
2. 全球環境及展望

全球經濟自2016年後期以來同步趨強的勢頭未見減弱。增長前景改善，帶動全球股市於2017年及2018年初持續走高。然而，隨着市場重新評估美國通脹風險，全球股市在2月份出現拋售潮及大幅波動，標誌金融市場結束過往兩年的平靜狀態。展望未來，全球金融狀況收緊風險以及一系列政策及事件風險，將繼續為全球前景蒙上陰影。在緊絀的勞工市場下，美國減稅可能會加速通脹的週期性反彈，令美聯儲加快步伐收緊貨幣政策。在美聯儲繼續推進資產負債表正常化之際，美國增發國債以應付減稅，或會增加長期債券收益率的上行壓力。貿易壁壘抬頭陰影以及一旦地緣政治緊張局勢出乎意料升溫，亦可能對剛起步的全球貿易復甦構成威脅。

東亞方面，受惠於強勁的出口表現及穩定的國內需求，實質經濟增長於2017年下半年持續上升。然而，經濟前景雖然樂觀，但同時亦面對多種下行風險，例如全球貨幣狀況收緊幅度可能超乎預期，美國內向型貿易政策及地緣政治緊張局勢。一旦發生這些下行風險，亦會增加資金流向逆轉的風險。政策制訂者正面臨多重挑戰，一方面須防範經濟增長面對的風險，而另一方面亦要限制長期寬鬆的金融狀況對通脹及資產負債表脆弱程度的影響。

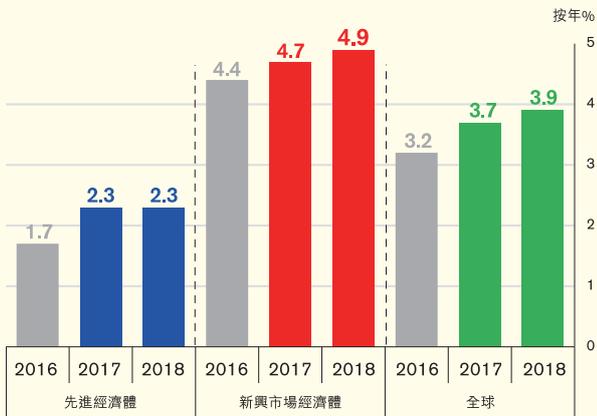
中國內地方面，2017年下半年經濟表現良好。回顧期內，結構性改革及遏制系統性風險取得若干進展。近期增長前景維持正面，但仍存在不確定性因素，而這將部分視乎「新經濟」的快速增長能夠在多大程度上抵銷結構性改革進一步推進對增長構成的短期壓力。由於經濟情況趨穩及風險減弱，資金流出壓力於2017年的大部分時間內保持溫和。

2.1 外圍環境

隨著週期性經濟改善的勢頭自2016年後期以來越見穩固，先進及新興市場經濟體的增長於2017年同步加快。在主要先進經濟體當中，美國受私營部門樂觀情緒向好及美元大幅貶值的帶動，投資及出口穩健上升，而歐元區及日本亦錄得全面的週期性復甦。新興市場經濟體的出口也受惠於全球大宗商品價格趨於平

穩，以及主要先進經濟體的進口需求增加。短期而言，美國通過稅務改革後，投資及消費可望受惠於企業及個人所得稅的寬減而進一步得以提振。有見目前週期性經濟上行的勢頭及美國稅改所帶來的擴張效應，國際貨幣基金組織於1月份預測，全球經濟增長將由2017年的估計約3.7%加速至2018年的3.9%（圖2.1）。

圖 2.1
實質國內生產總值增長預測

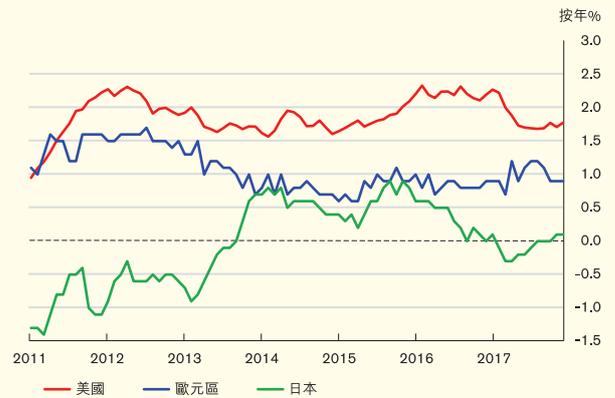


資料來源：國際貨幣基金組織。

隨著歐元區及日本的增長動力加強，市場預期全球貨幣政策分歧將會收窄，加上全球增長前景更為樂觀，刺激風險胃納上升及資金流入新興市場經濟體，進而令美元受壓。儘管美聯儲於年內三度加息，並開始推進資產負債表正常化，但美元指數於2017年仍錄得接近10%的跌幅。

與此同時，儘管經濟增長全面加速，主要先進經濟體的核心通脹仍然疲弱，且低於其央行的目標，令市場直至最近仍預期全球利率將維持低企（圖 2.2）。在此背景下，全球股市於2017年及2018年初持續走高，標普 500 指數更屢創新高，推動經週期性調整的市盈率於2018年1月升至33.8，為2000年初「科網泡沫」以來的最高位。

圖 2.2
主要先進經濟體的核心通脹



註：日本的數據為「核心-核心」通脹率，並已就2014年調高銷售稅的一次性影響進行調整。
資料來源：CEIC及金管局職員估計。

然而，自2017年下半年以來，市場擔心減稅會導致財政赤字及通脹上升，令美國長期國債收益率持續攀升，日益高企的資產市場估值能否持續因而成為疑問。由於美國公布2018年1月的平均每小時工資增幅高於預期，市場重新評估美國通脹風險，觸發全球股市於2018年2月初調整。標普 500 指數由1月26日的高位一度下挫超過10%，完全抵銷年初的顯著升幅，並在美國政府於3月初宣布新一輪貿易保護措施後繼續受壓。基準10年期美國國債收益率亦在2月中升至4年高位。市場波幅急劇上升，芝加哥期權交易所波幅指數一度飆升至37.3的兩年新高，標誌著過往兩年持續的窄幅波動環境結束（圖 2.3）。

圖 2.3
芝加哥期權交易所波幅指數 (VIX)

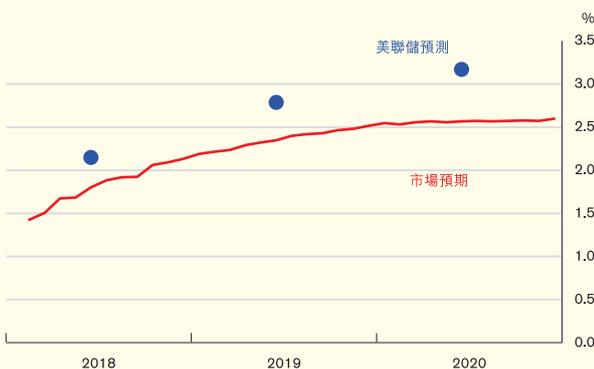


資料來源：彭博。

展望未來，在短期股市波動過後，美國通脹風險、美國長期債券收益率上行風險及其他主要央行可能收緊貨幣政策，均有可能導致全球貨幣狀況收緊，繼而為全球經濟前景蒙上陰影。

首先，就美國通脹風險而言，最近通過的稅改包括若干條款，料會為私人消費及投資提供短期週期性刺激。稅改所涉及的主要措施包括：(1) 調低企業及個人所得稅稅率、(2) 短暫允許資本投資全額費用化，以及(3) 有助減低美國企業將其海外盈利停泊海外的動機的一次性「視為匯回」規定。雖然尚未能確定減稅措施將如何影響國內需求及通脹，但隨著美國經濟現已達至其產出潛力，減稅有可能將美國的產出進一步推至超出潛力範圍，繼而導致經濟過熱及通脹週期性反彈。¹ 若通脹壓力的上升幅度超過預期，或會促使美聯儲加快步伐收緊貨幣政策。目前，金融市場預期的聯邦基金利率走勢較美聯儲所發布的預測更為平緩。不過，倘若通脹意外反彈，則不能排除突然重新調整加息預期的風險（圖 2.4）。

圖 2.4
聯邦基金利率預測



註：市場預期源自 2018 年 2 月 28 日的聯邦基金期貨合約的價格，而美聯儲的預測則基於 2017 年 12 月美國聯邦公開市場委員會的預測資料。
資料來源：Datastream 及美聯儲。

¹ 根據美國國會預算辦公室的估計，自 2017 年第 3 季以來，美國的產出缺口已轉為正值，而 2018 年 2 月的失業率為 4.1%，亦低於多個自然失業率的估計值。另請參閱紐約聯邦儲備銀行行長達德利 (Dudley) 於 2018 年 1 月 11 日發表的講話「The Outlook for the U.S. Economy in 2018 and Beyond」。

其次，鑑於稅改有可能加劇財政赤字，預計日後美國國債的發行量將會增加。² 在美聯儲繼續推行資產負債表正常化計劃之際，預期將導致期限溢價上升；在此情況下，美國國債發行量增加，可能會加劇長期債券收益率的上行壓力。此外，隨着市場憧憬美國通過減稅方案的可能性增加，自 2017 年下半年以來，美國的通脹預期持續上升（圖 2.5）。因此，基準 10 年期美國國債收益率繼在 2017 年大部分時間內於低位徘徊後，自第 3 季以來已上升逾 70 個基點，部分反映市場對國債供應壓力增加的憂慮以及通脹預期上升。

圖 2.5
5 年、5 年遠期通脹預期



資料來源：彭博。

此外，作為長期利率主要組成部分的自然利率 (R^*) 是否會一如多數人預期將會長期處於低位，是一大關鍵。³ 儘管對 R^* 的估計各有不同，但普遍認為其自全球金融危機以來大幅下跌（圖 2.6）。⁴ 儘管如此，由於 (1) 預期財政赤字增加導致國民儲蓄率下降，以及 (2) 企業減稅及對資本支出更加有利的稅務待遇可能會令投資率上升，美國的 R^* 未來或會面臨上升風險。

² 美國國會的稅務聯合委員會估計，即使考慮到增長加快可能對稅收產生的推動作用，但到 2027 年，稅改計劃將導致財政赤字增加超過 1 萬億美元。

³ 按照寬鬆的定義， R^* 是當實際產出等於潛在產出時將達致的經通脹調整（即實質）利率。因此， R^* 是不能透過直接觀察所得的均衡概念。 R^* 與通脹預期和期限溢價共同決定均衡長期利率。

⁴ R^* 有可能受到包括全球儲蓄過剩及自全球金融危機以來趨勢生產率增長放緩等結構性因素影響而下降。詳情請參閱 Williams, J.C. (2016 年)，「Monetary Policy in a Low R-star World」，三藩市聯邦儲備局經濟信函。

R* 上升，以及美聯儲資產負債表正常化預期會導致期限溢價上升，可能預示長期利率將會上升，從而對資產市場的估值構成阻力。

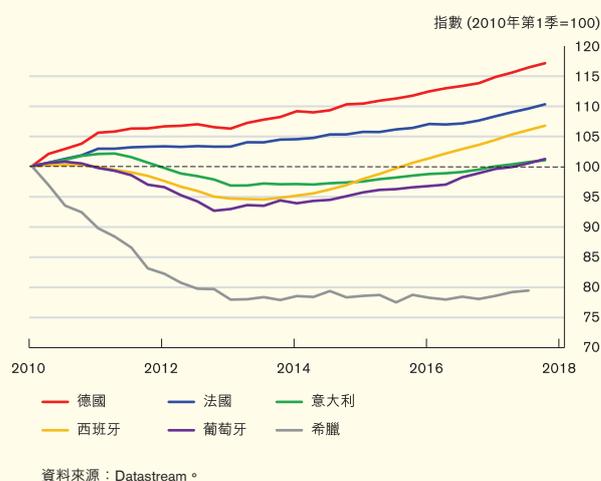
圖 2.6
按 Laubach-Williams 模型估計的美國 R*



資料來源：彭博。

第三，歐元區及日本的增長動力增強，令市場預期其央行可能會縮減貨幣寬鬆措施。一旦出現這種情況，可能預示全球貨幣狀況將會同步收緊。歐元區方面，各成員國經濟體錄得全面的週期性擴張（圖 2.7）。至於日本方面，經濟亦加速復甦，實質國內生產總值於 2017 年第 4 季錄得連續第八個季度正增長。雖然歐洲中央銀行（歐洲央行）及日本銀行在通脹乏力的情況下繼續發出維持寬鬆貨幣政策的訊號，但隨着歐日經濟增長前景明朗化（和日本勞工市場持續趨緊），已導致一些市場參與者預測其將於不久將來進一步縮減量化寬鬆計劃。⁵

圖 2.7
歐元區部分成員國的實質國內生產總值



資料來源：Datastream。

因國際政治及地緣政治緊張局勢導致的政策及事件風險，亦有可能對剛起步的全球經濟增長及貿易復甦構成威脅。美國政府似乎更傾向於採取內向型貿易政策來保護國內產業，最近的例子是 2018 年 1 月公布對太陽能電池板及洗衣機徵收進口關稅，以及在 3 月初宣布對鋼材及鋁徵收進口關稅，令人憂慮其貿易夥伴會否以報復性措施回應。與此同時，英國與歐盟其他國家就脫歐後的貿易安排目前正在談判當中，過程存在多個不明朗因素。倘若上述事態發展導致貿易摩擦增加，則有可能會阻礙全球貿易往來並降低全球生產效率。此外，地緣政治緊張局勢一旦出乎意料升級（例如朝鮮半島軍事衝突、中東政治動盪及潛藏的恐怖襲擊風險），或會增加全球金融市場波動。

東亞方面⁶，經濟增長動力於 2017 年下半年進一步增強，全年以強勁的表現作結。2017 年的實際增長加速至 4.3%，為 2012 年以來最快的增長速度。對外貿易仍然是增長的主要動力，而內部需求亦提供穩定的支持（圖 2.8）。先進經濟體加速復甦、中國內地增長較預期強勁，以及全球對科技產品的需求回升，均推動區內的出口。

⁵ 儘管如此，歐洲央行承認，近期的歐元匯率波動值得關注，這可能意味著歐洲央行在未來縮減量化寬鬆計劃方面將持較謹慎的態度。

⁶ 東亞經濟體指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

圖 2.8
東亞：本地需求及出口



資料來源：CEIC及國際貨幣基金組織。

通脹壓力至今仍然疲軟。2017年下半年，受食品價格通脹下降及能源價格平穩影響，東亞的整體通脹有所緩和（圖 2.9）。與此同時，由於多個經濟體工資增長緩慢，核心消費物價通脹率（扣除食品及能源）仍然處於較低的水平。

圖 2.9
東亞：整體核心消費物價通脹率

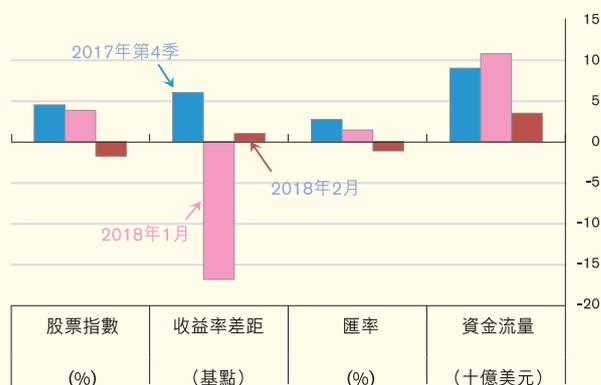


*註：自2016年起，南韓將通脹目標設定為2%，而幅度區間為 $\pm 0.5\%$ 。
資料來源：CEIC及各中央銀行。

經濟向好伴隨著大量的資金流入，令金融資產價格在2017年及2018年初顯著上漲（圖 2.10 藍色及粉紅色柱）。流入區內市場的資金量在2017年顯著反彈，其中證券投資總流入金額達2010年以來的新高。區內各類金融資產的估值亦隨市場上漲。事實上，區內的信用風險補償在2017年下半年進一步收窄，而整個區域的基準股票指數亦全面上升。區內貨幣普遍兌美元升值。

然而，在剛過去的2月初，在全球股市出現拋售的情況下市場情緒急轉（圖 2.10 紅色柱），金融資產的強勁上升亦暫告一段落。亞洲股市於2月初全面遭受重創。同時，不同國家及行業的債券收益率差距擴闊，資金流入減緩，而區內貨幣亦輕微轉弱。

圖 2.10
東亞：金融市場的表現

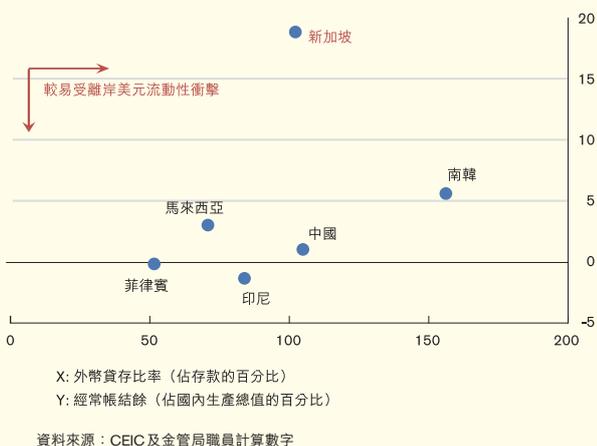


註：圖表顯示以下指標的平均變化：(1)基準股票指數、(2)10年期區內主權債券收益率與美國國庫債券收益率的差距、(3)區內貨幣兌美元匯率；及(4)七個東亞經濟體的總EPFR資金流量，包括債券及股票基金。上述經濟體為印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。
資料來源：彭博、CEIC及EPFR。

儘管近期金融市場波動，但除非出現任何預計以外的衝擊，東亞各經濟體近期的經濟前景將很可能隨著週期性上升及普遍的寬鬆貨幣狀況而繼續向好。然而，正面的經濟前景很容易受到一些下行風險的影響。

— 全球貨幣狀況收緊幅度超過預過期 — 除美聯儲貨幣政策正常化步伐未見明朗及主要中央銀行可能同時收緊貨幣狀況外，新通過的美國稅改下的「視為匯回」規定亦可能會收緊離岸美元流動性，不過，基於過往經驗，相關影響應屬可控。⁷ 若全球貨幣狀況的緊縮程度超乎預期，均有可能對經濟增長及資產市場構成風險。尤其是美元債務快速增長、外幣錯配增加以及外部結餘疲弱的經濟體可能更容易受到離岸美元流動性收緊的影響（圖 2.11）。

圖 2.11
東亞：外幣貸存比率及經常帳結餘



— 美國內向型貿易政策 — 美國政府轉向內向型的貿易政策，可能會觸發全球貿易保護主義情緒，並拖累東亞地區的出口復甦。若美國對東亞地區各經濟體採取更嚴厲的貿易措施，將直接減少區內的跨境貿易流動。另外，隨著與其他地區貿易及投資往來增加，若美國改變對這些地區的貿易政策，亦有可能會影響東亞的貿易流動。

— 地緣政治風險 — 全球多個地區的地緣政治局勢仍然緊張。儘管多方努力斡旋以求緩和緊張的局勢，動盪的形勢很可能繼續威脅全球穩定。而一旦衝突升級，可能波及全球經濟及金融市場。

一旦發生這些下行風險，其影響將不止於拖累經濟增長和引致資產市場波動，同時亦有可能令過往幾年有大量資金流入的新興亞洲經濟體出現資金急劇外流的危機。

儘管如此，若干現有因素可能有助於緩解風險。大多數區內經濟體的基本因素相對穩健，加上最近幾年推行的宏觀審慎措施所提供的緩衝，可能有助於緩解外部衝擊造成的壓力。與此同時，近年來機構投資者資金流入區內債券市場的比例上升，也有望減少區內資金流入的波動，因為當市場壓力較低時，機構投資者的資金流向往往更為穩定。⁸ 此外，正如第 15 頁的專題 1 所討論，儘管於市場低迷期間，新興市場經濟體債券基金會錄得資金流出，但其速度可能不會如流入時迅速。

展望未來，由於經濟增長前景強勁、通脹溫和但增長穩定，以及資產價格壓力，區內多間央行可能面臨多重挑戰，一方面須防範經濟增長面對的風險，而另一方面又要限制長期寬鬆的金融狀況對通脹及資產負債表脆弱程度的影響。

⁷ 2004 年的《本土投資法案》針對美國企業的海外累計利潤制定了一次過免稅期。於 2004 至 2006 年期間，約有三分之一的全球未歸國累計收益（約合 3,620 億美元）已被匯回，少數避稅天堂經濟體在匯回金額中佔主要比例。在此期間，源自亞洲的匯回金額處於較低水平（約 300 億美元），這可能反映亞洲主要作為外資直接投資目的地而非避稅天堂。與 2004 年相比，亞洲似乎仍是外資直接投資的理想目的地。此外，由於目前「視為匯回」規定並無規定最後匯回期限，因此潛在匯回可能會逐步進行。有關 2004 年情況的詳情，請參閱 Redmiles, M.(2008). 「The one-time received dividend deduction」，《收入統計公報》春季刊，第 102-114 頁。

⁸ 詳情請參閱金管局 2016 年 8 月的研究備忘錄「影響證券資金流向亞洲新興市場的因素：機構投資者與零售投資者之間是否有別？」(英文版)

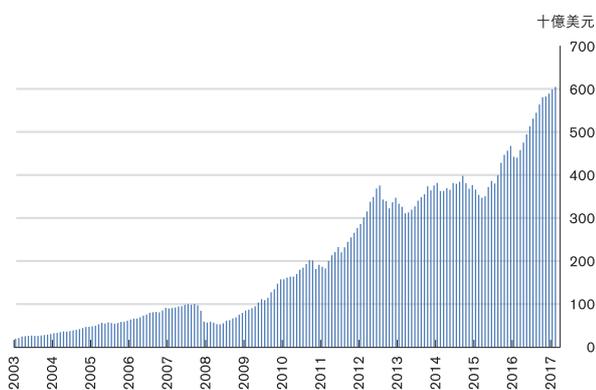
專題 1

新興市場債券基金的資金流向與基金表現的關係⁹

引言

自全球金融危機以來，投資新興市場債券的互惠基金增長近七倍（圖 B1.1）。¹⁰ 從金融穩定的角度而言，了解基金表現好壞如何影響資金的流向對政策制訂者至關重要。在本專題中，我們研究對這些基金的資金淨流入與其過往表現的關係，尤其是資金流向在面對出色及遜色的基金表現的對應反應是否存在差異。¹¹

圖 B1.1
新興市場債券基金淨資產總額



資料來源：EPFR Global。

資金流向與基金表現的關係為何重要？

眾所周知，假設其他因素不變，資金流向與基金表現呈正向關係。¹² 出色的表現吸引資金流入，而遜色的表現則會導致資金流出。一個重要但經常被忽略的問題是，這種正向關係是否不對稱。而這其中存在兩種可能性。其一，它是呈凹性的：表現遜色時所導致的資金流出高於表現出色時所吸引的資金流入。其二，

它是呈凸性的：表現遜色時所導致的資金流出少於表現出色時所吸引的資金流入。這一點相當重要，因為倘若對此了解不足，當市場狀況突然變化時，潛在的資金流向逆轉往往會被低估或高估。¹³

方法

我們採用一個固定效應面板數據模型進行分析，並將其界定為：

$$FF_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 RR_{i,t-1} + \beta_2 D(RR_{i,t-1} \leq 0) RR_{i,t-1} + \sum_{k=1}^n \gamma_k Z_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $FF_{i,t}$ 為對新興市場債券基金 i 於時間 t 的淨資金流，而 $RR_{i,t-1}$ 為該基金於上期的總回報。¹⁴ 為了令不同基金之間的數據具有可比性， $FF_{i,t}$ 被界定為當期資金淨流入除以上期基金資產淨值所得出的值。

我們利用 $RR_{i,t-1}$ 和虛擬變量 $D(RR_{i,t-1} \leq 0)$ 間的交互作用項來估計資金流向與基金表現之間的凸性關係。若上期的基金回報小於或等於零，該虛擬變量的數值為 1，否則的話則為零。在這個模型下，若 β_2 為正（負）值，則表明資金流向對負回報較為（較不）敏感。除基金表現外，模型中亦包含其他解釋變量 ($Z_{k,i,t}$)，用以控制可能影響資金流向的各種因素，當中包括基金成立時間、市場的風險規避程度、資金流向滯後值、基金資產淨值及過往回報的波幅。

⁹ 本專題是基於 Leung 及 Kwong (2018)，「The flow-performance relationship in emerging market bond funds」，香港金融研究中心工作論文，編號 04/2018。

¹⁰ 根據 EPFR Global 的資料，於 2017 年年底，新興市場經濟體債券基金的管理資產總額為 6,040 億美元，而於 2009 年年底為 880 億美元。

¹¹ 除符號不同外，淨流入與淨流出之間並無差異。

¹² Christoffersen 等人 (2014)，「Investor Flows to Asset Managers: Causes and Consequences」，《Annual Review of Financial Economics》，第 6(1) 期，第 289 至 310 頁。

¹³ 例如，倘若該關係為凹性（凸性），以牛市的資金淨流入為基礎，熊市的潛在資金淨流出便會被低估（高估）。

¹⁴ 為進行穩健性檢驗，我們亦採用基準回報作為衡量基金表現的另一種方式，所得出的結果非常相似。基準回報界定為基金的總回報減市場基準指數的回報率，而這兩項回報率均以美元計算。

數據

我們的樣本包含 1,784 個遍佈全球各地的新興市場債券基金。¹⁵ 每個基金的淨資金流、資產淨值、回報以及其他基金相關的具體詳情均按月度頻率由晨星數據庫獲取。市場層面相關的解釋變量則來自彭博。受限於數據可用性，樣本期為 2000 年 1 月至 2016 年 12 月。

實證結果

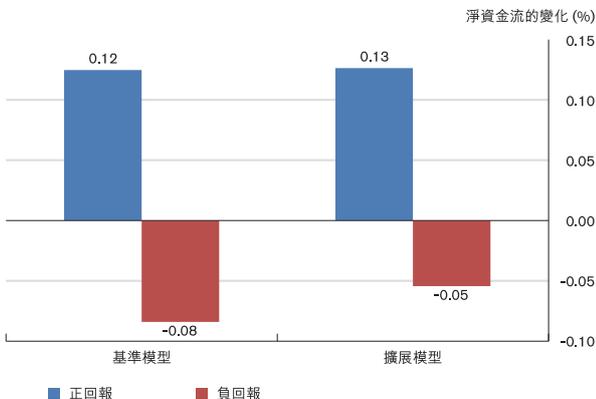
我們的結果表明，新興市場債券基金的資金流向與基金表現之間存在凸性關係。如表 B1.A 所示，在基準模型中，由於 β_1 的數值為正 0.12 而且顯著，顯示資金流向與過往的回報呈正向關係。交互作用項的系數 (β_2) 為負值 -0.04 而且顯著，意味著凸性關係的存在。當在擴展模型中加入其他控制變量時，這種關係保持不變。圖 B1.2 顯示當基金回報為正值和負值時資金流向的敏感度。

表 B1.A
基金層面回歸分析結果摘要

	因變量： $FF_{i,t}$ 新興市場債券基金的淨資金流	
	基準模型	擴展模型
常數	-0.07	3.87
$RR_{i,t-1}$	0.12	0.13
$RR_{i,t-1} \times D(RR_{i,t-1} \leq 0)$	-0.04	-0.07
$LN(TNA_{i,t})$		-0.13
VIX_t		-0.03
$LN(Fund\ Age_{i,t})$		-0.81
樣本數目	79,288	79,288
經調整 R 平方	0.255	0.259

註：所有相關系數的顯著程度均為 99%。

圖 B1.2
淨資金流對正負回報的敏感度



註：上圖中的柱顯示淨資金流在基金回報上升(下降)1 個百分點的情況下的相應變化。

¹⁵ 挑選這些基金的準則是它們屬於晨星全球基金分類下「Emerging Markets Fixed Income」類別。

資金流向與基金表現之間存在凸性關係的原因

大致而言，對於新興市場債券基金的資金流向與基金表現之間的不對稱關係，有三種可能的解釋。

- (1) 第一種解釋是資產管理公司所採取的防範措施降低了出現資產拋售的風險。對於持有流動性較低資產的基金而言，這種風險更為顯著，這是由於基金經理須以大幅折讓出售這些資產以滿足投資者贖回要求。由於這些額外成本會由其餘投資者承擔，與其他投資者相比，首批贖回的投資者會擁有先發優勢。一旦市場狀況轉差，這種優勢將刺激投資者贖回資金，有可能導致資金大舉外流。有證據表明，這種誘因會導致投資於流動性較低資產的基金，其資金流向與基金表現之間存在凹性關係。¹⁶

由於新興市場債券基金所持有的資產的流動性普遍較低，其基金經理已採取措施，防範資產拋售風險。其中一項措施是持有額外現金以備不時之需，這樣可避免基金在投資者大量贖回時需要以大幅折讓出售流動性較低的相關資產。由於現金持有量一般會在可公開獲得的基金便覽中匯報，較高的現金持有水平可減輕投資者對資產拋售的擔憂，而新興市場債券基金較高的現金持有率似乎印證了這種猜測(表 B1.B)。¹⁷

¹⁶ 例如，美國公司債券的流動性相對較低。關於美國公司債券基金的資金流向基金與表現之間的關係，請參閱 Goldstein 等人 (2017)「Investor flows and fragility in corporate bond funds」，《Journal of Financial Economics》，第 126(3) 期，第 592 至 613 頁。

¹⁷ 為進一步驗證現金持有量對資金流向敏感度的影響，我們對現金持有量較高和現金持有量較低的新興市場債券基金進行子樣本分析。結果表明，在負回報的情況下，現金持有量較高的基金的資金流動敏感度較現金持有量較低的基金平均低 16%。

表 B1.B
美國及新興市場債券基金的現金持有狀況

現金持有狀況 (2016 年)	新興市場債券基金	美國債券基金
平均數 (%)	13.86	9.52
中位數 (%)	6.88	5.46
標準差 (%)	10.89	7.91
基金數目	1,251	1,360

資料來源：晨星。

註：

1. 現金持有狀況是指以現金形式持有的基金資產比例。現金包括由投資組合持有的實質現金和現金等價物（期限為一年或更短的固定收益證券），加上應收賬款及減去應付賬款。
2. 根據晨星全球基金分類 (Morningstar Global Category Classifications, MGCC)，新興市場債券基金包括被分類為「Emerging Markets Fixed Income」的基金。美國債券基金包括晨星全球基金分類下的「US Fixed Income」類別下的基金。

另一項降低資產拋售風險的做法是採用擺動定價機制，即透過調整基金的資產淨值，從而將交易的稀釋成本轉嫁予購買或贖回基金的有關投資者身上。研究發現，此機制能夠將投資者贖回基金時所引致的交易成本及資產出售成本內部化，以中和投資者搶先贖回的先發優勢。¹⁸ 值得注意的是，本研究的樣本中的新興市場債券基金大多位於允許擺動定價的地區（例如盧森堡、愛爾蘭、英國和開曼群島）。¹⁹ 這或許可以解釋為何我們發現資金流向與基金表現之間存在凸性關係。

- (2) 第二種解釋與媒體（尤其是互惠基金的廣告）偏向報導表現出色的基金有關。²⁰ 這些廣告能吸引資金流入所宣傳的基金。由於基金投資者的注意力被吸引至表現最佳的基金，而表現最差的基金往往被忽視，導致資金流向與基金表現之間呈現凸性關係。²¹ 普遍而言，由於新興市場的投資者投資經驗相對較少，他們可能更易受媒體的影

響。²² 與此同時，先進國家的投資者往往對新興市場了解較少，他們在投資這類市場時更易受到廣告及媒體報導的影響。

- (3) 第三種解釋與新興市場債券基金的參與成本較高有關。²³ 理性投資者只會在預期收益超過參與成本的情況下才會投資於基金。由於投資者對基金的預期回報往往建基於其過往表現，因此，對於參與成本較高的互惠基金而言，只有具備良好持續的基金才能吸引資金流入。²⁴ 另一方面，較高的參與成本會減低現有投資者因其表現不佳而減持的誘因。雖然參與成本中某些組成部分的不可觀察性導致我們難以對其進行準確量度，但透過查看表 B1.C 中債券基金淨開支比率的摘要數據，我們仍可估算出兩個市場的相對成本。加上新興市場較高的平均交易成本，似乎能合理得出新興市場債券基金的投資者在進行基金投資時需承擔較高的參與成本的結論。²⁵

表 B1.C
新興市場及美國債券基金的淨開支比率

淨開支比率	新興市場債券基金	美國債券基金
第 80 百分位	0.88	0.40
第 60 百分位	1.05	0.58
第 40 百分位	1.25	0.78
第 20 百分位	1.56	0.97
基金數目	410	939
中位數	1.17	0.66

資料來源：晨星。

註：開支比率為基金在 2016 年的營業開支和管理開支佔資產的比率。它被用作投資互惠基金所涉及的交易費用的指標。

¹⁸ 關於擺動定價效果的實證證據，請參閱 Lewrick 及 Schanz (2017)，「Is the price right? Swing pricing and investor redemptions」，《BIS Working Papers》第 664 期。

¹⁹ 美國的互惠基金自 2018 年起才可採取擺動定價機制。而這已超出我們的樣本期。詳情請參閱 <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10234.pdf>。

²⁰ 詳情請參閱 Sirri 及 Tufano (1998)，「Costly search and mutual fund flows」，《Journal of Finance》，第 53(5) 期，第 1589 至 1622 頁。

²¹ 有關互惠基金廣告對資金流向的顯著影響，請參閱 Jain 及 Wu (2000)，「Truth in mutual fund advertising: evidence on future performance and fund flows」，《Journal of Finance》，第 55(2) 期，第 937 至 958 頁。

²² 根據「OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies 2016」，新興市場投資者的金融知識水平普遍較低。

²³ 參與成本包括：(1) 在作出投資之前蒐集及分析有關互惠基金的資料成本及 (2) 認購或贖回基金單位的交易成本。詳情請參閱 Huang 及 Yan (2007)，「Participation costs and the sensitivity of fund flows to past performance」，《Journal of Finance》，第 62(3) 期，第 1273 至 1311 頁。

²⁴ 有關基金的預期回報與其過往表現的關係的實證證據，請參閱 Goetzmann 及 Peles (1997)，「Cognitive dissonance and mutual fund investors」，《Journal of Financial Research》，第 20(2) 期，第 145 至 158 頁。

²⁵ 有關新興市場平均交易成本的詳情，請參閱 Ferreira 等人 (2012)，「The flow-performance relationship around the world」，《Journal of Banking & Finance》，第 36(6) 期，第 1759 至 1780 頁。

結語

總括而言，我們發現新興市場債券基金的資金流向與基金表現之間存在凸性關係。一方面，基金管理公司採取相關措施抑制基金投資者因基金表現不佳而贖回的誘因，降低了基金的潛在凹性關係。另一方面，媒體偏向報導表現出色的基金，加上新興市場債券基金較高的參與成本，均令這種凸性關係更加明顯。

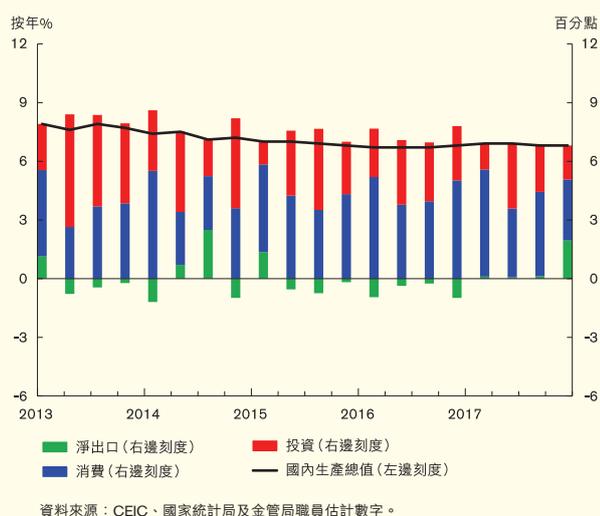
我們的研究結果雖然在一定程度上可能會減輕人們擔憂新興市場債券基金的脆弱性，但需要注意的是，這種凸性關係受政府法規、投資者基礎、基金管理公司政策及其他因素所影響。為確保正確評估資金流向的敏感度，應密切關注這些因素的任何變化。

2.2 中國內地

實體經濟

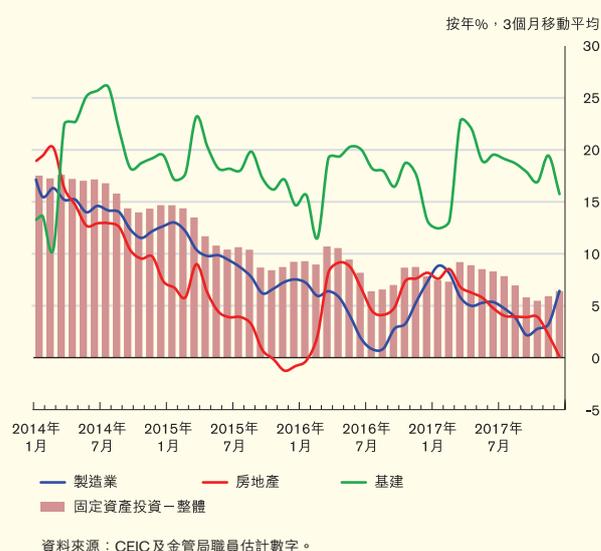
儘管結構性改革持續推進及為遏制潛在的系統性風險而採取的收緊措施對增長構成短期壓力，但在消費穩健、基建支出強勁及工業支出反彈的支撐下，內地經濟於2017年下半年表現維持良好。實質國內生產總值在2017年上半年按年增長6.9%後，於下半年錄得6.8%的增長（圖2.12）。2017年全年而言，內地經濟國內生產總值增長6.9%，高於市場預期的6.8%及政府訂立的6.5%左右的增長目標。

圖 2.12
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



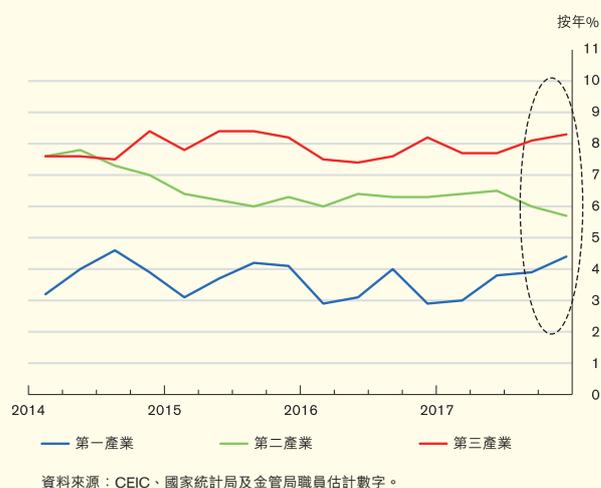
至於支出方面，儘管消費在最後一季呈現若干放緩的跡象，但整體而言於2017年下半年保持暢旺，並繼續成為經濟增長的最重要驅動因素。至於資本形成總額方面，在房地產市場降溫的情況下，整體企業開支有所放緩。相比之下，製造業投資於2017年年底有所反彈，而基建開支則依然強勁（圖2.13）。外部環境方面，由於在2017年年底時進口增長的放緩速度比出口為高，淨出口於下半年對整體增長的貢獻有所增加。

圖 2.13
中國內地：按行業劃分的固定資產投資



以增加值計算，儘管房地產行業增長放緩，但第三產業的增速於2017年下半年仍略有上升（圖2.14）。金融及資訊科技等子行業快速增長，以及與互聯網相關經濟迅猛發展，支持了服務業的強勁擴張。相比之下，第二產業的增速則有所放緩，部分原因是在房地產市場降溫的情況下建築活動放緩，以及受到與大宗商品相關的採礦及加工等增加值較低且效率欠佳的行業進一步去產能及去槓桿的影響。一些增加值較高行業如電子設備及製藥等繼續錄得強勁增長。

圖 2.14
中國內地：按行業類別劃分的國內生產總值增長



展望未來，增長前景在短期內仍然正面。當局在2018年將繼續採取積極的財政政策立場，這或會有助於在必要時紓緩經濟方面的不利變化。此外，在過去幾個季度「新經濟」興起的跡象愈加明顯，一些行業如高增加值製造業及服務業等錄得強勁的業務擴張。然而，倘若內地政府部門進一步推進結構性改革，並採取收緊措施來遏制系統性風險，這種正面的業務擴張能夠在多大程度上抵銷房地產市場降溫，以及效率較低的製造商持續去槓桿和去產能所帶來的下行壓力，仍然有待觀察。

儘管2017年的經濟表現優於預期，但政策制訂者將2018年的經濟增長目標訂為6.5%左右。這可能反映內地政府對較為緩慢的增長有更高的容忍度，以及政策重點由強調經濟增長的速度轉向增長的質量。為實現這一目標，在繼續深化供給側改革的同時，政府宣布了遏制金融風險、減少貧困及解決環境污染問題將是未來三年經濟政策的主要重點。市場分析員的最新共識預測顯示，2018年實質國內生產總值增長預期為6.5%。

2017年下半年，消費物價通脹在經濟趨穩的情況下仍保持溫和，儘管較上半年水平略有上升。受食品價格的按年下滑幅度由-2.2%收窄至-0.8%所影響，整體消費物價通脹由2017年首六個月的按年1.4%上升至下半年的1.7%（圖2.15）。核心通脹（扣除食品及能源價格）由2017年上半年的按年2.1%微升至下半年的2.3%。在批發層面，由於大宗商品價格高企，按年計工業生產者出廠價格通脹於2017年下半年徘徊在5至7%的區間。

圖 2.15
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹

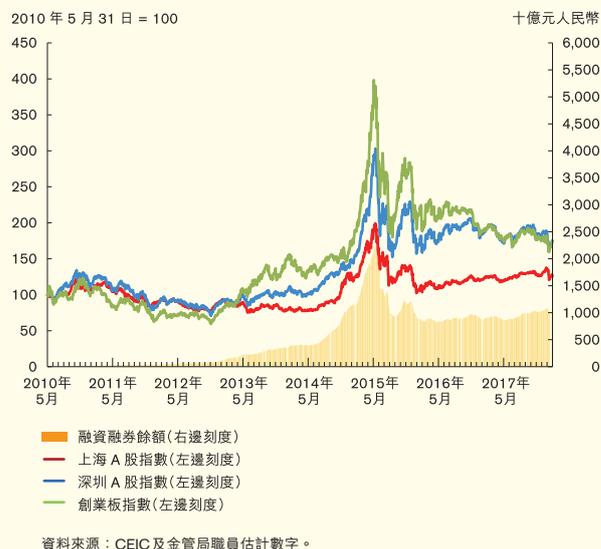


展望未來，上游價格通脹高企可能會在短期內繼續轉嫁至消費者，而食品價格的低基數效應亦有可能增加整體通脹的上行壓力。儘管如此，一些抵銷因素如結構性改革及旨在遏制系統性風險的緊縮政策等，可能進一步影響國內需求，從而有助紓緩通脹壓力。

資產市場

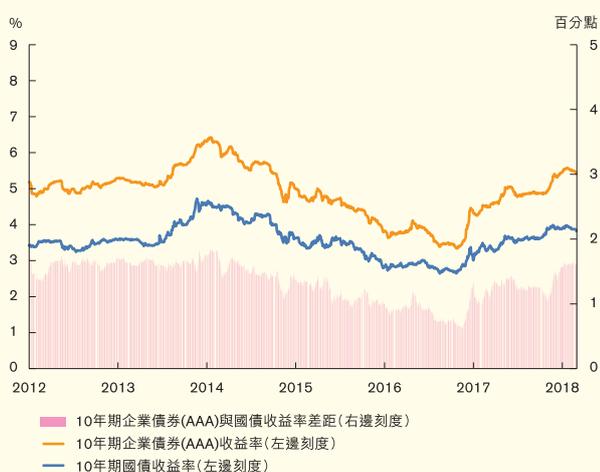
回顧期內，當局為遏制系統性風險而採取的收緊措施，繼續影響中國內地的資產市場的表現。舉例而言，在流動性收緊的情況下，內地股市表現大致平穩，而股票融資活動維持在低水平（圖2.16）。

圖 2.16
中國內地：主要股市指數



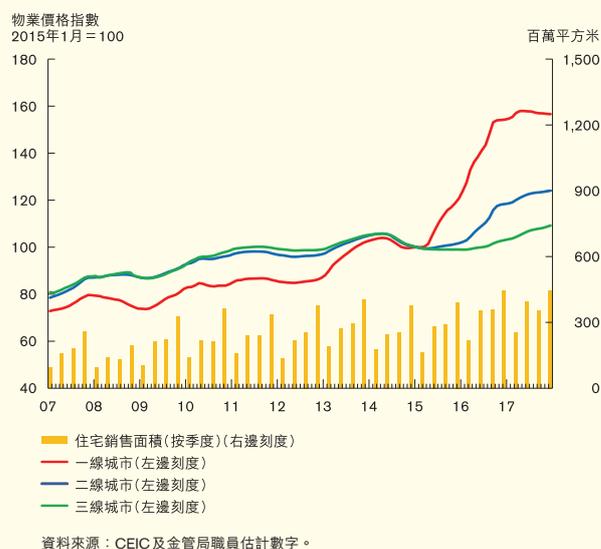
債券市場方面，銀行間流動性狀況收緊，繼續推高發行成本，10年期政府及企業債券收益率均創下自2015年以來的新高（圖2.17）。儘管企業財務狀況因經濟表現優於預期而有所改善，公司債券與政府債券的收益率差距亦有所擴闊。公司債券收益率差距加大，可能部分反映在近期銀行信貸收緊的情況下，內地企業對融資需求增加，以及投資者的風險胃納因持續的金融去槓桿而有所減弱。

圖 2.17
中國內地：10年期企業及政府債券收益率



隨著採取收緊措施如提高首付比例要求以及限購和限售等，內地房地產市場於回顧期內呈現降溫跡象，一線城市尤為明顯。自2017年年中以來，一線城市的房價已趨於穩定（圖2.18），而房地產交易的活躍程度亦有所下降。

圖 2.18
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



在較低級別的城市，房價格進一步小幅度上升，但速度有所放緩。儘管市場情緒有所轉弱，但過往幾年困擾三線城市的住房供應過剩問題仍大致受控。截至2017年年底，三線城市的庫存銷售比率由2015年初高位的25個月進一步下降至14個月。儘管房地產市場略有降溫，但由於置業負擔能力偏緊，房價能否維持在目前的水平，仍然是影響內地金融穩定的主要風險。為遏制此類風險並促進房地產市場的平穩健康發展，政府部門於去年12月舉行的中央經濟工作會議上提出加快保障性住房建設，同時亦擬加快住房租賃市場的發展，以及建立更加靈活的制度來增加土地供應。

信貸及資產質素

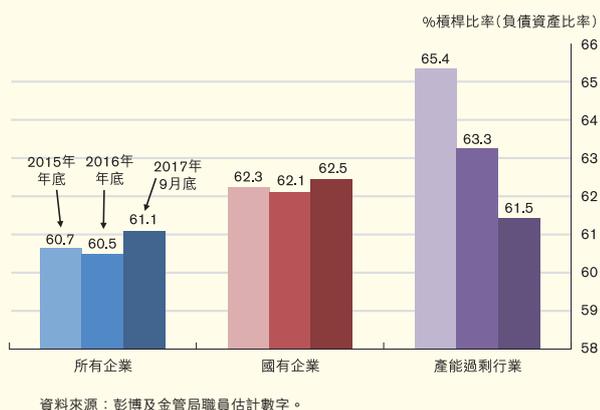
在經濟表現良好的背景下，2017年下半年內地企業的貸款需求保持強勁。根據中國人民銀行的季度問卷調查，製造業及服務業的貸款需求均保持強勁（圖2.19）。

圖 2.19
中國內地：按行業劃分的貸款需求指數



雖然貸款需求殷切，但由於當局正努力推動企業去槓桿而採取收緊措施，因此，於回顧期內，人民幣貸款的按年增長大致維持於13%左右的水平。特別是銀行繼續對較脆弱的借款人收緊貸款審批標準，以助控制銀行對產能過剩行業的企業所承擔的敞口風險。因此，產能過剩行業的企業的槓桿比率因企業盈利於近期經濟復甦中強勁增長而進一步下降（圖 2.20）。

圖 2.20
中國內地：國有企業及產能過剩行業的企業槓桿



相比之下，在基建開支強勁的情況下，國有企業整體槓桿比率於2017年首三個季度略為上升。雖然這可能表明內地銀行向國有企業授出的信貸增加，但亦有理由相信，國有企業之間的信貸分配效率實際上有所

提高，因為更多的銀行貸款被授予還款能力較好的國有企業。具體而言，專題2表明，與還款能力較好的國有企業相比，還款能力較弱的國有企業所面臨的借貸約束近年來似乎有所收緊，但整體而言，國有企業仍較民營企業享有更優惠的借貸條件。借貸約束的收緊，可能是由於近年推行國有企業改革後，地方政府透過隱性擔保所提供的支持有所減少。

鑑於與房地產市場近期發展相關的風險，銀行亦已進一步加強對規模較小及較脆弱的開發商的貸款審批要求。因此，於2017年，銀行對房地產發展商的直接敞口風險大致保持穩定，約佔銀行貸款總額的7%（圖 2.21）。

圖 2.21
中國內地：按揭及發展商貸款佔銀行貸款總額的比例

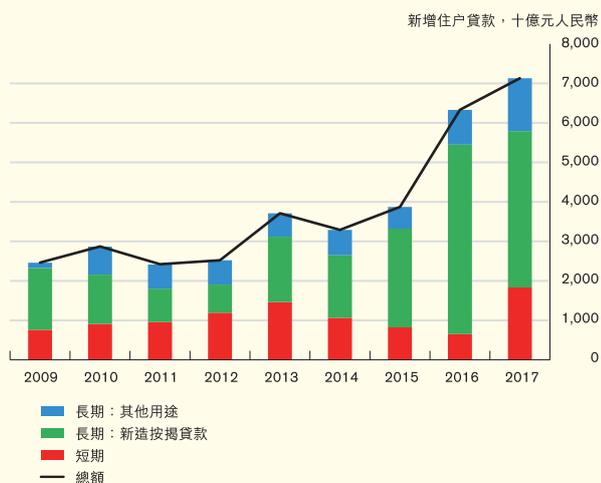


相比之下，雖然採取了諸如增加首付要求等收緊措施，內地銀行的按揭貸款敞口風險繼續增加。儘管如此，該敞口風險的規模仍然不大，約佔未償還銀行貸款總額的19%。此外，由於最近幾個季度房地產市場降溫，按揭貸款增長減慢，敞口風險的擴張亦隨之放緩。

儘管按揭貸款增長放緩，但一些市場分析師認為，最近幾個季度，收緊按揭成數可能導致置業人士使用短期貸款為按揭首付提供資金。事實上，最新數據顯

示，新增短期住戶貸款明顯由2016年的6,500億元人民幣大幅升至2017年的18,300億元人民幣（圖2.22）。儘管按家庭貸款總額與家庭存款總額的比率計算的整體住戶槓桿水平於2017年仍處於約49%的低位，但倘若此趨勢持續，則仍須密切監察個人借款快速增長的情況。²⁶

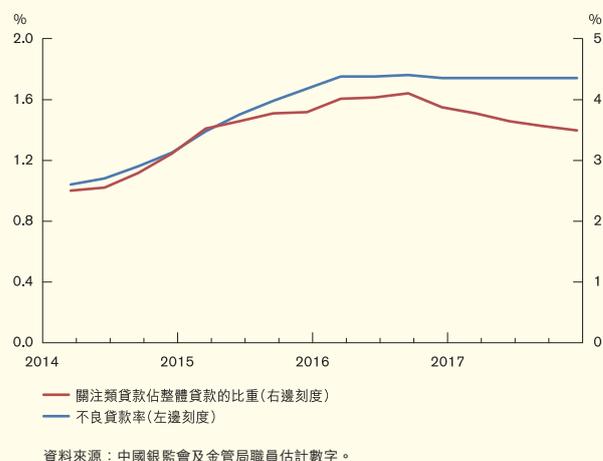
圖 2.22
中國內地：短期及長期新增住戶貸款



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

於回顧期內，金融風險因收緊措施及經濟環境趨於穩定而有所下降，銀行資產質素呈現改善跡象。尤其是，2017年下半年內地銀行整體不良貸款率大致不變，而關注類貸款佔銀行貸款總額的比重繼續下降（圖2.23）。同時，銀行不良貸款覆蓋率亦由2016年年底的176%輕微上升至2017年第4季的181%。

圖 2.23
中國內地：不良貸款率及關注類貸款佔銀行貸款總額的比重



資料來源：中國銀監會及金管局職員估計數字。

儘管整體銀行業務穩健性有所改善，但仍存在一些薄弱環節，尤其是一些小型銀行的資產質素。舉例而言，農村商業銀行的不良貸款率由2017年6月的2.8%輕微上升至年末的3.2%。

於回顧期內，當局加強對銀行部門的監管，以減低影子銀行活動帶來的金融風險。特別是，當局繼續推進金融去槓桿，以限制銀行參與影子銀行業務。受此影響，接近2018年年初時，由於流動性狀況收緊及銀行間融資成本上升，銀行對非銀行金融機構的債權增長進一步放緩至個位數水平（圖2.24）。與此同時，銀行對非銀行金融機構的債權佔銀行總資產的比例維持於12%左右的穩定水平。

圖 2.24
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權及理財產品餘額增長



資料來源：CEIC、Wind及金管局職員估計數字。

²⁶ 用作計算內地住戶槓桿的住戶貸款總額只涵蓋消費貸款而不包括經營貸款。

在中國內地，除了銀行間融資外，影子銀行業務資金來源亦包括理財產品。過去幾年，理財產品快速增長，其中一個原因是內地理財產品投資者傾向相信無論如何他們都會得到保障，尤其是由大型銀行發行的理財產品。截至2017年年底，銀行發行的理財產品餘額規模約為30萬億元人民幣，佔銀行總負債的12%。因此，控制與銀行參與理財產品發行相關的潛在系統性風險，並促進財富管理業務的可持續發展，已成為當局的一項要務。

為此，當局於去年11月公布計劃試圖打破資產管理業務(包括理財產品)的剛性兌付。該項舉措及其他收緊措施的共同作用下，理財產品的增長受到進一步抑制(圖2.24)。隨著銀行對非銀行金融機構的敞口風險及理財產品的發行趨於穩定，信託貸款及證券公司的受託管理資金等影子銀行業務的擴張亦於2017年有所放緩(圖2.25)。

圖 2.25
中國內地：信託貸款及證券公司的受託管理資金的增長

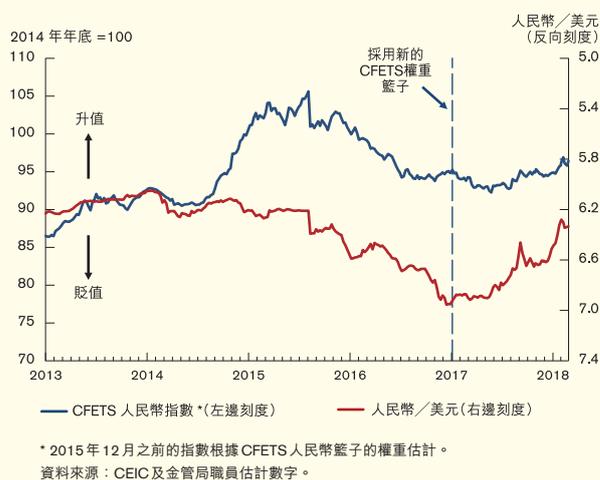


匯率及跨境資本流動

人民幣兌美元匯率於2017年前三個季度隨美元轉弱而升值後，在去年餘下時間維持在6.5至6.7之間窄幅波動，其後於2018年首兩個月進一步升值2.8%(圖2.26)。與此同時，人民幣兌一籃子貨幣匯率轉強，回顧期內，中國外匯交易中心(CFETS)人民幣指

數上升2.9%。人民銀行於2018年初宣布，參與在岸人民幣定價構成的中間價報價行可自行決定是否在人民幣匯率報價中引入逆週期因子。

圖 2.26
中國內地：CFETS 人民幣指數及人民幣兌美元匯率



回顧期內，在經濟環境趨於穩定及金融風險減弱的情況下，資金流出壓力明顯有所緩減。具體而言，中國內地外匯儲備錄得12個月的增長後，於2018年2月輕微下降至31,340億美元。同時，與上半年相比較，剔除估值影響後的外匯儲備以及人民銀行外匯佔款這兩個常用的跨境資金流動指標，其變動波幅於2017年下半年均顯著收窄(圖2.27)。

圖 2.27
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



國際收支平衡最新統計資料亦顯示資本外流壓力減少，其中淨跨境資本流動於2017年首三個季度保持正值（圖2.28）。雖然2017年首三個季度直接投資的淨跨境流動保持穩定，但2017年第3季透過證券投資渠道錄得強勁的淨流入，取代了上半年透過其他投資渠道的顯著淨流入。

圖 2.28
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資本流動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

證券投資的進一步細分表明，去年第3季的強勁淨流入很可能是由於在岸市場流動性收緊後內地公司的離岸債券發行量高企，以及債券通自去年7月份推出後，對在岸債券的海外投資有所增加（圖2.29）。

圖 2.29
中國內地：透過證券投資渠道的跨境資本流動：負債方



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

展望未來，隨着市場情緒改善，資本外流壓力短期內或保持溫和，但主要先進經濟體貨幣狀況的不確定性、美元匯率的未來變動，以及美國稅改對資金匯回的潛在影響，亦會影響內地跨境資金流動的未來前景。

財政及貨幣政策

貨幣政策方面，於回顧期內，中國人民銀行維持穩健中性的政策立場。反映當局透過金融去槓桿遏制潛在系統性風險的決心，銀行及非銀行金融機構的銀行間借貸成本於回顧期內維持高企（圖2.30）。

圖 2.30
中國內地：銀行間回購利率



資料來源：Wind 及金管局職員估計數字。

回顧期內，銀行間流動資金狀況收緊，繼續推高最終使用者的融資成本。非金融企業及其他部門貸款加權平均利率由2017年第1季的5.5%，進一步上升至第4季的約5.7%。隨著利率上升，M2增長以及社會融資規模餘額的擴張分別從2017年6月底的按年9.5%及12.8%進一步下滑至2018年2月底的8.8%及11.2%。

為抵銷流動性收緊對整體經濟的不利影響，央行繼續採取定向措施，支持銀行向私營部門（特別是中小型企業）提供貸款。從2017年下半年至2018年2月底，中期借貸便利餘額進一步擴大13.1%至約47,800億元人民幣。與此同時，央行亦於2018年1月份對為普惠金融提供足夠支持的銀行（例如向小型公司提供貸款）定向下調存款準備金率。因此，於2017年，向小型企業授出的銀行貸款增長速度遠快於整體銀行貸款增長（圖2.31）。

圖 2.31
中國內地：小型企業銀行貸款及銀行貸款總額增長



在央行採取定向寬鬆措施的同時，政府部門鑑於持續推進結構性改革所帶來的短期下行壓力，亦繼續採取積極的財政政策立場以穩定經濟。於回顧期內，除了3%的預算赤字之外，當局亦繼續使用政府預算外資金為公共開支增加提供所需的資金。剔除政府預算外資金的支持後，2017年公共支出與公共收入之間的差距估計約佔國內生產總值的3.7%，較預算赤字高出0.7%（圖2.32）。

圖 2.32
中國內地：預算赤字及公共支出與公共收入的缺口



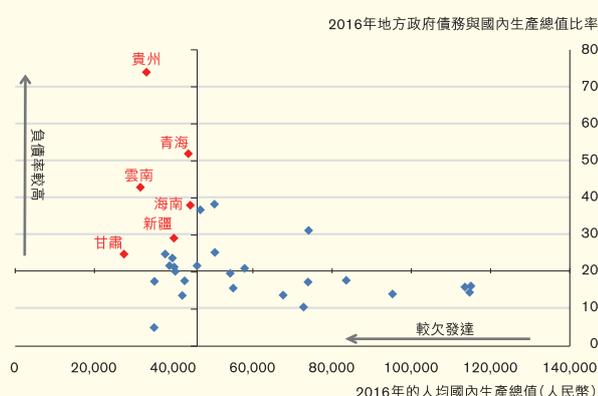
2018年的財政政策將保持積極。內地政府宣布將預算赤字維持在2.38萬億元人民幣的水平，與2017年相同。但隨著經濟繼續擴張，預算赤字相對國內生產總值的比率則從2017年的3%下降至今年的2.6%。

特別是，為支持私人投資及消費，當局將在2018年進一步削減今年企業和個人稅負8,000多億元人民幣，並計劃減少對企業的收費及營商成本3,000億元人民幣。在支出方面，當局亦宣布進一步投資於基建項目。例如，政府計劃在2018年分別投資7,320億元人民幣和1.8萬億元人民幣於鐵路項目和公路水運項目。

反映積極的財政政策，內地政府的債務進一步增加。2017年，內地地方政府債務增長7.5%至16.5萬億元人民幣，而2016年的增幅為3.8%。由於國內生產總值的名義增長更加強勁，地方政府的債務與國內生產總值比率實際上由2016年的21%小幅下降至2017年的20%。

儘管債務佔國內生產總值的比率下降，但地方政府債務相關風險不容忽視，特別是財政狀況較弱的省份。我們的分析顯示，貴州、青海及雲南等省份的債務佔地方生產總值比率較高，且經濟基本面較弱（圖2.33），可能面臨更大的償還壓力。倘若房地產市場進一步降溫，導致今年的土地銷售收入下降，其償付能力可能會進一步轉弱。

圖 2.33
按省份劃分的2016年地方政府債務與地方生產總值比率及人均生產總值



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

為更好地遏制地方政府債務相關的風險，當局已加強對地方政府違規融資行為的監管。特別是，2017年11月，財政部要求地方當局核查現有可能存在『明股實債』情況的政府和社會資本合作項目。同時，中國保險監督管理委員會於2018年1月與財政部聯合發布一份指導意見，禁止地方政府透過保險渠道進行違規融資活動。

專題 2

中國的國有企業改革進展如何？ 企業借貸約束方面的佐證

引言

國有企業與民營企業之間的信貸錯配已成為中國內地經濟體系內的一個主要問題。近年來私營部門整體上對國內生產總值的貢獻佔約 60%，但投向私營部門的銀行貸款卻只約佔總貸款量的 40%²⁷。

導致這種錯配的主要原因是，國有企業整體上效益低於民營企業，但由於有政府支持，國有企業通常更易獲取信貸，尤其是銀行貸款。因此，中國內地結構性改革中的一個重點就是通過消除政府的隱性擔保來收緊對效益低下的國有企業的借貸約束。這些改革措施正是有效抑制金融風險及促進經濟可持續發展的關鍵所在。

雖然糾正這種信貸錯配十分重要，但可供決策者參考有關改革進展的信息不多。這可能因為我們無法直接觀察到國有企業，或者說任何公司，所面對的借貸約束。一個量度公司借貸約束的方法是估計該公司的投資受其經營活動產生現金流影響的敏感程度。若一間公司在投資時較倚賴內部現金流而非借貸，則一般認為其所受到的借貸約束較大。

本研究通過估算內地公司的投資—現金流敏感度，分析內地國有企業和民營企業在近期的經濟轉型中所面臨的借貸約束。此外，本研究探討國有企業的借貸約束變動（如有）是否因政府減少支持所致，從而了解中國內地國有企業改革的最新進展。

計量公司的借貸約束的實證架構

為估算內地公司的借貸約束，我們採用了 Fazzari、Hubbard 及 Petersen (1988) 率先引入的方法，量度公司的投資受內部產生的現金流影響的敏感度²⁸。這種方法認為，借貸約束偏緊的公司通常更倚賴內部產生的現金流進行投資，因此投資—現金流敏感度往往較高。我們的基準迴歸模型詳列如下：

$$Inv_i = \beta_0 + \beta_1 CF_i + \beta_2 SOE_i + \beta_3 SOE_i * CF_i + \beta_4 X_i + u_i,$$

其中 Inv_i 為新增投資，以 i 公司的有形資產變動代表，而 CF_i 為 i 公司內部產生的現金流，以未計利息、稅項、折舊及攤銷的利潤計量。 Inv_i 與 CF_i 均以所佔公司有形資產的賬面值表示。

為比較國有企業及民營企業所面臨的借貸約束，該模型添加了一個虛擬變量 SOE_i 及其與現金流的交互作用項。 X_i 是該模型的控制變量，反映可能影響公司投資的其他因素，例如所處行業、負債比率、銷售規模、收入增長、公司的成立時間以及公司的還款能力²⁹。

我們主要感興趣的系數為 β_1 及 β_3 ，反映公司的投資—現金流敏感度。其中， β_1 計量民營企業的投資—現金流敏感度，而 β_1 與 β_3 之和反映國有企業的敏感度。系數的數值越高，表示敏感度越高，則公司所面臨的借貸約束越嚴格。

²⁷ 貸款數據為人民銀行所報告的數據。民營企業對國內生產總值的貢獻數據引自國務院關於民間投資的 2016-12 號通知。

²⁸ 分析中國公司的文獻已採用類似的方法估計借貸約束。舉例而言，Xu, Xu 及 Yuan (2013) 使用此方法研究政治關係在家族公司的投資行為中的角色，而 Héricourt 及 Poncet (2009) 則研究外商直接投資是否有助緩解國內公司的信貸約束。

²⁹ 公司的還款能力以利息覆蓋率代表。

數據及實證結果

我們的數據集包含中國內地2010年至2016年期間約2,500間非金融上市公司。國有企業及民營企業的投資－現金流敏感度均按兩年滾動窗口估計，因此我們能夠研究內地公司的借貸約束隨時間的變化³⁰。

我們的結果表明，在2010至16年期間，國有企業的投資－現金流敏感度往往顯著低於民營企業，即使已考慮了兩者間不同的公司特點如信貸風險（圖B2.1）。此結果似乎印證一個普遍觀點，即中國內地的國有企業整體上較民營企業更易獲取信貸。

圖 B2.1
國有企業及民營企業的估計投資－現金流敏感度

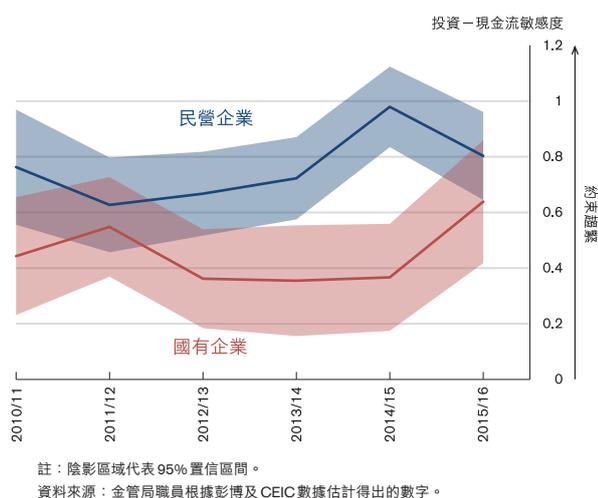
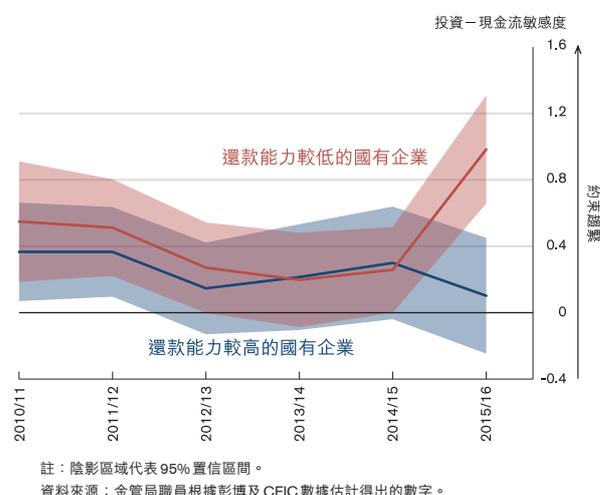


圖 B2.1 顯示 2015 至 16 年期間，國有企業的借貸約束出現趨緊的跡象，因其投資－現金流敏感度升高並貼近民營企業敏感度水平。進一步分析表明，此結果或由還款能力較低的國有企業的借貸約束顯著趨緊所致。具體而言，在 2015 至 16 年期間，利息覆蓋率低於樣本中位數的國有企業相對於利息覆蓋率較高的國有企業，其投資－現金流敏感度顯著上升³¹（圖 B2.2）。

³⁰ 為使各年份的估計數字變動更平緩及減低波動，我們使用各個變量的兩年平均數字進行估計。

³¹ 在穩健性檢驗中，我們研究了識別還款能力低的借款人的其他方法，例如使用一個固定的利息覆蓋率的水平，或選出在整個樣本期間中利息覆蓋率一直低於樣本中位數的借款人。我們發現這些變動並不影響結論。

圖 B2.2
還款能力較高及較低的國有企業的估計投資－現金流敏感度



對於還款能力較低的國有企業的借貸約束趨緊，有兩種不同的解釋。第一種解釋是，結構性改革成功減少了政府以隱性擔保形式為國有企業提供支持的行為，因此內地銀行在對國有企業貸款時更重視它們的信貸風險。另一種解釋是，還款能力較低的國有企業的借貸約束趨緊純粹是因為這些國有企業恰好位於財政狀況較差的省份，故近年來獲得地方政府的支持減少。因此，這些國有企業的借貸約束趨緊未必與國有企業改革有關。

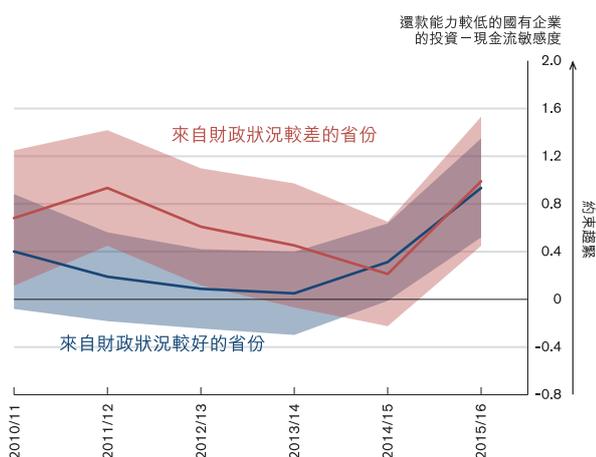
就內地公司的所在地作進一步研究表明，並無證據證明在 2015 至 16 年期間，還款能力較低的國有企業集中於財政狀況較差的省份。事實上，還款能力較低的國有企業在不同省份的分佈情況在近年來大致穩定，約半數位於沿海地區。多年來這些地區的經濟表現較好，政府債務負擔較輕且財政赤字較低。

為了弄清楚政府支持減少是否為還款能力較低的國有企業借貸約束趨緊的原因，我們集中分析還款能力較低的國有企業，並研究位於不同財政狀況省份內這些企業所面臨的借貸約束變化³²。我們的研究結果表

³² 在本研究中，一個省份的財政狀況以該省的負債界定，以省政府的負債對其生產總值的比率為代表。其中，北京、上海以及負債對其生產總值的比率低於 30% 的省份被分類為財政狀況較好的省份，而其餘 17 個省份則被分類為財政狀況較差的省份。

明，在樣本初期，地方政府的財政狀況似乎是國有企業能在何種程度上獲取政府信貸支持的重要因素。就還款能力較低的國有企業而言，位於財政狀況較好省份者比位於財政狀況較差省份者所受到的借貸約束較低（圖 B2.3）。

圖 B2.3
位於不同財政狀況省份的還款能力較低國有企業的估計投資—現金流敏感度



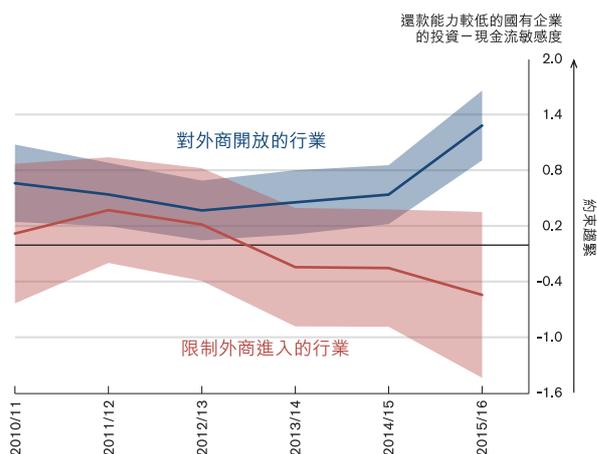
註：陰影區域代表 95% 置信區間。
資料來源：金管局職員根據彭博及 CEIC 數據估計得出的數字。

然而，近年來，位於不同財政狀況省份的還款能力較低國有企業所面臨的借貸約束差距已消除，與此同時，這些企業的投資—現金流敏感度顯著上升。這似乎表明中國內地的國有企業改革確實取得一定進展。財政狀況較好省份的政府在近幾年似乎選擇減少對效益較低的國有企業提供的隱性擔保，即便是它們財政狀況允許的情況下亦如此。

雖然政府減少對還款能力較差的國有企業的隱性支持，但在外商進入受限的行業，政府對國有企業的支持仍然較大。舉例而言，我們的分析表明，同樣是還款能力較低的國有企業，在外商准入行業的企業相對在外商進入受限行業的企業似乎面對更嚴苛的借貸約束（圖 B2.4）³³。此外，在 2015 至 16 年期間，這種差異亦有所擴闊，主要由於在對外商開放的行業，還款

能力較低的國有企業所受到的借貸約束進一步收緊。相比之下，在外商進入受限的行業，還款能力較低的國有企業所受到的借貸約束大致保持不變。

圖 B2.4
在對外商開放／外商進入受限的行業，還款能力較低的國有企業的估計投資—現金流敏感度



註：陰影區域代表 95% 置信區間。
資料來源：金管局職員根據彭博及 CEIC 數據估計得出的數字。

在外商進入受限的行業，還款能力較低的國有企業所面臨的軟預算約束幾乎沒有改進，或可表明對於這些受保護行業政府支持仍然較強。因此，這些行業中還款能力較低的國有企業仍享有較寬鬆的借貸條件。有鑑於此，深化改革仍需繼續，以提升內地信貸分配的效率。

結論

本研究透過探討中國內地國有企業所面臨的借貸約束的變化，分析近年來國有企業改革有否提升信貸分配效率。內地非金融上市公司的數據表明，雖然近年來國有企業整體上仍較民營企業更易獲得信貸，但有跡象表明國有企業所面臨的借貸約束收緊，還款能力較低的國有企業尤其如此。

還款能力較低的國有企業面臨的借貸約束收緊，很可能是由於地方政府減少支持所致。這表明中國內地旨在減少為低效率國有企業提供的隱性擔保的改革已見一定成效。然而，在外商進入受限的那些受保護行

³³ 國家發展和改革委員會及商務部於 2015 年 3 月發布的《外商投資產業指導目錄》中界定了約束外商准入的行業，包括稀有材料、公共運輸、電訊、媒體等。

業，還款能力較低的國有企業所面對的軟預算約束並無太大變化，說明國有企業改革仍需進一步深化。

參考文獻

Fazzari, S., Hubbard, G., & Petersen, B. (1988), 「Financing Constraints and Corporate Investment」, 《Brookings Papers on Economic Activity》, 第1988期, 第1號 (1988), 第141-206頁。

Hericourt, J., & Poncet, S. (2009), 「FDI and credit constraints: Firm-level evidence from China」, 《Economic Systems》, 第33期, 第1號, 2009年3月, 第1-21頁。

Xu, N., Xu, X., & Yuan, Q. (2013), 「Political Connections, Financing Friction, and Corporate Investment: Evidence from Chinese Listed Family Firms」, 《European Financial Management》, 第19期, 第4號, 2013年9月, 第675-702頁。