

4. 貨幣及金融狀況

匯率、資金流及貨幣動向

港元匯率轉弱，本地銀行同業市場繼續運作有序。2017年下半年，貸款總額繼續增加，但增速較上半年放緩。展望未來，隨着美國貨幣政策持續正常化，港元利率可能面對更大的上行壓力。若全球金融市場情緒急劇轉變，資金流的波動或會增加。

4.1 匯率及資金流

2017年下半年，港元兌美元現貨匯率在7.799至7.827之間上落（圖4.1）。港元現貨匯率於2017年9月至11月期間短暫轉強並維持在7.80附近的水平。這主要是由於新股集資活動的資金需求上升及銀行在月底與年底前對流動性管理持審慎態度，引致流動性狀況趨緊，進而使得利率套戥活動放緩，港元短倉的平倉活動增加。隨着港元流動性緊絀的狀況有所舒緩，以及年底美元商業需求上升，港元現貨匯率於2017年12月中旬再度回軟。

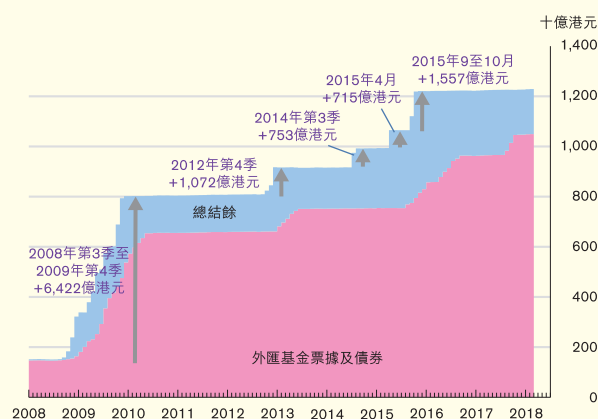
踏入2018年，儘管全球金融市場（尤其是股票市場）波動增加，但港元繼續運作有序。於報告期內，港元兌美元匯率轉弱，但兌換保證未有被觸發（圖4.2）。

圖4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

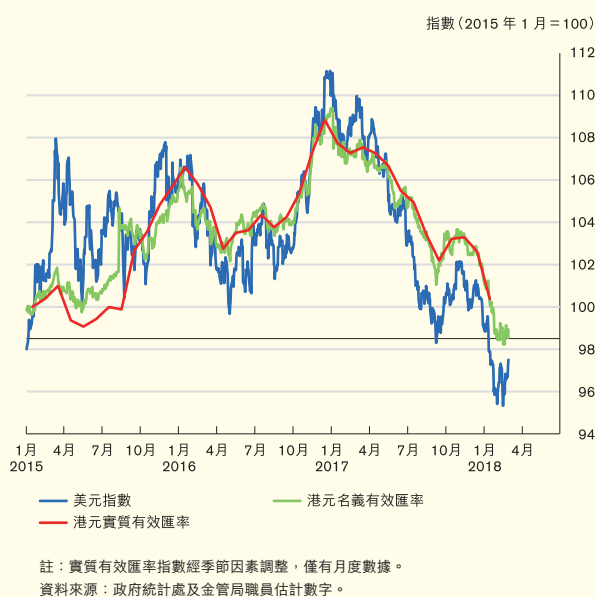
圖4.2
資金流指標



資料來源：金管局。

港元的名義有效匯率指數於2017年下半年小幅波動，但近期隨着美元進一步走弱而面臨更大的下行壓力（圖4.3）。這與美元兌大多數主要貨幣的走勢基本一致。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小並且對實質有效匯率指數影響有限，港元的實質有效匯率指數繼續緊貼名義有效匯率指數的變動。

圖4.3
名義及實質有效匯率



非本地居民的證券投資於2017年下半年錄得流入。最新的國際收支平衡統計資料顯示，第3季本地及非本地居民的股票證券投資錄得流入，反映區內經濟前景好轉及市場情緒樂觀（表4.A）。⁴¹ 非本地居民的債務證券投資於2017年第3季錄得流入，抵銷了本地居民的債務投資流出。一項對全球互惠基金進行的調查亦顯示，由於市場對經濟前景及企業盈利持樂觀態度，股票及債務投資於2017年第4季均錄得流入。在最近幾週，該項調查數據顯示，儘管全球金融市場出現調整，股票投資仍錄得流入，而債券投資則錄得輕微的資金流出（圖4.4）。

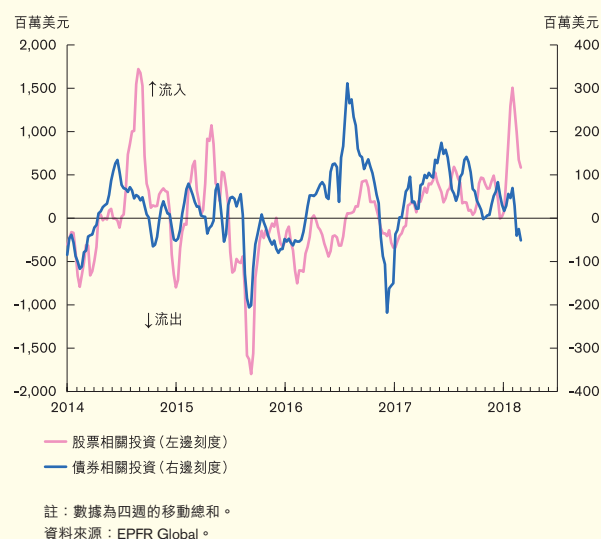
表4.A
跨境證券投資資金流

(十億港元)	2015	2016	2017		
			第1季	第2季	第3季
來自香港居民					
股權及投資基金份額	-420.2	-354.7	-64.1	-17.3	0.6
債務證券	-241.0	-175.5	108.0	128.0	-68.3
來自非香港居民					
股權及投資基金份額	-329.7	19.3	14.2	28.1	27.2
債務證券	20.0	41.3	44.9	90.4	27.0

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



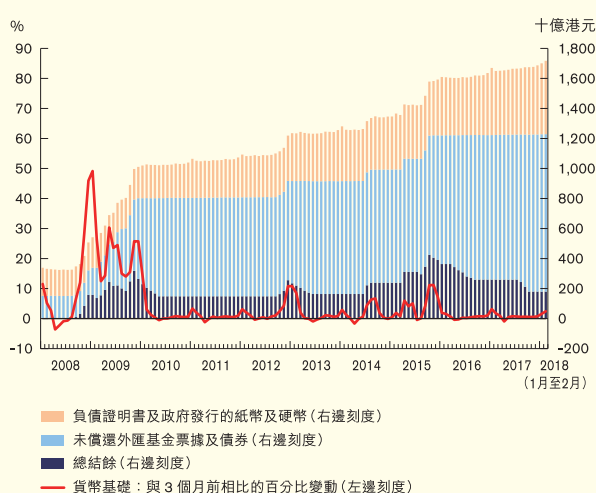
展望未來，隨着美國貨幣政策正常化進程持續，港元與美元之間的負息差將會擴大，或會引致套戥活動增加。因此，不應排除港元弱方兌換保證會被觸發的可能。這是聯繫匯率制度下的正常過程。同時，鑑於美國貨幣政策正常化步伐尚未明朗，並且全球宏觀金融狀況及市場情緒瞬息萬變，港元資金流及港元匯率的波動或會增加。金管局會繼續依據貨幣發行局機制全力保證港元匯率的穩定。

⁴¹ 在撰寫本報告時，第4季的國際收支平衡統計資料尚未公佈。

4.2 貨幣及信貸

儘管美聯儲加息並持續縮減資產負債表，但香港的貨幣環境於2017年下半年及近期仍然保持寬鬆。2017年下半年港元貨幣基礎進一步上升1.4%，主要由就發行紙幣而發出的負債證明書增長所致（圖4.5）。由於兌換保證未被觸發，下半年總結餘與未償還外匯基金票據及債券的總額基本不變，維持於約12,268億港元。其中，總結餘有所縮減，而未償還外匯基金票據及債券則相應增加。這是由於增發外匯基金票據（總額為800億港元），以滿足銀行在流動性管理方面的龐大需求所致。⁴² 踏入2018年，儘管股市經歷調整，但貨幣基礎仍然保持穩定。

圖4.5
貨幣基礎的組成部分

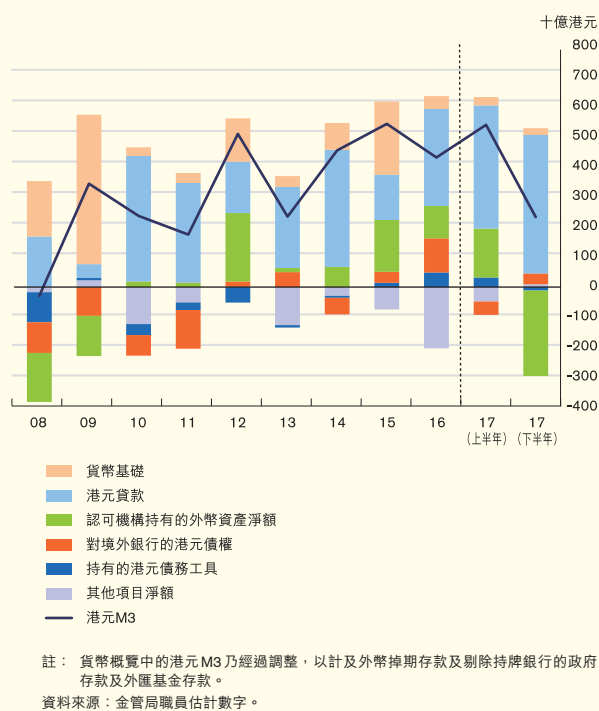


資料來源：金管局。

與此同時，2017年下半年港元貨幣供應進一步增長，但增速放緩。港元廣義貨幣供應（港元M3）的增長由上半年的8.9%放緩至下半年的2.5%。作為港元M3的主要組成部分，港元存款於下半年微升2.2%（圖4.7）。其中，活期存款於下半年增長較快，部分原因是資產市場暢旺，投資需求上升。對應資產分析顯示，港元M3的增長一方面受港元貸款的強勁增長

支持（圖4.6），另一方面則受非銀行私營部門的港元資金淨流出，銀行淨外幣資產收縮所拖累。

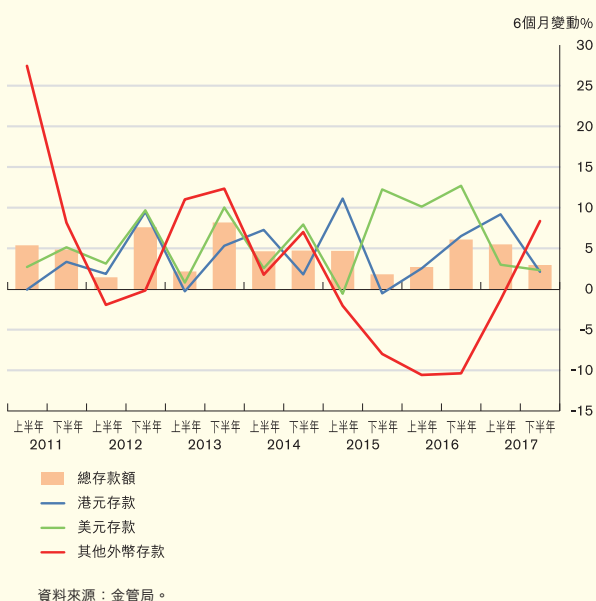
圖4.6
港元M3及其對應資產變動



另一方面，外幣存款增長表現參差。部分反映美元兌多數主要貨幣貶值，美元存款的增長率由上半年的3.0%降至下半年的2.4%（圖4.7）。相比之下，其他外幣存款則持續下跌逾兩年後於下半年顯著回升，升幅達8.4%。這主要受近期人民幣存款回升所帶動。由於港元及美元存款增長放緩，下半年認可機構的存款總額輕微增加3.0%，而上半年增速則為5.6%。2017年全年而言，存款總額溫和增長8.7%，與2016年大致相若。

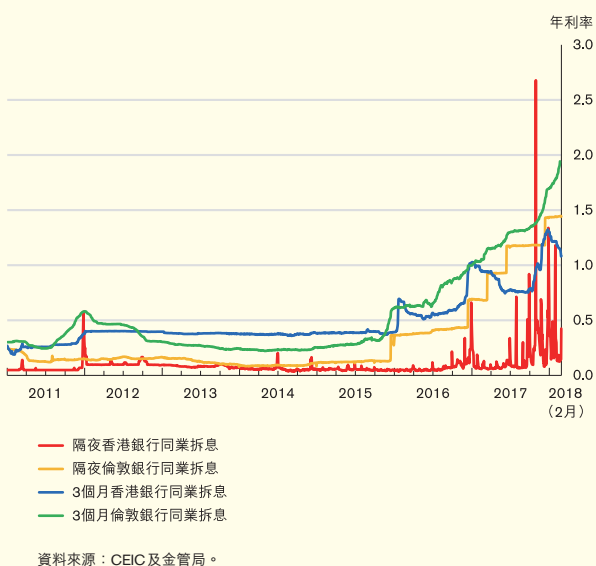
⁴² 增發外匯基金票據符合貨幣發行局制度的運作原則，反映貨幣基礎的組成部分由總結餘轉移至未償還外匯基金票據及債券。在增發外匯基金票據後，銀行同業市場的流動資金大致保持充裕。

圖 4.7
存款增長



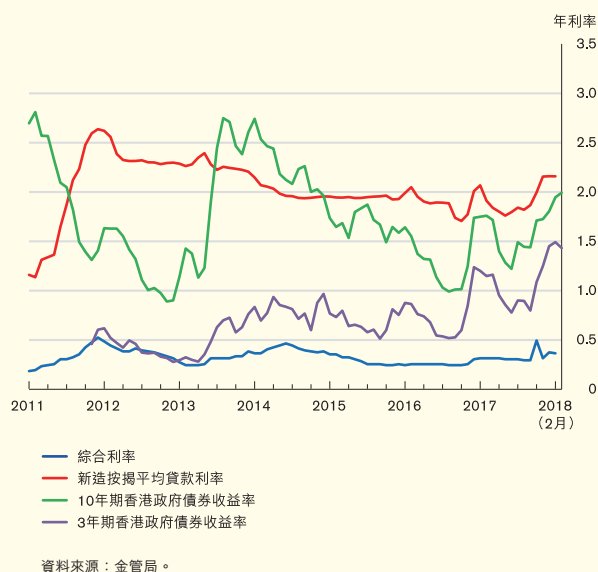
2017年9月至12月期間，新股集資活動的資金需求上升，而銀行在月底與年底前對流動性管理持審慎態度，這對港元銀行同業拆息構成上升壓力（圖 4.8）。與六個月前相比，隔夜及3個月香港銀行同業拆息分別上升14個及50個基點，於12月份分別升至0.25%及1.26%（按月平均值計算）。1個月至3個月的港元與美元銀行同業拆息負息差亦相應地有所收窄。

圖 4.8
港元與美元銀行同業拆息



與此同時，港元收益率曲線上移但趨於平坦，與美元收益率曲線的走勢大致相若。於下半年，3年期香港政府債券收益率上升63個基點，於2017年年底收報1.52%，而10年期香港政府債券收益率升幅較小，上升33個基點，於2017年年底收報1.83%（圖 4.9）。

圖 4.9
政府債券收益率、綜合利率及新造按揭平均貸款利率



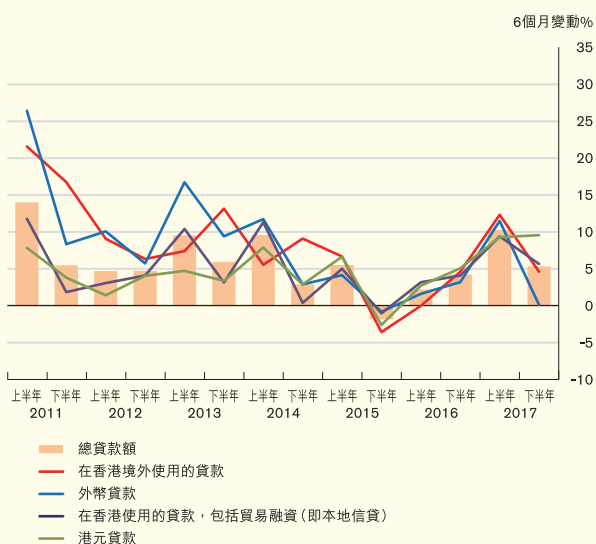
踏入2018年，港元銀行同業市場繼續有序運作。隨着年底資金需求減退，港元銀行同業拆息於1月初回落。此後，儘管全球及本地股市經歷調整，港元銀行同業拆息大致保持穩定。隔夜及3個月香港銀行同業拆息於2018年2月底分別收報0.43%及1.08%。

至於零售層面，雖然銀行的貸款利率隨香港銀行同業拆息抽升而有所上升，但由於存款基數仍然龐大，銀行的融資成本普遍維持在低位。儘管按揭貸款業務競爭激烈，銀行的新造按揭平均貸款利率於12月逐步上升36個基點至2.16%（圖 4.9），大致跟隨1個月香港銀行同業拆息的升勢。另一方面，衡量零售銀行港元融資成本的綜合利率雖然因新股集資活動的資金需求增加而於10月份短暫上升，但於下半年大部分時間保持偏軟，於12月底收報0.38%。

展望未來，隨著美國貨幣政策持續正常化，加上其他主要經濟體或會啟動利率正常化，港元利率可能會面臨更大上升壓力。同時，環球市場情緒起伏，宏觀金融狀況瞬息萬變，或會增加資金流的波動。不過，龐大的港元貨幣基礎可作緩衝，有助緩和港元利率上漲過急。此外，銀行審慎的流動性管理以及可經貼現窗進行貼現，亦有助抑制銀行同業拆息過度波動。

銀行信貸於2017年全年增長強勁。貸款增長率於上半年高達10.2%，下半年則放緩至5.3%（圖4.10）。2017年下半年在香港使用的貸款及在香港境外使用的貸款增長均告放緩。按貨幣分析，由於本地經濟環境向好及港元融資成本相對較低，港元貸款於下半年繼續快速增長9.5%，而外幣貸款僅微升0.1%。其中，美元貸款的增長放緩至1.8%，部分原因是美元融資成本上漲。2017年全年，貸款總額錄得16.1%的強勁增長，而2016年則為6.5%。

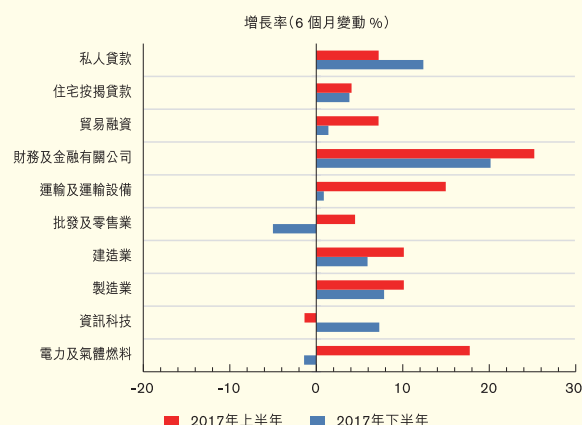
圖4.10
貸款增長



資料來源：金管局。

在香港使用的貸款(包括貿易融資)增幅由上半年的9.4%降至下半年的5.6%，各個主要行業的表現參差(圖4.11)。建造業與物業發展及投資的貸款增速於下半年放緩，部分原因是自2017年6月起，當局要求銀行加強對地產發展商貸款的風險管理。⁴³ 儘管商品貿易及零售銷售進一步改善，但貿易融資及運輸業的貸款只錄得相對輕微的增幅，而批發及零售業的貸款則錄得下跌。相反，財務及金融相關企業的貸款增長仍然強勁，這在一定程度上反映金融服務業穩步擴張。

圖4.11
個別行業的本地貸款增長



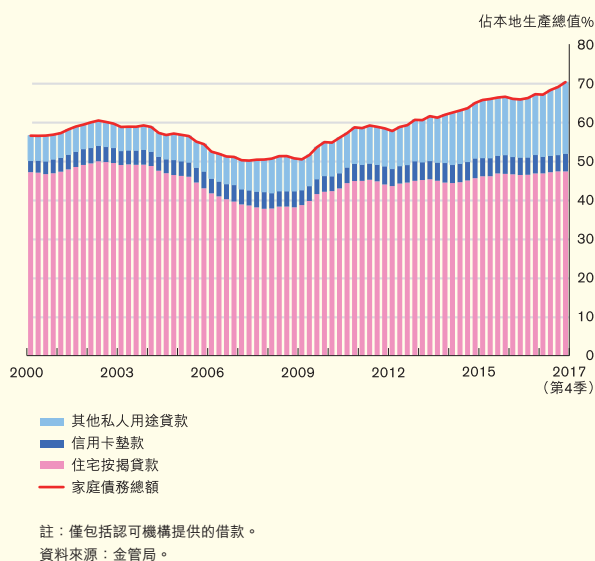
資料來源：金管局。

家庭債務於2017年下半年增長6.5%，而上半年的增幅則為5.0%。在家庭債務中，私人貸款(包括信用卡墊款及其他私人用途貸款)增長進一步加快，下半年增幅達12.4%。私人貸款的強勁增長主要受以金融資產作抵押的私人銀行和財富管理客戶的借貸所帶動。這些貸款的增長與銀行所管理的客戶資產的持續增長大致相若。這類抵押貸款的風險屬可控範圍。此外，金管局於2014年1月向銀行發佈了有關私人貸款風險管理的指引，要求銀行採取審慎的風險管理措施，包括對貸款年期和借款人償債比率設置上限。

⁴³ 詳情請參閱金管局於2017年5月12日發佈的「地產發展商貸款的風險管理」通告。

另一方面，雖然住宅成交量有所增加，但新批按揭的按揭成數下跌，住宅按揭貸款增速於下半年輕微下滑至3.8%。整體而言，家庭負債佔本地生產總值的比率由2017年第2季的68.2%上升至第4季的70.2%（圖4.12）。

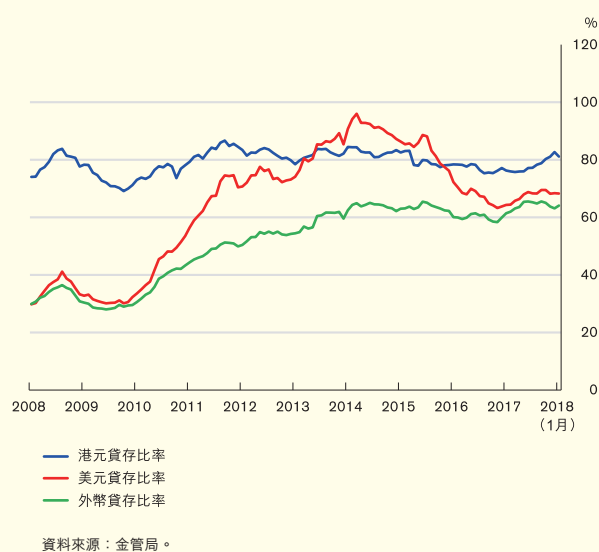
圖4.12
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



繼2017年上半年大幅上漲12.3%之後，在香港境外使用的貸款增長於下半年放緩至4.6%。就銀行業而言⁴⁴，內地相關貸款於2017年下半年錄得4.9%的增長，較上半年12.0%的增速放緩。內地相關貸款所涉及的信貸風險仍然可控。截至2017年年底，76%的貸款之借款人為內地國有企業及非內地跨國公司。大部分內地民營企業的貸款均以抵押品作抵押或已獲取擔保。

由於港元貸款的增長速度快於存款，港元貸存比率由2017年6月底的77.1%升至年底的82.7%，為自2015年3月以來的高位（圖4.13）。相比之下，整體外幣貸存比率由65.5%下降至年底的63.1%，其中美元貸存比率基本不變，維持於68.4%。

圖4.13
貸存比率



短期而言，持續的經濟增長及潛在的基建融資需求有望為信貸增長提供支持。金管局的「信貸狀況展望意見調查」顯示，銀行預期短期內信貸需求強勁（請參閱第5章表5.A）。然而，美國的貨幣政策正常化以及環球及本地金融市場波動亦有可能拖低香港的信貸增長。

離岸人民幣銀行業務

在2017年下半年及近期，離岸人民幣市場有序運作，離岸人民幣匯價緊貼在岸人民幣匯率走勢。離岸及在岸人民幣匯價於9月至11月期間基本保持穩定（圖4.14）。自12月份以來，離岸及在岸人民幣兌美元匯率轉強，主要反映美元兌主要貨幣明顯貶值。於報告期內，在岸與離岸人民幣之間的差價大致窄幅波動。

⁴⁴ 包括認可機構的香港辦事處、內地分行及內地附屬公司。

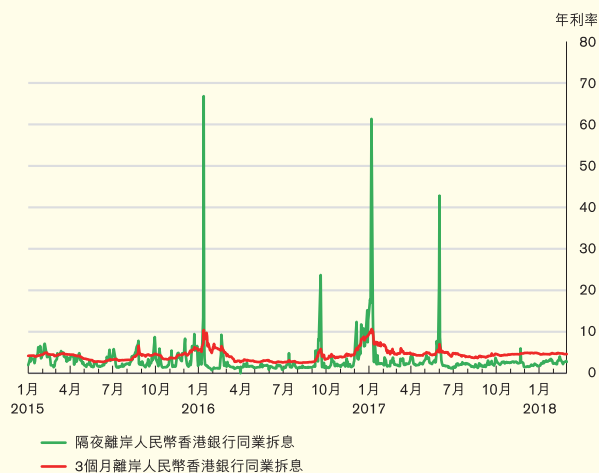
圖 4.14
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

由於離岸市場的流動性狀況大致保持穩定，隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息於2017年下半年及近期大多維持在4%以下（圖 4.15），偶爾因季節性的流動性需求而出現波動。同時，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息由2017年9月初的4.0%左右逐步上升至2018年2月底的4.65%。

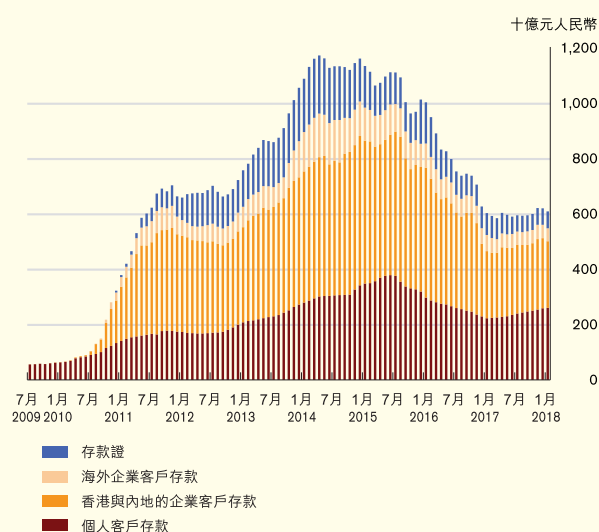
圖 4.15
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：財資市場公會。

隨着市場對人民幣匯率走勢變得樂觀，香港的離岸人民幣資金池繼2017年上半年輕微下跌後，於下半年恢復升勢。人民幣客戶存款及存款證餘額於下半年溫和增長5.1%至2017年年底的6,184億元人民幣（圖 4.16及表 4.B）。其中，人民幣客戶存款增長6.3%，主要反映人民幣存款的優惠利率回升，個人客戶存款增加。另一方面，存款證餘額於下半年繼續下跌5.3%，但跌幅較上半年收窄。

圖 4.16
香港的人民幣存款及存款證



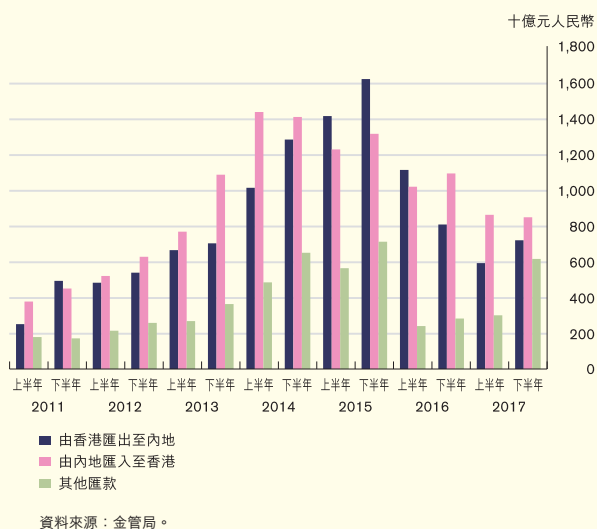
資料來源：金管局。

於報告期內，香港的人民幣融資活動仍然偏弱。2017年下半年人民幣銀行貸款餘額下降30.0%至1,445億元人民幣，部分由於人民幣融資成本高於美元及港元融資成本。

相比之下，香港的人民幣貿易結算在2017年上半年整固後，於下半年回升。下半年香港銀行處理的人民幣貿易結算交易額增加至21,771億元人民幣，較上半年增長24.5%（圖 4.17）。

總體而言，人民幣資金池仍相當充裕，其規模足以繼續支持大量人民幣金融中介活動。在2017年全年，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額高達9,036億元人民幣。

圖 4.17
人民幣貿易結算匯款



短期而言，香港離岸人民幣市場的發展仍將取決於市場對人民幣匯率走勢的預期，以及內地宏觀金融狀況的變化。儘管如此，預期香港的離岸人民幣業務受惠於內地持續開放資本帳，以及「一帶一路」倡議推動區內經濟合作。

表 4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2016年12月	2017年12月
人民幣存款及存款證(十億元人民幣)	625.1	618.4
其中：		
人民幣存款(十億元人民幣)	546.7	559.1
人民幣存款佔存款總額(%)	5.2	5.3
人民幣存款證(十億元人民幣)	78.3	59.3
未償還人民幣貸款(十億元人民幣)	294.8	144.5
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	210	203
應付海外銀行的金額(十億元人民幣)	69.0	95.4
應收海外銀行的金額(十億元人民幣)	91.6	131.3
	2016年	2017年
香港人民幣貿易結算(十億元人民幣)	4,542.1	3,926.5
其中：		
由內地匯入至香港(十億元人民幣)	2,106.1	1,705.3
由香港匯出至內地(十億元人民幣)	1,915.2	1,308.0
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)	863.6	903.6

資料來源：金管局。

資產市場

由於市場愈發擔心債券收益率上升，香港股市的強勁表現於回顧期末大幅回調。港元債務市場穩定增長，而離岸人民幣債務市場則於2017年進一步收縮。住宅物業成交在2017年中經歷短暫放緩後回升。樓價升勢自第4季起亦有所加快。

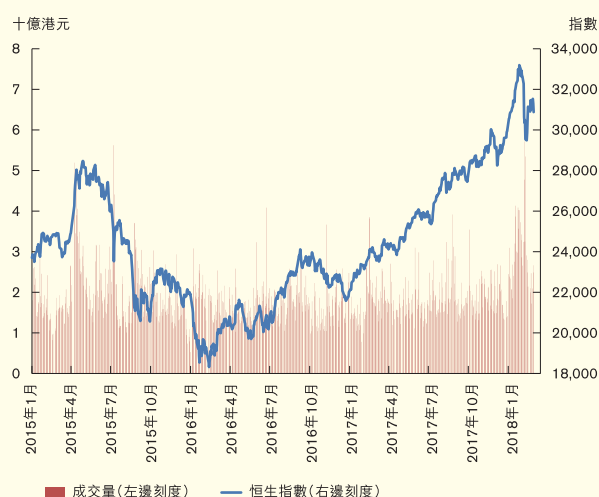
4.3 股市

香港股市於2017年延續升勢，但在接近回顧期末時大幅回調（圖4.18）。2017年下半年，美國、中國內地、歐洲及若干新興市場的宏觀經濟表現顯著改善，推動早前升勢。美國通過稅改方案亦進一步為全球股市提供上升動力。國際投資者亦憧憬數據技術及人工智能的廣泛應用，能導致包括教育、醫療保健、金融及交通運輸等活動的生產力大幅提高，並最終令經濟步入漫長及可持續的繁榮時期。與此同時，美聯儲計劃推進資產負債表正常化，以及歐洲央行宣佈縮減資產購買計劃，表明各大央行均對經濟前景充滿信心。

內地投資者透過滬港通及深港通為香港股市注入大量資金。截至2月底，南向資金累計買入淨額為8,358億港元，較去年同期增長89%（圖4.19）。

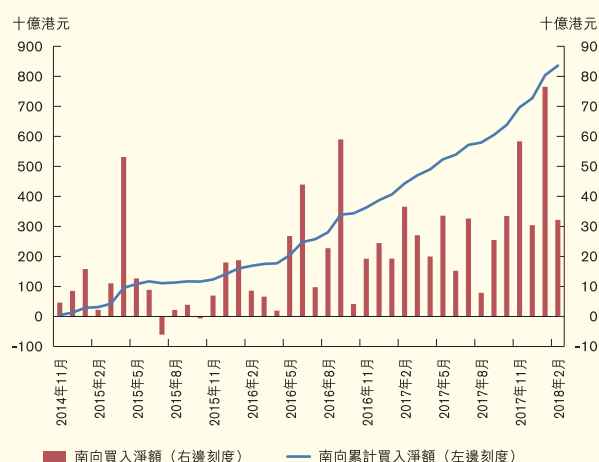
然而，由於市場愈發擔心債券收益率上升，上述所有利好因素均未能阻止本港股市於回顧期末大幅調整。避險情緒升級亦帶動期權引伸波幅急升（圖4.20）。整體而言，雖然此輪調整令恒指較其1月份創下的歷史新高大幅下跌7%，但於2017年9月至2018年2月期間，恒指仍錄得10%的升幅。估值方面，按經週期性調整市盈率衡量，本地市場仍較其他主要市場吸引，這應該有助於在一定程度上減輕未來阻力所帶來的影響（圖4.21）。

圖4.18
香港股票價格



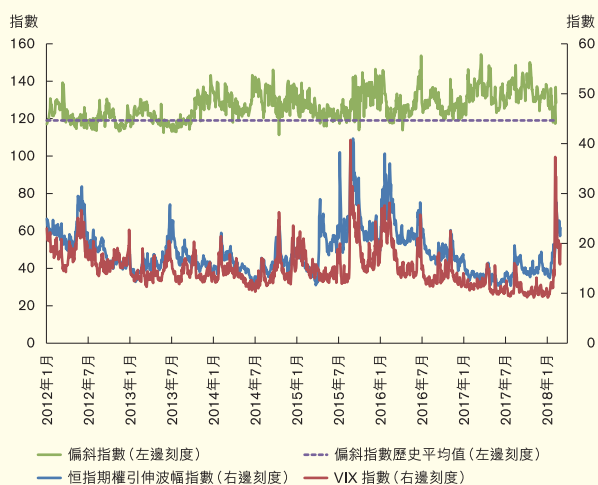
資料來源：彭博。

圖4.19
股票市場交易互聯互通機制的累計南向買入淨額



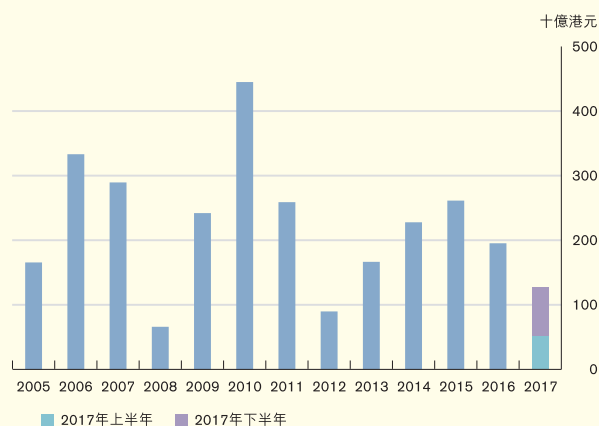
註：南向買入淨額指滬港通及深港通淨買入淨額的總和。
資料來源：CEIC、香港交易所及金管局職員估計數字。

圖 4.20
恒指及標普 500 的期權引伸波幅，以及偏斜指數



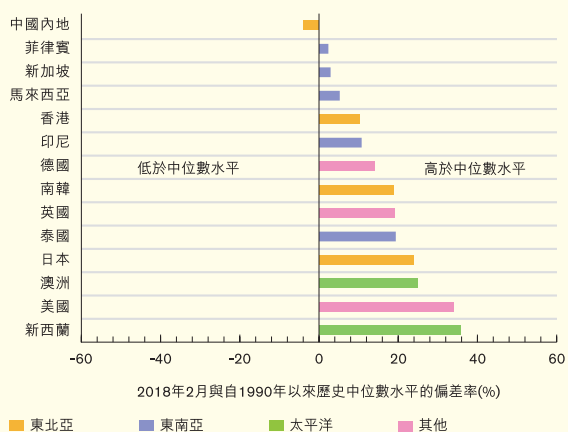
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 4.22
香港首次公開招股市場



資料來源：CEIC 及香港交易所。

圖 4.21
亞太區及其他主要市場的經週期性調整市盈率



資料來源：彭博、CEIC 及金管局職員估計數字。

本港市場仍極易受到外圍因素的影響，例如主要經濟體收緊貨幣政策的力度。專題 4 評估了源自亞太區域內外的衝擊對香港及其他亞太市場的潛在溢出影響。除宏觀風險以外，投資者對於新技術廣泛應用能帶來實質經濟利益的信心如何，仍然有待觀察。

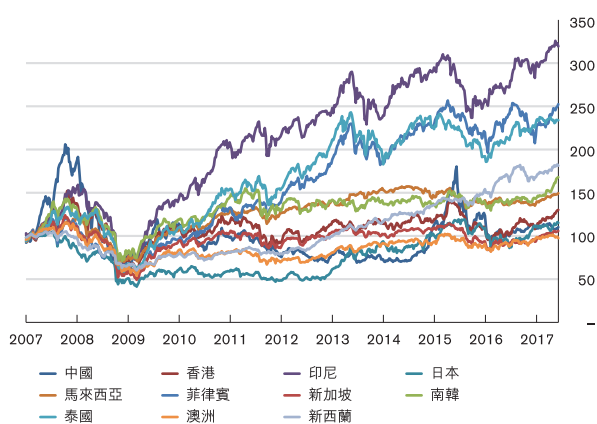
香港首次公開招股市場在 2017 年的表現乏善可陳。雖然 2017 年下半年透過首次公開招股籌集的資金較上半年增長逾 40%，但經香港交易所籌集的首次公開招股資金總額從 2016 年的 1,950 億港元下降至 2017 年的 1,270 億港元（圖 4.22）。

專題 4 亞太區股市的尾端風險溢出效應

引言⁴⁵

亞太地區股價自 2009 年以來大幅上升，部分原因來自於美聯儲推行的量化寬鬆計劃所產生的溢出效應（圖 B4.1）。然而在這次牛市中，股市曾於 2013 年及 2015 年出現兩次顯著的調整，部分經濟體的股市在一周內跌逾 20%。在股市劇烈波動的背景，投資者自然會問：「在下跌期間，對亞太區股市造成連鎖反應的主要因素是甚麼？」對於致力避免國際金融市場連鎖反應及維護金融穩定的決策者們而言，這個問題的答案相當重要，因為源自外國股市的衝擊會影響當地股市，繼而影響本地貨幣市場，並最終波及主權信譽。

圖 B4.1
亞太區股市價格



大量實證文獻分析了跨國股市回報之間的相互影響。⁴⁶ 不過，多數文獻完全專注於評估股市回報之間的平均關係。此類分析主要反映平穩時期的風險，可能會低估在金融危機時期國際衝擊的實際影響。更貼切的命題應評估危機時期的連鎖反應，分析熊市、危

⁴⁵ 本專題的詳細結果載於 Fong 等人 (2017)「亞太區股市尾部風險的溢出效應——來自股市互動的證據」，金管局研究備忘錄 14/2017。

⁴⁶ 有關跨國股市回報之間的連鎖反應及溢出效應的最新調查，請參閱 Forbes (2013)。

機和財務困境的情形下，極端負回報之間的溢出效應。

在本專題中，我們研究亞太區股市之間的金融互動關係，以及亞太區股市與全球其他股市之間的金融互動關係。透過評估這些互動關係，可估算亞太區的平均（即平均風險溢出）及尾端（即尾端風險溢出）風險溢出效應的主要來源，並找出兩種溢出效應之間的差別。

方法及數據

在經濟計量方面，我們使用一個分位數向量自迴歸 (QVAR) 模型來反映股價回報之間的關係。⁴⁷ 其次，我們運用 Diebold 及 Yilmaz (2009、2012) 提出的方法，評估不同經濟體之間的金融互動強度。⁴⁸ 在本分析中，我們計量 36 個經濟體之間的股市溢出效應（表 B4.A）。本專題涵蓋了 2009 年 1 月 2 日至 2016 年 6 月 30 日間共 391 周股市回報樣本。⁴⁹

表 B4.A
作為內生變量的 36 個經濟體

組別	經濟體
先進經濟體	澳洲、加拿大、丹麥、法國、德國、意大利、挪威、西班牙、瑞典、瑞士、英國、美國
亞太區	澳洲、中國、香港、印尼、日本、馬來西亞、新西蘭、菲律賓、新加坡、南韓、泰國
新興歐洲、中東及非洲	捷克共和國、匈牙利、以色列、波蘭、俄羅斯、斯洛伐克、南非、土耳其
拉丁美洲	巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥、秘魯

⁴⁷ 我們使用 3 個外生變量以控制全球因素的影響。這些變量為 (i) 芝加哥期權交易所標普 500 引伸波幅指數，代表全球風險偏好；(ii) 紐約聯邦銀行估計的 10 年期美國國庫債券溢價，代表美聯儲採納的非常規貨幣政策的影響；及美元指數，用以控制美元強弱而導致的影響。

⁴⁸ 在分析中，這些互動關係以 QVAR 模型的未來 10 周整體預測誤差變異分解計量。在估算時，我們用自迴歸順序 1 考慮 QVAR，選擇 0.5 分位數（即中位數， $\tau = 0.5$ ）計量平均風險溢出，並選擇 0.05 分位數（即 $\tau = 0.05$ ）檢驗股市之間的尾端風險溢出效應。

⁴⁹ 由於選定的經濟體位於不同時區，而高頻率數據會造成干擾並有機會導致估算失真，故我們使用每周回報解決時區差異的問題。

實證結果

我們的研究得出三大結果。首先，我們發現，各經濟體對亞太區的尾端風險效應溢出高於平均風險溢出效應，相關數據列於表B4.B，該表報告了平均及尾端風險的估計溢出效應。此效應用該模型的方差分解來衡量，方差分解顯示了個別經濟體受另一個經濟體衝擊而導致的變化。就亞太地區的平均風險溢出而言，估量的平均效應為17.1%，區內的溢出效應最大（即25.6%）。就尾端風險溢出效應而言，估計的效應較高，平均為24.1%。個別效應略有差異，源自拉丁美洲的溢出效應最大（27.4%），源自先進經濟體的溢出效應則最小（22.9%）。

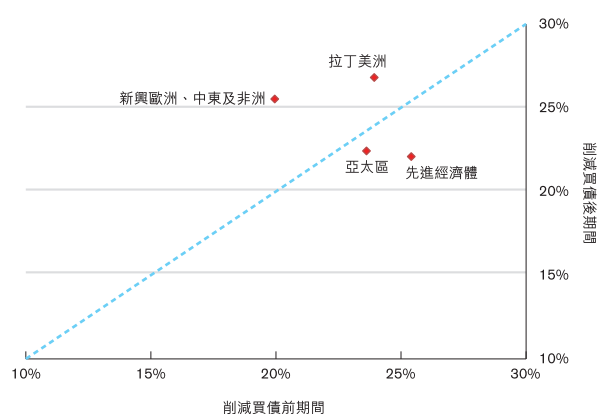
表 B4.B
各經濟體組別對亞太區的平均及尾端風險溢出效應

經濟體組別	衝擊來源				行平均
	先進經濟體	亞太區*	新興歐洲、中東及非洲	拉丁美洲	
平均風險	16.2	25.6	12.5	14.2	17.1
尾端風險	22.9	23.1	23.2	27.4	24.1

註：* 在計算組別的平均效應時，溢出效應不包括經濟體自身的效應。
資料來源：金管局職員估計數字。

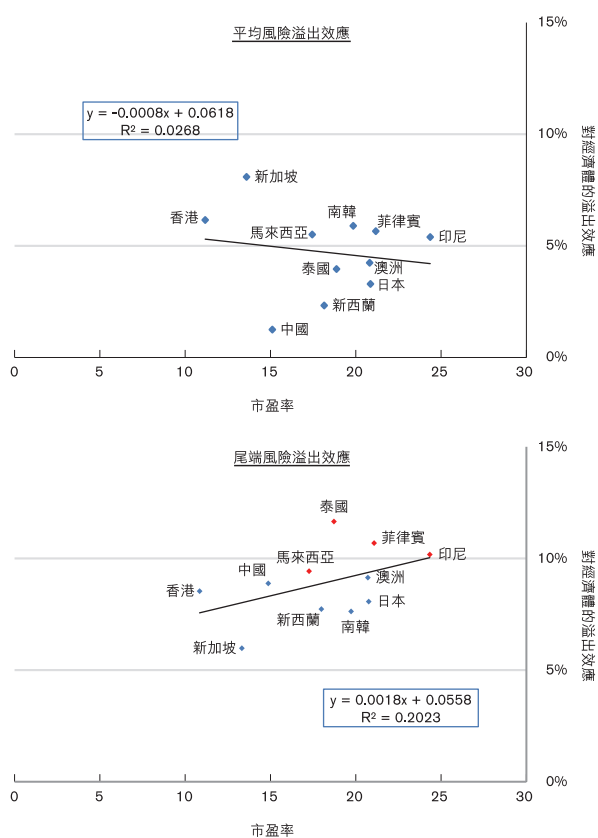
其次，我們發現，在美聯儲縮表恐慌後，新興歐洲、中東及非洲以及拉丁美洲的溢出效應顯著較高。圖B4.2比較縮表前後各經濟體組別對亞太區經濟體的尾端風險溢出效應。如圖所示，新興歐洲、中東及非洲以及拉丁美洲經濟體分佈在45度線上方，顯示這些經濟體在縮表恐慌後的溢出效應高於縮表恐慌前。先進經濟體及亞太區經濟體則略低於45度線，顯示其在削減買債後期間的溢出較小，但仍相當大，約為20%。

圖 B4.2
各經濟體組別對亞太區的尾端溢出效應



最後，亞太區經濟體對尾端風險溢出的反應較大，可能與這些經濟體的股市被高估有關。圖B4.3基於縮表恐慌後的樣本，對比亞太區經濟體的市盈率和這些經濟體的平均溢出效應的分佈。如圖所示，平均及尾端溢出效應的所計算的簡單線性迴歸的解釋能力（即R²的值）分別為2.7%（上圖）及20.2%（下圖），這證明個別經濟體的市盈率傾向於與該經濟體對尾端風險溢出效應線性相關，但與其平均風險溢出效應並不線性相關。

圖 B4.3
亞太區市盈率與溢出效應的相對分佈



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

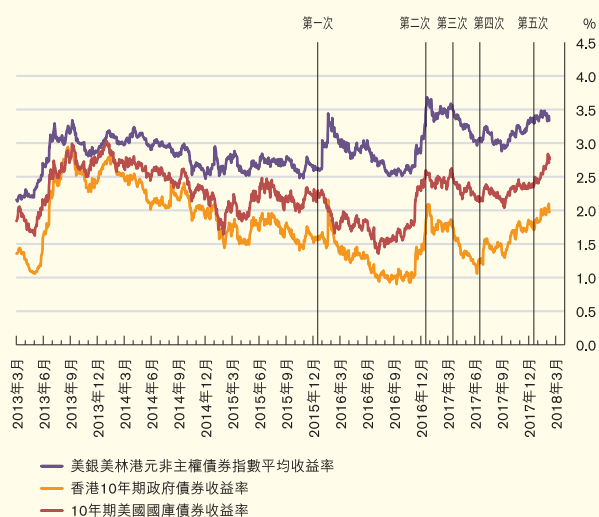
結論

本專題評估了其他股市對亞太區股市的溢出效應。基於 36 個股市的數據分析，我們發現亞太區股市的平均風險溢出效應主要源自於亞太地區區內的衝擊。然而，就尾端風險溢出效應而言，區內及非區內市場的衝擊同樣重要。我們還發現，在縮表恐慌後，源自拉丁美洲以及新興歐洲、中東及非洲的衝擊均顯著增加。最後，我們的研究結果顯示，一個經濟體的當地股市市盈率越高，則對源自其他市場的尾端風險溢出效應的反應強度越高。

4.4 債券市場

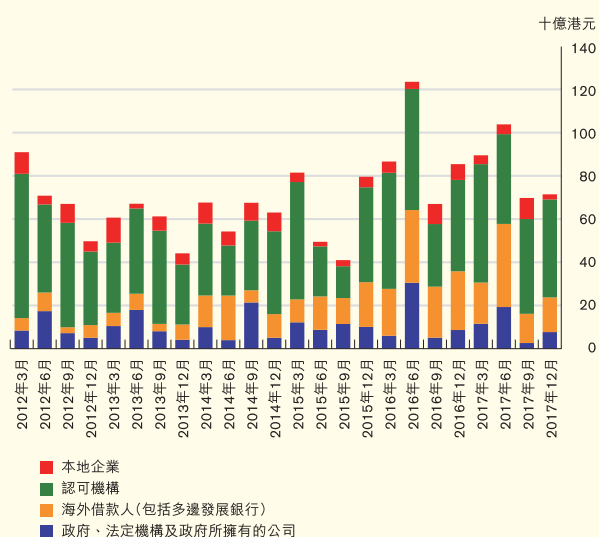
港元債券市場於2017年持續溫和增長，但增速較前年緩慢。一級市場活動有所放緩，主要反映下半年非外匯基金票據及債券發行量下降。這可能是由於在美聯儲持續推進貨幣政策正常化的背景下，港元債券收益率跟隨美國國庫債券收益率的上升走勢所致（圖4.23及4.24）。港元債券吸引力下降，亦導致近期債券基金淨流入速度放緩（圖4.25）。

圖 4.23
港元主權及非主權債券與 10 年期美國國庫債券的收益率



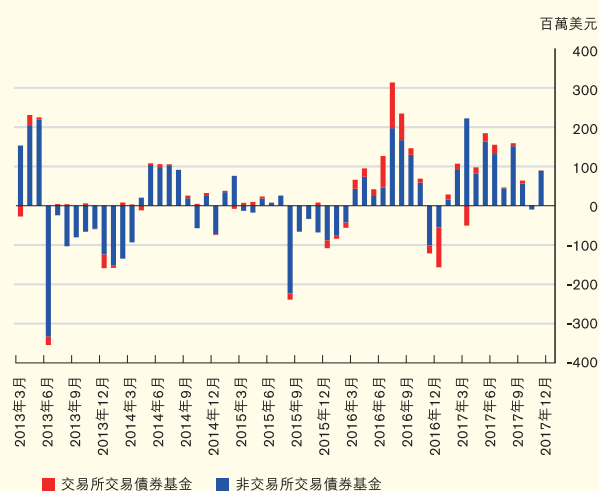
資料來源：金管局、美銀美林及彭博。

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
香港的交易所買賣及非交易所交易買賣債券基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

2017年港元債券發行總額為33,353億港元，較前年上升9.3%，主要由於外匯基金發行量強勁。其中，公營機構發行的新債按年增長11.0%，超過海外借款人（包括多邊發展銀行）的17.9%減幅，而本地私營機構的發行額幾乎沒有變化。截至2017年年底，港元債券未償還金額較前年上升4.1%至18,022億港元（圖4.26），相當於港元M3的25.7%或銀行業以港元計價的資產的21.5%。非外匯基金票據及債券的港元債券未償還金額三年來首次同比下降，主要反映認可機構的未償還債務減少11.2%。

圖 4.26
未償還的港元債務

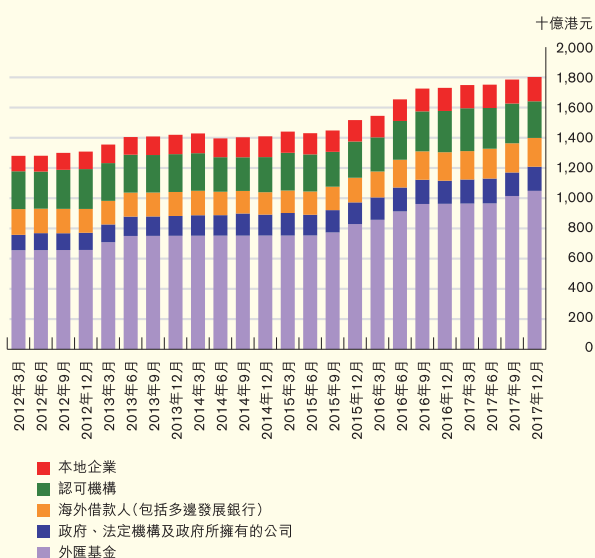
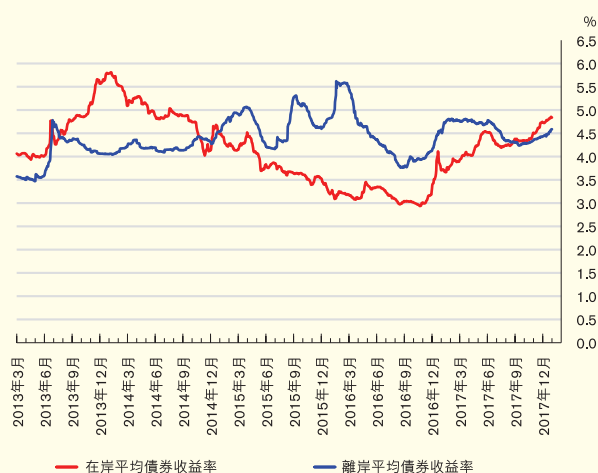


圖 4.28
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



香港離岸人民幣債券市場於2017年進一步收縮，發行總額大幅下跌39.2%至1,675億元人民幣（圖4.27）。內地及海外金融機構的非存款證債務證券發行額減少41.4%至562億元人民幣，超過香港公司發行債券的2.9%漲幅。儘管伴隨著在岸與離岸收益率差距逆轉，離岸市場的平均融資成本相對較低，第四季度發行額有所回升，但整體情況依然不變（圖4.28）。

由於一級市場活動低迷，香港的未償還離岸人民幣債務證券持續下降，按年下降8.1%至2017年底4,592億元人民幣（圖4.29）。

圖 4.27
新發行的離岸人民幣債務證券

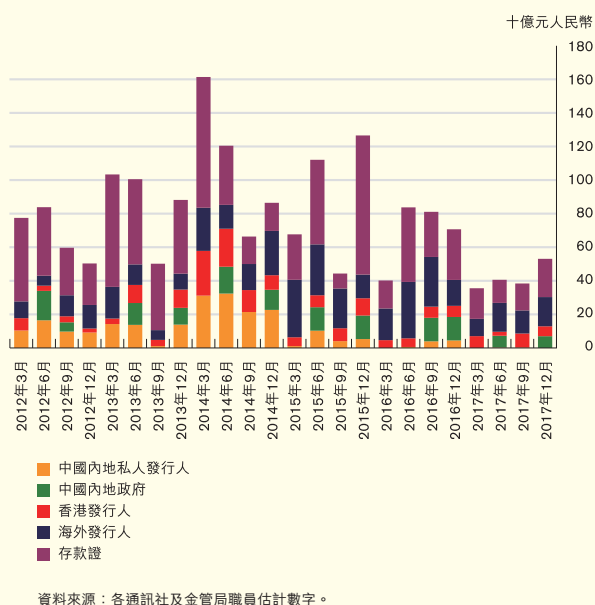
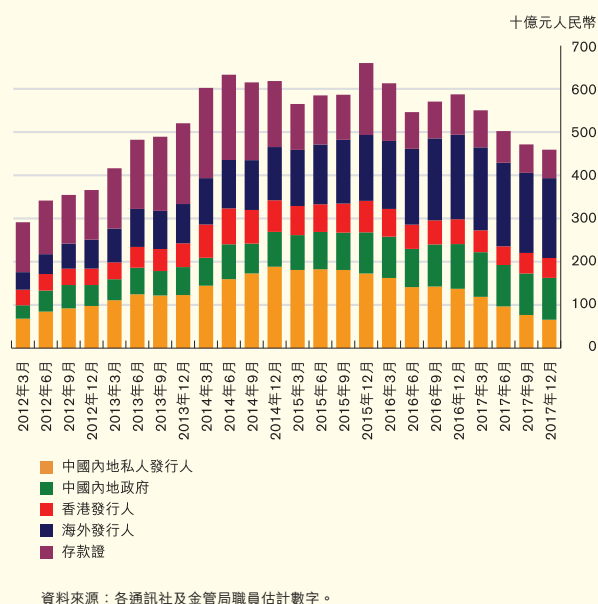


圖 4.29
香港的未償還離岸人民幣債務證券



與此同時，債券通計劃於去年7月推出，首階段暫時先開通北向通交易。該計劃吸引了越來越多國際投資者透過香港市場參與中國內地債券市場。截至2017年12月31日，共有247名境外投資者註冊參與該計

劃。展望未來，金管局與香港及內地的有關機構將致力改善北向通業務及研究擴展至南向通。

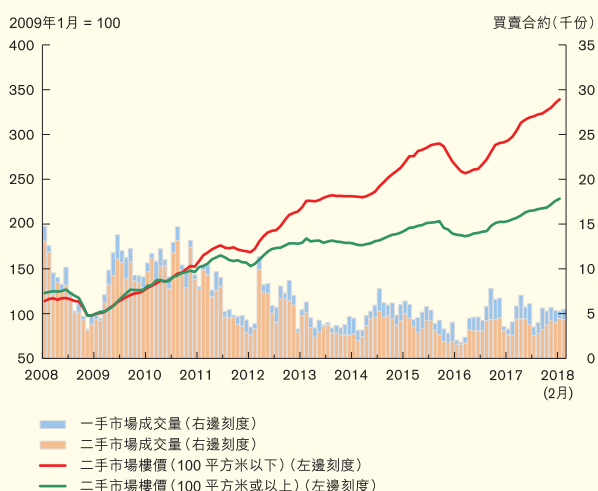
對內地發行人而言，相對較高的境內融資成本可能會在可預見的未來促進境外債券發行。然而，發行人於離岸市場融資的誘因仍然易受到其他多項因素的影響，例如人民幣匯率、內地經濟以及政策方向（特別是目前的去槓桿進程）的前景。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場成交在2017年中經歷短暫放緩後回升。隨着經濟狀況及市場情緒改善，住宅每月平均成交量於2017年最後一季已逐漸回復至接近5月份第八輪審慎監管措施實施前的水平。其中二手市場的每月平均成交量由7至8月份的2,670宗（圖4.30）上升至第4季的約4,020宗，略低於第2季4,220宗的水平。儘管一手市場成交量於8月份曾出現過反彈，但於接近2017年底時則回軟。

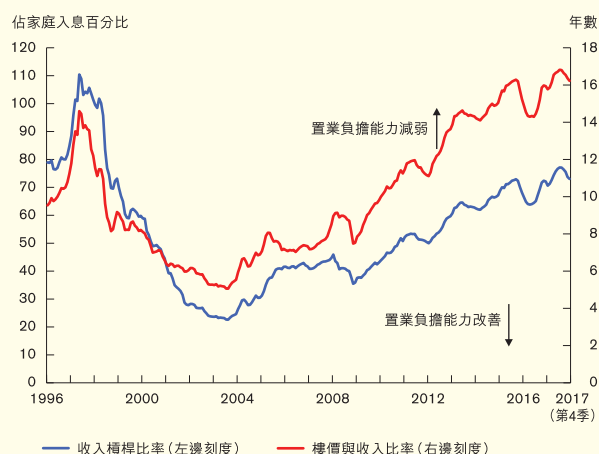
圖4.30
住宅物業價格及成交量



樓價升勢經過5個月的放緩後，自第4季起有所加快（圖4.30），而升勢亦一直延續至2018年首兩個月。2017年全年計，樓價上升14.8%。中小型單位價格（實用面積小於100平方米）的上升速度依然較大型單位（實用面積100平方米或以上）為快。

隨着樓價上升，置業負擔能力進一步趨緊。樓價與收入比率由2016年第4季15.9上升至2017年第4季16.4，高於1997年的高峯值14.6。收入槓桿比率亦升至74.1%，遠高於約50%的長期平均值（圖4.31）。⁵⁰由於2017年第4季住宅租金收益率仍保持在2.0至2.7%的低位，衡量樓宇使用者相對成本的買租價差仍然高企，達到169.4%（圖4.32）。⁵¹

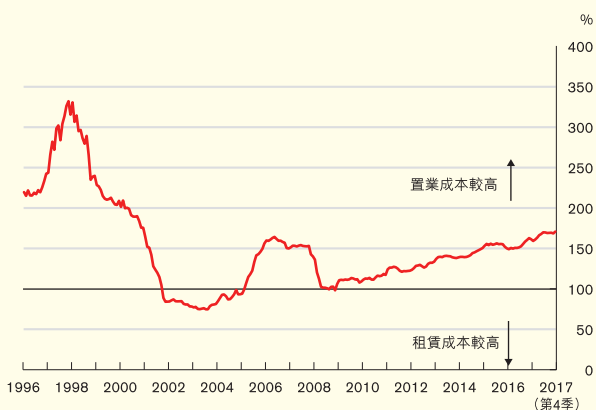
圖4.31
置業負擔能力指標



⁵⁰ 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。

⁵¹ 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

圖 4.32
買租價差

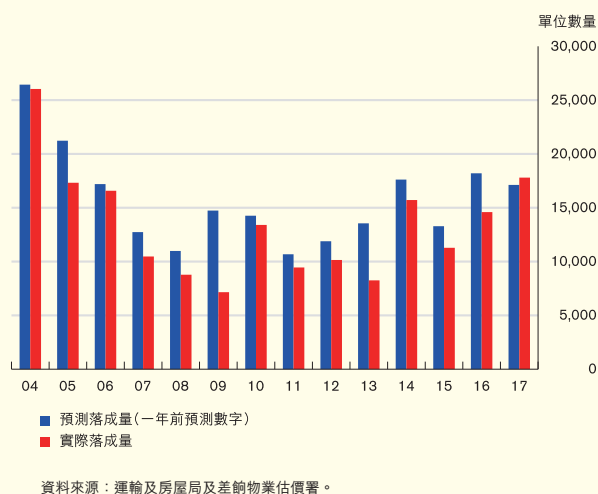


註：該指標按一個 50 平方米單位的平均置業成本與相應租賃成本的比率計算。
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

自 2009 年底以來，為加強銀行在按揭貸款方面的風險管理，金管局先後實施八輪宏觀審慎監管措施，以提升銀行業抵禦樓市衝擊的能力。新批出按揭的平均按揭成數從實施措施前的 64% 降至 2017 年 12 月的 49%，而供款與入息比率亦降至 34.7%，反映了措施的成效。

住宅物業市場前景仍不明朗。短期而言，當前香港經濟環境良好、市場預期房屋短缺的狀況仍然持續、按揭息率仍然低企，加上可從其他融資渠道獲取置業所需資金（包括由地產發展商提供的按揭貸款及父母的財務支持），均可能會繼續支持住宅物業的需求，但市場情緒或會受到近期環球金融市場的波動所影響。長遠而言，樓市仍繼續面臨一些阻力。特別是隨着美國貨幣政策正常化進程持續，本地按揭利率最終會趨升。倘若因環球金融市場的波動性加劇，大量資金從香港外流，本地利率的上升速度則有可能加快。此外，在政府竭力增加土地及房屋供應的情況下，房屋供求缺口或會逐步收窄，長遠有望緩解樓價上漲的壓力。事實上，2017 年私人住宅物業的實際落成量按年上升 22% 至 17,800 個單位（圖 4.33），略高於一年前的官方預測 17,100 個，反映了政府的增加供應措施及地產商提高建屋量以應付市場對住宅的強勁需求。

圖 4.33
預測及實際私人住宅落成量

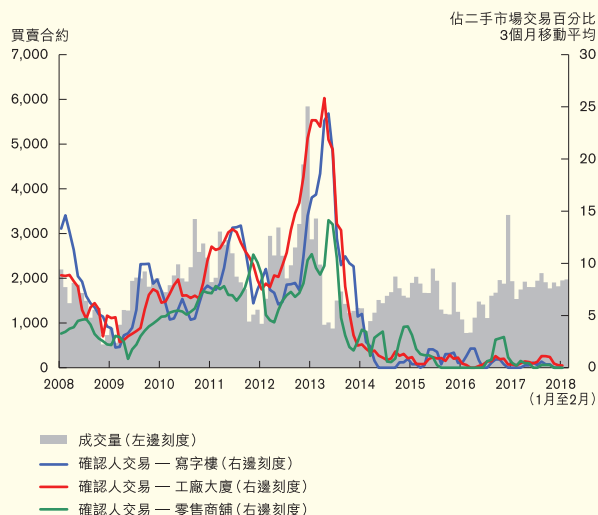


資料來源：運輸及房屋局及差餉物業估價署。

非住宅物業市場

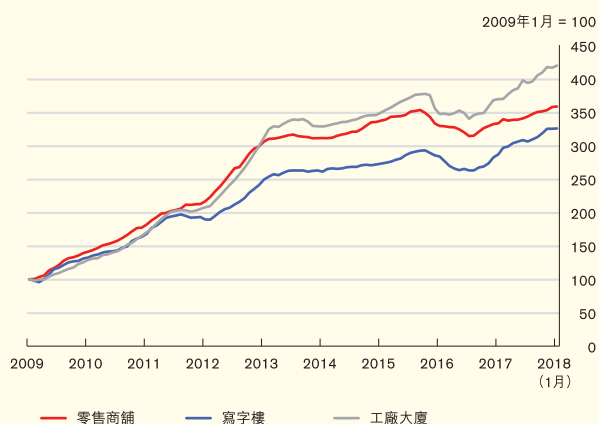
非住宅物業市場於 2017 年下半年表現持續活躍，每月平均成交量輕微上升至 1,910 宗，而反映投機活動的確認人交易則仍然淡靜（圖 4.34）。繼一幢位於中環的寫字樓創下最高成交價紀錄後，市場更加看好黃金地段的寫字樓的前景。因此，寫字樓價格於 2017 年下半年快速攀升 5.5%（圖 4.35）。工廠大廈價格上升 4.8%，而零售商舖價格的上漲速度加快。非住宅物業的租金升幅落後於相關物業的價格，當中以零售商舖最為明顯。故此，非住宅物業的整體租金收益率輕微下跌至 2.4 至 2.9% 的水平。

圖 4.34
非住宅物業的成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖 4.35
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

短期展望而言，鑑於零售銷售及訪港旅遊業的前景有所改善，優質地段零售商舖的吸引力或會上升。隨着內地及外資企業的擴張，寫字樓的需求將會保持強勁。同時，施政報告中提及工廈轉型的新措施，或有助提升工廠大廈的投資價值。然而，本地利率上升的風險，環球金融市場的波動性加劇，以及全球貨幣狀況及資金流動所衍生的不明朗因素，都有可能抑制市場對非住宅物業的投資需求。