

2. 全球環境及展望

全球增長整體保持強勁，但各國之間的增長勢頭不及以往同步；美國的經濟數據繼續表現理想，其他主要先進經濟體則呈現週期性擴張或已見頂的跡象。隨着美國與其貿易夥伴之間的貿易緊張局勢升溫，貿易摩擦帶來的溢出風險令新興市場經濟體的增長前景受壓。加上美聯儲持續推進貨幣政策正常化，新興市場經濟體於第2季度出現大幅資金外流。在此背景下，全球經濟前景面臨眾多不明朗因素。美國近期宣布或實施關稅，加上貿易夥伴（尤其是中國內地）可能採取反制措施，都增加了貿易戰全面爆發的風險。與此同時，美國經濟表現優於其他主要先進經濟體，可能會延長全球貨幣政策背馳的局面，帶動美元走強，不利新興市場經濟體的金融穩定。中期而言，因財政刺激措施的效力減退及通脹壓力上升，美國經濟或未能維持過往一年的增速。

儘管中國內地與美國之間的貿易衝突迫在眉睫，但2018年上半年東亞的增長動力保持穩定。然而，區內資本外流及貨幣貶值壓力浮現，與中國內地的生產鏈關係更為密切的經濟體尤為明顯。隨著貿易戰爆發的可能性增加，東亞面臨多重阻力。儘管預期貿易戰對區內出口構成的直接影響有限，但對投資者信心的損害可能會為經濟帶來更大的破壞。各央行可能需要審慎地調整政策以維持平衡；一方面支持經濟增長，另一方面遏止資本外流。在此背景下，基本面較為強勁、外部頭寸較為穩健及財政政策空間較大的經濟體，相信會較有能力應對相關挑戰。

中國內地方面，2018年上半年，增長動力大致維持穩定。儘管增加值較高的製造業及服務業快速增長，將可能為短期增長前景帶來支持，但在中美貿易衝突升級的情況下，不確定性有所增加，令當局於持續增長與結構性改革之間取得平衡方面面臨更大挑戰。回顧期內，一線城市的樓價因推行收緊措施而大致保持穩定。銀行繼續收緊對風險較高（譬如產能過剩行業的企業）的借款人的貸款審批標準，最近非正式融資活動的縮減增加了小型企業的融資壓力，因此人民銀行推出幾輪定向寬鬆措施，以支持銀行向小型企業提供貸款。內地股市及人民幣的市場情緒轉差，但由於經濟環境穩健，資本外流有限。

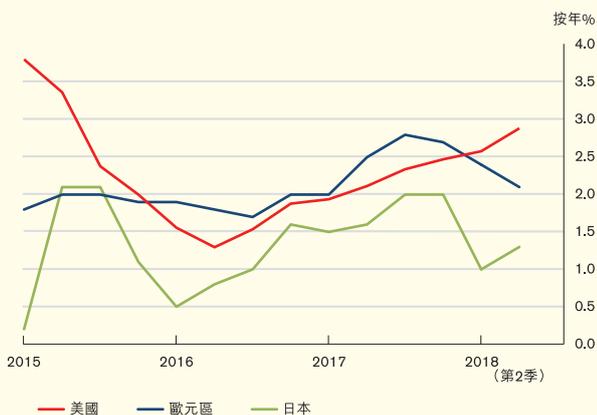
2.1 外圍環境

2018年上半年，全球增長維持穩健，部分得益於自2016年開始的全球週期性上行勢頭得以延續，以及美國近期實施的財政刺激措施。然而，儘管美國經濟

在寬鬆財政政策的推動下維持穩健的擴張步伐，但歐元區及日本於第2季繼續錄得緩慢增長，令市場擔心美國以外的其他國家的週期性擴張可能已見頂（圖2.1）。此外，由於預期意大利將籌組民粹主義政府，幾個歐元區周邊國家的國債收益率於5月底急

升，而英國「硬脫歐」風險再現令英鎊自6月以來受壓，均突顯在持續的政治不明朗因素影響下，歐洲經濟復甦的脆弱性。

圖 2.1
部分先進經濟體的實質國內生產總值增長



資料來源：CEIC。

在全球經濟增長步伐不及以往同步的背景下，美國與其重要貿易夥伴(包括歐盟、加拿大、墨西哥及中國內地)之間的貿易緊張局勢出現明顯升溫，可能會打擊全球經濟復甦。自2018年初以來，美國政府進一步加強貿易保護主義措施，對多種進口產品徵收或威脅徵收關稅，當中包括鋼材及鋁、中國內地的高科技產品及歐盟的汽車(表2.A)。受針對的國家繼而宣布對一系列美國出口產品實施報復性關稅。¹與此同時，有關北美自由貿易協定的重新談判仍然存在變數。8月底，美國與墨西哥政府宣布達成雙邊貿易協議以取代北美自由貿易協定，但特朗普政府同時威脅倘若加拿大不同意新的貿易框架，將向加拿大的汽車徵收關稅。加拿大最終會否作出讓步以與美國重新談判，仍然有待觀察。

表 2.A
美國於2018年的部分貿易措施

日期	貿易措施
1月22日	宣布對進口洗衣機及太陽能電池板徵收關稅
3月22日	基於301條款調查，表示有意列出清單，向高達600億美元的中國內地產品徵收關稅
3月23日	向世界貿易組織(世貿組織)提交有關與中國內地就知識產權保障進行磋商的請求
	對進口鋁徵收10%的關稅及對進口鋼材徵收25%的關稅生效，但對部分國家(包括加拿大、墨西哥及歐盟)給予臨時豁免
4月3日	繼於3月22日的宣布後，公布一份向1,333種中國內地產品考慮徵收25%關稅的清單
5月23日	啟動對進口汽車及汽車零件的第232條款調查，特朗普政府計劃將這些產品的關稅提高至25%
5月29日	繼於4月3日發布1,333種產品擬議清單後，宣布對價值約500億美元的中國內地商品徵收25%的關稅，該批商品被認為具有「對工業重要的技術」
6月1日	結束對歐盟、加拿大及墨西哥的鋼材及鋁的關稅豁免
6月15日	發布修訂清單，對約值500億美元的中國內地產品徵收25%關稅，並由7月6日起分兩個階段實施
7月6日	對價值340億美元的中國內地商品徵收25%關稅
7月11日	發布另一份價值2,000億美元的中國內地產品清單，將對這些產品徵收10%關稅
8月1日	表示有意就於7月11日公布的2,000億美元中國內地進口商品清單徵收25%關稅(而非此前提出的10%)，將公開徵詢意見至9月6日
8月7日	根據6月15日公布的關稅清單，將對價值160億美元的中國內地進口產品徵收25%的關稅，自8月23日起生效
8月27日	宣布向進口自中國內地的鑄鐵污水管及某些鋼制輪軸分別徵收反傾銷稅及反補貼稅

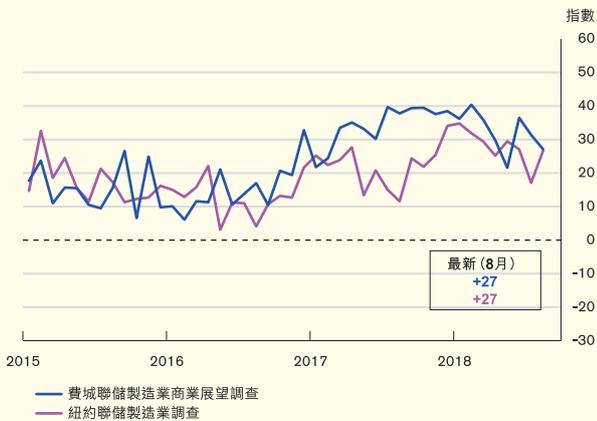
資料來源：金管局職員彙編資料。

中美全面貿易戰一觸即發，對全球經濟前景構成重要下行風險。鑑於全球供應鏈緊密結合，對某個國家的出口徵收進口關稅，可能會對參與該國生產鏈的其他經濟體產生第二輪影響。²長遠而言，上調進口關稅可能會令生產成本或消費者價格上漲，導致滯脹(與負面供應衝擊造成的影響相似)。其他經濟溢出效應，如出口相關行業職位流失及貿易政策不確定性增加令商業投資減少，可能導致資源錯配及生產力下降。舉例而言，美國貿易政策的不確定性或已打擊當地營商信心。7月美國聯邦公開市場委員會會議紀錄指出，在12個美聯儲區域中，部分區域的製造商已縮減其資本開支計劃；亦有部分製造商表示，倘若全球貿易緊張局勢持續，將打算縮減其資本開支計劃(圖2.2)。

¹ 美國及歐盟於7月底宣布，雙方將在磋商新的安排以降低貿易壁壘期間暫停加徵新關稅，但談判結果是否有助緩解美國與歐盟之間的貿易衝突，仍然有待觀察。

² 例如，根據經濟合作暨發展組織貿易增加值(TiVA)數據庫的數據，在2011年中國內地的總出口增值總額中，國外成份佔三分之一以上。

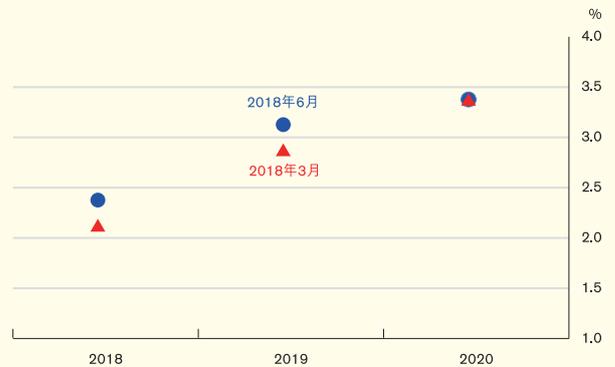
圖 2.2
部分美聯儲地區未來6個月商業資本開支計劃指數



資料來源：CEIC。

與此同時，全球各地的宏觀經濟基本面分化，導致主要先進經濟體的貨幣政策持續背馳。美國方面，受惠於就業增長強勁，以及可支配收入因近期推行的減稅措施而上升，私人消費開支繼年初短暫回軟後顯著回升。再加上強勁的商業投資，利好2018年上半年美國經濟增長表現，按季以年率計的實質國內生產總值於第2季錄得4.2%的強勁增長。勞工市場進一步收緊，失業率於7月份降至3.9%，而全美獨立企業聯盟(NFIB)的實際就業薪酬指數亦於5月創歷史新高。在閒置資源減少的情況下，按年核心消費物價指數通脹率由第1季的1.9%加快至7月份的2.4%，而進口關稅可能會令通脹壓力進一步增加。鑑於估計勞工市場現況較均衡水平緊絀及通脹轉強，美聯儲認為這些狀況可大致抵銷下行風險，例如源於貿易緊張局勢的風險，故上述狀況為美聯儲繼續推進資產負債表正常化及進一步逐步加息提供支持。在2018年的首五次會議中，美聯儲分別兩次加息25個基點(6月份的最新舉措將利率目標區間提高至介乎1.75%至2%)，並繼續推進資產負債表正常化。根據最新的經濟預測摘要，美國聯邦公開市場委員會預期將於2018年下半年再加息兩次(圖2.3)。

圖 2.3
經濟預測摘要的聯邦基金利率預測：2018年6月與3月比較



資料來源：聯儲局。

另一方面，自2018年第1季以來，歐元區的經濟增長已出現放緩跡象，一方面可歸因於臨時因素(例如惡劣天氣)；另一方面，歐元區經歷數年投資力度不足，供應層面的限制日益浮現亦是箇中原因。然而，儘管勞工市場漸趨緊絀，且工資成本呈現上升跡象，但歐元區的核心通脹仍然低迷，於第2季僅徘徊在1%。在此背景下，歐洲央行於6月份宣布有意於年底前結束資產購買計劃，同時強化有關政策利率的前瞻指引，表示至少在2019年夏季之前都會避免加息。同樣，在日本，儘管勞工市場狀況相當緊絀，但工資增長依然低迷，反映即使日本央行最近調整收益率曲線控制政策，允許10年期日本國債收益率由其零利率的政策目標向上移動約20個基點，超過此前允許的10個基點範圍，但日本央行的量化寬鬆計劃在不久的將來很有可能仍將持續。與此同時，面對位於收益率上限之下的債券市場，日本央行採取較此前更為積極的管理方式。截至目前為止，儘管日本央行有所轉變，但投資者仍然持謹慎態度，而10年期日本國債收益率仍遠低於0.2%的限定水平。

由於歐洲央行及日本央行未來可能維持寬鬆的貨幣政策立場，正如1年遠期隔夜指數掉期利率之間的差異(圖2.4)所反映，利率市場預期美國與歐元區之間、以及美國與日本之間的政策利率差異日益擴闊。在全球貨幣政策仍然背馳的情況下，短期內美元或會面臨

上行風險，而這或會導致全球金融狀況收緊，不利於新興市場經濟體。不過，中期而言，由於財政刺激措施的效力減退及通脹壓力上升，美國於過往一年錄得的強勁增長可能無法持續。³ 在增長放緩及通脹上升的共同作用下，美聯儲長期貨幣政策前景或會更添變數。

圖 2.4
(1) 美國與歐元區之間以及 (2) 美國與日本之間 1 年期遠期隔夜指數掉期利率之間的差異



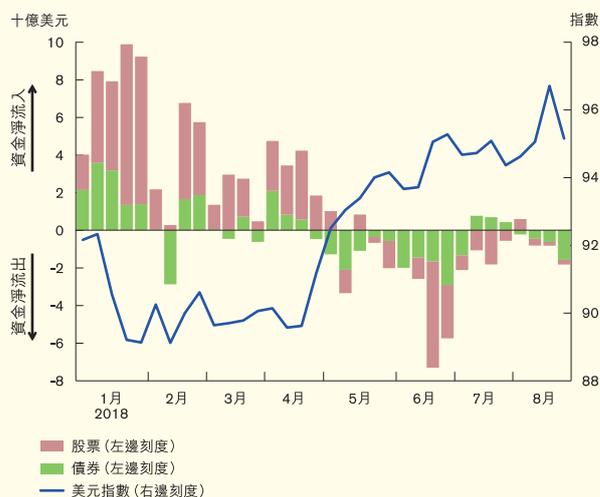
資料來源：彭博。

自第 2 季以來，主要先進經濟體以外的經濟體的增長所面臨的下行風險亦在上升。隨著美聯儲繼續推進資產負債表及政策利率正常化，美國長期國債收益率上升，美元走強。截至 8 月底，美元指數由 2 月份的年內低位反彈 7%，而 10 年期美國國債收益率從年初至今上升 45 個基點。全球金融狀況因而收緊，導致新興市場經濟體面對的資金外流壓力在 5 月及 6 月有所增加（圖 2.5），並觸發部分基本面較弱或面臨國內政治問題的新興市場經濟體（如阿根廷、土耳其及巴西）的貨幣於第 2 季兌美元錄得雙位數的貶值幅度。為應對匯率壓力，包括阿根廷、墨西哥及土耳其在內的幾個主要新興市場經濟體的央行於近幾個月相繼提高政策利率。隨着特朗普政府就貿易議題發表越趨尖銳的言論，金融市場自 6 月重新評估貿易衝突對新興

³ 根據 6 月份經濟預測摘要，美國聯邦公開市場委員會成員預計，美國的實質國內生產總值增長將由 2018 年的 2.8% 放緩至 2020 年的 2.0%，而同期核心私人消費通脹率預計將由 2.0% 上升至 2.1%。

市場經濟體的潛在影響，新興市場經濟體股市的表現較先進經濟體遜色（圖 2.6），而商品價格（以基準 CRB BLS 指數衡量）亦由 6 月中旬的高位下跌約 9%。

圖 2.5
新興市場經濟體資金流向及美元指數



資料來源：Datastream 及 EPFR。

圖 2.6
摩根士丹利資本國際 (MSCI) 全球及新興市場指數



註：MSCI 全球指數及 MSCI 新興市場指數分別涵蓋先進經濟體及新興市場經濟體的股票市場。這兩個指數的基數已經重新調整，於 2018 年 1 月 1 日訂為 100。
資料來源：Datastream。

由於與美國的緊張關係升溫，土耳其於8月出現金融市場動盪，觸發新興市場經濟體的資產拋售潮。土耳其高企的通脹、巨額經常帳赤字及巨大的外匯風險敞口令投資者感到憂慮，導致土耳其里拉於8月份貶值達26%。避險情緒蔓延至各類新興市場經濟體資產。8月中旬，MSCI新興市場指數跌至一年多以來的低位，而經濟基本面較弱的新興市場經濟體（例如阿根廷及南非），其貨幣均顯著貶值。雖然對金融市場的大規模連鎖影響尚未出現，但土耳其的情況若進一步惡化，可能會對新興市場經濟體的資金流向構成巨大壓力。

東亞經濟體⁴在2018年上半年維持穩步增長，美國與中國內地的貿易戰所帶來的影響暫未反映在整體增長數據上。儘管外部需求已經較表現強勁的2017年有所放緩，但仍推動區內經濟。與此同時，本地需求亦繼續支持增長（圖2.7）。

圖 2.7
東亞：國內需求及出口



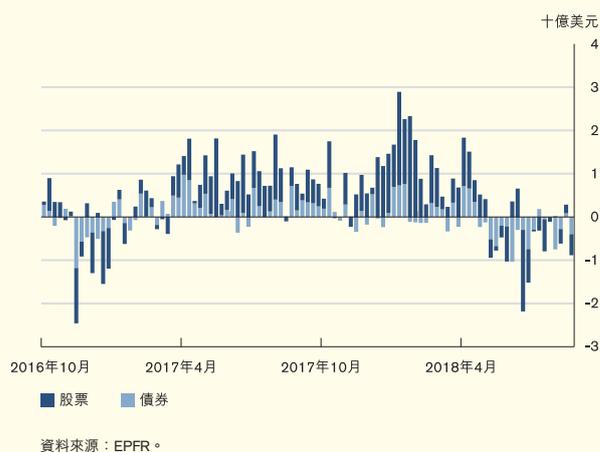
註：該圖顯示印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國的國民賬戶當中國內需求及出口的平均增長。
資料來源：CEIC及國際貨幣基金組織。

⁴ 於本章中，東亞指七個經濟體，即印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

在穩健增長及國際油價上漲的背景下，近幾月許多東亞經濟體的核心消費物價通脹率溫和上升，但大部分國家的通脹仍低於其長期平均水平。區內部分設有通脹目標的央行（例如南韓央行）繼續面臨通脹率低於目標中位數的挑戰。

儘管實質經濟活動穩定，但自第2季以來，由於貿易緊張局勢加劇及美國國債收益率飆升，該地區金融市場變得更為波動。自6月初以來，該地區的股票價格顯著下跌，而本幣主權債券收益率亦有所上升。隨著區內出現自2016年底以來最大規模的證券資金流出，資金外流壓力日增，區內資產價格面臨下行壓力（圖2.8）。

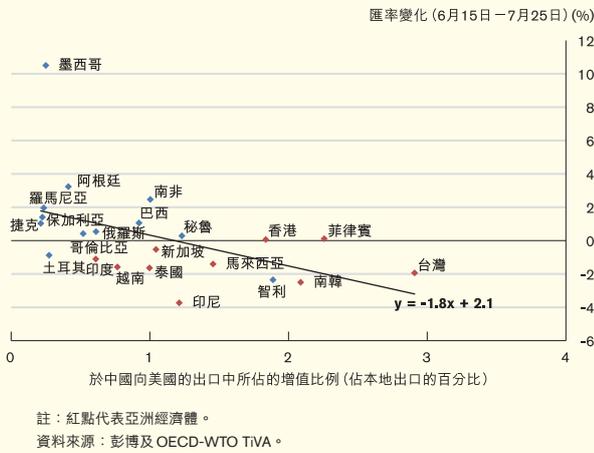
圖 2.8
流入東亞的證券投資資金



資料來源：EPFR。

美國與中國內地之間貿易衝突加劇的威脅，已經令東亞及其他新興市場經濟體的貨幣受壓，而對於與中國內地生產鏈關係較為緊密的經濟體而言，貶值壓力更為顯著。自特朗普政府在6月中旬提出對價值約2,500億美元的中國內地進口產品徵收關稅並落實當中部份徵稅措施以來，在中國內地對美國出口的增值貢獻較大份額的台灣和南韓等經濟體的貨幣貶值幅度較大，而在中國內地生產鏈中參與程度較低的新興市場經濟體所受到的影響相對較少（圖2.9）。

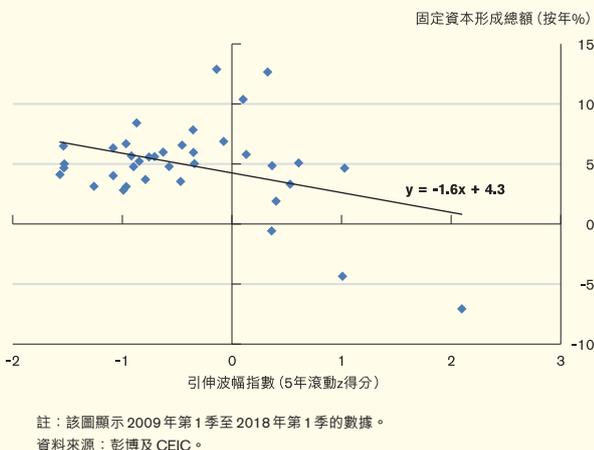
圖 2.9
東亞及其他新興市場經濟體：近期匯率變動及參與中國內地生產鏈的程度



鑑於美國與中國內地之間貿易緊張局勢加劇，東亞經濟體正面臨多重阻力，下行風險有所增加。

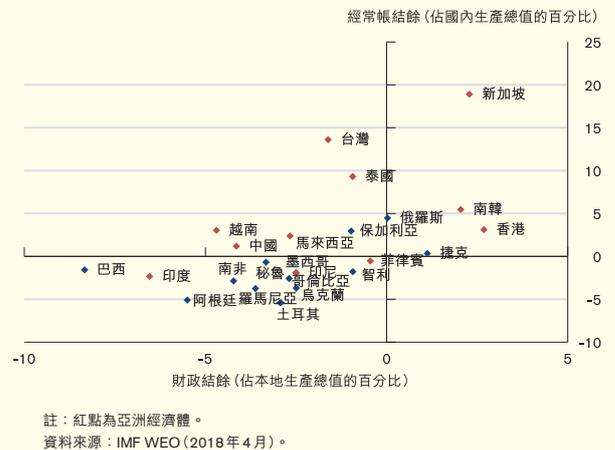
- 首先，雖然預期貿易戰對東亞經濟增長的直接影響有限，但其對投資者信心造成的潛在損害對經濟造成的破壞，可能遠比直接影響為大。由於資本形成總額多隨著引伸波幅指數等不確定性指標上升而減慢 (圖 2.10)，漫長的貿易談判產生的不確定性可能拖累東亞區內經濟體的投資。由於固定資本形成是區內本地需求的重要組成部分，投資放緩可能會阻礙經濟增長。長遠而言，較低的投資水平亦有可能損害生產力及增長潛力。

圖 2.10
東亞：固定資本形成總額及引伸波幅指數



- 其次，倘若東亞地區的實體經濟活動因貿易戰的影響而放緩，區內不少央行將面臨政策兩難：為減輕貿易戰對投資的影響及支持增長，需要降低政策利率；但面對因市場情緒轉差及美元走強而出現的潛在資金外流壓力，可能需要調高政策利率。對於外部頭寸較弱及財政空間有限的經濟體而言，這種兩難局面尤其嚴峻 (圖 2.11)，而基本面較強的經濟體將較有能力抵禦當前不利因素。

圖 2.11
東亞及其他新興市場經濟體：經常帳結餘及財政結餘 (2018 年的預測)

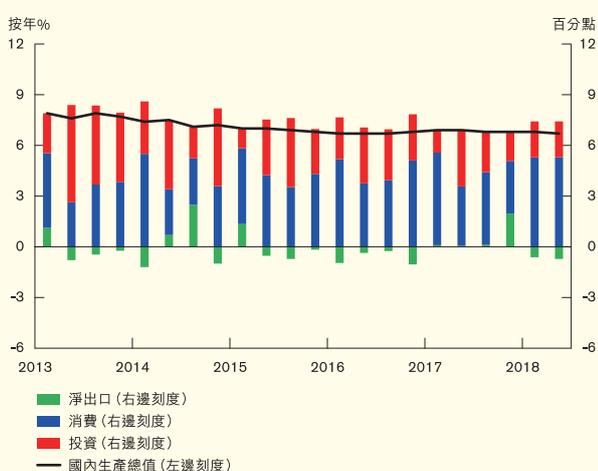


2.2 中國內地

實體經濟

經濟增長動能於 2018 年第 1 季大致維持穩定，但於第 2 季稍為放緩。實質國內生產總值於第 1 季連續三個季度按年增長 6.8%，但在基建投資增長明顯減少的情況下於第 2 季略降至 6.7% (圖 2.12)。2018 年上半年整體而言，實質國內生產總值按年增長仍錄得 6.8% 的增幅，與 2017 年下半年相同。

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



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

支出方面，2018年上半年，因勞工市場穩健及消費者情緒樂觀，消費增長依然強勁。至於資本形成總額，儘管房地產及製造業投資增長於2018年上半年反彈，但在當局收緊地方政府融資活動的環境下，基建投資增長顯著減少（圖 2.13）。外圍環境方面，儘管與中美貿易衝突相關的不確定性有所增加，出口增長於2018年上半年保持堅挺。然而，由於進口增長速度較出口增長為快，淨出口對整體增長的貢獻於期內轉為負數。

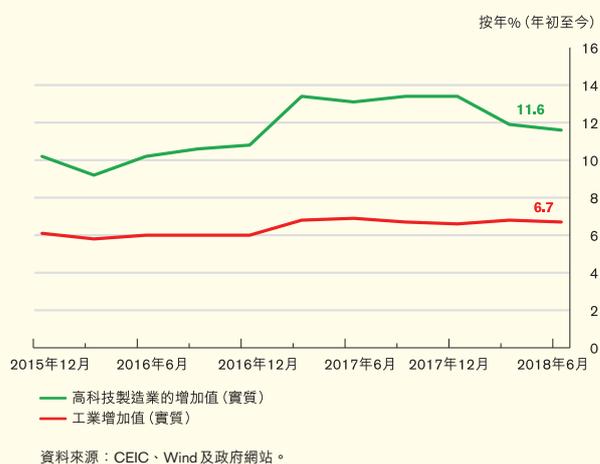
圖 2.13
中國內地：按行業劃分的固定資產投資



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

以增加值計算，第三產業的增長於2018年上半年維持強勁。具體而言，發展迅速的資訊科技及軟件行業仍為增長最快的子行業，其次為租賃及商務服務、運輸倉儲及郵政等。第二產業的增長小幅加快，主要得益於房地產投資改善帶動建築活動回升。相比之下，製造業活動增長略為放緩，但高科技子行業表現繼續強勁，錄得雙位數的增長（圖 2.14）。由於第三產業增長繼續超過其他產業，第三產業的增加值於整體經濟中的比重由2017年上半年的54.0%增至今年上半年的54.3%。

圖 2.14
中國內地：工業增加值增長



資料來源：CEIC、Wind及政府網站。

展望未來，雖然短期增長前景將繼續受到增加值較高的製造業及服務業支持，但在中美貿易衝突升級的情況下不確定性有所上升，令內地當局要審慎平衡推進結構性改革、維持金融穩定與支持經濟增長三者面臨更大挑戰。為此，當局對貨幣政策進行了微調，推出更多定向寬鬆措施以支持私營企業業務擴張。當局亦採取更積極的財政政策，進一步降低稅費以支持小型企業及企業研發，並增加基建支出以改善經濟中的薄弱環節。最新的共識預測預計，內地經濟今年將增長6.6%，低於2017年的6.9%。

2018年上半年，在消費堅挺的情況下，消費物價通脹小幅上升。受食品價格由2017年下半年按年下滑-0.8%轉為今年上半年上升1.2%所影響，整體消

費物價通脹於期內由按年平均上升1.7%加快至2.0%的水平(圖2.15)。核心通脹(扣除食品及能源價格)由2017年下半年的按年2.2%放緩至2018年上半年的2.0%，部分是由於住房租金價格上升減慢所影響。在批發層面，由於大宗商品價格趨於穩定，工業生產者出廠價格通脹由2017年下半年的按年6.1%放緩至2018年上半年的3.9%。

圖 2.15
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹

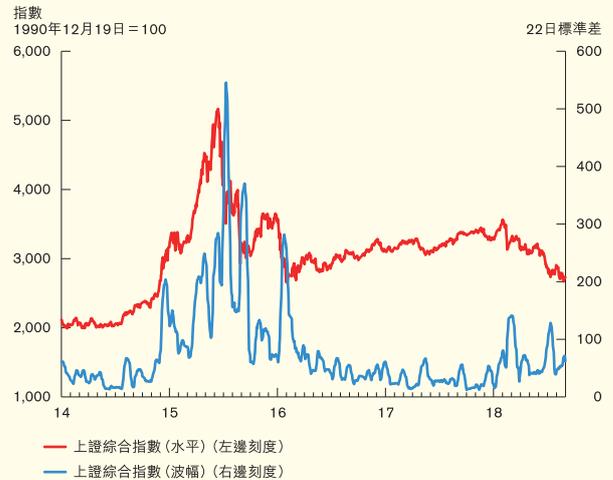


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

資產市場

雖然內地經濟狀況維持穩定，但面對中美貿易戰升級，股市投資者的信心轉差。在美國於年初宣佈對從中國進口的產品徵收關稅之後，中國內地股市急跌，而上證綜合指數於6個月內下跌約24%。市場波動性亦見上升，22日價格波動於2018年2月升至近兩年的高位(圖2.16)。

圖 2.16
中國內地：上證綜合指數及其波幅



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

在債券市場，2018年上半年經過幾輪降準後，評級較佳的企業發行人的融資成本明顯下降(圖2.17)。相比之下，評級較低的公司債券收益率進一步小幅上升，這可能反映，面對內地經濟前景不確定性上升，以及在金融去槓桿的背景下財務狀況較弱的公司債務償還能力惡化，令投資者的風險胃納降低。

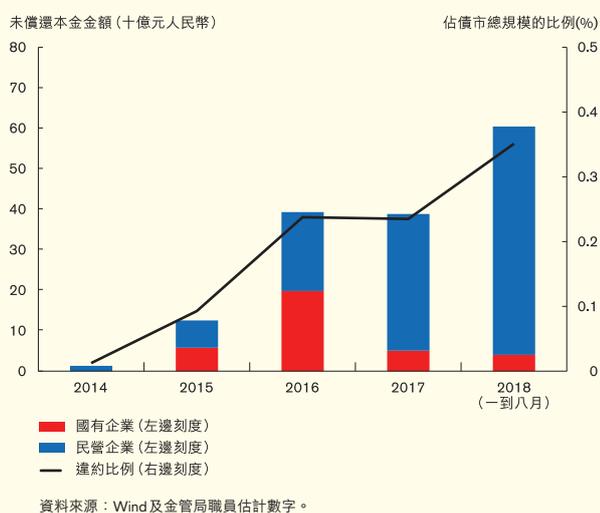
圖 2.17
中國內地：5年期公司債券收益率



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

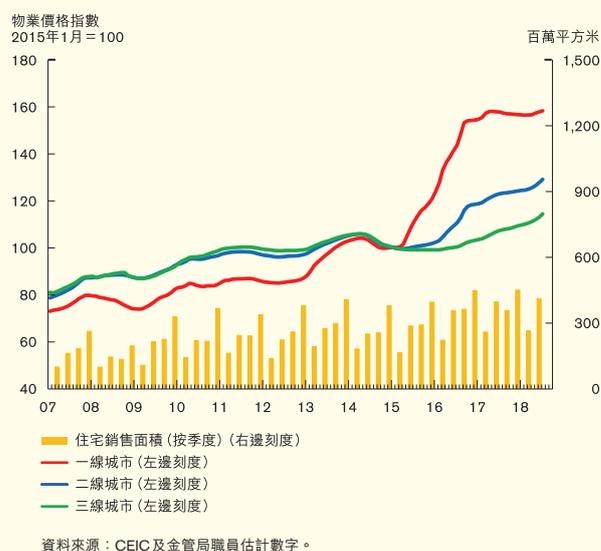
實際上，2018年首八個月有24家公司發行人出現債券違約，而2017年全年則為21家⁵。而2018年首八個月的違約債券規模亦達到約600億元人民幣，相當於2018年8月底非金融債券總發行量的0.35%（圖2.18）。進一步的分析表明，最近的違約主要集中於較低評級的私人發行人，這些發行人可能更多地依賴非正規渠道進行融資，而由於當局為遏制影子銀行活動而持續推行金融緊縮政策，或導致其面臨更大的資金壓力。

圖 2.18
中國內地：債券違約規模及比例



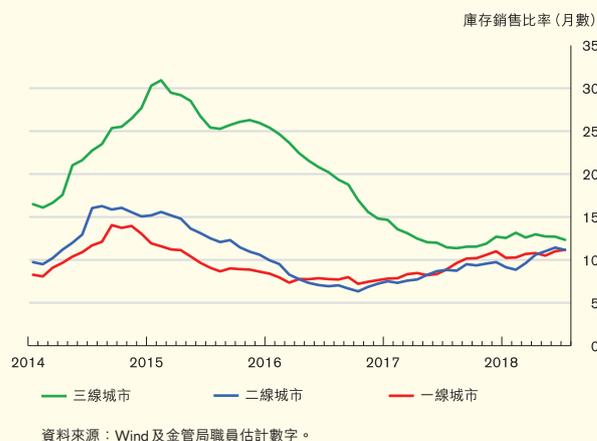
至於內地房地產市場方面，當局採取緊縮措施，包括提高首付要求和購房限制，一線城市的房價在回顧期內基本保持穩定（圖2.19）。在較低級別的城市，房價進一步小幅上漲，但與內地置業氣氛熾熱的2016年相比，上升速度已大幅放緩。

圖 2.19
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



於前幾年一直困擾著三線城市的住房供應過剩的問題，在相當大的程度上受到抑制，部分原因是在市場情緒高漲的情況下錄得強勁的銷售。於2018年6月底，三線城市的庫存銷售比率維持在12個月左右的水平，遠低於2015年年初31個月的最高位（圖2.20）。儘管如此，隨着房價穩步上漲，三線城市的房地產投資於2018年上半年顯著反彈。房地產投資的快速擴張是否會繼續，並可能導致房屋供過於求的狀況重現，需要密切關注。

圖 2.20
中國內地：按城市等級劃分的庫存銷售比率



⁵ 數據來自Wind，包括企業及公司債券、中期票據、短期融資券及定向工具。

由於當局採取緊縮措施，原本過熱的內地房地產市場似乎已趨於穩定，然而，考慮到置業負擔能力進一步惡化，房價能否維持在目前水平，仍然是內地金融穩定所面對的主要風險。為了解房地產週期對中國內地金融穩定性的潛在影響，專題1研究房地產市場波動可能對企業違約可能性的影響。基於一眾上市非金融企業的分析發現，雖然中國內地的房價上漲對於降低股票市場投資者所認為的違約可能性作用並不大，但房價下跌卻會令違約可能性顯著增加。此外，這種影響似乎是非線性的，倘若房價急速下跌，企業的違約可能性往往會錄得更大幅度的上升。

為遏制潛在風險，並促進房地產市場穩定健康發展，於2017年12月的中央經濟工作會議上，當局提出加快建設保障性住房，同時開始加快租賃市場的發展，以及推行更加靈活的增加土地供應的制度。

信貸及資產質素

2018年上半年，內地企業的貸款需求依然強勁。根據中國人民銀行的季度問卷調查，近期的貸款需求增長似乎相當全面，而貸款需求最大的仍然是規模較小的企業借款人（圖2.21）。

圖2.21
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求指數



近幾個季度小型企業對貸款的需求強勁，並一直增長，部分原因可能是持續的金融去槓桿化，導致影子銀行活動明顯減速，而影子銀行活動過往為小型和私營企業提供了重要的資金支持，尤其那些在獲取正規融資方面有困難的企業。為應對這一發展，中國人民銀行推出幾輪寬鬆措施，包括定向降準及有條件中期借貸便利，以更好地支持銀行對中小型企業的貸款（詳情請參閱「財政及貨幣政策」部分）。因此，最近幾個季度銀行對小型企業的貸款相對中型和大型企業，仍取得較快的增速，儘管速度有所下降⁶（圖2.22）。

圖2.22
中國內地：企業借款人的銀行貸款增長

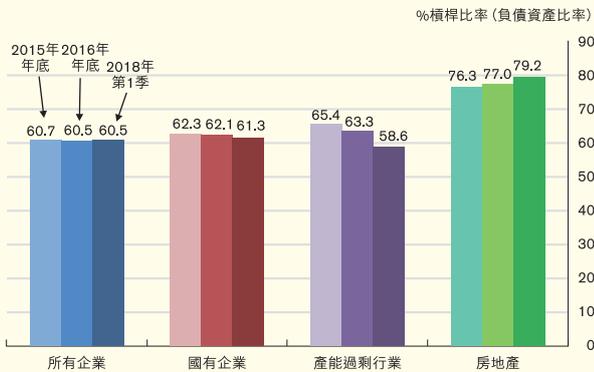


於回顧期內，由於當局持續推動企業去槓桿，向內地公司授出的銀行信貸按年增長由2017年年底的12.7%略為放緩至12.3%。特別是銀行繼續對財政狀況較差的借款人收緊貸款審批標準，以助控制銀行對產能過剩行業的企業所承擔的敞口風險。因此，產能過剩行業的企業的槓桿比率因企業盈利強勁增長而於2018年第1季進一步下降（圖2.23）。與此同時，國有企業的槓桿比率小幅下降，這可能反映近期推行的國有企業改革中，對效益較低且財政狀況較差的國有企業的借貸約束已經收緊⁷。

⁶ 中國銀行保險監督管理委員會（中國銀保監）的季度新聞稿顯示，向單戶授信500萬人民幣以下小微企業授出的銀行貸款按年增長由2017年年底的9.8%增至2018年6月底的15.6%。

⁷ 程曉強、傅進浩及陳偉華（2018年），「中國的國有企業改革進展如何？企業借貸約束方面的佐證。」（英文版）研究備忘錄。03/2018，香港金融管理局。

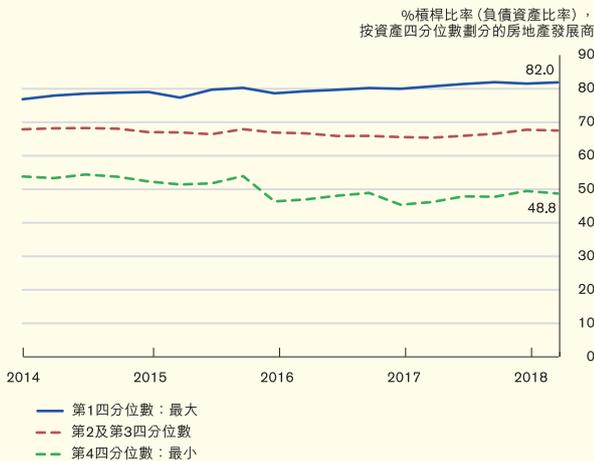
圖 2.23
中國內地：國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿比率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

相比之下，部分受到銀行貸款加速增長的支持，房地產投資反彈，促使房地產發展商的槓桿比率於2018年第1季進一步上升。進一步分析表明，槓桿比率較高的企業主要集中在財務狀況較為穩健的大型發展商（圖 2.24）。

圖 2.24
中國內地：按企業規模劃分的房地產發展商的企業槓桿



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

儘管物業發展貸款的按年增長由2017年年底的15.9%進一步增至2018年6月底的24.2%，但因收緊購房限制，同期按揭的按年增長由22.4%進一步跌至19%（圖 2.25）。因此，反映銀行於物業市場的直接敞口風險，物業發展貸款及按揭佔銀行貸款總額的合計比重，由2017年底的25.7%輕微上升至2018年6月的26.5%。

圖 2.25
中國內地：按揭及物業發展貸款的增長



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

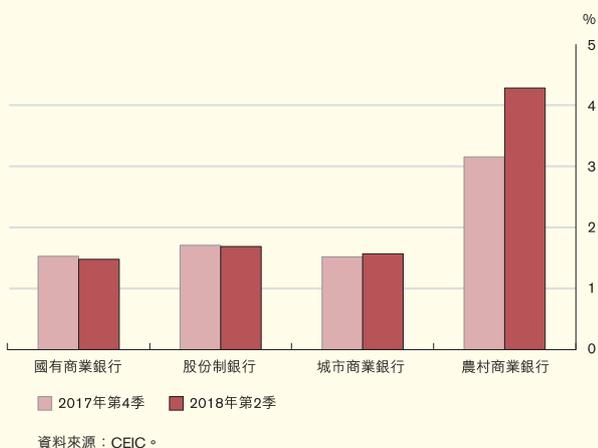
於回顧期內，隨著貸款審批標準收緊及內地企業的盈利能力改善，銀行資產質素保持穩健⁸。2018年上半年，關注類貸款佔銀行貸款總額的比重繼續下降⁹。同時，銀行不良貸款覆蓋率亦大致保持穩定，於2018年第2季為179%，2017年年底則為181%。

儘管如此，2018年上半年不良貸款率有所上升。尤其儘管國有銀行的不良貸款率大致維持穩定，小型商業銀行（尤其農村商業銀行）的不良貸款率於2018年第2季明顯上升（圖 2.26）。

⁸ 非金融類上市公司數據顯示，以四個季度滾動股本回報率計算的企業盈利能力，由2017年第4季的8.0%升至2018年第1季的8.2%。與此同時，產能過剩行業的盈利能力於同期內由9.4%升至10%。

⁹ 據中國銀保監的定義，倘若借款人目前有能力償還債務，但可能受某些不利因素影響，則該貸款分類為關注類貸款。不良貸款包括分類為次級、可疑或損失的貸款，此類貸款幾乎不可能獲悉數償還，銀行因此會遭受不同程度的損失。

圖 2.26
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



這些小型銀行的不良貸款率上升，可能是由於當局實施更為嚴格的不良貸款報告標準，將所有逾期超過90天的貸款納入其中。例如，來自上市城市及農村商業銀行的數據顯示，雖然最近幾個季度逾期超過90天的貸款佔貸款總額的比重持續下降，但該比重與不良貸款率之間的差距明顯縮小（圖 2.27）。

圖 2.27
中國內地：上市城市及農村商業銀行的不良貸款率及逾期超過90天的貸款的比率



於回顧期內，當局繼續推進金融去槓桿，以限制銀行參與影子銀行活動。因此，銀行對非銀行金融機構的債權自2018年6月開始下跌（圖 2.28），該等債權佔銀行總資產的比例於2018年7月約為10.4%。

圖 2.28
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



此外，由於理財產品亦是影子銀行活動的主要資金來源，當局進一步加強對銀行發行或分銷的理財產品的監管。銀行對非銀行金融機構的敞口風險趨於穩定，加上理財產品發行監管收緊，反映銀行對影子銀行活動的參與減少，信託貸款及證券公司的受託管理資金等影子銀行活動於2018年上半年隨之顯著減少（圖 2.29）。

圖 2.29
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

在岸人民幣匯率於2018年首四個月上升2.8%，其後因中美貿易衝突引致不確定因素增加，在岸人民幣兌美元於隨後四個月匯率貶值7.3%（圖 2.30）。相比之

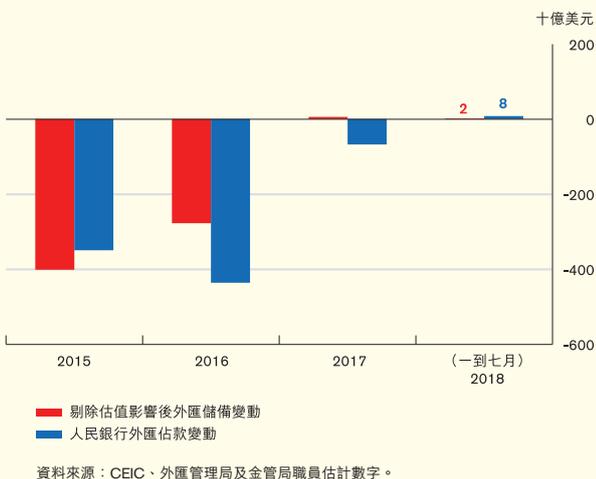
下，離岸人民幣兌美元匯率於最近幾個月大部分時間都較在岸人民幣的匯率為弱，在岸人民幣與離岸人民幣差價於7月11日顯著擴大至超過400點子，其後於8月底有所收窄。有見及此，人民銀行於8月24日公佈人民幣對美元中間價定價機制重新引入逆周期因子，以減少順周期市場行為的影響，以及穩定市場預期。

圖 2.30
中國內地：在岸人民幣及離岸人民幣兌美元匯率



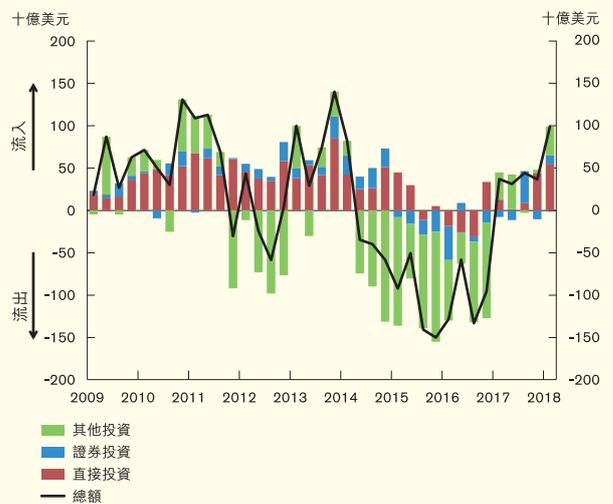
儘管人民幣匯率貶值，但剔除估值影響後的外匯儲備變動以及人民銀行外匯佔款變動這兩個常用的跨境資金流動指標於2018年首七個月沒有變動(圖 2.31)。因此，2018年7月中國內地外匯儲備大致維持在31,180億美元的水平，與七個月前相若。

圖 2.31
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有限，其中跨境資本淨流入於近期保持正值(圖 2.32)。特別是在強勁的對內投資支持下，直接投資項下的資本淨流入於2018年第1季依然強勁，而其他投資項下的資本淨流入亦顯著增加，原因為內地居民的跨境借款較對外貸款更為強勁。同時，2017年第4季透過證券投資的淨流出在2018年第1季較為資本淨流入，主要反映國際投資者增持內地債券。

圖 2.32
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資本流動



展望未來，穩定的經濟狀況短期內應繼續有助遏抑資本外流壓力，但中美貿易衝突升級導致不確定性因素增加，以及對人民幣匯率未來走勢的預期，都可能影響中國內地跨境資本流動的前景。

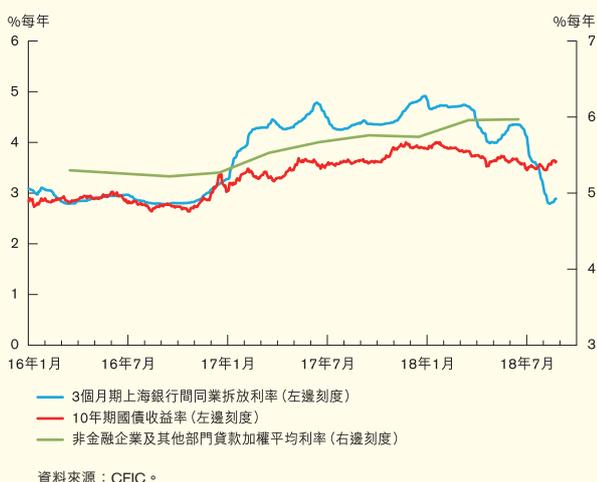
財政及貨幣政策

貨幣政策方面，於回顧期內，儘管中國人民銀行繼續維持穩健中性的政策立場，但採取了更多定向寬鬆措施以支持實體經濟的業務擴張。特別是，為緩解小型企業因近期非正規融資活動減少而面臨的融資困難，中國人民銀行於1月、4月和7月三次下調存款準備金率，以鼓勵銀行為小型企業借貸提供更多支持。除降準外，人民銀行亦允許銀行使用優質小型企業貸款及債券作為抵押品，透過中期借貸便利進行借款，以

增加對銀行的資金支持。為進一步支持向小型企業提供貸款，中國人民銀行亦於6月宣佈在銀行的宏觀審慎評估中增加小型企業貸款的權重。

於實施上述貨幣寬鬆措施後，銀行同業市場的流動性狀況有所改善，3個月期上海銀行間同業拆放利率由2017年底的約4.9%跌至8月底的約2.9%（圖2.33）。隨著銀行同業市場利率下降，10年期國債收益率亦從1月份4.0%的高位回落至8月份約3.6%。流動性狀況改善應會降低銀行的資金成本，從而有助降低企業日後的借貸成本。

圖 2.33
中國內地：主要市場利率



財政政策方面，當局採取更積極的政策立場刺激內需。為促進企業開支，政府於5月下調增值稅稅率。與此同時，為針對性地減輕小型企業的稅負，當局於5月將工業、批發和零售業企業小規模納稅人的年銷售額標準從50至80萬元人民幣提高至500萬元人民幣，並於4月宣布，將享受減徵企業所得稅優惠的小型企業年應納稅所得額上限由50萬元人民幣提高至100萬元人民幣。此外，為鼓勵企業產業升級，當局將研發稅收減免的對象範圍由小型企業擴展至所有企業。至於個人方面，政府宣布了新的稅收計劃，旨在提高個人所得稅起徵點，以減輕消費者的稅負。

儘管當局採取上述減稅措施，2018年首七個月的公共收入仍按年增長10.0%，這可能是得益於營商環境改善導致稅基擴大。由於政府支出在此期間增長相對較為緩慢，以過去12個月計的政府支出與收入之間的差距佔國內生產總值的比率由去年12月底的3.6%縮小至7月底的3.2%（圖2.34）。¹⁰

圖 2.34
中國內地：政府支出與收入的缺口



反映這些積極的財政政策，內地政府的債務進一步增加。2018年首七個月，內地地方政府債務增加3.9%至17.2萬億元人民幣，而2017年增幅為7.5%。由於名義國內生產總值增長較為強勁，地方政府的債務佔國內生產總值的比率實際上由2017年的20%小幅下降至2018年7月底的19.8%。

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，特別是透過違規融資渠道舉債而得的債務。為打擊地方政府的這些融資活動，當局清理部分現存的政府和社會資本合作（PPP）項目，截至2018年4月23日，涉及的總額達1.8萬億元人民幣，相當於2017年年底登記的PPP項目總額約10%，而另外達3.1萬億元人民幣的項目需要整改。

¹⁰ 政府支出及收入包括政府一般公共預算及政府管理資金中的支出及收入。

在地方政府融資活動管制收緊的情況下，地方政府融資平台的信貸風險似乎有所增加，特別是信貸評級較低的融資平台。舉例而言，儘管地方政府融資平台債券與國債之間的收益率差距於過去幾個月普遍擴闊，但評級較低的地方政府融資平台債券的收益率差距顯著擴大（圖 2.35）。為緩解地方政府融資平台的融資困難，國務院在 7 月提出，應引導金融機構保障融資平台公司的合理融資需求。

圖 2.35
中國內地：按信貸評級劃分的地方政府融資平台債券與 10 年期國債的收益率差距



資料來源：Wind 及職員估計數字。

專題 1 中國內地房地產價格與公司違約風險*

引言

房地產周期可以對金融穩定產生重大影響。過去幾十年，發達國家的經驗清楚顯示，房地產泡沫破滅對金融穩定造成重大影響。

近年來，中國內地—全球最大的新興經濟體—的房地產價格明顯上升。自2015年以來，北京、上海、廣州及深圳等一線城市的房地產價格平均上升60%。隨著市場暢旺，二線城市的樓價於同期亦大幅上漲。因此，內地居民的房屋負擔能力明顯減弱，一些一線城市如北京及上海等更被列為全球房屋價格最難負擔的城市之一¹¹。

由於發達經濟體的經驗顯示樓價下跌對實體經濟及金融穩定有潛在影響，決策者及一些市場分析師對內地這種情況表示關注。

了解內地金融穩定是否容易受房地產周期影響對政策制訂至關重要。本研究透過探討內地房地產價格變動對公司借款人信貸風險的影響程度，對有關討論作出貢獻。我們認為企業部門的穩健程度是反映內地金融穩定的重要晴雨表，原因是銀行貸款中約有八成都是提供予企業部門，且其中大部分都是以房地產作抵押¹²。同時，高槓桿房地產開發商存在信貸風險，而房地產部門更與其他經濟領域關係密切。

探討內地企業借款人的信貸風險時，研究人員面對的困難之一是缺乏公司違約的公開資料。因此，本研究採用市場認為的違約機率的前瞻性指標。這指標是根據2007年第一季至2016年第三季中國內地約2,000家非金融上市公司的股票價格及資產負債表數據估算得出。

實證框架

為了檢驗房地產周期可能對中國內地借款企業的信貸風險產生影響的程度，我們根據Altman, Fargher及Kalotay (2011)的方法以內地季度房地產價格變動及一組宏觀和公司層面的變量，對內地公司的違約風險指數進行迴歸分析：

$$\text{風險指數} = f(\text{房地產價格變動}, \text{公司特徵}, \text{宏觀變量}, \text{其他控制變量}) \quad (1).$$

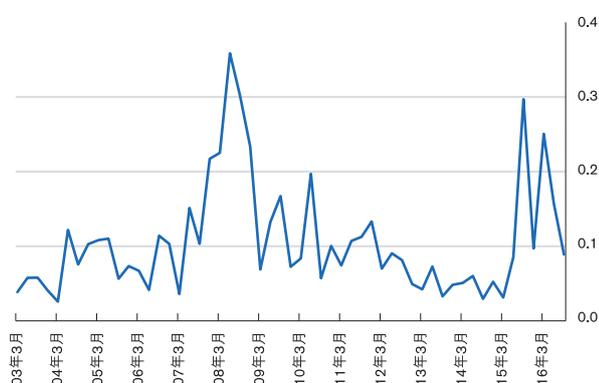
作為因變量的風險指數是個別公司的季度違約風險指數，定義為 $\ln\left(\frac{1-DL}{DL}\right)$ ，其中 DL 為以股票價格引伸的公司未來一年違約的風險。本質上， DL 反映市場認為公司的資產價值將在未來一年結束時低於其負債的機率。因此，較高的 DL 代表較大的市場認為的違約風險。我們使用相同的方法將Han及Zheng (2016)計算的2007年第一季至2013年第二季的 DL 延伸到2016年第三季。我們的樣本包括約2,000家於內地上市的非金融公司。

* 此專題乃依據程曉強等人(2018)「中國內地房地產價格與公司違約風險」，香港金融管理局研究備忘錄06/2018。

¹¹ 彭博全球城市住宅負擔能力指數，2017。

¹² 國際貨幣基金組織(IMF) (2011)，「People's Republic of China: Financial System Stability Assessment」，IMF Country Report 第11/321號，華盛頓特區。

圖 B1.1
內地上市非金融公司的市場認為的估計違約風險



註：此指數是樣本中所有內地上市公司的市場認為違約風險估計的簡單平均值。
資料來源：Han 及 Zheng (2016) 和金管局職員估計數字。

圖 B1.1 顯示，我們研究所用的市場認為的違約風險於 2008 至 2009 年全球金融危機期間達到頂峰，於 2011 至 2012 年的歐洲債務危機期間有所增加，並在 2015 至 2016 年人民幣大幅貶值及內地經濟硬著陸的擔憂日益加劇的情況下顯著上升。這反映 DL 作為違約風險的預警指標，能有效追蹤樣本期內可能引發內地公司信貸風險上升的事件。

於等式 (1) 中，房地產價格變動是房地產價格移動平均值的季度變動百分比。具體而言，房地產價格是由全國商品房住宅售價及面積所計算得出。公司財務資料由季度財務報告取得，而公司特徵 (如盈利能力、流動性狀況及公司規模) 亦納入模型設定中，以控制該等因素對公司的估計違約風險的潛在影響。此外，為控制宏觀經濟和貨幣狀況對公司違約風險的潛在影響，我們在迴歸分析中使用一系列變量 (宏觀變量)，包括實質國內生產總值增長及由估算得出的貨幣狀況指數 (MCI)¹³。

根據定義，市場認為的公司違約風險的估算 (DL) 取決於股票市場的波動性，而有關波幅不僅受上市公司的基本因素影響，亦受其他廣泛因素影響。為控制這些影響，我們在模型設定中加入其他控制變量，例如內地股票市場估值 (由滬深 300 指數¹⁴ 的滯後市帳率代表)。此外，由於 2015 年和 2016 年在當局加強規管股票融資交易後，內地股市波幅顯著增加，我們於 2015 年第一季度至 2016 年第二季度加入相等於 1 的虛擬變量，以控制其對 DL 的潛在扭曲情況。

數據及實證結果

為估算等式 (1)，我們採用由約 2,000 家非金融上市公司的財務數據組成的面板數據集，樣本期從 2007 年第一季度至 2016 年第三季。

等式 (1) 的估算結果顯示，大多數控制變量的估計系數正負符號與預期一致。例如，較快的國內生產總值增長有助降低市場認為的公司違約風險。此外，規模較大、流動性狀況較佳及盈利能力較強的公司，市場認為的違約風險較低。

就房地產價格的影響而言，表 B1.1 上方 (甲) 欄顯示，當市場壓力虛擬變量沒有包括在模型設定時，房地產價格的變動在統計上對市場認為的公司違約風險有顯著的負面影響。然而，當市場壓力虛擬變量加入模型設定時，該影響變成顯著正面。由於這段期間房地產價格正好上升，房地產價格變動的估算影響的正負值變化可能反映一些不對稱情況的存在，即違約風險對房地產價格的敏感度可能視乎房地產價格的升跌而改變。為檢測這種可能性，我們在模型設定中加入房地產價格變動及虛擬變量 Up 之間的相互作用項來重新估算等式 (1)，而 Up 在房地產價格變動大於零時等於 1。

¹³ MCI 的估算乃根據金管局《貨幣與金融穩定情況半年度報告》(2011 年 9 月)「專題 1 中國內地的貨幣狀況有多緊？」中使用的估算方法。

¹⁴ 滬深 300 指數包括在中國內地上市的 300 隻最大且最具流動性的 A 股股票。

表 B1.1
房地產價格變動對內地公司市場認為違約風險的估計影響

	不使用股票市場 壓力虛擬變量 (甲)	使用股票市場 壓力虛擬變量 (乙)
線性效果		
房地產價格變動	-0.057***	0.039***
不對稱線性效果		
房地產價格變動	-0.534***	-0.284***
房地產價格變動 * Up	0.691***	0.443***
非線性效果		
房地產價格變動	-0.152***	-0.100***
房地產價格變動 ²	0.021***	0.031***

註：***、**及*表示估計係數分別在1%、5%及10%水平上統計顯著。由於風險指數是DL的單調遞減函數，為方便詮釋結果，我們將本表列載的解釋變量係數乘以-1。

資料來源：金管局職員估計數字。

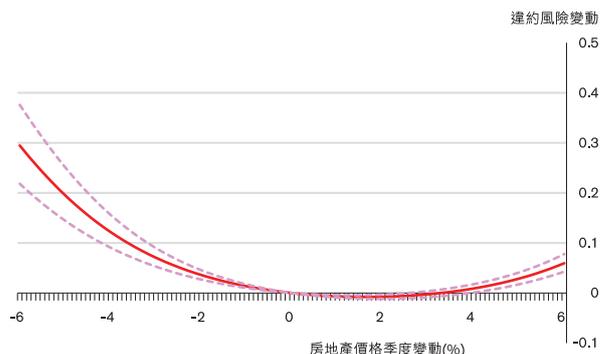
表B1.1中間部分列載的估計結果顯示房地產價格的上升和下跌存在不對稱影響，原因是相互作用項的係數在統計上不等於零。更具體來說，在統計上顯著為負值的房地產價格變動係數顯示，房地產價格下跌傾向增加市場認為的公司違約風險。然而，比較之下，房地產價格上升可能導致違約風險上升而非下降，因為房地產價格變動係數和相互作用項係數為聯合顯著正數，而計入市場壓力虛擬變量後尤其如是。

接下來，我們放鬆對房地產價格變動影響的線性限制，並檢驗研究結果是否仍然保持不變。為此，我們將房地產價格變動的平方數加入模型設定並重新估算等式(1)。估計結果列載於表B1.1的下方。房地產價格變動平方數的係數在所有模型設定中均在統計上顯著為正值，顯示房地產價格變動對市場認為的公司違約風險有非線性影響。此外，無論市場受壓時期有否包括在樣本內，違約風險對房地產價格的敏感度在性質上都是相同的。

圖B1.2顯示從表B1.1下方(乙)欄的估計係數所得出的房地產價格變動的非線性影響。此圖確定我們先前的研究結果，即房價下跌和房價上升的影響是不對稱的。特別是，圖B1.2顯示雖然房地產價格下跌似乎顯著增加市場認為的內地公司違約風險，但房地產價格上升似乎對降低市場認為的內地公司違約風險作用

不大。相反，當房地產價格每季增長超過3%時，市場認為的違約風險便會開始上升。這可能是由於內地房地產價格上升通常會導致企業槓桿率增速加快(張麗玲等人, 2017)，令公司的償債能力惡化。

圖 B1.2
房地產價格變動對公司違約風險的非線性影響



註：非線性影響由表B1.1下方(乙)欄的估計結果所得出，假設市場認為的公司違約風險處於樣本平均值水平。

資料來源：金管局職員估計數字。

圖B1.2亦顯示房地產價格急跌可能導致市場認為的內地公司違約風險出現更大幅度的上升。特別是，平均而言房地產價格於一季下跌兩個百分點將導致市場認為的公司違約風險增加四個百分點，而四個百分點的下降將導致市場認為的公司違約風險上升12個百分點。我們有關房地產價格變動的非線性影響的發現符合普遍的觀點，即房地產市場的急劇調整可能促使房地產價格下跌與借款人違約之間出現惡性循環，危及金融穩定。

基於多種原因，我們對房地產價格變動可影響公司違約風險的發現應該不可能是受反向因果關係所驅使。首先，房地產價格對公司違約機率的影響是不對稱的，因為房地產價格的升跌都可能導致違約機率增加。事實上，如果反向因果關係在此發揮作用，我們應該察覺到對稱效應，這是因為房地產價格下跌與公司違約概率上升有較大關係，而房地產價格上升則與公司違約機率減低有關。其次，我們在研究中使用全國房地產價格解釋個別公司的違約機率。就此而言，個別公司的違約風險變化不大可能影響全國房地產價格。

結論

透過探討內地房地產價格變動對借款企業的信貸風險可能的影響程度，是次研究加深我們對有關問題的理解，並發現房地產周期確實影響中國內地的金融穩定。

是次研究使用2007年第一季至2016年第三季中國內地約2,000家的非金融上市公司的財務數據，發現房地產價格變動對內地股市投資者認為的公司違約風險產生不對稱及非線性影響。特別是，在控制多項公司層面因素後，我們發現雖然房地產價格上升幾乎沒有令市場認為的違約風險下降，但房地產價格下跌則令有關風險顯著上升，突出兩者的不對稱情況。此外，房地產價格如急劇下跌，對市場認為的公司違約風險的影響往往明顯較大。

我們的研究結果顯示房地產價格大幅調整的相關風險。因此，決策者可能要在為過熱的房地產市場降溫及維持金融穩定兩者間取得平衡。

要注意的是，我們的研究所用的公司違約風險是從上市公司的股價和財務數據得出的預期違約風險，而非從實際違約案例得出的估計。因此，在詮釋實證結果時需要謹慎。

參考文獻

Altman, E. I.、Fargher, N.及 Kalotay, E. (2011)，「A Simple Empirical Model of Equity-Implied Probabilities of Default」*Journal of Fixed Income*，20(3)，第71-85頁。

程曉強、吳守中、陳偉華、韓高峰(2018)，「中國內地房地產價格與公司違約風險」，研究備忘錄06，2018，香港金融管理局。

張麗玲、吳守中、程曉強、陳偉華(2017)，「中國內地房地產價格與企業借貸」，研究備忘錄15，2017，香港金融管理局。

Han, G., 及 Zheng, S. (2016)，「How do Housing Purchase Limits Affect Firm Default Risks in Mainland China?」，HKIMR Working Paper第17/2016號。

香港金融管理局(2011)，「專題1 中國內地的貨幣狀況有多緊?」，《貨幣與金融穩定情況半年度報告》(2011年9月)。

國際貨幣基金組織(2011)，「People's Republic of China: Financial System Stability Assessment」，IMF Country Report 第11/321號，華盛頓特區。