
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。

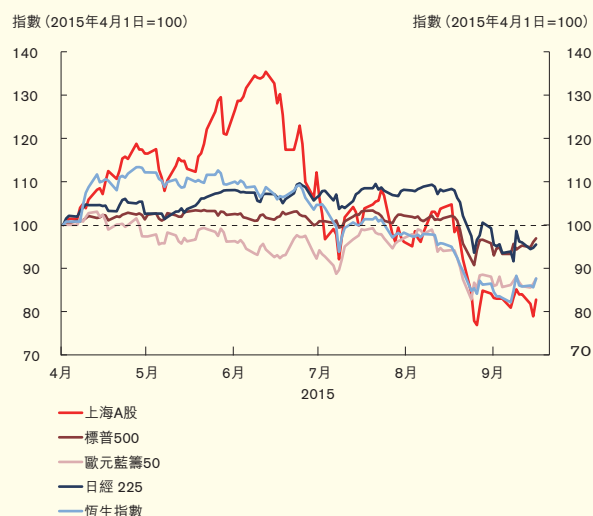
中國內地方面，經濟活動在第2季從低位逐步企穩，而踏入第3季，經濟增長動力似乎有所減弱。雖然人民銀行調低利率和存款準備金率，但在實質利率高企，人民幣有效匯率較強的情況下，貨幣狀況未見顯著放鬆。由於經濟再平衡及去槓桿化仍在進行，經濟增長在短期內可能會繼續放緩。可喜的是，債務置換計劃的順利推行減輕了地方政府的債務風險，而金融市場的逐步開放將有助提高資源分配的效率。

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



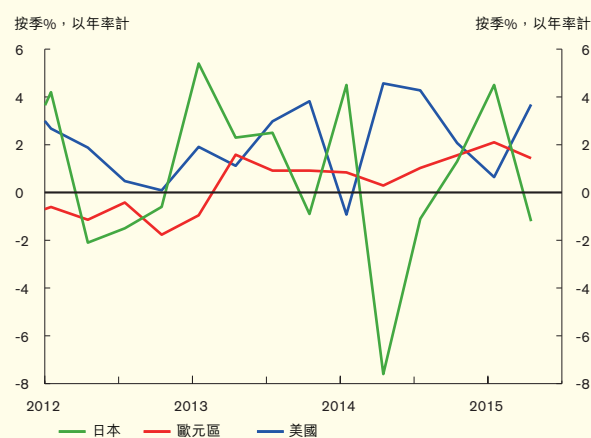
資料來源：Datastream。

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說似乎有所減低，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）。

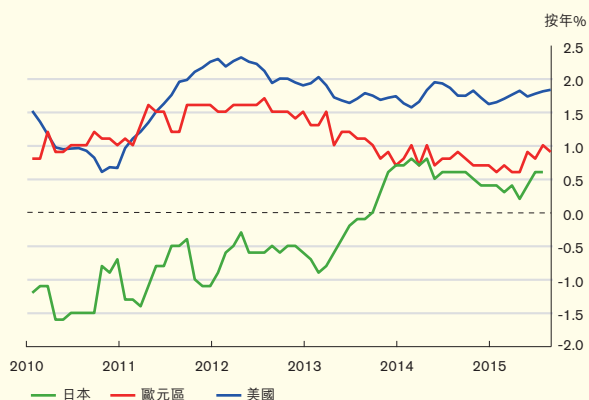
圖 2.2
主要經濟體的實質本地生產總值增長



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）。

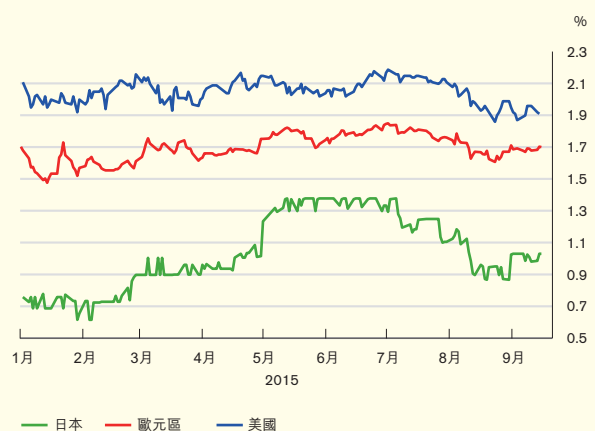
圖 2.3
主要先進經濟體的核心消費物價通脹



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

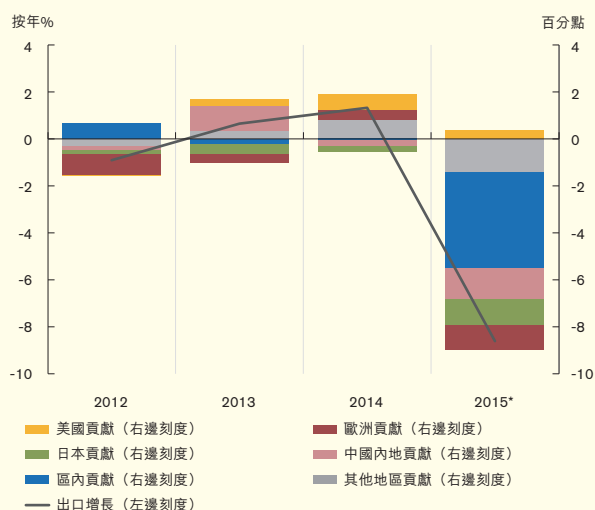


註：美國數據為5年／5年遠期通脹預期率，歐元區數據為5年／5年通脹掛鈎互換利率，而日本數據為5年／5年通脹互換利率。
資料來源：彭博，Datastream及聖路易聯儲局。

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）

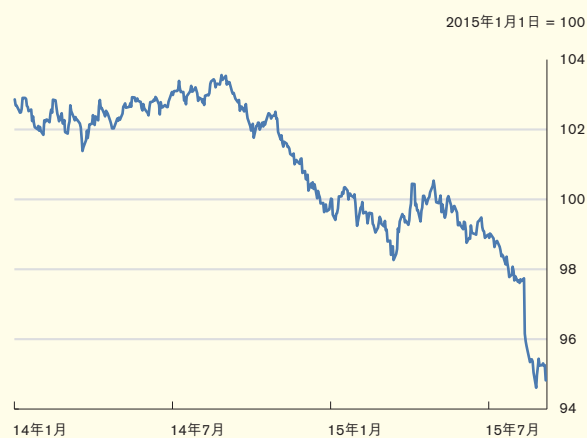
圖 2.5
亞洲：各主要目的地對出口增長的貢獻



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

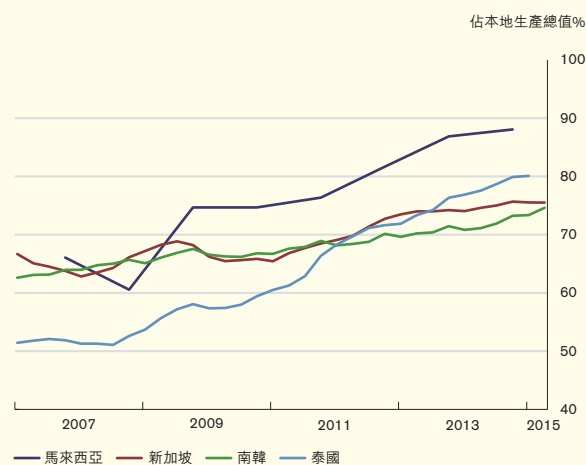


資料來源：彭博。

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。

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。

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

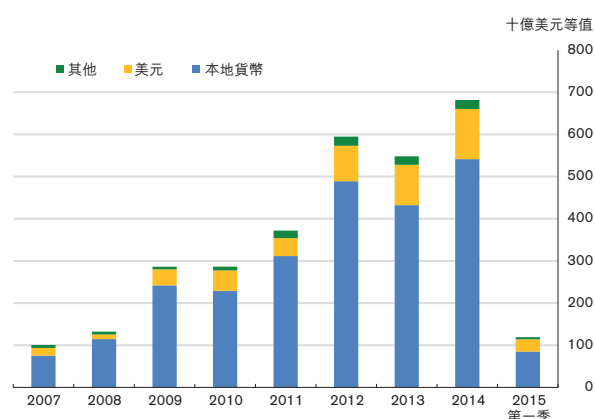
鑑於全球債券市場快速擴張，債市流動性減低在國際上已日益成為宏觀監控的聚焦點。所謂「閃電崩盤」（即價格在短暫而沒有重大事故的時段內大幅調整）的出現，表明即使是世界上規模最大、流動性最高的債券市場，亦存在流動性風險的威脅²。在此背景下，本專題對新興亞洲債券市場的流動性情況進行深入探究³，特別是近期趨勢，並討論各種決定因素和其對金融穩定的影響。

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」。

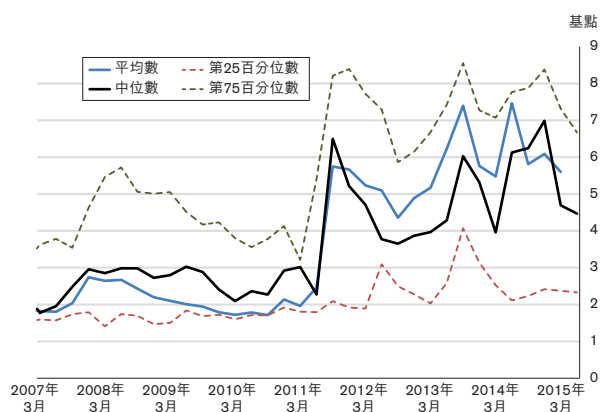
³ 除非另有說明，新興亞洲在本專題指中國內地、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國。

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。

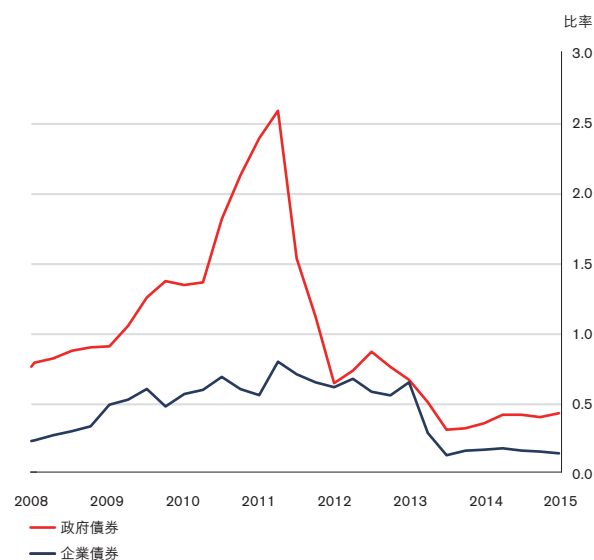
圖B1.2
新興亞洲政府債券的買賣價差



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。

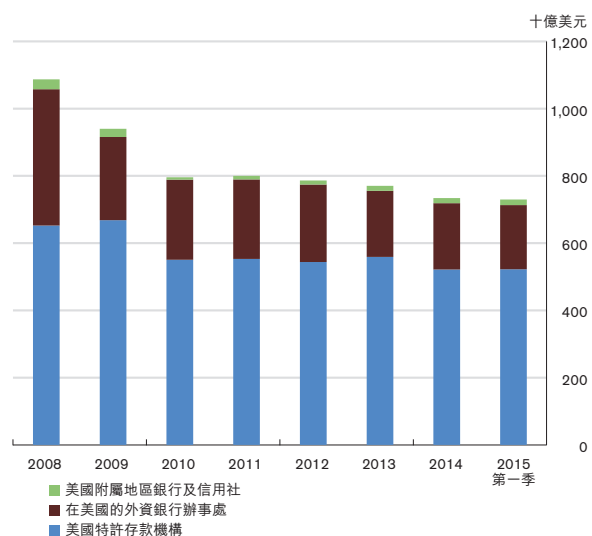
圖B1.3
新興亞洲的政府及企業債券交易比率



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。

對政策的啟示

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)。

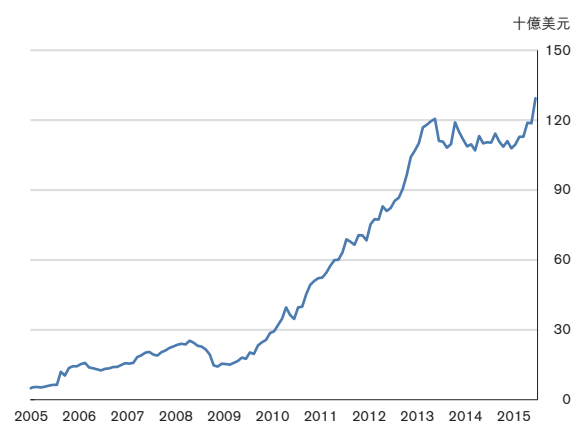
⁸ 請參閱國際貨幣基金組織發表的《Global Financial Stability Report》(2015年4月)及國際結算銀行於2014年11月發表的CGFS第52號文件「Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications」。

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兌市場傾向，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。

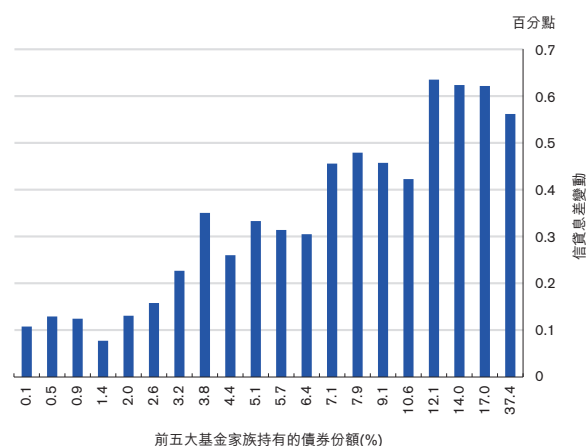
鑑於債券市場流動性減低為金融穩定帶來的風險，以及在市場受壓時會加劇風險的各種新發展，決策者應加倍留意債券市場的流動性狀況。

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)。

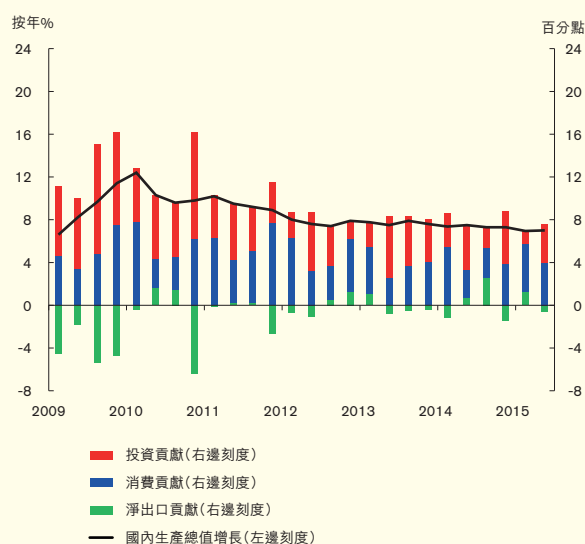
2.2 中國內地

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

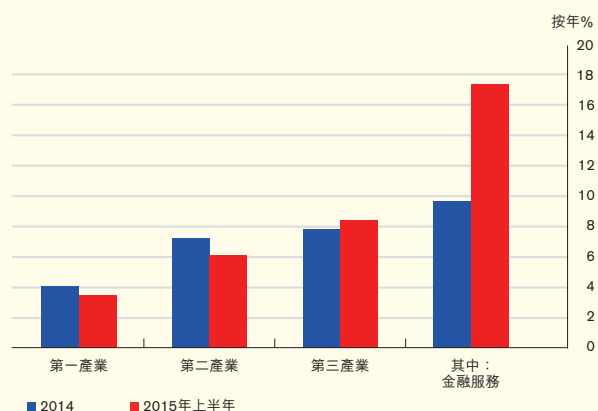


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

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。

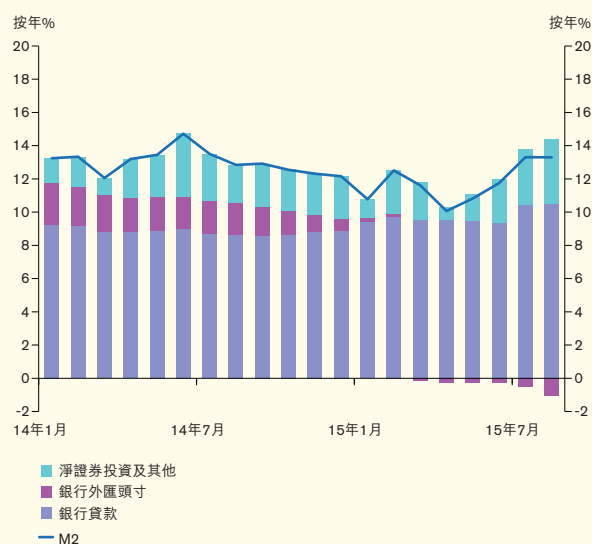
¹¹ 市場共識預期中國在第2季的國內生產總值增長為6.8%。

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。

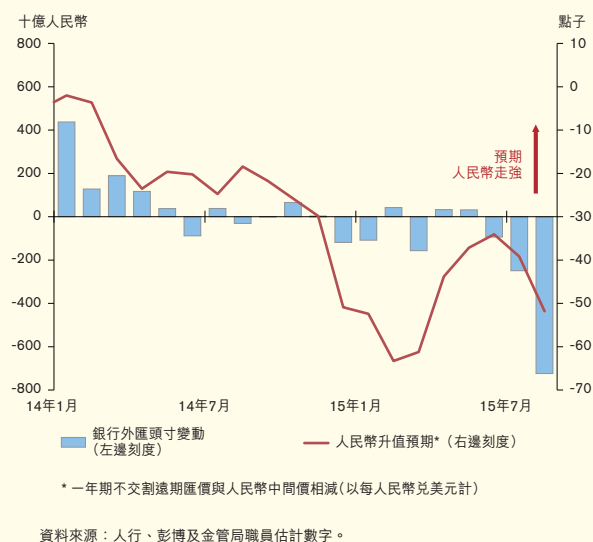
匯率及貨幣市場

人民銀行完善人民幣中間價設定機制，以上一日收市匯率作參考，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。

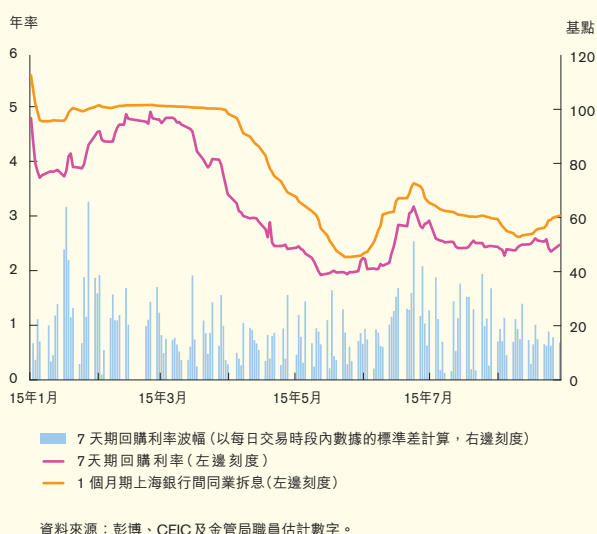
¹³ 以銀行貸款加權平均利率減去消費物價指數通脹計算的實質利率，在第2季度維持在4.7%的較高水平，高於3%的歷史平均值。過去12個月期間（2014年7月至2015年7月），人民幣實質有效匯率對主要貿易夥伴的貨幣升值了15%。

圖 2.11
中國內地：銀行外匯頭寸變動與人民幣升值預期



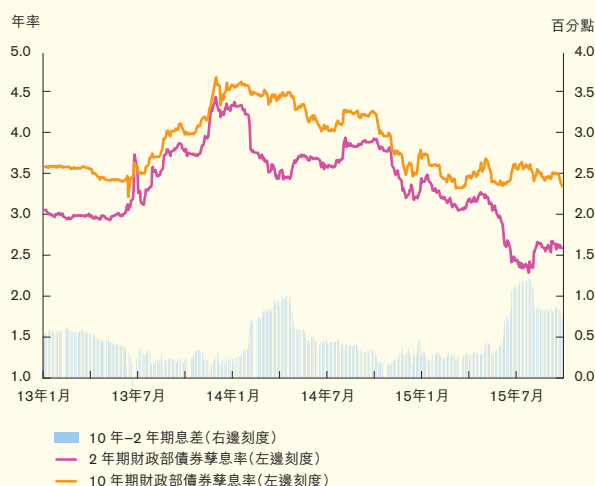
人民幣貶值對貨幣市場利率的影響似乎並不顯著，主要由於人行利用逆回購和中期借貸便利等量化工具，緩和銀行同業流動性的短期波動。在完善人民幣中間價設定機制後，7 天期回購利率和一個月期上海銀行間同業拆息大致保持穩定，在 8 月底分別報 2.5% 和 3.0%，與中間價設定機制改動前的水平相若（圖 2.12）。

圖 2.12
中國內地：銀行間同業利率



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

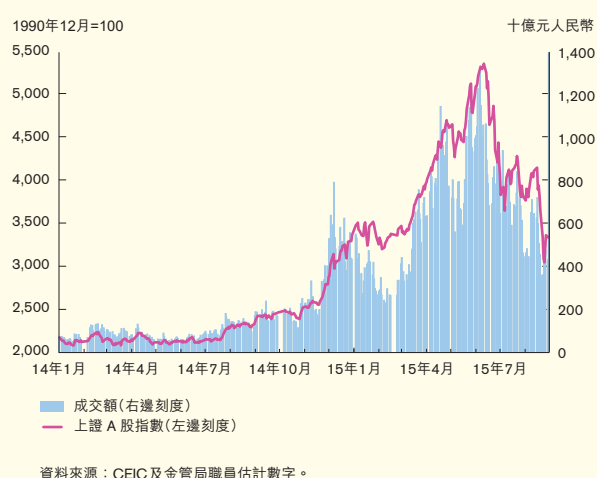


資產市場

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

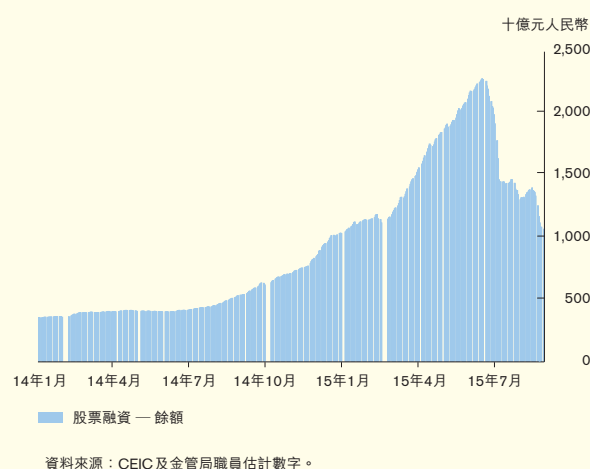
支持下稍為回穩，不過，在經濟數據較市場預期遜色以及對政府撤回干預措施預期的共同作用下，市場情緒在8月下半月再度明顯轉弱。結果，上海A股指數在8月下半月大幅下跌約20%，至月底時的3,359點。上海A股市場的日均成交量亦由6月份高峰時的9,523億元人民幣下滑至8月份的5,132億元人民幣（圖2.14）。

圖 2.14
中國內地：上海A股指數及成交額



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。

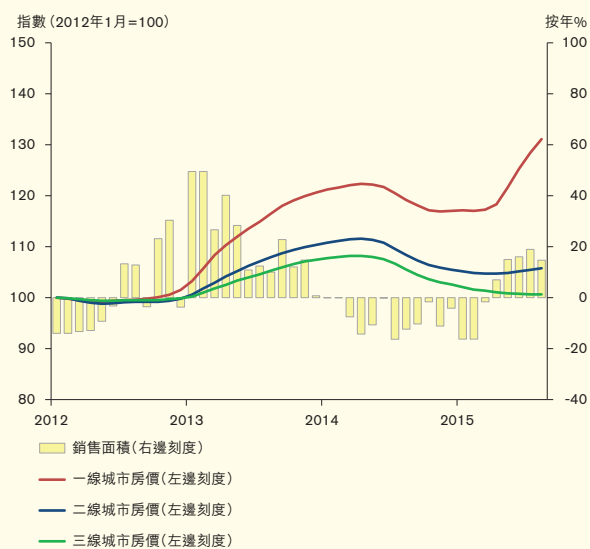
圖 2.15
中國內地：券商提供的股票融資



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。

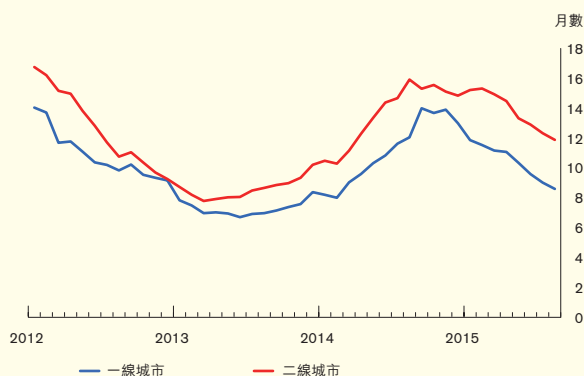
圖 2.16
中國內地：房屋價格及銷售面積



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。

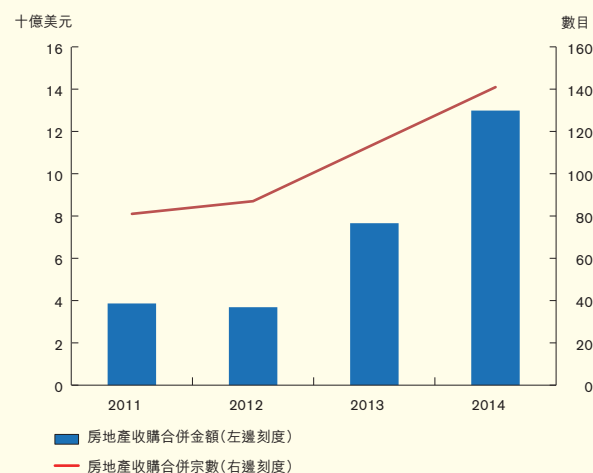
圖 2.17
中國內地：房屋庫存與銷售比率



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



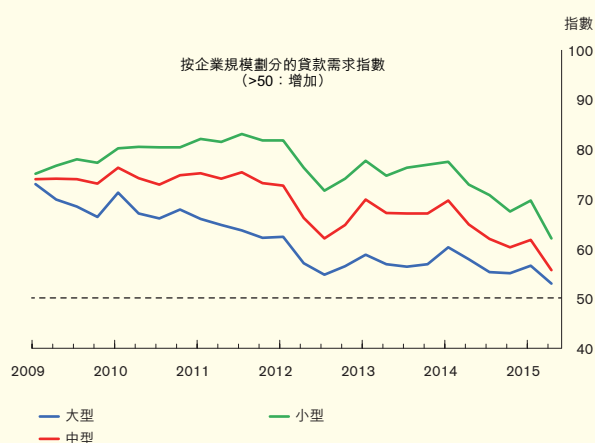
資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

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

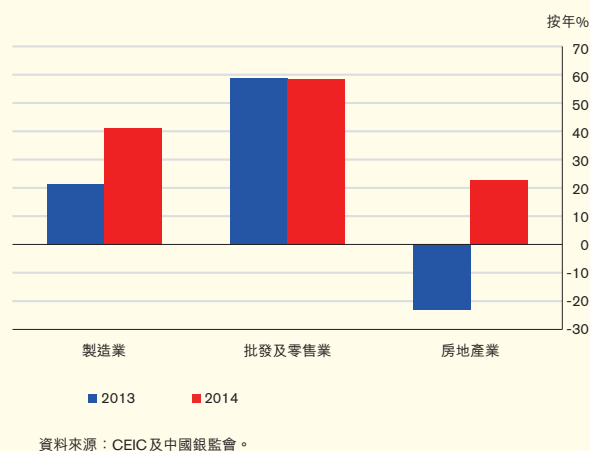
實質利率高企以及營商環境欠佳繼續抑制貸款需求，社會融資流量以及向家庭和企業批出的新增人民幣貸款在7月減慢，到8月才回穩。人行進行的調查亦顯示，大型和小型企業借款需要同步下降（圖2.19）。

圖 2.19
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求



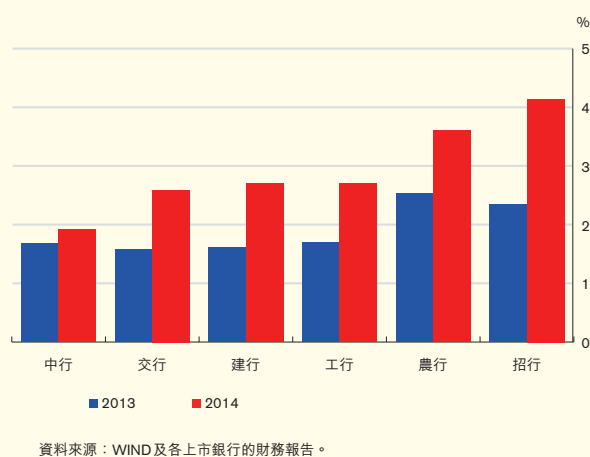
在經濟活動放緩的背景下，銀行資產質素持續受壓。第2季度不良貸款按季增加11%至1.1萬億人民幣，不良貸款率亦從第1季的1.39%升至1.50%。行業資料顯示製造業以及批發及零售業的不良貸款率上升步伐較快，原因是外部需求疲弱和生產者物價下跌擠壓其盈利能力（圖2.20）。與此同時，去年房屋價格下調以及銷售量減少，亦令房地產業的不良貸款顯著上升。由於壞帳核銷增加，撥備金覆蓋率從第一季的212%下降至第二季的198%。

圖 2.20
中國內地：按行業分不良貸款增速



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帳核銷（圖2.21）¹⁶

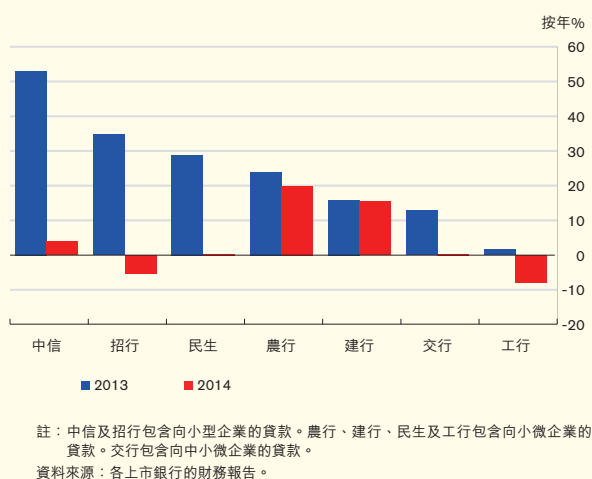
圖 2.21
中國內地：主要上市銀行的貸款評級變動率



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）。

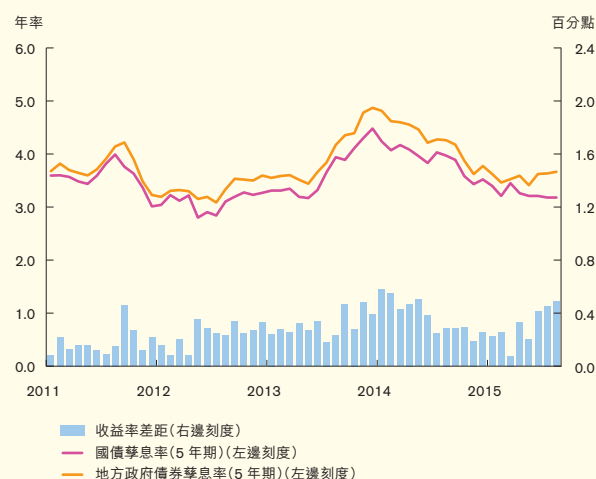
圖 2.22
中國內地：主要上市銀行向小型公司的貸款



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舒緩。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

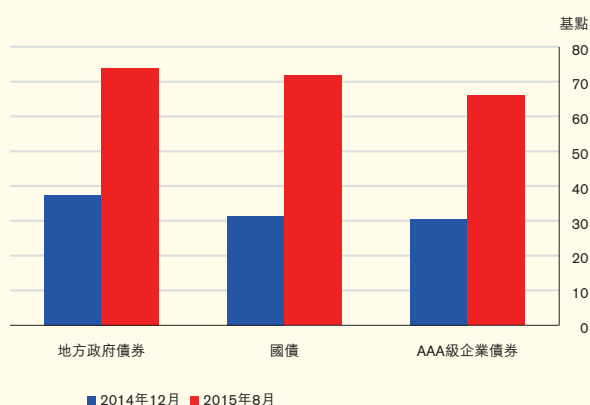


¹⁷ 主要發行人包括湖北，江蘇，山東，四川和河北省政府。

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，但啟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？

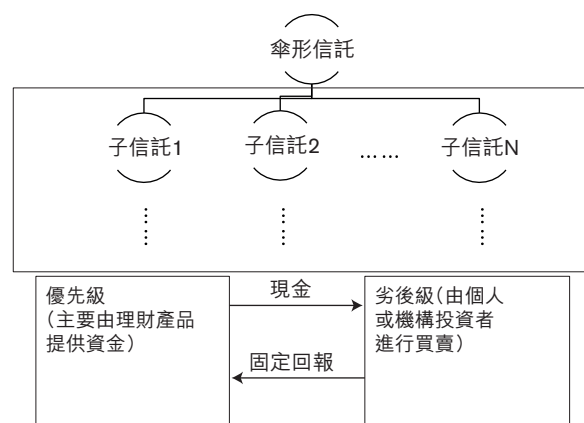
槓桿交易活動被普遍認為是過去數月導致股市波幅擴大的主要因素之一。槓桿交易包括通過正規與非正規渠道進行的股票融資活動，主要以下列三種形式進行：

- 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。

- 場外配资 — 場外配资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「場外配资」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%。

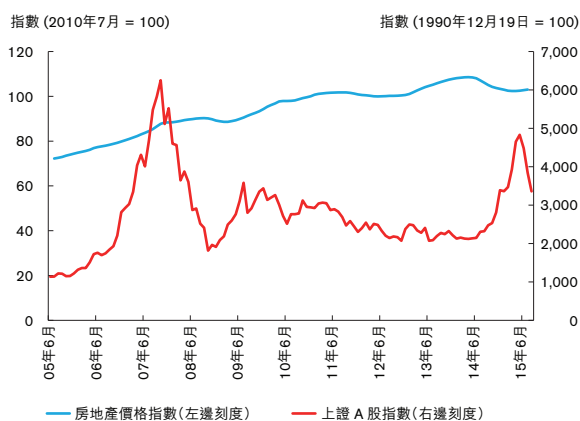
由於槓桿交易活動規模較大，當股價下跌加速時，市場對股票融資頭寸可能會遭受斬倉的憂慮不斷增加，令到市場信心崩潰。為了挽回市場信心，內地當局在6月底以及7月初採取多項措施以穩定市場。這些措施包括放寬股票融資活動的規限、限制沽空活動、減慢首次公開招股活動的審批等。與此同時，中國證券金融股份有限公司及中央滙金投資有限責任公司亦在二手市場購入股票，而21家主要券商更在7月初設立了金額達1,200億元人民幣的市場穩定基金以支持市場。這些措施在初時提供了一定的支持，而市場亦於7月底及8月初暫時喘定。然而，市場在8月中開始再出現另一輪大幅拋售，部分原因是受經濟數據較預期為弱所影響。

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伏所影響。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）。

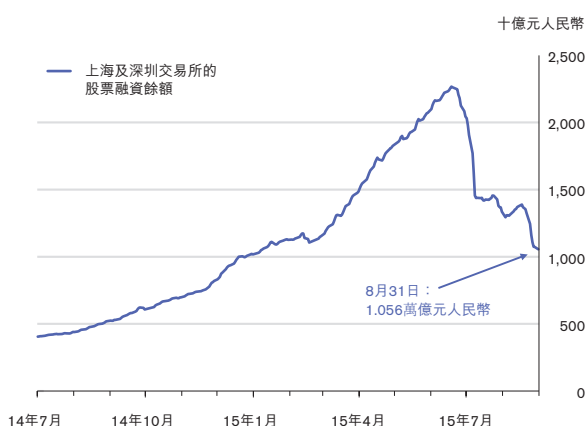
圖 B2.2
中國內地的房地產市場與股票市場



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

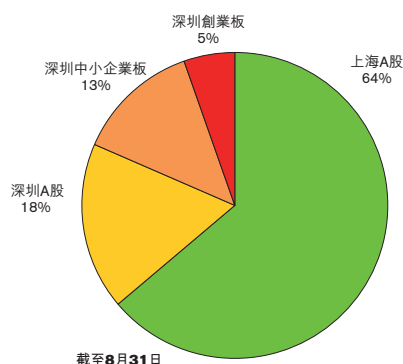


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

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。

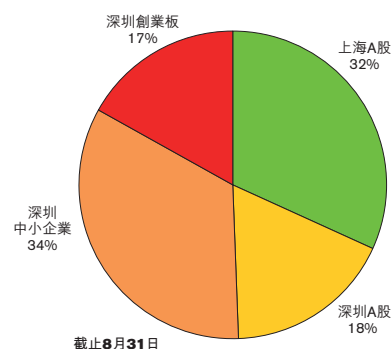
- 為槓桿交易活動提供貸款的金融機構的信用風險 — 儘管在市場大幅下跌和政府加強對非正規融資活動的監管後，正規和非正規槓桿交易活動均已大幅下跌，股市的大幅波動仍會增加提供股票融資的金融機構所面對的風險。例如，在受監管的股票融資中，已有相當的份額流向了深圳中小企業板和創業板等估值較高的環節。因此，券商—正規股票融資的提供方—所面對的信用風險不應被低估（圖 B2.4）。

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。