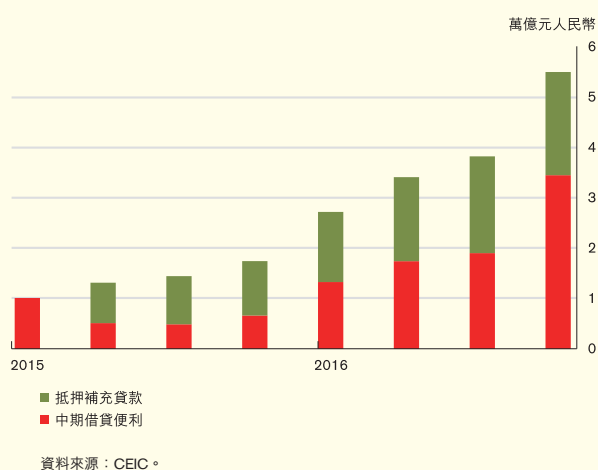


財政及貨幣政策

鑑於資本外流有所增加，中國人民銀行於報告期內繼續倚重定向措施為銀行體系提供流動性，而存款準備金率則維持不變。例如，中期借貸便利餘額由2016年6月的約1.7萬億元人民幣大幅增至年底的約3.5萬億元人民幣（圖2.24）。

圖 2.24

中國內地：人民銀行的定向寬鬆工具餘額



2016年下半年，由於人民幣實質有效匯率轉弱，而實質有效貸款利率因通脹上升而下跌，整體貨幣狀況持續放鬆。儘管貨幣狀況放鬆事實上對穩定私營部門的經濟活動提供了幫助，但在M1增長加速而M2增長放緩的情況下，有關貨幣政策有效性的憂慮仍然存在。一些市場評論員指出，M1與M2增速背馳的原因可能是經濟增長放緩導致缺乏投資機會，令閒置資金快速積累。他們認為這反映了內地經濟可能正陷入流動性陷阱。

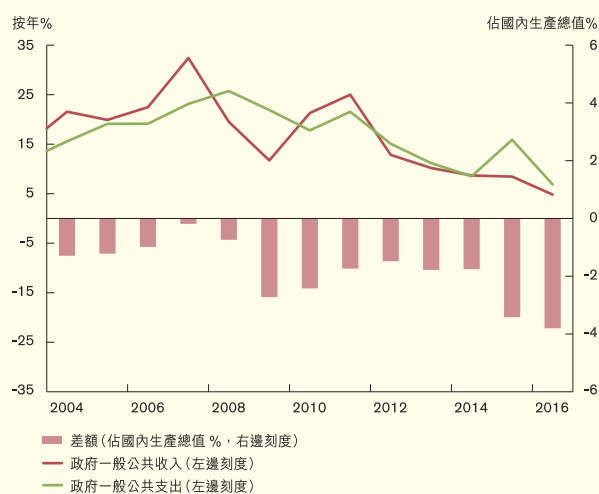
我們在專題2中的分析表明，關於內地經濟面臨流動性陷阱的觀點缺乏依據，因為貨幣需求的利率彈性並沒有急速上升，這與流動性陷阱假說描述的情況相反。因此，我們需要回答的問題是，什麼原因導致M1與M2增速背馳。在專題3中，我們探討可能影響M1與M2增長的因素。我們發現，雖然近期的貨幣寬鬆部分解釋了為何M1增長快於M2，但經濟不確定性上升，而非經濟增長放緩，似乎亦透過推高預防性貨幣需求及延緩投資而扮演了重要角色。

根據中央經濟工作會議及政府工作報告，2017年貨幣政策立場為穩健中性。此外，鑒於如房地產市場等資產市場過熱的潛在系統性影響，當局將更著重於防範金融風險。例如，人民銀行於2017年1月24日在向銀行體系提供流動性支持的同時，將6個月期及12個月期中期借貸便利的利率調高了10個基點。全年而言，政府預計2017年M2和社會融資規模餘額增長均會放緩至12%左右，而2016年政府對兩者的增長預期皆為13%。

在財政方面，政府一般公共收入與支出的缺口佔國內生產總值的比例由2015年的3.4%擴大至2016年的3.8%（圖2.25）。雖然2016年政府開支增長放緩，但政府收入似乎以更快的速度減少。例如，政府的營業稅和增值稅收入於2016年首五個月按年增長36.6%，但在增值稅改革後，相關收入於6月至12月期間按年減少16.9%。與此同時，隨著政府致力於減免企業費用，政府的非稅項收入增長亦由2015年的29.0%大幅下降至2016年的6.8%。雖然政府收入減少可能部分反映經濟活動放緩的影響，但亦可能反映當局在推動基建投資的同時，更加著重使用企業減稅及免除費用等措施以促進私營部門開支。

圖 2.25

中國內地：政府一般公共收入及支出



為穩定經濟及繼續支持供給側改革，當局今年將採取更積極的財政政策。政府財政預算赤字規模由2016年的2.18萬億元人民幣增加至2017年的2.38萬億元人民幣，但預算赤字佔國內生產總值的比例則與去年一樣，維持在3.0%的水平。特別是內地當局計劃在今年進一步減少企業稅負及涉企收費分別約3,500億元人民幣及2,000億元人民幣。在開支方面，政府今年計劃完成8,000億元人民幣鐵路建設投資及1.8萬億元人民幣公路水運投資。

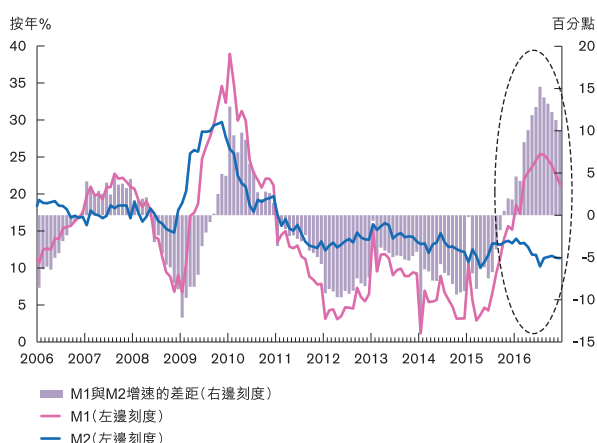
儘管政府採取更積極的財政政策立場，2016年的整體政府債務增長維持在2.5%的溫和水平。因此，政府的整體負債在2016年稍為下降，政府債務佔國內生產總值的比例從2015年的38.7%微幅下降至2016年的36.7%。在地方層面而言，於報告期內，債務置換計劃的進一步實施，以及賣地情況改善，均有助緩解對地方政府債務再融資風險的憂慮。儘管如此，部分省份如青海、山西及陝西等地的政府收入在2016年有所減少，導致財政狀況轉差。

專題2 中國內地經濟是否陷入流動性陷阱？

引言

歷史經驗表明，中國內地的M1（狹義貨幣）和M2（廣義貨幣）走勢基本一致，儘管M1增長波動較大。然而，自2016年以來，M1增長提速，由按年約15%上升至2016年7月的25.4%。相比之下，同期M2增長速度則由按年13.3%降至11.3%（圖B2.1）。M1迅速擴張，而M2卻並未出現迅速增長，這種狀況引發了對貨幣政策有效性的憂慮。部分市場觀點甚至認為，內地經濟有可能陷入流動性陷阱，因為M1與M2增長的背馳很可能是由於經濟增長放緩，閒置資金因缺乏投資渠道而快速積累所致。

圖B2.1
中國內地的M1和M2增長



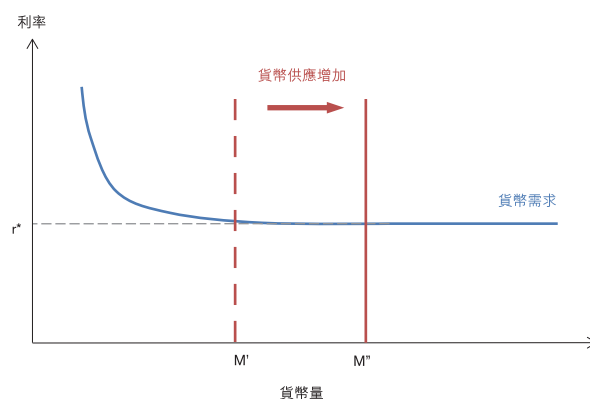
了解內地經濟是否陷入流動性陷阱相當重要。若確實如此，則貨幣政策可能難有實效，而內地當局可能需要更多地依賴其他措施（例如財政刺激政策）來支持經濟增長。考慮到M1增長速度遠高於M2這種狀況本身未必可作為衡量流動性陷阱是否存在的指標，本專題將用計量方法檢驗流動性陷阱的假說在內地是否

成立。具體來說，我們將估算貨幣需求的利率彈性在不同時期內的變化，並觀察其是否會隨利率下降而上升。

流動性陷阱：定義以及有關中國內地狀況的爭議

雖然流動性陷阱這一概念並無明確定義，但與此相關的討論通常提及這樣一種情形：貨幣政策無法使實質或名義利率進一步下降，因而失去調節經濟的作用。¹³ 在此情況下，利率處於低位或接近零，而貨幣需求的彈性相當高。因此，任何增加的貨幣供應都將會被囤積，從而導致利息無法進一步下降以達到刺激經濟的目的（圖B2.2）。

圖B2.2
流動性陷阱中的貨幣需求及供應圖示



關於內地經濟是否正陷入流動性陷阱的爭議，有兩種不同的觀點。其中一種觀點強調貨幣政策的有效性。該觀點認為內地經濟有可能陷入流動性陷阱，主要依據是內地的貨幣寬鬆對實體經濟活動的影響似乎已減弱，特別是在M1快速增長，而M2增長放緩的情況下。M1、M2增速背離可能說明閒置資金正在快速

¹³ Keynes (1936) 在其著作中指出一種可能性，當利率下降至一定水平，流動性偏好有可能變得幾乎無限大，而貨幣當局可能實質上失去對利率的有效控制。後來的學者如Krugman (1998) 將流動性陷阱定義為由於名義利率為零或接近零，而導致傳統的貨幣政策失效的情況。

囤積。另一種觀點則從內地的利率水平出發，做出相反的判斷。該觀點認為，雖然有效貸款利率已較2015年初的較高水平有所下降，但現時仍維持在5%以上的高位。

檢驗流動性陷阱假說的實證框架

評估流動性陷阱假說的一種方法是研究貨幣需求的彈性是否會隨利率下降而上升。參考Hondroyannis等人(2000)的方法，在本分析中，我們採用以下等式估算內地貨幣需求的利率彈性，

$$\ln(MD_t) = \beta_0 + \beta_1 \ln(r_t) + \beta_2 \ln(Y_t) + u_t,$$

其中， MD_t 代表貨幣需求，而 r_t 代表現行市場利率。 β_1 為利率的系數，反映貨幣需求的利率彈性。若內地經濟確實陷入流動性陷阱，我們將會觀測到貨幣需求彈性伴隨利率下降而急升的情況。

除利率外，收入水平亦會影響貨幣需求。具體而言，在其他因素相同的情況下，收入水平上升可能會導致貨幣需求增加。因此， Y_t （國內生產總值）作為收入的指標，亦被納入上述等式。

採用內地的數據檢驗流動性陷阱假說

採用2005年1月至2016年9月期間的月度數據，我們的估算結果顯示，在大多數情況下，以M2或社會融資規模衡量的貨幣需求¹⁴在利率下降時上升（利率變動系數為負數）（表B2.A）。¹⁵另外，正如表中國內生產總值系數所示，貨幣需求的收入彈性為正數且略高於1。

表 B2.A
中國內地貨幣需求的收入和利率彈性：
2005年1月至2016年9月

因變量：	(a) M2	(b) 社會融資 規模	(c) M2	(d) 社會融資 規模	(e) M2幣	(f) 社會融資 規模
解釋變量：						
國內生產總值	1.176 (.000)	1.381 (.000)	1.163 (.000)	1.363 (.000)	1.224 (.000)	1.425 (.000)
利率						
估算的1年期有效 貸款利率	-0.271 (.000)	-0.286 (.000)				
1年期基準貸款 利率			-0.306 (.000)	-0.358 (.000)		
7天回購利率					-0.059 (.009)	-0.051 (.149)
常數	-0.796 (.000)	-3.054 (.000)	-0.633 (.000)	-2.784 (.000)	-1.759 (.000)	-4.017 (.000)
R平方	.996	.992	.997	.994	.994	.990
樣本數目	141	141	141	141	141	141

註：國內生產總值的月度估計乃基於季度國內生產總值、投資、消費及淨出口佔國內生產總值的比例，以及關於固定資產投資、零售銷售及貿易結餘的月度數據。估算的1年期有效貸款利率是基於1年期基準貸款利率和在該月以低於或高於基準貸款利率借出的貸款比例所計算。上表使用的是Newey-West標準誤差，而P值在括號內列示。

進一步利用滾動窗口分析的結果表明，從貨幣需求利率彈性在各個時段的表現來看，並無明顯證據顯示內地經濟陷入流動性陷阱。與流動性陷阱假說恰恰相反，我們發現，儘管有效貸款利率於2015年後顯著下降，但貨幣需求的利率彈性並沒有急速上升（圖B2.3）。隨著利率下降，儘管貨幣需求的彈性輕微上升，但仍遠較先前的彈性為低。

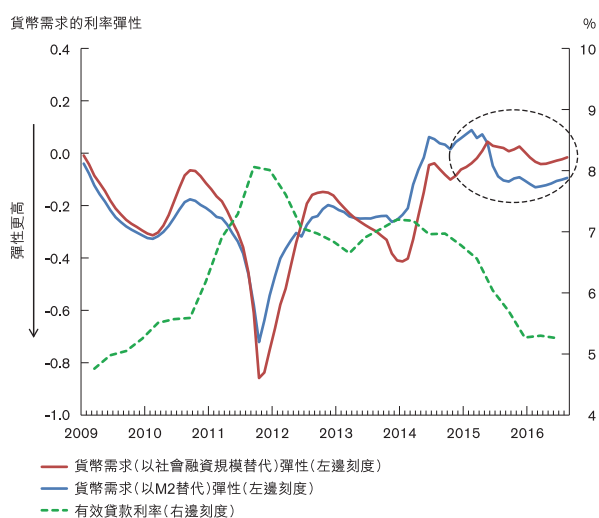
我們的研究結果表明，近期並無出現貨幣需求的利率彈性急升的情況。這一結論基本不受所選利率，滾動窗口的長短¹⁶，以及是否考慮存款準備金率等其他控制變量的影響。

¹⁴ M2經常在文獻中被用作貨幣需求的指標。就內地經濟而言，我們亦使用社會融資規模作為指標。

¹⁵ 唯一的例外是社會融資規模似乎對短期銀行間利率（例如7天回購利率）並不敏感（表B2.A中的(f)列）。

¹⁶ 就24個月及48個月滾動窗口而言，我們的結論是一致的。

圖 B2.3
基於滾動窗口分析的貨幣需求利率彈性



註：於2005年1月至2016年9月期間，貨幣需求的利率彈性按36個月滾動窗口估計。

結論

本分析的結果顯示，並無明顯的證據顯示內地經濟已陷入流動性陷阱。具體而言，我們的分析結果表明，與流動性陷阱假說描述的情形不同，雖然貸款利率於2015年後大幅下降，但貨幣需求的利率彈性並未急升。因此，如有需要，可持續的擴張性貨幣政策仍可有效地為內地經濟活動提供支持。

參考資料

Hondroyannis, G., Swamy, P.A.V.B.及Tavlas, G. S. (2000), 「Is the Japanese Economy in a Liquidity Trap?」, 《Economics Letters》第66期，第17至23頁。

Keynes, J.M. (1936), 「The General Theory of Employment, Interest and Money」, London: Macmillan。

Krugman, P. (1998), 「It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap」, 《Brookings Papers on Economic Activity》, 2:1998。

專題3 中國內地 M1 與 M2 增長的背馳

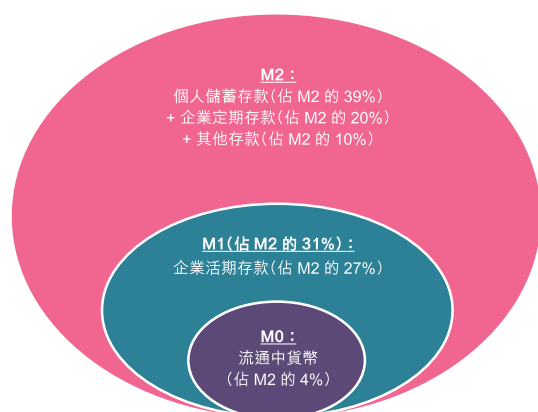
引言

在專題2中，我們的研究顯示並無證據支持內地經濟正陷入流動性陷阱的觀點。然而，M1與M2增長的背馳為何日益擴大仍然未被解釋。因此，本分析將從實證角度檢驗有哪些潛在因素可能導致M1的增速高於M2，並討論這種背馳情況是否需要引起重視。

中國內地 M1 與 M2 的定義

根據人民銀行的官方定義，中國內地M1主要包括流通中的貨幣（亦稱為M0）及企業活期存款（圖B3.1）。它們通常被視為交易及預防性用途的款項。M2則為較廣義的貨幣指標，除包括M1外，還包含更廣泛的存款如企業定期存款、個人儲蓄存款以及非銀行金融機構的存款等。定期存款通常持作投資／投機用途，且一般情況下利率較活期存款為高。

圖 B3.1
中國內地貨幣供應的定義

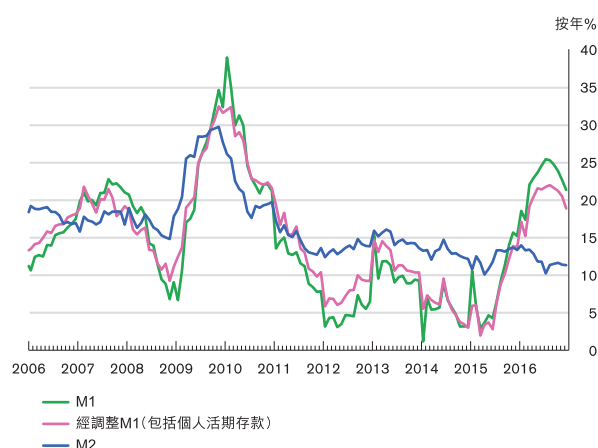


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

與傳統上界定的狹義貨幣不同，個人活期存款並不包括在內地官方定義的M1中，而是計入個人儲蓄存款而作為M2的一部分。儘管如此，若然將個人活期存款重新加回M1，雖然會稍為降低M1的波動性，但並不會導致狹義貨幣的增長情況出現重大變化

（圖B3.2）。這可能反映了個人及企業對高流動性的貨幣的需求（例如活期存款）往往會受到相似的宏觀經濟及結構性因素影響。

圖 B3.2
中國內地的 M1 與 M2 增長



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

影響 M1 與 M2 增長的潛在因素：經濟學理論有何解釋？

有多種因素可影響貨幣需求，從而影響M1與M2的增長率。首先，對貨幣（特別是M1）的需求往往會隨著產出的增加而增長。由於貨幣被用作一種交易媒介，或作為一種支付方式，隨著收入或經濟活動水平提高，人們可能需要持有更多高流動性的貨幣，例如現金或支票賬戶中的貨幣，以便利交易或支付。由於貨幣需求與經濟增長之間存在緊密的相關性，M1加速增長有時會被理解為經濟活動改善的早期跡象。

其次，貨幣需求亦有可能受利率影響。當利率下降時，定期存款所提供的回報將會減少，而持有流動形式貨幣的機會成本將會下降。因此，人們會願意在支票賬戶中持有更多貨幣。就此而言，利率下降通常會導致M1增長加速。

另一方面，相對於活期存款，利率下降可導致對定期存款（M2的另一個重要組成部分）的需求下降。具體而言，由於利率變化亦可能影響投資回報，人們可能會願意將貨幣由儲蓄賬戶轉入債券或其他對利率敏感，且在利率下降時價值會上升的資產。因此，相較M1增長，利率下降通常會對M2增長產生正面但相對較小的影響。

第三，在不確定性增加時，人們出於預防考量而持有貨幣的動機會變得較為強烈，因而M1增長亦會隨之加速。一般而言，若經濟前景變得不明朗，人們往往會增加持有預防性流動資金，以備不時之需。對於企業而言，經濟的不確定性增加可能會壓抑投資意願，繼而導致其資產負債表上的閒置資金增加。

除上述宏觀經濟因素外，金融體系的結構性變化亦可能影響M1與M2的增長。例如，中國內地影子銀行的快速發展或會令金融中介鏈條延長，從而令貨幣創造的速度放緩。此外，新技術的出現，例如可改善支票賬戶與儲蓄賬戶之間的轉換或提供流動性（例如信用卡）的新技術，亦可減少對貨幣的交易性需求。

中國內地M1與M2增長的決定因素的實證分析

正如上文所討論，雖然理論上多種因素均可對M1與M2的增長造成影響，但具體哪些因素導致中國內地近期的M1與M2增長背馳則屬於實證分析層面上的問題。為此，我們採用同一組解釋變量來解釋實質M1與M2增長。除了使用官方定義的M1以外，我們亦使用了經調整的實質M1（即除考慮流通中貨幣及企業活期存款外，亦包括了個人活期存款）的增長作為對比。在本分析中，我們使用2006年第1季至2016年第3季期間的季度數據為樣本，以估計貨幣需求方程。

這些解釋變量包括實質國內生產總值增長及1年期貸款基準利率的變動。為計及經濟不確定性的影響，我們亦在方程中加入基於新聞報道構建的中國內地的經濟不確定性指數。¹⁷此外，考慮到影子銀行活動對貨幣需求可能產生的影響，我們在方程中亦加進影子銀行活動餘額與銀行貸款餘額的比率。¹⁸

表B3.A總結了這些解釋變量的累積估計影響。我們的研究結果表明，雖然國內生產總值增長對M1、經調整M1與M2增長的累積影響從統計角度上均為正面，但其對M1與經調整M1增長的影響明顯較大。這些研究結果與理論相符，因為交易性貨幣需求與高流動性的貨幣更為相關，而經濟增長對定期存款的影響則較為不明顯。同樣地，我們發現，利率變化對M1、經調整M1與M2增長均具有顯著負面的影響。其中M1及經調整M1增長似乎對利率變化更為敏感，這與我們於上一節所討論的內容一致。

表 B3.A
解釋變量變動一個單位對實質M1與M2增長的累積影響¹⁹

解釋變量	實質M1 (按年%)	經調整實質M1 (按年%)	實質M2 (按年%)
實質國內生產總值(按年%)	2.026**	1.535**	0.937**
利率(%)	-12.153***	-11.674***	-5.529***
經濟不確定性 (經標準化，以標準差為單位)	2.973**	2.614***	-0.181
影子銀行所佔比例(%)	-0.266*	-0.412***	-0.257**
R平方	0.941	0.944	0.931

註：***、**及*分別表示其原本的估計係數有1%、5%及10%的顯著性水平。

經濟不確定性似乎對M1與經調整M1增長存在正面且統計上顯著的影響，但對M2增長的影響在統計上並不顯著。這結果顯示，經濟不確定性上升，往往會

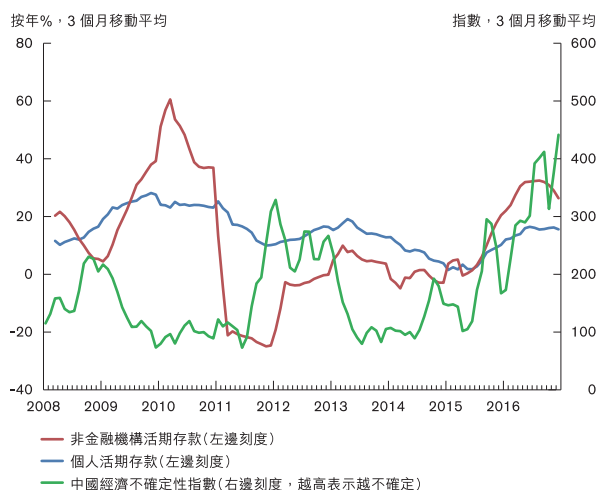
¹⁷ 我們採用Baker, S.R.、Bloom, N.及Davis, S.J.就中國內地編製的經濟政策不確定性指數作為經濟不確定性的替代指標。該指數透過一個文字關鍵詞過濾工具，計算一家主流報章上有關中國內地的經濟新聞報告的比例（資料來源：http://www.policyuncertainty.com/china_monthly.html）。近期有多份研究，包括歐洲央行及國際貨幣基金組織進行的研究，就採用了該團隊就其他經濟體編製的經濟政策不確定性指數。

¹⁸ 影子銀行活動包括委託貸款、信託貸款及由證券公司管理的委託基金。

¹⁹ 我們於回歸分析中加入滯後因變量及自回歸項，以控制時間序列相關性問題。這表格報告了解釋變量每一個單位的改變在五個季度內的累積效應或長期傾向(long-run propensity)。

導致預防性的貨幣需求增加，或企業資產負債表上的閒置資金快速積聚。事實上，個人和企業活期存款似乎與經濟不確定性指數密切相關，在2011年後尤其如此（圖B3.3）。

圖B3.3
個人及企業活期存款的增長與經濟不確定性



資料來源：CEIC、中國經濟政策不確定性指數（資料來源：http://www.policyuncertainty.com/china_monthly.html）及金管局職員估計數字。

相比之下，我們發現M1與M2的增長率對影子銀行活動與銀行貸款的相對規模存在相似的負相關關係。這說明雖然影子銀行活動有可能導致中國內地的貨幣增長放緩，但未必是導致近期M1與M2增長背馳的關鍵因素。

值得注意的是，相對於對M1增長的影響，影子銀行活動似乎對經調整M1增長存在較大的負面影響。這或許是因為影子銀行產品（例如理財產品）與個人活期存款之間的替代效應比其與企業活期存款之間的替代效應更強。²⁰

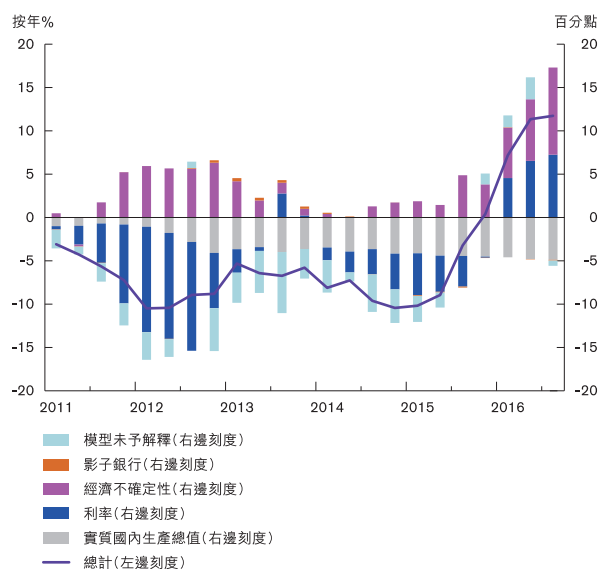
基於我們的估計結果，我們計算不同因素對M1與M2增長背馳的貢獻。²¹與我們預期一致，利息下降

²⁰ 例如，最新官方數據顯示，超過五成的新發行理財產品的期限為3個月或以下。資料來源：www.chinawealth.com.cn

²¹ 我們以2010年底（當時的M1與M2增速大致相同）作為基期，並估算各個解釋因素較基期而言，對M1與M2增長差別的影響。

是導致自2016年以來M1的增長速度遠高於M2的主要原因（圖B3.4）。

圖B3.4
對M1與M2的增長差異的貢獻



資料來源：CEIC、中國經濟政策不確定性指數（資料來源：http://www.policyuncertainty.com/china_monthly.html）及金管局職員估計數字。

有部分市場人士認為，M1與M2的增長背馳，是由於在經濟放緩的環境下，資金缺乏投資渠道所致。我們的研究結果並不支持這種觀點。相反，近期的經濟放緩導致交易性貨幣需求減少，進而令M1增長更為緩慢。事實上，本研究發現，令M1與M2增長出現背馳的另一個重要因素為經濟不確定性，而非經濟增長放緩本身。我們的結果表明，經濟不確定性對近期M1與M2增長差異的貢獻幾乎相當於利息下降的貢獻。

結論

我們的分析顯示，經濟不確定性對近期中國內地貨幣需求有重要的影響。雖然近期的貨幣寬鬆是導致M1增長速度遠高於M2的部分原因，但經濟不確定性似乎亦透過推高預防性貨幣需求及遏抑投資，在其中擔當了重要的角色。相比之下，近期的經濟放緩及影子銀行活動的擴張似乎對貨幣增長產生負面效應，特別是透過減低對M1，即流動性最高的貨幣的需求這一渠道。

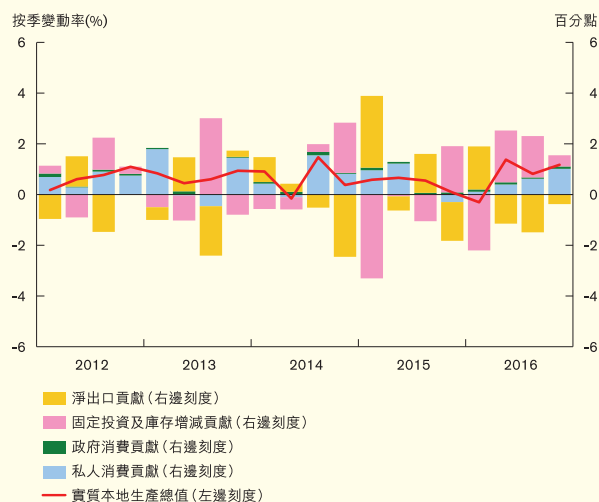
3. 本港經濟

私人消費增長加速及公營部門樓宇及建造活動暢旺，帶動香港經濟增長在2016年下半年內稍微加快。由於外圍環境越加不明朗，預期2017年經濟增長溫和。受惠於進口價格平穩，以及本地增長動力溫和，預料通脹壓力將繼續受控。

3.1 實體經濟活動

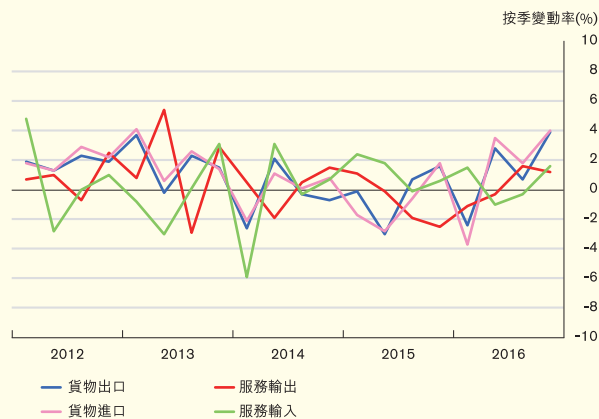
香港經濟增長於2016年下半年內稍微加快。經季節性因素調整的實質本地生產總值在第4季按季增長1.2%，較第3季的增長率0.8%略高（圖3.1）。部分由於消費者信心改善及勞工市場狀況穩健，私人消費增長速度加快，成為本地生產總值增長的主要動力。在香港機場第三跑道等基建項目支持下，樓宇及建造活動亦變得暢旺。然而，由於企業資本開支疲弱，令整體投資開支對本地生產總值增長的貢獻收窄。對外方面，貨物進出口均隨區內貿易流動上升而加速增長（圖3.2）。²² 貿易相關及運輸服務推動服務輸出進一步增長，而服務輸入則部分因本地居民旅遊需求強勁而反彈。淨出口繼續拖累本地生產總值增長。

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

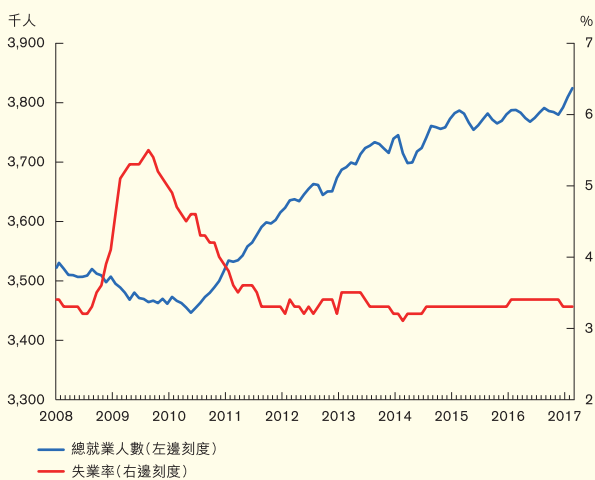


資料來源：政府統計處。

²² 貨物和服务貿易統計數字是按所有權轉移原則所編製。詳情請參閱政府統計處刊發的《本地生產總值（季刊）（2016年第4季）》。

勞工市場仍然偏緊。經季節性因素調整的失業率於首三季維持在3.4%，其後於第4季微降至3.3%（圖3.3）。事實上，多個主要行業的失業率於下半年內均有所下降，包括零售、住宿及膳食服務業，部分原因是零售業放緩的情況有所回穩。總就業人數於2017年2月份達到382.4萬人的新高，而勞動人口參與率則保持平穩於大約61%。

圖 3.3
失業率及總就業人數



預期2017年實質經濟增長將保持溫和。外圍因素方面，由於環球宏觀經濟及金融環境不明朗，全球經濟及貿易增長或會持續溫和。再加上美元強勢導致港元的實質有效匯率上升，將抑制香港的出口表現。本地因素方面，雖然穩定的就業及收入狀況會支持消費，但受利率上升所拖累，預期私人消費會溫和增長。隨著房屋供應增加及多個基建項目計劃展開，樓宇及建造活動應會穩步增長，但營商氣氛低迷及利率上升會抑壓企業資本開支。政府現時預測2017年實質本地生產總值增長介乎2至3%之間，而私營機構分析師的預測平均為2.0%。

經濟增長前景受制於眾多不明朗因素，當中來自外圍環境的影響尤甚。新一屆美國政府的政策不確定性，將令全球經濟前景變得不明朗，其中可能出現的貿易保護主義政策會對全球貿易流動帶來阻力。英國脫歐的進程以及歐洲數個主要國家的大選亦可能導致資產市場波動，並影響港元資金流向。此外，美國利率正常化會令本地貨幣狀況收緊，並對實體經濟及資產價格構成下行壓力。

3.2 消費物價

自2016年下半年以來，本地通脹雖然在最近數月按季動力上升，但總體仍然表現溫和。按年比較，基本綜合消費物價指數於2016年下半年至今年1月份穩定於2.1%（圖3.4）。反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率由第3季的0.9%加速至第4季的3.0%，其後於1月份略為下降至2.4%。通脹動力上升的主要原因是貿易品價格及房屋租金上漲（圖3.5）。特別是貿易品價格通脹由第3季的負數，上升至第4季的3.0%，主要受基本食品以及衣履價格推動。與此同時，自第3季以來，隨著私人住宅租金跌幅收窄，以及2016年9月公屋租金上調，綜合消費物價指數的房屋租金項目上升，但隨後於1月份略為放緩（圖3.6）。

圖 3.4
反映消費物價通脹的不同指標

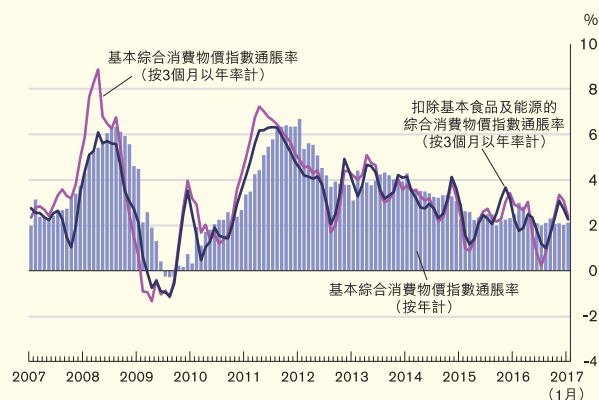
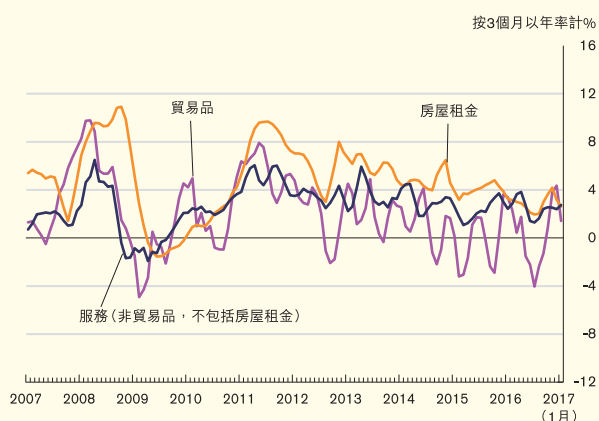
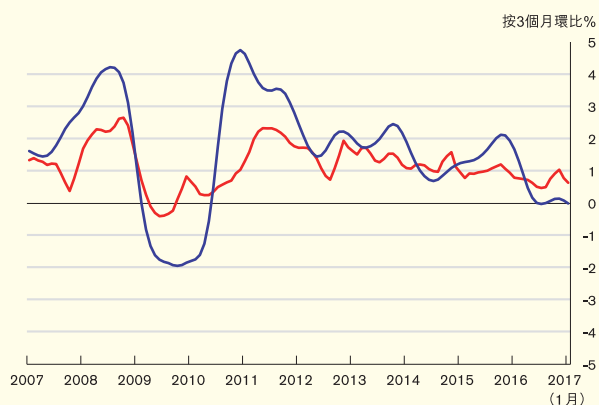


圖 3.5
按主要組成項目分類的消費物價通脹



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.6
綜合消費物價指數租金項目及市場租金

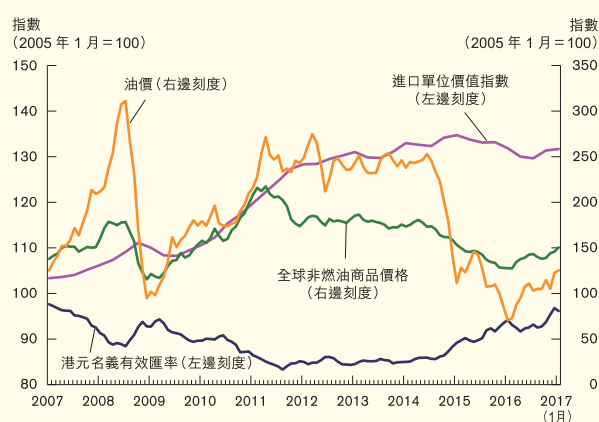


資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

短期而言，由於進口價格疲弱，本地成本壓力溫和，預期通脹壓力將持續受控。由於港元強勢在一定程度上抵銷全球商品價格回升的影響，輸入通脹仍會維持低企（圖 3.7）。本地方面，產出缺口於 2016 年第 4 季估計仍然接近零，這應有助於減輕業務成本壓力，從而抑制服務組成項目通脹。儘管勞工市場緊絀，但最近數季工資升幅輕微，人均實質薪金於 2016 年上半

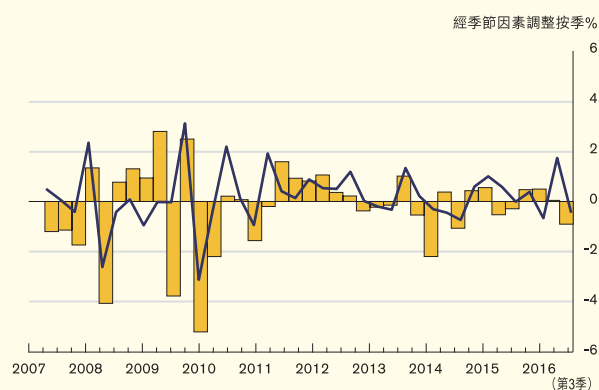
年上升 1.1%，其後於第 3 季下跌 0.4%（圖 3.8）。鑑於外圍環境持續不明朗，導致營商情緒審慎，在此背景下，勞工成本的升幅應會有所抑制。此外，由於最近數月零售銷售表現欠佳，預期零售物業租金升幅將會溫和。再者，較早前私人住宅租金回軟的影響將逐步浮現，亦會有助紓緩通脹壓力。整體而言，預期 2017 年全年按年通脹率將會下降，政府預測全年基本通脹率為 2.0%，較 2016 年的 2.3% 為低。

圖 3.7
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。

圖 3.8
單位勞工成本及人均實質薪金



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

通脹前景面臨上行及下行兩方面的風險。下行風險方面，若美國在特朗普政府管治下，通脹加快上升，將可能導致美國加息步伐快於預期，或會推高本地按揭利率，增加物業價格及房屋租金的下行壓力。與此同時，港元升值或會使進口價格繼續疲弱，並同時削弱本地對訪港旅客的吸引力。上行風險方面，若全球經濟擴張快於預期，或會令香港經濟增長加快，並推高由需求帶動的國際商品價格，從而對本地通脹帶來上行壓力。此外，經上調的法定最低工資將於2017年5月1日生效，這將可能令通脹進一步上升，但此項成本推動的通脹的實質影響則要視乎工資成本轉嫁至消費物價的程度而定。

4. 貨幣及金融狀況

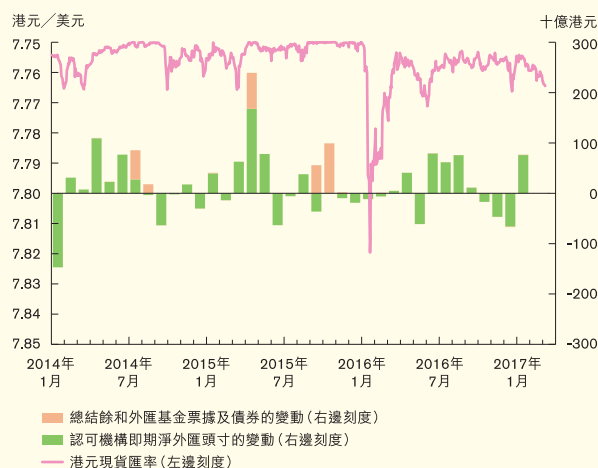
匯率、資金流及貨幣動向

儘管金融市場波動，港元匯率仍大致保持穩定，而港元銀行同業拆息隨美元拆息上升。部分由於本地經濟環境改善，整體貸款繼續溫和增長。展望未來，在美國利率正常化步伐加快，新一屆美國政府政策方向不明確，及歐洲存在政治風險下，港元資金流的波動或會增加。

4.1 匯率及資金流

儘管金融市場波動，港元兌美元現貨匯率大致保持穩定（圖4.1）。雖然11月美國總統選舉引發的市場波動使亞洲貨幣普遍下跌，但港元兌美元現貨匯率保持平穩。然而，美國聯邦公開市場委員會(FOMC)在2016年12月13日至14日的會議上公布的利率預測，促使市場對美國加快加息的預期升溫，使港元於其後短暫轉弱。在2017年初，港元匯率跟隨其他亞洲貨幣有所轉強，但由於市場2月中旬起對美國3月份加息的預期上升，港元開始出現轉弱跡象。於報告期內，兌換保證未有被觸發（圖4.2）。

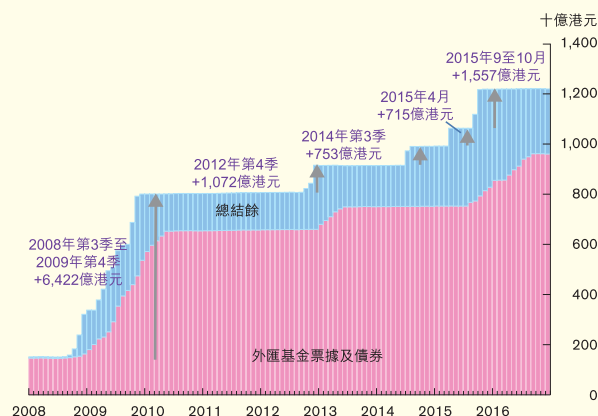
圖4.1
匯率及資金流指標



註：資金流指標的正值表示流入，1月份認可機構的即期淨外匯頭寸變動數據僅為暫時估算數字，2月份暫時沒有數據。

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。

隨著美元強勢，港元的名義有效匯率指數於8月至12月期間上升4.9%，之後在近期企穩（圖4.3）。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距收窄帶來的影響輕微，港元的實質有效匯率指數緊貼名義有效匯率指數的走向。

圖 4.3
名義及實質有效匯率



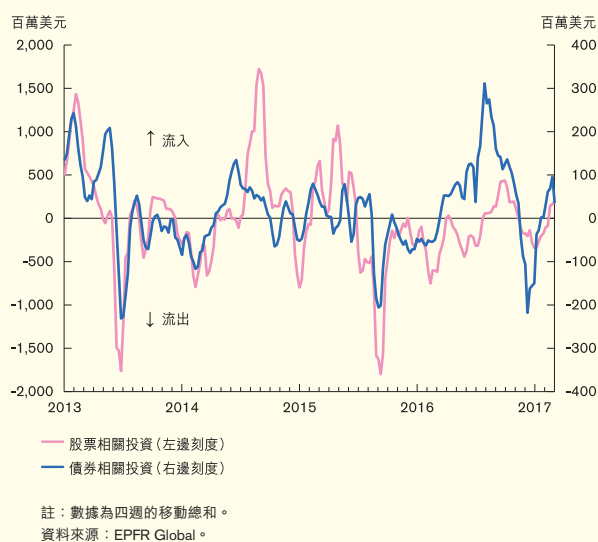
證券投資在2016年下半年錄得流出。最新的國際收支平衡統計資料顯示，非本地居民股票及債務證券投資於第3季出現淨流入，反映全球市場情緒改善及大量的首次公開招股活動（表4.A）。²³ 然而，部分受香港銀行增持美國債券所推動，本地居民的債務投資錄得規模龐大的流出，並蓋過非本地居民的投資流入。因此，跨境證券投資於第3季錄得淨流出。一項對全球互惠基金進行的調查顯示，2016年最後一季出現證券投資流出，主要是由於美國總統選舉結果出人意料，加上預期美國加息步伐加快，使本地金融市場與其他亞洲市場受壓（圖4.4）。但最新數據顯示，香港證券投資於2017年第1季出現資金流入壓力，部分由於投資者對美國採取擴張財政政策持樂觀態度，使全球金融市場表現改善。

表 4.A
跨境證券投資資金流

	2014	2015	2016		
(十億港元)			第1季	第2季	第3季
來自香港居民					
股權及投資基金份額	-318.2	-420.2	22.5	-45.6	-9.4
債務證券	42.1	-241.0	111.6	-19.9	-262.1
來自非香港居民					
股權及投資基金份額	136.7	-329.7	-48.5	41.4	37.2
債務證券	75.0	20.0	-0.9	5.2	20.6

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



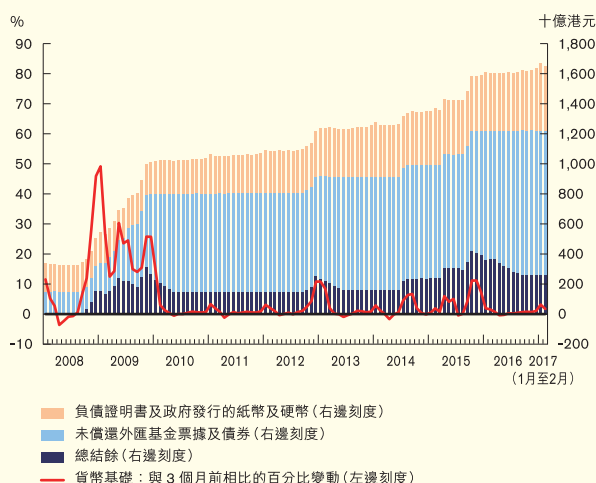
展望未來，港元資金流的波動或會增加。美國的利率正常化步伐若加快，會增加港元資金流向逆轉的風險。與此同時，在新一屆美國政府、英國脫歐進程及歐盟成員國選舉存在不確定性下，資金流或會增加波動。另外，內地投資者對港元資產的投資需求增加，或會對港元構成資金流入壓力。縱使深港通於12月推出後初期北向交易規模超過南向交易規模，但預期內地與香港之間在該計劃下的雙向股票投資資金流將逐步增加。

²³ 在編寫本報告時，第4季的國際收支平衡統計資料尚未發佈。

4.2 貨幣及信貸

儘管美元利率上升以及金融市場波動，香港的貨幣環境於2016年下半年及最近數月仍然保持寬鬆。港元貨幣基礎仍然規模龐大，在負債證明書及政府發行的流通紙幣及硬幣增長帶動下，於下半年進一步上升1.7%（圖4.5）。由於兌換保證未有被觸發，總結餘與未償還外匯基金票據及債券的總額大致保持於12,227億港元的高位。當中，由於增發為數490億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，總結餘收縮而未償還外匯基金票據及債券相應上升。²⁴

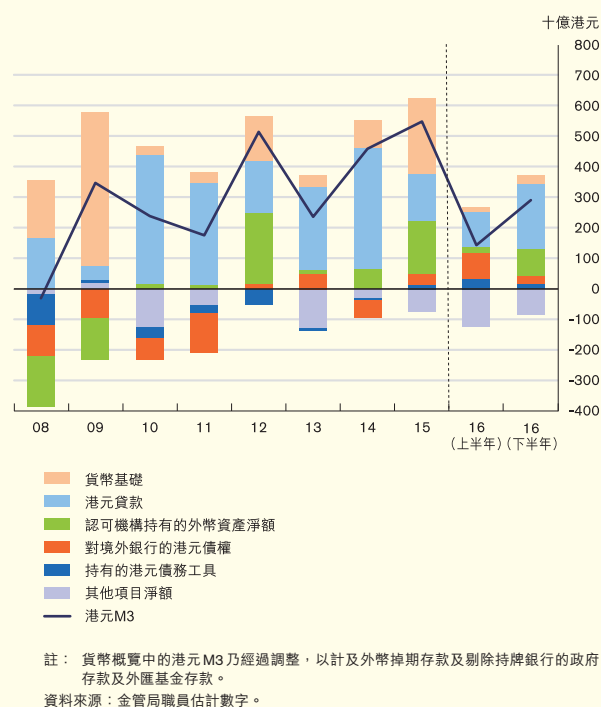
圖4.5
貨幣基礎的組成部分



資料來源：金管局。

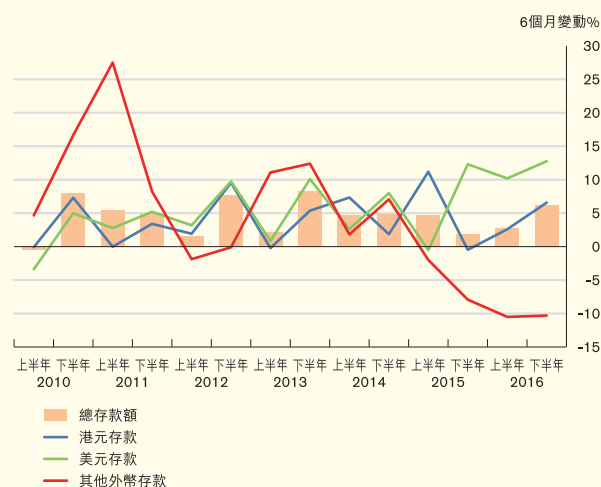
由於本地經濟漸趨穩健，港元貨幣供應增長步伐加快。港元廣義貨幣供應（港元M3）的增長由上半年的2.3%加快至下半年的6.5%。作為港元M3的主要組成部分，港元存款於下半年錄得較快的6.6%增長（圖4.7），主要受到本地經濟活動增強以及首次公開招股活動回升帶動交易需求增加所致。以對應資產分析，港元M3的增長主要反映港元貸款及銀行淨外幣資產上升（圖4.6），它們分別反映信貸擴張衍生出的貨幣及非銀行私營部門的港元資金淨流入。

圖4.6
港元M3及其對應資產變動



另一方面，外幣存款增長仍然表現各異。美元存款於上半年增長10.2%後，於下半年在美元強勢下錄得更高的12.8%增幅（圖4.7）。相比之下，其他外幣存款進一步收縮10.3%，主要因人民幣存款減少所致。整體而言，2016年下半年認可機構的存款總額增長上升至6.2%，全年增長則為9.1%。

圖4.7
存款增長



²⁴ 這符合貨幣發行局的原則，因為增發外匯基金票據反映貨幣基礎組成部份之間的轉移，即由總結餘轉移至未償還外匯基金票據及債券。貨幣基礎仍然由外匯儲備提供十足支持。

在美國利率正常化的預期下，銀行的批發融資成本於2016年第4季有所上升。雖然港元銀行同業拆息仍然偏低，但部分受到年底融資需求以及追回美元銀行同業拆息的升幅推動而有所上升。隔夜及三個月香港銀行同業拆息於下半年分別上升54及46個基點至0.66%及1.02%（圖4.8）。與此同時，港元收益率曲線跟隨美元收益率曲線上移，10年期香港政府債券收益率上升約90個基點，於12月底收報1.93%。踏入2017年年初，由於融資需求減少，港元銀行同業拆息普遍下跌，而長期香港政府債券收益率亦隨美國政府債券收益率微跌。

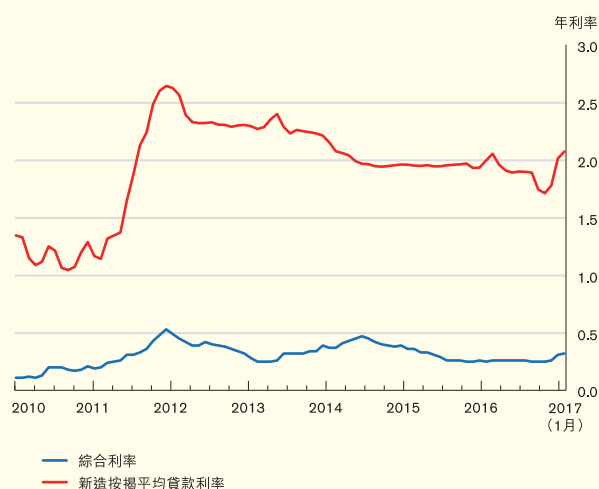
圖 4.8
港元銀行同業拆息及 10 年期政府債券收益率



資料來源：金管局。

由於銀行體系存款基礎龐大，零售層面的利率升幅相對較小。銀行的平均融資成本（以綜合利率計算）仍保持在低位，於2017年1月僅較7個月前微升6個基點至0.32%（圖4.9）。由於融資成本相對穩定以及按揭貸款業務競爭加劇，新造按揭平均貸款利率於2016年10月跌至近期低位1.71%，其後於2017年1月跟隨香港銀行同業拆息上升而反彈至2.07%。

圖 4.9
綜合利率及新造按揭平均貸款利率

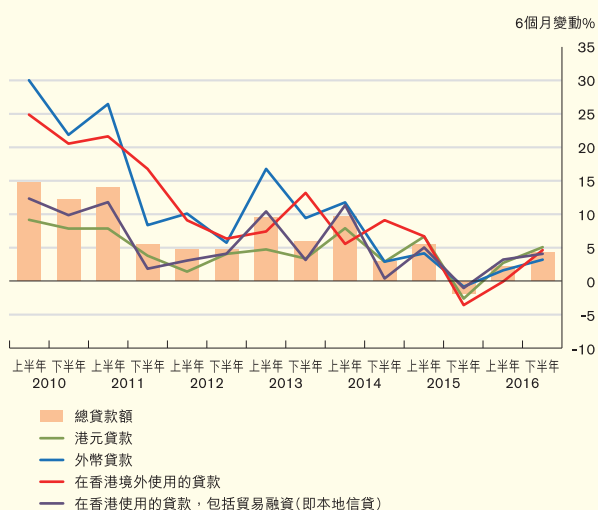


資料來源：金管局及金管局職員估計數字。

展望未來，本地利率的上升步伐將取決於美國利率正常化的速度、資金外流的規模以及全球宏觀金融發展。本地利率的上行壓力，加上港元實質有效匯率隨美元匯率上升，或會減少本地金融狀況對實體經濟的支持。專題4討論香港金融狀況指數的編製，以用作監察本地金融狀況。

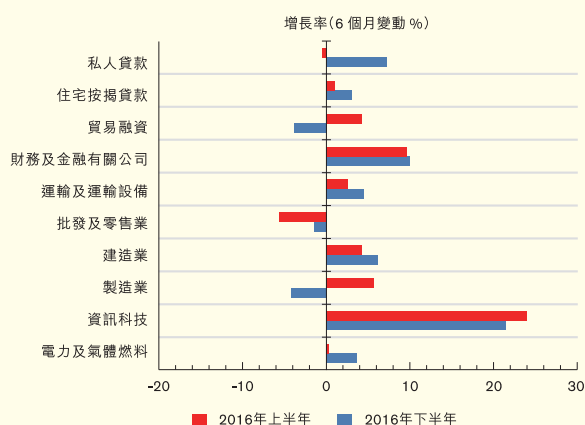
由於本地經濟活動增強及跨境融資需求上升，整體貸款繼上半年增長2.2%後，於下半年進一步上升4.2%（圖4.10）。隨著經濟增長動力上升，本地貸款增長由上半年的3.2%稍微加快至下半年的4.0%。在香港境外使用的貸款於上半年輕微下跌後於下半年反彈4.6%，部分反映跨國企業年底融資需求上升。按貨幣分析，下半年港元貸款強勁增長5.0%，隨著內地借款人逐步減少償還外幣貸款，外幣貸款亦錄得3.2%的溫和增長。2016年全年整體貸款溫和增長6.5%，而2015年則為3.5%。

圖 4.10
貸款增長



按經濟行業分析，本地貸款於下半年表現各異（圖 4.11）。財務及金融有關企業及資訊科技行業的貸款於下半年錄得雙位數增長，某程度上反映這些行業增長前景較佳帶動強勁融資需求。建造業與物業發展的貸款亦隨私人建造活動增加而加速增長。另一方面，儘管商品貿易及零售銷售有改善跡象，但貿易融資及製造業、批發及零售業的貸款下跌。

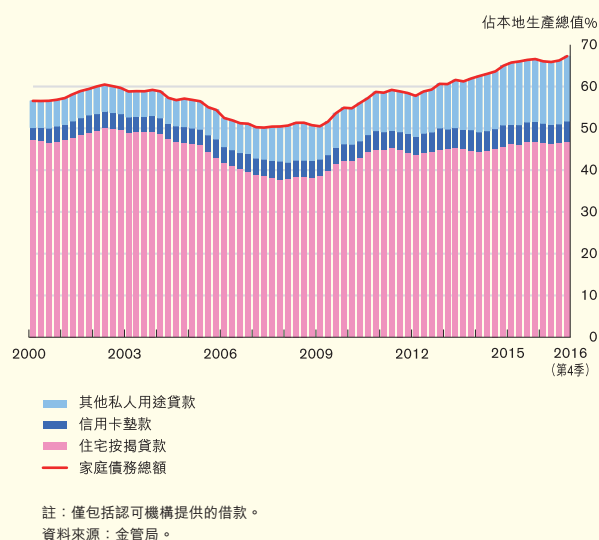
圖 4.11
個別行業的本地貸款增長



家庭債務增長於下半年加快至4.3%，而上半年則為0.5%。在家庭債務中，部分反映經濟環境改善，私人貸款（包括信用卡墊款及其他私人用途貸款）上升

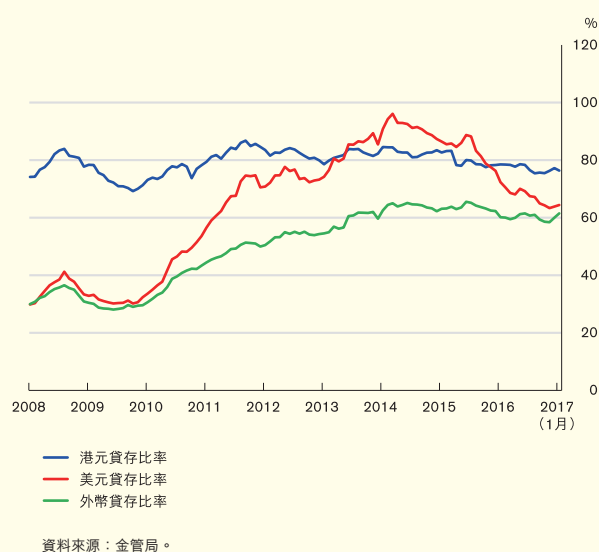
7.2%（圖 4.11），住宅按揭貸款增長加快至3.1%，主要反映7月至10月期間暢旺的住宅成交。因此，家庭債務佔本地生產總值的比率亦由2016年第2季的65.8%上升至第4季的67.2%（圖 4.12）。

圖 4.12
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



銀行的融資狀況大致保持穩定。反映存款增長超過貸款增長，港元貸存比率由2016年6月底的78.2%微跌至年底的77.1%（圖 4.13）；與此同時，整體外幣貸存比率由61.4%跌至年底的59.9%，當中由於美元存款增長強勁，美元貸存比率大幅跌至63.8%。

圖 4.13
貸存比率



由於預期利率上升以及宏觀金融環境變化迅速，信貸增長在未來一段時間將存在不確定性。金管局的「信貸狀況展望意見調查」顯示，貸款需求短期內仍然偏軟。

離岸人民幣銀行業務

由於美元升值，離岸及在岸人民幣匯率均轉弱（圖4.14）。離岸人民幣匯率於2016年後期大部分時間對在岸人民幣匯率呈現折讓，在2016年年底兌美元收報6.98的年內低位。離岸人民幣銀行同業市場於12月再度出現流動性收緊的壓力，部分反映金融市場狀況惡化及銀行在年底前的預防性融資需求（圖4.15）。隨著銀行在市場情緒轉差下增加流動資金緩衝，隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息於2017年1月6日一度攀升至61.3%。離岸人民幣融資成本上升其後導致離岸人民幣短倉平倉，帶動離岸人民幣匯率於2017年1月初反彈，離岸人民幣與在岸人民幣差價也轉為溢價。自1月中旬以來，離岸及在岸人民幣匯率稍為回穩，流動性狀況逐漸改善，隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息分別跌至2017年2月底的2.00%及4.61%。

圖4.14
在岸及離岸人民幣匯率

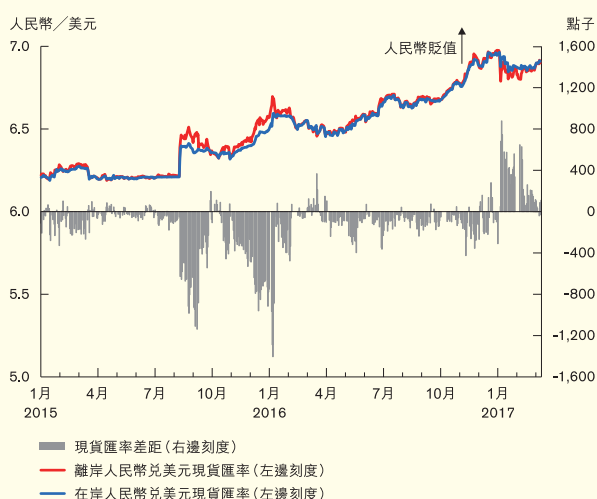
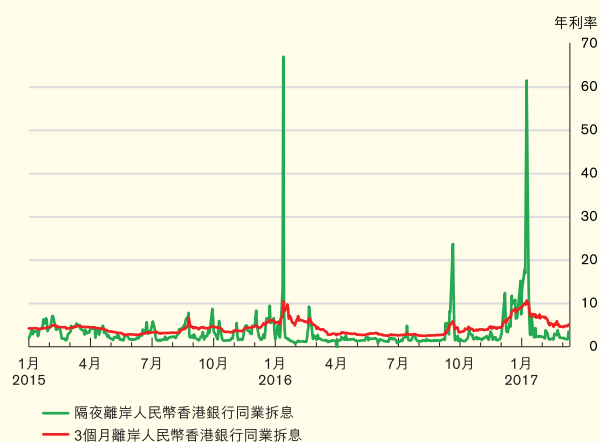
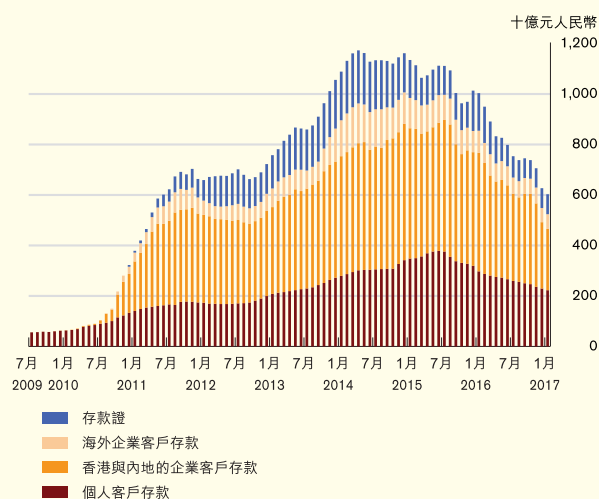


圖4.15
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息



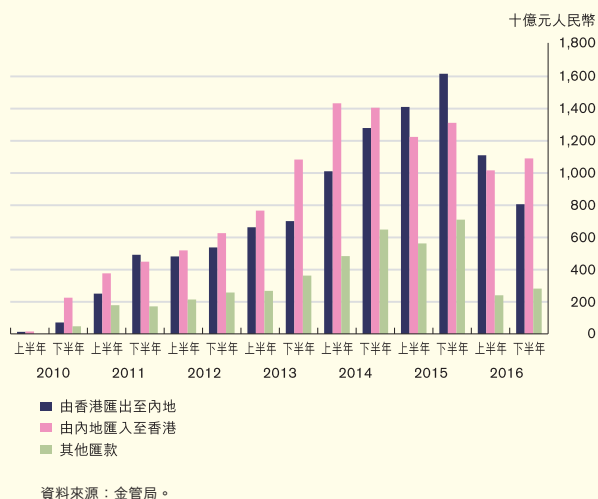
在人民幣匯率前景欠明朗的情況下，人民幣客戶存款及存款證總額於2016年年底較6個月前進一步下跌21.5%至6,251億元人民幣（圖4.16及表4.B）。當中，人民幣客戶存款下跌23.2%，企業客戶存款的跌幅超過個人客戶存款。另一方面，存款證餘額的跌幅由上半年的46.8%收窄至下半年的7.5%。由於銀行間流動性收緊，部份零售銀行提高人民幣存款的優惠利率以吸引客戶存款。

圖4.16
香港的人民幣存款及存款證



儘管人民幣流動資金池收縮，銀行的人民幣流動性管理依然穩健，資金池的規模足以支持大量人民幣支付及金融交易。人民幣即時支付結算系統的日均成交金額於2016年高企於8,636億元人民幣。人民幣貸款餘額於上半年出現調整後，於下半年恢復增長2.6%。另一方面，香港銀行處理的人民幣貿易結算金額於下半年錄得21,769億元人民幣，較上半年下跌8.0%。雖然由香港匯出至內地的匯款繼續下跌，但其他貿易匯款（包括由內地匯入香港的匯款及離岸市場之間經由香港的匯款）恢復溫和增長（圖4.17）。

圖4.17
人民幣貿易結算匯款



預期香港的人民幣流動資金池仍會受到人民幣匯率走勢的不確定性影響。然而，在人民幣納入國際貨幣基金組織特別提款權籃子後，香港的離岸人民幣業務會繼續受到人民幣資產需求所支持。通過促進人民幣在基建投資及融資的使用，「一帶一路」計劃亦可為香港帶來新機遇。²⁵

表4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2015年12月	2016年12月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	1,010.4	625.1
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	851.1	546.7
人民幣存款佔存款總額（%）	9.3	5.2
人民幣存款證（十億元人民幣）	159.3	78.3
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	297.4	294.8
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	217	210
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	105.7	69.0
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	132.1	91.6
	2015年	2016年
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	6,833.1	4,542.1
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	2,535.1	2,106.1
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	3,026.3	1,915.2
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）	947.0	863.6

資料來源：金管局。

²⁵ 金管局已成立基建融資促進辦公室，旨在透過匯聚主要持份者，共同促進基建投資及其融資。

專題 4

香港的金融狀況指數

香港的金融狀況可能會因外圍環境的多重挑戰而收緊。預期美國有機會於年內進一步加息下，港元利率可能會再次向上調整。美元繼續升值亦可能使港元實質匯率同步上升，市場情緒也可能因一些不利的經濟或地緣政治事件而轉差。本專題介紹香港的金融狀況指數，以助全面評估本地金融狀況。

金融狀況指數的編撰

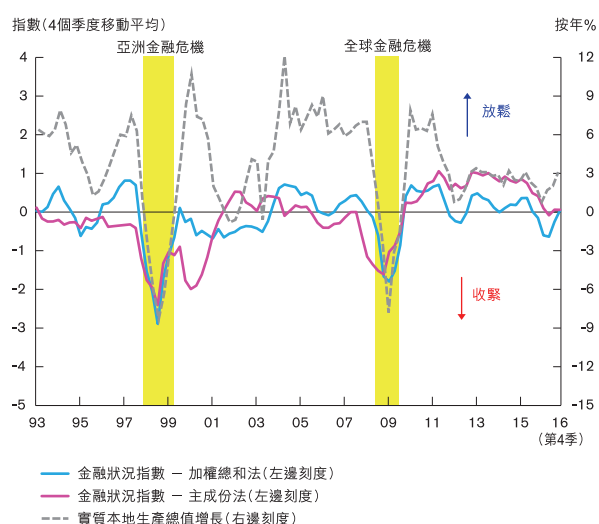
在編製金融狀況指數時，大部分研究會採用加權總和法(weighted-sum approach)及／或主成份法(principal component approach)。²⁶ 前者透過一個向量自迴歸模型(vector autoregressive model)估計金融變量對實體經濟活動的影響，以衡量這些變量的權重。該方法會考慮各個變量之間的相互作用，但成份變量的數目會有所限制。後一種方法則從已選定的大規模金融變量組合中找出一個主成份來衡量權重。儘管該組合的變量數目並無限制，但這種方法沒有考慮輸入變量間的相互作用。我們同時採用這兩種方法，以交叉驗證算出的金融狀況指數的可靠性。

在加權總和法下，成份金融變量包括3個月香港銀行同業拆息、住宅物業價格、恒生指數(恒指)、恒指的波幅、港元實質匯率、港元本地貸款，以及3個月港元銀行同業拆息與3個月期外匯基金票據收益率的差距。至於主成份法，鑑於該方法可從一個大規模變量組合中提取資訊，我們擴展成份金融變量至包括期限息差及信貸息差等指標，因為這些指標可預測未來經濟活動和衡量交易對手風險及信貸風險。²⁷

金融狀況指數的一般特徵

圖B4.1顯示以上述兩種方法編製的金融狀況指數。金融狀況指數的數值越高，代表金融狀況越寬鬆，反之亦然。為方便進行比較，金融狀況指數已作出正態化處理，使其標準差為1。香港的實質本地生產總值也顯示於圖中，以便參照。

圖B4.1
金融狀況指數與實質本地生產總值增長



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

雖然兩種不同方法編製的金融狀況指數偶爾會出現分歧，但走勢大致相似。尤其值得注意的是，這兩項指數均顯示金融狀況在亞洲金融危機及全球金融危機期間大幅收緊，收緊的幅度也大致相似。這兩項金融狀況指數亦顯示，在美國實施量化寬鬆措施後，金融狀況趨於寬鬆，但其後於2011年年底歐洲主權債務危機惡化期間曾短暫收緊。

分解分析(decomposition analysis)顯示，金融狀況指數在金融危機期間的急跌主要受資產價格走向及其波動所驅動，反映資產市場能夠預示未來經濟活動的急劇變化。在平穩時期，金融狀況指數的走向則會受物業價格變動顯著影響，反映物業市場對實體經濟的

²⁶ 請參閱IMF (2015)，Regional Economic Outlook: Asia and Pacific，2015年4月，以及Osorio等人(2011)，「A Quantitative Assessment of Financial Conditions in Asia」，《IMF Working Paper》2011年第11/170號。

²⁷ 有關變量選擇及方法的詳情，請參閱Chan等人(2016)，「Financial Conditions Indexes for Hong Kong」，金管局研究備忘錄09/2016。

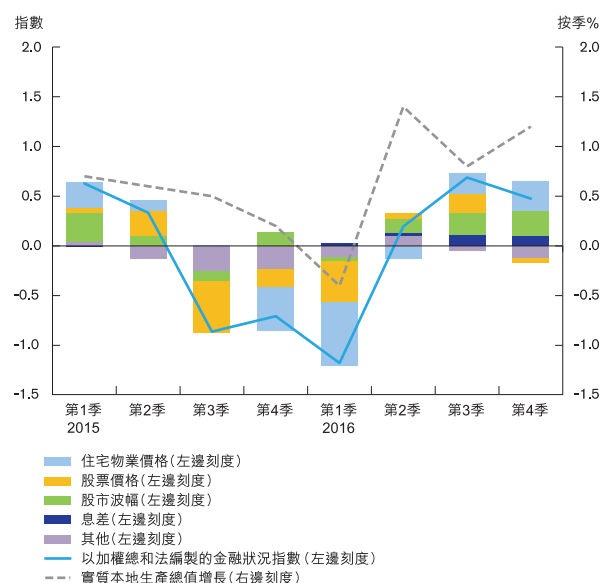
重要性。²⁸ 息差亦是金融狀況在金融危機及平穩時期的重要驅動因素。

與一般統計模型比較對實質本地生產總值增長的預測能力時，我們發現金融狀況指數對未來兩個季度的預測能力較強。²⁹ 因此，金融狀況指數可用於快速評估重大金融衝擊對實體經濟的影響，有助我們監察香港的宏觀經濟金融狀況。

金融狀況指數的近期變化及其對經濟前景的啟示

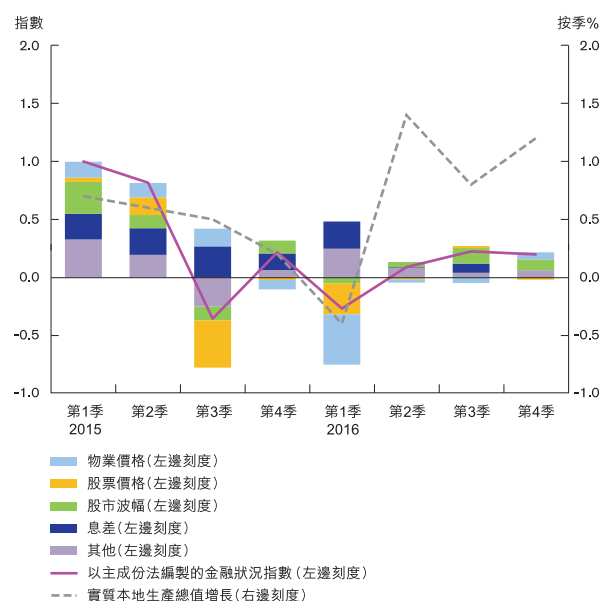
由於市場憂慮美國加息，以及人民幣匯率定價機制出現變動，金融狀況於2015年第3季跟隨本地資產市場動盪而有所收緊。(圖B4.2及B4.3)。隨著全球金融市場漸趨穩定，金融狀況於2016年第2季開始改善。特別是在英國脫歐公投之後，市場情緒轉好使股市於第3季逐漸企穩，市場預期全球流動性依然充裕也支持了資產價格。儘管香港銀行同業拆息於2016年最後一季上升，但金融狀況在股市趨穩以及物業價格回升下仍保持穩定。

圖B4.2
對以加權總和法編製的金融狀況指數變動的貢獻



資源來源：金管局職員估計數字。

圖B4.3
對以主成份法編製的金融狀況指數變動的貢獻



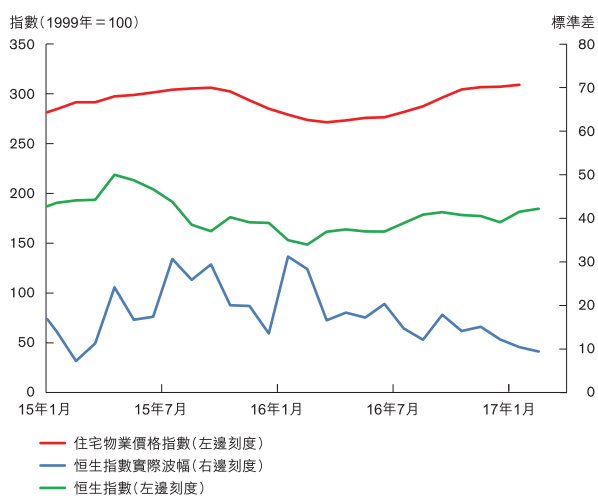
資源來源：金管局職員估計數字。

²⁸ 請參閱Cheung等人(2016)，「Inflation Mechanism and Monetary Policy Perspectives from Hong Kong」，《BIS Paper》第89號。

²⁹ 有關預測能力評估的詳情，請參閱Chan等人(2016)「Financial Conditions Indexes for Hong Kong」，金管局研究備忘錄09/2016。

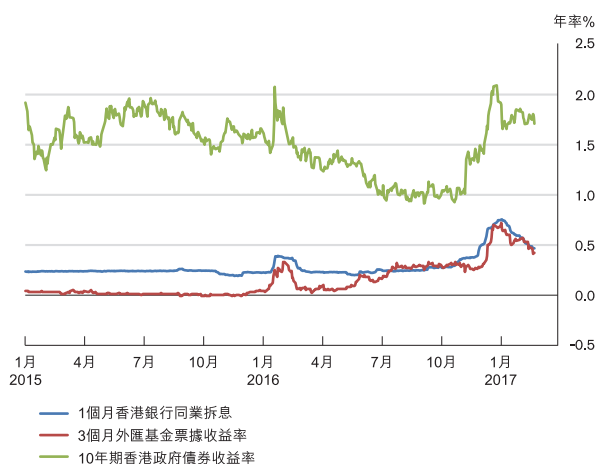
雖然目前未能編算2017年第1季的金融狀況指數，但高頻發佈的數據顯示，香港的金融狀況於本季仍可保持穩定。一方面，香港樓價在政府推出新印花稅措施後溫和增長，股票價格及其波幅亦趨於有利。另一方面，美國3月份加息將對本地利率構成上升壓力（圖B4.4及B4.5）。

圖B4.4
物業價格、恒指及其實質波幅



資料來源：差餉物業估價署、香港交易所及金管局職員估計數字。

圖B4.5
港元利率及收益率



資料來源：金管局。

結論

在近幾個季度沒有出現顯著收緊跡象下，預期香港金融狀況不會拖累2017年上半年本地生產總值增長。儘管如此，由於預期美國可能會進一步加息和資產市場可能會出現波動，因此仍有必要密切監察金融狀況。

資產市場

由於美國經濟出現更多正面跡象以及全球市場情緒改善，香港股價於報告期末大幅上升。不過，本港市場在樂觀之餘亦表現審慎，原因可能是對美國加息步伐加快的預期升溫以及內地經濟前景面臨挑戰。港元債券市場維持穩定增長，但離岸人民幣債券市場於2016年繼續收縮。在新印花稅措施推行不久後，住宅物業市場出現調整跡象，但近期有所回升。

4.3 股市

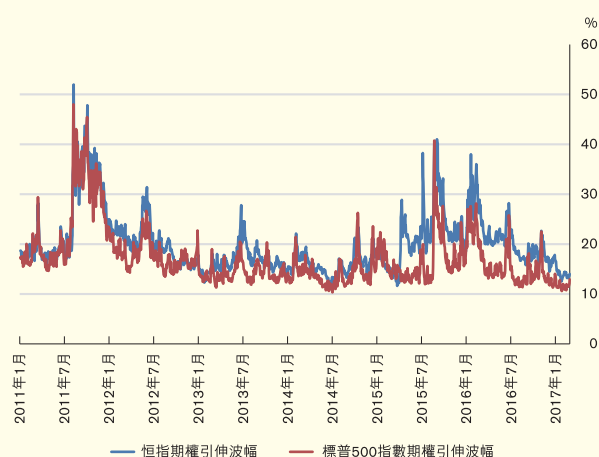
隨著全球股市上揚，香港股市於報告期末大幅高收。儘管美國總統選舉結果出乎大部分投資者意料，但由於對特朗普政府的財政刺激有所憧憬，投資者很快便重拾信心。於報告期末，美聯儲局調高經濟預期，鞏固投資者對2017年前景的正面展望，為美國及其他主要市場帶來上升動力。雖然香港市場表現落後大部分主要市場，但仍順勢上升，更一度升破近期的交易區間。本港市場在樂觀之餘亦表現審慎，原因可能是憂慮美國加息的步伐加快以及內地經濟前景將面臨更多挑戰。人民幣政策不明朗以及對資金流動的管制亦同時降低投資者對內地企業的興趣，而內地企業於2016年年底佔本港股市總市值63%。³⁰ 標誌著股市長遠發展重要里程碑的深港通於12月初推出，亦未能提振市場情緒。整體而言，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9月至2017年2月期間分別上升3.3%及7.9%，而恒指期權引伸波幅（VHSI）保持在相對較低水平（圖4.18及4.19）。

圖4.18
香港股票價格



資料來源：彭博。

圖4.19
恒指及標普500的期權引伸波幅



資料來源：彭博。

³⁰ 內地企業指H股公司、紅籌公司及內地民營企業。

於報告期內，恒生中國AH股溢價指數顯示內地及香港股票市場上估值的差異仍然顯著。兩地股票估值顯著的差距可能是內地與香港投資者在股票估值上的差異所致，而這在很大程度上可能與近期內地經濟不明朗有關（圖4.20）。³¹

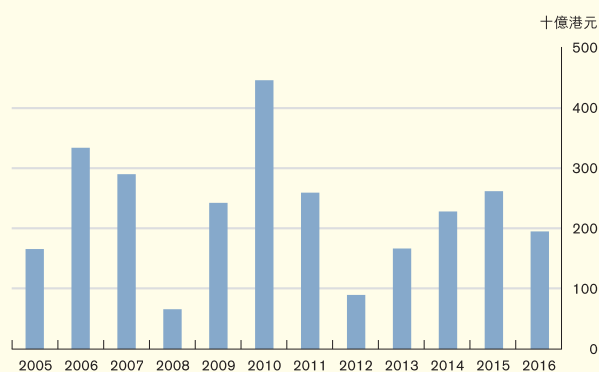
圖4.20
恒生中國AH股溢價指數



資料來源：彭博。

於2016年，香港交易所跑贏主要對手，連續第二年成為全球按集資金額計的第一大市場。隨著經濟及政治不確定性上升，全球市場於2016年的首次公開招股活動均大幅減少，所籌集的資金總額減少31%至1,311億美元。³² 儘管香港首次公開招股籌集的資金亦跌至1,948億港元，但對比去年僅下降26%（圖4.21）。

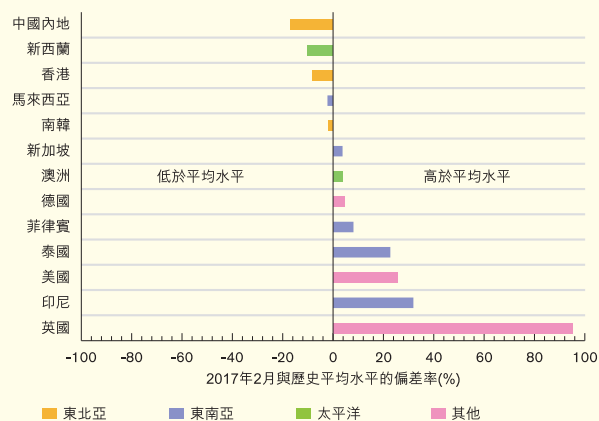
圖4.21
香港首次公開招股市場



資料來源：CEIC及香港交易所。

展望未來，預期本港股市會極易受到外圍市場環境影響。儘管其估值仍具吸引力，但其前景因內地經濟不確定性及中美關係日益緊張的風險而不明朗（圖4.22）。儘管近期全球經濟復甦呈現正面跡象，但美國利率正常化的步伐加快所導致的貨幣狀況收緊，可能會令企業面臨的再融資風險上升，為市場帶來更多不確定因素。

圖4.22
亞太區（日本除外）及其他主要市場的市盈率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

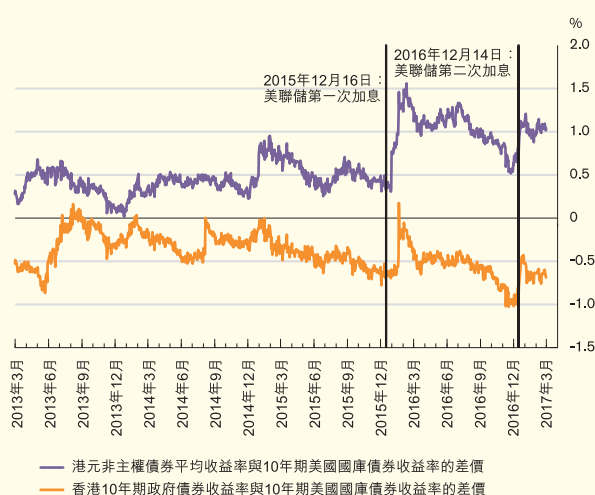
³¹ 詳見 Chung, Hui 及 Li (2013)「Explaining share price disparity with parameter uncertainty: Evidence from Chinese A- and H-shares」，《Journal of Banking and Finance》，第37期，2013年，1073至1083頁。

³² 湯森路透（2016年）「Global Equity Capital Markets Review」。

4.4 債券市場

港元債券市場在2016年穩定擴張，但接近年底時因美聯儲在本週期中第二度加息，收益率大幅上升。由於增長前景改善且通脹風險上升，市場普遍預期美國貨幣正常化的步伐會加快。在此背景下，全球債券市場拋壓湧現，香港亦不例外。事實上，本地債券收益率升勢更陡，主權及非主權債券對美國國庫債券的差價均於年初急升。這與2016年年初的情況相近，當時亦同樣由美國加息的預期推動收益率差價上升（圖4.23）。

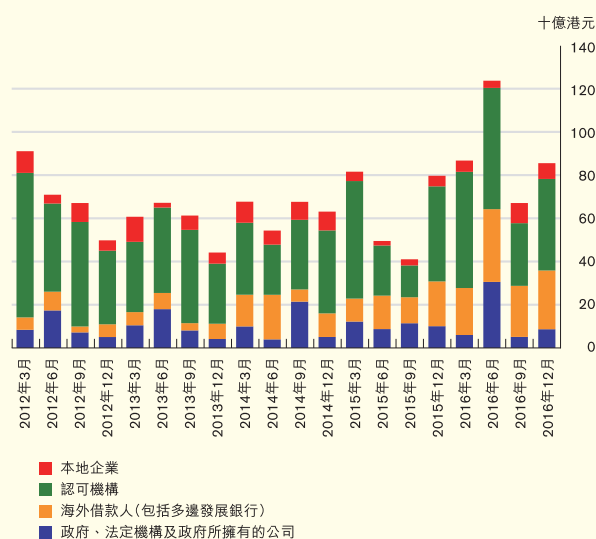
圖4.23
港元債券與10年期美國國庫債券的收益率差價



資料來源：金管局、美銀美林及彭博。

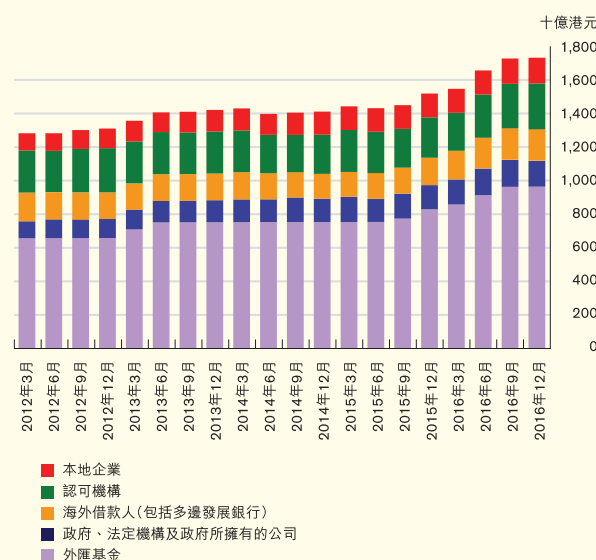
然而，除收益率在年底反彈外，2016年市場走勢平穩。債券發行總額增長22.4%至30,526億港元，海外借款人（包括多邊發展銀行）的債券發行額為474億港元，較上一年增長80.5%（圖4.24）。由於新發行債券增加，未償還港元債券總額截至2016年年底增長14.1%至17,306億港元（圖4.25）。外匯基金對增長的貢獻最大，未償還債券增長16.3%至9,631億港元，其次是認可機構及海外借款人（包括多邊發展銀行），它們的未償還債券分別增長13.7%及15.2%至2,731億港元及1,881億港元。

圖4.24
新發行的非外匯基金票據及債券港元債券



資料來源：金管局。

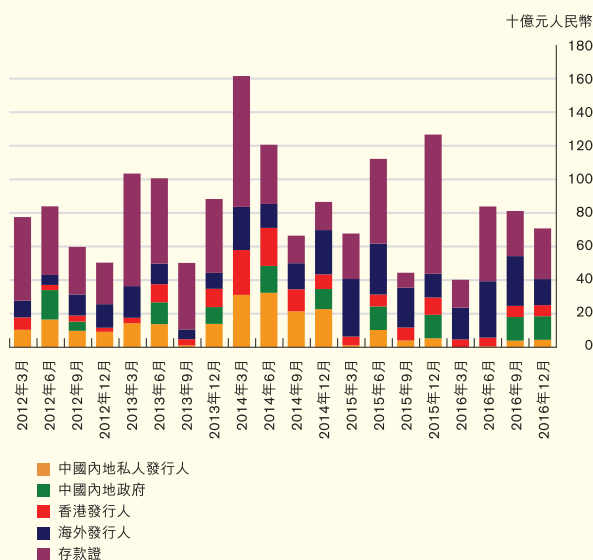
圖4.25
未償還的港元債券



資料來源：金管局。

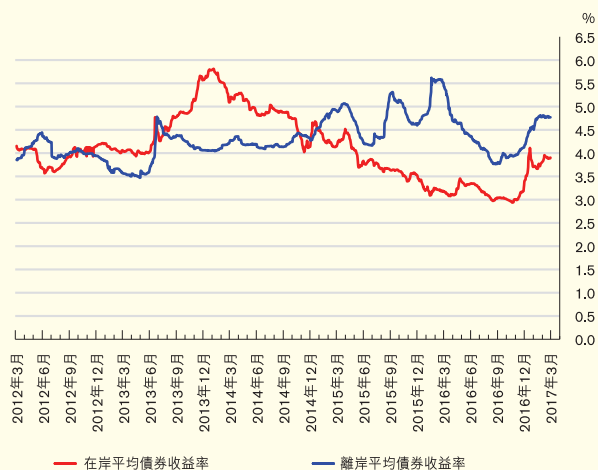
香港離岸人民幣債券市場於2016年上半年收縮後，受海外發行人發行額增長所推動，於下半年有所復甦。2016年全年，離岸人民幣債券市場的發行額為2,757億元人民幣，按年下降21.4%（圖4.26），其中中國內地私人發行人的非存款證債務證券發行額於2016年減少56.6%至90億元人民幣，一定程度上歸因於在岸融資成本相對較低（圖4.27）。香港及海外發行人的非存款證債務證券發行額亦分別下跌24.1%及4.7%，至231億元人民幣及975億元人民幣。

圖4.26
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。

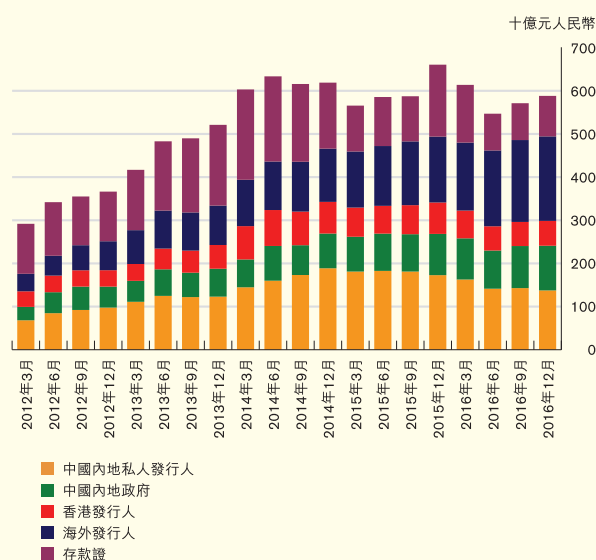
圖4.27
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



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。

隨著債券發行額減少，香港的未償還離岸人民幣債券於2016年年底按年收縮11.0%至5,874億元人民幣，而未償還非存款證債務證券微升0.1%至4,937億元人民幣（圖4.28）。海外發行人於香港的非存款證人民幣債務證券延續升勢，較2015年年底增長28.3%至1,955億元人民幣，加上中國內地政府發行的債券增加80億元人民幣（增幅為8.4%），超過內地及香港私人發行人的未償還非存款證債券的減幅（分別減少20.5%及21.1%至1,373億元人民幣及574億元人民幣）。

圖4.28
未償還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。

由於美國加息步伐加快的預期升溫，若全球投資者逆轉早前追求收益的投資策略，則港元及離岸人民幣債券等新興市場資產均會承壓。與此同時，特朗普政府領導下的美國貿易政策不明朗，人民幣匯率可能會持續波動。在此背景下，港元及離岸人民幣債券市場在未來或將面臨較大波動。

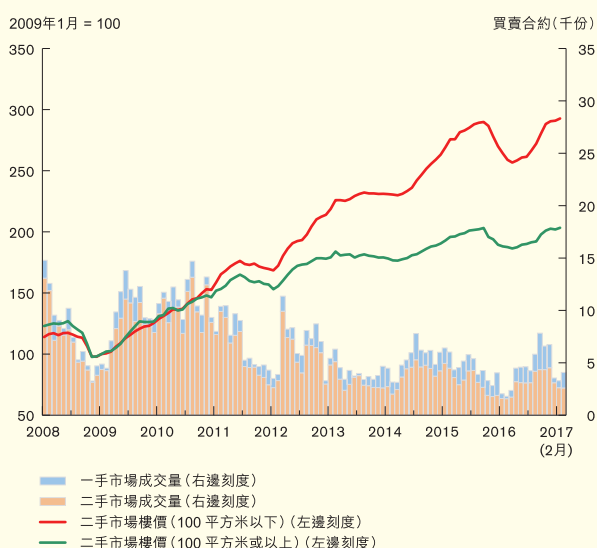
4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場於2016年下半年重現亢奮跡象，驅使政府於11月推出新印花稅措施³³。樓市每月平均成交量由上半年的3,320宗顯著上升至7月至10月期間的6,123宗（圖4.29）。成交上升部分反映市場情緒改善、按揭利率下跌、一手市場有更多新樓盤推出以及發展商推出各種促銷計劃吸引買家。二手市場樓價亦顯著上升，中小型單位價格（實用面積小於100平方米）的上升速度較大型單位（實用面積100平方米或以上）為快。鑑於市場再度亢奮，政府於11月4日宣佈新印花稅措施。

政府推出新措施後，樓市隨即出現一些整固跡象。二手市場每月平均成交量於9月至11月錄得4,410宗後，在隨後兩個月減少約30%至大約2,800宗左右，部分因買賣雙方均持審慎態度所致。一手市場成交量亦於12月顯著下跌。然而，部分由於物業發展商推出更多新樓盤，整體成交量最近有所回升。與此同時，樓價於新措施推出後繼續升至新高，但升勢有所放緩。

圖4.29
住宅物業價格及成交量



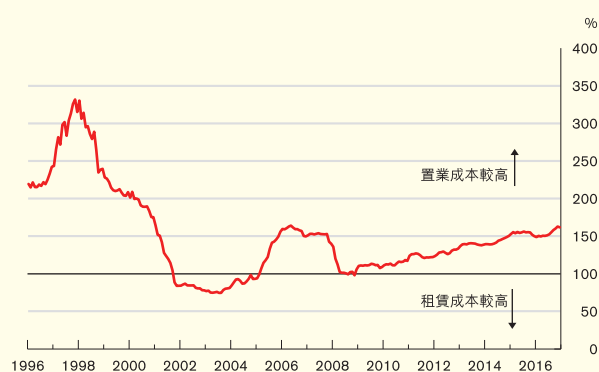
³³ 具體而言，政府將所有住宅物業交易的印花稅調升至劃一15%，自11月5日起生效，首次置業的香港永久性居民則可獲豁免。

置業負擔能力依然偏緊，樓價與收入比率於第4季上升至15.9，高於1997年的高峰值14.6。收入槓桿比率亦攀升至72.0%，遠高於約50%的長期平均值（圖4.30）。³⁴雖然按揭利率仍然偏低，但於2016年年底輕微上升，原因是港元銀行同業拆息上升。由於樓價於2016年下半年上升，但住宅租金收益率仍保持在2至3%的低位，衡量樓宇使用者相對成本的買租價差擴闊至161.6%的近期高位（圖4.31）。³⁵

圖4.30
置業負擔能力指標



圖4.31
買租價差



³⁴ 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。

³⁵ 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。

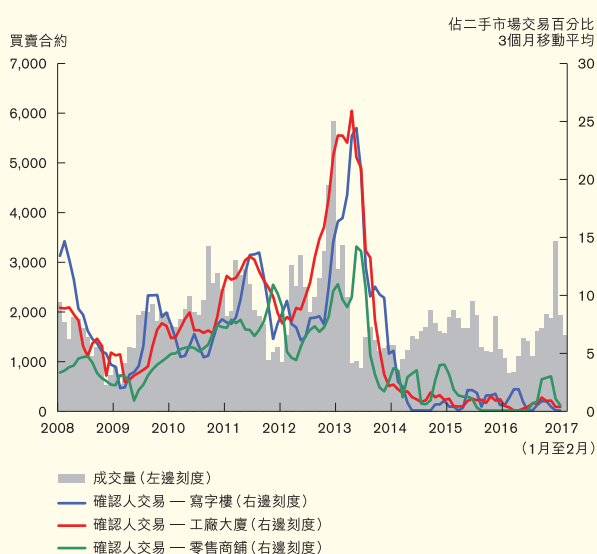
金管局自2009年以來採取的逆周期宏觀審慎監管措施有助抑制家庭槓桿，鞏固銀行抵禦沖擊的能力。新造按揭平均按揭成數從實施措施前的64%降至2017年1月的50.1%，供款與入息比率亦下降約8個百分點至33.0%。

住宅物業市場前景仍然很不明朗。短期而言，按揭息率仍然偏低、就業及收入狀況穩定以及地產發展商加推優惠（例如折扣及現金回贈）令累積的購買力獲得釋放，均可能會為住屋需求帶來支持。另一方面，新印花稅措施、美國可能加快加息步伐以及房屋供應穩步增長，則可能繼續為樓市帶來阻力。然而，在宏觀審慎監管措施及其他銀行監管措施下，香港銀行業抵禦沖擊的能力已有所提升，有能力應對與物業市場有關的潛在風險。

非住宅物業市場

反映市場情緒改善，非住宅物業市場自2016年中以來出現回升跡象。每月平均成交量於2016年上半年下跌至近期的低位1,108宗後，於隨後8個月上升至1,890宗，於12月份更因車位銷售強勁而急速上升（圖4.32）。儘管如此，反映投機活動的確認人交易仍然淡靜。

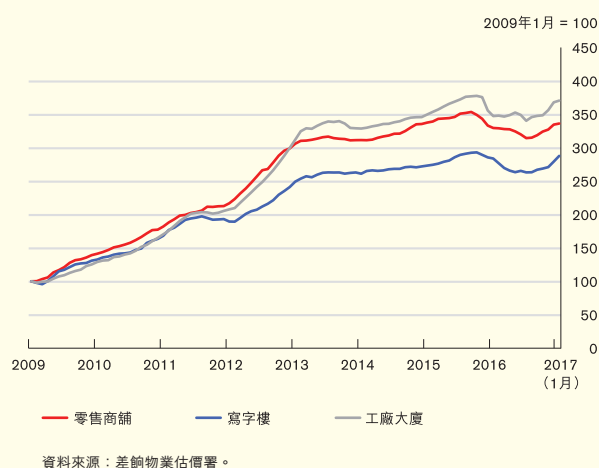
圖4.32
非住宅物業的成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

寫字樓、零售商舖及工廠大廈的價格於2016年上半年小幅調整後，在其後7個月隨成交量上升而分別增長8.4%、5.0%及6.1%（圖4.33）。自2016年中以來，寫字樓及工廠大廈租金亦錄得溫和升幅，而零售商舖租金則進一步整固。非住宅物業的整體租金收益率仍穩定保持在約2.5至3.4%的低位。

圖4.33
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

由於全球宏觀經濟及金融環境、本地經濟增長前景以及加息的步伐都不太明朗，非住宅物業市場的前景亦不確定。預期各類別非住宅物業的表現將會不一。舉例而言，特別是中環以外區域寫字樓的供應上升，可能會抑制寫字樓的升值潛力。零售銷售自早年的高速增长回落，或會繼續拖累黃金地段的零售商舖租金。相反，在針對住宅物業市場的新印花稅措施下，市場對車位及工業物業的投資興趣可能保持強勁。

5. 銀行業的表現

2016年下半年，由於淨利息收入和非利息收入增長，以及貸款減值撥備減少，零售銀行的盈利能力較2015年同期得以改善。銀行的資本狀況及資產質素亦保持穩健。雖然香港銀行同業拆息緊隨美國於12月加息後明顯上升，但銀行業的流動性狀況仍然良好。零售銀行的資金成本在龐大的零售存款基礎下維持穩定及處於低位。然而，銀行應謹慎評估美國加息步伐可能快於預期的影響，特別是資金大量外流的風險以及隨後其對本港利率的潛在影響。此外，鑑於非本地企業的槓桿水平持續上升，若利率大幅上升，或會導致銀行的資產質素轉差。為增強香港銀行對系統性風險的抵禦能力，自2018年1月1日起，逆周期緩衝資本比率要求將提高至1.875%。

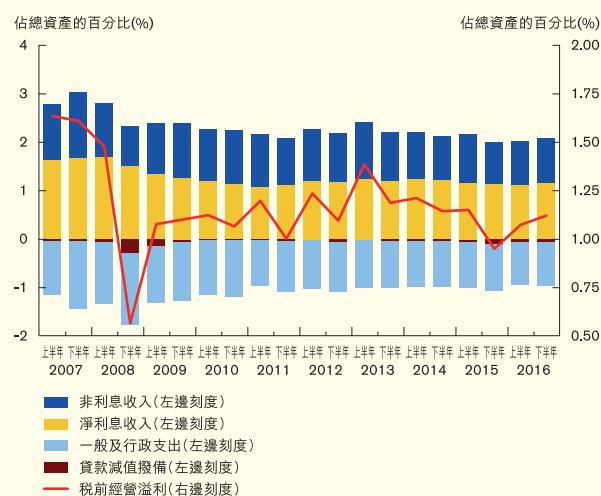
5.1 盈利及資本額

盈利

零售銀行³⁶的盈利改善，資產回報率³⁷由2015年下半年的0.95%上升至2016年下半年的1.12%（圖5.1的紅線）。盈利改善的因素是淨利息收入及非利息收入有所增長，以及貸款減值撥備減少。

2016年全年而言，零售銀行的整體稅前經營溢利增長8.7%，而資產回報率則由2015年全年的1.05%上升至1.10%。

圖 5.1
零售銀行盈利



註：

- 按半年率計數字。
- 由本期開始，非利息收入中的非經營相關部分會從計算中剔除。因此，圖5.1中的非利息收入數字並不能與往期報告中的數字作嚴格比較。

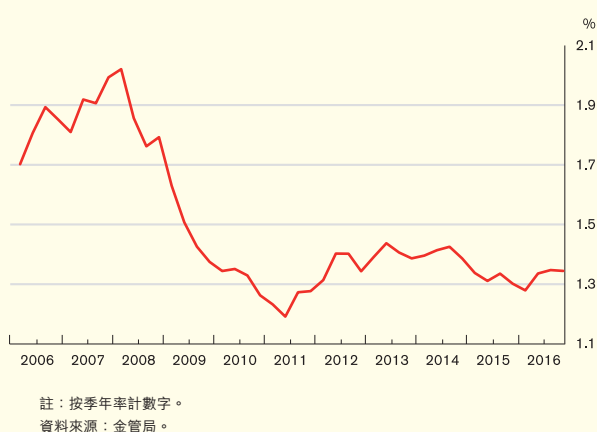
資料來源：金管局。

³⁶ 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。

³⁷ 資產回報率按照整體稅前經營溢利計算。

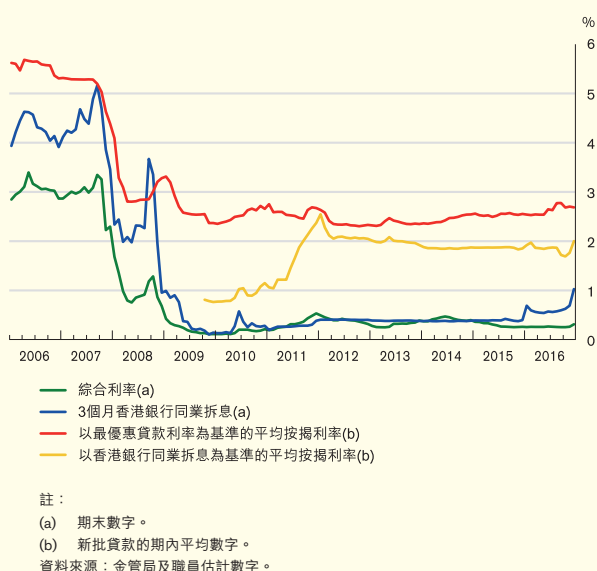
零售銀行的淨息差繼續改善，並於2016年第4季達至1.34%（圖5.2）。

圖5.2
零售銀行的淨息差



香港的批發融資成本緊隨美國於2016年12月恢復加息後明顯上升。具體而言，3個月香港銀行同業拆息於2016年12月顯著上升了33個基點，然而按歷史標準衡量它仍處於低位（圖5.3的藍線）。

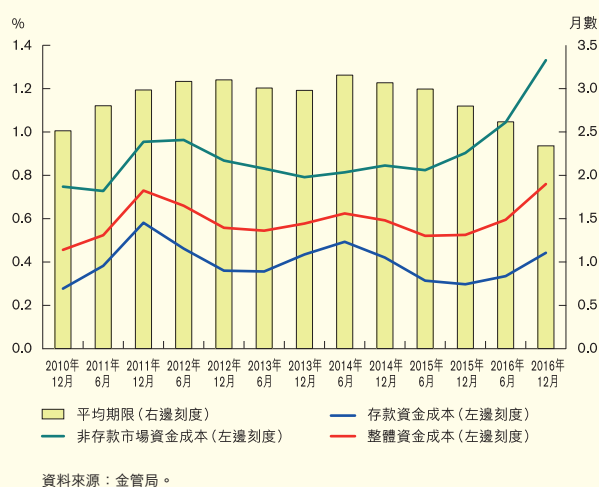
圖5.3
利率



然而，美國加息對零售銀行港元資金成本的整體影響仍然輕微。由於零售銀行的主要融資來源是零售存款，且即使加息，零售存款利率仍然穩定及保持在低位。在這情況下，反映衡量零售銀行港元資金平均成本的綜合利率在約0.26%的低位維持多於一年後，於2016年12月僅微升5個基點至0.31%。

就更廣泛層面而言，香港持牌銀行的港元及美元資金總成本亦出現相似的情況。雖然銀行的非存款市場平均港元及美元資金成本³⁸於2016年下半年上升28個基點，但在零售市場的平均存款資金成本升幅則較小，僅上升11個基點。整體而言，持牌銀行的平均整體港元及美元資金成本上升17個基點（圖5.4的紅線）。

圖5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



香港銀行同業拆息的上升幅度及速度均超過香港銀行的資金成本，這或會有利於部分零售銀行。這是因為它們於過去幾年間積極推廣以香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款，而這類貸款的利率上升或有助擴大它們的整體淨息差。³⁹

³⁸ 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。

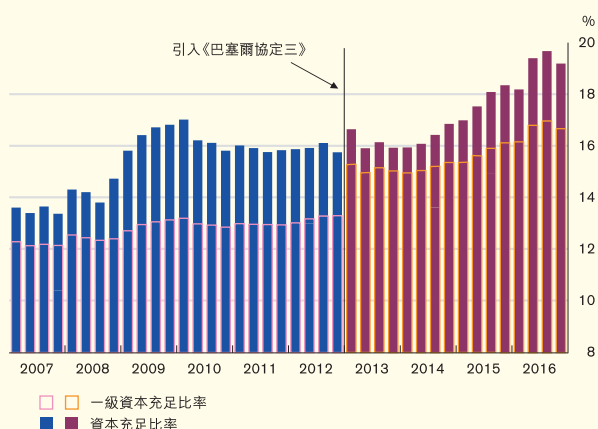
³⁹ 舉例而言，以香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款的實際平均利率於2016年12月隨香港銀行同業拆息上升而上升了24個基點（圖5.3的黃線），但綜合利率（即港元資金成本）在同期僅上升了5個基點。

然而，淨息差的改善可能會被按揭市場的激烈競爭部分抵銷。事實上，有跡象顯示部分銀行已降低其按揭利率與基準的差價及／或提供更吸引的按揭條款以吸引客戶。長期而言，由於美國將會進一步加息，銀行可能很快面臨零售存款利率上升的壓力，從而影響銀行的資金成本，對淨息差造成更顯著的影響。

資本額

銀行的資本額保持強勁，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12月底維持在19.2%的高位（圖5.5）。一級資本充足比率⁴⁰則為16.4%，而其中15.4%是普通股權一級資本。⁴¹

圖 5.5
本地註冊認可機構資本額



註：

1. 綜合狀況。
2. 本地註冊認可機構須進行經修訂的資本充足框架《巴塞爾協定三》於2013年1月1日生效。因此，自2013年3月起的資本充足比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

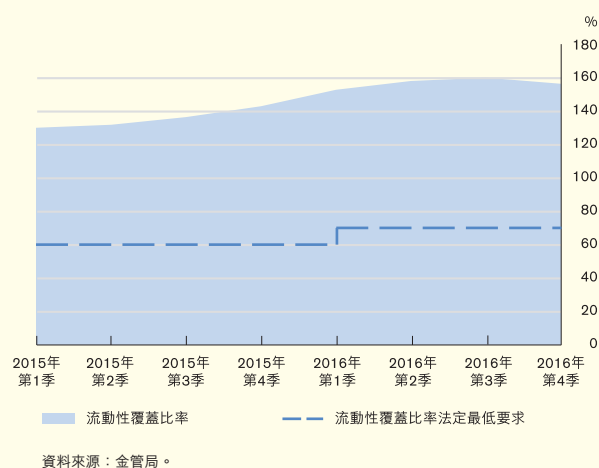
資料來源：金管局。

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」⁴²要求衡量，銀行業的流動性狀況在報告期內仍然良好。第1類機構的平均流動性覆蓋比率雖然由2016年第2季的158.0%微跌至2016年第4季的156.3%，但仍然保持在高位（圖5.6）。而第2類機構的平均流動性維持比率亦穩定保持在51.0%。兩個比率都仍遠高於各自的最低監管要求，⁴³顯示香港銀行業能夠承受香港資金可能外流所導致的流動性衝擊。

圖 5.6
流動性覆蓋比率



資料來源：金管局。

⁴⁰ 一級資本與風險加權資產總額的比率。

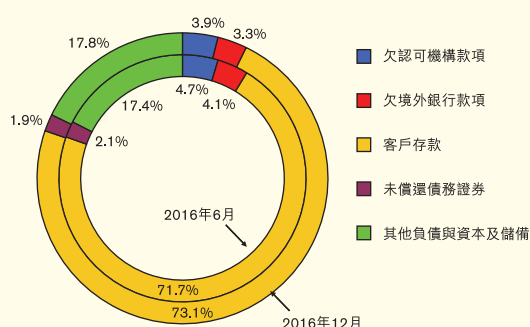
⁴¹ 普通股權一級資本包括認可機構的核心資本，包括普通股股份及保留溢利。有關該定義的詳情，請參閱金管局網站於2013年8月19日刊發的「《巴塞爾協定三》的實施——有關監管資本的披露標準模版」。

⁴² 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。

⁴³ 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%。

客戶存款仍是零售銀行的主要資金來源。客戶存款佔銀行總負債的比例由2016年6月底的71.7%上升至2016年12月底的73.1% (圖5.7)。

圖 5.7
零售銀行的負債結構



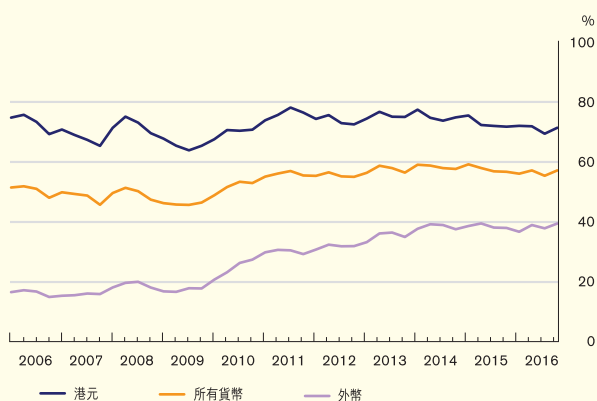
註：

1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 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。

由於零售銀行的貸款及墊款總額和存款總額於報告期內的增長速度相近，以所有貨幣計算的貸存比率於2016年12月保持穩定在57.0% (圖5.8)。同期，以港元及外幣計算的貸存比率亦大致保持不變。

圖 5.8
零售銀行的平均貸存比率

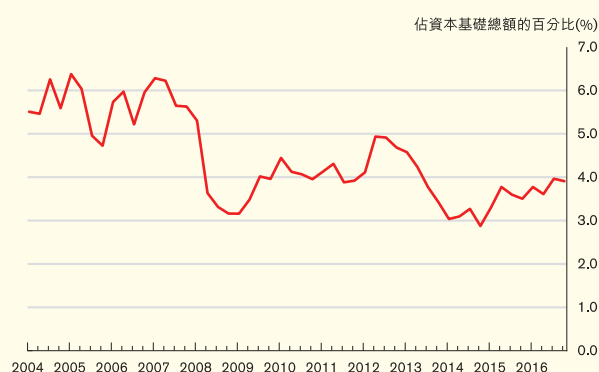


資料來源：金管局。

利率風險

雖然本地註冊持牌銀行的利率風險承擔輕微上升，但仍保持在較低水平。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可能下跌的幅度，會相當於其於2016年12月資本基礎總額的3.92% (圖5.9)。44 然而，鑑於在美國總統選舉後，美國利率正常化的步伐可能會快於預期，銀行應評估此情況對其利率風險管理的影響。

圖 5.9
利率衝擊對本地註冊持牌銀行的估計影響



註：

1. 利率衝擊指200個基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險承擔的衝擊。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳⁴⁵的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。

資料來源：金管局。

5.3 信貸風險

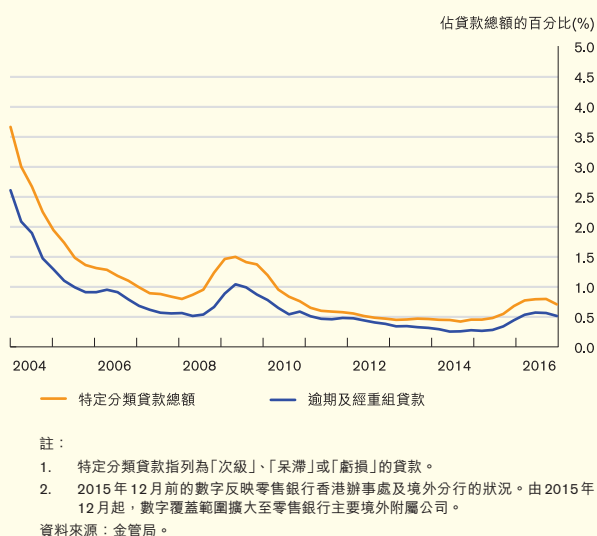
概覽

於報告期內，零售銀行貸款組合的資產質素仍然穩健，於2016年12月底，總特定分類貸款比率和逾期及經重組貸款比率分別保持於0.72%及0.53%的低位。兩個比率按歷史標準衡量而言仍處於低位 (圖5.10)。

⁴⁴ 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減少。

⁴⁵ 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，只須填報銀行帳的持倉；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，則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

圖 5.10
零售銀行的資產質素



儘管現時資產質素按歷史標準衡量仍屬穩健，但香港的銀行應繼續關注外圍環境；正如專題5的評估顯示銀行業在香港境外使用的貸款自全球金融危機後錄得快速增長，反映銀行的資產質素會更易受外圍環境影響。

銀行對短期信貸增長的預期不一。金管局2016年12月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，儘管大部分受訪認可機構預期未來3個月的貸款需求維持不變，但預期未來3個月的貸款需求會增加的受訪認可機構的比例輕微上升至14%（表5.A）。

表 5.A
預計未來3個月貸款需求

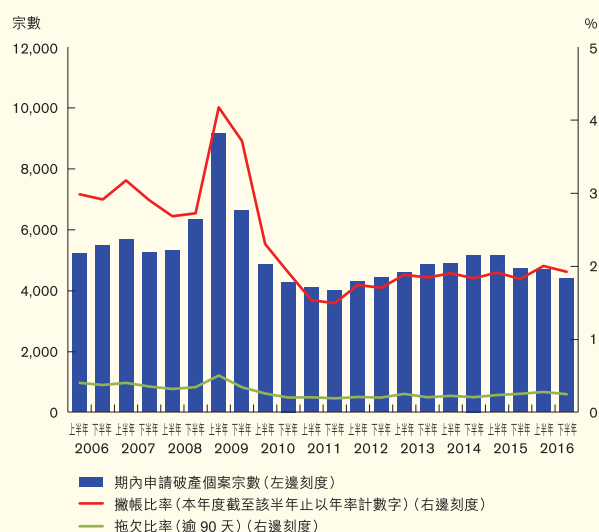
佔受訪機構總數的百分比(%)	2016年3月	2016年6月	2016年9月	2016年12月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	0	0	5	14
保持平穩	71	62	71	62
略為下降	29	38	24	24
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

資料來源：金管局。

個人貸款⁴⁶

於2016年下半年，無抵押個人貸款的信貸風險維持可控，按年率計的信用卡撇帳比率及拖欠比率在12月底分別下降至1.92%及0.24%（圖5.11）。

圖 5.11
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。

銀行的按揭貸款組合保持穩健，拖欠比率於12月底維持在0.03%。新批按揭的平均按揭成數在2016年第4季為51.3%（圖5.12）。此按揭成數遠低於金管局開始實施七輪逆週期宏觀審慎監管措施前，即2009年9月錄得的64%。

然而，新造按揭的償債指數⁴⁷由2016年第2季的44.0上升至第4季的48.8（圖5.12的紅線），主要反映新造按揭貸款平均金額有所上升（圖5.13）。美國持續推行利率正常化可能進一步增加個人債務負擔。一項敏感度測試顯示，若利率上升300個基點而其他條件不變，該指數可能會在4個季度內顯著上升至

⁴⁶ 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12月底，個人貸款佔本地貸款的比例為29.6%。

⁴⁷ 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，指數急升可能預警個人貸款的資產質素轉差。

67.3。⁴⁸ 銀行應對有關個人債務負擔持續上升的風險保持警惕。

圖 5.12
新造按揭貸款的平均按揭成數及個人債務負擔

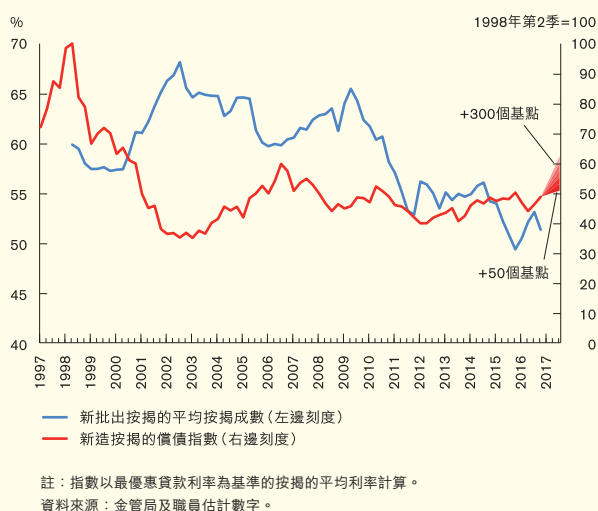
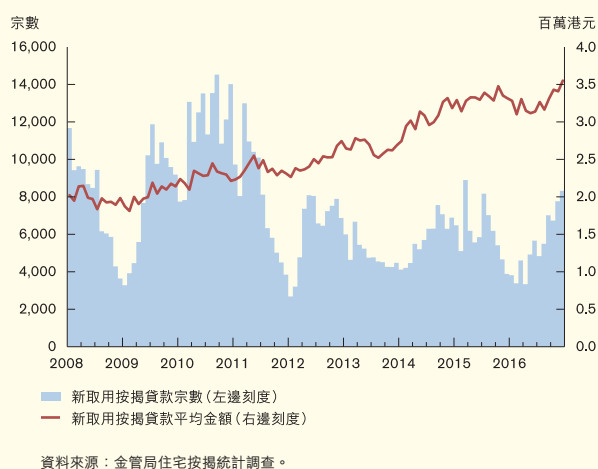


圖 5.13
受訪認可機構的新造按揭貸款



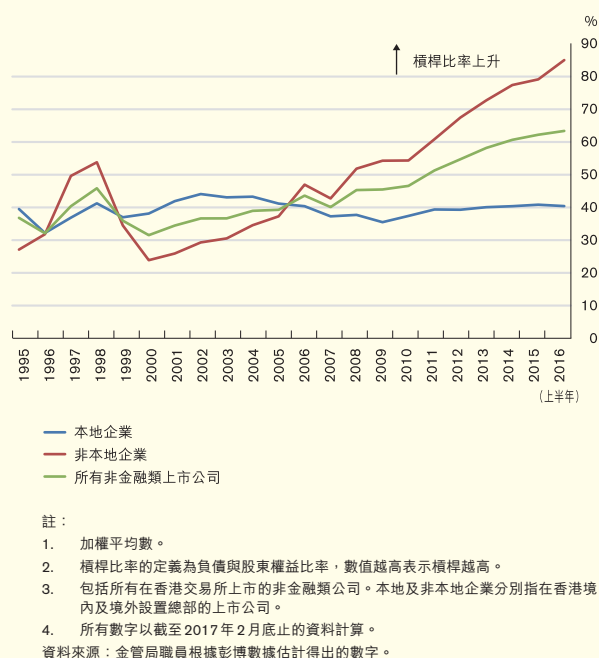
公司貸款⁴⁹

美國加息的步伐仍然是影響企業貸款信貸風險的主要因素。然而，個別銀行資產質素實際受影響的情況則視乎其企業貸款組合的特性而定。特別是，我們基於香港上市的非金融類公司的會計數據進行評估，發現

本地及非本地企業槓桿比率的趨勢於全球金融危機後表現出顯著差異，而其中非本地企業更容易面臨償債問題。⁵⁰ 銀行應評估加息對非本地企業貸款的信貸風險的影響。

具體而言，根據加權平均負債與股東權益比率而量度的企業槓桿於全球金融危機後上升，而其升幅主要是由非本地企業所帶動。非本地企業的槓桿比率於2016年上半年上升至85%（圖 5.14 的紅線），而本地企業的槓桿比率則整體保持穩定。

圖 5.14
香港非金融類上市公司的槓桿比率



企業的貨幣錯配是另一個重要的風險因素。⁵¹ 具體而言，由於美國加息及美元同時升值，在過去數年累積了大量以美元計價的淨負債但沒有顯著美元收入的企業，其財務狀況或會因此而惡化。一旦匯率走勢不利，這種貨幣錯配可能會造成重大虧損，違約風險亦

⁴⁸ 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。

⁴⁹ 不包括銀行同業貸款。於12月底，公司貸款佔本地貸款的比例為70.1%。

⁵⁰ 本地企業指在香港設置總部的香港非金融類上市公司。非本地企業指於香港境外設置總部的香港非金融類上市公司。有關詳細評估，請參閱二零一六年九月《貨幣與金融穩定情況半年度報告》「專題4：評估香港的企業槓桿」。

⁵¹ 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。詳情請參閱金管局的《監管政策手冊》單元TA-2，「外匯風險管理」第7節。

會隨之上升。銀行應對企業的貨幣錯配風險保持警惕。

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進一步增長。內地相關貸款總額由2016年6月底的34,430億港元（佔總資產的15.6%）上升3.5%至2016年12月底的35,640億港元（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11.4%至12,370億港元（表5.C）。

表 5.B
內地相關貸款

十億港元	2016年3月	2016年6月	2016年9月	2016年12月
中國內地相關貸款	3,342	3,443	3,552	3,564
中國內地相關貸款 （不包括貿易融資）	3,042	3,138	3,258	3,290
貿易融資	300	305	294	273
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,439	1,492	1,550	1,531
本地註冊認可機構*	1,363	1,413	1,441	1,488
本地註冊認可機構設於 中國內地的銀行 附屬公司	540	538	560	545
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,400	1,422	1,481	1,435
中國內地民營企業	685	718	771	834
非中國內地企業	1,257	1,304	1,300	1,294

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	2016年3月	2016年6月	2016年9月	2016年12月
可轉讓債務工具及其他	647	685	709	720
資產負債表內的風險承擔				
資產負債表外的風險承擔	413	425	453	517
總計	1,060	1,110	1,163	1,237

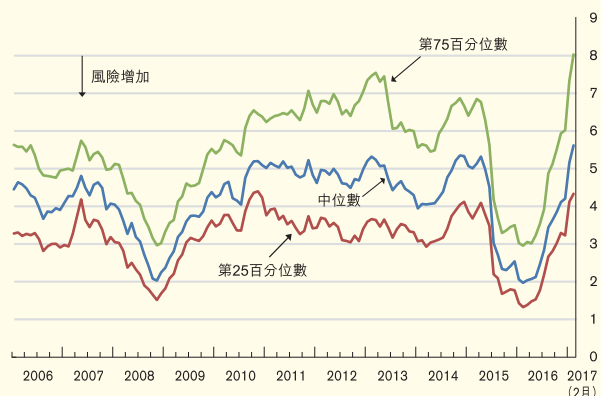
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

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」⁵²顯示，於2016年下半年，內地企業的違約風險

進一步改善（圖5.15）。零售銀行內地相關貸款的資產質素亦有所改善，其總特定分類貸款比率由2016年6月底的0.92%下降至12月底的0.82%。⁵³

圖 5.15
內地企業的違約距離指數

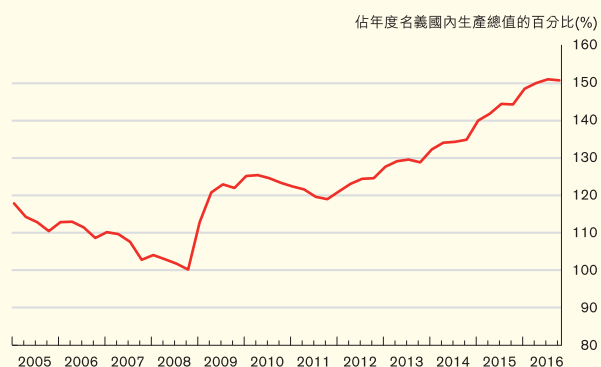


註：違約距離指數乃根據上海證券交易所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

儘管內地企業的違約風險出現改善跡象，但鑑於內地信貸與國內生產總值比率及內地企業的槓桿比率均出現上升趨勢，銀行應繼續對其內地相關貸款維持審慎的信貸風險管理（圖5.16及圖5.17）。

圖 5.16
中國內地的信貸與國內生產總值比率



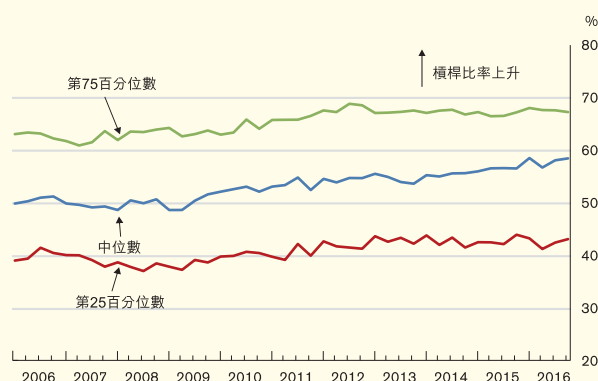
註：信貸與國內生產總值比率定義為銀行貸款（所有貨幣）總額與最近四個季度的名義國內生產總值之和的比率。

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

⁵² 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。

⁵³ 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
內地企業的槓桿比率



註：

1. 槓桿比率的定義為總負債與總資產之比率。
2. 此比率乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份公司(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。

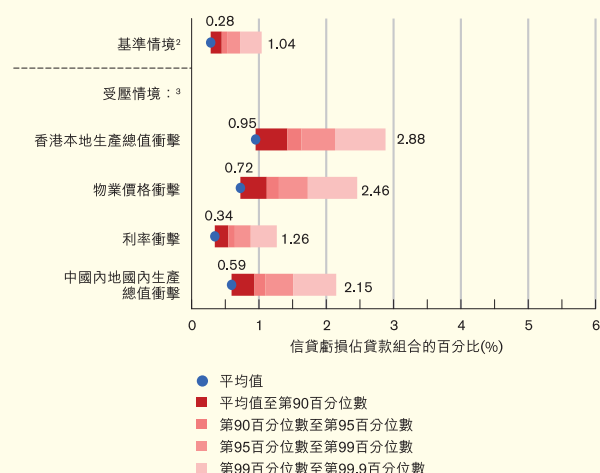
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

信貸風險宏觀壓力測試⁵⁴

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 4 季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊⁵⁵ 下，零售銀行於 2018 年第 4 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信貸虧損比率（置信水平為 99.9%）介乎 1.26%（利率衝擊）至 2.88%（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：

1. 有關評估將 2016 年第 4 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。
2. 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
3. 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 2017 年第 1 季至 2017 年第 4 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 2017 年第 1 季至 2017 年第 4 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 2017 年第 1 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 4 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

在美國總統選舉後，政策不確定性成為影響香港銀行業系統性風險的重要因素。尤其是金融市場指標已普遍反映了對未來幾年美國加息的速度會較快和幅度會較大的預期。若這情況發生，有可能對香港的銀行構成多項挑戰。

首先，鑑於企業（尤其是非本地企業）的槓桿比率持續上升，若加息速度快於預期，則有可能對銀行的信貸風險管理構成壓力。其次，儘管銀行業於全球金融危機後增持的債務證券多配置於安全資產上，他們仍面臨更高的按市價估值虧損風險。第三，隨著銀行開始競逐零售存款，它們的融資成本亦可能飆升。

⁵⁴ 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。

⁵⁵ 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。

若加息的步伐快於預期而引致資金大量從香港銀行業流出，可能會對香港銀行業造成嚴重的系統性影響，而本港利率亦可能會因此而過度上升。

更重要的是，特朗普政府的其他政策很可能增加而非減低資金從區內流出的風險。舉例而言，若特朗普政府推行的新貿易政策損害了美國貿易夥伴的出口表現，從而令後者經濟增長放緩，則可能會導致其主要貿易夥伴（包括亞洲新興經濟體）出現恐慌性的資金外流。

此外，在有關金融業監管政策方面，特朗普政府可能會放寬或解除某些為避免再次爆發金融危機而在美國實施的監管措施。這亦可能導致銀行業資金從採取較為嚴格監管措施的地區外流。

然而，香港銀行業憑藉其充裕的流動資金及強勁的資本狀況，於美國總統選舉後仍表現良好穩定。但是，銀行應謹慎評估與特朗普政府政策相關的長期影響。

而在大西洋彼岸，另一項應密切監察的風險因素就是英國脫歐的進程。誠如本報告上期所述，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，且香港與英國兩地銀行業聯繫緊密，本港銀行業不應低估由英國脫歐引致可能的溢出效應風險對其本身造成的影響。

儘管如此，於評估期內，銀行同業融資狀況並無明顯惡化的跡象。具體而言，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⁵⁶（一個常用於反映短期美元融資市場中系統流動性風險的指標）大致穩定（圖5.19）。

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。

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2017年1月27日公佈，由2018年1月1日起，香港適用的CCyB比率將由現時的1.25%上調至1.875%。⁵⁷ 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2017年1月1日開始生效的佔銀行風險加權資產總額的1.25%，上調至2018年1月1日的1.875%。⁵⁸

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⁵⁹為CCyB比率提供指引的衡量標準）。根據最新公佈日期為止的資料，信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距分別由2016年第2季的10.4%及6.0%擴大至11.5%及8.2%。這兩個差距皆維持在高位，而與信

⁵⁶ 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。

⁵⁷ 有關決定的更多詳情，見2017年1月27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。

⁵⁸ 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。

⁵⁹ 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。

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 2.4% 作簡單配對，會顯示 CCyB 比率為 2.25%，⁶⁰ 接近於《巴塞爾協定三》的範圍上限。

此外，金融管理專員亦認為從其他參考指標⁶¹ 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

	2016 年 1 月 14 日	2016 年 第 2 季	2017 年 1 月 27 日
經發佈 CCyB 比率	1.25%		1.875%
生效日期	01/01/2017		01/01/2018
緩衝資本參考指引	2.5%	1.9%	2.4%
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%	1.2%	2.0%
綜合 CCyB 指引	2.5%	1.9%	2.4%
CCyB 參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	15.3%	10.4%	11.5%
物業價格／租金差距	13.1%	6.0%	8.2%
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）	0.30%	0.44%	0.75%*
特定分類貸款比率季度 變動（百分點）	0.07%	0.08%	0.01%

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，都是以相關檢討或發佈日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）。
- *考慮其他市場壓力指標後，以 3 個月香港銀行同業拆息與 3 個月隔夜指數掉期的息差衡量的銀行同業風險息差上升，似乎並未反映市場受壓的情況。金管局將檢討銀行同業風險息差的指標。

資料來源：金管局。

表 5.E 載列銀行體系的主要表現指標。

⁶⁰ 根據金管局《監管政策手冊》單元 CA-B-1 第 3.2.5 節，CCyB 比率會以 25 基點的倍數表示（不作四捨五入）。因此，緩衝資本參考指引會發放以 25 基點的倍數將現有 CCyB 調高或調低的訊息。

⁶¹ 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(%)

	12/2015	09/2016	12/2016
利率			
1個月香港銀行同業拆息定價 ² (季度平均數)	0.22	0.25	0.43
3個月香港銀行同業拆息定價(季度平均數)	0.39	0.57	0.71
最優惠貸款利率 ³ 與1個月香港銀行同業拆息定價的差距(季度平均數)	4.78	4.75	4.57
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息定價的差距(季度平均數)	4.61	4.43	4.29
綜合利率 ⁴	0.26	0.25	0.31
零售銀行			
資產負債表狀況⁵			
存款總額	0.1	4.3	0.6
港元	0.5	4.7	0.5
外幣	-0.4	3.9	0.8
貸款總額	-0.1	1.0	3.9
本地貸款 ⁶	0.2	1.2	3.3
在香港境外使用的貸款 ⁷	-1.7	0.2	6.6
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	3.9	-5.1	-2.8
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	-0.9	6.3	-3.4
資產質素			
估貸款總額百分比 ⁸			
合格貸款	97.87	97.68	97.75
需要關注貸款	1.44	1.51	1.53
特定分類貸款 ⁹ (總額)	0.69	0.81	0.72
特定分類貸款(淨額) ¹⁰	0.49	0.55	0.48
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.45	0.57	0.53
內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額) ¹¹	0.78	0.89	0.82
盈利			
貸款減值撥備佔平均總資產的比率 ¹²	0.09	0.07	0.07
淨息差 ¹²	1.32	1.32	1.32
成本與收入比率 ¹³	45.3	41.9	43.0
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	142.9	159.9	156.3
流動性維持比率 — 第2類機構	53.9	53.2	51.0
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.03	0.04	0.03
信用卡貸款			
拖欠比率	0.25	0.25	0.24
撇帳率 — 按季年率計	1.86	2.14	1.89
— 本年度截至該月止以年率計	1.82	2.02	1.92
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	14.6	16.0	15.4
一級資本比率	15.3	16.9	16.4
總資本比率	18.3	19.6	19.2

註：

- 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
- 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
- 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)。
- 數字反映零售銀行香港辦事處、境外分行及境外主要附屬公司的狀況。
- 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5

香港銀行的業務模式於全球金融危機後的變化及其影響

引言

自2008至2009年的全球金融危機以來，全球銀行業的經營環境經歷巨大變化。在這次危機、其後的監管改革，以及一些經濟體近期出現的負利率環境的共同影響下，可能會促使銀行對其業務模式作出結構性調整。在此背景下，本專題探究香港銀行⁶²的業務模式於金融危機後的發展及其對銀行業穩定性的影響。

零售銀行及外國銀行香港分行

本評估的重點是香港的持牌銀行。整體而言，由於這些銀行為其各自所屬的銀行集團承擔不同的職能，故其業務模式相當多元化。然而，我們可以將它們分為兩個組別，即零售銀行及外國銀行香港分行。前者主要為香港本地註冊持牌銀行，這類銀行通常透過吸納本地零售存款來為其業務提供資金。⁶³至於外國銀行香港分行，來自海外辦事處的集團內部資金在其負債中佔顯著的比例。⁶⁴考慮到這兩組銀行不同的資金結構，我們將對它們分開進行分析。

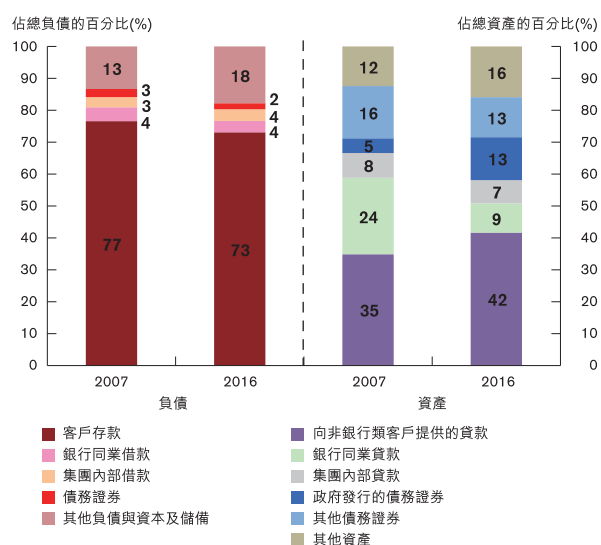
零售銀行於金融危機後的發展

雖然零售銀行的負債結構於金融危機後大致維持不變（見圖B5.1左邊部份），但零售銀行的資產構成卻經歷重大變化（見圖B5.1右邊部份）。

在貸款方面，銀行同業貸款佔總資產比例由2007年底（即金融危機之前）的24%下降超過一半，至2016年底的9%。銀行同業貸款減少可能是由多項因素所致，包括銀行同業貸款需求在流動性充裕的狀況下減少、顯著的交易對手風險，以及其產生的利潤微薄等。

相比之下，非銀行類客戶貸款佔總資產比例則由金融危機前的35%顯著增長至危機後的42%（圖B5.1的紫色柱）。

圖B5.1
零售銀行的資產負債結構



註：

1. 年末數字。由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 集團內部貸款（借款）指與在香港的關聯銀行或該銀行的海外辦事處借出（借入）的款項。銀行同業貸款（借款）指與在香港或海外的非關聯銀行借出（借入）的款項。

資料來源：金管局。

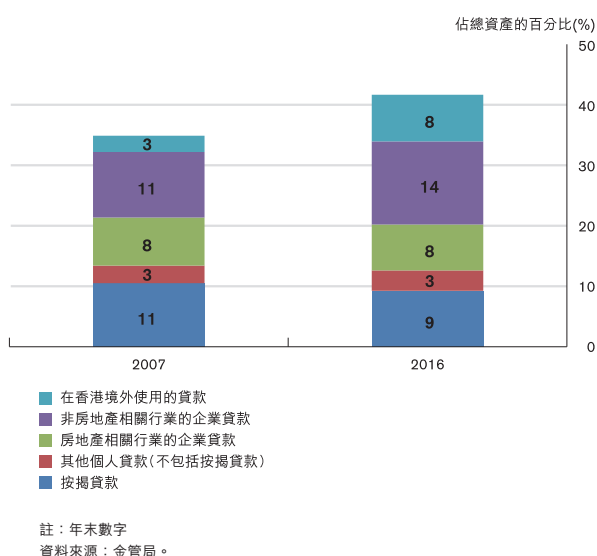
⁶² 在本專題中，除另有指明外，涉及香港銀行的數字僅與其香港辦事處有關。

⁶³ 零售銀行包括一些業務模式與香港本地註冊持牌銀行類似的境外註冊持牌銀行（即外國銀行香港分行）。

⁶⁴ 本專題中外國銀行香港分行包括所有在香港的境外註冊持牌銀行，但不包括已被列為零售銀行的持牌銀行。

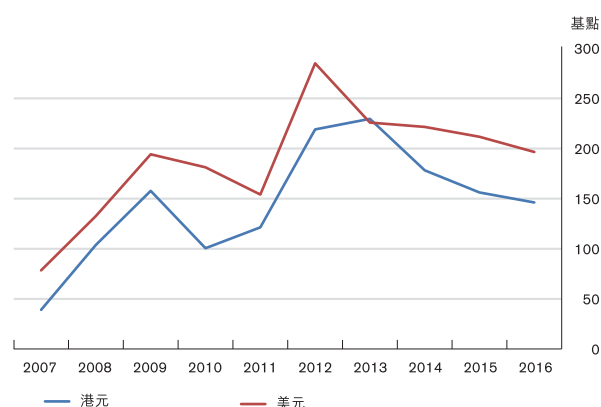
透過對非銀行類客戶貸款的統計數據進行細分可以發現，企業對貸款的需求於金融危機後增加，推動非銀行類客戶貸款佔總資產比例上升（圖 B5.2）。尤其零售銀行向非房地產相關行業提供的企業貸款所佔的比例上升，升幅為 3 個百分點。在香港境外使用的貸款（大有可能是由企業借入以為其海外業務提供資金）在佔總資產比例方面的升幅更大，達 5 個百分點。

圖 B5.2
零售銀行對非銀行類客戶貸款的構成



從香港銀團貸款數據的觀察證據顯示，香港銀行提供企業貸款的平均息差自 2008 年以來顯著上升。香港的港元銀團貸款的平均息差於 2013 年觸及約 228 個基點的高位（圖 B5.3 中的藍線）。儘管息差其後有所收窄，仍大幅高於金融危機前的水平。零售銀行企業貸款組合擴張以及息差擴闊，有助零售銀行於金融危機後維持穩定的利潤（關於零售銀行的資產回報及淨息差，見圖 5.1 及 5.2）。

圖 B5.3
在香港的銀團貸款的平均息差



雖然企業貸款組合擴張可能引致信貸風險增加，但有關風險或可在一定程度上透過零售銀行的投資組合在近期的變動予以抵銷。尤其這些銀行所持有由政府發行的債務證券大幅增加，由金融危機前僅佔其總資產約 5% 升至 2016 年底約 13%（見圖 B5.1 中的深藍色柱）。除了信貸風險管理可能是驅動零售銀行增持安全資產的因素之一外，其內部流動性管理需求以及《巴塞爾協定三》中的流動性監管要求亦可能是其中因素。

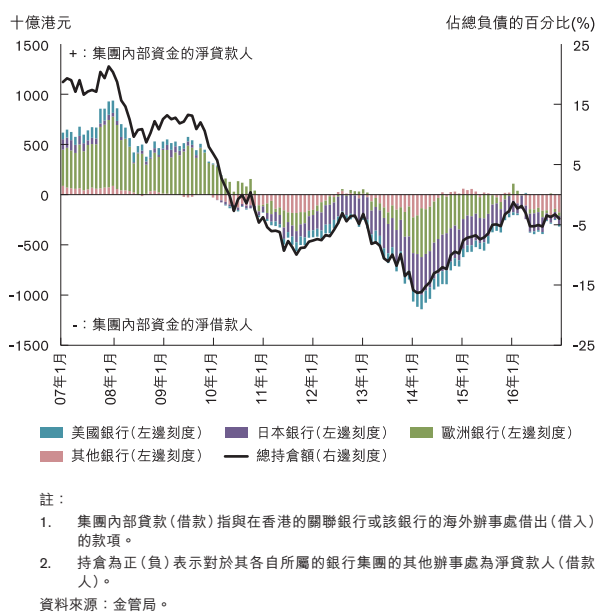
外國銀行香港分行於金融危機後的發展

我們在較早前基於截至 2012 年 6 月的數據所進行的評估發現部分美國及歐洲銀行的香港分行已於金融危機後改變其業務模式，由集團內部資金管理中心轉變為區域放款部門。⁶⁵ 大致反映這種變化，外國銀行香港分行整體上亦從集團內部的淨貸款人轉為淨借款人。

⁶⁵ 請參閱二零一三年三月《貨幣與金融穩定情況半年度報告》「專題 6：美國及歐洲跨國銀行香港分行的業務模式之轉變」。

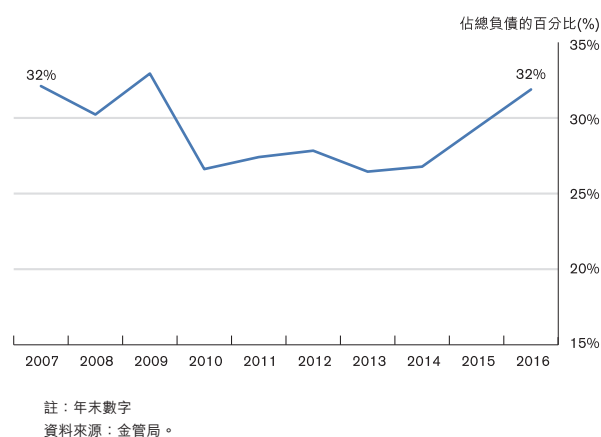
最新統計數據顯示，雖然外國銀行香港分行整體上仍然是集團內部的淨借款人（圖B5.4），但其借款淨額由2014年2月約相當於總負債16%的高位，大幅減少至於2016年底僅佔其總負債的4%。

圖B5.4
外國銀行香港分行的集團內部持倉淨額



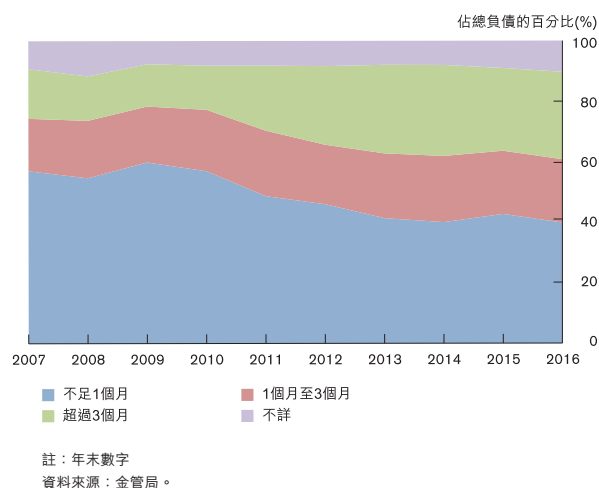
外國銀行香港分行對集團內部資金的依賴自上一次評估以來有所下降的其中一個原因，是這些銀行已透過吸納更多零售存款來為其業務提供資金。⁶⁶ 因此，外國銀行香港分行的零售存款佔總負債比例自2013年以來回升，並於2016年底達至32%，即金融危機前的水平（圖B5.5）。

圖B5.5
外國銀行香港分行的零售存款佔總負債比例



外國銀行香港分行的負債到期狀況亦健康發展。尤其期限超過3個月的負債所佔比例由2007年底的16%上升至2016年底的29%（圖B5.6的綠色區域）。這部分反映金管局於2013年施行的穩定資金要求的政策影響。⁶⁷ 整體而言，自上一次評估以來，外國銀行香港分行已建立更為穩定的資金結構。

圖B5.6
外國銀行香港分行負債的到期情況

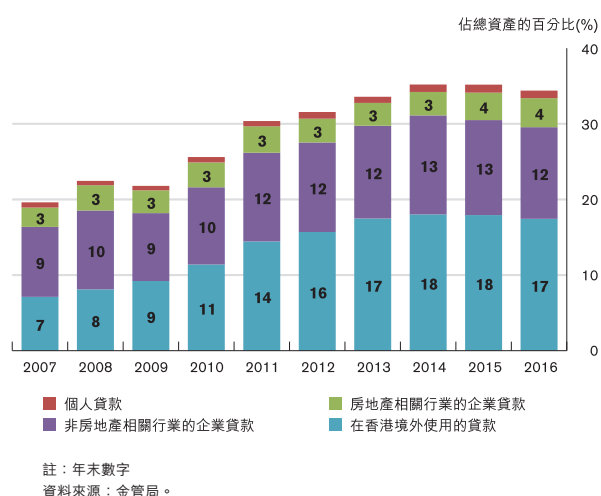


⁶⁶ 促進這個情況的部分原因，可能是全球金融危機及歐洲主權債務危機的影響消退，令國際銀行的違約風險大幅下降。

⁶⁷ 見有關「穩定資金要求」的參考資料，載於：<http://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-information/guidelines-and-circular/2014/20141128c2a5.pdf>

至於資產方面，外國銀行香港分行的貸款組合出現與零售銀行類似的變化。於2016年底，外國銀行香港分行對非銀行類客戶的貸款佔其總資產約34%，相對於金融危機前，其所佔比例不足20%（圖B5.7）。在香港境外使用的貸款是增長的主要來源，而在本地使用的企業貸款所佔比例亦有所上升。

圖B5.7
外國銀行香港分行對非銀行類客戶貸款的構成



然而，零售銀行及外國銀行香港分行在香港境外使用的貸款自金融危機後均錄得快速增長，這意味著其資產質素將會對外圍環境更為敏感。因此，香港銀行業應格外留意外圍環境。

對銀行業穩定性的影響

香港銀行近期的變化對銀行業穩定性有三方面的影響。首先，對於零售銀行而言，雖然一般來說其企業貸款組合擴大會引致信貸風險增加，但有關風險或可透過增加持有安全資產的比例予以部分抵銷。尤其重要的是，在低息環境令淨息差受壓的情況下，其企業貸款組合擴張或會帶來較高回報，從而有助銀行維持穩定的利潤。利潤穩定和資本狀況穩健令零售銀行具備充足條件滿足《巴塞爾協定三》框架下的資本要求。

其次，外國銀行香港分行已建立更為穩定的資金結構，應有助提升這些銀行的抵禦能力，以應對流動性及資金衝擊。另外，這些銀行在金融危機後積極參與貸款業務，可以增加香港銀行業貸款供應來源的多元性，從而減低在面臨困境時出現系統性貸款縮減的風險。

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附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。

©2017 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)