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。

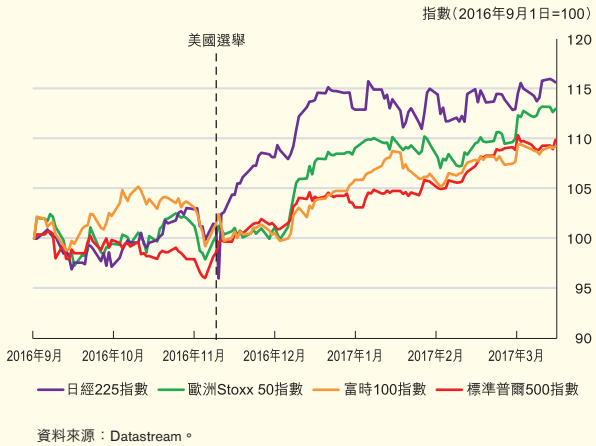
東亞方面，實體經濟活動於2016年下半年略為改善，近期出口量亦有所增加。不過，在美國加息、美元升值且美國可能採取保護主義措施的背景下，金融市場應會繼續波動，經濟增長的下行風險上升。

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。

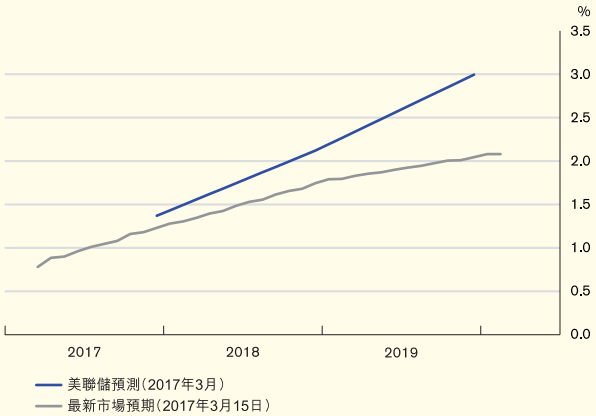
然而，市場期待的特朗普減稅措施或未能對美國經濟增長產生市場所預期的正面影響。雖然經濟政策轉為依賴財政寬鬆措施會有助減輕貨幣寬鬆政策所承受的沉重負擔，但有鑑於美國經濟週期的當前階段，目前是否實施財政寬鬆措施的適當時機值得商榷。儘管美國經濟增速在最近幾個季度有所放緩，但產出缺口逐步收窄，而且2月份失業率亦符合美聯儲估計的4.7%自然失業率，反映美國經濟活動已接近其經濟潛力。美國經濟現正處於擴張性週期，財政乘數(fiscal multiplier)會低於經濟衰退期(例如請參閱Auerbach及Gorodnichenko (2012))[1]。事實上，近期估算的美國拉弗曲線(Laffer curve)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



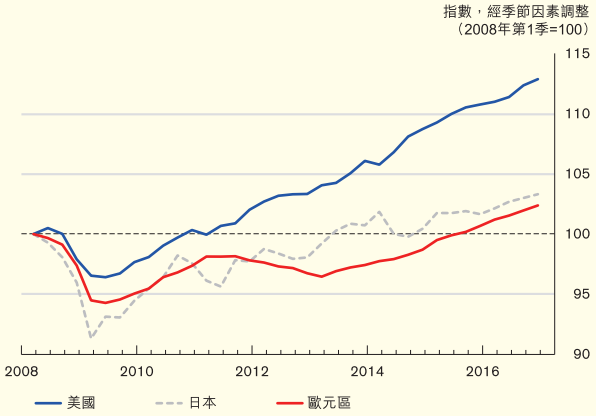
註：市場對未來聯邦基金利率的預測是根據聯邦基金期貨合約計算。
資料來源：Datastream及美聯儲。

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



資料來源：CEIC。

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。

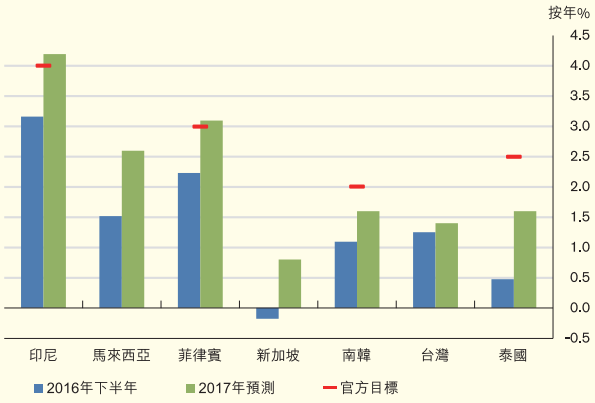
東亞方面[3]，實體經濟活動近期恢復活力，區內本地生產總值小幅增長，通脹上升。

- 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，區內多個經濟體的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

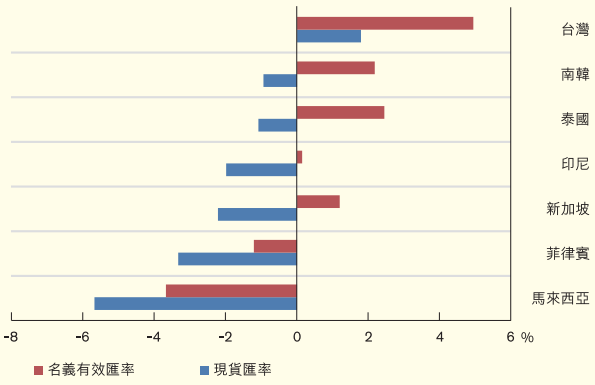


資料來源：CEIC、《共識預測》。

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，區內大部分貨幣兑美元貶值。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）。

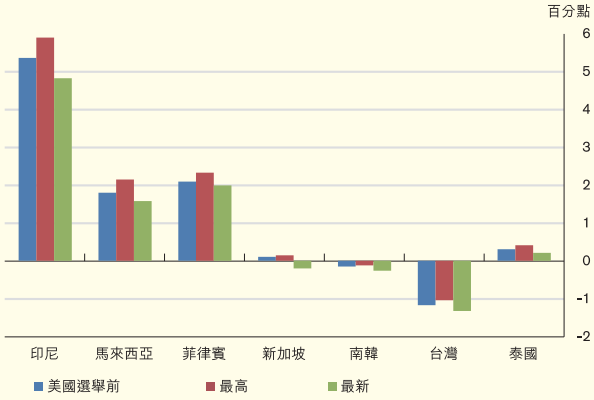
圖2.5
美國選舉後兑美元現貨外匯貶值與名義有效匯率的變動



註：自2016年11月8日至2017年3月8日的數據。
資料來源：國際清算銀行、彭博。

- 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



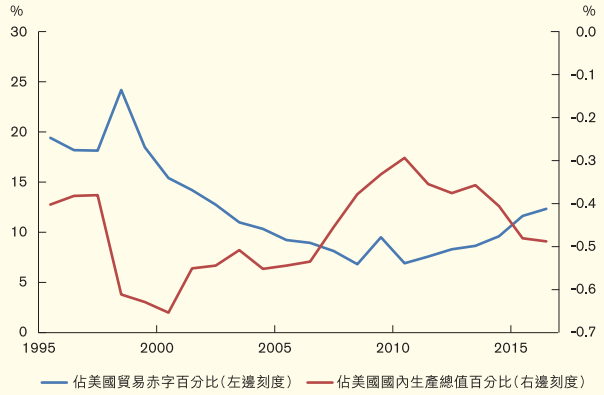
註：自2016年11月8日至2017年3月8日的數據。
資料來源：彭博。

- 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

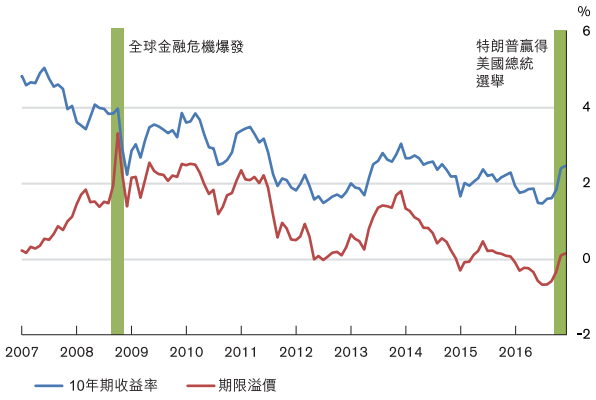
引言

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

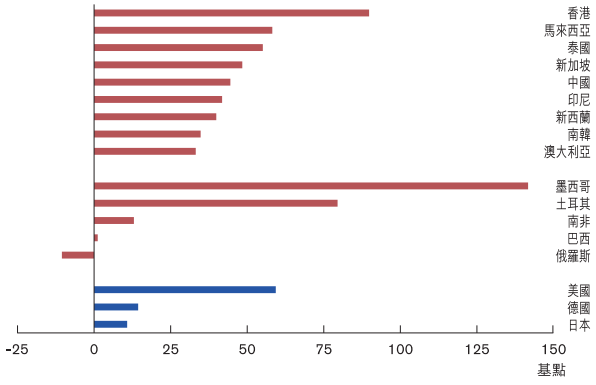
根據預期假說的理論，長期利率可分解為兩個關鍵構成部分：(1)對未來短期利率的預期；及(2)期限溢價。前者是長期債券投資的預期回報，後者則是投資者持有長期債券相對於在同期內在一連串短期債券之間進行滾動再投資而產生的額外回報。考慮到通脹對長期債券價格的影響較短期債券明顯，正數的期限溢價可解釋為對通脹風險的補償。因此，在本專題的分析中，我們並非直接評估主權債券的收益率，而是透過主權債券收益率中的期限溢價來進行研究，因為期限溢價更能體現通脹不明朗因素的傳導性。在過去30年，紐約聯邦儲備銀行所估計的美國期限溢價與10年期美國國庫債券收益率的走勢相當貼近（圖B1.3）。

圖B1.1
自2007年起10年期美國國庫債券收益與期限溢價



資料來源：紐約聯邦儲備銀行。

圖B1.2
美國選舉以來10年期主權債券收益率變動



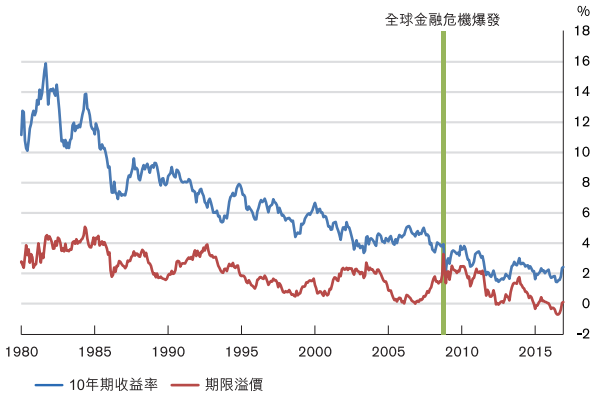
註：
1. 2016年11月7日至2017年1月6日
2. 對香港和俄羅斯而言為2016年11月7日至2016年12月30日

資料來源：彭博。

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 值得留意的是，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。

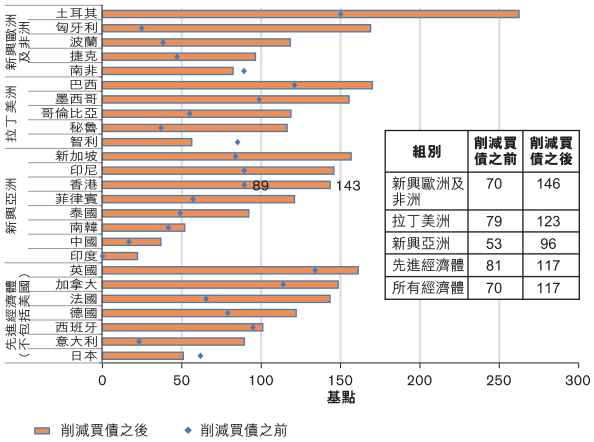
其次，透過比較新興經濟體於削減買債後期的估計增幅可以發現，新興歐洲及非洲經濟體平均而言對美國衝擊的反應最為明顯（146個基點），其次是拉丁美洲（123個基點）及新興亞洲（96個基點）。這或許反映地緣政治不穩仍然是新興歐洲及非洲經濟體面對的主要風險，而亞洲相對強勁的基本經濟基礎則緩和了削減買債後期的部分風險。[8]

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個的基點的10週累積反應



組別	削減買債之前	削減買債之後
新興歐洲及非洲	70	146
拉丁美洲	79	123
新興亞洲	53	96
先進經濟體	81	117
所有經濟體	70	117

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 值得留意的是，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。

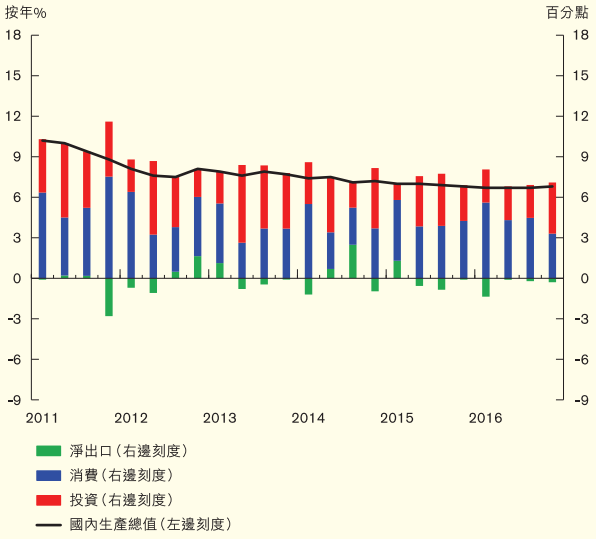
10 若擴張性財政政策可大幅提振美國經濟，引致巨大的通脹壓力，美聯儲將提高政策利率，因而有可能導致美國長期利率上升。

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）。

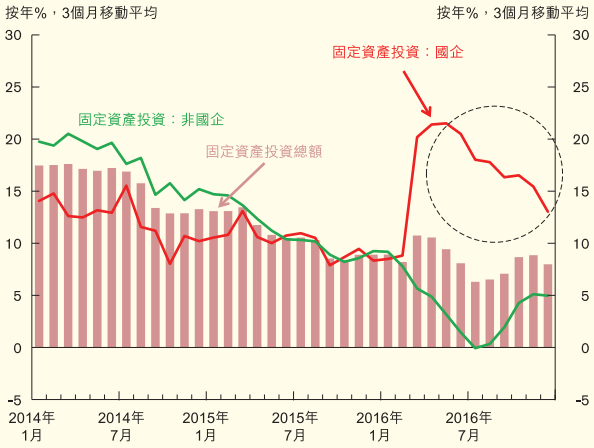
圖2.8
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



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。

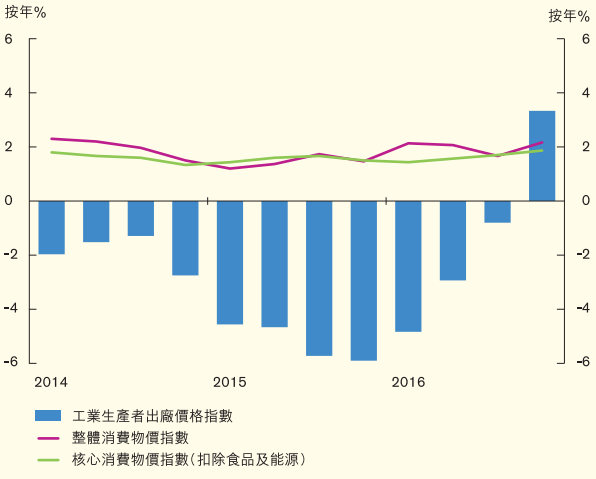
以增加值計算，第三產業在2016年下半年錄得較快增長，並繼續成為經濟增長的主要動力。尤其儘管金融及房地產業增長放緩，但運輸及倉儲以及批發及零售業等其他服務業增長加速。同時，第二產業增長於期內大致保持穩定，建築業放緩被製造業擴張所抵銷。由於第三產業增長速度較其他產業為快，第三產業佔國內生產總值的比例由2015年的50.2%進一步上升至2016年的51.6%。

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



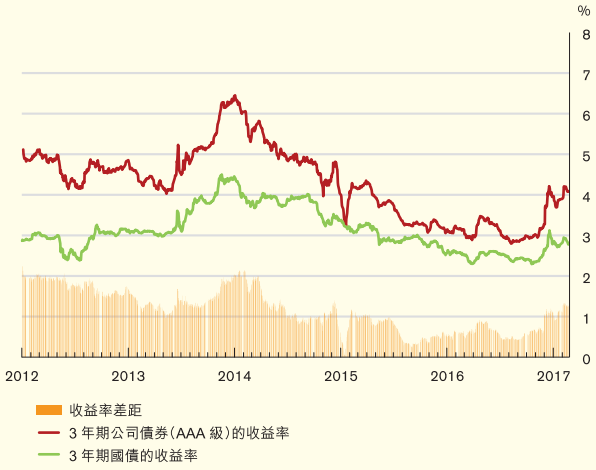
資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

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。

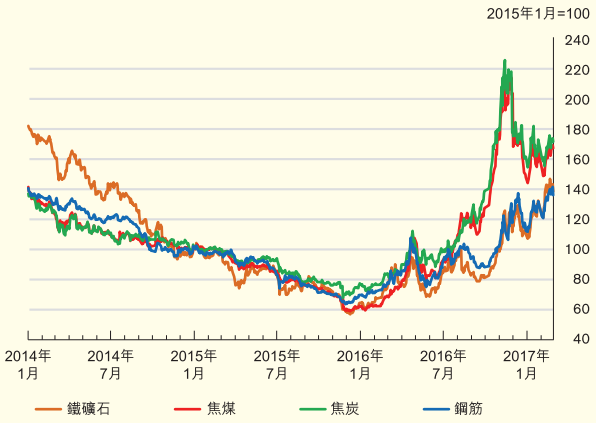
圖2.11
中國內地：政府及企業債券收益率



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，但去年年底前仍波動較大。

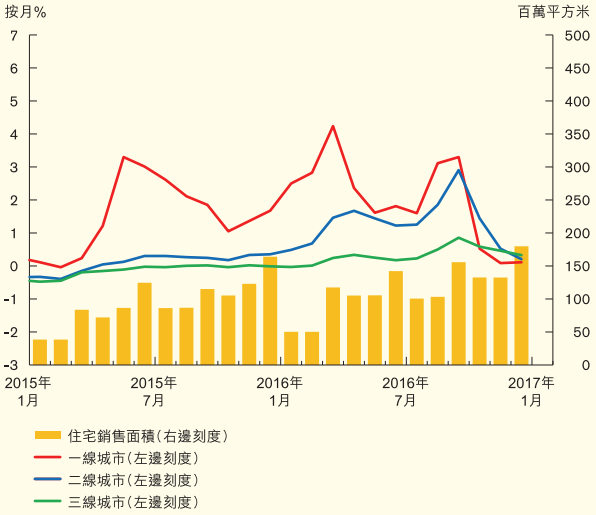
圖2.12
中國內地：主要大宗商品價格



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。

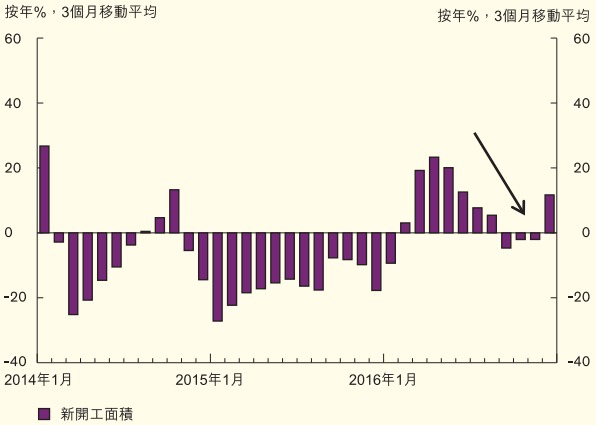
圖2.13
中國內地：住宅價格及銷售面積



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

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

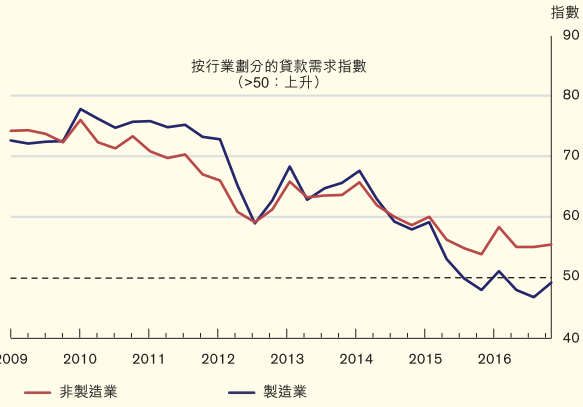


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

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）。

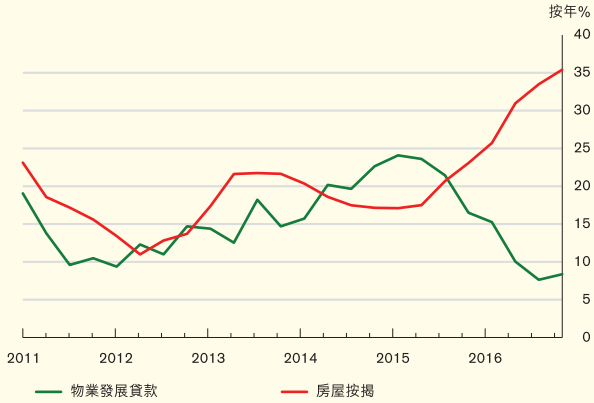
圖2.15
中國內地：按行業劃分的貸款需求指數



資料來源：CEIC及人民銀行。

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



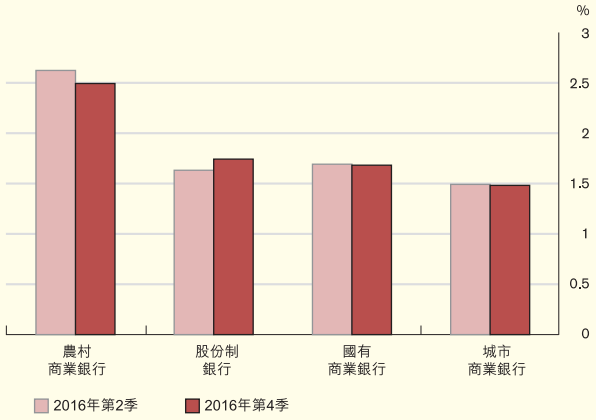
資料來源：CEIC、人民銀行及金管局職員估計數字。

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）。

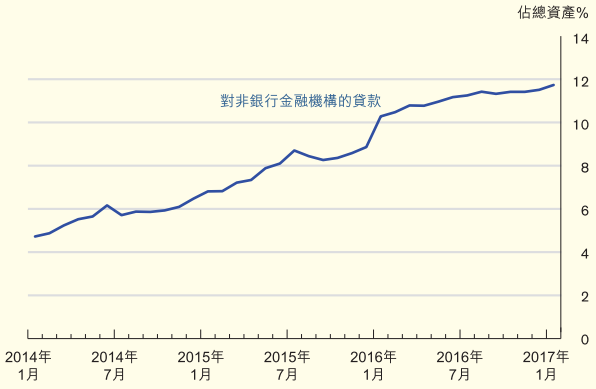
圖2.17
中國內地：2016年年底按銀行類別劃分的不良貸款率



資料來源：CEIC及中國銀監會。

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



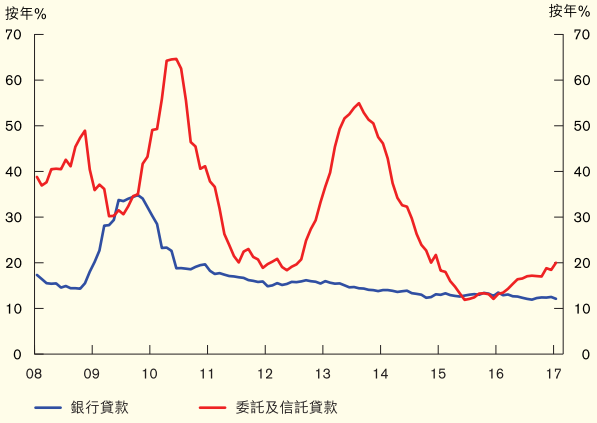
資料來源：Wind、人民銀行及金管局職員估計數字。

[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托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

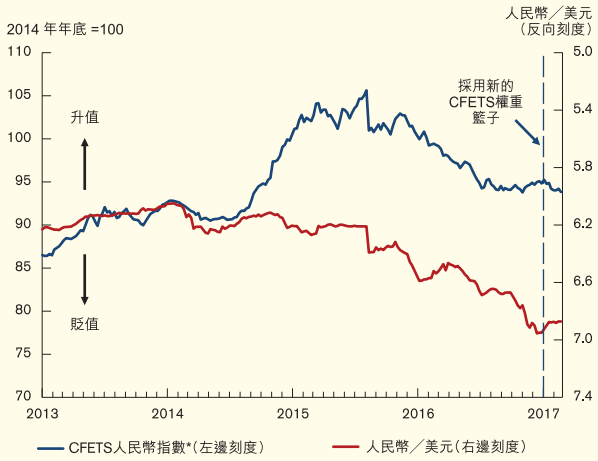


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

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



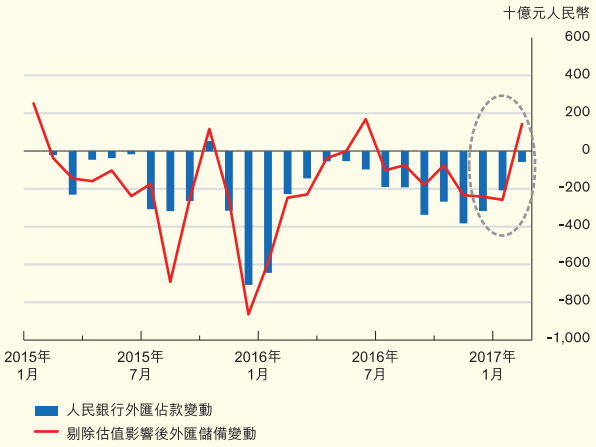
* 2015年12月之前的指數根據CFETS人民幣籃子的權重估計。
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

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，預計韓圜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%，而新加入的韓圜權重為10.77%。

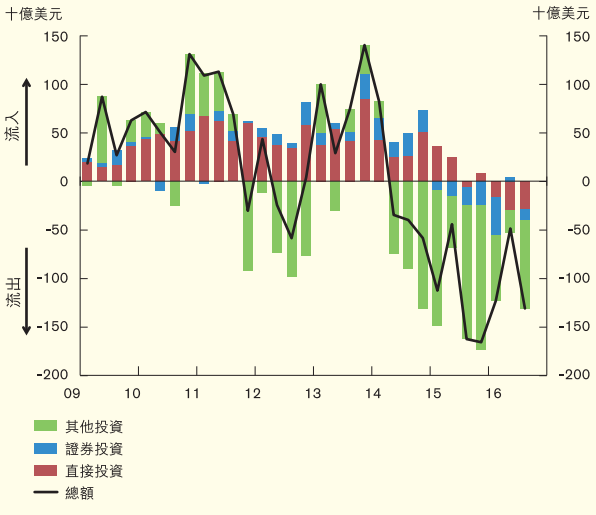
圖 2.21
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



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



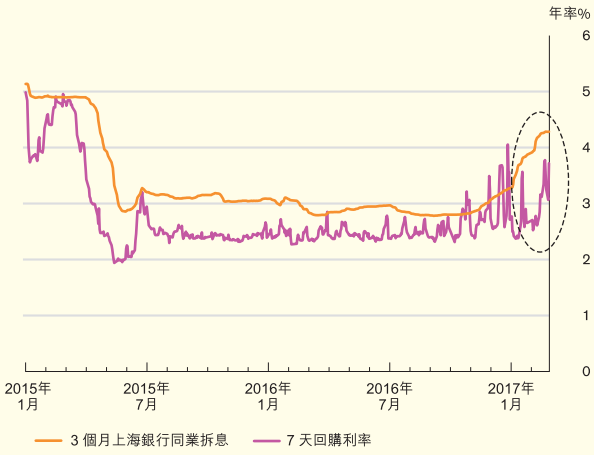
資料來源：CEIC 及金管局職員估計數字。

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

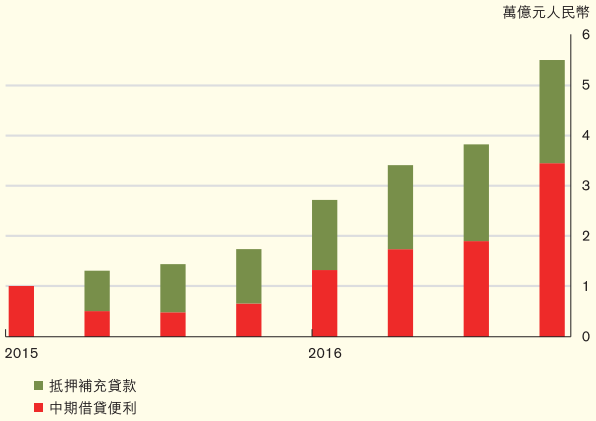


資料來源：CEIC。

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



資料來源：CEIC。

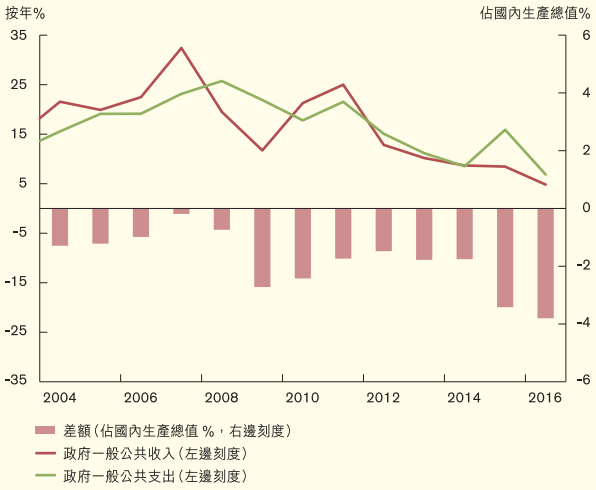
2016年下半年，由於人民幣實質有效匯率轉弱，而實質有效貸款利率因通脹上升而下跌，整體貨幣狀況持續放鬆。儘管貨幣狀況放鬆事實上對穩定私營部門的經濟活動提供了幫助，但在M1增長加速而M2增長放緩的情況下，有關貨幣政策有效性的憂慮仍然存在。一些市場評論員指出，M1與M2增速背馳的原因可能是經濟增長放緩導致缺乏投資機會，令閒置資金快速積累。他們認為這反映了內地經濟可能正陷入流動性陷阱。

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



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

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。

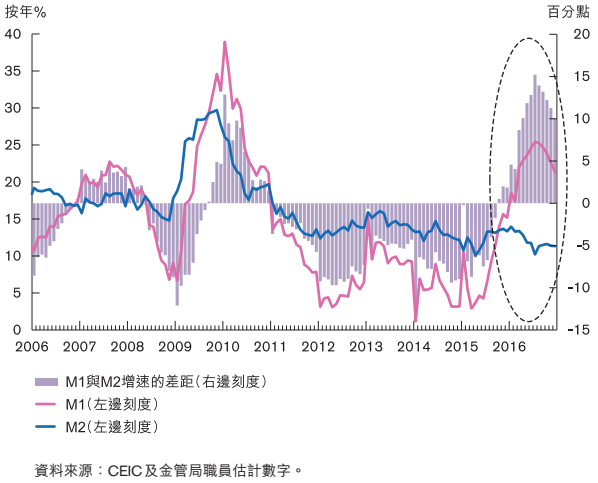
儘管政府採取更積極的財政政策立場，2016年的整體政府債務增長維持在2.5%的溫和水平。因此，政府的整體負債在2016年稍為下降，政府債務佔國內生產總值的比例從2015年的38.7%微幅下降至2016年的36.7%。在地方層面而言，於報告期內，債務置換計劃的進一步實施，以及賣地情況改善，均有助緩解對地方政府債務再融資風險的憂慮。儘管如此，部分省份如青海、山西及陝西等地的政府收入在2016年有所減少，導致財政狀況轉差。

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



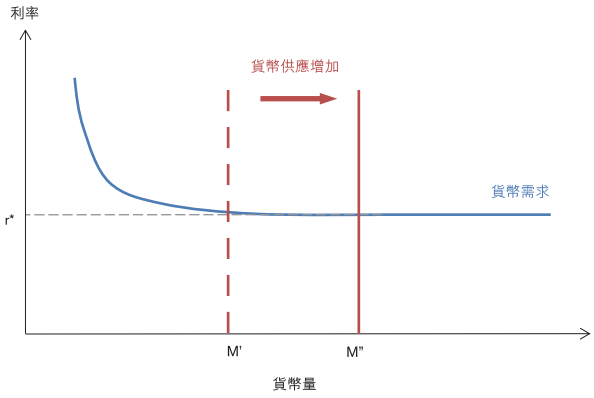
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

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Hondroyiannis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	1.381	1.163	1.363	1.224	1.425
	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)
利率						
估算的1年期有效貸款利率	-0.271	-0.286				
	(.000)	(.000)				
1年期基準貸款利率			-0.306	-0.358		
			(.000)	(.000)		
7天回購利率					-0.059	-0.051
					(.009)	(.149)
常數	-0.796	-3.054	-0.633	-2.784	-1.759	-4.017
	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.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。

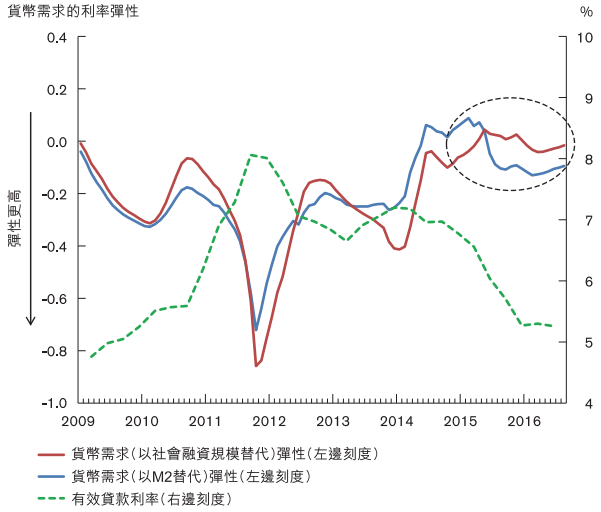
我們的研究結果表明，近期並無出現貨幣需求的利率彈性急升的情況。這一結論基本不受所選利率，滾動窗口的長短[16]，以及是否考慮存款準備金率等其他控制變量的影響。

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

Hondroyiannis, 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

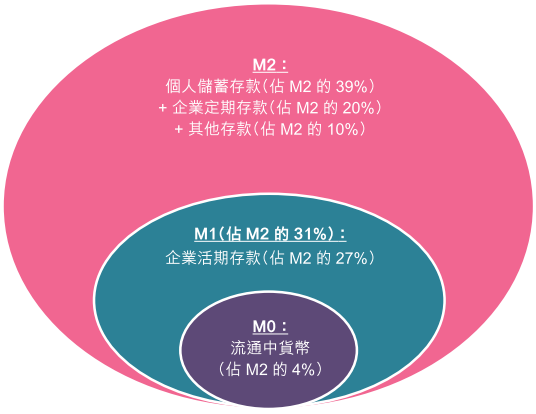
引言

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。

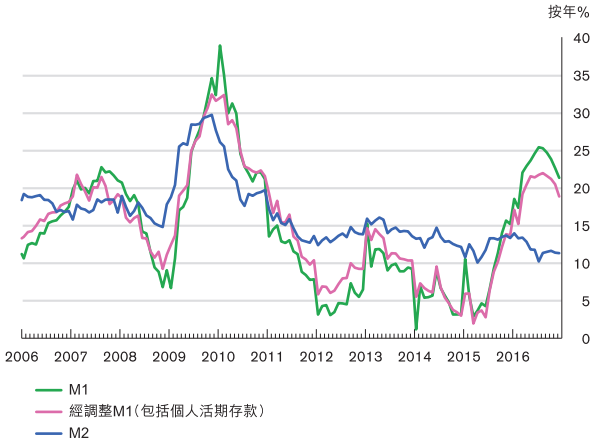
圖B3.1
中國內地貨幣供應的定義



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

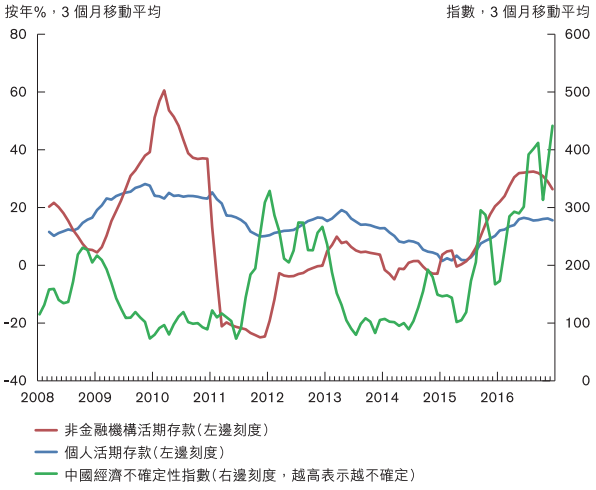
17 我們採用Baker, S.R.、Bloom, N.及Davis, S.J.就中國內地編製的經濟政策不確定性指數作為經濟不確定性的替代指標。該指數透過一個文字關鍵詞過濾工具，計算一家主流報章上有關中國內地的經濟新聞報告的比例（資料來源：http://www.policyuncertainty.com/china_monthly.html）。近期有多份研究，包括歐洲央行及國際貨幣基金組織進行的研究，就採用了該團隊就其他經濟體編製的經濟政策不確定性指數。

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



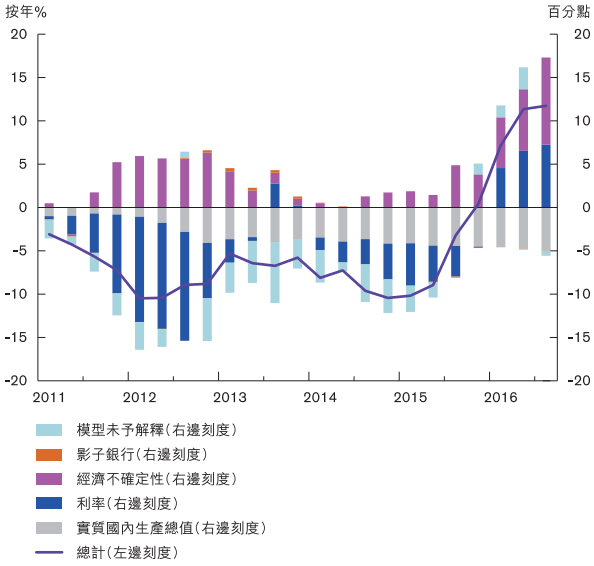
資料來源：CEIC、中國經濟政策不確定性指數（資料來源：http://www.policyuncertainty.com/china_monthly.html）及金管局職員估計數字。

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。

值得留意的是，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。

[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。