

4. 貨幣及金融狀況

匯率、資金流及貨幣動向

主要由於套息交易活動增加，港元現貨匯率自3月份開始逐步轉弱，弱方兌換保證於4月、5月及8月被觸發共27次。儘管如此，港元交易仍暢順有序，在弱方兌換保證匯率7.85附近徘徊。自第2季以來，港元銀行同業拆息普遍走高，這反映在觸發弱方兌換保證後銀行同業市場的流動資金縮減，以及新股集資活動相關的資金需求和季節性流動資金需求等因素。展望未來，面對中美貿易摩擦以及由此引發的避險情緒，資金流或會加劇波動。與此同時，資金流出港元，是香港利率正常化的必經過程，亦是聯繫匯率制度下的正常運作。銀行體系持有大量外匯基金票據，銀行可以利用這些票據在貼現窗取得港元流動資金，這可有效緩衝利率過於波動的情況。金管局亦隨時準備透過調較外匯基金票據的發行量以提供額外流動性，以應對資金可能出現急劇流出港元的情況。

4.1 匯率及資金流

主要由於套息交易活動增加，港元自3月份以來逐步轉弱，2018年首八個月，港元兌美元現貨匯率在7.815至7.850之間窄幅上落(圖4.1)。在4月12日至18日期間，弱方兌換保證被觸發13次，5月15日至18日期間弱方兌換保證被觸發6次。此後，自5月下旬起，港元兌美元現貨匯率稍為轉強，部分受到港元的季節性需求(例如企業派息衍生的需求)以及大型新股集資活動衍生的銀行間資金需求所支持。踏入7月份和8月份，港元仍大致保持穩定，並在弱方兌換保證附近徘徊。於8月份，由於套息交易活動增加、企業匯回新股集資所得資金、以及股市相關資金流出，弱方兌換保證再度被觸發8次。

總計來說，弱方兌換保證於4月、5月及8月被觸發共27次。自4月12日首次觸發弱方兌換保證以來，金管局根據聯繫匯率制度的設計，於弱方兌換保證7.8500水平向銀行合共買入1,035億港元(截至8月

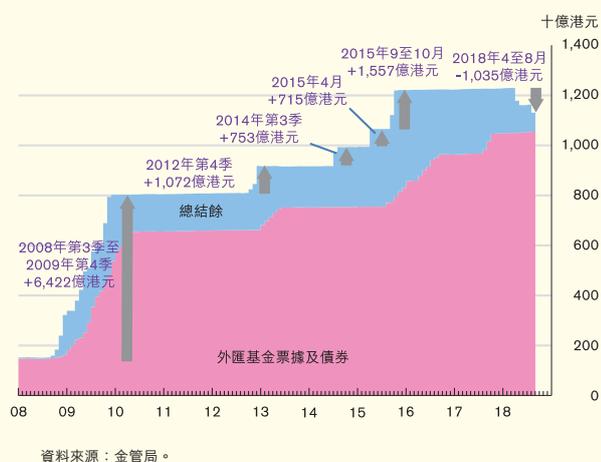
底數字)。每次買入金額介乎8億港元至102億港元之間，這導致銀行體系總結餘從3月底的1,797億港元減少至8月底的764億港元(圖4.2)。

圖4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

圖 4.2
資金流指標



於 3 月至 4 月中旬，港元的名義有效匯率指數基本跟隨美元小幅波動，但其後走強（圖 4.3）。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小因而對實質有效匯率指數影響有限，港元實質有效匯率指數的走勢緊貼名義有效匯率指數。

圖 4.3
名義及實質有效匯率



註：實質有效匯率指數經季節因素調整，僅有月度數據。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

證券投資於第 1 季錄得流出。最新的國際收支平衡統計資料顯示，第 1 季本地居民的股票證券投資流出加快，而非本地居民的流入轉為流出，反映區內市場氣

氛疲弱（表 4.A）²¹。根據國際收支平衡的統計資料，本地居民的債務證券投資錄得流出，抵銷非本地居民的債務投資流入。基於對全球互惠基金進行調查的數據亦顯示廣泛的資金流出趨勢（圖 4.4）。股市於首五個月錄得若干資金流入，隨後自 6 月份轉為流出，而債券投資自年初以來顯然處於流出狀態，與亞洲地區的資金流向基本一致。

表 4.A
跨境證券投資資金流

(十億港元)	2015	2016	2017				2018
			第 1 季	第 2 季	第 3 季	第 4 季	第 1 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	-22.7	-101.2
債務證券	-241.0	-175.5	108.0	128.0	-68.3	-41.0	-108.0
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	19.3	-77.3
債務證券	20.0	41.3	44.9	90.4	27.0	30.8	40.9

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

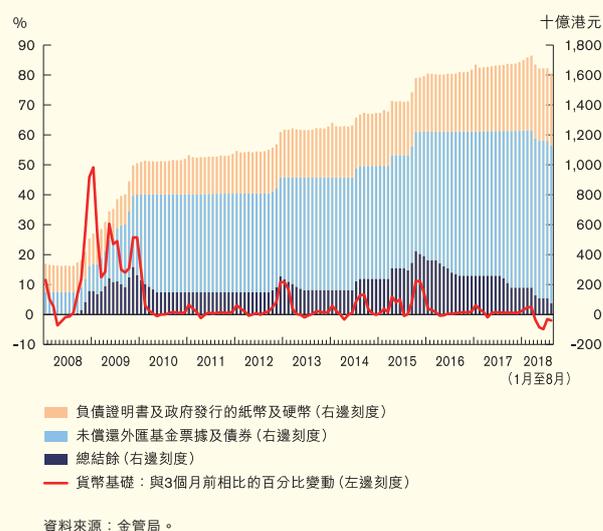
展望未來，面對中美貿易摩擦變得不明朗以及由此引發的避險情緒，資金流或會加劇波動。此外，由於市場對美聯儲會繼續加息的預期，港美息差或會進一步擴大，從而再度刺激套息交易活動而導致資金流出。資金流出港元，是香港利率正常化的必經過程，亦是聯繫匯率制度下的正常運作。過往多年有大量資金流入港元體系，金管局一直將這些資金存放於外匯基金內，並投資在流動性相當高的美元資產。當資金流出並觸發弱方保證時，金管局可隨時運用這些資金兌換予市場參與者。

²¹ 在撰寫本報告時，第 2 季的國際收支平衡統計資料尚未公佈。

圖 4.4
股票及債券相關資金流的市場調查



圖 4.5
貨幣基礎的組成部分



4.2 貨幣環境及利率

儘管美國貨幣政策正常化進程持續，以及弱方兌換保證多次被觸發，但香港的貨幣環境於2018年上半年及近期仍然保持寬鬆。總體而言，儘管港元貨幣基礎於上半年縮減2.5%，但於6月底仍然規模龐大，達到16,448億港元（圖 4.5）。鑑於金管局根據聯繫匯率制度經弱方兌換保證買入港元，總結餘從2017年12月底的1,798億港元縮減至2018年6月底的1,095億港元。至於貨幣基礎的其他組成部分，未償還外匯基金票據及債券變化不大，而負債證明書與政府發行的流通紙幣及硬幣則略有增加。踏入下半年，弱方兌換保證再度被觸發，總結餘進一步下跌至於8月底的764億港元，以致港元貨幣基礎略為下跌。

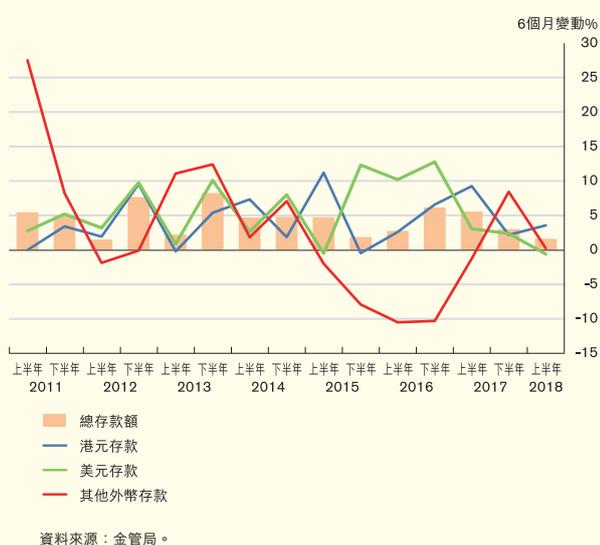
儘管貨幣基礎有所縮減，但受到本地經濟狀況良好所支持，港元貨幣供應繼續錄得相對穩定的增長。港元廣義貨幣供應（港元M3）的增長由2017年下半年的2.5%加速至今年上半年的3.6%。相應地作為港元M3的主要組成部分，港元存款上半年增長3.6%，其中港元定期存款回升，反映銀行已調高港元定期存款的優惠利率。對應資產分析顯示，港元M3的增長主要反映港元貸款的增長（圖 4.6），而觸發弱方兌換保證所導致的貨幣基礎縮減則對港元M3構成拖累。

圖 4.6
港元 M3 及其對應資產變動



另一方面，外幣存款表現頗為參差。相對於港元存款的穩步增長，美元存款則於上半年微跌0.6%（圖4.7），部分是由於香港居民持有的美元存款減少所致。其他外幣存款在2017年下半年錄得強勁反彈後，上半年的增速跌至0.2%，這反映非人民幣存款增長放緩，儘管人民幣存款增長強勁。總體而言，上半年認可機構的存款總額輕微增長1.6%，而2017年下半年的增幅則為3.0%。

圖4.7
存款增長



儘管港元貨幣基礎及存款仍然龐大，但港元銀行同業拆息自第2季開始面臨更多的上升壓力，反映美國加息的預期，以及弱方兌換保證觸發後銀行同業的流動資金有所縮減。新股集資活動及季節性的流動資金需求偶爾將短期銀行同業拆息²²顯著推高，隔夜港元銀行同業拆息於小米新股認購期間一度飆升至3.0%（圖4.8）。另一方面，還款期較長的港元銀行同業拆息波幅較少，但逐步跟上美國同年期拆息的步伐，導致港元銀行同業拆息與倫敦美元銀行同業拆息之間息差收窄。與六個月前相比，3個月及12個月港元銀行同業拆息分別上升72與93個基點至6月份分別為1.98%及2.45%（以該月平均值計算）。

踏入下半年，在6月底個別大型新股完成集資活動之後，短期港元利率有所回落。隔夜港元銀行同業拆息於7月中旬一度回調至近期低位0.08%，隨後於8月底回升至0.9%左右。與此同時，還款期較長的港元銀行同業拆息大致穩定。總體而言，於8月份3個月及12個月港元銀行同業拆息平均為1.88%及2.49%。

圖4.8
港元與美元銀行同業拆息



上半年的港元收益率曲線上移但趨於平坦，與美元收益率曲線的變動大致相若。10年期香港政府債券收益率上升36個基點，於8月底收報2.19%（圖4.9），而3年期政府債券升幅較大，上升54個基點，於8月底收報2.06%。

²² 按隔夜及一週香港銀行同業拆息來計算。

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



資料來源：金管局及金管局職員估計數字。

至於零售層面，衡量零售銀行平均港元融資成本的綜合利率，自第2季隨着港元銀行同業拆息抽升而面臨更大的上升壓力。受到銀行同業及存款資金成本上升所影響，綜合利率由3月底的0.38%上升至7月底的0.63%（圖4.9）。在今年上半年，新造按揭平均貸款利率則相對穩定於2.15%左右，這反映儘管港元銀行同業拆息走高，但以銀行同業拆息為基準的按揭平均利率維持在現行最優惠利率為基準的上限水平。踏入8月份，銀行調高以港元銀行同業拆息為基準的新造按揭利率上限，實際按揭息率因而上升。

展望未來，隨着美國貨幣政策正常化進程持續，港元利率無可避免會繼續上升，而上升步伐主要取決於美元利率走勢、資金流向、以及本地金融市場活動（例如新股認購活動）。鑑於港元貨幣基礎仍然龐大，加上銀行體系持有大量外匯基金票據，銀行可以將票據作抵押，在貼現窗借入港元資金，故預料港元利息上升步伐應不會太急。此外，金管局亦隨時準備透過調較外匯基金票據的發行量以提供額外流動性，以應對資金可能出現急劇流出港元的情況。

（為精簡報告，關於包括家庭負債在內的銀行信貸的討論已移至第5章——銀行業的表現。有關信貸風險的討論請參閱第5.3節。）

離岸人民幣銀行業務

隨着美國與中國內地的貿易摩擦加劇，離岸人民幣和在岸人民幣兌美元匯率自6月中旬以來急劇貶值（圖4.10），並打斷了離岸人民幣和在岸人民幣兌美元匯率於2018年首五個月的穩定走勢。隨着逆周期因子被重新引入在人民幣兌美元的中間定價機制下，人民幣匯率已於8月再度穩定下來。²³ 此外，自6月中旬以來的貶值壓力亦導致離岸人民幣對在岸人民幣在大多數時間呈現折讓（圖4.11）。儘管如此，差價按歷史標準而言仍屬適度。

圖 4.10
2018年人民幣與美元匯率



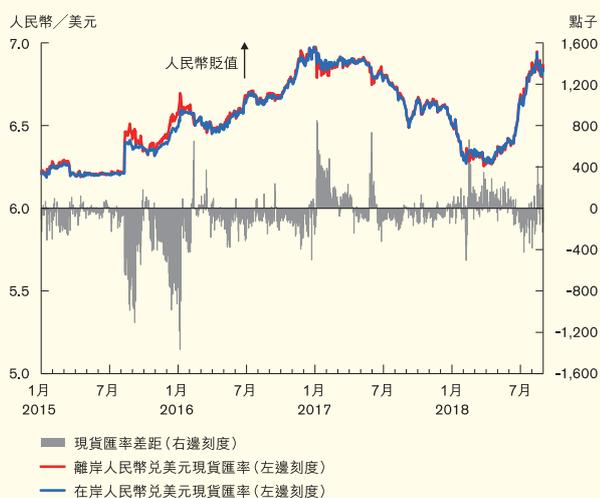
註：

- 為方便比較，在岸人民幣兌美元、離岸人民幣兌美元及美元指數已被標準化成指數形式，並將2018年1月1日的數值統一設定為100。
- 美元指數是一項貿易加權指數，用以衡量美元兌其主要貿易夥伴的一籃子貨幣。指數數值升高表明美元兌該等貨幣走強。

資料來源：彭博。

²³ 詳情請參閱中國外匯交易中心的新聞稿：
<http://www.chinamoney.com.cn/chinese/rdgz/20180824/1154562.html?cp=rdgz>

圖 4.11
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

因應中美貿易摩擦導致的不確定因素依然存在下，市場對人民幣的貶值預期自6月中旬以來有所升溫，這情況可從美元兌在岸及離岸人民幣的風險逆轉的上升走勢反映出來，但貶值預期在8月時已有所舒緩（圖 4.12）。

圖 4.12
2018年人民幣兌美元的風險逆轉

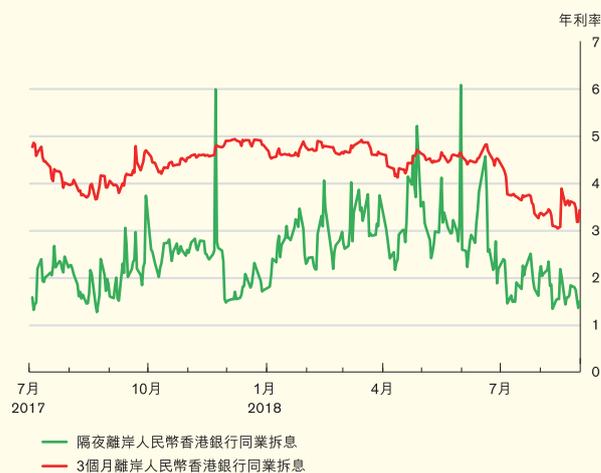


註：風險逆轉數值按照3個月delta值為25的美元認購期權的引伸波幅減去3個月delta值為25的美元認沽期權的引伸波幅計算。風險逆轉數值為正（負）值表明市場預期人民幣兌美元貶值（升值）的可能性增加。

資料來源：彭博及摩根大通。

儘管現貨匯率市場顯著波動，中美貿易摩擦尚未對離岸銀行同業市場的資金狀況造成不良影響。除偶爾因季節性因素而有所上升外，隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息於2018年首八個月大多維持在4%以下（圖 4.13）。3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息於2018年1月至6月期間一直在4.5%附近上落，並隨後於2018年8月底回落至3.4%，而這下調可能受惠於中國人民銀行近期推出的寬鬆貨幣措施。²⁴ 展望未來，中美貿易關係發展未來數月對離岸人民幣銀行同業市場流動性究竟有何影響，仍然有待觀察。

圖 4.13
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價

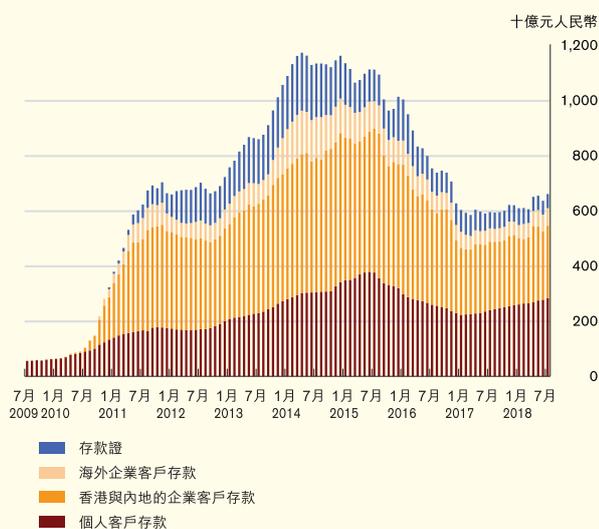


資料來源：財資市場公會。

回顧期內，香港的離岸人民幣資金池繼續增長。人民幣客戶存款及存款證餘額於2018年上半年增長2.6%至6月底的6,342億元人民幣（圖 4.14及表 4.B）。人民幣客戶存款總共增長4.5%，但其對資金池的增長貢獻因存款證餘額的縮減而被部分抵銷，存款證則於2018年上半年下滑16.2%。人民幣客戶存款的增長同時由個人及企業客戶所帶動，而兩者分別增長7.3%及2.2%。

²⁴ 有關措施詳情，請參閱本報告第2.2章「財政及貨幣政策」一節。

圖 4.14
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

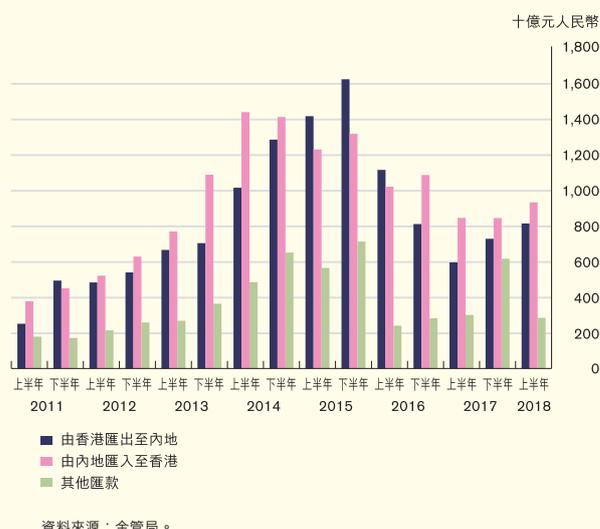
表 4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2017年12月	2018年6月
人民幣存款及存款證 (十億元人民幣)	618.4	634.2
其中：		
人民幣存款 (十億元人民幣)	559.1	584.5
人民幣存款佔存款總額 (%)	5.3	5.3
人民幣存款證 (十億元人民幣)	59.3	49.7
未償還人民幣貸款 (十億元人民幣)	144.5	123.3
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	203	200
應付海外銀行的金額 (十億元人民幣)	95.4	106.3
應收海外銀行的金額 (十億元人民幣)	131.3	147.8
2018年1月至6月		
香港人民幣貿易結算 (十億元人民幣)	2,021.6	
其中：		
由內地匯入至香港 (十億元人民幣)	928.1	
由香港匯出至內地 (十億元人民幣)	810.5	
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)	935.0	

資料來源：金管局。

2018年上半年，香港的人民幣融資活動進一步放緩，儘管跌幅已經減慢。未償還人民幣銀行貸款於上半年下降14.7%至1,233億元人民幣。與此同時，香港的人民幣貿易結算繼2017年下半年強勢反彈後有所整固。2018年上半年香港銀行處理的人民幣貿易結算交易額達20,216億元人民幣，較去年下半年減少7.3% (圖4.15)。人民幣即時支付結算系統的日均成交金額高達9,350億元人民幣，高於2017年同期的8,862億元人民幣。

圖 4.15
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

展望未來，香港離岸人民幣市場的發展取決於市場在中美貿易摩擦籠罩下對人民幣匯率走勢的預期，以及內地的宏觀金融狀況。儘管如此，預期香港的離岸人民幣業務將受惠於內地持續開放資本帳、股票與債券的互聯互通發展、以及「一帶一路」與「粵港澳大灣區」倡議下推動的區內經濟合作。

資產市場

鑑於市場對貿易戰的影響擔憂加重，以及發達經濟體的貨幣狀況日益收緊，香港股市於回顧期內面臨壓力。儘管外圍環境愈發艱難，港元債券市場於2018年上半年仍穩步擴張。在經濟環境穩健的情況下，住宅物業市場上半年表現仍然活躍。樓價持續上升，成交亦保持暢旺。然而踏入第三季，樓市開始出現放緩跡象。

4.3 股市

由於貿易衝突升級及發達經濟體的貨幣正常化進程快於預期，香港股市於回顧期內面臨壓力（圖4.16）。北韓當局於6月份重申無核化承諾後，朝鮮半島地緣政治的緊張局勢得以緩和，但全球股市其後迅速被美國與其重要貿易夥伴之間日益加劇的貿易摩擦陰影所籠罩。尤其是在美國對中國出口商品實施一連串懲罰性關稅，而中國相應作出相等的報復性措施之後，市場擔憂更強硬的後續措施將隨之而來，從而導致衝突更難以化解，本港股市因此於7月份和8月份大幅調整。

與此同時，發達經濟體的經濟前景好轉，促使各大央行較預期加快緊縮步伐。經過6月份召開的聯邦公開市場委員會會議後，與會者對今年加息次數的預測由早前的三次上調至四次。歐洲央行管理委員會亦計劃於2018年12月終止淨資產購買。與此同時，英倫銀行於8月份宣佈加息25個基點，將政策利率調高自2009年3月以來的最高位。由於預期貨幣政策寬鬆程度降低，全球債券收益率逐步攀升，令風險較高的資產類別吸引力降低。這亦削弱了港股的吸引力，並反映在香港股票基金淨流入的回縮（圖4.17）。於回顧期內，本港股市亦錄得內地投資者透過滬港通及深港通輕微外流，南向資金累計買入淨額較2月底下降5%（圖4.18）。

儘管以期權引伸波幅衡量的市場避險情緒由早前2月份的峰值回落，偏斜指數（亦稱為「黑天鵝指數」，一個衡量美國市場尾端風險的指標）在接近回顧期末急升，反映投資者日益關注不斷上升的尾端風險，因而願意付出更多代價以對沖市場下跌風險（圖4.19）。²⁵總體而言，2018年3月至2018年8月期間，恒生指數及恒生中國企業指數（HSCEI，亦稱作H股指數）分別下滑10.2%及12.5%。

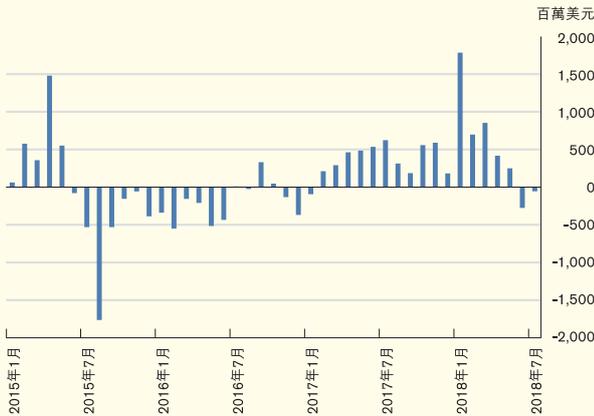
圖4.16
香港股票價格



資料來源：彭博。

²⁵ 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率可以忽略不計。隨著偏斜升至100以上，標普500指數回報分佈的左尾權重增加，表明發生異常負回報的概率變得更加顯著。詳情請參閱<https://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/volatility-indicators/skew>。

圖 4.17
香港的股票基金淨流量



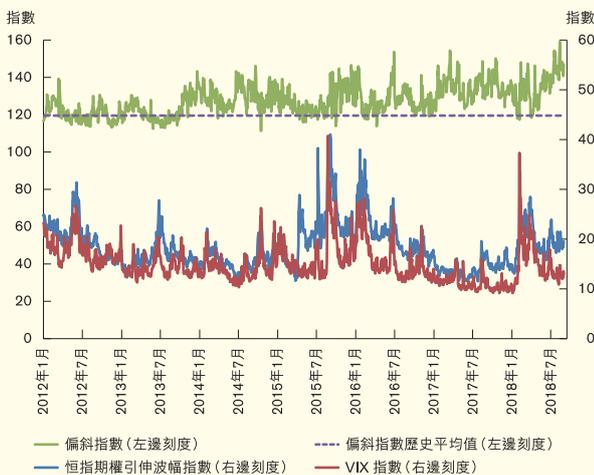
資料來源：EPFR Global。

圖 4.18
股票市場交易互聯互通機制的累計南向買入淨額



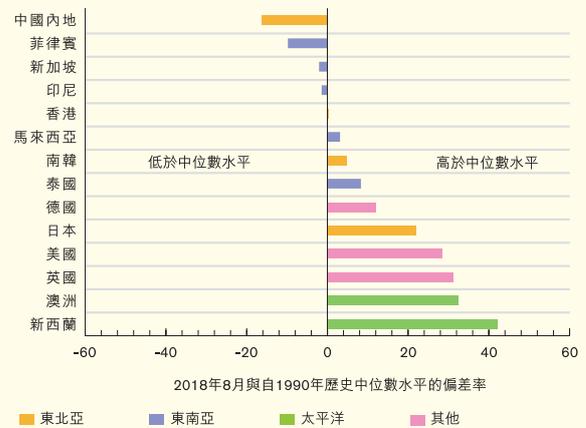
註：南向買入淨額指滬港通及深港通淨買入淨額的總和。
資料來源：CEIC、香港交易所及金管局職員估計數字。

圖 4.19
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 4.20
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。

展望未來，本港市場仍極易受外圍因素的影響，尤其是日益升級的貿易衝突以及各大央行收緊貨幣政策的步伐。由於過去六個月的企業盈利狀況普遍符合市場預期，大部分股票經近期調整後估值實際有所改善。按經週期性調整市盈率指標計算，香港股市相對其他主要市場而言仍具吸引力，亦因而更有能力抵禦外來衝擊（圖 4.20）。由於港股估值相對更具吸引力，長線機構投資者或會看重其價值而買入，從而為市場提供緩衝，尤其若果市場在現有水平下進一步調整。專題 3 專門探討這類投資者參與本港股市對香港金融穩定的影響。

專題 3

長線機構投資者有助促進香港的金融穩定嗎？

引言²⁶

不同文獻就長線機構投資者對穩定金融市場的貢獻意見不一。一方面，長線機構投資者在市況變差時會調整投資組合，由較安全的資產轉向較高風險的資產，以謀求長期投資回報。這種以價值為出發點的買賣策略有助紓緩資產價格波幅，為金融系統帶來逆周期影響。另一方面，當金融市場動盪時，此類投資者會有順周期表現（即把投資組合由較高風險的資產調向較安全的資產），以遵守監管規定，或滿足短期流動資金的需要。這種資金流向優質資產的策略可能會高估短期投資回報而低估長遠投資回報，導致金融市場不穩定或令其不穩定的情況惡化。

過去數十年，此類長線機構投資者一直管理大量全球金融資產，該等資產在金融市場不穩時對市場氣氛的影響尤其深遠。自 2009 年起，該等資產增長強勁，於先進經濟體及新興市場經濟體分別錄得 6% 及 18% 的平均增長率。²⁷

有鑑於此，本專題探討參與香港股票市場投資的長線機構投資者的買賣行為，藉此分析他們投資組合的調整部署對香港的潛在影響。

方法及數據

根據文獻，識別長線機構投資者投資行為的方法之一是觀察他們在股價下跌時有否大幅增加或減少股票投資。²⁸ 股市顯著下跌期間，若長線機構投資者增加（減少）股票投資，長線機構投資者的投資量變動便會與股市回報成負向（正向）關係，從而對股市造成逆周期（順周期）的影響。

我們運用長線機構投資者在股市投資的淨資產總額的百分比變動，扣除該股票市場回報，計算出他們於香港股票的投資變動。此計算方法所得的數量變動（即排除價格影響後的資金流）與基金資產分配變動更為一致。因此，若長線機構投資者的資金流出現正值（負值）變動，則代表他們增加（減少）了於香港股票的投資額。

我們的全部樣本包含 6,872 個退休及保險基金，這些基金均曾在 2001 年第一季至 2017 年第一季期間於香港股市有投資。為免最終結果受到不當影響，我們篩走大量小型基金，最後樣本由合共 1,010 個基金組成，其持有的總資產佔全部樣本的 95%。2016 年年底，這些基金的三份之二資產投資於環球股票（圖 B3.1），反映股票為其主要投資資產。在這些環球股票中，香港股票約佔 1%。雖然比率較小，但其資產規模與香港股市每天的成交金額相若。於 2016 年第四季，有關資產規模佔香港聯交所主板上市股票日均成交金額的 79%。²⁹

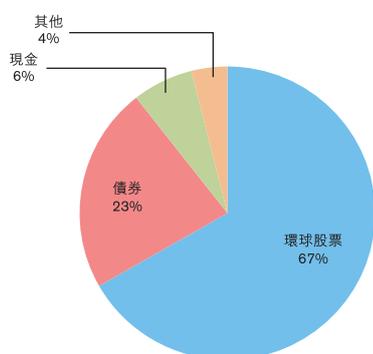
²⁶ 本專題的詳細結果載於 Fong 等人 (2018)，「長線機構投資者有助促進香港的金融穩定嗎？—來自香港及國際市場股票投資的證據」，《香港金融研究中心工作論文》（即將刊載）。

²⁷ 有關增幅記錄於金融穩定委員會的《2017 年全球影子銀行監測報告》。2016 年，29 個參與匯報的司法管轄區的保險公司及退休基金的金融資產總額達 60 萬億美元，約佔全球金融資產的 18%。

²⁸ Abbassi 等人 (2016)，「Security trading by banks and credit supply: micro-evidence from the crisis」，《Journal of Financial Economics》，第 121 期，第 569 至 594 頁；及 Timmer (2018)，「Cyclical investment behavior across financial institutions」，《Journal of Financial Economics》，第 129 期，第 268 至 286 頁亦有採用該方法。

²⁹ 資料來自香港交易所《證券及衍生產品市場季報》。季內日均成交金額為 639 億港元。

圖 B3.1
長線機構投資者在全球金融市場的投資

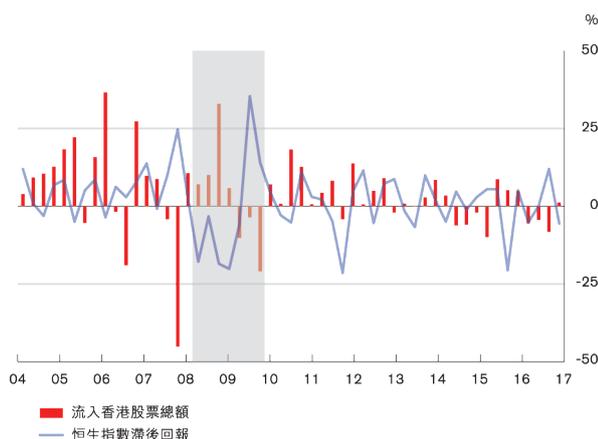


資料來源：晨星。³⁰

實證證據

圖 B3.2 顯示了 2004 年至 2017 年期間的季度整體資金流及恒生指數滯後回報。³¹ 如圖所示，兩項變數在整個期間經常呈相反方向，其簡單相關系數為 -0.32。兩者之間的負向關係在 2008 年至 2009 年全球金融危機期間更為明顯（圖中灰色部分），相關系數為 -0.44。此負向關係初步反映，前一季度香港股市的下滑會增加長線機構投資者於當前季度對香港股票的整體投資。

圖 B3.2
香港資金流入總額及市場滯後回報



註：整體資金流與市場滯後回報的相關系數在整個樣本期為 -0.32，而金融危機期間則為 -0.44。

資料來源：晨星、彭博及金管局職員計算數字。

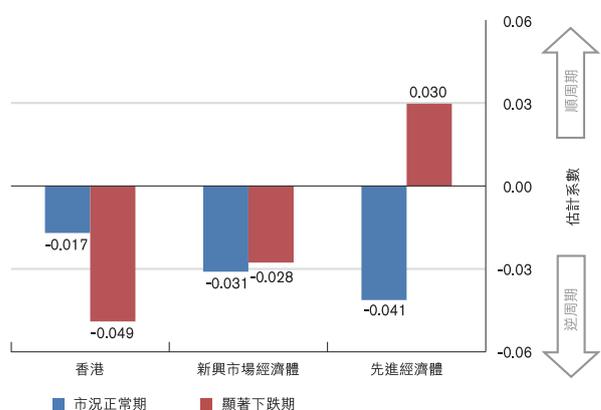
³⁰ 晨星是私人數據供應商，負責追蹤大量投資於全球金融市場的基金。晨星的數據提供者並不保證其提供的任何資料的準確性、完整性或時間性，亦不會就這些資料如何使用負責。

³¹ 整體資金流的定義為樣本中扣除恒生指數回報後的香港股票資產總值的變動百分比。

我們亦通過以下兩個步驟，深入測試兩者間的負向關係：(i) 過濾資金流中主要與基金相關的變數³²及宏觀因素³³的影響；及(ii) 針對經調整後的淨資金流，建立與前一季度市場回報相關的固定效應面板數據迴歸模型。為了區別市況正常及顯著下跌時的不同影響，我們在迴歸分析中加入以 VIX³⁴為基礎的虛擬變數，以代表全球股市的不確定因素。

圖 B3.3 總結了在兩種市況下前一季度股市回報的迴歸系數。為方便比較，我們亦根據同一樣本裏相關基金在其投資組合內所投資的環球股票，估算先進經濟體及新興市場經濟體的資金流的效應。³⁵ 由於所有變數的規模已經標準化，因此我們可以根據系數的數值，比較不同變數的相對重要性。

圖 B3.3
香港、先進經濟體及新興市場經濟體股市回報如何影響資金流



註：這些先進經濟體及新興市場經濟體涵蓋七個地區，包括亞洲發達地區；亞洲新興地區；澳大利西亞；新興歐洲、中東及非洲；歐洲發達地區；拉丁美洲；以及北美洲。

資料來源：金管局職員估計數字。

³² 與基金相關的變數包括個別基金回報、現金比率、資本負債比率以及基金資產淨值。

³³ 宏觀因素包括十年期政府債券收益率、通脹率、實質本地生產總值增長及短期銀行同業拆息的地區加權平均數。

³⁴ 該變數為芝加哥期權交易所波幅指數，即未來 30 天期間標普 500 指數期權的引伸波幅，該指數亦反映全球流動資金狀況。詳細資料載於 Bruno 及 Shin (2014)，「Cross-border banking and global liquidity」，《The Review of Economic Studies》，第 82(2) 期，第 535 至 564 頁。

³⁵ 資料來源原本涵蓋了 56 個先進經濟體及 181 個新興市場經濟體。我們不考慮個別經濟體，而是採用資料提供者整合的地區數據，包括亞洲發達地區；亞洲新興地區；澳大利西亞；新興歐洲、中東及非洲；歐洲發達地區；拉丁美洲；以及北美洲進行分析。

就香港而言，我們發現其估計系數在市況正常時期為負數，數值為-0.017，而當市況顯著下跌時，數值則為-0.049，幅度遠大於市況正常時期。³⁶ 假設其他因素不變，這意味當股市在任何時期下跌時，長線機構投資者便會增加對香港股票的投資。

就兩個經濟組別而言，我們發現在市況正常時所有估計系數均為負數（新興市場經濟體及先進經濟體分別為-0.031及-0.041）。然而，在市場受壓的情況下，先進經濟體的估計系數卻為正數（為0.030），這表示當股市顯著下跌而其他因素不變時，長線機構投資者會減少對先進經濟體系的股票投資。

總結及討論

總括而言，我們的實證研究結果證明，長線機構投資者的資金流對香港及新興市場經濟體的股市一般帶來逆周期影響，有關影響在金融市場動盪時則更為明顯。這種以價值為出發點的買賣策略可紓緩資產價格的大幅波動，並對這些經濟體系的金融穩定帶來正面的影響。

相比之下，在金融市場動盪期間，長線機構投資者的資金流對先進經濟體系的股票市場產生順周期影響，多項研究均觀察到這一點。³⁷ 這些經濟體系均為多次大型股災（由2000年代初歐洲和美國經濟衰退、2008年全球金融危機及歐洲債務危機所引起）的重災區，我們的研究結果顯示順周期影響可能跟經濟危機的源頭有關。此外，長線機構投資者的羊群心理亦會

加大順周期的影響。在某些先進經濟體系內，這些長線機構投資者的羊群心理效應可能源於就資產分配決定而採取的類似行業常規。³⁸

總而言之，本研究探討了這些投資者的投資行為所導致的潛在影響，這些影響不僅對個人投資者及決策者至關重要，更與整體經濟相關。因此，我們應審慎注視長線機構投資者對金融穩定所帶來的影響。

³⁶ 當股市在一季度內下跌一標準差（約10%），兩種市況下估計淨資金流分別為0.9%和2.5%。由於所有變數均已標準化，迴歸模型的系數代表著當股市下跌一個標準差時相應資金流的標準差數量，因此，將估計系數乘以香港資金流的標準差，便能得出以上兩個數字。

³⁷ 舉例而言，雖然若干經濟合作與發展組織國家（如挪威、意大利、波蘭、土耳其等）的長線機構投資者在2008年至2009年作出逆周期部署，但就美國、葡萄牙及西班牙的退休基金，以及美國、法國及英國的保險公司而言，其順周期效應則非常明顯。詳細資料載於國際貨幣基金組織（2013），「Pro-cyclical behavior of institutional investors during the recent financial crisis: causes, impacts, and challenges」，《IMF Working Paper》第WP/13/193號；及經濟合作與發展組織（2015），「OECD Business and Finance Outlook 2015」。

³⁸ 根據英國的經驗，該等常規包括：(i)長線機構投資者具有相似的負債結構；(ii)長線機構投資者根據特定授權聘用管理長線機構投資者資產的資產管理人為代理人，該等授權可能包括參考業內其他資產管理人或行業指數的基準；(iii)長線機構投資者的投資決定受投資顧問影響，後者可能對機構資產分配構成重大影響；及(iv)長線機構投資者可能面對類似的監管限制。詳細資料載於英倫銀行（2014），「Pro-cyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds」，《Bank of England Discussion Paper》。

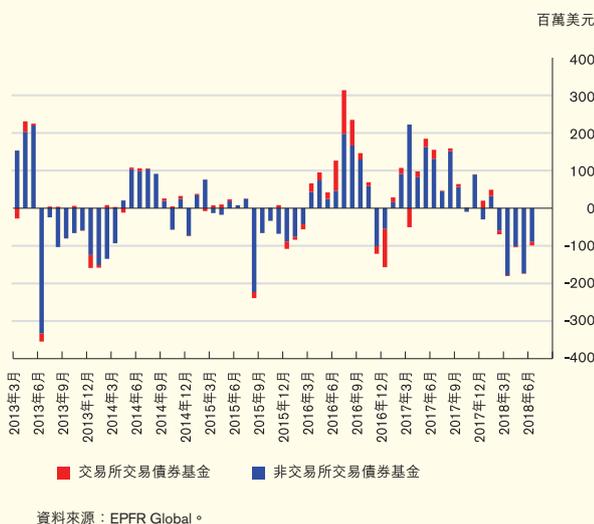
4.4 債券市場

儘管外圍環境愈發艱難，港元債券市場於2018年上半年仍錄得強勁增長。隨著美國貨幣政策進一步趨向正常化，債券收益率普遍持續走高。就香港而言，在聯匯制之下，主權及非主權債券收益率於回顧期內均跟隨美國同類債券的走勢而上升（圖4.21），由此削弱了對投資者的吸引力，導致債券基金錄得淨流出（圖4.22）。

圖4.21
港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收益率



圖4.22
香港的交易所買賣及非交易所交易買賣債券基金淨流量



儘管如此，2018年首六個月的港元債券發行總額按年增長11.2%至18,032億港元，主要由於外匯基金及本地私營機構的發行額分別增長11.9%及19.4%（圖4.23）。因此，截至2018年6月底，港元債券未償還金額按年增長4.2%至18,245億港元（圖4.24），相當於港元M3的25.1%或銀行業以港元計價的資產的20.4%。其中，海外借款人（包括多邊發展銀行）的未償還債務金額較上年增加8.4%至2,144億港元，足以抵銷本地私營機構未償還債務的跌幅，後者由於認可機構的未償還金額減少而按年計下跌6.7%。

圖4.23
新發行的非外匯基金票據及債券港元債券

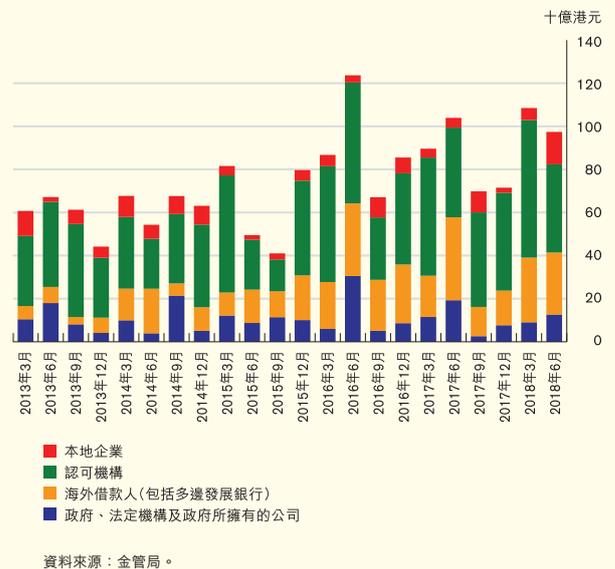
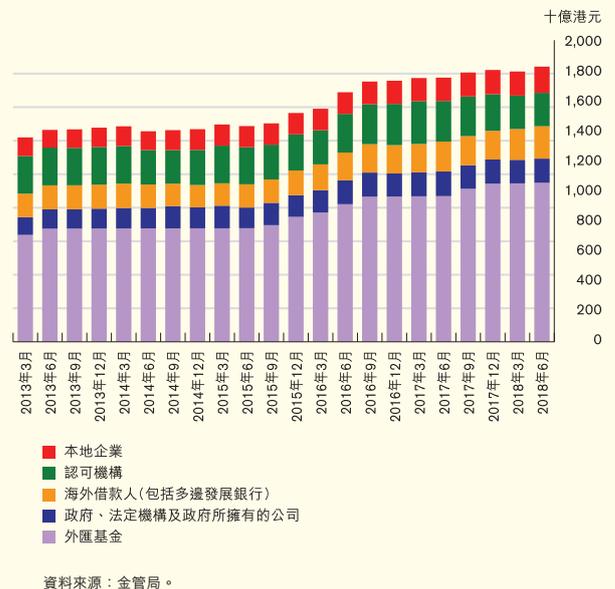


圖4.24
未償還的港元債務



香港離岸人民幣債券一級市場於2018年上半年顯示回穩的跡象，但是未償還總金額持續萎縮。2018年上半年，一級市場的發行總額按年增長18.2%至899億元人民幣，主要由於中國內地私人發行人及海外發行人的發行額回升（圖4.25）。儘管如此，香港離岸人民幣債務證券的未償還總額連續六個季度下滑，截至2018年6月底同比下滑15.4%至4,263億元人民幣（圖4.26）。與此同時，在岸融資成本於回顧期內仍低於離岸成本（圖4.27）。

圖 4.25
新發行的離岸人民幣債務證券

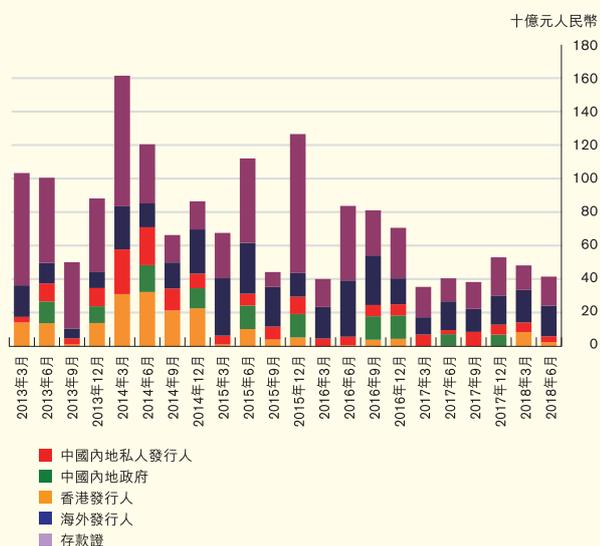


圖 4.26
香港的未償還離岸人民幣債務證券

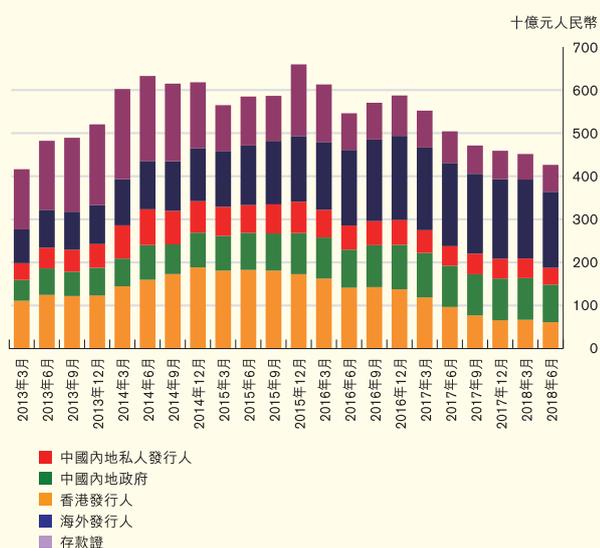
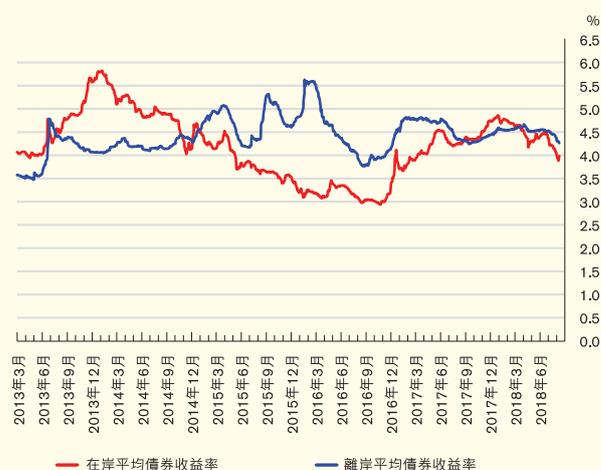


圖 4.27
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



展望未來，由於香港與中國內地和國際市場均有緊密的經濟與金融聯繫，本港債券市場（包括離岸人民幣債券市場）近期的走勢將受潛在中美貿易戰升級所影響。

然而，中期來看，政府將採取一系列政策舉措來促進市場發展。尤其是5月份推出的為期三年的債券資助先導計劃，旨在鼓勵首次企業發行機構在香港發行債券。為提升香港在「綠色金融」方面的國際形象，香港政府計劃推出一項「政府綠色債券計劃」，借款上限為1,000億港元。儘管在現階段本港的綠色債券市場規模仍相對較小，但發揮國際金融中心的優勢，香港享有策略性位置吸引多種貨幣計價的綠色債券於本港發行。³⁹

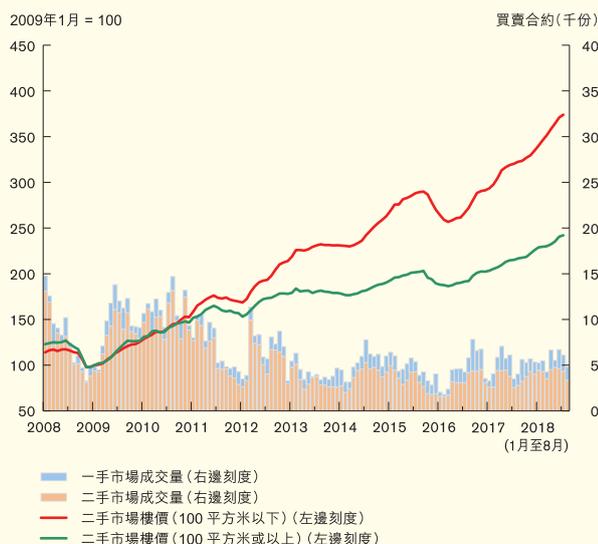
³⁹ Dealogic的數據顯示，截至2018年6月底在香港上市的綠色債券總計59億美元，幾乎全部以外幣計價，例如美元（74.2%）、歐元（19.6%）及人民幣（5.5%）。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場上半年表現持續活躍。由於經濟狀況穩健及按揭息率低企，住宅每月平均成交量較2017年下半年上升15%至5,649宗（圖4.28）。啟德用地拍賣價於5月份創下紀錄新高後，增強了市場氣氛。樓價在2018年上半年上升10.7%，較2017年下半年4.9%的升幅為快（圖4.28）。然而踏入第三季，樓市開始出現放緩跡象。中小型單位（實用面積小於100平方米）價格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。

圖4.28
住宅物業價格及成交量



由於報告期內樓價升幅超過家庭入息，置業負擔能力進一步趨緊。樓價與收入比率由1997年的上一個高峯值14.6攀升至2018年第2季的18.2，而收入槓桿比率升至81.3%，遠高於約50%的長期平均值（圖4.29）⁴⁰。由於7月份住宅租金收益率處於2.0至

⁴⁰ 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。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。

2.6%的低位，衡量購置與租賃一般住宅單位相對成本的買租價差⁴¹仍然高企，達到188.4%（圖4.30）。

圖4.29
置業負擔能力指標



圖4.30
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。

儘管如此，金管局自2009年底以來先後實施八輪宏觀審慎監管措施，已有助於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7月份的47%，而供款與入息比率亦從40.8%降至34.7%。

⁴¹ 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。

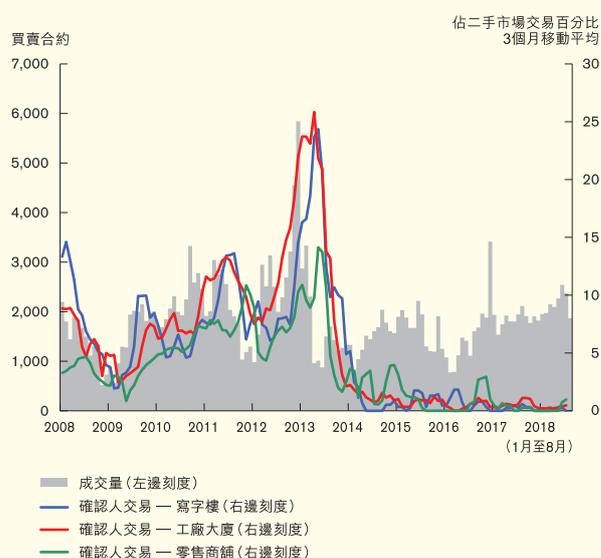
為解決土地及房屋供應問題，政府委任的土地供應專責小組於4月下旬推出一項為期5個月的公眾諮詢活動，邀請各持份者就土地供應選項及其他土地供應相關問題提出意見。政府亦在6月底公佈6項房屋政策新措施，其中包括修訂資助出售房屋的定價政策，使其售價變得更可負擔。透過改撥若干私營房屋發展用地來增加公營房屋供應，於未來4年提供超過10,000個單位。為推動私營住宅單位在一手市場盡早推出，政府擬對空置的一手私營住宅單位徵收「額外差餉」。

由於住宅物業市場正受着各種因素所影響，其前景並不明朗。一方面，當前就業及收入狀況向好，或會繼續支持住宅物業的需求。但另一方面，樓市有可能面臨一些阻力。特別是如果中美貿易緊張局勢持續或加劇，正面的市場情緒或會急速逆轉。加上美國貨幣政策正常化進程持續，銀行融資的成本會隨之上漲，本地按揭利率最終亦會趨升。事實上，銀行已於8月份上調新批出按香港銀行同業拆息釐定的按揭息率上限，藉此調高實際按揭息率。此外，長遠而言，由於政府致力解決土地及房屋短缺問題，住宅物業供應量有望增加，房屋供求缺口或會收窄。

非住宅物業市場

非住宅物業市場於2018年上半年表現活躍，每月平均成交量增至2,163宗，創2013年推出非住宅物業雙倍從價印花稅率以來的新高。然而，反映投機活動的確認人交易則仍然淡靜（圖4.31）。隨著成交量上升，寫字樓、工廠大廈及零售商舖的價格於首七個月分別攀升8.2%、9.6%及3.5%（圖4.32）。非住宅物業的租金增長亦較2017年下半年加快，整體租金收益率仍維持在2.4至2.7%的較低水平。

圖4.31
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4.32
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

展望非住宅物業的前景，正反兩面因素相互並存。例如，零售銷售及訪港旅遊業的穩定增長，或在短期內支撐零售商舖的需求。而受惠於金融及專業服務等高增值服務行業的業務持續擴張，寫字樓的需求可能保持強勁。然而，中美貿易摩擦帶來的不確定因素以及本地利率上調的風險，都有可能抑制市場對非住宅物業的整體需求。