

## 2. 全球環境及展望

全球通脹壓力持續加劇，並進一步擴大至食品和能源以外的價格。即使面對經濟增長放緩，各國央行仍要推行貨幣緊縮政策以維持通脹預期穩定。在回顧期內，全球利率上升，加上增長減慢，加劇了全球金融穩定性的下行風險。

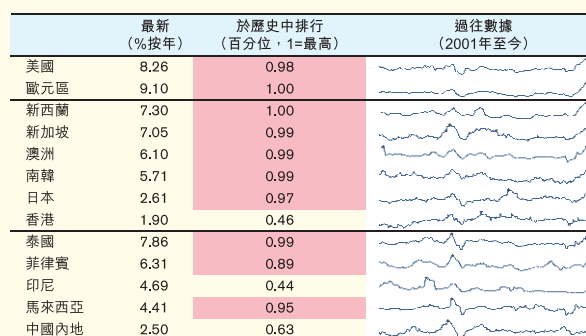
新興亞洲方面，預期區內貨幣政策正常化的步伐將較美國緩慢，加上區內貨幣對美元的息差持續收窄，可能導致債券資金進一步流出及利率回升，或會對負債的公司構成較大負擔。同時，如果中國內地因疫情再次實施封鎖措施，可能會在貿易及供應鏈等方面影響區內經濟。

受Omicron疫情爆發、房地產市場低迷及全球不確定性增加影響，中國內地的實質國內生產總值增長在2022年第二季顯著放緩。預計內地經濟將在包括推動基建投資等多項政策的支持下於2022年下半年逐步復甦，但由於房地產市場持續疲弱等因素，內地經濟增長仍然面臨很大阻力。

### 2.1 外部環境

回顧期內，全球價格壓力持續加劇，並廣泛擴展至其他商品和服務。除了食品和能源價格自俄烏衝突後上升外，全球供應鏈瓶頸持續使製造業原料成本高企。同時勞動市場緊張帶動工資強勁增長，加上房屋租金上漲（如在美國），支撐服務業通脹。故此，美國、歐元區和部分亞洲經濟體的通脹率升至數十年來的最高水平（圖2.1）。

圖 2.1  
選定經濟體的整體消費物價指數通脹率



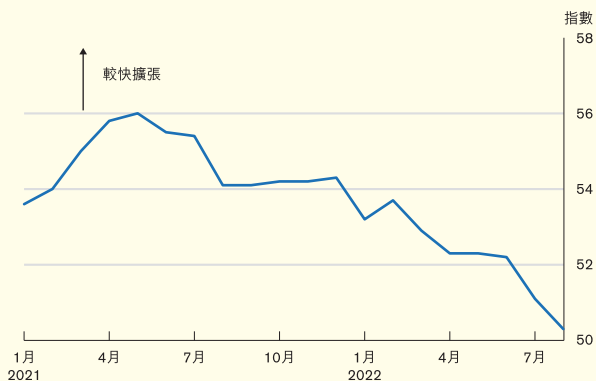
註：最新數據在澳洲和新西蘭為2022年第二季；香港、日本、馬來西亞及新加坡為2022年7月；其他則為2022年8月。排名百分位數高於0.75會以紅色顯示。

資料來源：CEIC。

就此，各主要央行進一步收緊貨幣政策，以維持通脹預期穩定。當中，美聯儲自3月起把政策利率上調共300個基點，步伐明顯較之前的加息週期為快。而歐洲央行亦在第三季上調政策利率125個基點，是十多年來首次開展加息周期。加息所引致的全球金融狀況收緊，加上通脹對私人消費的負面影響，以及中國內地近期實施的新冠疫情防控措施對全球供應鏈所產生

的漣漪效應，令全球製造業生產受壓（圖 2.2）。鑑於全球貨幣政策提前收緊以及料將持續的供應鏈困境，國際貨幣基金組織在 7 月下調 2022 年全球增長預測 0.4 個百分點至 3.2%，較 2021 年的 6.1% 顯著放緩。

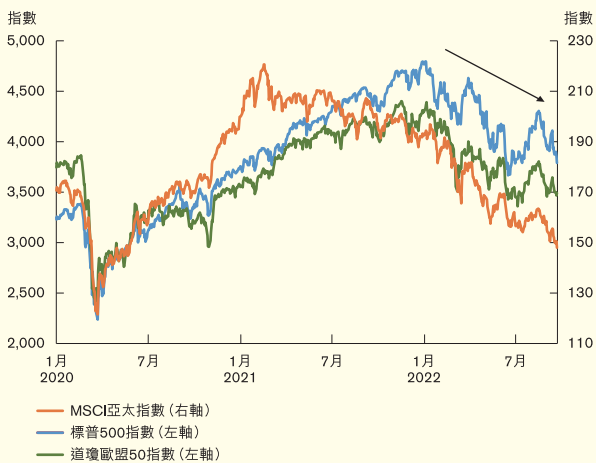
**圖 2.2**  
標普全球製造業採購經理指數



資料來源：CEIC。

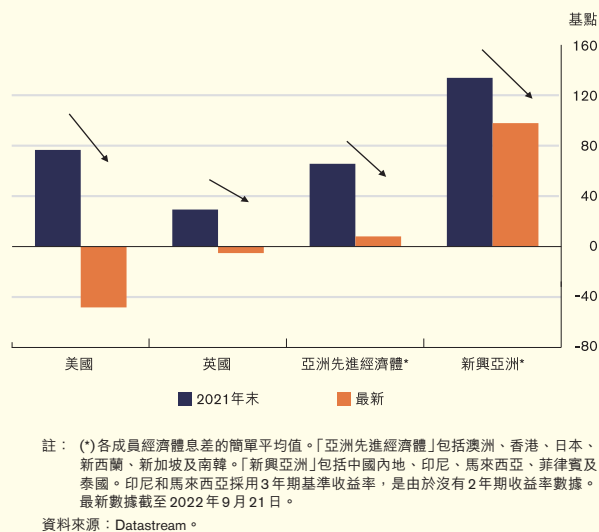
隨着全球增長動力放緩及通脹持續攀升，金融市場在滯脹憂慮下出現顯著的調整。主要股市指數抹去不少自疫後復甦以來累積的漲幅（圖 2.3）。與此同時，自 2021 年底以來，多個經濟體的主權債收益率曲線已大幅趨平，甚至出現倒掛，部分反映市場對短期增長前景的悲觀情緒（圖 2.4）。

**圖 2.3**  
選定主要股市指數



資料來源：彭博。

**圖 2.4**  
選定經濟體十年期和兩年期主權債收益率的息差



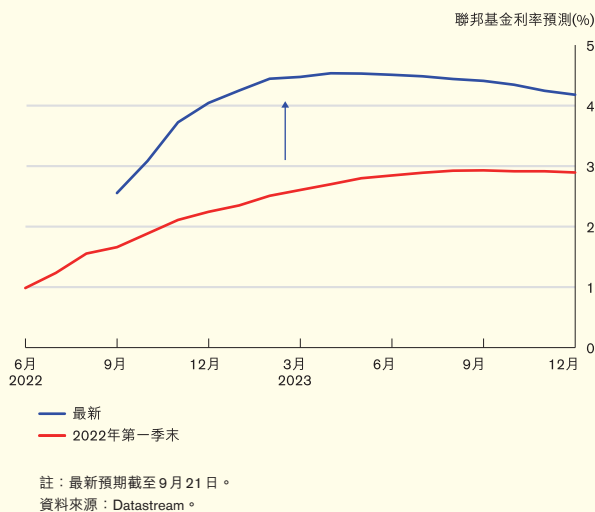
註：(\*)各成員經濟體息差的簡單平均值。「亞洲先進經濟體」包括澳洲、香港、日本、新西蘭、新加坡及南韓。「新興亞洲」包括中國內地、印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國。印尼和馬來西亞採用 3 年期基準收益率，是出於沒有 2 年期收益率數據。最新數據截至 2022 年 9 月 21 日。  
資料來源：Datastream。

展望未來，由於眾多不利全球經濟的因素仍會持續，故此全球增長前景風險仍偏向下行。因素之一，是服務業通脹往往有更大的慣性，而收緊貨幣政策對紓緩供應鏈瓶頸所引致的成本壓力作用亦有限。這會增加主要央行為維持通脹預期穩定而加息至更具限制性水平的風險，即使其代價會是拖低增長和就業。

舉例來說，市場預計美國將集中在近期收緊貨幣政策（圖 2.5）。到 2023 年第二季，聯邦基金有效利率將達至 4.5%，遠高於美聯儲假設的 2.5% 中性利率。<sup>3</sup> 在勞動市場情況強勁、本地銀行體系的槓桿水平普遍偏低、私營機構的資產負債表自疫情以來有所改善，以及沒有出現重大的宏觀金融失衡情況下，即使美國經濟出現衰退，亦應只會是「淺衰退」。儘管如此，一旦美國經濟增長出現放緩，對全球經濟的影響仍會相當顯著。

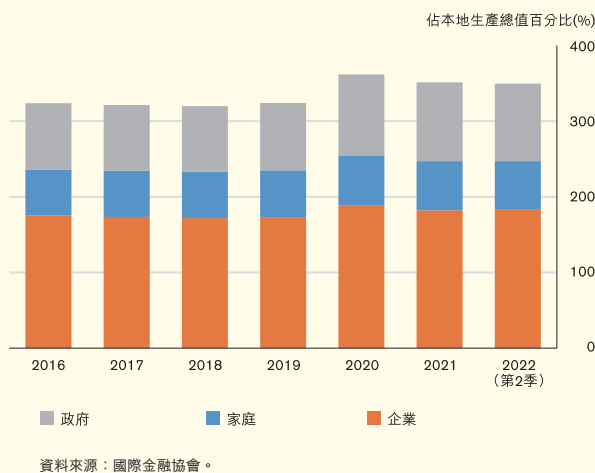
<sup>3</sup> 指美聯儲在 2022 年 9 月聯邦公開市場委員會預測材料所報告的長期聯邦基金利率的中位數預測。

**圖 2.5**  
聯邦基金期貨引伸利率走勢



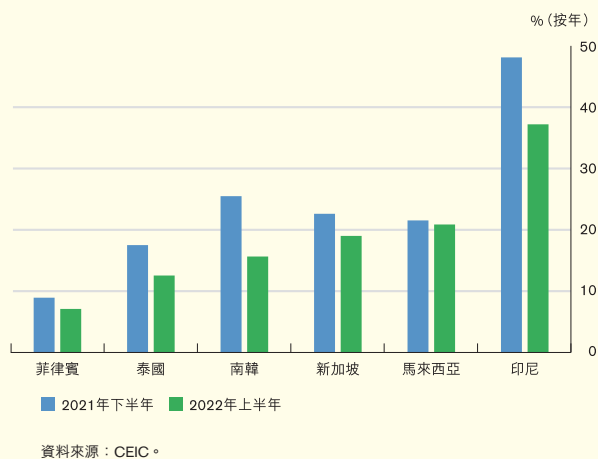
全球金融狀況迅速收緊，亦可能會觸發低利率時期所累積的脆弱點，繼而引發系統性動蕩。例如，在歐元區內，由於歐洲央行的政策立場轉趨鷹派，幾個債務負擔沉重的周邊國家（如意大利和希臘）的主權債息差自2022年初以來一直在擴大，促使央行設立「防金融碎片化」工具（傳導保護機制），有條件地遏制主權債息差過度上升。全球而言，借貸成本上升可能對債務人的還款能力構成挑戰，而預期的全球增長放緩或會窒礙甚至逆轉近期全球債務對本地生產總值比率的下降趨勢（圖 2.6）。

**圖 2.6**  
按部門劃分的全球債務對本地生產總值比率

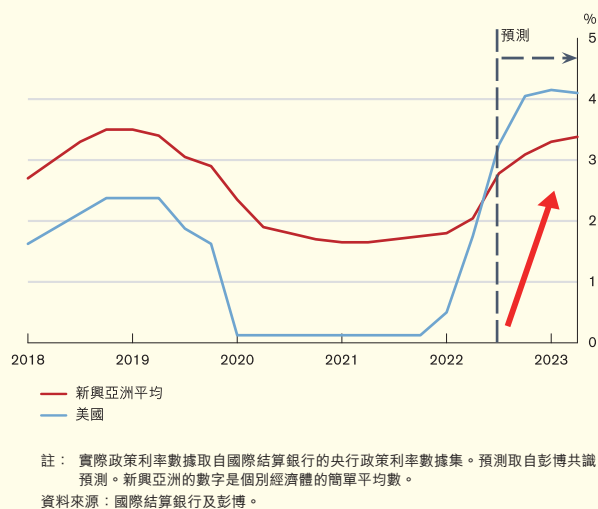


新興亞洲方面，在出口增長減弱的情況下，2022年上半年經濟維持溫和增長（圖 2.7）。同時，由於商品價格急升和供應瓶頸持續，大部分經濟體的通脹壓力亦有所增加。儘管區內多家央行已收緊貨幣政策應對通脹壓力升溫，但區內的加息路徑仍然較美聯儲溫和（圖 2.8），加上對美元的息差持續收窄，導致區內的債券資金顯著流出及貨幣貶值（圖 2.9）。專題 1 討論在金融狀況收緊及對銀行企業貸款組合資產質素的影響下，新興亞洲企業的美元債券融資將如何受開放式基金大量資金流出所影響。

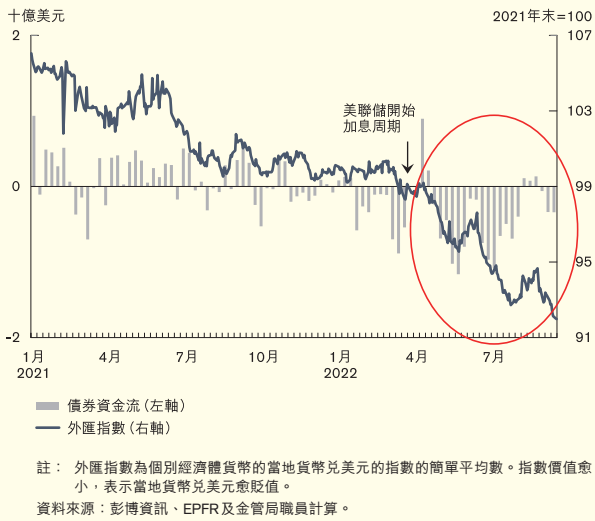
**圖 2.7**  
新興亞洲：出口增長



**圖 2.8**  
新興亞洲及美國市場的政策利率走勢

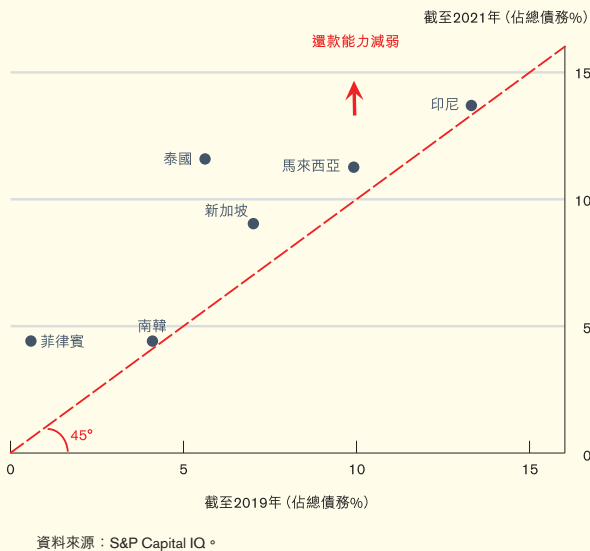


**圖 2.9**  
新興亞洲：債券資金流及外匯指數



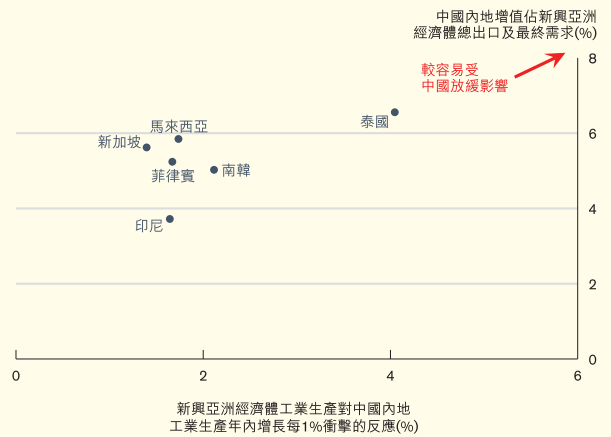
除了自疫情爆發以來物業價格顯著上漲的地區有房地產市場出現調整風險外，金融緊縮帶來的不利因素，加上高通脹引致生產成本上漲而壓抑利潤，均可能對區內債務沉重的公司的還款能力構成挑戰。就此而言，值得注意的是，自疫情爆發以來，利息覆蓋率較弱（即不足1）的公司所佔的債務比例有所增加（圖 2.10），而全球金融狀況收緊將令這些公司未來發展面對更大的阻力。

**圖 2.10**  
新興亞洲：利息覆蓋率低於 1 的非金融上市公司的債務



中國內地經濟可能放緩將多方面為區內經濟構成進一步阻力。首先，作為區內出口的主要目的地（2021年輸往中國內地的出口佔新興亞洲經濟體整體出口約五分之一），中國內地需求減弱將使區內出口增長放緩。第二，由於中國內地是主要生產中心，若疫情再度爆發並實施封鎖措施，將可能令全球及地區供應瓶頸惡化。這些因素疊加會打擊亞洲經濟體，特別是那些(1)工業生產對內地生產較為敏感的經濟體（圖 2.11 中的水平軸）；及(2)當地最終需求及總出口較依賴中國內地增值的經濟體（圖 2.11 的縱軸）。

**圖 2.11**  
中國內地經濟放緩可引致的風險

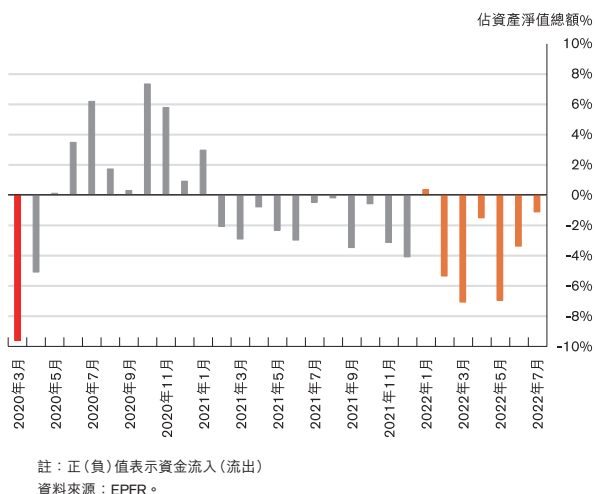


## 專題 1 評估新興亞洲美元企業債券市場的脆弱性： 開放式基金的角度

### 引言

隨着主要先進經濟體收緊貨幣政策及全球經濟前景轉弱，繼 2021 年全年合計開放式基金的資金從新興亞洲經濟體<sup>4</sup>溫和流出後，資金流出的速度於 2022 年上半年有所加快（圖 B1.1）。資金大量流出引發市場對這些新興亞洲經濟體金融穩定性風險的擔憂和其對全球的影響。

**圖 B1.1**  
自 2020 年 3 月以來開放式基金在新興亞洲經濟體的每月資金流



在過去幾年環球流動資金充裕的情況下，大量資金透過開放式基金流入債券市場，部分新興亞洲企業透過發行美元債券，建立了巨大的槓桿，當資金從開放式基金撤走，尤其會對這些新興亞洲企業造成困難。一如 2020 年 3 月，當大量資金突然流走，企業的美元融資成本會被推高，並削弱其再融資的能力。此外，如果企業因未能進行債券再融資而須轉求銀行信貸，資金流出帶來的震盪則可能溢出至銀行業。儘管如此，開放式基金所持美元債券的數據參差不齊，使此

類系統性風險的審查窒礙難行（國際結算銀行，2020 年）。

在此背景下，本專題使用我們的最新數據，說明這些系統性影響。借鑑 2020 年 3 月的事件，我們評估當資金大規模從開放式基金流出的情況下，新興亞洲企業及其銀行貸款人如何受到影響，並根據評估為新興亞洲經濟體提出政策建議，以在全球貨幣環境進一步收緊的情況下保障金融穩定。

### 開放式基金投資於新興亞洲美元企業債券的程度

我們的最新數據涵蓋 11,395 個以美元計值的非股權開放式基金，以及這些基金持有總部位於新興亞洲經濟體的 11,123 家非金融類上市公司發行的美元債券<sup>5</sup>。當中我們發現開放式基金是新興亞洲美元企業債券的重要持有人，截至 2021 年 3 月底，開放式基金持有該等美元債券未償還總額約 15%。<sup>6</sup>

此外，我們發現債務負擔較大的企業發行的美元債券較多由開放式基金持有。<sup>7</sup>截至 2021 年 3 月底，債務負擔較大的企業所發行的美元債券中約 18% 由開放式基金持有，相對於債務負擔較少的企業的 11% 為高。這意味着，在開放式基金投資撤出的時候，債務負擔較大的企業的融資狀況可能會受到更大的打擊。

<sup>4</sup> 這些包括中國內地、印度、印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國及越南。

<sup>5</sup> 開放式基金樣本取自晨星，佔全球非股權開放式互惠基金及交易所買賣基金的 72%。晨星的數據供應來源並不保證其提供的所有資料的準確性、完整性或時間性，亦不會就這些資料的使用負責。

<sup>6</sup> 開放式基金投資於美元企業債券的比重在已發展亞洲亦顯著上升，達到未償還總額的 9%。開放式基金於其他地區的投資佔比雖然維持在相對較高的水平，但近年來一直處於輕微下降趨勢（如北美：45% 和歐洲：22%）。

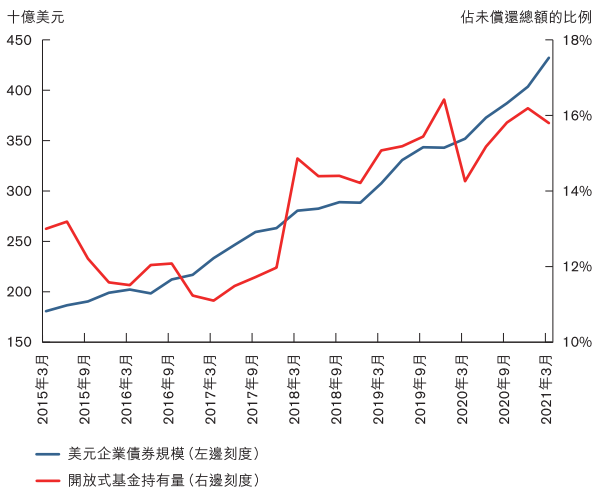
<sup>7</sup> 如果企業的資產負債比率高於樣本中位數，我們將其歸類為「債務負擔較大」；否則為「債務負擔較小」。如果使用其他指標（例如利息覆蓋率和美元負債是否在 12 個月內到期）作分類，結果依然適用。



### 當開放式基金資金流入美元債券市場，企業槓桿會否提升？

在過去幾年，開放式基金對美元債券的投資日益增加，新興亞洲企業可受惠於債券需求增加和資金成本下降，繼而提高了他們在發行新債券方面的誘因，從而逐漸提升槓桿。我們的數據顯示，隨着開放式基金的投資佔新興亞洲美元企業債券的比重增加（紅色線，圖B1.2），這些債券在2015年第1季至2021年第1季增長超過一倍（藍色線，圖B1.2）。

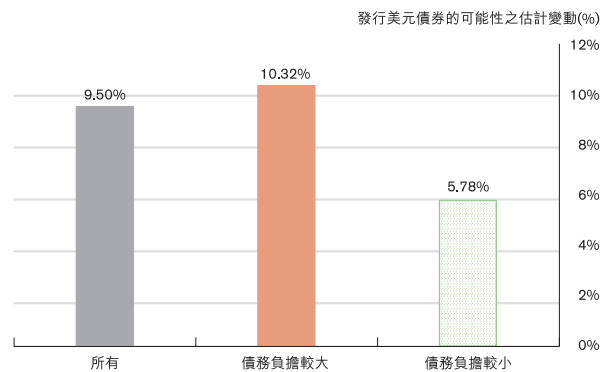
**圖B1.2**  
新興亞洲美元企業債券的規模及開放式基金的投資



註：此圖表顯示新興亞洲美元企業債券的未償還金額（藍色）及開放式基金於當中的投資佔未償還總額的百分比（紅色）。  
資料來源：晨星、彭博、Refinitiv、Dealogic及金管局職員估計數字。

此外，我們的實證分析顯示，開放式基金對這些未償還美元債券的投資增加，會提高新興亞洲企業（尤其是債務負擔較大的企業）發行新債券的可能性。以開放式基金於2019年投資的平均季度增長8.27%作參考，考慮到有關升幅，估計企業在下一季發行新美元債券的可能性會提升9.50%（灰色棒，圖B1.3）。對於債務負擔較大的企業而言，發行新債券的可能性更將進一步顯著上升10.32%（橙色棒，圖B1.3）。

**圖B1.3**  
因應開放式基金投資於2019年的平均季度增長，企業發行新美元債券的可能性之估計變動



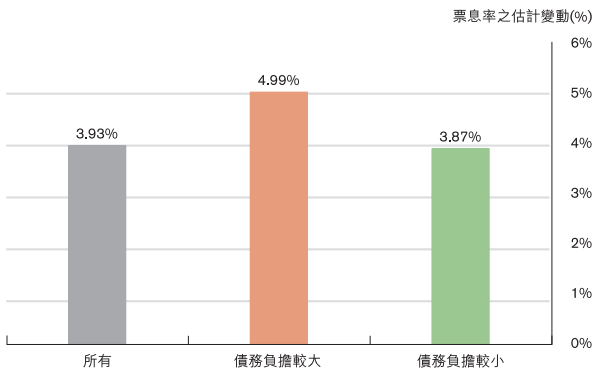
註：  
(1) 該棒形圖顯示了2019年開放式基金投資的平均季度增長對所有企業（灰色）、債務負擔較大的企業（橙色）及債務負擔較小的企業（綠色）發行新美元債券可能性的影響；及  
(2) 實色棒形表示10%的顯著性差異水平。  
資料來源：金管局職員估計數字。

### 開放式基金的變現是否會增加新興亞洲企業的美元資金壓力？

雖然開放式基金的投資在正常時期為新興亞洲企業提供更多資金機會，但亦可能會在受壓時期突然倒退，從而使這些企業面臨巨大的資金壓力。在2020年第1季，開放式基金將所持約14%的新興亞洲美元企業債券變現。通過使用這種變現規模，我們可以推斷在2020年3月的事件中資金撤出如何影響這些企業的融資成本和發行新債券可能性。

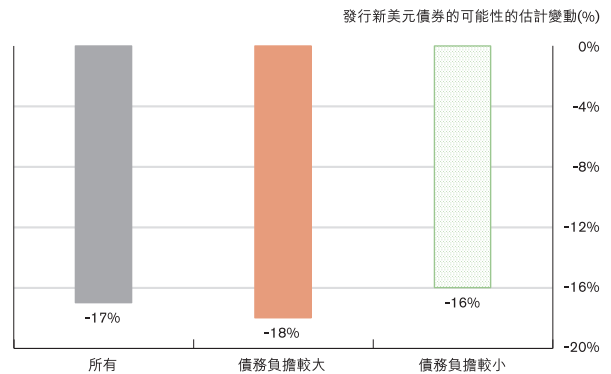
首先，開放式基金的變現可能導致新興亞洲企業的美元融資成本飆升。具體而言，我們的結果顯示，2020年第1季的變現使同期的美元企業債券發行的票息率上調了3.93個百分點（灰色棒，圖B1.4），相當於較2019年第4季的平均水平上升58%。債務負擔較大的企業的升幅更為顯著，其票息率在此受壓期間躍升4.99個百分點（橙色棒，圖B1.4）。

**圖B1.4**  
因應開放式基金於2020年第1季變現的票息率之估計變動



註：  
(1) 該棒形圖顯示了2020年第1季開放式基金變現對所有企業(灰色)、債務負擔較大的企業(橙色)和債務負擔較小的企業(綠色)發行的美元債券的票息率的影響；以及  
(2) 實色棒形表示10%的顯著性差異水平。  
資料來源：金管局職員估計數字。

**圖B1.5**  
企業因應開放式基金在2020年第1季變現而發行新美元債券的可能性的估計變動



註：  
(1) 該棒形圖顯示了2020年第1季開放式基金變現對所有企業(灰色)、債務負擔較大的企業(橙色)和債務負擔較小的企業(綠色)在2020年第2季發行新美元債券的可能性的估計影響；以及  
(2) 實色棒形表示10%的顯著性差異水平。  
資料來源：金管局職員估計數字。

其次，開放式基金的變現也可能導致新發行活動收縮。我們的結果顯示，開放式基金在2020年第1季的變現，將所有企業在2020年第2季發行新美元債券的可能性降低了17% (灰色棒，圖B1.5)。<sup>8</sup> 同樣，債務負擔較大的企業所受的影響較大，其發行新債券的可能性減少18% (橙色棒，圖B1.5)。

總而言之，考慮到(i)在市場受壓前，開放式基金對債務負擔較大的企業的投資較大，以及(ii)開放式基金變現對其融資成本及發行新債券的能力的估計影響較大，因此開放式基金的變現可能會對這些企業構成更大的再融資挑戰。為了應對美元債券發行活動的不足，這些企業可能需要尋求其他資金來源，這可能會造成不利影響並蔓延至更廣泛的金融體系，例如銀行貸款人。

**開放式基金的變現會否對銀行業造成不利影響？**

對於新興亞洲企業，銀行貸款是另一個與債券發行規模相若的美元融資主要來源。<sup>9</sup> 如果企業決定用銀行信貸來彌補債券發行量的不足，銀行業也可能會間接受到開放式基金變現的影響。特別是，考慮到債務負擔較大的企業在取得債券再融資時面對較大困難而有更迫切的需要尋求銀行信貸，這可能會令銀行作為貸款人面臨更大的信貸風險。

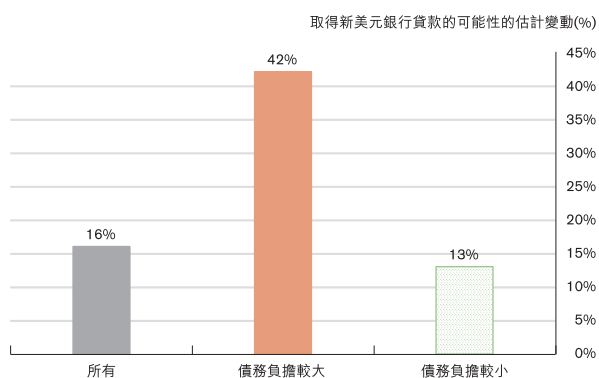
具體而言，我們的實證結果顯示，在開放式基金於2020年第1季變現後，企業在2020年第2季尋求美元銀行貸款的可能性提高了16% (灰色棒，圖B1.6)。<sup>10</sup> 此外，債務負擔較大的企業所受的影響更為顯著，在相同情況下，尋求美元貸款的可能性提高了42% (橙色棒，圖B1.6)。

<sup>8</sup> 這與2020年第2季新發行的美元債券按年下跌25%一致。

<sup>9</sup> 我們的數據顯示，截至2019年第4季，新興亞洲企業的美元借款中有54%來自銀行貸款，其餘則來自發行債券。

<sup>10</sup> 這與2020年第2季新獲取的美元銀行貸款按年增長32%一致。

**圖 B1.6**  
**企業因應開放式基金在 2020 年第 1 季變現而取得新美元銀行貸款的可能性的估計變動**



註：

(1) 該棒形圖顯示了 2020 年第 1 季開放式基金變現對所有企業 (灰色)、債務負擔較大的企業 (橙色) 和債務負擔較小的企業 (綠色) 在 2020 年第 2 季取得新美元銀行貸款的可能性的估計影響；以及

(2) 實色棒形表示 10% 的顯著性差異水平。

資料來源：金管局職員估計數字。

此外，對銀行業的影響也可能會蔓延至其他地區。我們最新的數據顯示，新興亞洲企業的美元銀行貸款中有六成來自總部位於已發展市場的銀行<sup>11</sup>，意味不利影響可能會蔓延至發達市場。

### 結論及意義

總括而言，我們的研究結果發現開放式基金是新興亞洲美元企業債券的主要持有者之一。雖然開放式基金的投資比重不斷增加，使這些企業在過去幾年發行了更多美元債券，但一旦開放式基金撤回投資，槓桿風險的增加可能會使企業變得非常脆弱。

我們的實證分析顯示，在 2020 年 3 月的事件中，開放式基金的變現導致企業的美元融資成本飆升，並削弱了其通過美元債券市場進行再融資的能力，尤其是債務負擔較大的企業。我們更發現，鑑於這些企業難以透過債券再融資，因此更大可能向銀行貸款，從而使銀行的企業貸款面臨更高的信貸風險。

展望未來，先進經濟體的貨幣政策持續正常化，將進一步收緊環球金融狀況。加上全球經濟前景黯淡，這可能會加劇開放式基金資金流的波動，並令金融體系更加脆弱。因此，有迫切需要密切監察，並採取政策應對潛在系統性風險。就此而言，我們的調查結果有兩項政策建議：

- (i) 訂立政策加強開放式基金流動性管理，可能有助緩解美元企業債券的變現情況，減輕在受壓時期對新興亞洲企業的后續影響；以及
- (ii) 儘管銀行可能會向企業借款人提供貸款，以幫助緩解他們因開放式基金資金快速流出而產生的財務壓力，但銀行必須密切監察公司貸款組合的資產質素。

### 參考

國際結算銀行 (2020 年)。“US dollar funding: an international perspective”, *BIS CGFS Papers*, No. 65.

<sup>11</sup> 雖然該等銀行的貸款人可以是在新興亞洲經濟體經營的外國銀行分行，但該等分行的美元資金通常來自其母公司或美國分行 (國際結算銀行，2020 年)。

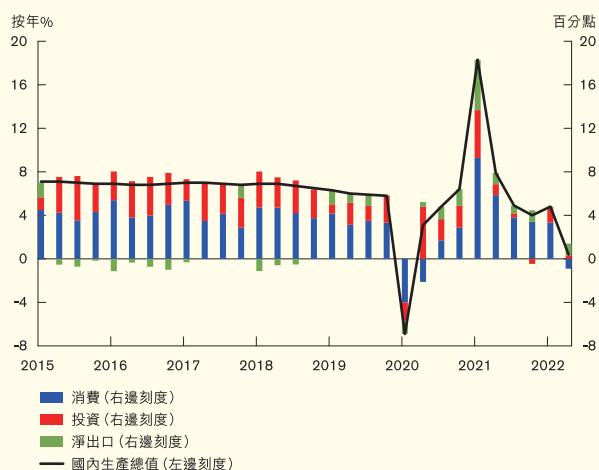


## 2.2 中國內地

### 實體經濟

在Omicron疫情爆發、房地產市場低迷及外部不確定因素增加(如俄羅斯與烏克蘭的衝突及美國貨幣政策正常化)的情況下，中國內地的國內生產總值增長由第1季的按年4.8%放緩至第2季的按年0.4%。整體而言，內地經濟於2022年上半年按年增長2.5%，低於2022年約5.5%的官方增長目標(圖2.12)。

**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

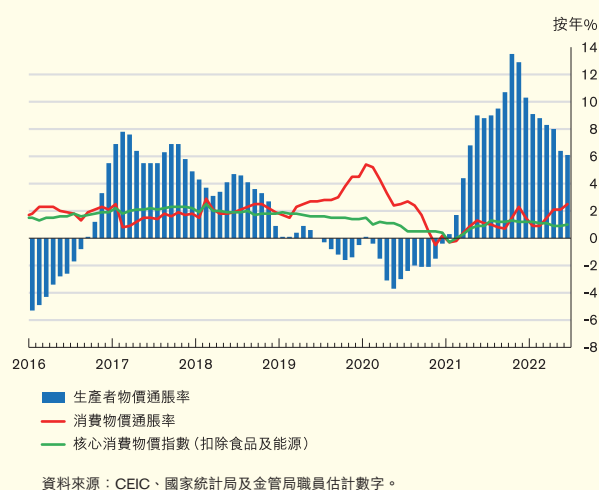


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，於疫情受控及實施多輪政策支持之後，內地經濟有望於下半年持續復甦。根據最新的共識預測，2022年內地經濟預計將增長3.7%。然而，經濟前景仍面臨若干挑戰。國內方面，由於物業項目延遲交付導致按揭還款受到抵制，購房者信心仍然疲弱，短期內房地產市場活動的低迷可能會持續。消費(尤其是與面對面服務有關的消費)將可能繼續受到疫情未來發展的不確定性及相關的社交距離措施影響。外部方面，全球能源短缺，通脹飆升所導致的貨幣政策提前正常化，以及曠日持久的俄烏衝突所引起的全球需求疲軟均可能損害出口表現。為便於監測內地的經濟表現，專題2介紹了一個使用季度及月度宏觀經濟指標的國內生產總值增長即時預測模型。

在全球通脹飆升的情況下，中國內地的生產者物價通脹率於2022年上半年維持在相對較高的水平(圖2.13)。儘管如此，生產者物價通脹率轉嫁至消費物價通脹率的情況有限，整體消費物價通脹率於2022年6月維持按年上升2.5%的溫和水平，部分反映食品價格(如豬肉價格)的低迷，及國內需求在房地產市場下行及新型冠狀病毒疫情反復爆發下疲軟。最新的共識預測預計，內地的消費物價於2022年全年將溫和上升2.4%。

**圖 2.13**  
中國內地：消費物價及生產者物價通脹率

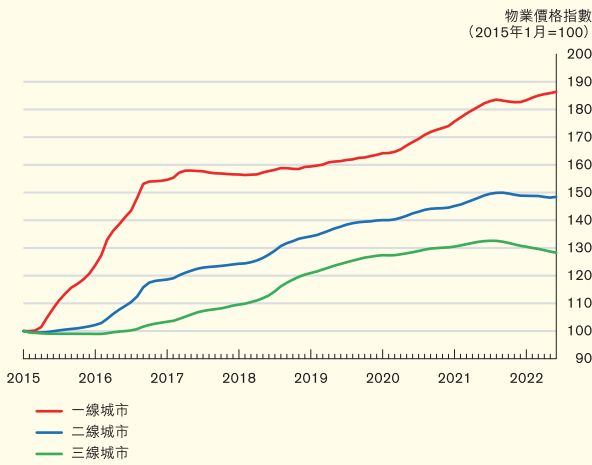


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

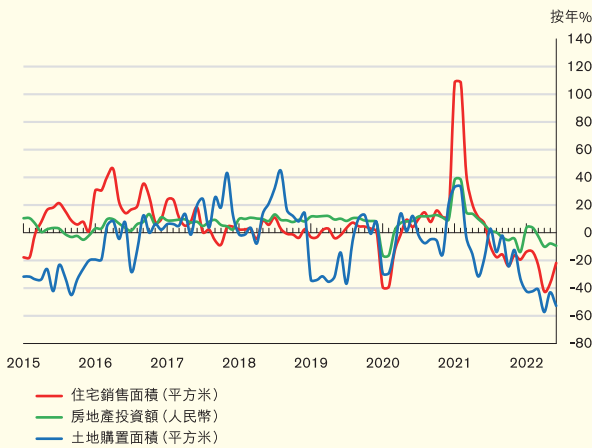
### 資產及信貸市場

2022年上半年，在房地產開發商融資困難及新型冠狀病毒疫情再度爆發的情況下，內地房地產市場持續低迷。除一線城市外，大多數城市的房價疲軟(圖2.14)，而住宅銷售面積按年顯著下降(圖2.15)。因此，各線城市的庫存銷售比率有所上升，三線城市的庫存銷售比率於2022年6月飆升至53個月的歷史高位(圖2.16)。

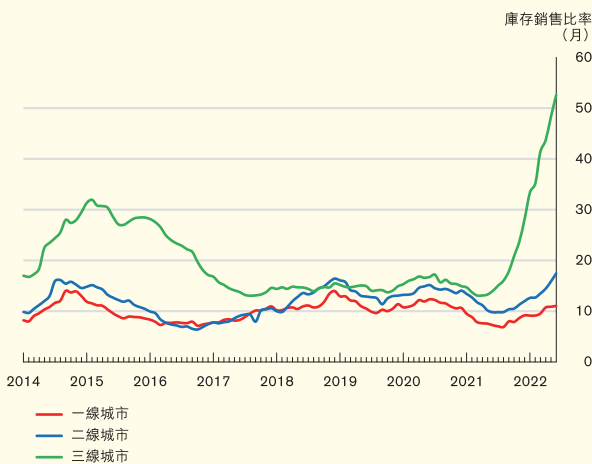
**圖 2.14**  
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格



**圖 2.15**  
中國內地：住宅銷售面積、房地產投資及土地購置



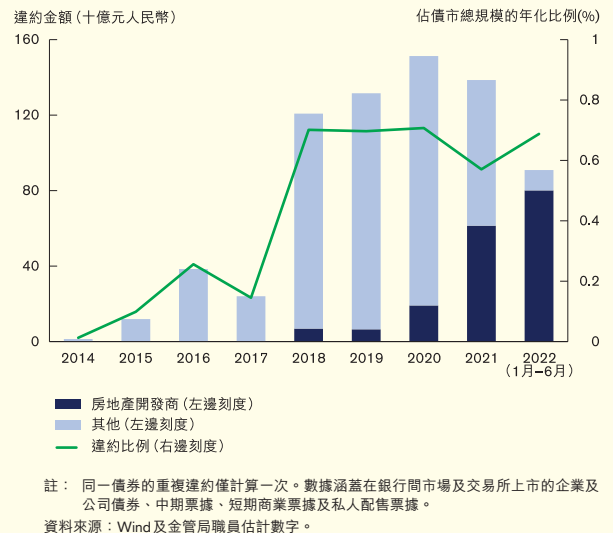
**圖 2.16**  
中國內地：按城市等級劃分的庫存銷售比率



為穩定房地產市場，內地當局加強了支持措施。在需求方面，當局下調按揭貸款基準利率（即5年期貸款市場報價利率）及首套住房按揭貸款利率下限，同時放寬不同城市的購房限制及首付比例。在供應方面，為緩解房地產開發商面臨的融資困難，當局鼓勵銀行區分項目層面的風險與公司層面的風險，以避免盲目撤回對開發商的貸款。於購房者抵制償還按揭貸款以應對項目延遲交付之後，為加強他們的信心，當局亦承諾促進房屋交付，並設立為2,000億元人民幣的基金，同時強調地方政府有責任確保物業交付。雖然市場於6月伴隨著積壓的需求被釋放而出現一些暫時企穩的跡象，但在購房者信心減弱的情況下，該趨勢是否會持續仍不明朗。

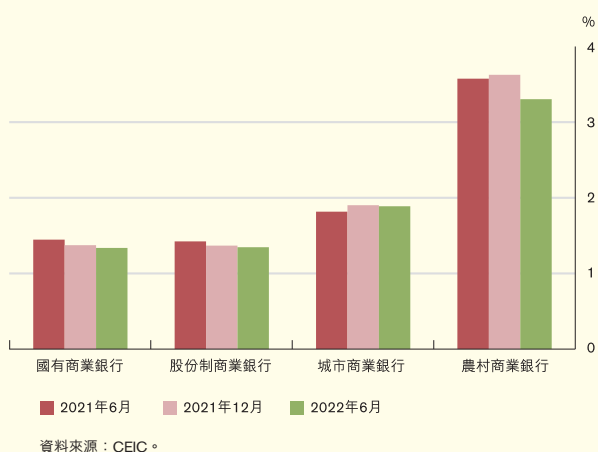
流動資金壓力在房地產市場低迷的情況下加劇，2022年上半年內地房地產開發商於在岸市場的違約額達到了約800億元人民幣。然而，在岸債券市場的年化整體違約率於2022年上半年仍然維持在約0.7%的低位，其中房地產開發商佔違約總額的約88%（圖 2.17）。

**圖 2.17**  
中國內地：在岸債券違約規模及比例



銀行業整體風險仍然可控。國有銀行的不良貸款率依然較低，從2021年底的1.37%進一步下降至2022年6月的1.34%（圖2.18）。此外，內地大型銀行的撥備覆蓋率由2021年底的239%改善至2022年6月的245%，遠高於監管要求。但是，在經濟及房地產市場持續低迷的情況下，若干小型銀行面臨的資產質量壓力不應被忽略。例如，儘管農村商業銀行的不良貸款率於今年上半年內呈下降趨勢，但於2022年6月仍保持在3.3%的較高水平。

**圖 2.18**  
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



### 匯率及跨境資本流動

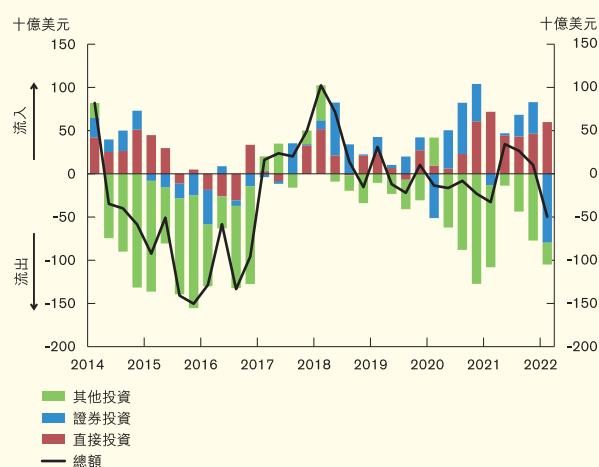
自美國3月底加息後，在岸人民幣兌美元的升值趨勢逆轉，於此後幾個月顯著走軟。離岸人民幣的匯率走勢較在岸人民幣弱，5月在岸人民幣與離岸人民幣的價差於短期內顯著擴大至超過500點（圖2.19）。為穩定人民幣匯率，中國人民銀行於4月25日宣布將外匯存款準備金率從9%下調100個基點至8%，並於9月5日宣布再次下調200個基點至6%，以向市場提供更多外匯流動性。

**圖 2.19**  
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率



在中美息差擴大的情況下，最新的國際收支平衡統計數字顯示，2022年第1季錄得資本淨流出，這主要受國內居民增持外國債券及股票以及外國投資者拋售境內債券所推動（圖2.20）。同時，由於外國對內地直接投資超過內地居民的對外直接投資，直接投資淨流入保持強勁並進一步回升。

**圖 2.20**  
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



展望未來，雖然受惠於中國內地穩健的經濟基本面及金融市場的進一步開放，內地經濟長遠而言將繼續吸引外國投資者，但在中美息差擴大、中國內地增長前景的不確定性及地緣政治緊張局勢加劇的情況下，短期跨境資本流動的波動性可能會增加。

### 貨幣及財政政策

鑑於經濟面臨下行壓力，當局加大政策支持力度以穩定增長，包括於5月底公布的一項涵蓋六個領域（如促進基礎設施投資、穩定供應鏈及支持中小企業）33項措施的刺激方案，和於8月底宣布的19項接續政策以提供更多資金和援助。

在貨幣政策方面，中國人民銀行：(i) 於2022年4月25日將存款準備金率下調25個基點；(ii) 分別於2022年5月20日和8月22日將5年期貸款市場報價利率下調15個基點，並於8月22日將1年期貸款市場報價利率下調5個基點以刺激投資需求；及(iii) 於2022年8月15日將1年期中期借貸便利及7天期逆回購利率各下調10個基點。此外，中國人民銀行宣布其將擴大結構性貨幣工具的使用，包括定向降準，以支持向小微企業發放銀行貸款。在一系列寬鬆措施下，企業貸款加權平均利率由2021年的4.6%下降至2022年第2季的4.2%，反映實體經濟融資成本有所下降。

在財政政策方面，當局在範圍和規模上均加大了政策支持力度。最新的主要寬鬆措施包括進一步削減零售及服務行業的稅項1,420億元人民幣、汽車購置稅600億元人民幣，以及從9月起對中小微製造企業共涉及4,400億元稅費的緩繳期限繼續延長4個月。此外，政策性銀行已將基礎設施貸款授信額度增加8,000億元人民幣，並發行金融債券3,000億元人民幣用於為基礎設施項目提供資金，且計劃再增發3,000億元相同用途的債券。政府亦強調提高財政政策成效的重要性，尤其是用足用好地方政府專項債券發行所籌集的資金，以刺激國內需求。政府隨後在8月宣布增發5,000億元人民幣地方政府專項債券。

儘管實施了更積極的財政政策，地方政府債務的整體風險仍然受控，而2022年6月底內地地方政府債務餘額對國內生產總值的比率維持在30%的低水平，較去年年底輕微上升。然而，房地產市場低迷可能會影響相對較依賴土地銷售的地區（如海南、黑龍江及寧夏）的部分地方政府的財務狀況。為更好地支持地方政府財政支出，中國人民銀行宣布於年底前向中央政府上繳超過一萬億元人民幣的利潤，有關利潤將用於向地方政府（尤其是是面臨財政困難的地方政府）進行轉移支付。

## 專題 2

### 中國內地國內生產總值增長的即時預測

#### 引言

在新型冠狀病毒感染病例回升及房地產行業下行的情況下，中國內地經濟於最近幾個季度面臨強大阻力。鑑於中國內地對全球經濟的重要性，準確掌握內地經濟的現狀實屬有用。考慮到國內生產總值僅每季提供一次，且在發布方面有一定的滯後性，本專題介紹一種即時預測內地國內生產總值增長的方法。該方法結合季度及月度數據，使用被多家央行採用的不受限混頻數據採樣 (U-MIDAS) 模型<sup>12</sup>。

#### 方法及數據

具體而言，我們的 U-MIDAS 回歸採用以下形式，並且每次回歸僅包含一個特定的月度指標：

$$y_t^{(Q)} = \alpha + \sum_{i=1}^p \beta_i y_{t-i}^{(Q)} + \psi(L)x_{j,t}^{(M)} + u_t$$

其中， $y_t^{(Q)}$  是季度國內生產總值增長， $x_{j,t}^{(M)}$  表示第  $t$  季度第  $j$  個月的月度經濟序列。 $\psi(L) = \sum_{k=0}^q \psi_k L^k = \psi_0 + \psi_1 L + \dots + \psi_q L^q$ ， $L^k$  是滯後算子，因此  $L^k x_t^{(M)} = x_{t-k}^{(M)}$ 。 $p$  和  $q$  是滯後階數，其可能隨着各個指標而變化<sup>13</sup>。

該模型包括六個類別的內地經濟活動指標，涵蓋：(1) 問卷調查、(2) 製造業活動、(3) 房地產行業表現、(4) 國際貿易、(5) 零售銷售及 (6) 其他活動<sup>14</sup>。該等指標詳列於表 B2.1。

表 B2.1

U-MIDAS 模型所用的月度指標

指標	通常發布日期
<b>問卷調查</b>	
1. 製造業採購經理人指數	當月月末
2. 製造業採購經理人指數：生產	當月月末
3. 非製造業採購經理人指數	當月月末
4. 非製造業採購經理人指數：建築業	當月月末
5. 財新製造業採購經理人指數	次月第 1 日
6. 財新服務業採購經理人指數	次月第 1 日
<b>製造業</b>	
7. 電力產量	次月第 15 日
8. 粗鋼產量	次月第 15 日
9. 鋼鐵產量	次月第 15 日
10. 水泥產量	次月第 15 日
11. 工業產量	次月第 15 日
<b>房地產業</b>	
12. 房屋新開工面積	次月第 15 日
13. 商品房銷售面積	次月第 15 日
<b>國際貿易</b>	
14. 出口	次月第 7 日
15. 進口	次月第 7 日
16. 貿易順差	次月第 7 日
17. 主要港口集裝箱吞吐量	次月第 15 日
<b>零售銷售</b>	
18. 零售銷售	次月第 15 日
19. 零售銷售：消費品	次月第 15 日
<b>其他</b>	
20. 公路貨運量	次月第 15 日
21. 核心消費物價指數	次月第 10 日

資料來源：Wind、中華人民共和國交通運輸部及金管局職員估計數字。

為取得可靠及準確的結果，我們的國內生產總值增長即時預測設定為六套指標預測結果的加權平均值，而每個回歸的權重乃根據其預測的準確度釐定<sup>15</sup>。圖 B2.1 概述我們國內生產總值增長即時預測的整個流程。

<sup>12</sup> U-MIDAS 由 Foroni *et al.* (2015) 提出。它是一個強大的國內生產總值預測工具，被多家央行採納（請參閱 Anesti *et al.* (2017) 和 Chikamatsu *et al.* (2018) 的資料）。

<sup>13</sup> 最佳滯後期乃根據貝葉斯信息量準則釐定。

<sup>14</sup> 效仿 Bok *et al.* (2018) 及 Chikamatsu *et al.* (2018)，金融變量不包括在模型中。

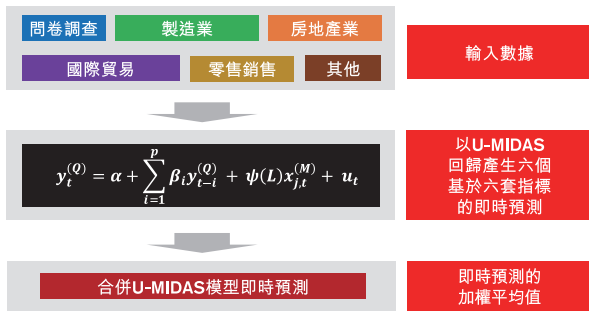
<sup>15</sup> 採用反向均方誤差（即權重取決於模型的均方預測誤差 (MSFE)）。具體而言，於時間  $t$  分配至指標  $i$  的權重計算如下：

$$w_{i,t} = \frac{1/MSFE_{i,t}}{\sum_{j=1}^N 1/MSFE_{j,t}}$$

其中  $N$  是指標總數。



**圖 B2.1**  
中國內地國內生產總值增長的即時預測流程

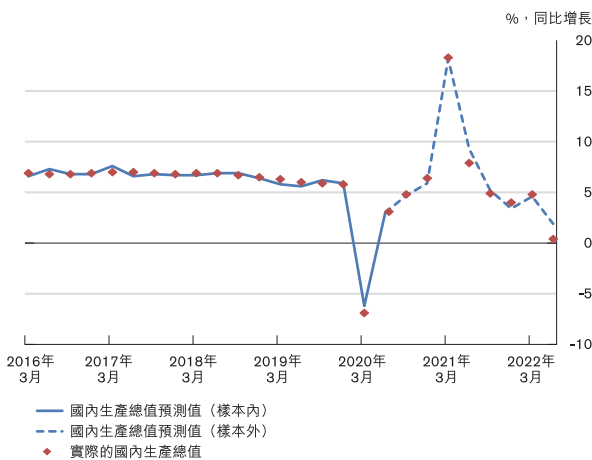


全部數據樣本分為兩個子區間。合併U-MIDAS模型使用2015年1月至2020年6月的第一個子區間進行估計，以納入新冠病毒的首次爆發。樣本隨後滾動擴展至第二個子區間（2020年7月至2022年6月），以便進行樣本外評估。

### 即時預測結果

圖B2.2將我們的即時預測結果與自2016年開始的實質國內生產總值增長進行比較<sup>16</sup>。該圖顯示，我們的樣本內及樣本外預測緊密追蹤國內生產總值增長。特別是我們的預測把握到了由於新冠病毒出現所導致的2020年第1季的驟降及第二年的經濟復甦。

**圖 B2.2**  
樣本內及樣本外的中國內地國內生產總值增長即時預測

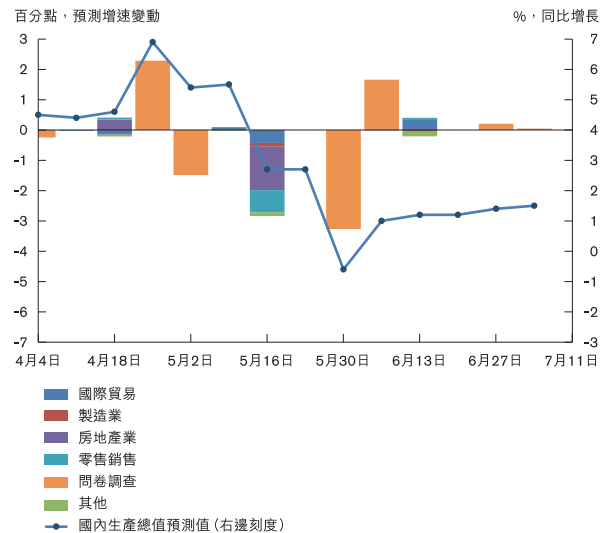


註：虛線顯示結果為樣本外區間內進行的估計，而實線為樣本內區間的估計。  
資料來源：Wind、中華人民共和國交通運輸部及金管局職員估計數字。

<sup>16</sup> 由於大部分最佳滯後期為12個月，我們的預測始於2016年第1季。

合併U-MIDAS模型即時預測方法的另一個優點是它使我們能夠了解導致即時預測發生改變的背後因素。例如，我們對2022年第2季國內生產總值增長的即時預測於4月及5月有所下調，主要是由於Omicron爆發及封城後問卷調查數據、房地產行業表現、零售銷售及國際貿易顯著惡化。其後，在放寬新冠病毒限制措施的情況下，問卷調查及國際貿易數據反彈支撐了國內生產總值增長回升（圖B2.3）。我們的預測顯示，內地國內生產總值增長將於第3季有所改善，但在經濟面臨阻力的情況下，增長仍然疲軟。

**圖 B2.3**  
2022年第2季中國內地國內生產總值增長即時預測的變動情況及影響因素



註：  
(1) 藍點是指基於截至當時可得信息的每週即時預測。導致預測變動的相關要素以堆疊的彩色條表示，每種顏色表示六套指標之一。  
(2) 預測始於本季且包括直至官方國內生產總值發布為止的四個月。  
資料來源：Wind、中華人民共和國交通運輸部及金管局職員估計數字。

圖B2.3表明，我們即時預測的準確度往往會隨着新的官方國內生產總值數據發布日期臨近且納入了更多可得信息而提高。誠如樣本外預測結果顯示，我們的即時預測通常在正式數據發布之前一個月便會趨近於實際的國內生產總值增長。

## 結論

本專題介紹了一種基於21個月度指標追蹤中國內地經濟表現的國內生產總值增長即時預測模型。我們的即時預測模型於全部樣本期內展現出良好的預測力，亦似乎能夠明確展示影響中國內地經濟表現的關鍵因素，包括房地產行業放緩、零售銷售惡化及市場情緒受挫。

## 參考文獻

Anesti, N., Hayes S., Moreira A., and Tasker J. (2017). "Peering into the present: the Bank's approach to GDP nowcasting.", *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 57(2), 122-133.

Bok, B., Caratelli, D., Giannone, D., Sbordone, A. M., & Tambalotti, A. (2018). "Macroeconomic nowcasting and forecasting with big data", *Annual Review of Economics*, vol. 10(1), 615-643.

Chikamatsu K., Hirakata N., Kido Y., and Otaka K. (2018). "Nowcasting Japanese GDPs.", *Bank of Japan Working Paper Series*, No. 18-E-18.

Foroni, C., Marcellino, M. G., and Schumacher, C. (2015). "Unrestricted Mixed Data Sampling (MIDAS): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials." *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, vol. 178(1), 57-82.