HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2015年9月

本報告分析2015年2月底至2015年8月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2015年9月

目錄

1. 概論	**4**
2. 全球環境及展望	**10**
2.1 外圍環境	10
2.2 中國內地	20
3. 本港經濟	**32**
3.1 實體經濟活動	32
3.2 消費物價	34
4. 貨幣及金融狀況	**41**
4.1 匯率及資金流	41
4.2 貨幣及信貸	43
4.3 股市	49
4.4 債務市場	51
4.5 物業市場	53
5. 銀行業的表現	**57**
5.1 盈利及資本額	57
5.2 流動資金、利率及信貸風險	59
專題1 新興亞洲債券市場的流動性	16
專題2 槓桿交易和中國內地的股市動盪	28
專題3 香港的生產力增長：各行業的情況及其推動因素	36
專題4 宏觀審慎政策的輸入型溢出效應 — 來自香港境外銀行的佐證	71
詞彙	

1. 總結及概述

環球金融市場經歷了一段動盪的日子，在憂慮內地經濟放緩的情況下，市場對全球經濟增長前景進行重新定價。世界各地的股市出現大幅拋售，而人民幣隨著8月份官方宣布調整匯率中間價定價機制後貶值，商品價格和新興市場貨幣亦隨之而受到顯著壓力。隨著美國加息的時間和步伐的不確定性增加，而全球經濟尤其是新興市場經濟的下行風險上升，金融市場波幅將持續高企。

雖然全球及本地金融市場劇烈波動，但港元匯率大致保持穩定，並繼續靠近強方兌換保證水平。香港的貸款增長已見放緩，但家庭債務仍在增加。本地房地產市場價格仍然偏高，但在環球及本地金融市場波動加劇的情況下，下行壓力已有所增加。

展望未來，近期金融市場動盪，再加上營商環境可能轉差，或會削弱企業的基本因素。有鑑於近年企業的槓桿比率和償債負擔增加，美國息口上升將對香港銀行企業貸款的信貸質素構成挑戰。與此同時，由於內地經濟增長放緩，內地相關貸款佔銀行貸款份額持續上升仍然是須加關注的主要風險因素。

外圍環境

全球金融市場在過去幾個月經歷了動盪的時刻。由於憂慮希臘會退出歐元區以及中國內地的A股指數大幅下跌，市場波幅在7月開始增加。其後，市場在憂慮中國經濟前景下，對全球經濟增長前景重新定價，在8月出現了劇烈波動。世界各地的股市出現了大幅拋售，商品價格和新興市場貨幣亦顯著受壓，人民幣匯率更隨著官方調整人民幣中間價定價機制而貶值。由於希臘與其國際債權人就一項為期三年的援助方案達成協議，希臘退出歐元區的風險似乎有所減退，但對內地經濟增長放緩的憂慮、美國聯儲局貨幣政策正常化進程的不確定性、商品價格承受的下行壓力，以及新興市場的風險日益增加等，將繼續為全球金融市場蒙上陰影。

雖然美國目前的經濟及勞工市場復蘇與聯儲局早前表明可能會在今年年底前加息的論調仍然相符，但近期的全球金融市場動盪已增加了美國加息時間的不確定性。與此同時，商品價格疲弱及金融市場波動，也會

加劇歐洲和日本的通縮壓力和拖慢增長，令其貨幣政策所考慮的因素更形複雜。隨著公私營部門持續去槓桿化，歐元區的經濟增長和通脹已見疲弱。自7月以來，由於環球金融市場的動盪，市場的長期通脹預期已顯著回落。在這些情況下，市場人士預期歐洲中央銀行(歐央行)即使不擴大亦會全面實施目前的資產購買計劃。同樣，日本方面，工資增長持續呆滯及人口急速老化等不利因素，日本中央銀行(日本央行)實現其2%通脹目標的下行風險已經增加。故此，市場普遍預期日本央行會維持甚至擴大其量化及質化貨幣寬鬆計劃。

在中國內地，股市遭到大幅拋售，以及人民幣中間價設定機制在8月調整過後出現的人民幣匯率貶值，均增添內地經濟前景的不確定性。雖然人民銀行降低利率和存款準備金率以支持經濟增長和穩定市場信心，但由於實質利率高企以及人民幣實質有效匯率偏強，貨幣狀況未見顯著放鬆。鑑於經濟再平衡和去槓桿化仍在進行，預期經濟增長在短期內會繼續放緩。由於內地住戶和銀行在股市方面的風險敞口相對較少，近期股市波動對金融穩定的直接影響相信有限，但槓桿式交易活動和股票擔保融資會對內地金融體系的部分環節構成信貸風險。近期環球股市下跌亦顯示市場對內地經濟和金融市場發展的憂慮，可能會為環球各地帶來相當大的連鎖效應。由此而引發的全球性金融狀況趨緊，將會間接影響內地經濟和金融市場。專題2(見第28頁)探討在內地股市下跌的情況下股票融資所構成的相關風險以及其對宏觀經濟和金融穩定的影響。

市場對內地經濟前景的憂慮，加上全球商品價格下跌和美元的上升趨勢，對新興市場經濟體已日趨疲弱經濟增長及持續下跌的匯率更添下行壓力。隨著美國利率上升週期即將開始，全球商品價格持續疲軟，新興市場會繼續面對嚴峻的經濟挑戰以及更大的資金外流風險，特別是一些經濟基礎較弱、國內外不穩因素較多的市場。

東亞方面，由於出口表現普遍轉差，區內需求亦只屬一般，所以2015年上半年的經濟增長仍然疲弱。區內貿易放緩及源自中國內地及一些先進經濟體的疲弱需求，是削弱區內出口表現的主要因素。與此同時，市場對中國內地經濟前景的憂慮令投資者轉趨更謹慎地應對風險；而區內大部分貨幣兑美元近月亦持續轉弱。而由於債券市場在區內金融系統的作用日益重要，所以其流動性的縮減也值得關注。專題1(見第16頁)探討債券市場流動情況的近期趨勢，並討論其中因素和對金融穩定的影響。展望未來，東亞地區的

經濟前景很大程度上取決於因市場對中國內地經濟前景的憂慮和美國貨幣政策正常化的進程所引起的資金外流壓力，亦視乎資金外流壓力與區內不穩因素（如區內家庭債務急速膨脹等）如何互動。區內的中央銀行在制定政策時將繼續面對既要支持增長，又要防止不穩因素繼續累積和資金外流的兩難情況。

本地經濟

香港經濟在2015年上半年繼續以溫和步伐增長，疲弱的貿易表現部分抵銷了穩定的本地需求。實質本地生產總值於第1季和第2季分別按季增長0.7%和0.4%。私人消費維持穩定增長，私營及公營投資活動在第2季也有所增加，不過庫存下降。貨物出口及服務輸出亦減少，後者由於入境旅遊和離岸貨品貿易及物流服務輸出疲弱，大幅抵銷了金融服務輸出的強勢表現。整體而言，淨出口對第2季本地生產總值增長構成拖累。

本地通脹動力於2015年首7個月有所放緩。按3個月以年率計的基本通脹率由去年12月份的3.6%回落至7月份的2.8%，主要由於服務項目通脹及房屋租金放緩所致。展望未來，由於進口價格通脹偏軟及本地經濟增長步伐溫和，本地通脹壓力應可維持受控。

今年餘下數月，香港經濟預期會有所放緩。本地需求方面，近期股市下滑所帶來的負財富效應預料會導致私人消費增長減慢。雖然下半年私營及公營建造活動步伐預期會加快，但企業信心減弱，以及金融市場波動為經濟前景帶來不確定性，可能會拖累資本投資。外部需求亦面對不利因素，旅客消費持續疲弱，金融服務輸出亦可能放緩。政府目前預測2015年實質本地生產總值增長為2–3%，而私營機構分析則預測增長平均為2.3%。金管局內部編製的綜合領先經濟指標也預示2015年下半年經濟增長有放緩跡象。而且經濟增長前景將可能受到一些下行風險影響，當中包括全球金融市場波動、中國內地經濟增長不明朗、美國利率正常化，以及美元走強等風險。

事實上，香港的經濟增長於過去3年已由全球金融危機前的平均5%減慢至大約2–3%。專題3（見第36頁）通過分析主要行業的全要素生產率的表現，審視香港趨勢增長放緩的原因，有助了解香港經濟未來的潛在增長動力。

貨幣狀況及資金流動

雖然環球金融市場狀況多變、內地股票市場調整，以及人民幣匯率中間價新定價機制引發人民幣貶值，但港元匯率大致維持穩定，在貼近7.75的窄幅上落。

強方兑換保證於4月9日至24日期間，曾多次被觸發，涉及715億港元的流入，主要反映與股票相關的港元需求增加。近期中國內地和香港的股市調整以及人民幣貶值促使部分股票證券投資資金流逆轉，但港元匯率仍然堅挺，強方兑換保證於9月再次被觸發。

香港的貨幣環境於2015年上半年及近月維持寬鬆，低息環境持續。強方兑換保證被觸發後，港元貨幣基礎上升，而港元廣義貨幣供應（港元M3）亦顯著增加。由於銀行體系流動資金充裕，批發融資成本維持在低位。隔夜及3個月香港銀行同業拆息變動不大，分別約為0.06%和0.39%。在零售層面，綜合利率於6月跌至0.29%的近期低位，比6個月前低10個基點，而按揭利率則維持低企於大約1.95%。

整體貸款增長由2014年的12.7%輕微放緩至2015年上半年按年率計11.0%。這反映本地信貸增長放慢，但香港境外使用的貸款則繼續以相對較快的速度上升。本地信貸方面，各行業的信貸表現各異。於上半年，貿易融資自去年年底的低位上升，由於首次公開招股及股市交投活動暢旺，股票經紀貸款升勢明顯較快。然而，隨著零售銷售表現疲弱，批發及零售業貸款有所下跌。與此同時，家庭負債佔本地生產總值的比率於第2季微升至66.0%，主要是因為私人貸款和按揭貸款錄得較快增長，不過在金管局於2月底及3月初推出第七輪審慎措施後，按揭貸款增長已有所減慢。港元貸存比率輕微下跌，而美元貸存比率則稍微上升。

離岸人民幣匯率於4至7月期間保持穩定，並且緊貼在岸人民幣匯率的穩定走勢。然而，人民幣匯率定價機制於8月11日調整後，離岸人民幣匯率的貶值壓力增加。於8月下旬，離岸對在岸人民幣匯率的折讓曾擴闊至1,000點子。面對人民幣貶值壓力上升，離岸人民幣銀行同業拆借市場的融資狀況亦見收緊，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息自6月底上升約130基點，至8月底為4.6%。

香港人民幣資金池（包括未償還人民幣客戶存款及存款證）於第1季下降，但於第2季回升。期內香港銀行處理的人民幣貿易結算減少，並錄得由香港匯出至內地的淨流出。另一方面，銀行的人民幣貸款於上半年從低位上升25.7%。此外，香港作為環球離岸人民幣結算及交收服務中心的地位進一步提升，人民幣即時支付結算系統的日均成交額於上半年升至8,903億元人民幣。短期而言，若市場預期人民幣貶值壓力持續，人民幣資金池增長或會放慢，然而，同一時間，銀行提高利息吸收客戶存款或會抵銷部份資金壓力。

展望將來，預期內地與香港基金互認安排會增加兩地的基金產品種類，從而促進中國內地與世界其他地方透過香港進行跨境投資。

資產市場

香港股市在過去6個月經歷過大起大落，恒生指數曾一度飆升至七年高位，但最後則大幅回落。雖然香港與內地股市的聯繫愈趨緊密，但由於兩地市場的投資者對股票估值有著顯著的差異，A股相對H股依然存在溢價。展眼將來，香港股票（包括H股）的表現相信仍會深受外圍市場情況影響。投資者對內地經濟放緩的擔憂及美國貨幣政策正常化的不明朗因素，在今年餘下的時間仍會為本地股市蒙上陰影。

隨著債券發行額減少的步伐加快，本地債務市場僅略有擴張。今年上半年間，公營機構發行額錄得的按年減幅被私營機構發行額的雙位數增長所抵銷，然而，第2季的數字顯示，私營機構的發債活動或已開始失去動力。在可見的將來，市場能否吸引發行人及投資者，取決於市場在經歷近期的動盪後得以恢復過來的步伐，也取決於美國貨幣政策正常化的進程有多順利。同時，經過多年的顯著增長，香港離岸人民幣債務市場亦有所放緩。而導致市場活動減少的原因包括人民幣走弱與滬港通的推出令投資者對離岸人民幣債務證券的胃納減少；以及在岸融資成本在連串貨幣寬鬆措施後的下降。展望未來，縱然長遠前景仍然樂觀，但鑑於經濟及政策不明朗因素升溫，估計市場增長在未來一段時間會稍為放緩。

經過今年2月底、3月初金管局推出最新一輪的審慎監管措施後，住宅物業市場在3月出現整固跡象，但4至6月樓市活動有所回升，直至7至8月再度偏軟。樓價在今年首兩個月快速上升，但其後上升步伐已見減慢。儘管如此，由於年初的快速上揚，樓價在中小型單位的帶動下，在首7個月上升9.1%。置業負擔能力仍然偏緊，樓價與收入比率升至歷史高位，而收入槓桿比率亦攀升至遠高於長期平均水平。

銀行業表現

銀行業持續表現穩健，盈利錄得穩定增長，而且資本雄厚及資產質素優良。2015年上半年，零售銀行的稅前經營溢利較上一年下半年有5.4%的增長。盈利改善主要由於非利息收入大幅增長，抵銷了淨利息收入的減少。但是，零售銀行資產回報率在今年上半年微跌至1.14%，反映資產增長較收入增長為快。

回顧期內，銀行業順利實施在2015年1月1日開始生效的新《巴塞爾協定三》流動性標準。第2季度中，銀行業的流動資金狀況繼續保持良好，第1類機構的平均「流動性覆蓋比率」及第2類機構的平均「流動性維持比率」均遠高於最低監管要求。

為加強銀行的風險管理能力，金管局在2015年2月推出按揭貸款的另一輪審慎監管措施。部分反映了該措施的效果，第2季新批出的按揭貸款，無論在宗數、金額以至平均按揭成數均有所減少。

全球金融危機發生後，以宏觀審慎政策控制系統性風險已日益為全球決策者所青睞。但執行政策時，或會產生預期外的國際溢出效應。專題4（見第71頁）表明，香港銀行業無法完全避免受到來自香港境外銀行本國釋出的溢出效應所影響。研究更發現，宏觀審慎政策的溢出效應在模式和程度上都主要取決於銀行資產負債表的特徵以及所採用的宏觀審慎政策工具。這些結果顯示，決策者如果要在國際間協調宏觀審慎政策的執行可能會遇到很大的挑戰。

展望未來，近期金融市場表現動盪，再加上營商環境可能轉差，企業的基本因素或會被削弱。有鑑於近年企業的槓桿比率和償債負擔增加，美國息口上升將會令企業融資成本承受上升壓力，從而令香港銀行的企業信貸質素構成挑戰。與此同時，由於內地經濟增長放緩，內地相關貸款佔銀行貸款份額持續上升仍然是須加關注的主要風險因素。銀行應繼續為其信貸風險做好審慎風險管理。

*《貨幣與金融穩定情況半年度報告》*由香港金融管理局研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

環球金融市場近期出現大幅拋售，主要是由於憂慮內地經濟顯著放緩、環球商品價格持續疲弱，以及由此對新興市場經濟體所構成的下行壓力等，可能導致全球出現更嚴重及更持久的經濟放緩。近期全球金融市場動盪及其對全球經濟增長和通脹的潛在影響已增加了聯儲局加息時間的不確定性，並同時加強了市場對歐洲央行及日本央行即使不進一步擴大，亦會繼續維持其資產購買計劃的預期。

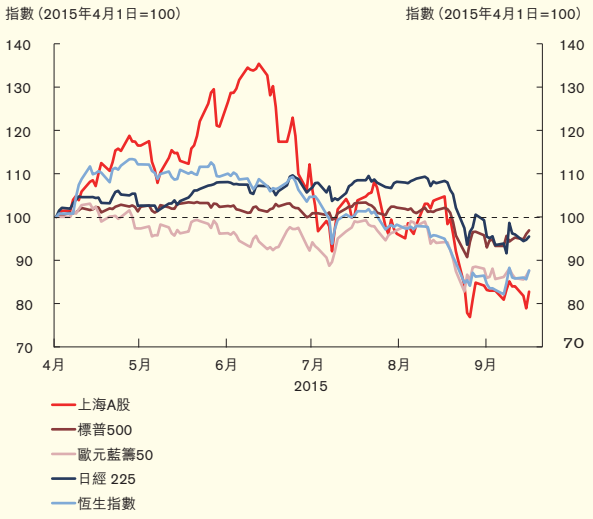
東亞方面，2015年上半年的增長動力較預期為弱。經濟增長前景轉趨暗淡以及人民幣貶值所引起的憂慮，增加了區內貨幣及金融市場的沽售壓力和波動。區內部分經濟體家庭負債持續上升所導致的不穩定因素更令人關注。區內決策者要在支持經濟增長和防止資金外流之間取得平衡將越趨困難。

中國內地方面，經濟活動在第2季從低位逐步企穩，而踏入第3季，經濟增長動力似乎有所減弱。雖然人民銀行調低利率和存款準備金率，但在實質利率高企，人民幣有效匯率較強的情況下，貨幣狀況未見顯著放鬆。由於經濟再平衡及去槓桿化仍在進行，經濟增長在短期內可能會繼續放緩。可喜的是，債務置換計劃的順利推行減輕了地方政府的債務風險，而金融市場的逐步開放將有助提高資源分配的效率。

2.1 外圍環境

今年7月，希臘人民在全國公投中否決援助方案所提出的進一步財政緊縮要求，全球金融市場的波幅隨即擴大。正當希臘面臨要退出歐元區之際，歐洲主要股票市場出現顯著的沽售壓力，直至希臘及其國際債權人就一項為期三年、總額達860億歐元的救助方案達成協議，市場才穩定下來。與此同時，全球市場亦受到內地股市動盪所困擾。雖然市場情緒在內地當局推出支持措施後一度穩定下來，但環球金融市場自8月中以來再度大幅波動。中國人民銀行（人行）完善人民幣在岸匯率形成機制的措施，引起市場對人民幣匯率貶值的擔憂，再加上8月份所公布的內地採購經理指數為6年多以來最低，觸發市場對內地經濟放緩的憂慮，以及對全球增長前景重新定價。因此，上海交易所A股指數以及全球各主要股市指數均大幅下挫，直至人行降低利率及存款準備金率，沽售壓力於8月底才有所紓緩（圖2.1）。

圖 2.1
主要股票市場指數

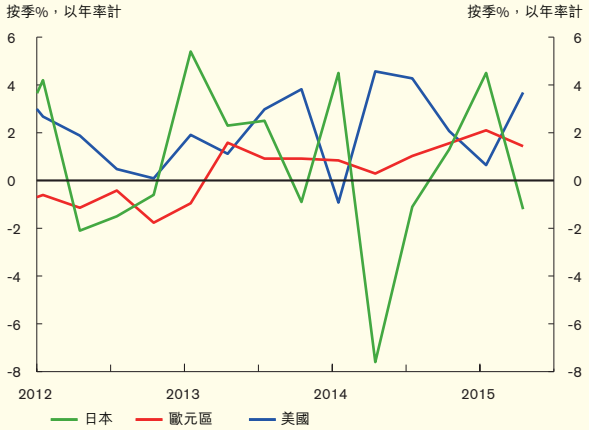


資料來源：Datastream。

展望將來，隨著近期的金融市場動盪，全球經濟及金融市場前景已變得更不明朗。雖然希臘脫離歐元區的風險至少暫時來説似乎有所減低，但對內地經濟放緩的憂慮、美國聯邦儲備局（聯儲局）貨幣政策正常化進程的不明朗因素、商品價格的下行壓力，以及新興市場風險與日俱增等種種因素，或會繼續令全球經濟前景蒙上陰影，並增加全球金融市場的波動。

先進經濟體方面，儘管過去幾年一直實施非常規貨幣寬鬆政策，經濟增長得以維持穩定，但仍乏善可陳。近期金融市場所出現的拋售及全球經濟增長很可能放緩，或會為先進經濟體帶來阻力，令金融狀況收緊和削弱出口。美國的經濟復蘇比較堅韌，而且主要由內需所推動，因此所承受的不利影響可能會較小；然而，歐元區及日本等經濟體的復蘇較為脆弱，預料所承受的壓力會較大。事實上，美國方面，雖然第1季經濟增長因惡劣天氣而出現放緩，但經濟活動於第2季強勁反彈，部分是由於內部需求強勁，對本地採購商的最終銷售增長（扣除庫存及淨出口，更有效反映內部基本需求），由第1季的1.7%上升至3.2%，令2015上半年有穩固的2.4%（按季增長0.6%）平均增長。相比之下，歐元區雖然推出了資產購買計劃，但隨著較早前油價下挫及歐元轉弱的刺激作用開始消失，實質區內生產總值增長由第1季的0.5%放緩到第2季的0.4%。同樣，日本雖然持續推行量化及質化貨幣寬鬆政策，但由於出口滯後及消費疲弱，實質國內生產總值由第1季的1.1%增長顯著下降至第2季收縮0.3%（圖2.2）。

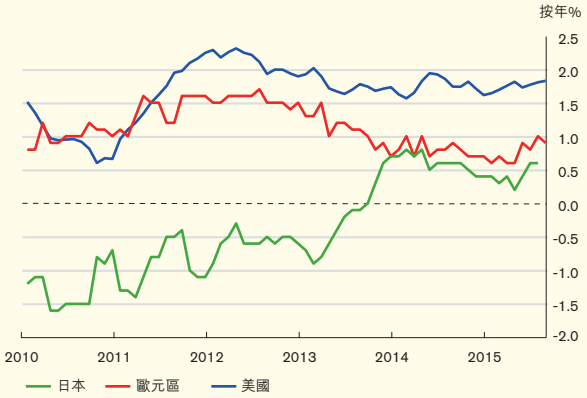
圖 2.2
主要經濟體的實質本地生產總值增長



資料來源：彭博。

由於經濟復蘇緩慢以及全球商品價格下跌，各先進經濟體的通脹依然受抑制。特別是全球油價最近再度下挫，已開始對整體通脹造成下行壓力；8月份美國的消費物價僅緩升0.2%，歐元區微升0.1%，日本在7月份上升0.2%。雖然近期金融市場波動導致金融狀況收緊，加上外部需求轉弱及全球商品價格下跌均可能對通脹構成下行壓力，但由於美國的經濟復蘇由較強勁的內部需求帶動，故此通脹率下降壓力對美國帶來的影響應小於歐元區和日本。事實上，歐元區扣除食物及能源後的核心消費物價在8月份微升0.9%，日本在7月份微升0.6%，而美國的核心通脹在8月份則穩定地維持在明顯較高的1.8%（圖2.3）。

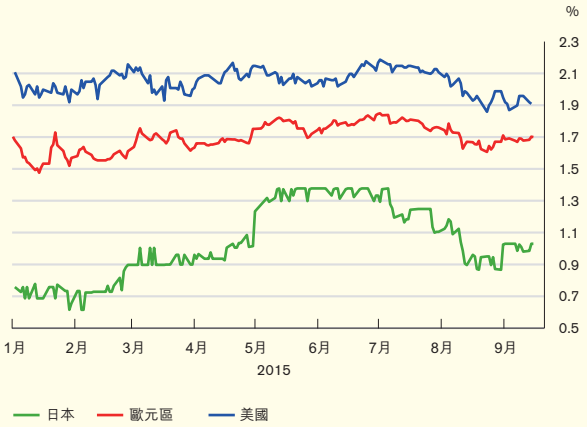
圖2.3
主要先進經濟體的核心消費物價通脹



資料來源：CEIC & Datastream。

儘管美國目前的經濟及勞工市場持續復蘇，與聯儲局早前表明可能會在今年內上調利率的論調仍然相符，但近期全球金融市場動盪以及商品價格疲弱，已增加了聯儲局加息時間的不確定性。聯儲局在9月的聯邦公開市場委員會會議上，以憂慮近期全球經濟及金融發展可能會在短期內抑制經濟活動及增加通脹下行壓力為由，維持貨幣政策不變。然而，由於美國經濟的內部需求增長的基本勢頭仍然強勁，意味著通脹率下行壓力對美國通脹的影響可能不如在其他主要先進經濟體般持久，因此近期全球經濟及金融發展只會推遲但不會打亂美國貨幣政策正常化的進程。事實上，正如聯儲局副主席費希爾(Stanley Fischer)最近承認，由於貨幣政策對實體經濟活動的影響有相當長的滯後，聯儲局不應等待通脹率回升到2%才開始收緊貨幣政策。同時，商品價格疲弱及金融市場波動，也會加劇歐洲和日本的通縮壓力和拖慢增長，令其貨幣政策所考慮的因素更形複雜。歐元區方面，由於公私營部門持續去槓桿化，經濟增長及通脹經已見疲弱，而情況亦可能會持續。自7月以來，由於全球金融市場動盪，市場的長期通脹預期已顯著回落（圖2.4）。市場人士因此預期歐洲中央銀行（歐洲央行）即使不擴大亦會全面實施目前的資產購買計劃。同樣，日本方面，工資增長持續呆滯及人口急速老化所帶來的結構性不利因素意味著日本中央銀行（日本央行）達至其2%通脹目標的下行風險已經增加。故此，市場普遍預期日本央行會維持甚至擴大其量化及質化貨幣寬鬆計劃。

圖 2.4
主要先進經濟體的通脹預期



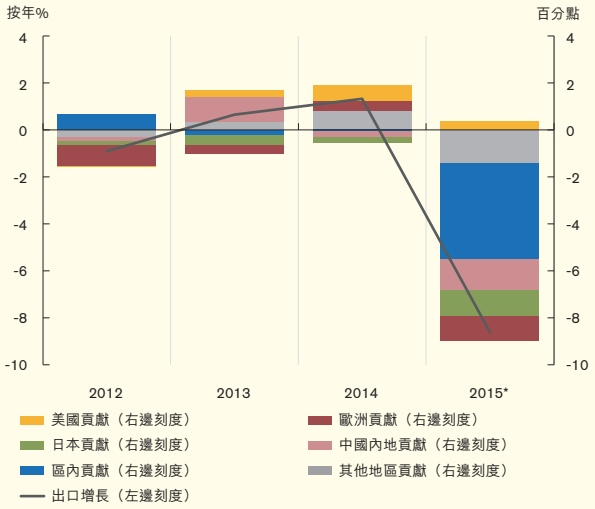
註： 美國數據為5年／5年遠期通脹預期率，歐元區數據為5年／5年通脹掛鈎互換利率，而日本數據為5年／5年通脹互換利率。

資料來源：彭博，Datastream及聖路易斯聯儲局。

新興市場經濟體方面，內地經濟放緩、全球商品價格下跌以及美元轉強，對新興市場已日趨疲弱的經濟增長和持續下跌的匯價更添下行壓力。特別是巴西、俄羅斯等國家正面臨經濟衰退加深、通脹水平遠高於政策目標和貨幣大幅貶值等的衝擊。面對內地經濟增長前景持續引起憂慮，美國利率上升週期臨近，全球商品價格即時反彈的可能性不大，新興市場勢將面對嚴峻的經濟挑戰及更大的資金外流風險，特別是一些經濟基礎較弱、國內外不利因素較多的新興經濟體。

東亞[1]方面，由於出口表現不如理想，加上內部需求疲弱，2015年上半年的經濟增長遜於預期。呆滯的區內貿易及源自中國及先進經濟體如日本、歐洲等地的疲弱需求繼續拖累東亞地區的出口表現，亦遠遠抵銷了美國需求增加對地區出口增長的貢獻（圖2.5）

圖2.5
亞洲：各主要目的地對出口增長的貢獻

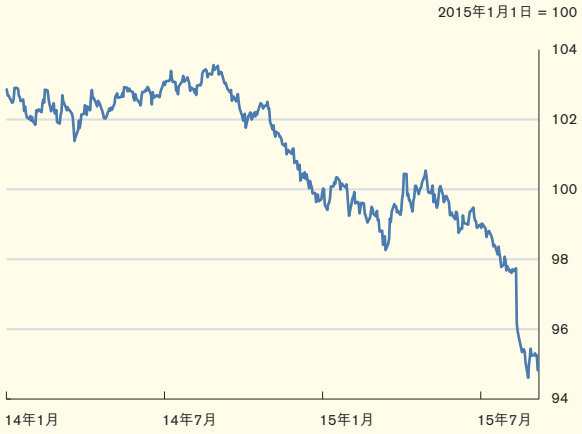


註：（*）2015年的情況以1至5月的數字為代表。
資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

增長前景轉趨暗淡及8月份人民幣貶值所引起的憂慮，令區內金融市場的沽售壓力和波動增加。事實上，由於預期美國行將加息，自2014年9月以來區內大部分貨幣兌美元持續轉弱（圖2.6）。人民幣在8月11日突然貶值，更使區內貨幣滙價跌勢加劇。同時，區內的股票價格也持續受壓。市場以謹慎應對風險的心態為主導。7月以來中國市場大幅上落以及8月美國市場調整，均令投資者轉趨避險，使區內的股價受壓。區內的借貸成本亦顯示金融狀況正在收緊，尤其區內不少經濟體的主權債券與美國國庫債券之間的孳息率差距近月來已見擴闊。鑑於債券市場在區內金融系統中的作用日益重要，債券市場流動性縮減也值得關注。專題1對新興亞洲債券市場的流動性，尤其是近日的趨勢作詳細分析，並討論其各種決定因素和對金融穩定的影響。

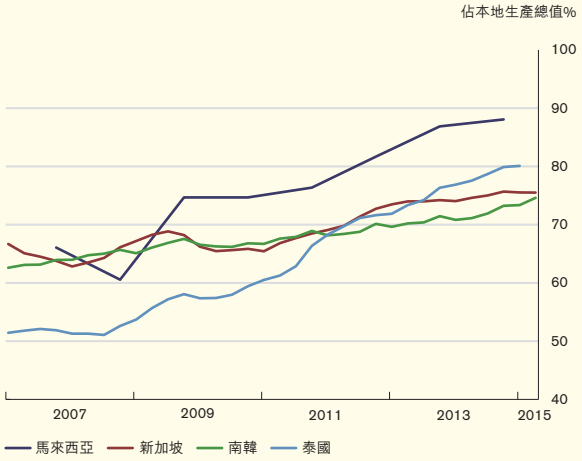
[1] 東亞經濟體指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

圖 2.6
彭博 — 摩根大通亞洲貨幣指數



資料來源：彭博。

圖 2.7
亞洲：部分亞洲經濟體家庭信貸佔本地生產總值的比率



資料來源：CEIC。

展望未來，區內的經濟前景很大程度上取決於中國內地的宏觀經濟和金融市場形勢發展以及美國利率正常化的步伐。面對不確定性加劇，任何較弱的新興經濟體若出現問題而觸發對所有新興市場的避險意識，投資者對東亞地區的投資情緒便有可能迅速逆轉。

與此同時，區內私營機構負債持續上升亦受關注，尤其部分區內經濟體的家庭信貸佔本地生產總值的比率已攀升至多年高位（圖 2.7）。隨美國貨幣政策正常化而出現的利率調升會令借款人的償債能力面臨考驗，同時亦對資產價格構成壓力，增加市場急劇調整的風險。

面對增長動力放緩、投資情緒轉弱、區內風險因素增多，決策者在執行貨幣政策時，面對既要支持經濟增長，又要防止資金外流的兩難局面，要取得平衡，將越趨困難。尤其若以寬鬆的貨幣政策來支持增長，可能加劇過去幾年形成的宏觀金融失衡。與此同時，進一步削減利率則會擴大美國與區內經濟體之間的利率差距，進一步削弱投資者對區內資產的興趣，增加資金外流的風險。

專題1
新興亞洲債券市場的流動性

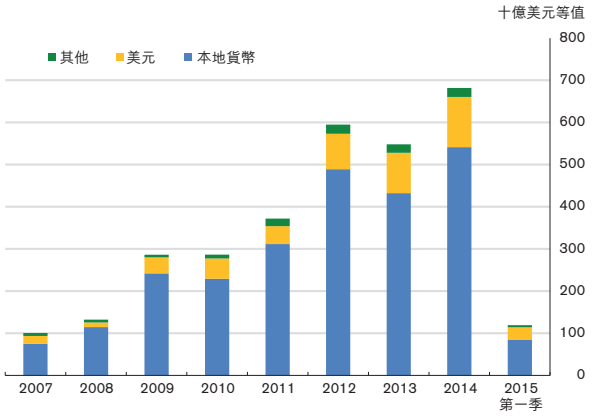
引言

鑑於全球債券市場快速擴張，債市流動性減低在國際上已日益成為宏觀監控的聚焦點。所謂「閃電崩盤」(即價格在短暫而沒有重大事故的時段內大幅調整)的出現，表明即使是世界上規模最大、流動性最高的債券市場，亦存在流動性風險的威脅[2]。在此背景下，本專題對新興亞洲債券市場的流動性情況進行深入探究[3]，特別是近期趨勢，並討論各種決定因素和其對金融穩定的影響。

債券市場的擴張

全球金融危機以來，世界各地的債券市場均迅速擴張，在新興市場經濟體中，一些孳息率較高的債券市場尤其如此。部分原因是基於投資者在低息環境下尋求孳息回報；另外也由於新興市場經濟基本面的改善等許多其他因素[4]。新興亞洲也不例外，2014年發行的非銀行企業債務證券總額暴升至6,817億美元，相比2007年的1,004億美元，升幅近七倍(圖B1.1)。大部分的增長來自以本地貨幣發行的債券(佔2014年總額79.4%)，其次為美元債券(17.5%)及其他貨幣債券(3.1%)。

圖B1.1
新興亞洲經濟體新發行的本地非銀行企業債務證券



註：(i) 如發行企業的母公司有為發行企業提供信貸支持或擔保，交易所屬國家則以發行企業母公司的註冊國為準；至於沒有提供支持或擔保，則以發行企業的註冊國為準。
(ii) 債務證券在此指原有年期均為18個月或以上的債券、中期票據及優先股。
資料來源：Dealogic及金管局職員估計數字。

流動性的趨勢及推動因素

由於債券市場在金融系統的角色日益重要，債市的流動性減低會對金融穩定帶來重大風險。一般而言，流動性是指市場參與者能否及時以低交易成本及接近現行水平的價格買賣資產的市場狀況[5]。由於這是個較抽象且多維度的概念，並無單一種最好的衡量方法，所以在評估新興亞洲債券市場近日趨勢時，採用了兩種常用的準則，分別是買賣價差及交易比率。

[2] 例如在2014年10月15日，在毫無明顯徵兆下，10年期美國國庫債券的孳息率在幾分鐘內大幅下挫然後回升。雖然市場收盤僅比上一日收盤低6個基點，單日37個基點的不尋常大幅上落卻是流動性狀況緊張的明證。德國政府債券市場亦於今年5月7日及6月4日出現過「閃電崩盤」。

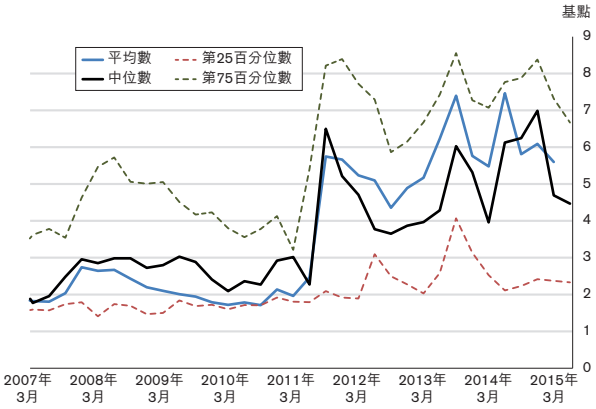
[3] 除非另有說明，新興亞洲在本專題指中國內地、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國。

[4] 有關這些因素的詳情，可參閱《貨幣與金融穩定情況半年度報告》(2013年9月)專題3。

[5] 交易成本包括顯見成本(如佣金、買賣價差等)及潛在成本，也就是在下大額訂單時因影響市場價格而蒙受的損失。

可以看到，區內政府債券市場的加權平均買賣價差一直處於較低的水平，直至2011年才大幅躍升（圖B1.2）。買賣價差在2012年曾經收窄，但之後則再度拉闊，現在的水平已比2011年前增加逾倍。政府債券市場的平均交易比率在2000年代後半期曾急劇上升（圖B1.3），之後在2011年大幅下調，而2012年至今則一直溫和回落。新興亞洲的企業債券交易比率的走勢整體上大致相同，不過大幅下滑的情況是在2013年而不是2011年發生。總的來說，買賣價差和交易比率的數據表明，新興亞洲債券市場的流動性已普遍下降。

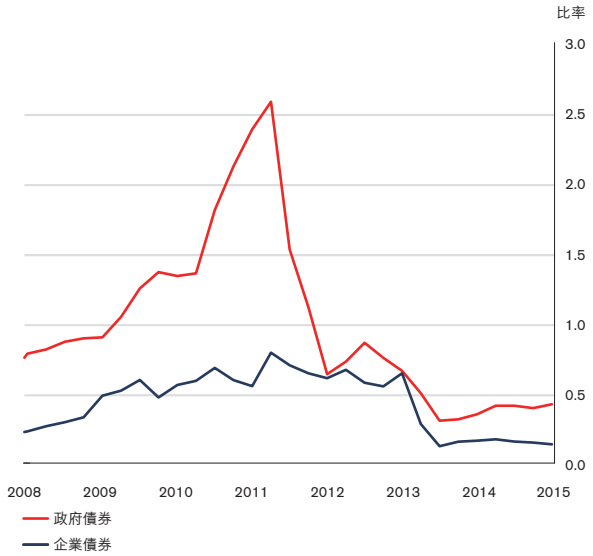
圖B1.2
新興亞洲政府債券的買賣價差



註： 新興亞洲的買賣價差是個別經濟體買賣價差的加權平均，而權重則為個別經濟體政府債券的未償還金額。由於菲律賓政府債券的買賣價差不是經常能夠取得，因此並沒有將菲律賓計算在內。

資料來源：AsiaBondsOnline、彭博及金管局職員估計數字。

圖B1.3
新興亞洲的政府及企業債券交易比率

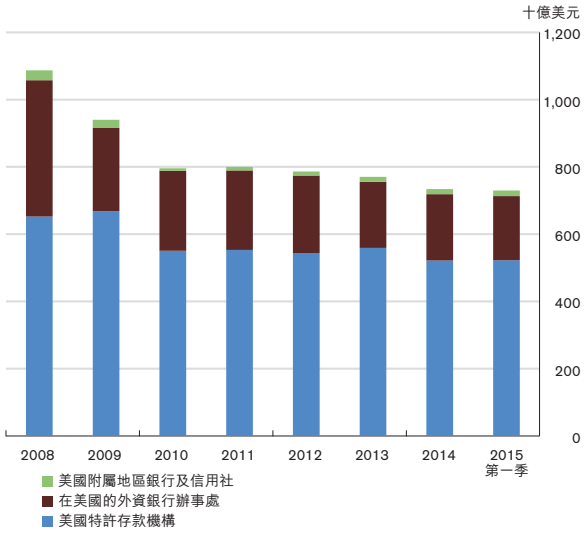


註：(i) 交易比率的定義為本地貨幣債券交易值與未償還債券平均金額的比例。
(ii) 新興亞洲的交易比率是個別經濟體交易比率的加權平均，而權重則為個別經濟體的未償還金額。
(iii) 由於不能取得相關數據，企業債券交易比率的計算並不包括菲律賓和新加坡。

資料來源：AsiaBondsOnline及金管局職員估計數字。

概括而言，債券市場流動性減低可歸因於三個因素。第一，全球金融危機後，債券交易商的胃納因著自身風險承受能力的重估而有所縮減。由於債券主要透過這些交易商在場外交易，其造市能力對市場流動性的產生至關重要。然而，自金融危機以來，這些交易商普遍採用的風險管理模型對市場波幅更加敏感，導致他們的債券持有量減少。例如，自2008年底以來，美國銀行的企業債券及外國債券持有量已減少32%（圖B1.4）。雖然新興亞洲並沒有類似的數據，但相信區內市場亦有可能受到同樣的制約。

圖 B1.4
美國銀行持有的企業債券及外國債券



註：(i) 企業債券及外國債券此處分別指美國金融及非金融企業以及外國機構的債務責任。
(ii) 債務責任此處指債券、票據、債權證、強制性可轉換證券、長期債項、私人按揭證券，以及無擔保債務。
(iii) 未償還的持有以帳面值顯示。
資料來源：美國聯邦儲備局。

再者，金融危機過後，一些以往一直促成債券交易的衍生產品市場（例如信用違約掉期）的成效有所減弱，因此降低了這些交易商對沖在債券市場坐盤所涉及的風險的能力[6]。債券交易商的造市能力因而下降，據報這是他們在市場上提供流動性的一項主要障礙。

第二，債券擁有權現已變得更為集中，直接減低交易的需要。例如，前五大互惠基金家族持有多家新興市場主要企業發行的債券達50%以上[7]。隨著市場參與者減少，流動性也自然減低。

第三個因素主要源於監管規則的改變。監管機構為加強金融系統抵禦震盪的能力，近年引入了新的資本和流動性規則，減低日後金融危機發生的機會，長遠而言對市場流動性應有著正面的作用。然而，市場也日益關注這些規則或會增加持有債券存貨的成本而減低造市意欲。儘管如此，整體影響在現階段仍存在爭議，難以評定[8]。

對政策的啓示

總括而言，市場數據顯示，由於受到種種市場及非市場因素的影響，近年新興亞洲債券市場的流動性已有所下降，表示債券市場吸收及抵禦震盪的能力或已減弱，因此已引起國際政策圈子的關注。隨著債券市場在逆境下變得更為波動，其影響或會蔓延到其他金融市場，最後更會滲透到實體經濟中。例如，當流動性減低，債券價格大起大落時，投資者不得已只好出售其他金融工具來籌措資金或重新調整投資組合。若市況飄忽不定，企業或甚至各經濟體的政府將會面對借貸成本攀升，在極端情況下，或會被資本市場拒諸門外。

6 請參閱國際結算銀行於2014年11月發表的CGFS第52號文件「Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications」。

7 請參閱國際貨幣基金組織發表的《Global Financial Stability Report》（2014年10月）。

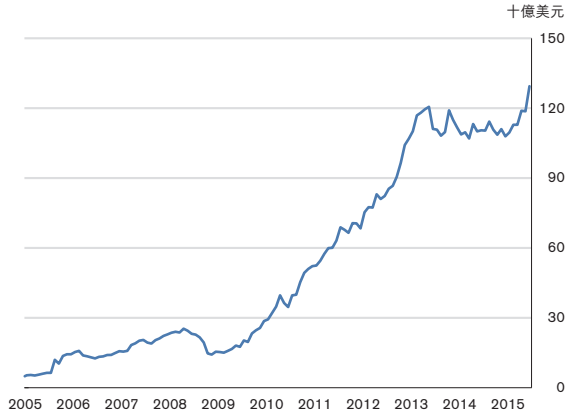
8 請參閱國際貨幣基金組織發表的《Global Financial Stability Report》（2015年4月）及國際結算銀行於2014年11月發表的CGFS第52號文件「Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications」。

更令人擔心的是，債券的投資者基礎近期出現了根本性的變化。債券市場在過往為退休基金和保險公司等機構投資者所主導。但近年來，市場上尋求孳息回報的零售投資者參與日增，這方面從債券互惠基金和交易所買賣基金的強勁增長可以反映出來。在新興亞洲內，這些基金的資產值在2008至2014年間以38.4%的年率增長，超過政府債券(9.9%)和企業債券(31.1%)的增長步伐(圖B1.5)。由於零售投資者在受壓情況下有較強的擠兑市場傾向，因此當市場出現震盪時，其波幅勢必比以前更為劇烈[9]。

債券擁有權日益集中的情況也成為市場波動的另一潛在源頭。在其他條件不變的情況下，一隻基金出售其持有的債券對市場的影響將會較前為大，因此流動性風險也會更大。事實上，國際貨幣基金組織最近一項研究發現，較大的互惠基金持有量和較集中的擁有權，在受壓情況下對債券差價會有不利影響(圖B1.6)。例如在2013年出現「削減恐慌」時，由前五大互惠基金投資者持貨10%以上的新興市場債券，息差曾拉闊至63個基點。相比之下，這些基金持債量不超過2%的債券，息差僅拉闊8–11個基點[10]。

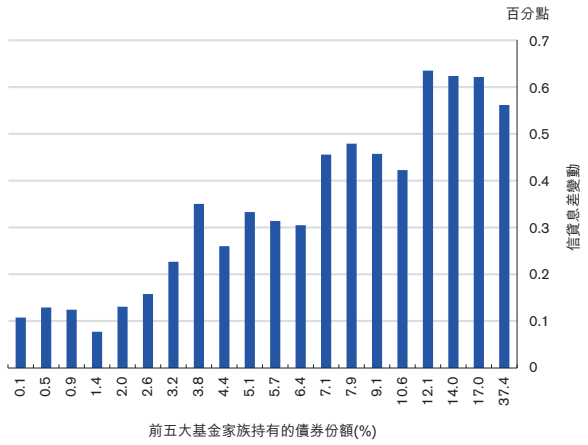
鑑於債券市場流動性減低為金融穩定帶來的風險，以及在市場受壓時會加劇風險的各種新發展，決策者應加倍留意債券市場的流動性狀況。

圖B1.5
投資於新興亞洲債券的未償還債券互惠基金和交易所買賣基金



資料來源：EPFR Global。

圖B1.6
新興市場及發展中經濟體所發行債券在2013年受壓期間的信貸息差增加



註：(i) 在橫軸上，各種債券按前五大基金家族持有份額分組排序。
(ii) 縱軸顯示2013年第1季及2013年第2季期間，每個組別內債券的平均孳息率，與年期相若的相應基準政府債券孳息率的相對變動。

資料來源：國際貨幣基金組織。

[9] 互惠債券基金及交易所買賣基金往往可以按需要提供流動性，讓其投資者可以在短時間通知後立即贖回。在受壓時期，會有投資者爭相贖回，促使基金經理減持的風險。

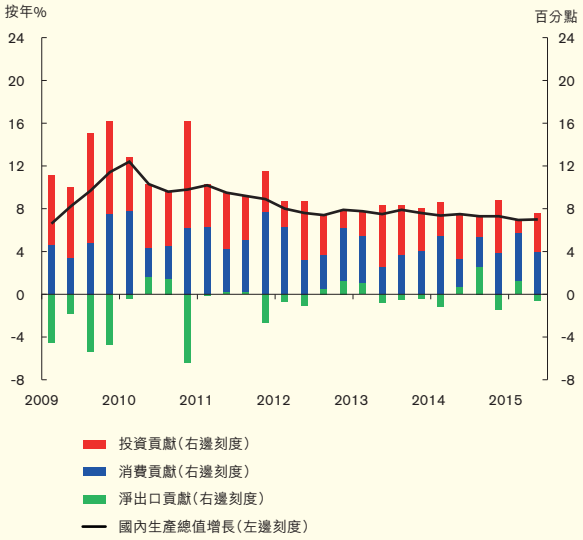
[10] 請參閱國際貨幣基金組織發表的《Global Financial Stability Report》(2015年4月)。

2.2 中國內地

實體經濟

中國內地經濟在第2季按年增長7.0%，與第1季的步伐相同(圖2.8)[11]。第2季度中，消費貢獻了超過一半的國內生產總值增長。由於基礎設施方面的公共開支支撐了資本投資，帶動資本形成總額增長上升。然而，受內需轉弱和對外貿易遲滯影響，經濟活動仍處於較低水平，暫時仍然未見強勁復蘇的跡象。

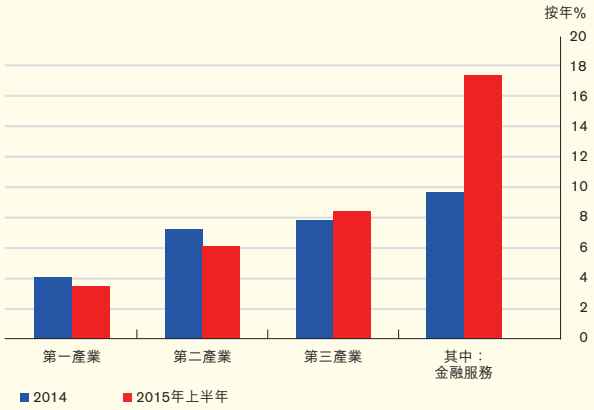
圖2.8
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

以附加值計算，金融服務顯著擴張帶動服務業增長在上半年上升(圖2.9)。第三產業現時大約佔國內生產總值的一半，顯著高於10年前40%的比重。面對產能過剩和生產者價格下跌，工業領域對國內生產總值的貢獻繼續收縮。

圖2.9
中國內地：各經濟領域的附加值增長



資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

前瞻性指標顯示製造業活動減慢，同時庫存積壓將會繼續對房地產投資構成壓力。股票市場顯著下跌以及外圍環境不明朗因素增加將繼續削弱營商信心，隨著當局公布今年餘下時間將會進行的新建項目，基礎建設支出將成為穩定資本投資的亮點。市場共識顯示今年國內生產總值增長會回落至6.8%，反映下半年的經濟擴張步伐或會減慢至6.6%。

國內需求減慢，將會令消費物價通脹維持在今年3%的官方目標以下。整體消費物價指數按年通脹由第1季的1.2%，上升至第2季的1.4%，主要反映豬肉價格飆升，部分是由於供應出現瓶頸效應的短暫現象。商品價格持續下跌以至全球需求偏軟，令生產者價格一直受壓，生產者物價指數按年通脹已超過三年維持在負數。

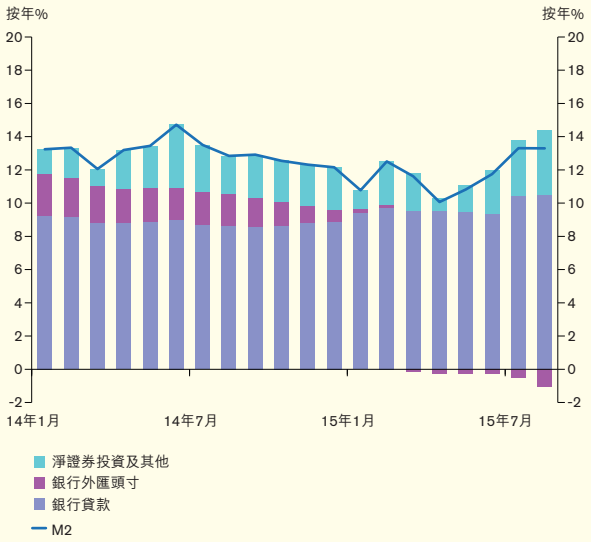
[11] 市場共識預期中國在第2季的國內生產總值增長為6.8%。

財政及貨幣政策

為要在下行壓力增加的情況下實現7%左右的增長目標，內地實施針對性的財政政策，增加在鐵路、水利設施和保障性住房等重要領域的基建支出。8月份，中央政府加強財政支持措施，包括優化國家的地下管道系統建設，以及容許政策性銀行發行債券為新增基建項目提供資金。

貨幣政策方面，人民銀行於8月下調存貸基準利率25個基點以降低借貸成本，同時降低存款準備金率50個基點以穩定銀行體系流動性[12]。雖然經過五度減息和三次降低存款準備金率，但整體貨幣狀況未見明顯放鬆。這可見於仍然高企的實質利率和偏強的人民幣實質有效匯率[13]。與此同時，下調存款準備金率應被視為抵銷資金外流對M2貨幣增長的影響，而並非增加銀行體系流動性的舉措（圖2.10）。

圖2.10
中國內地：各資產組成部分對M2貨幣增長的貢獻



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

雖然銀行加權平均貸款利率在減息後回落，但小型企業要取得銀行貸款仍然較難。例如，企業層面的數據顯示，即使考慮到同行業內借款人不同的風險狀況後，小型上市公司的借貸成本仍然比規模較大的同業為高。為了緩解小型企業融資難的問題，內地當局向小微企業貸款達標的銀行，額外降低其存款準備金率，並准許新成立的網上銀行向小型企業以及新創企業提供貸款。

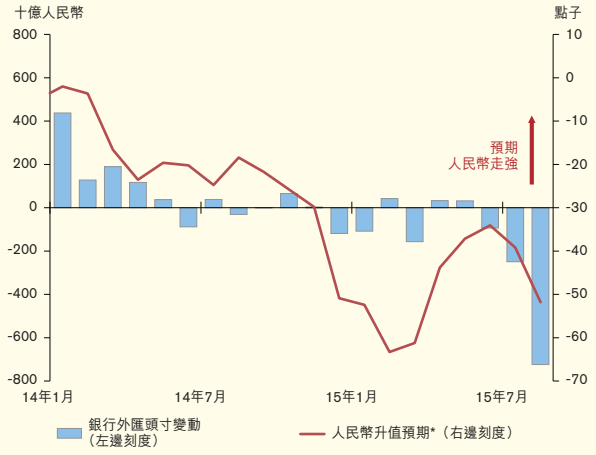
匯率及貨幣市場

人民銀行完善人民幣中間價設定機制，以上一日收市滙率作參考，令匯率形成更趨市場化。在8月10日開始的一星期內，人民幣兌美元貶值2.8%，至月底在6.38左右的水平穩定下來。人民幣貶值雖然會減輕生產商所面對的價格壓力，但由於外部需求疲弱，而匯率變動對內地佔比較重的加工貿易影響輕微，因此人民幣貶值對扭轉疲弱的出口表現幫助不大。同時，人民幣轉弱增加資金外流壓力，促使人行在8月下半月向銀行體系注入更多流動性（圖2.11）。

12 人行自2014年11月5度減息後，8月份一年期存貸款利率已分別下降至1.75%和4.6%。存款準備金率亦降至17.5%，9月生效。

13 以銀行貸款加權平均利率減去消費物價指數通脹計算的實質利率，在第2季度維持在4.7%的較高水平，高於3%的歷史平均值。過去12個月期間（2014年7月至2015年7月），人民幣實質有效匯率對主要貿易夥伴的貨幣升值了15%。

圖 2.11
中國內地：銀行外匯頭寸變動與人民幣升值預期

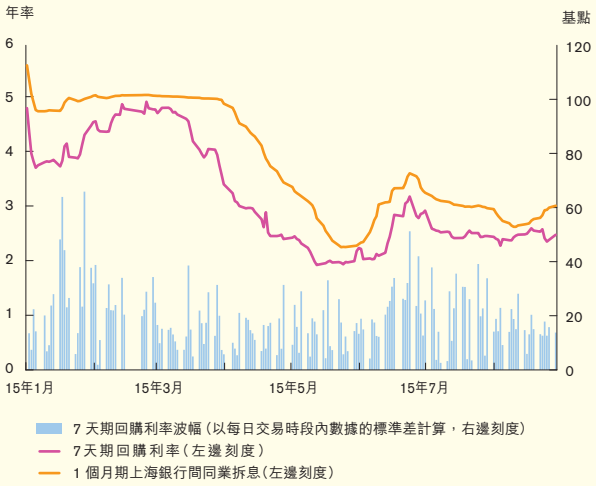


* 一年期不交割遠期匯價與人民幣中間價相減(以每人民幣兌美元計)

資料來源：人行、彭博及金管局職員估計數字。

人民幣貶值對貨幣市場利率的影響似乎並不顯著，主要由於人行利用逆回購和中期借貸便利等量化工具，緩和銀行同業流動性的短期波動。在完善人民幣中間價設定機制後，7天期回購利率和一個月期上海銀行間同業拆息大致保持穩定，在8月底分別報2.5%和3.0%，與中間價設定機制改動前的水平相若(圖2.12)。

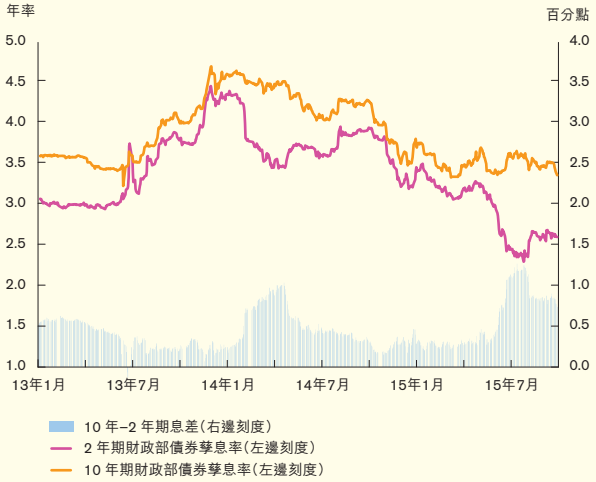
圖 2.12
中國內地：銀行間同業利率



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

較低的銀行同業拆息雖有助減輕銀行在同業市場拆入資金的成本，但長期利率仍然高企，其中財政部10年期債券孳息率維持在3.5%左右，較其2年期債券孳息率高出近100個基點(圖2.13)。收益率曲線變得陡峭以及長期利率高企，可能會對長期項目的投資意欲造成打擊，例如房地產發展項目。

圖 2.13
中國內地：財政部債券的期限息差



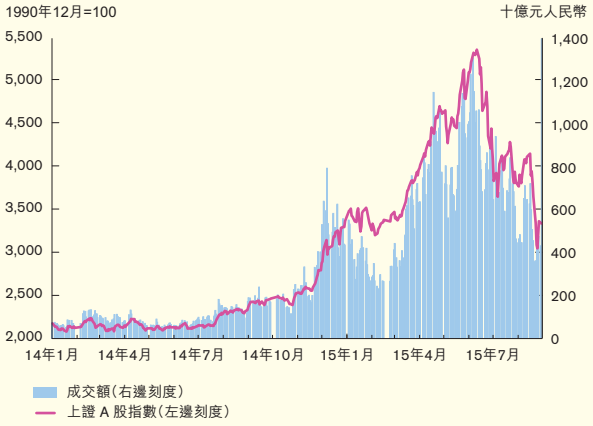
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

資產市場

內地股票市場在今夏出現大幅震盪。上海A股在6月下半月遭受大幅拋售，指數由6月中的高峰暴跌32%至7月8日的3,676點。市場動盪部分反映對A股較高估值的調整，而投資者急於為槓桿投資頭寸平倉，亦令股市拋售加劇。為了加強投資者信心，中國證監會放寬了對股票融資的要求，收緊了透過融券沽空的規則，並暫時停止新股上市活動。與此同時，多個穩定股市的基金亦被設立。雖然股票市場在政府措施的

支持下稍為回穩，不過，在經濟數據較市場預期遜色以及對政府撤回干預措施預期的共同作用下，市場情緒在8月下半月再度明顯轉弱。結果，上海A股指數在8月下半月大幅下跌約20%，至月底時的3,359點。上海A股市場的日均成交量亦由6月份高峰時的9,523億元人民幣下滑至8月份的5,132億元人民幣（圖2.14）。

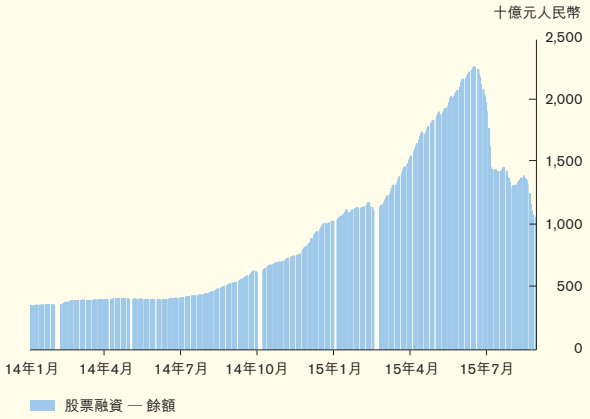
圖2.14
中國內地：上海A股指數及成交額



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

隨著投資者避險情緒升溫，股票融資餘額從6月中高峰時的2.3萬億元人民幣縮減至8月底的1.1萬億元人民幣（圖2.15）。雖然股票市場震盪難免對實體經濟活動構成一些負面影響，但目前尚未發展到威脅系統性穩定的程度。專題2探討股票融資在股市下跌中所起的作用，以及對宏觀經濟及金融穩定的影響。

圖2.15
中國內地：券商提供的股票融資

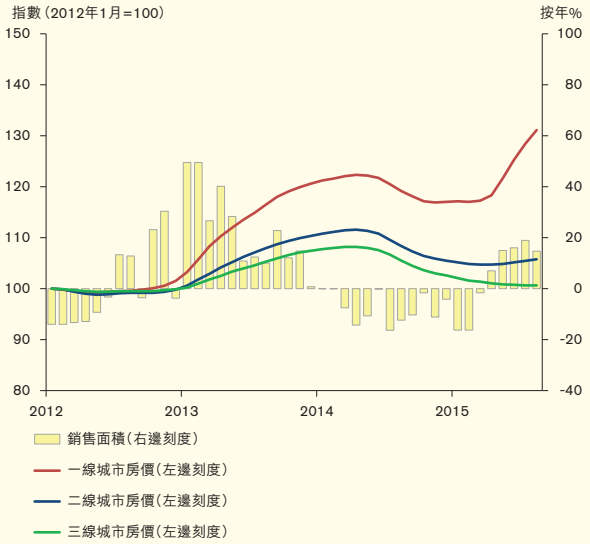


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

房地產市場方面，當局放寬限制措施和按揭利率下降帶動房地產市場活動增加[14]。反映基本需求穩健和供應相對有限，一線城市房屋價格回升，深圳和上海房價升幅尤其顯著，而一些二線城市房價亦已見底（圖2.16）。受到房地產市場成交回升的支持，新屋動工面積在第2季略有增加。

14 除非動用住房公積金，首次置業者的最低首期付款比例仍維持在30%，至於購買第二套住房，該比例則從60%–70%下調至40%。倘若第二套房買家動用住房公積金並已付清首套房的貸款，最低首付比例在大部分城市已從30%降到20%。當局亦把免徵房地產交易稅的住房持有期從5年減至2年。

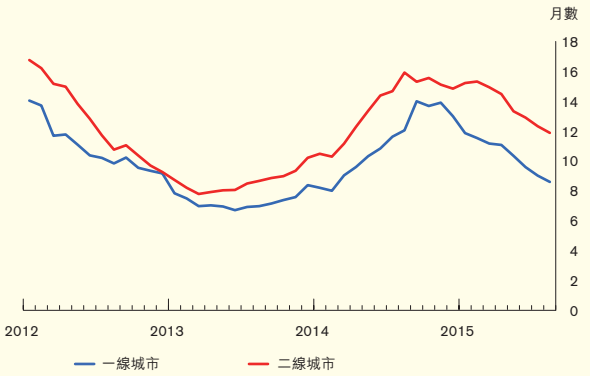
圖 2.16
中國內地：房屋價格及銷售面積



資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

由於供求情況不同，大小城市之間房地產市場的復蘇步伐將會繼續存在分歧。在較小的城市，供應過剩和需求疲弱令房屋庫存一直維持在較高水平。在一些三線城市，按照目前的銷售速度，平均需時約30個月房屋庫存才可以被消化（圖2.17）[15]。

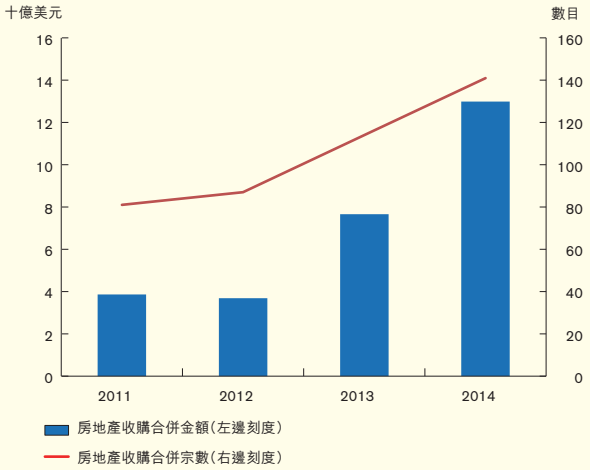
圖 2.17
中國內地：房屋庫存與銷售比率



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

房屋庫存高企對一些業務集中在較小城市的發展商構成流動性壓力。一些財務狀況薄弱的發展商將無可避免地退出市場或被同業收購，這方面可從房地產相關的收購合併宗數和交易額的大幅增加顯示出來（圖2.18）。雖然行業持續整固對投資和就業造成負面影響，不過這有助促進房地產業更健康和可持續發展。

圖 2.18
中國內地：房地產業收購合併情況



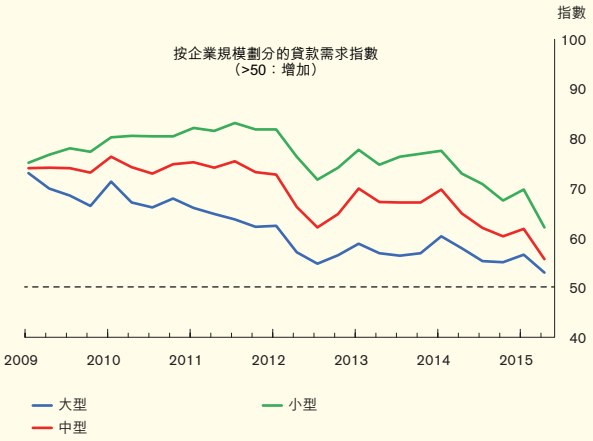
資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

15 例如，在江蘇省的江陰市和山東省的臨沂市，房屋庫存平均需要30個月以上才可被消化。

銀行貸款及資產質素

實質利率高企以及營商環境欠佳繼續抑制貸款需求，社會融資流量以及向家庭和企業批出的新增人民幣貸款在7月減慢，到8月才回穩。人行進行的調查亦顯示，大型和小型企業借款需要同步下降（圖2.19）。

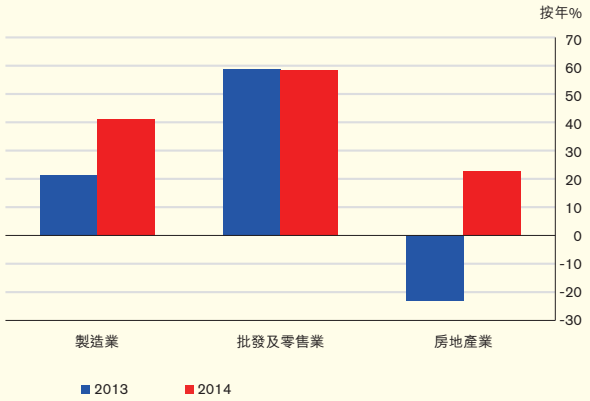
圖2.19
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求



資料來源：CEIC及人民銀行。

在經濟活動放緩的背景下，銀行資產質素持續受壓。第2季度不良貸款按季增加11%至1.1萬億人民幣，不良貸款率亦從第1季的1.39%升至1.50%。行業資料顯示製造業以及批發及零售業的不良貸款率上升步伐較快，原因是外部需求疲弱和生產者物價下跌擠壓其盈利能力（圖2.20）。與此同時，去年房屋價格下調以及銷售量減少，亦令房地產業的不良貸款顯著上升。由於壞帳核銷增加，撥備金覆蓋率從第一季的212%下降至第二季的198%。

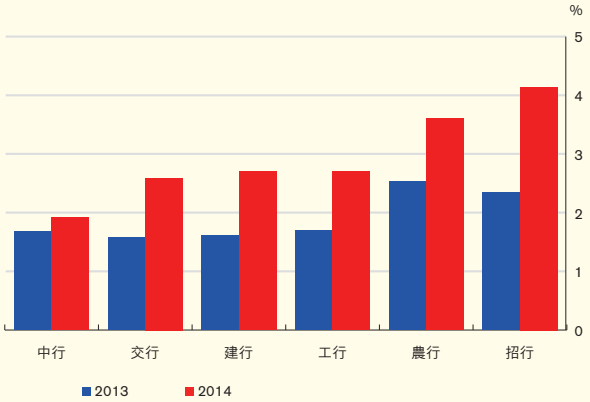
圖2.20
中國內地：按行業分不良貸款增速



資料來源：CEIC及中國銀監會。

內地銀行的經營環境仍然充滿挑戰。首先，盈利增長和商業活動放緩，繼續削弱企業借款人的還款能力，這意味不良貸款在今年下半年有可能會繼續增加。而主要銀行貸款評級變動率普遍變差，表示今年可能有更多的壞賬核銷（圖2.21）[16]

圖2.21
中國內地：主要上市銀行的貸款評級變動率

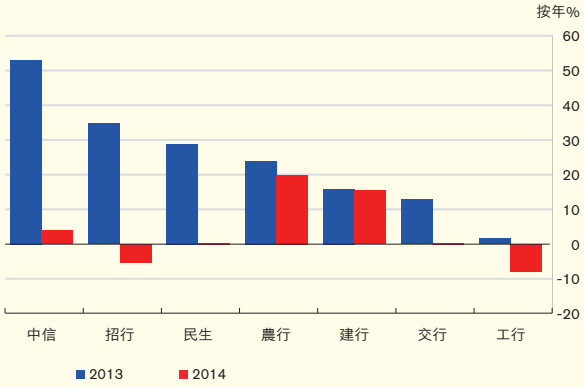


資料來源：WIND及各上市銀行的財務報告。

16 貸款評級變動率是指在一段時間內貸款被納入欠佳級別的百分比。

其次，市場競爭加劇以及放寬存款利率上限將會令銀行賺取的息差收窄。面對不良貸款上升，緩衝資本薄弱的小型銀行或需提升資本充足率以及減慢放款。由於小型公司的信貸大多來自小型銀行，這些公司在融資方面的約束將更為收緊。銀行層面的數據顯示，向小型公司批出的貸款在2014年的增長顯著放緩，這與當局致力緩解小微企業融資難的意向背馳（圖2.22）。

圖2.22
中國內地：主要上市銀行向小型公司的貸款

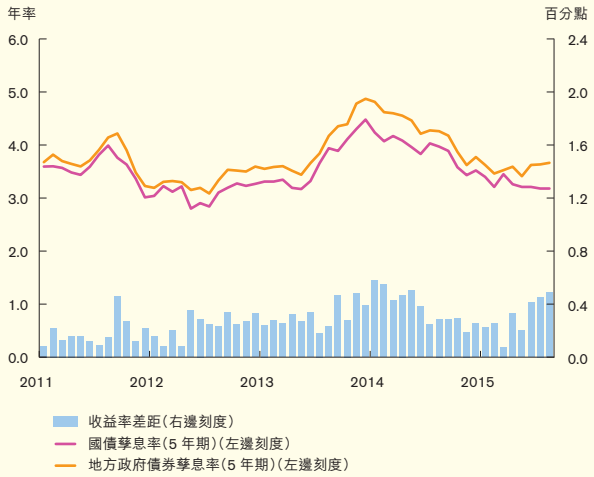


註：中信及招行包含向小型企業的貸款。農行、建行、民生及工行包含向小微企業的貸款。交行包含向中小微企業的貸款。
資料來源：各上市銀行的財務報告。

地方政府財政

鑑於為數達3.2萬億人民幣的地方政府債務置換計劃減輕了地方政府的利息負擔和再融資風險，有關地方政府債務風險的憂慮已有所紓緩。此外，地方政府亦可發行債券為新增基建項目籌措資金，今年的上限為6千億人民幣。截至8月底，34個地方政府發行了為數達1.9萬億人民幣債券[17]。大部分地方政府債券在發行時的定價比同期限國債高出5至60個基點。不過，地方政府債券的供應增多對價格構成壓力，導致地方政府債券與同期限國債的收益率差距擴大（圖2.23）。

圖2.23
中國內地：地方政府債券與國債收益率的差距

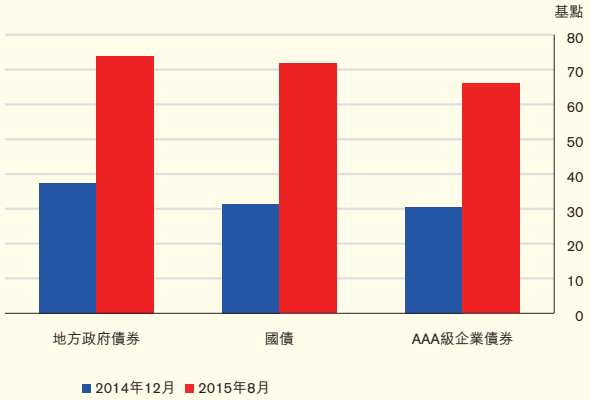


資料來源：CEIC、WIND及金管局職員估計數字。

[17] 主要發行人包括湖北，江蘇，山東，四川和河北省政府。

地方政府債務置換計劃在兩方面改善地方政府的財政狀況。第一，這個計劃令地方政府在舉債方面更有紀律和更具透明度。第二，發債所得的資金年期較長（大部分為5年或以上），更切合地方政府為歷時數年的基建項目的籌資需要。不過，這個計劃所產生的副作用，是地方政府債券的大量發行拉高了長期債券的孳息率，即使信貸質素良好的私人發行人也受到影響，導致政府和私人發行人自身不同年期的債券收益率差距日益拉闊（圖2.24）[18]。

圖2.24
中國內地：按債券發行人自身不同年期的收益率差距（10年期和2年期孳息率相減）



資料來源：CEIC、WIND及金管局職員估計數字。

雖然地方政府債務置換計劃減輕了地方政府的再融資風險，但啓動新增基建項目的資金需要仍然存在。相比今年計劃要開展的基建項目的投資額，為支持新建項目而設的6千億人民幣債券發行額度似乎並不足夠[19]。為填補資金缺口，財政部倡議新增項目可以採用公私營合作模式進行(PPP)，從而減輕地方政府的融資負擔，以及增加投資效率[20]。針對改善水利和必要的公共設施，政策銀行獲准發行專項建設債券為基建項目提供資金[21]。

「一帶一路」

「一帶一路」是一個加強中國內地和鄰近經濟體之間經濟聯繫的發展策略。其中一項主要建議是透過改善與「一帶一路」沿線國家之間的基建聯繫，促進雙邊貿易和投資。內地企業可以發揮其在基礎建設方面的專長，例如興建鐵路、公路、發電站和電網等方面的技術，同時以合資或公私營合作模式為有關項目提供資金。

「一帶一路」的成功實踐，不僅可以透過改善基礎設施以滿足鄰近國家的發展需要，同時亦可以鼓勵內地企業進行對外直接投資和參與海外項目。對於內地的建築公司以及面對產能過剩的企業例如鋼鐵和水泥生產商，預期會受惠於開展與「一帶一路」有關的基建項目。此外，加強與「一帶一路」沿線經濟體的經濟和金融聯繫，亦會提升人民幣在跨境貿易和投資方面的使用。

18 地方政府今年獲准發行債券總值高達3.8萬億人民幣，發行規模遠高於去年的4千億人民幣。

19 2015年1至7月間，國家發改委批出了38個基建項目，總投資額達8,300億人民幣。

20 今年上半年，國家發改委公布了可以採用公私營合作模式進行的項目有1,043個，投資規模預計達2萬億人民幣。

21 第一批總值3千億人民幣的專項建設債券，將由中國國家開發銀行和中國農業發展銀行發行。

專題2
槓桿交易和中國內地的股市動盪

內地股市在今夏出現動盪，上證A股指數在四個星期內從6月中的高位5,411點下挫32%。股價大幅下跌，部分原因是由於自2014年底以來槓桿交易活動急速增加，引發了對股價下跌與股票融資頭寸可能被迫斬倉所造成的惡性循環的高度擔憂。為此，內地有關主管部門於6月底及7月初前後推出一系列措施來緩解市場的下行壓力。雖然市場情緒其後有所喘定，但到8月下半月時市場波動性再度顯著增加，上證A股指數再度大跌約20%至8月底時的3,359點。本專題探討內地股票市場各種主要的槓桿交易活動以及近期股市動盪對中國宏觀經濟和金融穩定的影響。

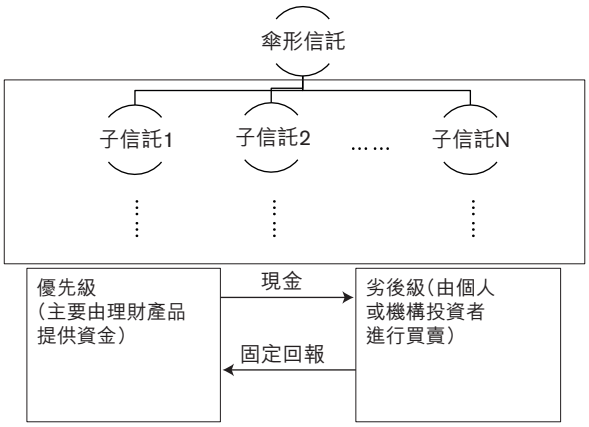
內地槓桿交易活動的規模有多大？

槓桿交易活動被普遍認為是過去數月導致股市波幅擴大的主要因素之一。槓桿交易包括通過正規與非正規渠道進行的股票融資活動，主要以下列三種形式進行：

- 由券商提供的股票融資 — 這是內地進行槓桿交易活動的*正規*渠道，並受中國證監會監管。股票融資活動的槓桿受保證金比例和由投資者提供的資產的折算率所規限。[22] 目前主要券商均把保證金比例設定在55–80%之間，而折算率則低於70%。

- 傘型信託 — 傘形信託是包含多個子信託單位的一種結構化信託產品（圖B2.1）。每個子信託內有優先級和劣後級的投資者。簡而言之，劣後級投資者以特定的利率向優先級投資者融資來行使槓桿。傘形信託是*非正規*股票融資活動的主要形式之一。

圖B2.1
傘型信託產品的結構



資料來源：各種新聞報導。

- 場外配資 — 場外配資是另一種主要的非正規股票融資活動。這種股票融資方式讓投資者可以透過由資金提供者開設及監測的股票戶口進行槓桿交易。HOMS系統是進行「場外配資」活動的其中一個主要平台。

[22] 保證金比例是投資者提供的保證金與融資交易金額的比例。保證金金額則以其在信用帳戶內的現金金額和經折算率進行折算的證券市值來計算。

隨著市況暢旺，通過正規渠道進行的股票融資自2014年下半年起急劇增加，並在2015年6月中時達到2.3萬億元人民幣頂峰。同時，通過非正規渠道進行的槓桿交易亦蓬勃擴展。雖然非正規股票融資活動性質不透明，相關資料有限，但市場估計在6月中股價大幅下瀉前，此類融資活動的規模達到1至2萬億元人民幣。因此，槓桿交易活動的整體規模在6月中時可能達到3至4萬億元人民幣的最高位，相當於股票總市值的4至5%或自由流通市值的10至13%。

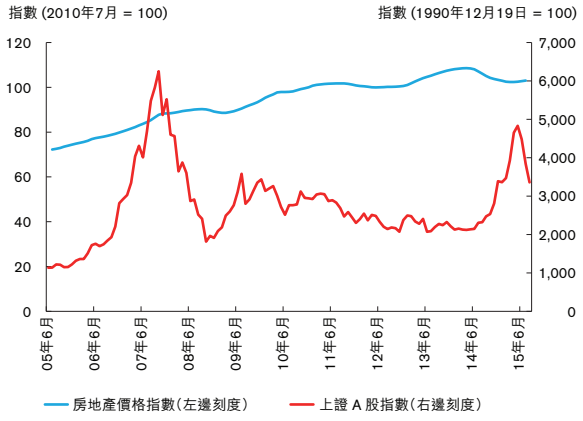
由於槓桿交易活動規模較大，當股價下跌加速時，市場對股票融資頭寸可能會遭受斬倉的憂慮不斷增加，令到市場信心崩潰。為了挽回市場信心，內地當局在6月底以及7月初採取多項措施以穩定市場。這些措施包括放寬股票融資活動的規限、限制沽空活動、減慢首次公開招股活動的審批等。與此同時，中國證券金融股份有限公司及中央滙金投資有限責任公司亦在二手市場購入股票，而21家主要券商更在7月初設立了金額達1,200億元人民幣的市場穩定基金以支持市場。這些措施在初時提供了一定的支持，而市場亦於7月底及8月初暫時喘定。然而，市場在8月中開始再出現另一輪大幅拋售，部分原因是受經濟數據較預期為弱所影響。

股市動盪對宏觀經濟及金融穩定有甚麼影響？

股市大幅波動，再加上較早時不斷積累的槓桿交易活動，引起了市場對實體活動及金融穩定所受的影響的關注。但根據我們的分析顯示，股票市場動盪所構成的系統性風險仍應受控，特別是鑑於股票市場對實體經濟所構成的影響相對較少，而對銀行業的直接影響也有限。雖然如此，股市大幅下跌已增加了內地金融系統內一些環節的信用風險，而其對環球金融市場的溢出效應亦已導致全球金融狀況收緊，並進而對中國內地的實體經濟和金融系統造成間接影響。

由於股票佔家庭住戶財富的比例相對較小，股市下跌對內地家庭住戶淨值的影響應屬有限。例如，根據中國社會科學院的估算，包括直接持有的股票、股票相關共同基金及股票融資保證金等股票相關金融資產，佔2014年內地家庭住戶總資產少於4%。在這種情況下，家庭住戶的消費以及例如購房等的投資決定較少受股市的起跌所影響。事實上，以往的經驗顯示，房地產市場與股市的關聯度在過去十年一直較低（圖B2.2）。

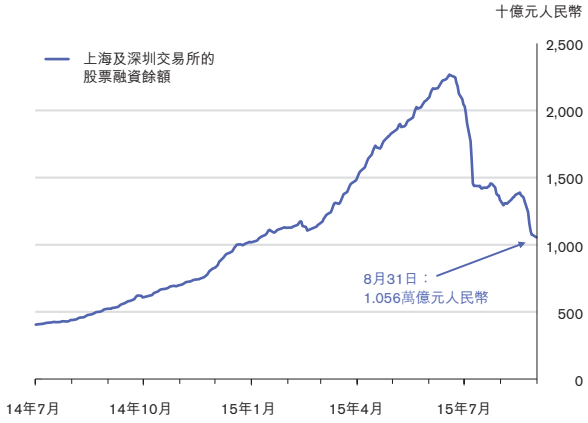
圖 B2.2
中國內地的房地產市場與股票市場



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

與此同時，由於內地投資者不能向銀行融資購買股票，銀行對近期市場動盪幾無直接的風險敞口。而投資者經過數輪去槓桿後，銀行對股票融資的間接風險敞口也已經明顯下降。特別地，券商提供的股票融資已由6月中的2.3萬億元人民幣大幅收縮到8月底的1.1萬億元人民幣，相當於6月底時整體商業銀行資產的0.7%(圖B2.3)。

圖 B2.3
券商提供的股票融資餘額

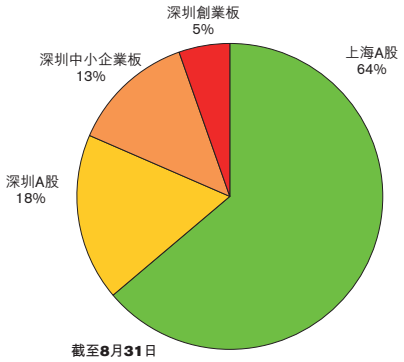


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

雖然股市動盪可能帶來的系統性風險有限，但仍然會對金融系統添加壓力，特別是(1)增加了為槓桿交易活動提供融資的金融機構的信用風險；以及(2)涉及股權質押融資的金融機構的信用風險。

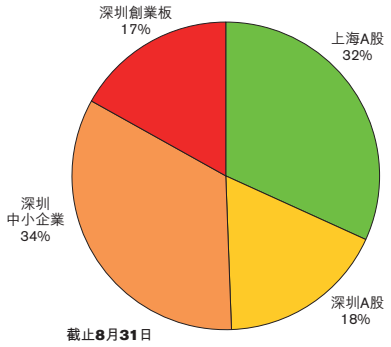
- 為槓桿交易活動提供貸款的金融機構的信用風險 — 儘管在市場大幅下跌和政府加強對非正規融資活動的監管後，正規和非正規槓桿交易活動均已大幅下跌，股市的大幅波動仍會增加提供股票融資的金融機構所面對的風險。例如，在受監管的股票融資中，已有相當的份額流向了深圳中小企業板和創業板等估值較高的環節。因此，券商—正規股票融資的提供方—所面對的信用風險不應被低估(圖B2.4)。

圖 B2.4
券商提供的股票融資餘額—按市場劃分



資料來源：CEIC、深圳證券交易所及金管局職員估計數字。

圖 B2.5
用於質押的股票—按市場劃分



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

- 涉及股權質押融資活動的金融機構的信用風險 — 被質押的股票總值在8月底時達到2.7萬億元人民幣。隨著股價下跌，股權質押貸款可能會受到不利影響。特別地，由於這些被質押的股票多為估值較高的小市值股票（圖B2.5），一旦受股價下降影響而令這些貸款變成壞帳或令抵押品價值大幅下跌，銀行以及其他債權人如信託和券商等或會蒙受損失。雖然如此，由於用作抵押的股票的規模（8月底）僅達商業銀行資產（6月底）約1.8%，相關的風險仍屬有限。

基於上述理由，雖然A股市場的動盪不會對內地的金融體系構成顯著的系統性風險，但近期的環球金融市場下跌顯示，內地金融市場的波動對環球金融市場可能存在相當的溢出效應。環球金融市場對內地經濟及金融情況的高度敏感，反映在疲弱的全球經濟增長環境下，中國內地在支持全球經濟增長方面的重要性。所以，即使市場認為內地經濟前景只小幅轉差，亦會令市場參與者顯著地重新評估環球經濟增長的前景，並引發急速的全球風險資產的重新定價。市場拋售導致的環球金融狀況收緊會進而影響全球經濟增長，並無可避免地對內地的實體經濟和金融體系產生間接影響。

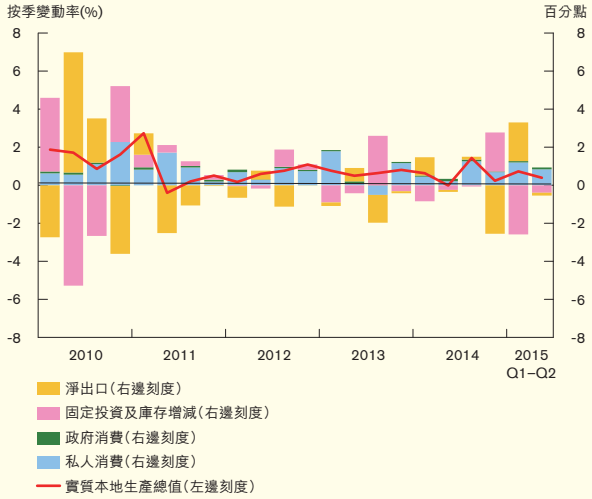
3. 本港經濟

香港經濟於2015年上半年度繼續以溫和步伐增長，然而外貿表現疲弱，部份抵銷了強韌的內部需求。面對金融市場波動加劇，以及全球經濟和貨幣狀況風險增加，經濟增長在下半年可能放緩。由於進口價格偏軟以及本地增長動力溫和，本地通脹壓力仍將受控。

3.1 實體經濟活動

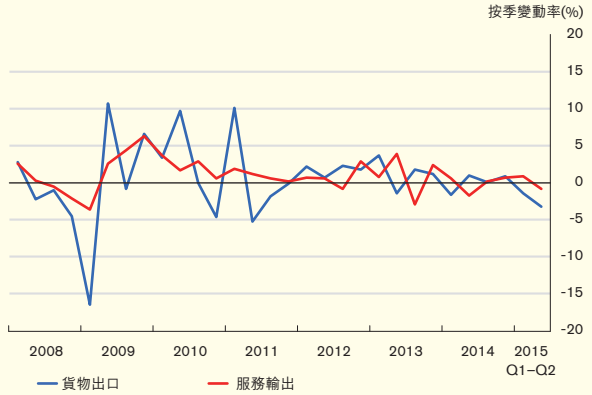
香港經濟於2015年上半年度繼續溫和增長。經季節性因素調整的本地生產總值按季實質增長由第1季的0.7%回落至第2季的0.4%（圖3.1）。私人消費增長穩健，受惠於穩定的勞工市場狀況，以及在第2季股票市場強勁表現帶動下，金融服務支出增加。投資方面，樓宇及建造活動蓬勃，資本投資亦有所改善，但由於庫存減少，以致整體投資支出下降並拖累上半年經濟增長。同時，由於貨物出口及服務輸出收縮，淨出口亦在第2季對經濟增長構成拖累（圖3.2）。當中，服務輸出收縮，反映了入境旅遊減少和離岸貨品貿易及物流服務輸出疲軟，並大幅抵銷了金融服務輸出的強勢表現。與此同時，貨物進口隨著轉口活動疲弱而下跌，服務輸入則上升。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支部分的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

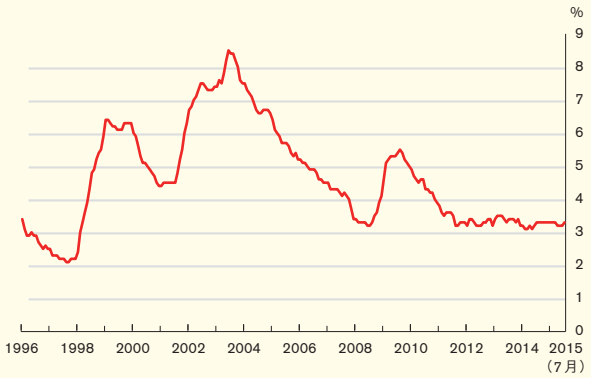
圖3.2
實質貨物出口及服務輸出



資料來源：政府統計處。

本地生產總值的按年實質增長率維持溫和，於第1季及第2季分別為2.4%和2.8%。事實上，自2012年以來，本地生產總值的實質增長已放緩至每年約2–3%。專題3剖析此一趨勢，審視主要行業的生產力表現，並顯示經濟增長放緩的主要因素是全球金融危機後進出口貿易及非銀行金融業兩者的全要素生產率的增長減慢。至於勞工市場狀況，在2015年上半年普遍維持穩定。經季節性因素調整的失業率，由已經維持了三季的3.3%，微降至今年第2季的3.2%(圖3.3)。這主要反映了較高技術勞動力的失業率輕微下跌。然而，受入境旅遊疲弱影響，零售及其他旅遊相關行業的就業情況偏軟。

圖3.3
失業率

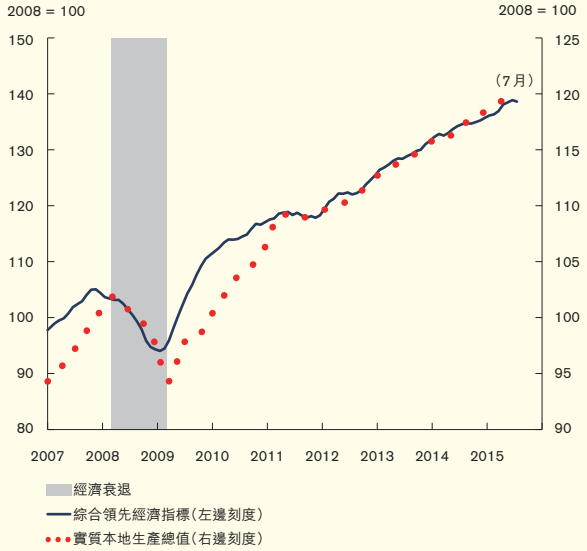


資料來源：政府統計處。

展望未來，香港經濟增長於2015年下半年將會有所放緩。本地需求方面，雖然受到大致穩定的勞動市場狀況繼續支持，但近期股票市場下滑所帶動的負財富效應，預料會導致私人消費增長放緩。下半年私營及公營建造活動步伐預期會加快，但另一方面，企業信心減弱，以及因金融市場波動帶來對前景的不確定性，可能會拖累資本投資。外部需求亦面對不利因素，旅客消費持續疲弱，同時在金融市場波動加劇下，金融服務輸出將見放緩，而且全球經濟前景疲弱，貨物出口表現預計仍然呆滯。

金管局內部編製的綜合領先經濟指標預示2015年下半年經濟增長有放緩跡象(圖3.4)。政府對2015年實質本地生產總值增長預測收窄至2–3%，而共識預測則顯示全年增長率平均為2.3%。

圖3.4
實質本地生產總值及綜合領先經濟指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

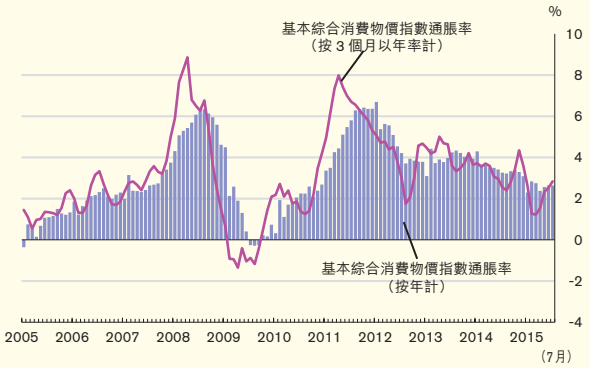
經濟前景將受到一些不明朗因素及下行風險影響，包括全球金融市場波動、中國內地經濟增長不明朗、美國利率正常化以及美元走強等。尤其是假如金融壓力加劇以及對中國內地及新興市場經濟體的市場情緒進

一步轉淡，可能會對香港經濟產生重大溢出效應，令本地資產市場定價調整的風險及資金外流壓力增加，引致貨幣狀況收緊及產生負財富效應，不利香港經濟前景。

3.2 消費物價

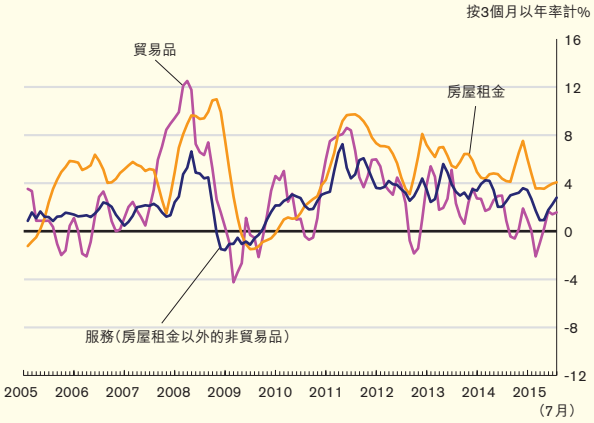
受惠於外部及本地成本壓力逐漸減退，按年基本通脹率由去年12月的3.1%降至2015年7月的2.6%。反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率，亦在同期間由3.6%放緩至2.8%，顯示價格壓力有所紓緩（圖3.5）。當中，服務項目通脹由去年12月的3.4%下降至2015年7月的2.7%，房屋租金項目亦在期內由6.0%顯著回落至4.0%；兩者都有助抵銷貿易品價格的輕微上升（圖3.6）。

圖3.5
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

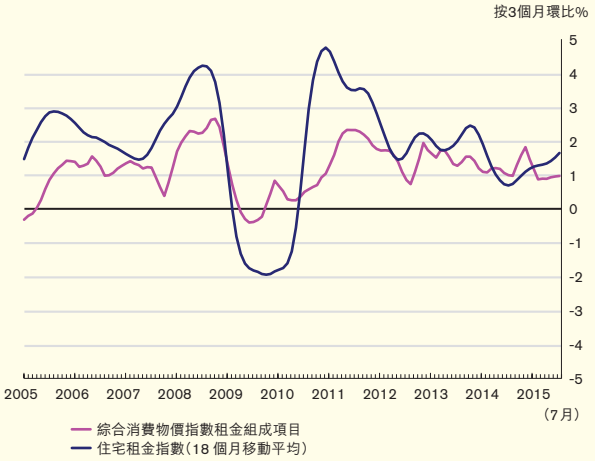
圖3.6
按主要組成項目分類的消費物價通脹



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，按季通脹動力有望保持溫和。港元強勢加上全球商品價格偏軟，應可繼續抑制進口價格通脹。本地方面，雖然新訂住宅租約租金自2014年第2季起重拾升軌，往後並將會帶動消費物價通脹中房屋租金項目的升幅加快，但由此衍生的通脹壓力預料將會溫和（圖3.7）。此外，由於近日零售物業租金增長放緩，實質勞動成本升幅輕微，營商成本壓力已見減輕。再加上本地經濟增長溫和，產出缺口料為輕微負數，亦有助抑制服務項目通脹的上升。整體而言，2015年全年通脹率應會較2014年的為低，政府最新的基本通脹率預測為2.6%，低於2014年的3.5%。

圖 3.7
綜合消費物價指數租金組成項目及市場租金



註：綜合消費物價指數租金組成項目已扣除政府一次性紓緩措施的影響。
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。

通脹前景存在變數，但基於多項因素，其下行風險較為顯著。其一，中國內地經濟增長進一步放緩的風險，以及歐元區及日本增長乏力，或會拖累香港的短期增長，為通脹前景帶來不明朗因素。此外，本地按揭利率往後可能會面對不確定因素，其走勢將取決於美國貨幣政策的未來路向。這些變數，加上房屋供應陸續增加，或會觸發物業市場出現調整，繼而對房屋租金增長構成壓力。另外，近日訪港旅遊業放緩的情況若持續下去，或會影響本地勞動市場及零售物業市況，而最近全球股票市場出現較大幅度的調整，亦可能影響本地消費意欲。上述發展或會對服務項目通脹構成抑制效果。

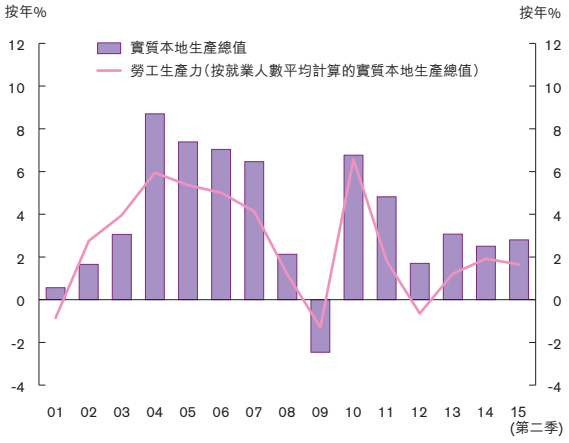
專題3
香港的生產力增長：各行業的情況及其推動因素

香港經濟於2009至2011年間，快速而強勁地由全球金融危機復蘇過來，但之後一直以溫和速度增長，在2012年及以後，增速僅徘徊在每年2–3%之間（圖B3.1）。這個情況與全球金融危機前香港經濟平均每年增長約5%形成強烈的對比。作為衡量勞工生產力的一個指標，每名工人的平均實質產量在近年亦以平均每年0.8%的溫和步伐增長，而在全球金融危機前的增長率則為平均每年3.6%。就此所帶出的問題是，近期較溫和的增長步伐是否已經成為新常態。本專題將分析香港趨勢增長放緩的原因，特別是香港主要行業的全要素生產率(Total Factor Productivity)在2000年後的增長情況。本文的分析或會有助了解主要行業的中期前景及香港經濟的潛在增長情況。

經濟增長及全要素生產率

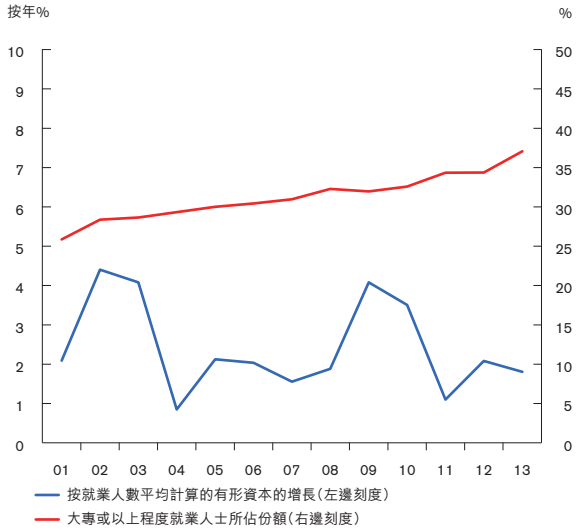
每名工人平均實質產量的增長取決於有形和人力資本累積以及全要素生產率的增長。粗略的數據分析顯示，香港的有形和人力資本累積一直穩步發展，未能解釋到為何全球金融危機後的每名工人平均實質產量增速放緩。例如，按就業人數平均計算的有形資本於2001至2013年間持續以約2%的平均年率溫和增長（圖B3.2），而科網泡沫爆破和全球金融危機後雖然大幅上升，看來僅屬短暫性，主要反映企業在經濟衰退期間押後聘用工人的傾向。此外，工人技能看來一直提升。受過較高等教育（在大專或以上程度）的就業人士所佔份額，由2001年的25.9%上升至2006年的30.4%和2013年的37.1%。

圖B3.1
實質本地生產總值及每名工人實質產量的增長



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

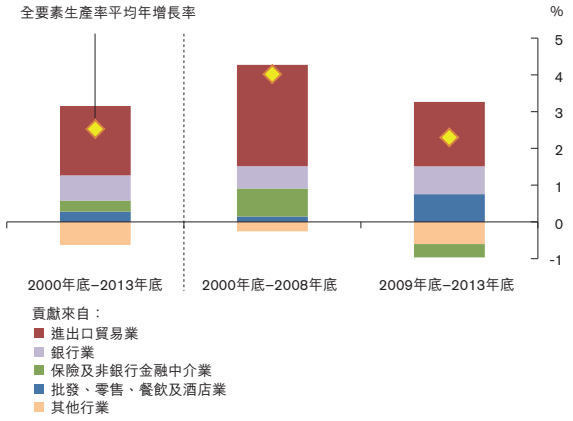
圖B3.2
有形及人力資本累積的指標



註：資本存量以永續盤存(perpetual inventory)方法估算。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

全球金融危機後每名工人平均實質產量的增長放慢，最重要的原因似乎是全要素生產率的增長放緩，而全要素生產率就是扣除要素投入的貢獻後，產出增加的部分。圖B3.3展示了2000至2013年間香港的全要素生產率增長估算，以及主要行業的貢獻。各主要行業的估算數字是用「數據包絡分析」(Data Envelopment Analysis)的方法得出[23]。根據這個計量方法，整體全要素生產率在2000至2013年間平均每年增長2.7%。以2009年為分水嶺，全要素生產率在2009年之前的平均年增長率為較快的4.0%，但2009年以後，平均年增長率減慢至2.6%。導致整體全要素生產率增長放緩主要是進出口貿易行業。全球金融危機後，進出口貿易業的貢獻明顯減少，而批發、零售、餐飲及酒店業的貢獻則有所增加[24]。金融行業方面，銀行業的貢獻於2000至2013年間相當穩定及強韌，但非銀行金融業的貢獻則比較反覆。

圖B3.3
全要素生產率增長及主要行業的貢獻



資料來源：金管局職員估計數字。

推動各行業全要素生產率的因素

但是，是甚麼原因令香港全要素生產率增長在2000至2013年間出現改變？從概念上考慮，全要素生產率取決於多個供應方面的因素，當中包括(1)技術進步和效率提升；(2)產品服務創新；以及(3)貿易開放及改革措施。下文分析可能推動各主要行業全要素生產率發展的潛在因素。

23 由於缺乏數據，本研究僅考慮某些選定的主要行業，而這些行業已為香港貢獻90%以上的本地生產總值。有關估算方法詳情，請參閱Leung, Han and Chow (2009)，「Financial services sector as a driver of productivity growth in Hong Kong」，金管局工作論文，編號14/2009。

24 理想情況下，旅遊業應為本專題的其中一個聚焦點，但由於缺乏用作估算其全要素生產率增長的可靠數據，我們只能討論範圍較廣泛的批發、零售、餐飲及酒店業。

表 B3.A
各主要行業的全要素生產率增長

	全要素生產率增長(%)		
	2000–2008	2009–2013	2000–2013
整體	**4.0**	**2.6**	**2.7**
其中：			
進出口貿易業	**9.3**	**6.1**	**6.6**
金融業	**6.3**	**1.3**	**4.2**
銀行業	5.1	5.0	5.2
非銀行金融業	11.6	-7.1	3.7
批發、零售、餐飲及酒店業	**1.4**	**7.1**	**2.5**
批發及零售業	2.8	9.1	4.4
餐飲及酒店業	0.1	2.6	0.1

註： 表內數字為複合年增長率。估算金融業和批發、零售、餐飲及酒店業的全要素生產率時，首先把其子行業的投入和產出加總。由於保險業對整體全要素生產率增長的貢獻不大，該行業的數據並未在表內列出。

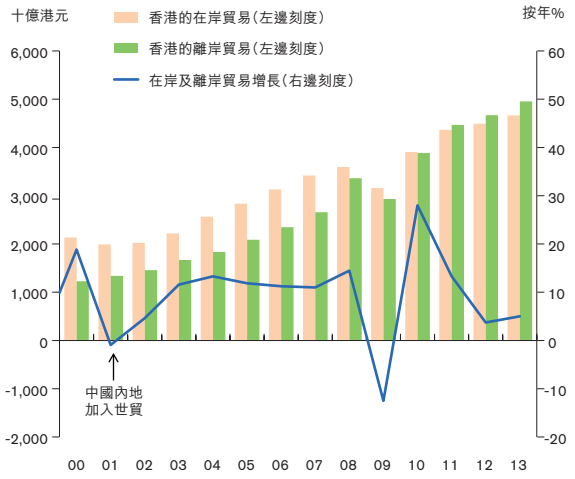
資料來源：金管局職員估計數字。

a) 進出口貿易業

在選定的行業中，進出口貿易業錄得最高的全要素生產率增長，在2000至2013年間每年增長6.6%（表B3.A）。事實上，在全球金融危險前，該行業的全要素生產率更以非常高速的平均9.3%年率增長，其主要推動力來自中國內地的貿易開放（包括2001年加入世界貿易組織），令香港的在岸及離岸貿易有較快的增長（圖B3.4）。具體而言，這行業的全要素生產率的快速增長，受惠於離岸貿易業務的興起和香港製造業拓展到中國內地和其他低成本地區所取得的效率提升，以及進出口貿易商向環球價值鏈上游攀升過程中的產品和服務創新[25]。

全球金融危機後，進出口貿易業的全要素生產率增長放緩至平均每年6.1%，但仍比其他行業為高。全要素生產率增長放緩，或可歸咎於全球金融危機的較長遠影響，令全球經濟增長和國際貿易流量減弱，要港商有效率地把那些曾經投放於先進經濟體的生產資源重新分配，以滿足其他較高增長新興市場的最終需求或許會有困難。先進經濟體的經濟狀況持續疲弱，至少會使部分生產資源（例如機器及熟練工人）閒置，對生產技術創新的進程和演化並無益處。

圖 B3.4
香港的在岸及離岸貿易額



註： 在岸貿易是商品出口和留用進口的總和。2002年以前並未有任何官方的離岸貿易數據，圖表內的數字基於所賺取的毛利和佣金估算。

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

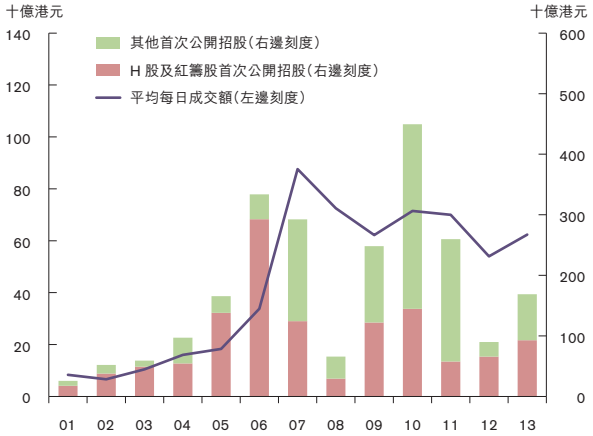
b) 金融業

金融業在整體上也是個主要增長點，其全要素生產率於2000至2013年間錄得高於平均的4.2%增長率（表B3.A）。這個行業在全球金融危機前的全要素生產率增長明顯較快，但隨後由於非銀行金融業的全要素生產率表現反覆而拖慢，不過銀行業的全要素生產率增長仍然強韌。

25 價值鏈攀升的進程包括提供更多的增值服務，例如採購、設計、生產，以及生產的管理、符合質量標準、物流安排等。詳情請參閱Leung, Chow, Szeto and Tam (2008)，「Service exports: the next engine of growth for Hong Kong?」，金管局工作論文，編號04/2008。

隨著H股籌資活動暢旺以及股市交投強勁，非銀行金融業[26]的全要素生產率增長在全球金融危機前大幅飆升（圖B3.5）。推動全要素生產率增長的基本因素包括中國內地的金融市場改革，刺激內地企業在香港上市。此外，產品創新亦帶旺了衍生產品市場及交易所買賣基金市場。但在全球金融危機後，由於股市成交額逐漸從高位回落，H股集資活動橫行，所以業界經歷了一段全要素生產率下降時期。不過將2000至2013年內的金融週期上升和下降作為一個整體來看，非銀行金融業仍錄得約3.7%的全要素生產率增幅，較香港整體2.7%的全要素生產率增幅為高。

圖B3.5
主板及創業板的首次公開招股和股市成交額



資料來源：港交所。

另一方面，不論在全球金融危機之前或之後，銀行業的全要素生產率增長都穩定地維持在每年5%左右。與非銀行金融業情況相似，在全球金融危機前，中國內地的金融改革推動了H股首次公開招股及股市交易，有助於提高銀行業的全要素生產率增長。銀行業將收入來源分散，實現業務快速發展，令非利息收入佔比由2000年的36%大幅上升至2007年的57%。與此同時，2004年開始在香港推出人民幣銀行業務，再加上「內地與香港更緊密經貿關係安排」下的銀行業開放措施，不僅開拓了新商機，也激發新金融產品和服務的發展（包括內地相關借貸；人民幣的存款、貸款、貿易結算；以及點心債等），從而推動全要素生產率增長。銀行業於2000至2013年整段時期亦透過外判或遷移勞動密集工序（例如數據處理）到低成本地區、推廣電子及網上銀行等來提升效率。

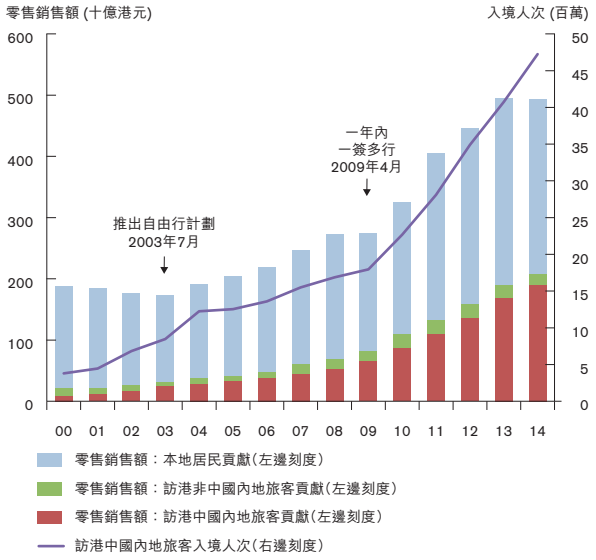
c) 批發、零售、餐飲及酒店業

在全球金融危機前，特別是2003年以前，批發、零售、餐飲及酒店業的全要素生產率增長較低，但之後有相當可觀的升幅（表B3.A）。推動全要素生產率增速的主要原因，是2003年推出的自由行計劃及之後多年該計劃的逐步擴展，特別是在2009年為合資格深圳居民引入的一年內一簽多行措施（直至2015年4月中旬一周一行上限開始生效為止）[27]。自由行帶來的旅遊方便，再加上內地居民日漸富裕、人民幣升值等其他正面因素，導致訪港內地遊客人數急升，批發、零售、餐飲及酒店業錄得穩健的業務增長（圖B3.6）。

[26] 包括股票經紀、資產管理、融資租賃、投資及控股公司。

[27] 自由行首先在四個廣東城市實施，其後經多次擴大至更多的城市和直轄市。這個計劃讓合資格的內地居民可以用個人身份到香港旅遊，而之前他們只可以持商務簽證或參加旅行團來香港。

圖 B3.6
內地旅客入境人次及其零售銷售額佔比



註： 零售銷售額中旅客貢獻是指過夜及即日來回旅客的購物支出。由於缺乏數據，2007年之前只包括過夜旅客的購物支出數字。

資料來源：政府統計處、香港旅遊發展局及金管局職員估計數字。

結語

分析顯示，進出口貿易業及金融業為2000至2013年期間的香港全要素生產率增長提供了主要支持，而批發、零售、餐飲及酒店業則在過去數年提供了額外動力。但進出口貿易業的貢獻在全球金融危機後已有所減少。另一方面，銀行業的全要素生產率增長一直強韌，為整體全要素生產率增長提供了可靠的支持。展望未來，金融業仍將成為香港整體全要素生產率增長的主要推動引擎。中國內地持續推行金融改革（包括滬港通及最近推出的基金互認計劃），讓金融業可以繼續透過效率提升和創新，為其全要素生產率增長提供支持。雖然進出口貿易業很有可能會繼續為整體全要素生產率增長作出正面貢獻，但隨著全球經濟增長疲弱及先進經濟體的進口減弱，國際貿易增長會變得緩慢，可能令進出口貿易業的全要素生產率增長受到抑制。同時，旅遊相關行業對全要素生產率增長的貢獻，預料在經歷過高增長階段後將有所放緩。

4. 貨幣及金融狀況

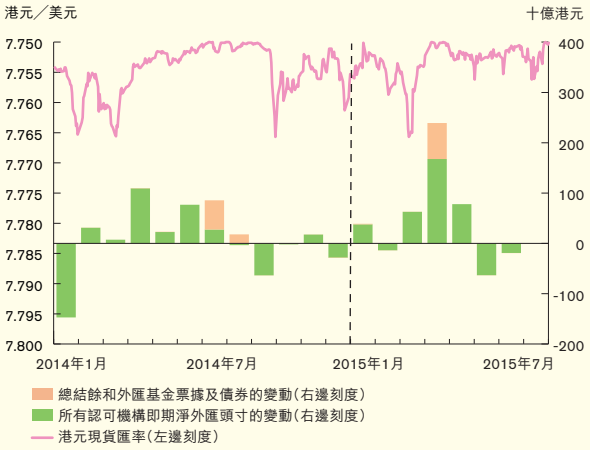
匯率、資金流及貨幣動向

儘管環球金融市場狀況多變、內地股票市場調整以及人民幣匯率中間價定價機制變動引發人民幣貶值餘波，但港元匯率大致維持穩定。另一方面，銀行的流動性保持充裕，貸款增長比去年輕微放緩。展望未來，受不明朗因素籠罩的環球金融市場及美國利率正常化進程，將會對香港資金流與貨幣及金融穩定構成主要風險。

4.1 匯率及資金流

雖然外圍震盪及資金流波動加劇，但港元兌美元現貨匯率仍然大致保持穩定，在2015上半年及最近數月徘徊於7.7500至7.7657之間（圖4.1）。港元匯率於2015年初因市場憂慮美國加息而一度回軟，但隨著資金流入壓力於3月下旬至5月期間又再加強，港元匯率轉強至7.75左右水平。強方兌換保證在4月9日至24日期間曾多次被觸發，促使金管局被動地從銀行購入合共92億美元，令總結餘相應增加715億港元（圖4.2）。中國內地公佈新措施，有關合資格的內地互惠基金及保險公司可豁免成為合格境內機構投資者，直接通過「滬港股票市場交易互聯互通機制」（滬港通）於香港股票市場投資，刺激股票相關的港元需求飆升，是帶動資金流入的主要原因。銀行的即期淨外匯頭寸於3月至5月期間亦明顯增加，顯示有不少的港元資金淨流入非銀行私人部門，此期間本地股市亦非常暢旺。

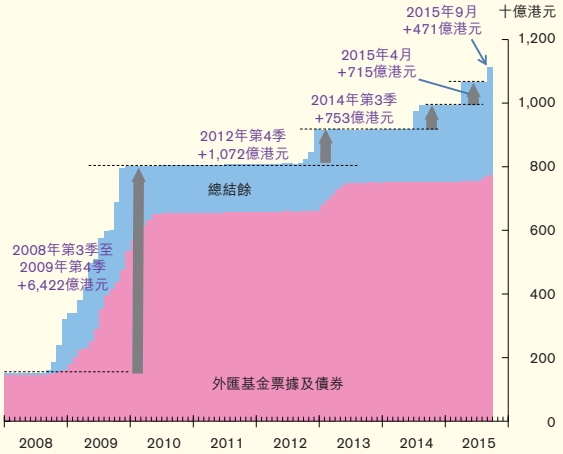
圖4.1
匯率及資金流指標



註：資金流指標的正值表示流入。7月份的即期淨外匯頭寸變動數據僅為暫時估算數字，8月份暫時沒有數據。

資料來源：金管局及職員估計數字。

圖 4.2
資金流指標

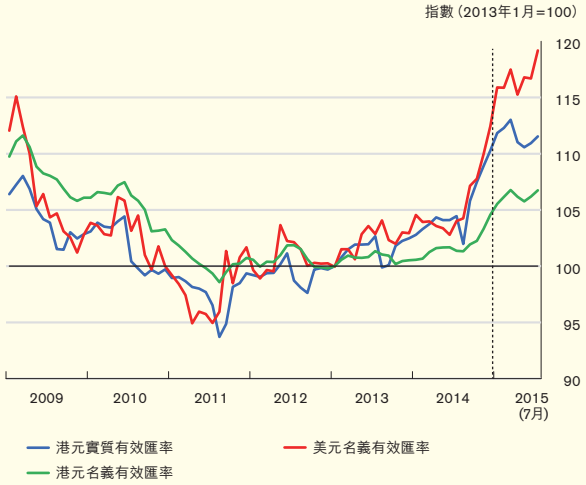


註：數據顯示至9月15日。
資料來源：金管局。

雖然環球金融市場在6月至8月期間波動加劇，但港元現貨匯率仍然大致維持穩定。銀行即期淨外匯頭寸於6月及7月期間下跌，顯示有港元資金從非銀行私人部門淨流出。港元現貨匯率稍為回軟，但其後在7月底轉強至7.75左右水平，反映併購交易及股票派息產生的港元需求增加。受聯儲局加息預期、中國內地經濟前景不明朗、人民幣中間價新定價機制及隨後的人民幣貶值所引起的憂慮加劇等因素影響，亞洲貨幣在8月大幅貶值，商品價格及新興市場資產價格亦大幅下滑。市場預料全球增長前景會較黯淡，觸發了環球股票市場大幅調整。儘管如此，本地貨幣穩定及聯繫匯率制度的公信力並未受影響。港元現貨匯率於8月底至9月初觸及7.75的水平，強方兌換保證在9月多次被觸發，可能是受到投資者因人民幣貶值而重新分配資產所致。

由於美元強勢，港元於上半年及最近數月兌其他貨幣亦轉強。港元的貿易加權名義有效匯率指數在2014年上升4.0%後，今年1月至7月期間再上升2.1%（圖4.3）。同時，因本港的通脹率比其貿易夥伴通脹率的加權平均值相對略低，港元的實質有效匯率指數在今年首7個月錄得1.2%的較小升幅。

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。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

有關香港的證券投資資金流於年初至今亦出現較多波動。國際收支平衡統計資料顯示，隨著香港居民增持外地股票，而非本地居民則減持香港股票，第1季有大量股票證券投資資金流出（表4.A）[28]。債務證券投資方面，香港居民增持外地的長期債務證券，而非本

[28] 在編寫本報告時，2015年第2季的國際收支平衡統計資料尚未發佈。

地居民則繼續投資香港債務證券。大致而言，香港證券投資資金流於第1季出現淨流出，部份是因為隨著美國利率趨升及美國資產對國際投資者的吸引力增加，市場憂慮新興市場會出現資金流出的情況。[29]

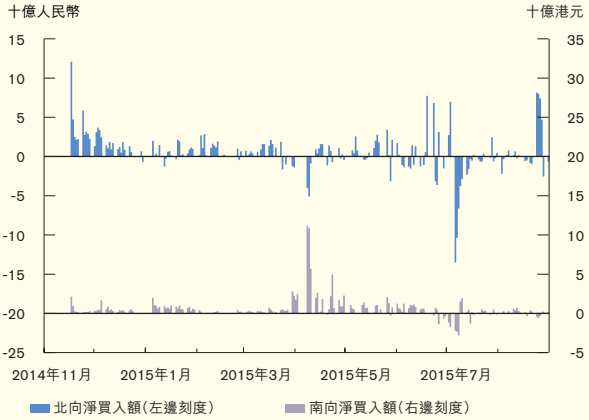
表4.A
跨境證券投資資金流

(十億港元)	2013	2014	2014 第1季	2014 第2季	2014 第3季	2014 第4季	2015 第1季
來自香港居民							
股權及投資基金份額	-179.4	-109.4	-75.7	10.7	32.9	-77.3	-105.4
債務證券	-335.2	71.7	63.3	-100.3	40.3	68.4	-81.0
來自非香港居民							
股權及投資基金份額	67.6	136.9	-8.5	24.7	160.3	-39.6	-119.4
債務證券	61.0	57.9	9.4	11.4	11.9	25.2	23.0

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

根據市場數據及資料，投資資金流波動自第2季以來進一步加劇。經滬港通南下購入港股的淨額在4月8日至10日期間飆升至277億港元，而且南向每日配額曾於4月8日及9日用盡(圖4.4)[30]。不過A股及香港上市股票於6月和7月同樣承受強大沽售壓力。根據EPFR對全球互惠基金進行的調查，與香港相關的證券投資資金流於第2季及最近數月表現反覆，尤其自6月中起有資金流出跡象。

圖4.4
經滬港通的股票市場交易額



資料來源：港交所。

短期而言，資金流的方向及規模仍主要受環球金融市場動向及美國利率正常化進程影響。風險方面，避險情緒若突然高漲，可能會透過不同金融渠道對香港產生負面影響。人民幣及其他地區貨幣的未來動向亦可能會影響市場情緒，使港元資金流受壓。加上美國加息在即，資金由部分新興市場回流至美國的壓力有可能持續，這些發展亦會影響到香港的資金流。

4.2 貨幣及信貸

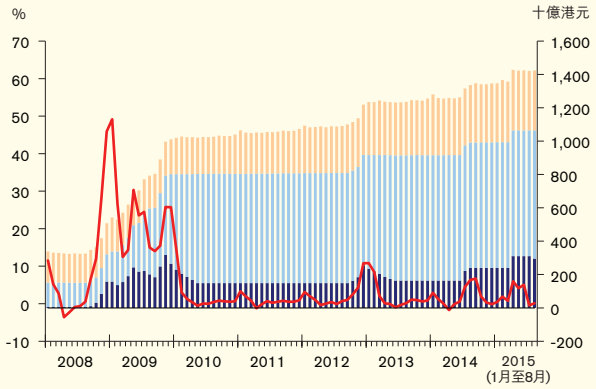
香港的貨幣環境於2015年上半年及近月維持寬鬆，低息環境持續。由於強方兌換保證於4月多次被觸發，總結餘因而上升，港元貨幣基礎於2015年上半年累計上升5.9%(圖4.5)。其他貨幣基礎的組成部

29 長江實業及和記黃埔重組，兩家公司的股票被轉調至開曼群島註冊的長和集團，亦引致股票證券投資資金流出。

30 留意滬港通計劃錄得的成交淨額，與國際收支平衡統計界定的股票證券資金流並不完全吻合。例如如果南向買入香港上市H股只牽涉非香港居民，這些交易並不會計算在香港的國際收支平衡統計中。

分，包括未償還的負債證明書、政府發行的流通紙幣及硬幣，及未償還外匯基金票據及債券變動不大。強方保證於9月初再被觸發，貨幣基礎因而擴張。

圖4.5
貨幣基礎的組成部分

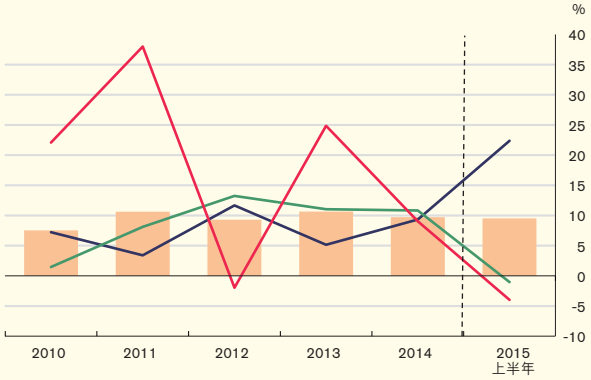


負債證明書及政府發行的紙幣及硬幣(右邊刻度)
未償還外匯基金票據及債券(右邊刻度)
總結餘(右邊刻度)
貨幣基礎：與3個月前相比的百分比變動(左邊刻度)

資料來源：金管局。

港元廣義貨幣供應(港元M3)繼2014年上升9.0%後，於今年上半年顯著增加10.5%(按年率計21.1%)。當中港元存款繼2014年錄得9.3%增長後，於今年上半年上升11.2%(按年率計22.4%)。特別是股市交投與首次公開招股活動暢旺，刺激活期存款顯著增加。以對應資產分析，港元M3的增長主要反映貨幣基礎與認可機構淨外幣資產大幅擴張，以及港元貸款增長(圖4.7)。

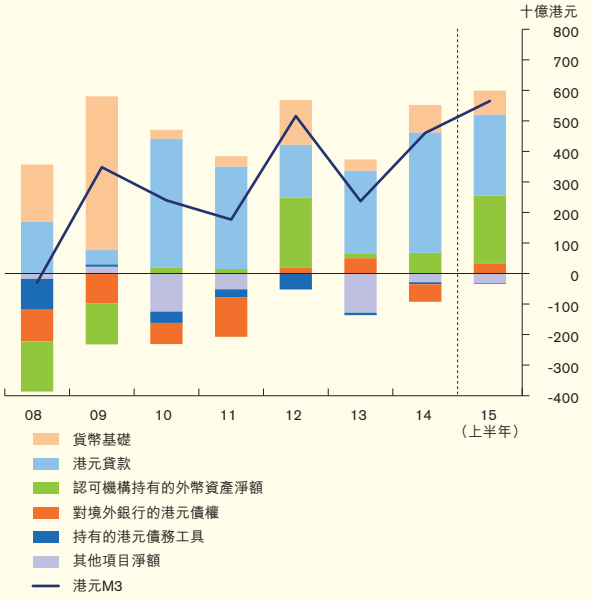
圖4.6
存款增長



總存款額
港元存款
美元存款
其他外幣存款

註：2015年上半年增長率均按年率計算。
資料來源：金管局。

圖4.7
港元M3及其對應資產變動



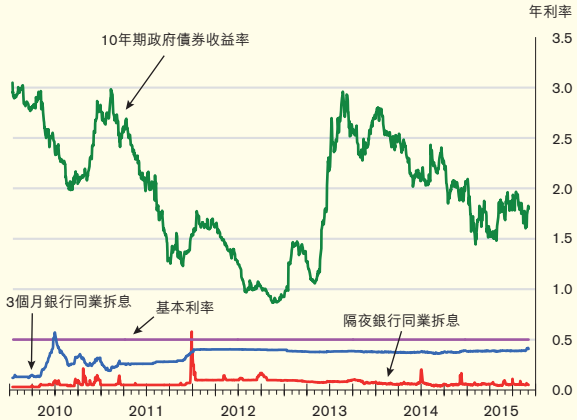
貨幣基礎
港元貸款
認可機構持有的外幣資產淨額
對境外銀行的港元債權
持有的港元債務工具
其他項目淨額
港元M3

註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款及剔除持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。
資料來源：金管局職員估計數字。

雖然2015年上半年港元M3與港元存款增加，但外幣存款輕微下跌。在首6個月，美元存款微跌0.5%（按年率計1.0%），其他外幣存款則受人民幣存款稍為拖累下跌2.0%（按年率計4.0%）。但整體而言，認可機構的總存款額（包括港元及外幣存款）於上半年增長4.8%（按年率計9.5%），增速與2014年大致相若。

由於銀行體系流動資金充裕，批發融資成本繼續維持在低水平。隔夜及3個月香港銀行同業拆息於上半年變動不大，分別約為0.06%及0.39%，僅因季末股票融資需求及銀行流動資金需求增加而偶有波動（圖4.8）。同期港元遠期匯率變動不大，反映透過美元貨幣掉期的銀行同業融資狀況穩定。港元收益率曲線在首4個月大致跟隨美元收益率變得平坦，其後稍為陡峭。10年期政府債券平均收益率在6月維持於1.84%，但仍比去年12月的1.97%為低。在零售層面，主要由於加權存款利率下降，銀行的平均融資成本（以綜合利率計算）於6月下降至0.29%的近期低位，比6個月前下跌10個基點。同時，銀行的新造按揭平均貸款利率於上半年維持低企於大約1.95%。

圖4.8
港元銀行同業拆息及10年期政府債券收益率

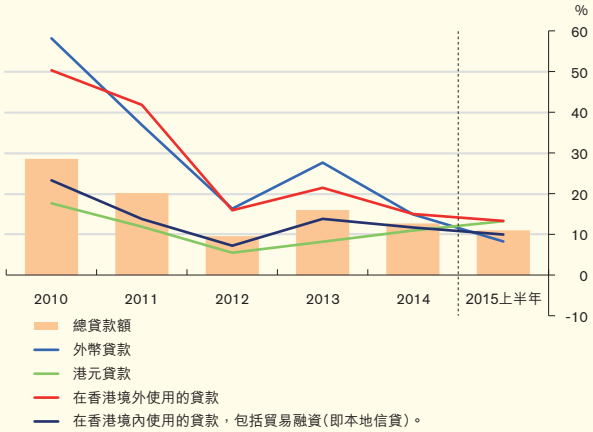


資料來源：CEIC及金管局。

近期香港的貨幣狀況稍為緊張，隨著金融市場狀況轉差，港元銀行同業拆息於8月上升數個基點，而港元遠期匯率亦轉向溢價。

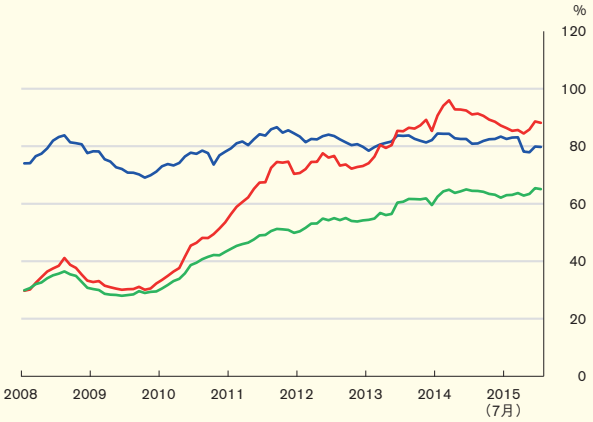
整體貸款增長由2014年的12.7%輕微放緩至2015年上半年按年率計11.0%（圖4.9）。這反映本地信貸增長有所放慢，對比2014年11.7%的增長，本地信貸於今年上半年錄得按年率計10.0%的增長；而香港境外使用的貸款按年率計上升13.3%，與去年增速相若。以貨幣種類分析，港元貸款增長比去年快，部分由於首次公開招股及股票相關融資的貸款大幅上升。另一方面，上半年的外幣貸款增速較慢，特別是美元貸款增速由2014年的13.3%減慢至今年上半年按年率計2.1%。反映存款及貸款的相對變化，港元貸存比率由去年12月的83.3%下跌至今年6月的79.9%，而美元貸存比率則由87.2%上升至88.6%（圖4.10）。

圖 4.9
貸款增長



註：2015年上半年的增長率均按年率計算。
資料來源：金管局。

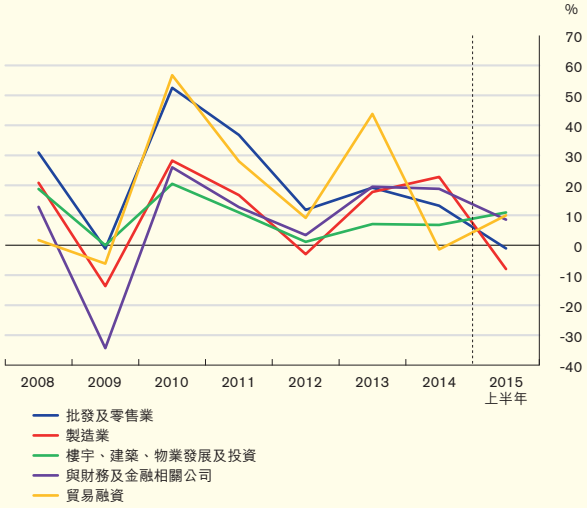
圖 4.10
貸存比率



資料來源：金管局。

雖然本地信貸增長緩和，但各行業的信貸於上半年表現不一(圖 4.11)。貿易融資由去年底的低位回升，但於6月底仍按年下跌10%，部分受到商品貿易表現疲弱影響。此外，隨著零售業表現疲弱，批發及零售業貸款亦下跌。另一方面，受到首次公開招股及股市交投暢旺所支持，股票經紀貸款升勢明顯較快，提供予財務及金融相關公司的貸款亦以溫和速度增長。同時，隨著建造業活動變得活躍，建造業與物業發展的貸款亦錄得較快增長。

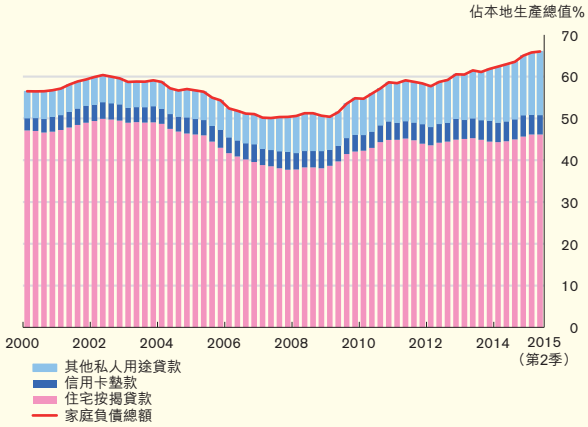
圖 4.11
個別行業的本地貸款增長



註：2015年上半年的增長率均按年率計算。
資料來源：金管局。

上半年家庭債務繼續穩定增長，當中尤以私人貸款(包括信用卡墊款及其他私人用途貸款)維持按年率計12.4%的快速增長。自2月底及3月初金管局推出第七輪的審慎措施後，住宅按揭貸款增幅已見放緩，但上半年升幅仍達到按年率計9.0%。整體而言，家庭負債佔本地生產總值的比率由第1季的65.7%微升至第2季的66.0%(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



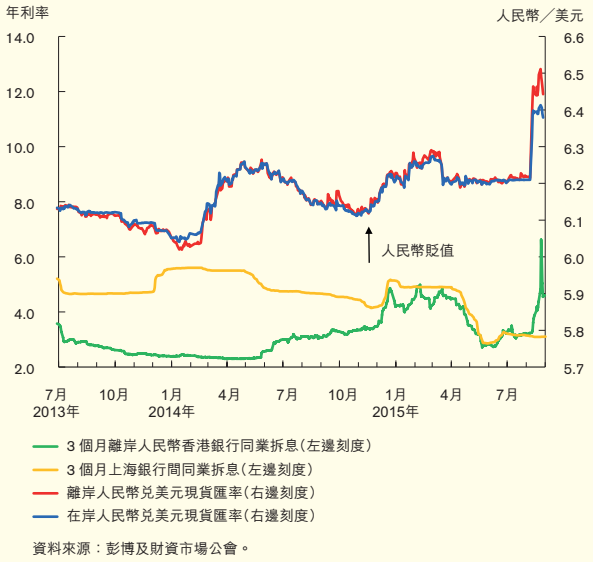
註：僅包括認可機構提供的借款。
資料來源：金管局。

踏入第3季，信貸增長有放緩跡象。7月的整體貸款比1個月前下跌0.6%，因而拖低首7個月的整體貸款增長率至按年率計8.3%。短期而言，在預期美國加息、內地經濟放緩，以及人民幣貶值的背景下，宏觀金融環境的不明朗因素增加，信貸增長或繼續受到制約。

離岸人民幣銀行業務

離岸人民幣匯率繼2015年第1季兌美元稍微貶值後，於4至7月維持穩定，並且緊貼在岸人民幣匯率的穩定走勢（圖4.13）。然而，踏入8月，人民幣匯率定價機制於8月11日調整，離岸人民幣匯率的貶值壓力增加。離岸人民幣匯率跟隨在岸匯率下跌，而離岸對在岸人民幣匯率的折讓於8月下旬曾擴闊至1,000點子。面對人民幣貶值壓力，離岸人民幣銀行同業拆借市場的融資狀況亦見收緊。總括而言，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息自6月底上升約130基點，至8月底為4.6%。

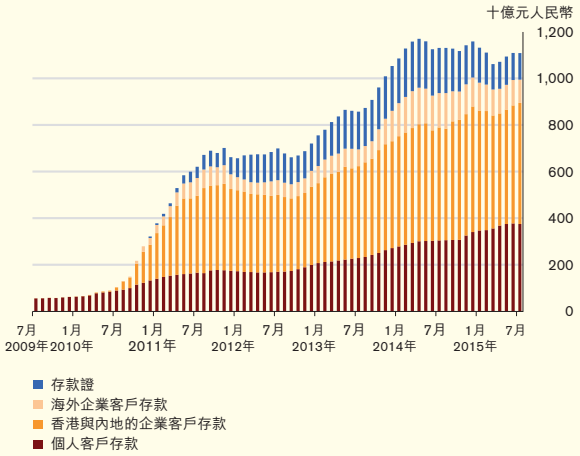
圖4.13
在岸及離岸人民幣匯率及銀行同業拆息



資料來源：彭博及財資市場公會。

香港的人民幣資金池於2015年第1季下降，但於第2季重新回升。直至6月底，人民幣客戶存款及存款證總額達到11,088億元人民幣，較6個月前下跌4.3%（圖4.14及表4.B）。於上半年，人民幣客戶存款錄得1.1%的輕微跌幅，主要是由於企業存款下降，然而個人客戶存款繼續穩步增長。短期而言，若市場預期人民幣貶值壓力持續，人民幣資金池增長或會放慢，不過，銀行若提高利息吸收客戶存款或會抵銷部份資金壓力。未償還存款證下跌25.1%，這是由於存款證發行相比去年同期減少，以及有相對較多的存款證到期。

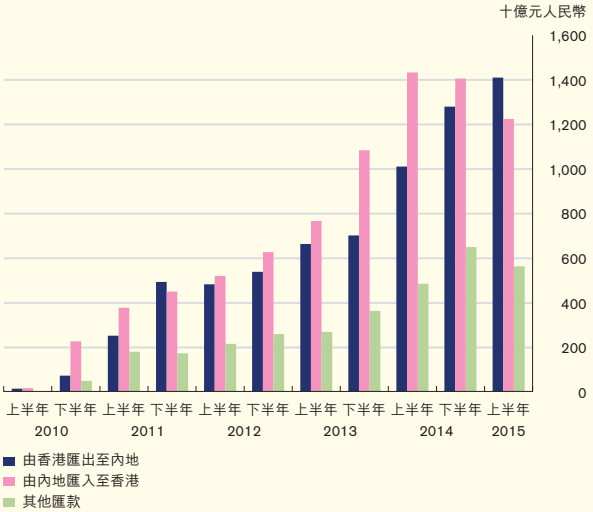
圖4.14
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

於2015年上半年，香港銀行處理的人民幣貿易結算減少至31,958億元人民幣，與2014年下半年比較下跌4.1%。人民幣貿易結算出現由香港匯出至內地的淨流出（圖4.15及表4.B），部分由於企業對於人民幣升值預期減弱，因而減持離岸人民幣。

圖 4.15
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

表 4.B
離岸人民幣銀行業務統計數字

	2014年12月	2015年6月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	1,158.3	1,108.8
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	1,003.6	992.9
非香港居民的人民幣存款（十億元人民幣）	30.8	28.7
人民幣存款佔存款總額(%)	12.4	11.8
人民幣存款證（十億元人民幣）	154.7	115.9
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	188.0	236.3
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	225	223
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	145.2	142.2
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	193.3	174.5

	2015年1月至6月
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	3,195.8
其中：	
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	1,224.0
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	1,409.9
匯入與匯出的比例	0.9
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）	890.3

資料來源：金管局。

另一方面，香港的人民幣貸款業務持續擴張，未償還人民幣貸款總額從低位上升25.7%，至6月底的2,363億元人民幣。香港作為環球離岸人民幣結算及交收服務中心的地位進一步提升，人民幣即時支付結算系統的日均成交額由2014年的7,327億元人民幣，上升至2015年上半年的8,903億元人民幣，當中大約90%為離岸交易（即非香港與內地之間的交易）（表4.B）。內地與香港基金互認安排已於7月推出，兩地跨境投資渠道有所擴闊，並且有較多基金可供選擇，展望將來，兩地基金互認有助加強香港人民幣投資及資產管理中心的發展。

資產市場

隨著過去六個月的大規模風險重估，香港股市經歷大幅上落並於回顧期末急挫。A股相對H股的溢價依然明顯，或可歸因於市場波幅上升後，內地及香港投資者對股票估值存在的差異。2015年上半年港元債務市場持續增長，而離岸人民幣債務市場則在數年的急速增長後出現放緩跡象。住宅物業市場活動在第2季有所增加後，於近月又再回軟。

4.3 股市

受到外圍環境的影響，香港股市在回顧期內大幅波動並於期末急挫。經歷平穩的第1季後，本地股市因應中國證券監督管理委員會公告批准中國互惠基金投資香港股票證券的利好消息，在4月間一度飆升至七年來的高位（圖4.16）。然而，自6月下旬開始，環球股票遭連串大幅拋售，加上商品價格疲弱及希臘債務談判陷入僵局，觸發大規模風險重估。結果，香港股市急劇轉向，恒生指數（恒指）在2015年3至8月期間共下跌12.7%。

圖4.16
香港股票價格

資料來源：彭博。

回顧期內，恒生中國企業指數，亦即「H股指數」下跌20.1%，反映A股市場的價格調整。根據恒生中國AH股溢價指數，雖然A股相對H股的估值溢價相較7月初收窄，但兩者的差距仍然明顯（圖4.17）。這是基於內地與香港投資者在市場波動升溫期間對股票估值存在差異（圖4.18）[31]。然而，隨著內地市場股票融資的規模減少，A股市場相對H股市場的成交額大幅下跌，遏止了兩地市場的價格差距進一步擴闊（圖4.19）[32]。

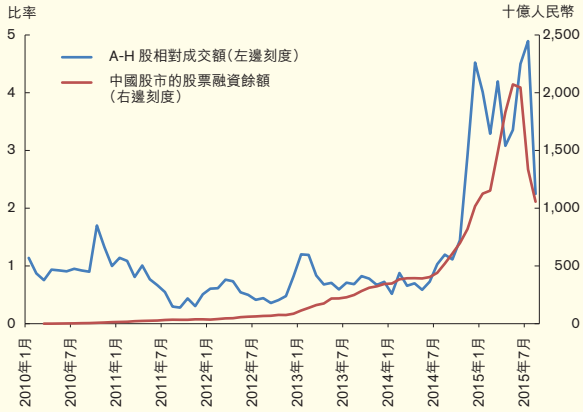
圖4.17
恒生中國AH股溢價指數

資料來源：彭博。

圖4.18
恒指期權引伸波幅

資料來源：彭博。

圖4.19
A股及H股相對成交額及中國股票市場的股票融資規模



註： 相對成交額的定義為A股的成交額比率對H股的成交額比率的比例。每個市場成交額比率，是按恒生中國AH股溢價指數成份內的兩地上市股票的加權平均成交額比率計算，而權重則為相應市場的市值。

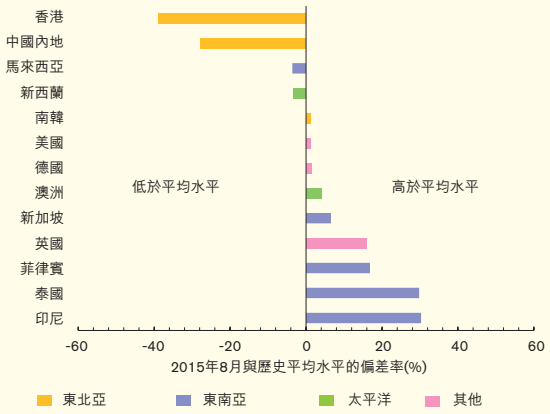
資料來源：彭博，CEIC及金管局職員估計數字。

展望未來，即使港股的估值與區內其他市場比較仍然具吸引力（圖4.20），本地股市很可能仍會受外圍市場狀況影響。在香港與中國內地的經濟及市場聯繫愈趨緊密的情況下，投資者對中國經濟放緩的關注增加，將繼續為香港股市蒙上陰影。這連同美國貨幣政策正常化的進程及環球經濟前景構成的不明朗因素，意味著本地股市在2015年完結前很可能會持續波動。

[31] 見Chung, Hui and Li(2013)，「Explaining share price disparity with parameter uncertainty:Evidence from Chinese A– and H-shares」，《*Journal of Banking and Finance*》，第37期，2013，1073–1083頁。

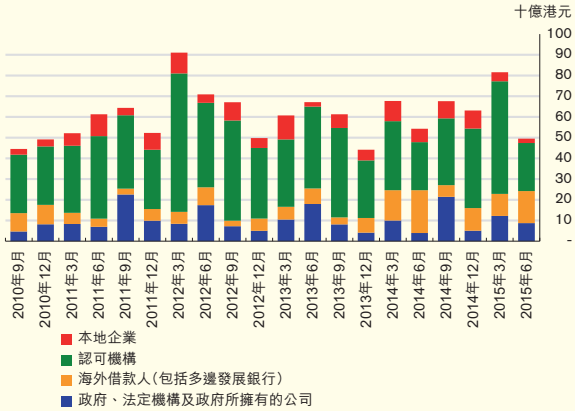
[32] 見Fong, Wong and Yong(2010)，「Share price disparity in Chinese stock markets」，《*Journal of Financial Transformation*》，第30期，2010，23–31頁

圖 4.20
亞太區（日本除外）及其他主要市場的市盈率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 4.21
新發行的港元債務（外匯基金票據及債券除外）

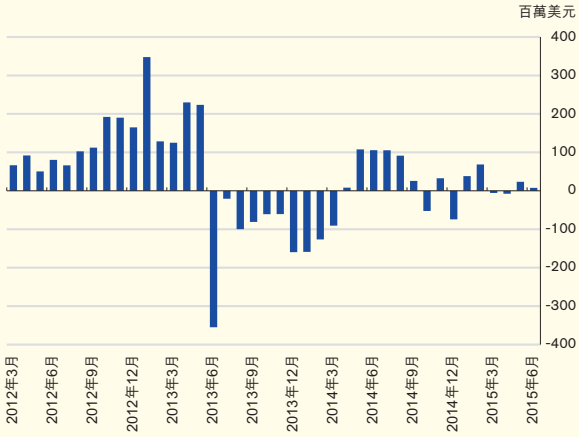


資料來源：金管局。

4.4 債務市場

2015年上半年港元債務市場的發債量減少（圖4.21），新債發行總額按年下跌1.9%至11,643億港元。由於外匯基金票據及債券的發行量減少，公營機構發行的債務因而錄得最大跌幅，較2014年同期下降2.3%至10,541億港元[33]。相比之下，本地私營機構（包括認可機構及本地企業）的新債發行量按年上升15.5%[34]。但按季度而言，由本地私營機構發行的新債在第2季急挫43.1%。這在一定程度上可歸因於市場對美國聯儲局於年底加息的預期升溫，使投資者對本地債券的胃納縮減，這從過去幾個月香港債券基金的資金淨流入放緩可見一斑（圖4.22）。

圖 4.22
香港債券基金的淨流量



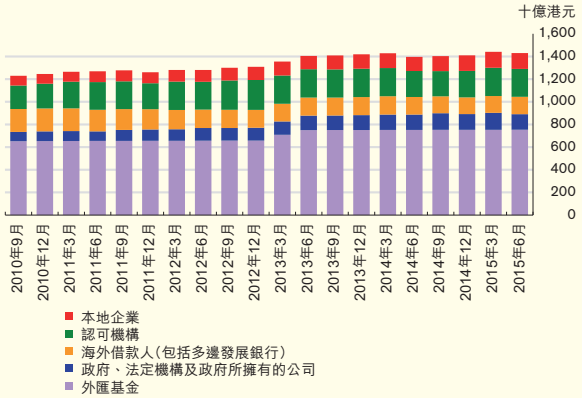
資料來源：EPFR Global。

33 在港元債務市場佔新債發行量86.9%的外匯基金票據及債券發行量，在2015年上半年按年下跌了3.0%。

34 在2015年上半年，本地企業的新債發行量按年下跌60.4%至65億港元，超額抵銷了由認可機構發行新債的37.4%增長。

儘管新債發行總額下跌，截至2015年6月底，未償還港元債務證券總額仍按年上升2.4%至14,301億港元，相當於港元M3的24.7%或整個銀行業港元資產的21.0%(圖4.23)。海外借款人(包括多邊發展銀行)的未償還債務總額下跌0.7%，而本地私營機構的未償還債務總額則上升9.2%。然而，本地私營機構在第2季的發債量大幅下跌，使港元債務市場在連續3季上升後，於2015年第2季錄得按季0.7%的收縮。

圖4.23
未償還的港元債務

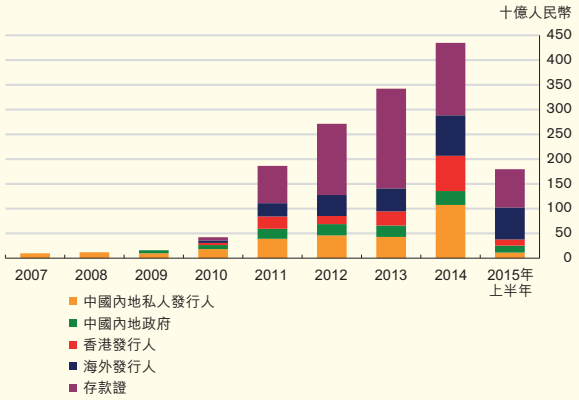


資料來源：金管局。

與此同時，離岸人民幣市場開放以來經過多年的顯著增長後，香港的離岸人民幣債務市場在2015年上半年亦出現放緩跡象，這可歸因於供求兩方的因素。在需求方面，投資者對離岸人民幣債務證券的胃納消退，部分是由於2014年底至2015年初經歷的人民幣貶值。與此同時，去年11月推行的滬港通為離岸投資者提供了另一投資中國內地市場的渠道。而在供應方面，隨著中國人民銀行推行一連串貨幣寬鬆措施後，在岸市場的融資成本降低。內地企業在離岸市場發行債券以募集資金的誘因可能因而降低。

在此背景下，2015年上半年離岸人民幣債務證券的新發行總額為1,797億人民幣，比去年同期減少36.2%(圖4.24)，特別是由內地私營機構發行的非存款證債務證券下跌82.1%至114億人民幣。然而，海外發行人的發行額則按年上升61.7%至646億人民幣，反映海外發行人可能對人民幣仍有顯著需求，或是認為把以人民幣集資所籌得的資金轉換為美元的融資策略更具成本效益[35]。截至2015年6月底，在發行總額下跌的情況下，香港離岸人民幣債務市場的未償還總額按年下跌7.6%至5,849億人民幣。

圖4.24
新發行的離岸人民幣債務證券

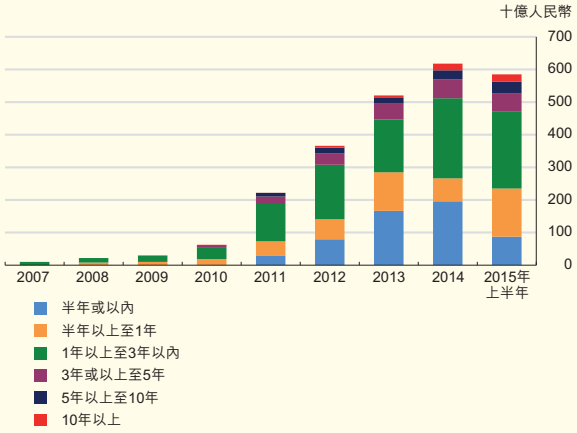


資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

35 有關美元/ 離岸人民幣交叉貨幣掉期詳情，請參閱《貨幣與金融穩定情況半年度報告》(2014年3月)專題4。

展望未來，離岸人民幣債務市場在短期內的發展將取決於多項因素。首先，人民幣匯率體制改革為匯率帶來的不明朗因素短期內可能會影響投資者的風險胃納及發行人的集資策略。其次，環球金融市場波動日益加劇，投資者短期內可能會按兵不動。第三，內地當局致力維持增長，相信更多貨幣寬鬆措施會陸續推出。因此，即使在未來一段時間內市場將有強大的再融資需求，若在岸市場的資金成本仍維持在相對低位，內地企業於離岸市場的發債活動可能仍會持續疲弱（圖4.25）。

圖4.25
未償還離岸人民幣債務證券（按剩餘年期劃分）



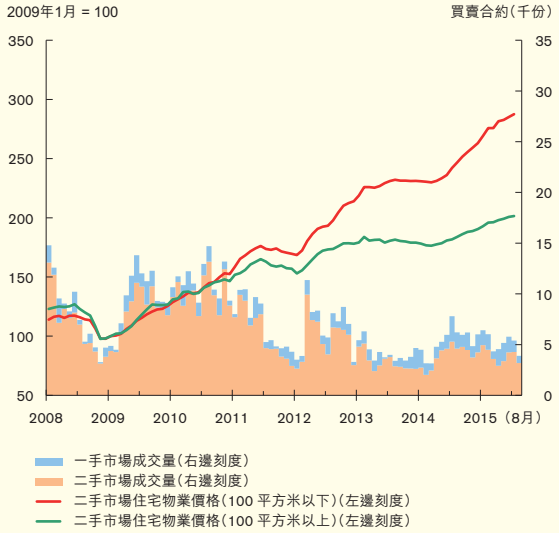
資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

4.5 物業市場

住宅物業市場

經過今年2月底、3月初金管局推出最新一輪審慎監管措施後，住宅物業市場在3月出現整固跡象，4至6月樓市活動有所回升，但7至8月又再度偏軟。3月份整體住宅成交量較前一個月減少近30%，其後隨著一手市場銷情暢旺，二手市場成交量復蘇，整體住宅交易於4至6月再度活躍（圖4.26）。3至7月間一手市場每月平均成交1,370宗，與2月推出審慎監管措施前12個月錄得的平均水平相近。二手市場成交量也由4月2,915宗的近期低位，回升至7月的4,271宗。確認人交易、短期轉售交易及公司持貨交易等投機及投資活動則仍處於低水平（圖4.27）。踏入8月，隨著股票市場面對拋售壓力，住宅市場情緒轉淡。尤其是二手市場成交量於8月急降至3,132宗，而美聯成交指數亦顯示近期成交量繼續減少，一手市場銷售情況據報亦有所減慢。

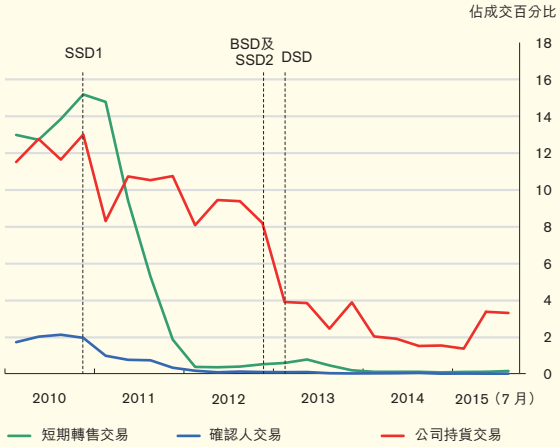
圖4.26
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

樓價方面，今年首兩個月升勢強勁，但其後升幅已見減慢（圖4.26）。儘管如此，由於年初快速上揚，樓價在首七個月仍累計上升9.1%，而中小型單位（實用面積100平方米以下）價格繼續較大型單位（實用面積100平方米以上）價格上升的速度為快。中原城市領先指數亦顯示近期樓價繼續上升。與此同時，由於發展商提供更多的折扣和優惠，近月一手單位相對二手單位的溢價據報已有所收窄。

圖4.27
確認人交易、短期轉售交易及公司持貨交易

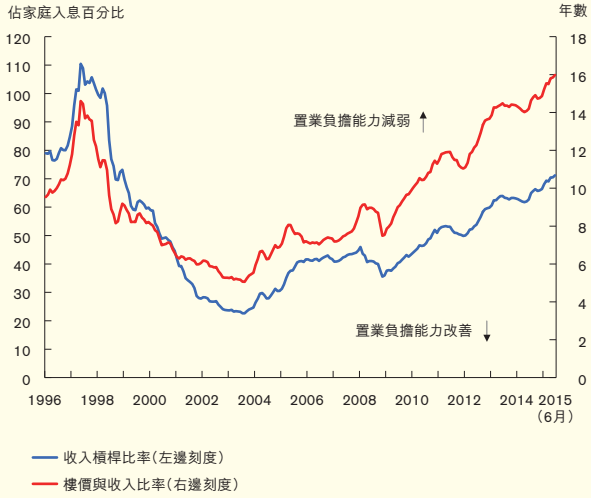


註： SSD1及SSD2分別指2010年11月和2012年10月推出的額外印花稅措施；BSD指2012年10月推出的買家印花稅措施；DSD指2013年2月推出的雙倍從價印花稅率。

資料來源：中原地產代理有限公司。

在最新的市況發展下，置業負擔能力進一步轉差。樓價與收入比率在第2季上升至15.9的歷史高位，相對1997年的最高位為14.6；而收入槓桿比率亦進一步上升至70.7%，遠高於大約50%的長期平均水平（圖4.28）[36]。假如按揭利率回升至較正常的水平，例如增加300個基點，收入槓桿比率會飆升至92.3%。此外，新訂住宅租金上升仍滯後於樓價升幅。因此，住宅租金收益率跌至2.2–2.9%的新低，與長期政府債券收益率的差距收窄。反映相對用家成本的買租價差亦進一步拉闊（圖4.29）[37]。

圖4.28
置業負擔能力指標

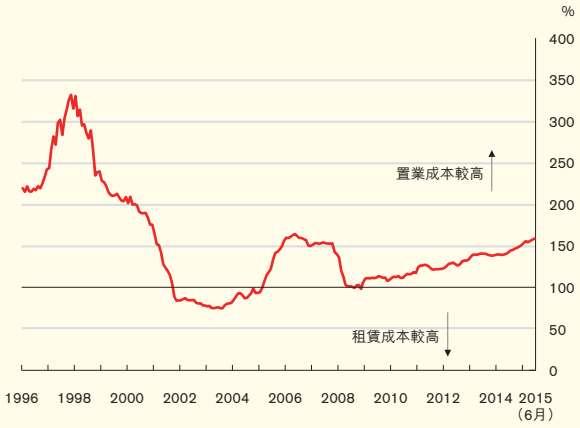


資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

36 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。

37 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 4.29
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。

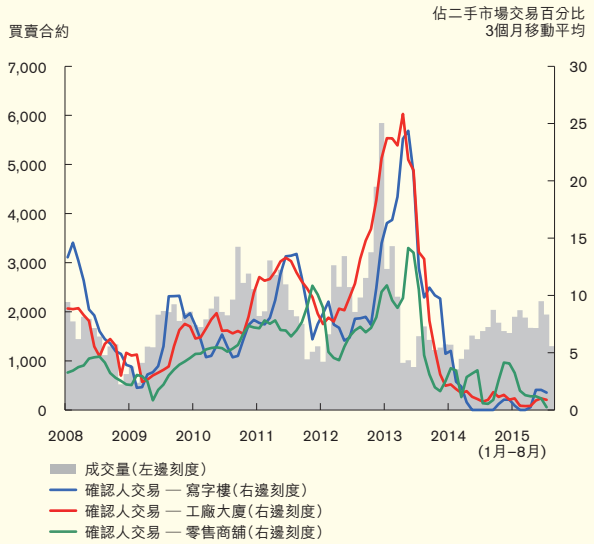
為管理與按揭貸款相關的銀行風險，以及提升按揭借款人應付日後樓市可能出現逆轉的能力，金管局自2009年以來，已推出七輪宏觀審慎監管措施，當中包括今年2月底、3月初的最新一輪措施。這些措施促使新造按揭成數由實施前平均64%下降至最近約52%，而供款與入息比率亦下降5個百分點至35%。

鑑於環球及本港金融市場波動加劇，樓市前景將較審慎。雖然之前積壓的住宅需求及緊絀的住宅供應情況可能於短期內對樓市會有所支持，但股市氣氛轉差，為住宅市場情緒帶來不利影響。預料內地人對香港住宅的淨需求也將有所回軟，主要由於人民幣有所轉弱及內地經濟增長放緩削弱了購買力。但更重要的是，物業市場估值偏高，與經濟基本因素並不一致，而下行風險已逐步增加。美國利率上升及住宅供求差距逐漸縮小，亦是構成樓價下行壓力的因素。特別是一旦美國加息週期開始，利率將逐步上升至一定水平，足以令香港的資金流動性大幅度收緊。至於對住宅需求及樓價的實際影響，仍取決於加息的確切步伐和幅度，以及金融市場的反應。

非住宅物業市場

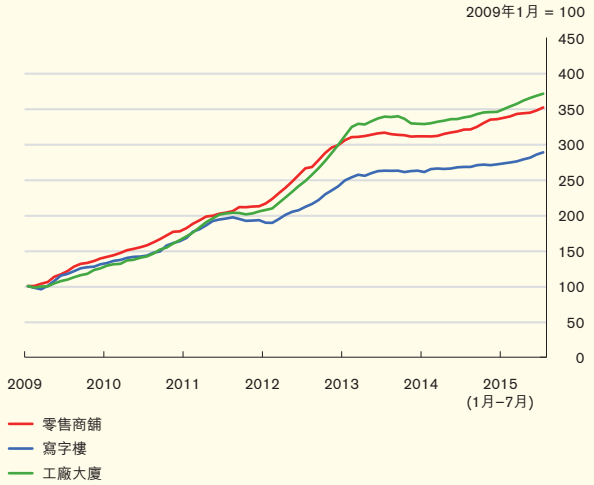
非住宅物業市場在2015年上半年穩步上升後，於近月有回軟跡象。主要受寫字樓、廠房及停車場需求推動，今年上半年非住宅物業的成交量上升超過10%，但其後下跌（圖4.30）。不過投機活動並不活躍，確認人交易仍在低位徘徊。物業價格方面，今年首七個月，寫字樓及廠房價格分別上升6.2%和7.4%，而零售商鋪則錄得相對較小的5.0%升幅（圖4.31）。各種非住宅物業類別的租金增長大致滯後於其價格升幅，租金收益率仍處於2.4–2.9%的低位。展望將來，非住宅物業的價格和租金很大程度上取決於營商前景和利率走勢。零售商鋪的價格和租金，特別在黃金地段，將會受到零售銷售前景疲弱所影響。經濟增長減慢或租金可能下降，再加上加息預期，可能會對非住宅物業的資本價值構成下行壓力。

圖 4.30
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 4.31
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

5. 銀行業的表現

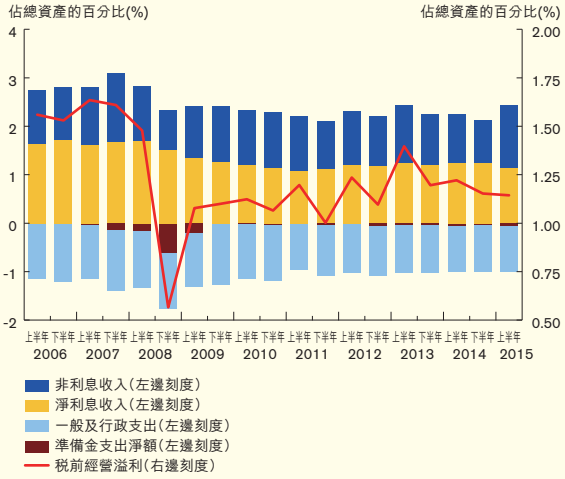
本地銀行業表現持續穩健，盈利錄得穩定增長、而且資本雄厚及資產質素優良。業內的流動性狀況依然良好，在《巴塞爾協定三》框架下的平均流動性比率遠高於最低監管要求。然而，金融市場表現動盪，再加上營商環境可能轉差，或會削弱企業的基本因素。有鑑於近年企業槓桿比率上升及償債負擔增加，美國息口上升將會令企業融資成本承受上升壓力，對銀行的信貸風險管理構成挑戰。與此同時，由於內地經濟增長放緩，內地相關貸款佔銀行貸款份額持續上升仍然是須加關注的主要風險因素。

5.1 盈利及資本額

盈利

零售銀行[38]在2015年上半年錄得穩定的盈利增長，稅前經營溢利較2014年下半年有5.4%的反彈（參見圖5.1的柱狀圖）。盈利改善主要由於非利息收入大幅增長，抵銷了淨利息收入的減少。但是，零售銀行資產回報率自2014年下半年的1.15%微跌至2015年上半年的1.14%（即圖5.1的紅線），反映資產增長較盈利增長為快。

圖5.1
零售銀行盈利



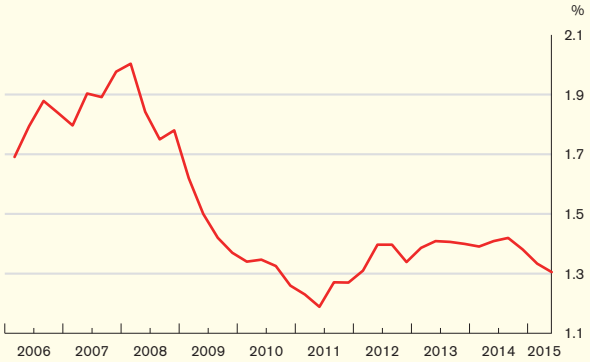
註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

零售銀行淨息差於2015年上半年下滑至平均1.32%（圖5.2）。淨息差下降，與香港銀團貸款市場中，公司貸款平均收益率持續下跌的觀察證據相吻合（圖5.3）。但銀行的資金成本也有所下跌。就持牌銀行整體而言，由於存款資金及非存款市場資金成本均下

[38] 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

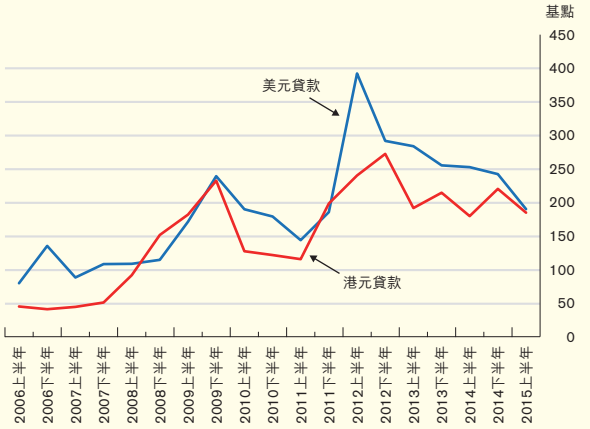
降，整體利息成本於2015年上半年微降7個基點（圖5.4）。[39]反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率，於2015年上半年下降10個基點，至6月底報0.29%，到7月底更跌至0.26%的近期低位（圖5.5）。

圖5.2
零售銀行淨息差



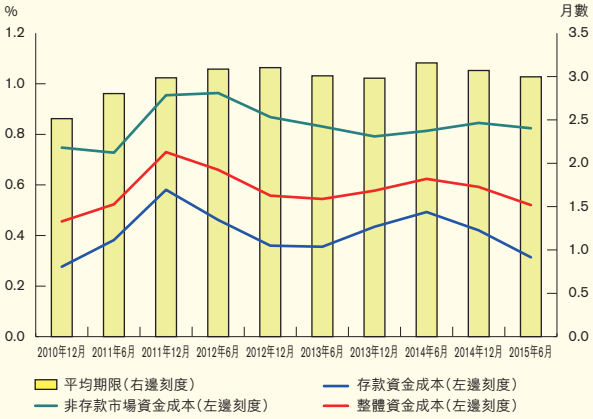
註：按季年率計數字。
資料來源：金管局。

圖5.3
銀團貸款的平均定價



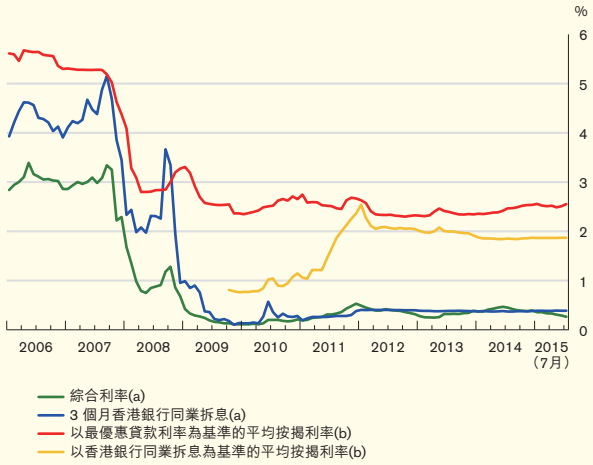
註：銀團貸款的平均定價按貸款額加權，貸款定價則指利率差距與相應參考利率之和。
資料來源：金管局職員根據LoanConnector數據作出的估計數字。

圖5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



資料來源：金管局。

圖5.5
利率



註：
(a) 期末數字。
(b) 獲批貸款的期內平均數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

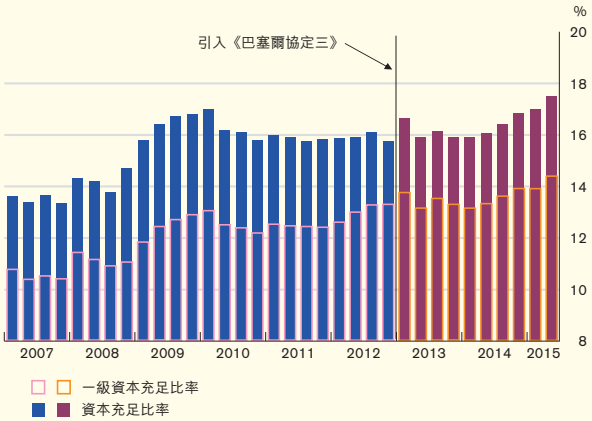
2015年上半年，以香港銀行同業拆息為基準及以最優惠貸款利率為基準的按揭利率均大致保持平穩。部分反映以香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款價格持續較低，該類貸款佔新批按揭貸款的比例，於6月底穩定地維持在85.8%。

39 非存款市場資金成本按銀行的非存款計息負債的利息成本計算。

資本額

銀行業的資本額仍遠高於國際最低要求。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率，由2014年底的16.8%攀升至2015年6月底的17.5%（圖5.6），而一級資本充足比率[40]亦由13.9%上升至14.4%。

圖5.6
本地註冊認可機構資本額



註：
1. 綜合狀況。
2. 自2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵行經修訂的資本充足框架（《巴塞爾協定三》）。因此，自2013年3月起的資本充足比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

資料來源：金管局。

40 一級資本與風險加權資產總額的比率。

5.2 流動資金、利率及信貸風險

流動資金與資金來源

《巴塞爾協定三》的「流動性覆蓋比率」[41]要求自2015年1月1日起生效。回顧期內，本港銀行業的流動資金狀況繼續保持良好。具體而言，於2015年第2季，第1類機構的平均流動性覆蓋比率為131.7%，第2類機構的平均「流動性維持比率」則為53.4%（表5.A）。兩個比率都遠高於最低監管要求[42]，表明在過渡期內，預期香港認可機構在遵從新流動性標準方面不會遇到重大困難。

表5.A
流動性比率

季度平均比率(%)	2014年第3季	2014年第4季	2015年第1季	2015年第2季
流動性覆蓋比率（綜合）— 第1類機構	n.a.	n.a.	129.9	131.7
流動性維持比率（綜合）— 第2類機構	n.a.	n.a.	50.8	53.4
流動資產比率（香港辦事處）— 零售銀行	41.2	41.1	n.a.	n.a.

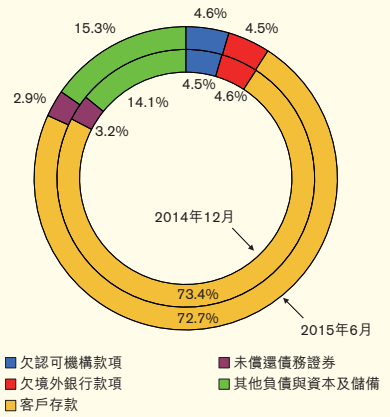
註：n.a.：不適用
資料來源：金管局。

41 自2015年1月1日起分階段實施《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情景。在香港，該要求分兩級實施：第1類機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率，而該比率是根據原來的流動資產比率要求作出修訂。

42 第1類機構的流動性覆蓋比率最低要求由2015年1月1日起的60%，其後按每年10個百分點的幅度遞增，至2019年1月1日達到100%為止。第2類機構每個公曆月的平均流動性維持比率不得低於25%。

與此同時，客戶存款仍是零售銀行的主要資金來源，反映零售銀行的資金結構保持穩定。回顧期內，客戶存款佔銀行總負債的比例，輕微下跌至6月底的72.7%（圖5.7），但仍處於高水平。

圖5.7
零售銀行負債結構



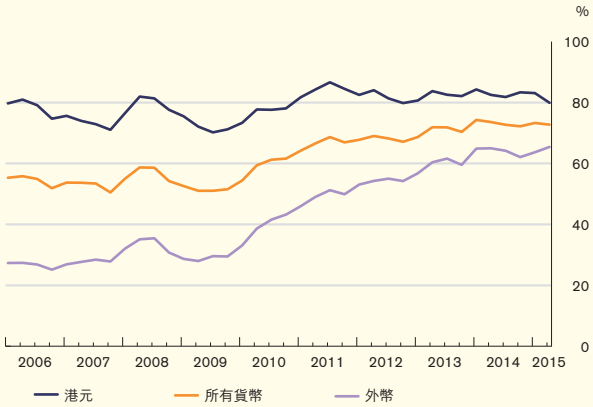
註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字反映佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。

資料來源：金管局。

按半年計，所有認可機構的港元貸存比率下降3.4個百分點，於6月底為79.9%（圖5.8），原因是港元存款增幅較大，超過港元貸款的溫和增幅。相比之下，外幣貸存比率於2015年6月底顯著上升至65.4%，而2014年底則為62.1%。整體上，以所有貨幣計算的貸存比率輕微上升0.5個百分點至6月底的72.7%。

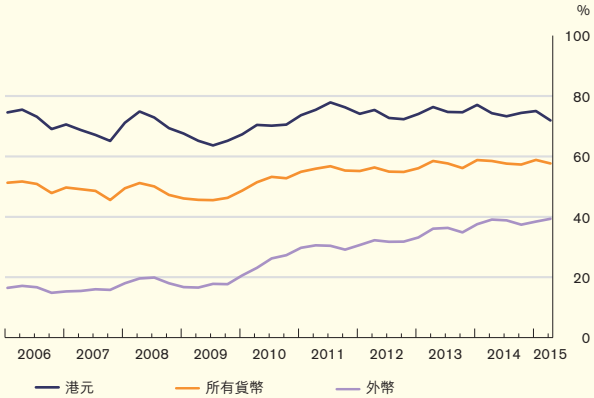
零售銀行的貸存比率也有相似的發展（圖5.9）。港元貸存比率顯著下跌2.5個百分點至6月底的71.9%，而外幣貸存比率則微升1.9個百分點至39.3%。整體上，零售銀行以所有貨幣計算的貸存比率保持穩定在57.6%。

圖5.8
所有認可機構的平均貸存比率



資料來源：金管局。

圖5.9
零售銀行的平均貸存比率

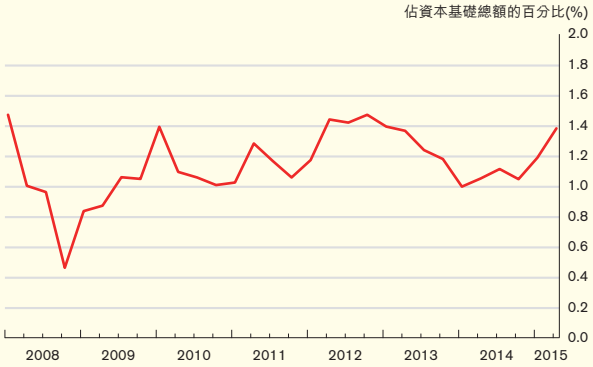


資料來源：金管局。

利率風險

回顧期內，零售銀行的利率風險仍然可控。我們估計，假設在利率全面上升200個基點的衝擊下，零售銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，相當於其於2015年6月資本基礎總額的1.38%（圖5.10）。由於美國加息的時間和步伐仍然不明朗，銀行應對相關風險保持警覺。

圖5.10
利率衝擊對零售銀行的影響



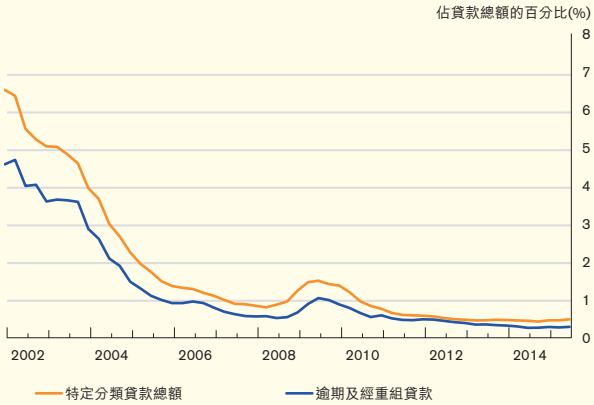
註：
1. 利率衝擊指200個基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險承擔的衝擊。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳[43]的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。

資料來源：金管局職員估計數字。

信貸風險

零售銀行的資產質素初步呈現下降跡象，特定分類貸款的比率由2014年年底的0.47%微升至今年6月底的0.49%，而逾期及經重組貸款的比率在期內則維持在0.29%（圖5.11）。儘管如此，這兩個比率仍處於歷史偏低水平，表明零售銀行貸款組合的資產質素仍保持健康。

圖5.11
零售銀行的資產質素



註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。

資料來源：金管局。

雖然在2015年3月底，新股認購有關的暫時性貸款使信貸增長曾一度急升，上半年整體而言信貸增長依然保持溫和。2015年上半年，認可機構的本地貸款[44]按半年計有5.0%的增長，相比2014年下半年的增長僅為0.4%。[45]

根據金管局2015年6月的「信貸狀況展望意見調查」結果，認為貸款需求將在未來三個月內保持不變的受訪認可機構比例增加至95%，而另一些受訪認可機構則預期貸款需求會有所下降（表5.B）。相對2014年下半年的樂觀情緒，信貸狀況展望已變得較為中性。

43 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，只須填報銀行帳的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，以及海外註冊認可機構，則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

44 定義為在香港使用的貸款加上貿易融資貸款。

45 因2014年12月本地貸款的數字有所修訂，此增長率與對上一份報告有所不同。

表 5.B
預計未來 3 個月貸款需求

佔受訪者總數的百分比 (%)	2014 年 9 月	2014 年 12 月	2015 年 3 月	2015 年 6 月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	19	10	10	0
保持平穩	81	90	86	95
略為下降	0	0	5	5
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

個人貸款

個人貸款[46]增長由 2014 年下半年的 5.9%，放緩至 2015 年上半年的 5.0%，與按揭貸款增長由 5.2% 下降至 4.5% 一致（表 5.C）。

其他私人用途貸款（即私人貸款）在 2015 年上半年增長 10.5%，相對 2014 年下半年的增長則為 6.9%。銀行在私人貸款業務方面務須保持審慎。

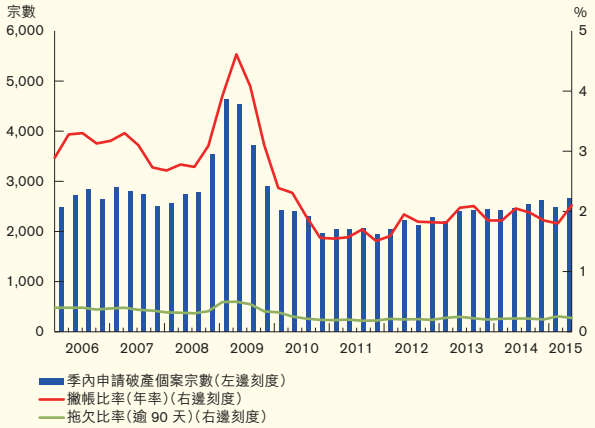
表 5.C
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

	2012		2013		2014		2015
(%)	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年
按揭貸款	2.5	5.0	3.1	0.8	3.1	5.2	4.5
信用卡	-1.6	15.3	-4.0	10.2	-4.1	10.4	-5.5
其他私人用途貸款	5.0	9.3	10.6	10.5	13.9	6.9	10.5
個人貸款總額	2.6	6.5	3.8	3.3	4.6	5.9	5.0

資料來源：金管局。

無擔保個人貸款的信貸風險在 2015 年上半年仍然受控，以年率計的信用卡撇帳比率及破產申請個案宗數都維持在較低水平（圖 5.12）。信用卡貸款的拖欠比率首先於 2015 年第 1 季上升 6 個基點，再於第 2 季回落 3 個基點。儘管該比率於上半年錄得輕微上升，拖欠水平仍處於歷史低位。

圖 5.12
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案



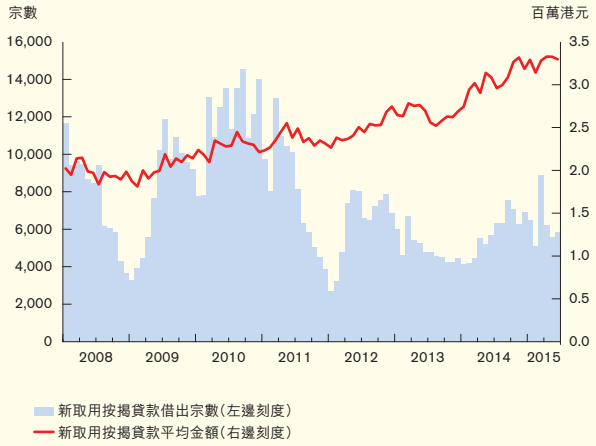
資料來源：破產管理署及金管局。

銀行的按揭貸款組合保持穩健，拖欠比率維持在 0.03%。但是，一旦物業市場週期逆轉或利率上升，按揭貸款業務的信用風險便可能會急劇增加。為加強銀行在按揭貸款業務方面的風險管理能力，金管局已推出銀行按揭貸款的另一輪宏觀審慎監管措施。[47]

46 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於 2015 年 6 月底，個人貸款佔本地貸款的比例為 29.0%。

47 金管局於 2015 年 2 月 27 日推出新一輪物業按揭貸款的監管措施，以提升銀行風險管理和抗震能力。這些措施包括下調最高按揭成數及住宅物業的供款與入息比率上限。此外，金管局要求採用內評法的銀行把 2013 年 2 月以前批出的住宅按揭貸款的風險加權比率在 2016 年 6 月底前全面提升至 15% 的下限。有關詳情，見金管局於 2015 年 2 月 27 日發出的「按揭貸款的審慎監管措施」通告。

圖 5.13
受訪認可機構的新造按揭貸款

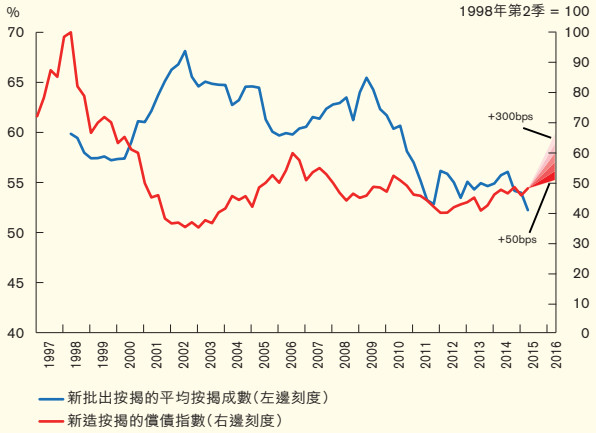


資料來源：金管局住宅按揭統計調查。

主要反映2月底推出最新一輪宏觀審慎監管措施的效果，2015年第2季提取的新造按揭貸款，在金額和宗數方面均有所縮減(圖5.13)。

新批出按揭貸款的平均按揭成數亦由2014年第4季的54.2%，下降到2015年第2季的52.2%，顯示銀行抵禦物業價格衝擊的能力繼續保持強勁(圖5.14)。新造按揭的償債指數[48]在2015年第2季為48.1，與2014年第4季的48.5大致相同，顯示個人還款能力仍然穩定。儘管如此，一項敏感度測試仍顯示，若利率增加300個基點[49]而其他條件不變，償債指數會顯著上升至66.2。一旦美國利率上升，個人償債能力勢將承受極大壓力，因此銀行應繼續關注與個人償債負擔相關的風險。

圖 5.14
新批出按揭的平均按揭成數及個人債務負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的按揭的平均利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

環球金融危機發生後，以宏觀審慎政策控制系統性風險已日益為全球決策者所青睞。然而，在執行這些政策時，或會產生預期外的國際溢出效應。專題4的研究發現，香港銀行業無法完全避免受到來自香港境外銀行本國的溢出效應所影響。我們的研究亦發現，這些宏觀審慎政策產生的溢出效應，其模式和程度主要取決於銀行資產負債表的特徵，以及所採用的宏觀審慎政策工具。這些研究結果顯示，決策者要在國際間協調宏觀審慎政策的執行可能會遇到很大的挑戰。

48 償債指數上升顯示個人收入下降、利率上升或住戶平均取用按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警住戶貸款的資產質素轉差。

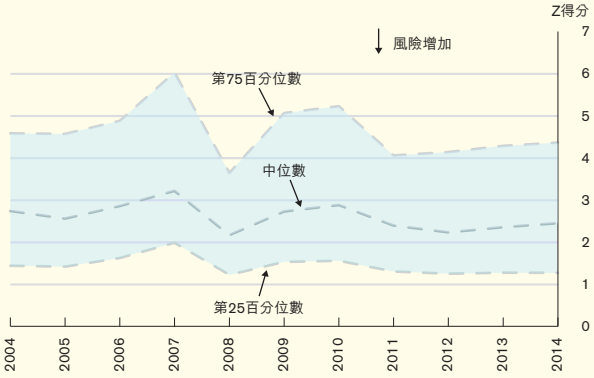
49 利率上升300個基點的假設，與認可機構對物業按揭貸款申請人的償債能力進行壓力測試時，上調3個百分點按揭利率的審慎監管措施相符。

公司貸款[50]

本地的公司貸款繼2014年下半年下跌1.7%後，於2015年上半年增長5.0%。部分由於本地經濟活動減弱，向製造業以及批發及零售業提供的貸款增長明顯放緩。截至6月底，公司貸款佔本地貸款的70.8%。

Altman的Z得分以會計數據為基礎（圖5.15），是測量信貸風險的典型工具。直至2014年年底為止，Z得分都處於健康水平而且變動不大。由於取得會計數據會有一段滯後時間，近期金融市場的動盪對企業的基本因素和違約風險所帶來的影響，目前尚待全面評估，但過往事件也許對這個問題有啟示作用。具體而言，2007至08年全球金融危機以及2010至11年歐元區危機爆發後，Z得分隨即大幅下降，主因是企業的盈利和淨值轉差。借鑑這個例子，若金融市場動盪持續或加劇，企業的違約風險以致融資成本或會受到不利影響。

圖5.15
香港非金融類上市公司破產風險指標：Altman的Z得分



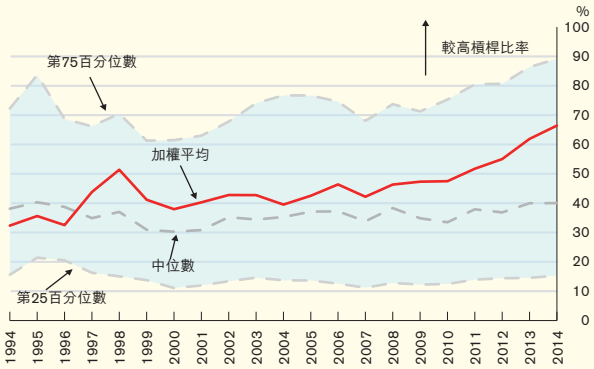
註：
1. Z得分越低表示公司違約的可能性越高。
2. 所有數字以截至2015年8月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

由於金融市場表現動盪，再加上預期美國利率正常化的過程將會展開，企業的融資成本可能上升，令企業信貸質素面臨考驗。尤其是全球金融危機之後，企業的槓桿比率和償債負擔一直呈現上升趨勢。以加權平均負債與股東權益比率計算的企業槓桿比率於近年持續上升，在2014年更升至66.4%（圖5.16）。以總利息支出除以息稅前利潤(EBIT)計算的償債比率上升，顯示本地企業的償債能力正普遍減低（圖5.17）。

同時，由於主要先進經濟體長期處於低利率環境，企業可能因為借款利率吸引而借入過多的外匯，忽視自身資金來源與收入之間的貨幣錯配可能造成的影響。一旦匯率走勢不利，這種貨幣錯配可能會造成重大損失，違約風險亦會隨之而上升。銀行應對企業的貨幣錯配風險保持警惕。

50 不包括銀行同業貸款。

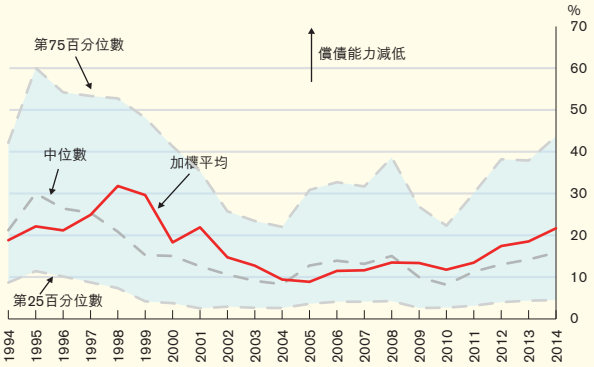
圖 5.16
香港非金融類上市公司的槓桿比率



註：
1. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率。數值越高表示槓桿越高。
2. 包括所有在香港交易所上市的非金融公司。
3. 所有數字皆根據截至2015年8月底的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖 5.17
香港非金融類上市公司的償債比率



註：
1. 償債比率以總利息支出除以息稅前利潤(EBIT)計算。EBIT為負數的公司不包括在計算之內。
2. 包括所有在香港交易所上市的非金融公司。
3. 所有數字皆根據截至2015年8月底的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

回顧期內，銀行業繼續拓展中國內地業務。內地相關貸款總額由2014年年底的32,240億港元(佔總資產的15.4%)增加8.1%，至2015年第2季末的34,860億港元(佔總資產的15.9%)(表5.D)。回顧期內，其他非銀行類客戶的風險承擔增加4.9%至10,830億港元(表5.E)。

表 5.D
內地相關貸款

十億港元	2014年9月	2014年12月	2015年3月	2015年6月
中國內地相關貸款	3,062	3,224	3,439	3,486
中國內地相關貸款(不包括貿易融資)	2,641	2,869	3,053	3,114
貿易融資	421	355	386	373
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,315	1,388	1,468	1,476
本地註冊認可機構*	1,206	1,294	1,420	1,453
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	541	542	551	557
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,430	1,480	1,576	1,548
中國內地民營企業	563	585	653	653
非中國內地企業	1,068	1,160	1,209	1,285

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入帳的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

表 5.E
其他非銀行類客戶風險承擔

十億港元	2014年9月	2014年12月	2015年3月	2015年6月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	598	637	621	670
資產負債表外的風險承擔	436	396	369	413
總計	**1,035**	**1,032**	**990**	**1,083**

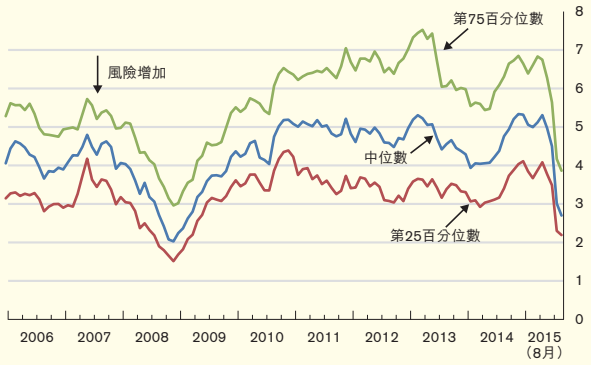
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

內地相關貸款佔銀行貸款的份額持續上升，繼續成為必須留意的主要風險因素。特別是近日內地股市的股價大幅下挫，引起對內地相關貸款信貸風險的關注。一項根據市場資訊計算的違約風險指標（即違約距離指數）[51]顯示，自2015年6月以來，內地企業的信貸風險普遍上升（圖5.18）。內地企業違約風險的上升，主要源於市場波動加劇以及企業槓桿比率的上升趨勢（圖5.19）。但是，信貸風險的水平仍較全球金融危機期間為低，表明短期內內地企業出現大規模違約的可能性應該不高。

儘管如此，鑑於擔心內地經濟會進一步放緩，以及其相對偏高的信貸與國內生產總值比率（圖5.20），銀行應留意內地相關風險承擔的信貸風險管理。

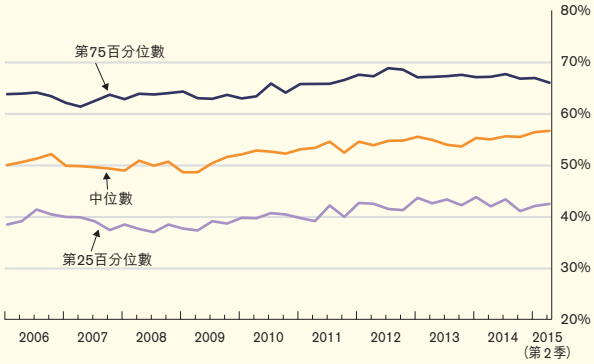
圖5.18
內地企業的違約距離指數



註： 違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。

資料來源：金管局職員估計數字。

圖5.19
內地企業的槓桿比率



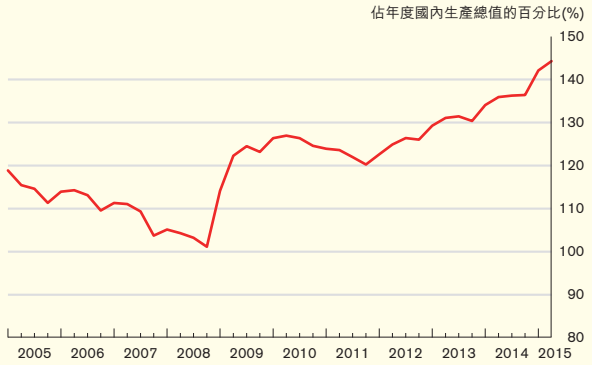
註：

1. 槓桿比率的定義為總負債與總資產之比率。
2. 此比率乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

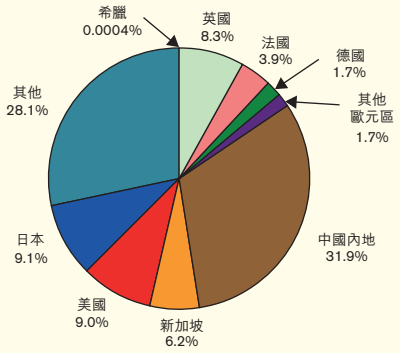
[51] 違約距離是根據市場計算的違約風險指標，基礎是來自R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《*Journal of Finance*》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

圖 5.20
中國內地的信貸與國內生產總值比率



註： 信貸與國內生產總值比率定義為銀行貸款（所有貨幣）總額與最近四個季度的名義國內生產總值之和的比率。
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

圖 5.21
2015年6月底香港銀行業於選定經濟體（所有行業）持有的對外債權



註：由於四捨五入，有關數字相加後未必等於100%。
資料來源：金管局。

希臘危機可能蔓延的影響

「希臘退歐」問題已威脅到歐元區的金融穩定，並引起有可能向全球銀行業帶來溢出效應的憂慮。基於香港銀行業直接向希臘提供的貸款金額不大，所以承擔的風險也應該不大（圖5.21）。但是，由於香港銀行業向一些歐洲同業（例如英國、法國及德國的同業）提供的貸款金額顯著，而這些歐洲銀行業與希臘又相互聯繫，香港銀行業應繼續密切留意可能出現的間接蔓延風險。

信貸風險宏觀壓力測試[52]

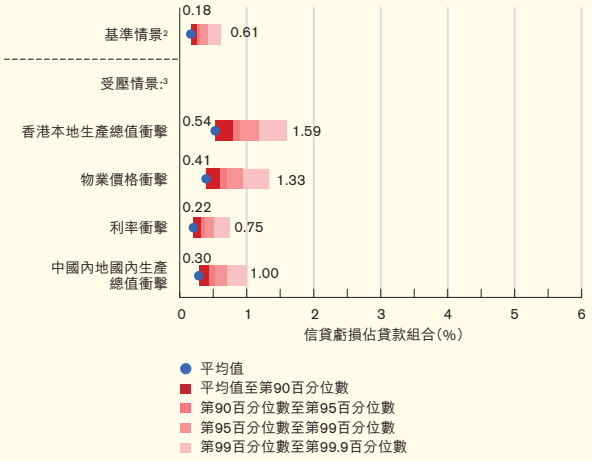
最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受類似亞洲金融危機期間出現的嚴峻宏觀經濟衝擊。圖5.22使用截至2015年第2季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊下[53]，零售銀行於2017年第2季的模擬信貸虧損比率。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的最高信貸虧損比率（置信水平為99.9%）介乎0.75%（利率衝擊）至1.59%（香港本地生產總值衝擊）之間，虧損幅度雖然顯著，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%的估計貸款虧損。

52 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，模型公式詳情載於黃學元等人（2006），「A framework for stress testing banks' credit risk」，《*Journal of Risk Model Validation*》，第2期，第1號，第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

53 衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若，但中國內地國內生產總值衝擊除外。

圖 5.22
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值信貸虧損[1]



註：

1. 有關評估將2015年第2季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情景下的信貸虧損分佈。
2. 基準情景：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情景：

   香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2015年第3季至2016年第2季連續4季各自分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。

   物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2015年第3季至2016年第2季連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。

   利率衝擊：實質利率(香港銀行同業拆息)於第1個季度(即2015年第3季)上升300個基點，於第2及3季保持不變，於第4個季度(即2016年第2季)再上升300個基點。

   中國內地國內生產總值衝擊：實質國內生產總值增長率於一年內按年放緩至4%。

資料來源：金管局職員估計數字。

香港的逆周期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際商議定出的《巴塞爾協定三》的一部分，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。香港現正按《巴塞爾協定三》的實施時間表逐步實施CCyB。金融管理專員於2015年1月27日公布，由2016年1月1日起，香港適用的CCyB為0.625%。[54]根據CCyB的分階段實施安排，於2016年1月1日開始時，《巴塞爾協定三》框架下最高的CCyB比率為銀行風險加權資產的0.625%。[55]

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標(表5.F)，包括「緩衝資本參考指引」(根據信貸差距及物業價格與租金差距為CCyB比率提供指引的衡量標準)。[56]根據第2季末到決定日期為止的最新資料，信貸差距已由2015年1月的32.8%收窄至20.8%，而物業價格與租金差距則由14.2%稍為擴寬至16.0%。這兩個差距皆維持在高位，以緩衝資本參考指引作簡單配對，會顯示CCyB應為2.5%，即維持於《巴塞爾協定三》的範圍上限。

此外，金融管理專員亦認為從其他參考指標[57]得到的資訊與緩衝資本參考指引提供的訊號是一致的。

表5.F
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2015年 1月27日	2015年 第1季	2015年 第2季
經發布CCyB比率	0.625%		
生效日期	01/01/2016		
緩衝資本參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	2.5%	2.5%	2.5%
綜合CCyB指引	2.5%	2.5%	2.5%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	32.8%	26.1%	20.8%*
物業價格／租金差距	14.2%	14.8%	16.0%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率與隔夜掉期利率的差距(百分點)	0.17%	0.18%	0.18%
特定分類貸款比率季度變動(百分點)	-0.01%	0.02%	0.01%

註：

1. CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以做相關決定之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據(有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》之單元CA-B-1)。如果有CCyB發布，發布日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發布，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度(通常接近季末)。
2. *此差距的計算是根據第一季末的信貸數據，扣除2015年3月底的2,010億港元新股認購貸款。如果加入有關貸款，信貸／本地生產總值差距會增加到28.9%。詳情見相關新聞稿：http://www.hkma.gov.hk/chi/key-information/press-releases/2015/20150430-5.shtml

資料來源：金管局。

表5.G載列銀行體系的主要表現指標。

[54] 有關決定的詳情，見2015年1月27日發出的「金融管理專員公布香港適用的逆周期緩衝資本」，該新聞稿可在金管局網站參閱。

[55] 在分階段實施的安排下，2016年1月1日開始實施的CCyB比率的上限為0.625%，其後每年加0.625個百分點，直至2019年1月1日達到2.5%為止。

[56] 即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

[57] 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡。

表 5.G
銀行體系的主要表現指標[1] (%)

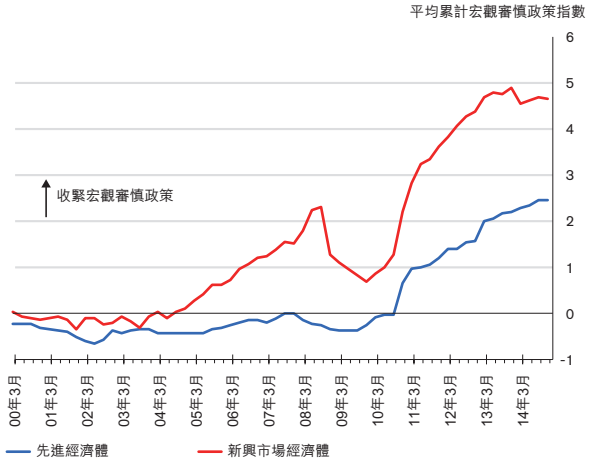
	06/2014	03/2015	06/2015
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2]（季度平均數）	0.21	0.24	0.24
3個月香港銀行同業拆息（季度平均數）	0.37	0.39	0.39
最優惠貨款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息的差距（季度平均數）	4.79	4.76	4.76
最優惠貨款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距（季度平均數）	4.63	4.61	4.61
綜合利率[4]	0.47	0.33	0.29
		零售銀行	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	5.3	3.1	1.7
港元	7.9	6.7	2.5
外幣	2.4	-1.1	0.6
貸款總額	4.8	5.9	-0.5
本地貸款[6]	4.9	6.2	-1.8
在香港以外使用的貸款[7]	4.4	4.5	5.5
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-3.3	9.6	-15.0
持有的可轉讓債務工具（不包括可轉讓存款證）	5.3	4.7	6.2
資產質素[8]			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	98.50	98.39	98.25
需要關注貸款	1.05	1.14	1.25
特定分類貸款[9]（總額）	0.46	0.46	0.49
特定分類貸款（淨額）[10]	0.33	0.32	0.35
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.27	0.28	0.29
盈利			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率[11]	0.05	0.06	0.07
淨息差[11]	1.40	1.33	1.32
成本與收入比率[12]	42.7	43.7	43.6
		所有認可機構	
流動性比率（季度平均數、綜合）[13]			
流動性覆蓋比率 — 第1類機構	不適用	129.9	131.7
流動性維持比率 — 第2類機構	不適用	50.8	53.4
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.02	0.03	0.03
信用卡貸款			
拖欠比率	0.22	0.26	0.23
撇帳率 — 按季年率計	2.05	1.80	2.10
— 本年度截至該日止以年率計	1.90	1.80	1.91
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率（綜合）			
普通股權一級資本比率	13.2	13.3	13.7
一級資本比率	13.3	13.9	14.4
總資本比率	16.1	17.0	17.5

註：
1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息定價為香港銀行公會所公布的港元利息結算利率。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網頁。
5. 季度變動百分比。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
8. 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
11. 有關年度截至該日止按年率計數字。
12. 有關年度截至該日止數字。
13. 由2015年1月起，根據《巴塞爾協定三》框架引入新的流動性比率數據序列。第1類機構的流動性覆蓋比率最低要求由2015年1月1日起的60%，其後按每年10個百分點的幅度遞增，至2019年1月1日達到100%為止。第2類機構每個曆月的平均流動性維持比率不得低於25%。

專題4
宏觀審慎政策的輸入型溢出效應 — 來自香港境外銀行的佐證

全球金融危機之後，宏觀審慎政策在世界各地日益被用於應對系統性風險（圖B4.1），但對於應該怎樣有效地利用這些工具，目前仍議論不休。當中一個主要議題是宏觀審慎政策的國際溢出效應。該效應不僅有可能削弱宏觀審慎政策在某個國家實施時的成效，亦可能會為其他國家的金融穩定帶來不良影響，尤其是當各國的經濟和金融週期不同步時更是如此。為了加深對這個政策議題的了解，本專題以實證方式探討境外銀行本國的宏觀審慎政策，為香港銀行業帶來的輸入型溢出效應。

圖B4.1
先進及新興市場經濟體的平均累計宏觀審慎政策指數



註：這個指數反映宏觀審慎政策措施的平均累計數目；收緊措施定為正值，放寬措施則定為負值。政策工具包括一般性資本要求、行業特定資本要求、逆週期緩衝資本、銀行同業借貸限額、集中度限額比例、按揭成數上限、準備金要求等。

資料來源：金管局職員根據International Banking Research Network提供的數據得出的估計數字。

宏觀審慎政策的潛在輸入型溢出效應

香港為數極多的境外銀行提供了一個自然實驗環境，讓我們可以從東道國的角度去探討宏觀審慎政策的輸入型溢出效應。[58]由於這些境外銀行必須遵行它們本國的宏觀審慎政策，通過研究這些銀行在香港的借貸相互間的差異，與它們本國的宏觀審慎政策改變的關聯，我們可以在實證上辨識宏觀審慎政策的輸入型效應。香港境外銀行眾多，有利於獲得可靠的統計結果。

本專題專注於兩個假設。首先，我們斷定來自境外銀行的宏觀審慎政策對東道國有顯著的輸入型溢出效應，但不同的宏觀審慎政策工具會有不同的溢出模式。我們的假設，與現實上已實施的各種各類宏觀審慎政策工具及其各相迥異的應用範圍和政策目標，都是一致的。因此，就算宏觀審慎政策的取態相同，不同銀行對各種宏觀審慎政策措施的反應也不盡相同。這取決於所採用工具的應用範圍是否為綜合層面（例如逆週期緩衝資本），或一定地理範圍內（例如按揭成數上限）；或者工具是否只針對特定行業（例如房地產相關貸款的資本要求）。

第二個假設是各銀行的資產負債表特徵對宏觀審慎政策溢出的程度有重要影響。設立這個假設時，我們參考了最近的研究結果，發現跨國銀行的資產負債表特

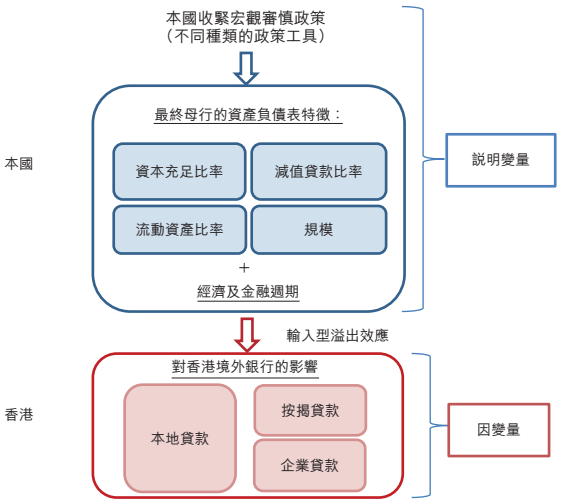
[58] 2014年底，在香港營運的境外銀行有152家，包括按綜合資產排序，全球最大的50家銀行機構中的45家。

徵，在決定金融震盪的國際傳導方面起著關鍵的作用。[59]

實證模型及估計結果

為了檢驗這兩個假設，我們採用Buch及Goldberg (2014)提出的基準回歸模型。[60]在我們的情況下，該模型的設定用了一個宏觀審慎政策指數來解釋香港境外銀行在香港貸款的改變，而採用的指數反映境外銀行各自本國所採取的宏觀審慎政策措施。這個模型亦包括一個包含了說明變量的向量，讓宏觀審慎政策指數可以與各母行的資產負債表特徵[61]及它們本國的經濟及金融週期相互動，從中可以分辨出這些變量怎樣影響宏觀審慎政策的溢出效應(圖B4.2詳述模型的設定)。

圖B4.2
實證模型的結構



至於宏觀審慎政策種類方面，我們考慮了三種普遍採用的工具。其中整體資本要求和特定行業資本要求都在我們考慮之列，後者一般針對的是房地產相關貸款。這兩個政策工具一般會應用在母行的綜合層面。我們的分析亦考慮了按揭貸款的成數上限，這個工具通常在一定地理範圍內應用，而且多數在本國之內。

這個模型採用了81家香港境外銀行的季度面板數據進行估計，數據涵蓋2000年第1季至2013年第4季。[62]因變量(即香港境外銀行在香港的貸款)是用境外銀行向金管局提交的監管數據而建立；而母行層面的變量則從*Bankscope*所提供的各母行綜合資產負債表數據所建立。經濟及金融週期的數據則取自國際結算銀行。宏觀審慎政策指數[63]是建立自一個基於國際貨幣基金組織全球宏觀審慎政策工具調查結果，再經整合的數據庫。[64]

59 見Buch, C.M.及L.S. Goldberg (2014)，「International banking and liquidity risk transmission: Lessons from across countries」，美國國家經濟研究局工作論文第20286號。

60 見Buch, C.M.及L.S. Goldberg (2014)，「Cross-border regulatory spillovers: How much? How important? Evidence from the International Banking Research Network」，International Banking Research Network，初稿。

61 資產負債表特徵包括：(1)監管要求的資本充足比率，(2)減值貸款額與貸款總額的比率，(3)流動資產與總資產的比率，及(4)實質總資產的自然對數。

62 估計樣本的總資產，於2014年底約佔香港境外銀行總資產的77%。

63 所有宏觀審慎政策指數均用以下的方法定義：如果本國於t季度收緊措施，則指數在t季的數值為1；如果本國放寬措施，則數值為 – 1；兩者皆否則為0。

64 宏觀審慎政策的數據主要來自國際貨幣基金組織的「全球宏觀審慎政策工具」調查，數據的準確性再經International Banking Research Network成員的核實。

表 B4.A
宏觀審慎政策對香港境外銀行借貸的估計影響

	整體資本要求	特定行業資本要求	按揭成數上限
綜合層面？	是	是	否
特定行業？	否	是	是
A 組	宏觀審慎政策對香港平均境外銀行借貸的估計邊際影響		
在香港的貸款	↓	↑	↑*
按揭貸款	↑**	↓**	↑***
企業貸款	↓	↑	↑**
B 組	估計會顯著地影響宏觀審慎政策溢出效應的資產負債表特徵		
較高的減值貸款比率	在香港的貸款↓↓	按揭貸款↓↓	
較高的資本充足比率			在香港的貸款↑↑

註：
(1) A組展示香港平均境外銀行受不同種類的工具影響後，貸款會出現的估計方向性變化。***、**及*分別表示1%、5%及10%的統計顯著水平。
(2) B組展示哪些資產負債表特徵會在統計上顯著地影響宏觀審慎政策溢出效應的估計結果。
資料來源：金管局職員估計數字。

初步估計結果大致上支持我們的假設。結果（另見表B4.A）歸納如下：

(1) 實證研究結果顯示有顯著的輸入型溢出效應（表B4.A的A組）。但是，對一家典型的香港境外銀行（以下稱為「平均境外銀行」）而言，不同宏觀審慎政策工具會有不同的溢出模式。[65]具體上：

(a) 就整體資本要求方面，面對本國收緊資本要求，估計平均境外銀行會減少在香港的借貸（但估計結果在統計上並不顯著）。香港貸款的估計方向性變化表示輸入型溢出效應與本國的宏觀審慎政策取態趨於一致。但是在香港的按揭借貸則估計會增加。這表示受影響的銀行為了部分抵銷整體資本要求的影響，或會把貸款組合重新分配到資本密集度或風險較低的貸款 — 例如香港的按揭貸款。

(b) 特定行業資本要求方面，平均境外銀行估計會在香港一方面減少按揭貸款，另一方面則增加企業貸款。因此對平均境外銀行借貸方面的淨影響並不確定。結果表示，為重新平衡其貸款組合，受影響銀行或會有很強的誘因去增加沒有受更嚴格宏觀審慎政策措施限制的貸款類別。

(c) 按揭成數上限方面，估計平均境外銀行對加緊措施的反應是普遍地增加在香港的借貸，特別是在按揭方面。研究結果表明，若本國市場的按揭貸款受到更嚴格的宏觀審慎政策要求限制時，受影響的銀行會以增加海外市場的按揭貸款來維持其組合成份。

65 對應每項受考慮的宏觀審慎政策工具，平均境外銀行是以所有其本國在估計時段內曾使用該宏觀審慎政策工具的樣本銀行，計算它們的資產負債表特徵及其經濟和金融週期的平均值而建立的。

(2) 估計結果亦支持第二個假設（表B4.A的B組）。具體而言，相對平均境外銀行，有較高減值貸款比率的銀行，會更積極以減少香港的借貸和香港的按揭貸款來分別應對整體資本要求和特定行業資本要求的收緊。這樣可能反映持有減值資產的銀行，資本上會較受約束，因此對宏觀審慎政策的收緊也更敏感。同時，資本充足比率較高的銀行，面對按揭成數上限收緊時，都會更大程度上地增加在香港的借貸，這可能反映資本較充足的銀行較有能力擴大其他貸款組合。

結論

實證結果顯示，宏觀審慎政策的國際溢出效應，在模式或程度上主要取決於多種因素，包括銀行資產負債表的特徵以及所採用的宏觀審慎政策工具。這些結果在宏觀審慎政策的國際協調問題上有極重要的意義。具體而言，不同宏觀審慎政策工具導致的不同溢出模式，加上資產負債表特徵的差異或會導致銀行反應不一，對決策者實現宏觀審慎政策全球協調將會構成很大的挑戰。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本(如員工及租務支出)、信貸成本及對沖成本。

兌換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兌換為外幣，或將外幣兌換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兌7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兌換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兑換範圍

由弱方及強方兑匯保證匯率為上下限的美元兑港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣(銀行紙幣及硬幣)與銀行體系存放在中央銀行的結餘(儲備結餘或結算餘額)的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書(作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持)、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

©2015 香港金融管理局
本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站 **www.hkma.gov.hk** 查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓
電話: (852) 2878 8196
傳真: (852) 2878 8197
電郵: hkma@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）