



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

2012年9月

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2012年9月

目錄

1. 概論	4
2. 全球環境及展望	7
外圍環境	7
2.1 實體經濟活動	7
2.2 環球金融狀況	9
中國內地	12
2.3 產出增長及通脹	12
2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行體系風險	13
3. 本港經濟	20
3.1 整體需求	20
3.2 本地需求	22
3.3 對外貿易	23
3.4 勞工市場狀況	24
3.5 消費物價	29
4. 貨幣及金融狀況	31
匯率、利率及貨幣動向	31
4.1 匯率及利率	31
4.2 貨幣及信貸	33
4.3 資金流	41
資產市場	44
4.4 股市	44
4.5 債務市場	45
4.6 物業市場	47
5. 銀行業的表現	51
5.1 盈利及資本額	51
5.2 流動資金與資金來源	52
5.3 利率風險	54
5.4 信貸風險	54
5.5 銀行體系的系統性風險	59
專題 1 中國內地的經濟增長與股市長期表現	16
專題 2 勞工市場緊絀的困惑：市場會否保持穩健？	26
專題 3 評估港元的避險程度	37
專題 4 歐洲美元存款分佈：對離岸人民幣業務的啟示	39
專題 5 香港的影子銀行 — 上市金融公司貸款概覽及評估	61
詞彙	

1. 概論

儘管外圍環境不穩定，港元匯率未受任何嚴重的資金流入或流出壓力所影響。由於本地及區內經濟體系的經濟活動放緩，信貸增長受到抑制。銀行的資產負債增速下降，其盈利能力卻有所增強。

本地物業市場仍是影響香港金融穩定的主要風險來源。供應緊張及低利率或會持續為樓價帶來上升壓力，但另一方面，突發衝擊也可能令樓價升勢瞬間逆轉。銀行及其借款人均有必要在資產負債表上維持大量的資本緩衝。

外圍環境

全球經濟增長動力在2012年上半年減弱。隨著歐洲央行三年期長期再融資操作的穩定作用減退，市場再度關注歐洲主權債務危機的發展。在多個歐元區國家衰退加深的情況下，有跡象顯示經濟衰退和銀行及主權債務問題正在形成一個惡性循環。美國方面，在經濟增長低迷及創造就業速度緩慢的情況下，經濟在應對來自歐洲的外來衝擊和來自財政整頓政治爭論的內部衝擊時更加脆弱。有見及此，各大央行已加強寬鬆及支持措施。

由於外圍環境疲弱，東亞新興經濟體系（包括中國內地）於2012年上半年的增長步伐亦有所放緩。通脹壓力普遍下降，並預期會繼續緩和，為決策者提振經濟提供更多空間。與此同時，區內亦出現資金流出的跡象，為區內貨幣帶來貶值壓力。本報告專題1探討內地股市的長期表現，並討論投資者是否應該預期股市表現與經濟增長緊密相關。

本地經濟

在過去一年多以來，香港經濟發展速度遠遠低於長期趨勢平均增長率。外圍環境疲弱，令香港出口遭受重創並拖累本地需求。實質本地生產總值於第1季增長0.5%，隨後於第2季輕微下跌0.1%。由此可見，經濟下行趨勢在2012年上半年愈加明顯。

儘管經濟表現疲弱，勞工市場仍持續緊絀。2012年首7個月，經季節因素調整後的3個月移動平均失業率一直徘徊在3.2%至3.4%之間，而總就業人數持續上升至歷史新高。本報告專題2詳細說明勞工市場的緊絀狀況，並探討勞工市場能否繼續保持穩健。

通脹壓力持續減弱，但由於租金一直堅挺，其減弱速度仍較預期緩慢。按3個月以年率計，基本通脹率由1月份的5.3%逐漸降至7月份的3.1%。綜合消費物價指數的所有主要組成項目，包括租金、貿易品與服務，均錄得一定程度的降幅。由於本地經濟下滑的風險增加，加上全球經濟存在重大不利因素，短期而言，通脹壓力可能會進一步消退。

鑑於外部需求低迷，全球金融環境動盪，今年餘下時間，香港經濟能重拾明顯增長動力的可能性不大。由於私營機構的業務氛圍及收益前景已經轉弱，本地需求將僅能有限地抵銷出口持續疲弱的影響。因此，市場分析師已將本地生產總值的全年增長率預測下調至1.8%的共識平均值。政府方面也調低經濟增長預測至1 - 2%。

貨幣狀況及資金流動

雖然全球宏觀金融環境更欠明朗，但年初至今，港元現貨匯率僅窄幅波動。年初時，在歐元區危機短暫平息的情況下，港元匯率略為走強。但之後至5月中左右，隨著對歐元區經濟危機的擔憂重燃，加上全球經濟增長前景暗淡，港元匯率因而轉弱。最近，由於歐元債務危機有進一步緩解的跡象，港元需求再度走強。整體而言，港元於過往數年一直表現強勁，在一定程度上說明投資者視港元為避險貨幣，本報告專題3探討國際投資者在金融動盪時對各貨幣的風險評估。

低息環境仍然持續。貨幣市場方面，隔夜港元銀行同業拆息輕微下降，而3個月及以上期限的銀行同業拆息則小幅上升，這與美元銀行同業拆息的變動情形一致。外匯基金票據及債券的收益率曲線在整個期間內向下移動，表明優質港元資產的需求量增加及美國國庫券的收益率曲線變平的情況。由綜合利率反映的銀行平均資金成本因存款利率放寬而輕微減少。按揭利率亦輕微下調。

隨著經濟增長動力減弱，2012年上半年的銀行貸款及存款均錄得溫和增長。尤其是信貸增長仍很大程度上受外幣貸款和在香港境外使用的貸款所推動。相比之下，港元貸款及本地信貸僅以單位數的速度輕微增加。港元及外幣存款亦僅錄得小幅增長。

香港銀行的人民幣業務融資架構正變得更多元化。雖然人民幣存款在1 - 6月間輕微減少，但人民幣存款證餘額卻顯著上升。隨著人民幣資金增多，同期未償還的人民幣貸款亦由低位基數攀升70%以上。儘管對於人民幣升值的預期下降，人民幣跨境使用量仍不斷增加。本報告專題4研究歐元存款在各離岸銀行中心分佈情況的決定因素，並從中總結經驗教訓，以進一步發展香港的離岸人民幣業務。

資產市場

外圍經濟環境日益惡化，令股票市場嚴重受壓。在歐洲主權債務危機之下，銀行業陷入困境，拖累全球股市直線下滑。與此同時，美國及中國內地經濟亦進一步轉弱。金融及經濟的不景氣，導致避險情緒大幅上升，令本地股票價格下跌及引伸波幅急升，令更多投資者對成交量本已低迷的市場持觀望態度。一手市場的集資活動亦因風險重估而顯著減少。雖然相對偏低的市場估值或會使市場更易受利好消息刺激，但鑑於美國、歐洲及內地存在眾多政策不明朗因素，未來一段時間，市場可能仍會波動。

本地債務市場發行仍然由公營機構及本地銀行主導。受到歐洲主權債務危機的影響，私營發債機構只能有限度地在香港等國際資本市場融資，尤其是進行長期融資。相比之下，離岸人民幣債務市場持續快速發展，收益率亦隨著上升。一手債務市場相當活躍，特別是較長期的發債活動，這某程度是因為中國政府及國有銀行發行的債券所致。這可為私營發債機構提供有用的參考基準，從而有利於離岸市場的長遠發展。

住宅物業市場在2011年下半年曾經溫和整固，但自今年2月起已迅速復甦過來。年內房屋價格飆升13.1%，成交量亦增加40%左右。顯示置業意欲有所改善，令之前整固期時積聚的住房需求得以釋放。

不過，住宅物業市場仍受兩股對立的因素交互影響，因此前景並不明朗：一方面，由於供應緊張及利率低企，房屋價格上升壓力可能會持續存在；另一方面，全球經濟前景轉弱將會令房屋價格受壓。鑑於最近住宅物業價格上漲，令置業負擔能力進一步削弱，收入槓桿比率及價格收入比率亦朝著1997年的高位飆升。為了防範房屋價格下調的潛在衝擊，銀行及其借款人均有必要在資產負債表上維持大量的資本緩衝。有見及此，金管局在9月14日推出新一輪措施以進一步加強銀行對物業按揭業務的風險管理，包括為按揭貸款年期設定上限，並收緊涉及多於一個物業按揭貸款的審批標準。

銀行業表現

儘管外圍環境不利，本地銀行業仍持續穩健增長。鑑於歐洲主權債務及銀行業危機加劇，香港銀行已審慎管理與歐洲有關的風險。隨著內地經濟增長放緩，香港銀行在內地的信貸風險亦可能增加，但香港銀行應有能力管理該等風險。

按國際標準來衡量，本地銀行資本狀況良好，而流動資金充足，且資產質素普遍改善。儘管歐洲主權債務危機持續，且內地經濟增長放緩，本地零售銀行的盈利仍顯著改善，2012年上半年整體稅前盈利較2011年下半年強勁增長26.9%，資產回報率亦由1%升至1.25%。盈利改善除了受惠於淨利息收入及非利息收入增長外，經營成本及撥備淨支出亦有減少。雖然貸款市場，尤以按揭市場的競爭仍然激烈，但由於銀行的整體資金壓力有所紓緩，銀行平均淨息差由2011年下半年的1.27%進一步上升至2012年上半年的1.35%。

本港流動資金充足，平均流動資金比率遠高於監管最低規定。信貸增長由2011年下半年的5.4%進一步減慢至2012年上半年的4.7%，存款總額增長亦由

2011年下半年的4.9%，降至更為溫和的1.5%。整體貸存比率於2012年6月升至69%，但港元貸存比率則微降至84%。由於經濟前景不容樂觀，更多銀行預料短期內的貸款需求傾向進一步減少，而非增加。

金融穩定委員會近期已確定影子銀行為全球金融體系系統性風險的一個潛在來源。專題5就此對香港的情況作出評估，並認為香港影子銀行規模不大，而其槓桿比率、融資架構及與本地銀行業之間的相互關係亦不會構成重大顧慮。然而，在全球金融體系監管改革迅速變化的環境，這情況會有可能改變。因此，持續監察仍是必須的。

《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

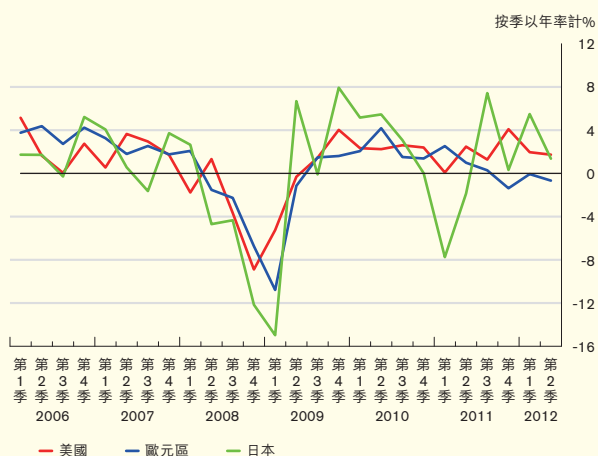
外圍環境

在2012年上半年，主要發達經濟體系的增長轉弱。歐洲主權債務問題持續，當中經濟衰退與銀行及主權債務問題之間所形成的惡性循環令人加倍關注。在外部需求萎靡的情況下，東亞經濟體系於第2季的增長勢頭放慢，而歐洲主權債務危機將繼續對區內短期增長前景構成主要挑戰。

2.1 實體經濟活動

發達經濟體系於上半年的增長轉弱。最新實質國內生產總值數字顯示，於2012年第2季，美國及日本分別增長1.7%及1.4%，而歐元區則收縮0.7%（圖2.1）。¹

圖 2.1
美國、歐元區及日本：實質國內生產總值

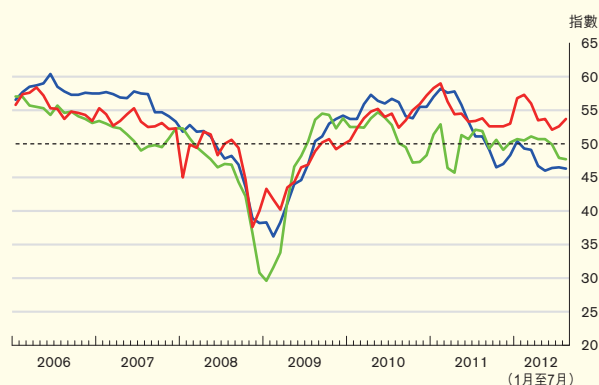


歐洲經濟下滑，令市場加倍關注意大利及西班牙的經濟衰退與其主權及銀行危機之間形成惡性循環。兩國的借貸成本一度升至普遍認為無法持續的水平之上。

¹ 除另有說明外，美國、歐元區、日本及不計日本在內的亞洲區（不包括中國內地）的按季實質國內（區內）生產總值變動百分比是經季節性因素調整以年率計的數字。

有見及此，歐元區財政部長同意一項1,000億歐元的救助銀行計劃，以調整西班牙銀行的資本結構，但此政策並未發揮穩定市場的作用。直至歐洲央行行長德拉吉(Mario Draghi)承諾會「不惜一切」捍衛歐元，並宣佈新的國債購買計劃，局勢才穩定下來。至於美國方面，雖然住宅市場正逐步恢復，但經濟增長卻在第2季放緩。日本方面，在政府重建項目的支持，以及發放環保汽車補貼從而促進私人消費的情況下，經濟增長於第1季強勁反彈，但之後於第2季再次放慢。採購經理指數於近期持續低迷，顯示日本及美國的未來增長將持續溫和，而歐元區則可能會進一步萎縮（圖2.2）。

圖 2.2
美國、歐元區及日本：採購經理指數



由於經濟增長受到抑制，職位增長步伐依然遲緩。失業率高踞不下，美國的失業率約為8.1%，歐元區已超過11%，而日本則為4.3%（圖2.3）。產能過剩，加上較早前食品及能源價格下降，使發達經濟體系的整體消費物價通脹得以緩和，而核心通脹於2012年下半年內亦可能逐漸降低（圖2.4）。

圖 2.3
美國、歐元區及日本：失業率

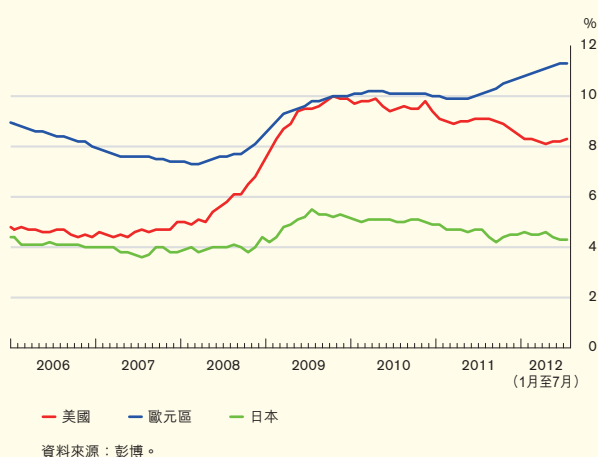
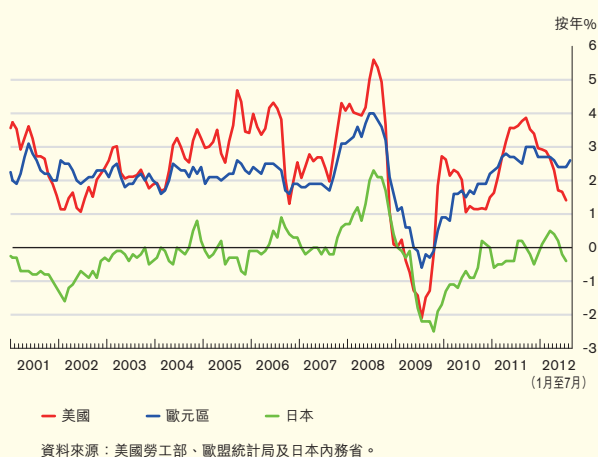


圖 2.4
美國、歐元區及日本：整體通脹



歐美經濟前景正面臨多項政策風險。歐洲方面，經濟衰退在多個受債務危機困擾的國家加劇，不僅令赤字目標更難實現，亦令公眾反對緊縮政策的情緒升溫。由於歐洲央行新推出名為「直接貨幣交易」的國債購買計劃，可「無限量地」購買3年年期或以下的危機國家國債，市場因此憧憬該計劃能有效地支持歐元。雖然該計劃能防止危機全面爆發及換取時間讓政府推行結構性改革，但在執行上存在重大風險。危機國家在深度經濟衰退及需要進行重大經濟調整的情況下，很可能不能達到緊縮及改革目標。與此同時，由於面對「財政懸崖」，加上11月總統大選逐漸臨近，美國的財政及政治風險亦正在增加。雖然兩大政黨最終很可能會達成協議，但更多的政治角力，可能令政策不明朗因素增加並加劇市場波動，進而打擊消費者及企業的信心。在經濟增長緩慢、失業率高企以及財政空間有限的情況下，聯儲局宣佈推出進一步量化寬鬆措施，每月購買價值400億美元的按揭證券，直至勞工市場「顯著」改善為止。聯儲局更將其對聯邦基金利息維持在低水平的預期時間延後至2015年中。鑒於結構性調整尚未完成，新一輪量化寬鬆能否有效地促進增長及就業，仍存在極高的不確定性。

繼於2012年第1季普遍走強後，大部份東亞經濟體系於第2季的增長動力有所放緩，主要是由於外部需求疲弱所致（表2.A）。²通脹壓力大致舒緩，平均按年消費物價指數通脹率已由2011年12月的3.7%降至2012年7月的2.8%。在此情形下，區內一些央行已於3月至8月期間放鬆貨幣政策（表2.B）。與國際主要股市一樣，區內股價因歐元區債務危機惡化於5月份急跌，但於最近有所回升。同時，區內貨幣於5月份對美元匯率亦轉弱，並在過往兩個月呈現雙向波動。

² 泰國的國內生產總值繼2011年第4季下降後，於2012年第1季大幅上升，主要是由於製造業生產及出口在嚴重水災後恢復正常。

表 2.A
亞洲：實質國內生產總值增長

(按季以年率計%)	2011 第1季	2011 第2季	2011 第3季	2011 第4季	2012 第1季	2012 第2季
新興工業化經濟體系						
三國： ¹	8.6	2.3	1.6	-0.2	3.5	1.7
韓國	5.3	3.4	3.4	1.3	3.5	1.1
新加坡	19.7	-3.0	2.0	-2.5	9.5	-0.7
台灣	10.4	2.1	-1.9	-2.1	1.5	3.5
東盟四國： ¹	5.1	2.9	4.9	-2.4	17.2	7.3
印尼 ²	4.6	6.3	5.5	9.6	4.1	6.4
馬來西亞 ²	7.6	3.4	3.2	6.6	6.2	5.5
菲律賓	6.2	1.9	2.5	7.3	12.6	0.9
泰國	3.4	-2.8	6.7	-35.7	50.8	13.9
東亞： ¹	6.9	2.6	3.2	-1.3	10.1	4.4

註：
1. 加權平均（以按購買力平價的本地生產總值對全球的貢獻作為加權基準）。
2. 金管局職員作出的季節調整。

資料來源：國際貨幣基金組織、CEIC及金管局職員估計數字。

表 2.B
亞洲：政策利率

	政策利率 ¹			
	2012年 7月31日 年利率(%)	2011年 最新高位 年利率(%)	由最新最高位的 利率累計降幅 百分點	自2012年3月 以來的利率降幅 百分點
印尼	5.750	6.750	1.000	-
韓國	3.000	3.250	0.250	0.250
馬來西亞	3.000	3.000	-	-
菲律賓	3.750	4.500	0.750	0.500
台灣	1.875	1.875	-	-
泰國	3.000	3.500	0.500	-

註：
1. 印尼：印尼央行利率；韓國：基準利率；馬來西亞：隔夜政策利率；菲律賓：隔夜反向回購利率；台灣：重點現率；泰國：政策利率。

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

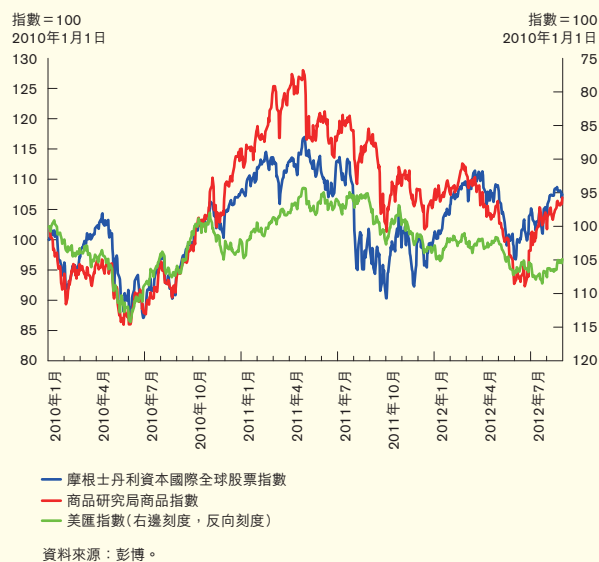
歐洲主權債務危機繼續對區內經濟前景構成挑戰。出口面臨嚴峻困境，而歐洲銀行的去槓桿化壓力亦不斷增加，可能會令東亞地區信貸供應減少，進而推高融資成本。區內整體通脹壓力應會繼續緩和，使政策制訂者有足夠的空間支持未來經濟增長。最近的共識預測顯示，該區域於2012年全年的國內生產總值增長率將為3.9%，相比2011年的4.1%。通脹率將由去年的3.9%降至3.0%。

2.2 環球金融狀況

在歐洲危機加深，市場對全球經濟的憂慮日益上升的環境下，全球金融市場在過去6個月的狀況仍然脆弱，引發資金大量流向避險資產，因而推動美元及日圓升值，同時令美國國庫券及德國國債的收益率一直處於歷史低位。相比之下，因宏觀環境惡化及投資者風險胃納降低，全球股票市場及對經濟增長敏感的商

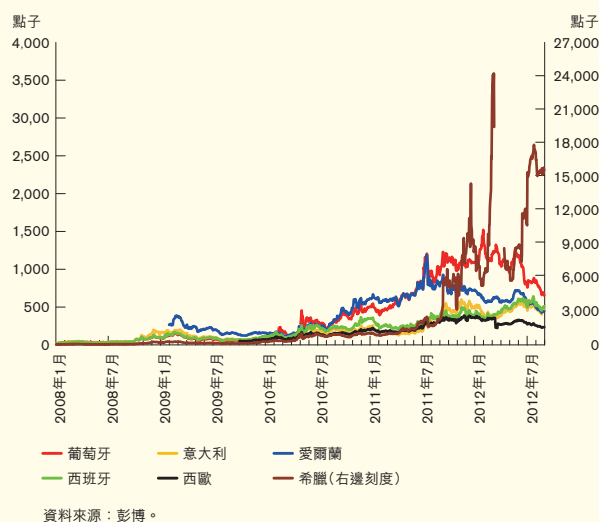
品於第2季遭受重創。不過，市場最近已有很強勁的反彈（圖2.5）。

圖 2.5
摩根士丹利資本國際全球指數、商品研究局
商品指數及美匯指數



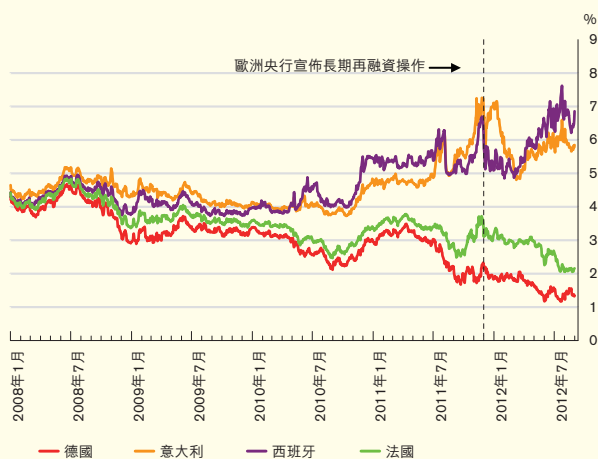
歐元區局勢發展仍是造成此期間市場動盪的主要原因。作為歐債危機的重災區，希臘的情況一度極其脆弱。於第2季，該國不斷加劇的政治分歧使其處於退出歐元區的邊緣。雖然退出風險於第二輪大選後已經降低，但希臘的主權信貸風險仍然高企（圖2.6），而另一次債務違約及該國最終離開歐洲貨幣聯盟的重大風險已於金融市場的定價有所反映。

圖 2.6
歐洲周邊國家5年期主權信貸違約掉期息差



隨著危機蔓延，西班牙及意大利等一些歐洲較大國家的貸款成本大幅上升。由於銀行資金因西班牙房地產市場暴跌而流失，加上存款外流使銀行融資缺口擴大，因此，西班牙銀行的穩健性被受質疑。歐盟雖然宣佈了對西班牙銀行實施資本重整計劃，但卻未能帶來穩定市場的作用，原因是投資者懷疑該援助計劃的成效，並擔心西班牙政府的資產負債狀況會因此而遭受損害。儘管西班牙和意大利的長期國債收益率因市場預期歐洲央行會再次推出刺激措施而大幅回落，但仍然在高位徘徊（圖 2.7）。

圖 2.7
歐洲部份國家的10年期債券收益率

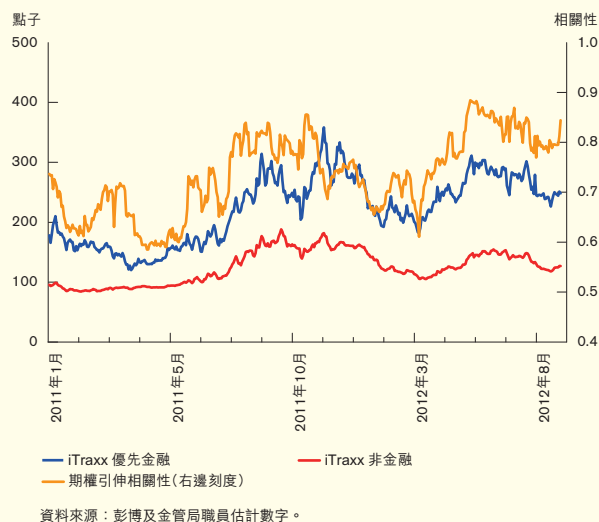


資料來源：彭博。

除周邊國家外，面對危機升級的影響，歐洲核心國家亦未能倖免。穆迪指出，若西班牙及意大利尋求全面主權救助，核心國家所要承擔的援助成本將會大幅上升並有可能面對巨大的負債。有見及此，穆迪最近已將歐元區部份 AAA 評級國家的未來前景由穩定下調至負面。如果這些國家的主權評級亦被下調，它們向周邊國家提供支援的難度將會加大。然而，這亦有望加快歐元區進一步整合的步伐，並促成更多的改革，以解決該地區的根本問題。

除不利局勢在各主權國家蔓延外，債務危機亦在經濟領域上迅速擴散。主權債券市場疲弱，已令銀行資產負債狀況受損，而金融業情況惡化，亦令非金融企業的違約風險上升（圖 2.8）。

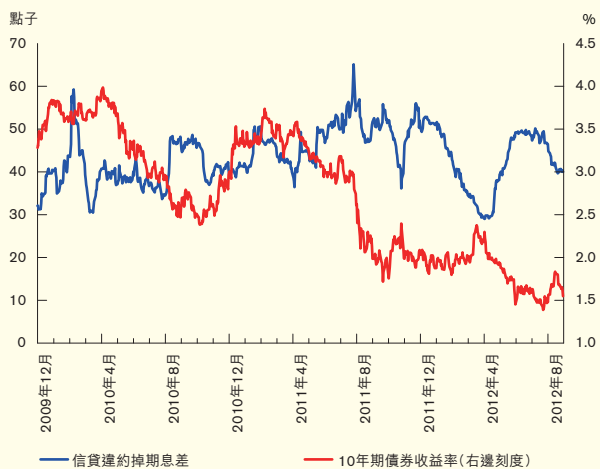
圖 2.8
歐洲金融業及非金融業的信貸違約掉期息差及其引申相關性



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

歐洲以外，全球經濟的隱憂已削弱了市場信心。在美國，經濟增長急速放緩，加上勞工市場復甦乏力，導致美國聯儲局將扭曲操作計劃延長至今年年底，並增加了金融市場上對新一輪量化寬鬆措施的預期。財政方面，即將進行的總統大選、債務上限以及計劃中的財政緊縮（亦稱「財政懸崖」），均帶來顯著的不確定性，令投資者緊張不安，並降低了他們的風險胃納。這些擔憂令美國信貸違約掉期息差在近期略受上升壓力，但是國庫券市場依然穩定，收益率亦維持在歷史低位（圖 2.9）。不過，隨著美國經濟越來越接近「懸崖」，財政相關的爭辯將會於今年餘下時間不斷升溫。

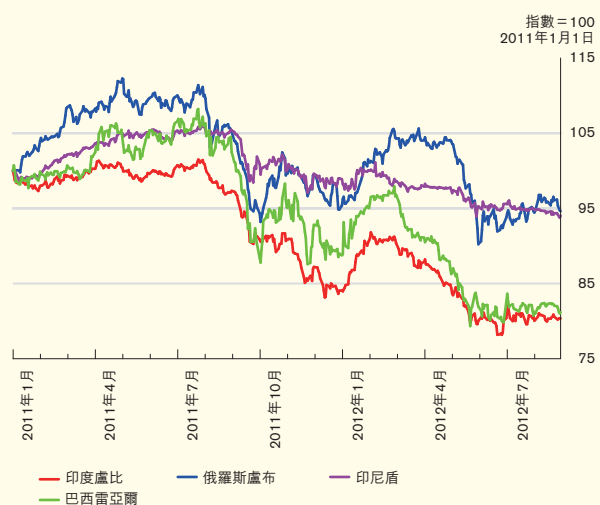
圖 2.9
10年期美國國庫債券收益率及5年期美國
主權信貸違約掉期息差



資料來源：彭博。

除發達國家存在的問題外，新興市場國家的近期發展亦令人不安。經濟顯著放緩，加上部份國家的發展失衡問題日益嚴重，導致新興市場的貨幣及股價顯著下挫，而評級機構亦聲稱要下調部份國家的評級（圖 2.10）。市場擔心部份近年錄得強勁資金流入及信貸增長的新興市場國家，或會與發達國家一樣，將經歷一段去槓桿化的時期。

圖 2.10
部份新興市場貨幣(對美元)



資料來源：彭博。

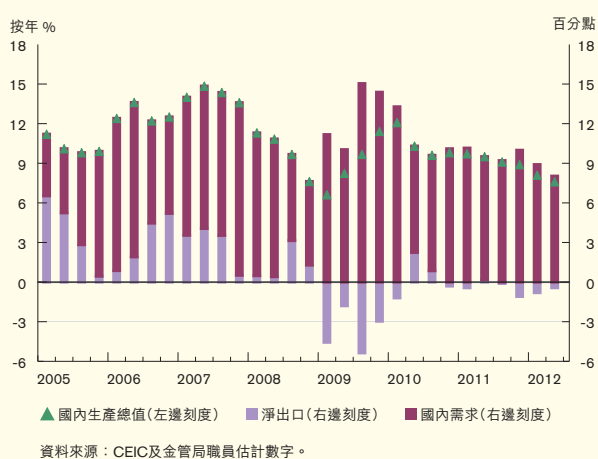
中國內地

在內外需求放緩的環境下，經濟增長進一步放慢，而通脹壓力則持續得以紓緩。受實質利率上升影響，整體貨幣狀況有所收緊，但仍能夠為經濟增長提供支持。物業市場顯示靠穩跡象，銀行業則開始面臨盈利及資產質素壓力。隨著政策焦點轉向支持經濟增長，預期未來幾個季度的增長動力會有所改善。

2.3 產出增長及通脹

由於內外需求均有所減弱，內地經濟增長於2012年上半年進一步放緩(圖2.11)。內需增長放緩主要是受到投資增速減弱所拖累。在緊縮的物業市場政策下，房地產投資增幅持續下降，但基建投資最近卻有所回升。貿易盈餘佔國內生產總值的比率仍呈下滑態勢，且由於全球需求不振，於未來幾年，貿易盈餘將可能處於較溫和狀態。³

圖 2.11
中國內地：國內需求與淨出口對國內生產總值增長的貢獻

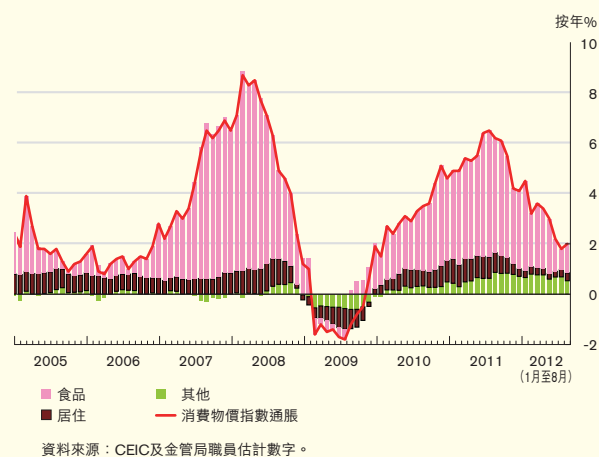


³ 2012年上半年，貿易盈餘為國內生產總值的2.1%，而2010年及2011年同期則分別為2.9%及2.2%。

經濟增長動力預料於未來幾個季度會有所改善。歐洲主權債務危機將繼續拖累中國的出口及製造業投資。由於政府持續針對物業市場實施行政控制措施，房地產投資亦將只會保持溫和增長。不過，基建項目開支預期會以更快的速度增長，同時，近期公佈的鼓勵家庭消費的財政刺激措施、稅務改革以及貨幣政策的持續微調，將有助拉動內需及促進增長。在過去數個月，許多地方政府也宣布了一系列措施以支持工業增長。最新的共識預測顯示內地2012年全年的經濟增長率為7.7%。

隨著增長動力減弱，通脹壓力進一步緩和，且近期會繼續處於受控狀態。由於食品價格通脹及居住成本下降，消費物價指數通脹率按年由1月份的4.5%下跌至8月份的2% (圖2.12)，而主要由於原材料價格走低，按年生產者物價指數通脹率連續六個月為負數。

圖 2.12
中國內地：對消費物價指數通脹的貢獻

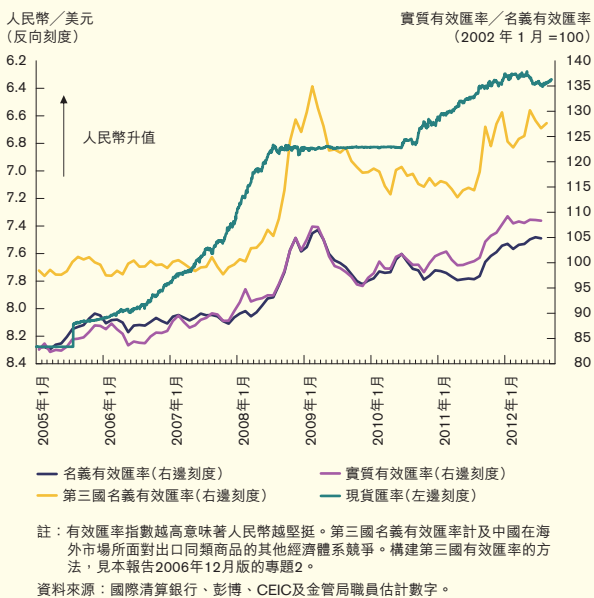


美國最近遭受大旱，以及實施另一輪量化寬鬆政策，為全球大宗商品價格及中國進口價格帶來一些上升風險，但疲弱的全球市況將產生一定的抑制作用，而內地需求壓力疲弱亦會限制國內的成本上升。另一方面，因為內地經濟增速很可能未有顯著偏離潛在趨勢，通縮風險依然很低。根據最新的共識預測，2012年全年的整體消費物價指數通脹率為2.8%。

2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行體系風險

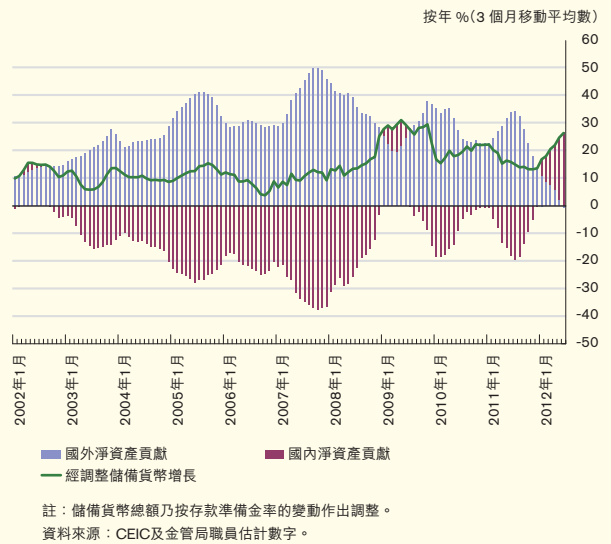
增長動力減弱，加上歐洲主權債務危機再度緊張，令避險情緒上升，繼續阻礙資金流入中國，同時亦對人民幣兌美元匯率構成一些下行壓力。境外直接投資持續錄得淨流入，但證券投資則於第2季錄得淨流出，而金融機構的外匯購買仍波動不定。人民幣有效匯率於過去數月內略有上升(圖2.13)，但人民幣兌美元匯率在其日交易波幅圍繞中間價於4月份擴闊半個百分點後，出現更為明顯的雙向波動，累計而言輕微走弱。

圖 2.13
中國內地：人民幣匯率



有見經濟放緩及通脹和資金流入壓力減小，中國政府已將政策重心轉向支持經濟增長。中國人民銀行曾於 2 月和 5 月兩次下調存款準備金率共計 100 個基點，並積極利用逆回購管理銀行同業流動資金的短期波動。由於國內淨資產貢獻的上升大於國外淨資產貢獻的下降，近來數月儲備貨幣顯著增長(圖 2.14)。此外，中國人民銀行亦於 6 月和 7 月兩次下調基準利率，並在制定貸款及借款利率方面給予商業銀行更大的靈活性，從而向利率自由化邁出重要的一步。雖然貨幣寬鬆空間依然充裕，決策者需在支持經濟增長與避免物業市場再現過熱風險之間保持適當平衡。

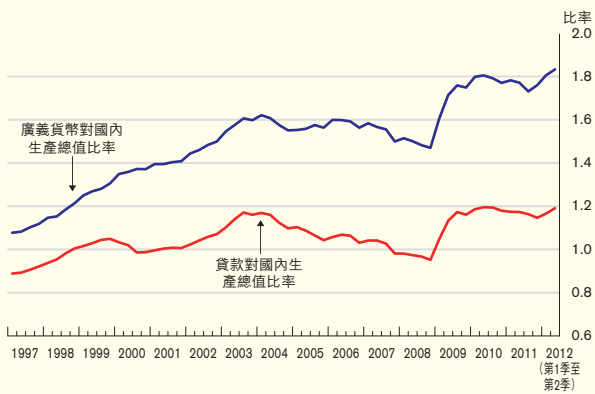
圖 2.14
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻



廣義貨幣的按年增長自 2012 年 1 月觸及歷史低位後，於近幾個月內繼續保持溫和，這在很大程度上是由於企業存款因盈利能力減弱而下降及資產由存款向理財產品重新分配所致。新增短期貸款穩健增長，但中期及長期信貸一直按年下跌，直至最近才有所回升，部份反映出當局控制向地方政府融資平台及房地產發展商貸款所產生的影響。即使如此，鑑於貨幣及信貸於 2009 年至 2010 年間強勁增長，加上影子銀行體系近年來迅速發展，最近疲弱的貨幣及貸款增長數據可能誇大內地經濟的貨幣緊張狀況。

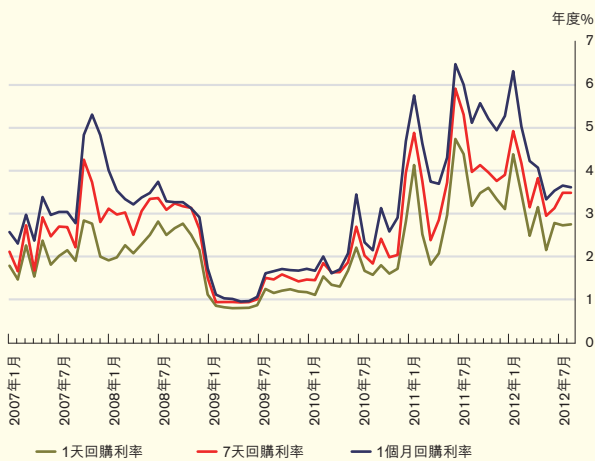
整體貨幣狀況在實質利率升高的情形下有所收緊，但仍可為增長提供支持。廣義貨幣及信貸對國內生產總值的比率於第2季升至歷史高位（圖2.15），而今年上半年除銀行貸款以外的融資規模（包括部份透過影子銀行體系進行的融資）則與近年同期相若。此外，公司債券收益率及貨幣市場利率已降至中期水平附近（圖2.16）。儘管如此，私人企業，尤其是小型及微型企業，仍面臨融資困難。舉例而言，溫州的民間貸款年利率仍然處於20%以上的高位。

圖 2.15
中國內地：廣義貨幣及貸款對國內生產總值的比率



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

圖 2.16
中國內地：貨幣市場利率

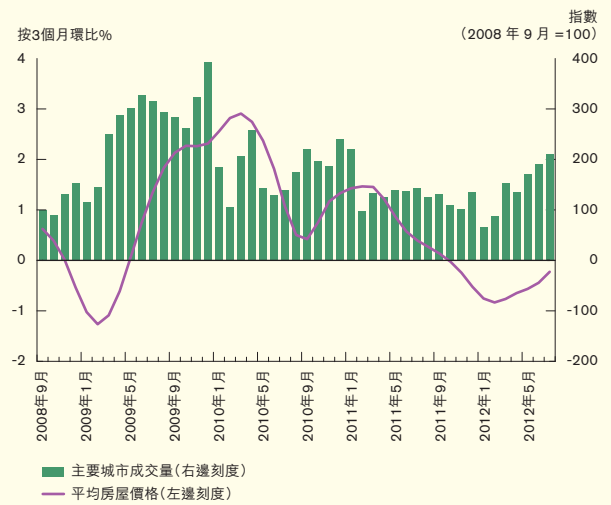


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

由於增長動力減弱及避險情緒升溫，股市表現持續低迷。上海A股市盈率於2月份輕微上升至約15倍的水平後，於8月份持續下跌至12倍以下，而過往10年的平均市盈率約為30倍。專題1探討內地經濟增長與股市的長期表現之間的關係。

房屋市場於過去數月有所恢復。整體物業價格下跌速度減緩，而包括北京及上海在內的許多大城市的房價最近環比回升。物業成交量亦穩定上升（圖2.17），主要反映出在房價下降及旨在支持經濟增長的物業相關政策調整推動下，剛性需求得以釋放。例如，一些城市已放寬對首次置業者的按揭貸款條件及首付要求。

圖 2.17
中國內地：房屋價格及房屋銷售



註：
1. 成交量指數乃基於每月在北京、上海、杭州、廣州、深圳、天津、南京、福州、廈門及寧波售出的單位數目而編製。
2. 平均房屋價格是指70個城市價格指數的簡單平均值。
資料來源：CEIC、WIND及金管局職員估計數字。

展望未來，房屋市場的發展前景不太明朗。地方政府可能繼續微調政策以支持房屋市場，而投資者預期會有更多支持增長的政策措施出台亦有利市場氣氛，但持續的行政管制將在近期內對物業市場構成壓力。雖

然新動工及落成的住房數量增長減慢，但庫存相比過往標準依然較高。歐洲主權債務危機進一步升級，不會對內地資產市場構成重大直接影響，但間接影響，例如市場氣氛因此而轉淡不應低估。受城市化、改善住屋需求及投資需求推動，物業潛在需求仍然強勁，政府應能夠在需要時通過調整行政管制措施來平衡市場風險。

銀行業於2012年上半年繼續錄得豐厚利潤。雖然銀行業整體不良貸款比率仍穩定在1%以下，但有跡象顯示，由於經濟活動放緩，一些地區於過往數月的不良貸款比率明顯上升。在此背景下，內地銀行股份，尤其是較小型銀行的股份，最近面臨較大的拋售壓力。

由於物業市場不明朗，加上潛在經濟增長放緩，內地銀行業可能會繼續面臨盈利及資產質素方面的壓力。儘管整個銀行業在2012年6月底的資本充足比率為12.9%，顯著高於官方要求，但一些銀行或需進行資本重整以符合新規定。⁴ 即使如此，銀行業的風險總體上應該是可控的。過往的豐厚盈利讓銀行有較大空間吸收可能增加的信貸損失。政府當局亦已積極管理銀行體系相關風險，包括管理向地方政府融資平台提供的貸款，同時，商業銀行的貸款損失準備於2012年6月底平均增至約為壞帳的2.9倍，而於2008年底時還不足1.2倍。中國人民銀行近期進行的壓力測試表明，內地銀行總體上能夠抵禦經濟增長急劇下滑及不良貸款比率顯著升高的衝擊。⁵

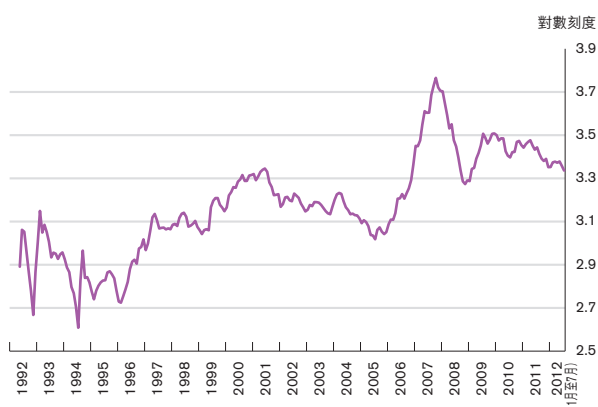
⁴ 依照《巴塞爾協定三》的規定，中國銀行業監督管理委員會已將商業銀行及系統重要性銀行的最低資本充足比率分別定為10.5%及11.5%。

⁵ 請參閱中國人民銀行2012年《中國金融穩定報告》。

專題 1 中國內地的經濟增長與股市長期表現

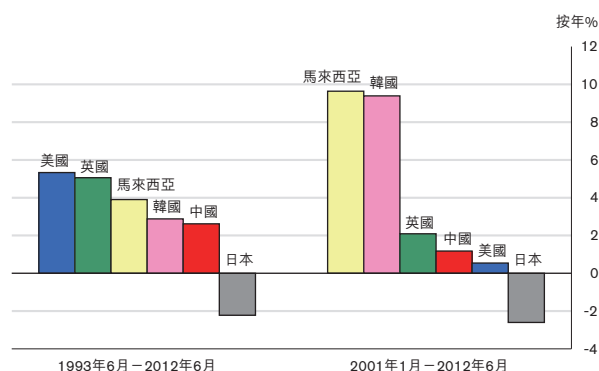
一般認為，經濟增長會支持股市表現。然而，雖然過去十年中國內地的國內生產總值年均增長率約達 10%，但其股價指數則歷經大起大落，近期更跌至接近 2001 年初的水平（圖 B1.1）。進一步分析顯示，內地股市於過去十年的表現整體而言遜於其他主要市場，實際股票平均年回報率僅為 1.2%，高於美國，但遠低於馬來西亞及韓國等大部份亞洲新興經濟體系（圖 B1.2）。即使以較長的樣本期進行分析，這種情形並無重大變動（圖 B1.2 左半部分）。在此背景下，本專題將嘗試從理論及實證角度解釋這個「困惑」。

圖 B1.1
上證 A 股指數



資料來源：CEIC、WIND 及金管局職員估計數字。

圖 B1.2
各市場的實質股票回報率(按年)



註：本圖中的股票回報率是根據HP過濾後的總回報指數趨勢計算而得，以降低計算結果對數據截止日期的敏感度。採用消費物價指數通脹率計算實際股票回報率。美國：標準普爾500指數；英國：富時指數；日本：東證指數；韓國：KOSPI；馬來西亞：吉隆坡綜合指數；中國：上證A股指數。

資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

國內生產總值增長與股市表現：經濟理論如何闡釋？

經濟理論不一定支持經濟增長越快就意味著股市表現越好的觀點。根據基本資產定價理論，股票價格是未來股息總額的貼現值，而在若干重要假設成立的前提下（例如資訊完備、市場高效且市場體系完備），在均衡狀態下股票回報應等於資本回報。⁶ 這表明只有當經濟增長主要由全要素生產率上升所致且資本回報上升的情況下，股票回報才會相應上升。相反，若經濟增長僅源自資本投資擴大，則股票回報可能因資本回報減少而下降。

另一方面，若這些理論的相關假設不能滿足，則股票回報未必會與企業的資本回報緊密相關。在此情況下，即使經濟增長是由全要素生產率上升所帶動且資本回報上升，股市表現亦未必會改善。事實上，眾多因素均可導致基本資產定價理論的假設不能成立。具體來說，在現實中市場摩擦就是常見的因素之一。舉例而言，若股市中資訊相當不對稱且企業管治薄弱，則投資者可能會選擇估值及風險因素更易理解的資產，在此情況下，無論資本回報及經濟增長如何，股市都可能表現疲弱。

⁶ 請參閱 J. H. Cochrane 著「Production-based asset pricing and the link between stock returns and economic fluctuations」，《The Journal of Finance》，1991 年第 1 期第 46 冊，第 209 至 237 頁。

市場架構或會影響股票回報與經濟增長之間的聯繫。新興經濟體系尤其如此，因為在這些經濟體系中，上市公司主要為大型企業或國有企業，而作為經濟增長一個重要推動力的私營公司則通常為非上市公司。⁷

此外，經濟開放程度亦會影響國內生產總值增長與股價之間的聯繫。具體而言，由於中國內地嚴格管控資本帳，國際投資者無法按其希望的或所選擇的配置投資於內地股市。該等限制可能會削弱中國經濟增長與股市表現之間的聯繫。另一方面，雖然開放資本帳或會改善市場競爭及效率，但公司盈利及股票回報對國內經濟增長的敏感度可能會降低，原因是公司國際化程度提高，令外國業務的影響上升。因此，開放資本帳對經濟增長與股市表現之間聯繫的淨影響在理論上並不明確。

事實上，實證顯示國內生產總值增長與股市表現之間的相關性並不統一，視乎所研究的經濟體系、樣本期以及所使用的研究方法而定。舉例而言，Ritter (2005)對16個主要發達經濟體系進行研究後發現，1900年至2002年期間，實質股票回報與人均國內生產總值增長的相關性為負數，⁸而美國國家經濟研究

局就1970年代至2000年代初期19個新興經濟體系進行的一項研究亦得出類似結果。⁹然而，O'Neill等人(2011)發現，34個經濟體系(包括經濟合作及發展組織成員國及部分新興經濟體系)在2000年至2010年樣本期這兩個變量的相關性為0.4，而2005年至2010年期間則超過0.6。¹⁰Mauro (2000)使用多要素模型進行的研究亦表明，於1971年至1998年期間，發達及新興市場經濟體系的經濟增長與股票回報之間的關係都密切，而股票市值高、大量國內企業上市且市場監管規例源自英國的經濟體系中，這一相關性更高。¹¹

中國內地的經濟增長與股市表現：兩者之間的聯繫有多弱？原因何在？

根據前述資產定價理論，部分評論員認為，由於新興經濟體系的國內生產總值增長在很大程度上是由資本迅速累積所帶動，且資本回報率下降，而非得益於全要素生產率上升，這些經濟體系的經濟增長不一定推動股市上升。

然而，嚴謹的學術研究顯示，在過去二十年，中國內地的國內生產總值增長在很大程度上是由全要素生產率上升所推動，並有穩健的資本回報。¹²據金管局職員分析，儘管投資增長迅速，但資本的邊際產量自1990年代初以來一直上升，直至近年才略為減弱(圖B1.3)。作為股息來源的上市公司盈利於過往十年亦總體上保持升勢。

⁷ 請參閱 T. Ito 對 P. B. Henry 及 P. Kannan 著「Growth and Returns in Emerging Markets」的評論，NBER-EASE 2008 年第 17 冊。

⁸ 請參閱 J. R. Ritter 著「Economic growth and equity returns」，《Pacific-Basin Finance Journal》第 13 期(2005)，第 489 至 503 頁。

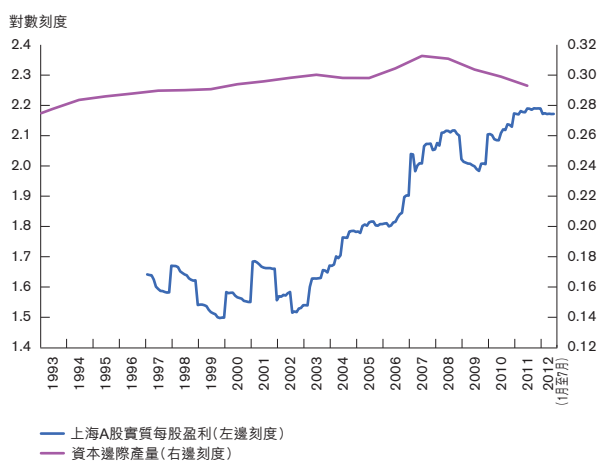
⁹ 請參閱 P. B. Henry 及 P. Kannan 著「Growth and returns in emerging markets」，《International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalisation, and Exchange Rate Policy》(NBER-EASE 第 17 冊)，2008 年。

¹⁰ 請參閱 J. O'Neill、A. Stupnytska 及 J. Wrisdale 著「Linking GDP growth and equity returns」，《Goldman Sachs Monthly Insights》，2011 年 5 月。

¹¹ 請參閱 P. Mauro 著「Stock returns and output growth in emerging and advanced economies」，《IMF Working Paper》第 WP/00/89 號。

¹² 請參閱 L. Brandt 及 X. Zhu 著「Accounting for China's growth」，《University of Toronto Working Paper》2010 年第 394 期，及 C. Bai、C. Hsieh 及 Y. Qian 著「The return to capital in China」，《Brookings Papers on Economic Activity》2006 年第 2 期，第 61 至 101 頁。

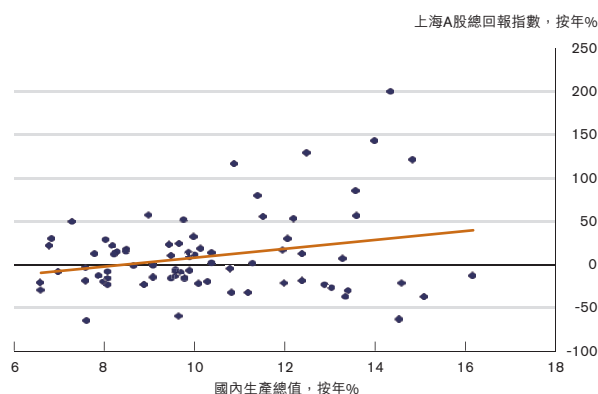
圖 B1.3
資本邊際產量與每股盈利



註：資本邊際產量採用不變替代彈性生產函數估計。每股盈利已使用消費物價指數消除通脹的影響。

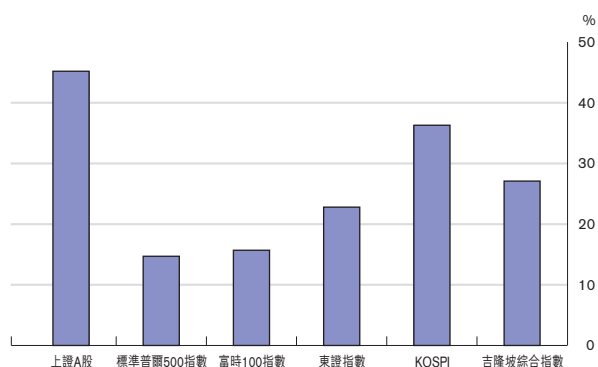
資料來源：彭博、CEIC及「How efficient has been China's investment? Empirical evidence from national and provincial data」(何東、張文朗及石明翰著，《Pacific Economic Review》，2007年第5期第12冊，第597至617頁)研究結果的更新。

圖 B1.4
國內生產總值增長與上海 A 股回報
(1993 年第 2 季至 2012 年第 2 季)



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

圖 B1.5
將國內生產總值增長對股票回報的影響進行回歸分析的標準誤差



註：樣本期如下。上證A股指數：1993年第2季至2012年第2季；標準普爾500指數：1989年第1季至2012年第2季；富時100指數：1989年第1季至2012年第1季；東證指數：1990年第1季至2012年第2季；KOSPI：1981年第1季至2012年第2季；吉隆坡綜合指數：1992年第1季至2012年第1季。標準誤差越高，表明股票回報與國內生產總值增長之間的聯繫越低。

資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

儘管如此，內地經濟增長與股票回報之間的相關性似乎低於其他主要經濟體系。在過往二十年中，股票回報與經濟增長保持正向關係(圖B1.4)，但將國內生產總值增長對股票回報的影響進行簡單回歸分析表明，回歸標準誤差遠大於其他主要經濟體系進行類似回歸分析時的標準誤差(圖B1.5)。這說明中國內地的國內生產總值增長對股票回報的影響低於其他經濟體。然而，應留意自2000年代中以來，中國內地經濟增長與股票回報之間的關係似乎變得緊密一些，兩者的走勢更趨一致。

中國內地股市表現與國內生產總值增長之間的聯繫薄弱，似乎可歸因於以下結構性問題及制度問題，這些問題使基本資產定價理論難以成立¹³：

- 有關非流通股份轉為流通股份的不確定性。由於歷史原因，大型上市公司的大部分股份由政府及法人擁有，在2006年股權分置改革基本完成之前不可買賣。因此，投資者對非流通股份轉為流通股份導致股票供應激增的長期憂慮，在一定程度上扭曲了二級市場的資產定價。

¹³ 早期股價變動偏離經濟增長，部分原因可能是當時僅有少量公司上市，從而股市對內地經濟的代表程度較低。

- 監管及監督問題。舉例而言，市場對首次公開招股資料披露不足，公司財務資料不夠透明以及關連人士交易問題，(尤其是控權股股東與管理層之間的交易)存在憂慮。
- 缺乏進行長線投資的機構投資者。中國股市的換手率(即買賣頻率，一個通常用於衡量投機程度的指標)遠高於發達市場及其他主要新興市場。內地股市投機程度過高似乎是因為市場由散戶投資者主導，且公司財務資料披露不足。與機構投資者比較，散戶投資者掌握的消息較少，因而較缺乏理性。

自1990年代初以來，內地當局已進行多輪改革以解決股市的結構性問題。該等政策措施，包括股權分置改革及提高機構投資者在股市的參與度，已減少內地股市的不規範行為。舉例而言，近年來投機活動似乎有所減少，如上海A股市場的換手率由2007年的逾600%降至2011年的約250%。

中國證券監督管理委員會(中國證監會)自2011年底開始推出新一輪重大改革，以改善資料披露、加強企業管治及投資者保護，並提升首次公開招股及退市程序的效率。舉例而言，新政策對首次公開招股規則作出重大調整，不僅加強市場監察及監管，亦會改善首次公開招股的股票定價，使之更符合其基本價值。退市規則的透明度已得到提升，並將貫徹實施。上市公司將須制定並確保貫徹實施股息政策。打擊內幕交易的執法行動亦將加強。此外，投資者教育將會加強，使更著眼於長線投資的投資者日漸增加。

若貫徹實施這些改革措施，預期將會改善股市的效率及功能，同時將提高中國金融系統的分配效率。然而，這僅是令股市表現與經濟增長於長遠而言更緊密相關的必要條件。

結論

本專題的主要內容概述如下：

- 根據經濟理論，經濟增長加快未必會刺激股市表現。經濟增長上升會否帶動股市上升，視乎經濟增長來源以及其他因素如市場架構及效率而定。實證亦表明，有關經濟增長與股市表現之間的聯繫的結論並不統一。
- 中國內地國內生產總值增長與股票回報之間的聯繫弱於其他主要市場，很可能是由結構與制度性因素造成，而當局現正致力解決這些問題。
- 預期中國證監會近期實施的政策改革將會改善內地股市的效率及功能。只要中國經濟的主要增長動力仍然是全要素生產率，則預期長遠而言，經濟增長與股市回報之間的相關性亦會更加緊密。

3. 本港經濟

受到淨出口轉弱及私人消費略為放緩所拖累，香港上半年的經濟增長動力持續疲軟。短期內經濟下行的風險因外部需求疲弱及全球金融狀況動盪而稍增。較長期而言，經濟前景仍然取決於歐元區危機的發展，以及其對全球宏觀經濟及金融狀況的影響。

儘管外圍環境情況嚴峻，勞工市場仍然持續緊張，失業率維持在3.2%至3.4%之間。由於外圍經濟情況前景極不明朗，縱使勞工需求持續旺盛，但前景仍不明朗。

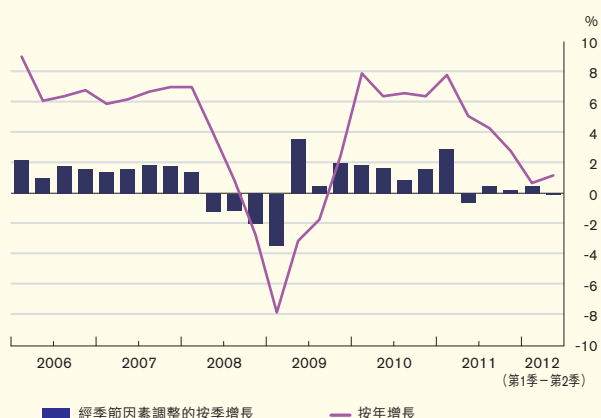
由於內地通脹率下降、市場租金傳遞速度放慢及本地經濟增長乏力，本地通脹壓力得以紓緩。預期短期內通脹率會進一步緩和，但物業市場近期上升的動力可能會對通脹前景構成風險。

3.1 整體需求

上半年的經濟增長動力仍然疲弱。經季節因素調整的按季比較，實質本地生產總值於第1季增長0.5%，處於長期平均水平以下，隨後在第2季更稍為收縮0.1%（圖3.1）。實體經濟活動疲軟，大致受嚴峻的外圍環境所影響。淨出口在上半年轉弱，於第1季及第2季分別拖低本地生產總值增長0.9及2.2個百分點（圖

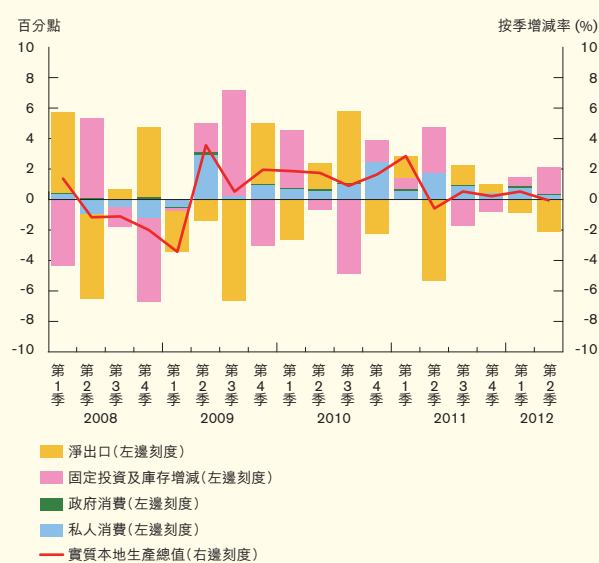
3.2）。在私人消費持續增長及總體投資支出復蘇的支持下，本地需求仍然堅挺，但並未完全抵銷第2季淨出口收縮的負面影響。此外，第1季及第2季的實質本地生產總值分別按年增長0.7%及1.2%，均遠低於其過去十年間的平均增長率。

圖 3.1
以2010年環比物量計算的本地生產總值



資料來源：政府統計處。

圖 3.2
對實質本地生產總值按季變動百分比的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

實體經濟的短期前景仍然疲弱，並沒有明顯重拾增長動力的跡象。外圍環境持續困難，包括來自歐元區的需求低迷，以及美國及中國內地增長持續面對不少阻力，預期將拖累香港的出口。這可能導致消費及商業信心欠佳，本地需求受到抑制，最終影響整體經濟。由於收入增長放緩或收入前景轉弱，本地私人消費或會經歷階段性疲軟。宏觀經濟不確定因素增加，亦有可能對私人投資支出構成壓力。另一方面，2012/13年度政府財政預算案的財政刺激措施，包括多項基建工程陸續動工及已實施的若干特別紓緩措施，應有助支持經濟增長。最新調查結果顯示，公司及家庭對短期前景持更加謹慎的態度。金管局職員編製的綜合領先經濟指標的環比增長乏力及其6個月增長率低企(表3.A)，亦預示2012年餘下時間的經濟活動將會放緩。隨著經濟前景轉弱，政府於8月將2012年的本地生產總值增長率預測修訂為1.0至2.0%，而今年較早前公佈的數值則為1.0至3.0%。市場分析員亦逐步調低其預測值，於9月平均為1.8% (圖3.3)。

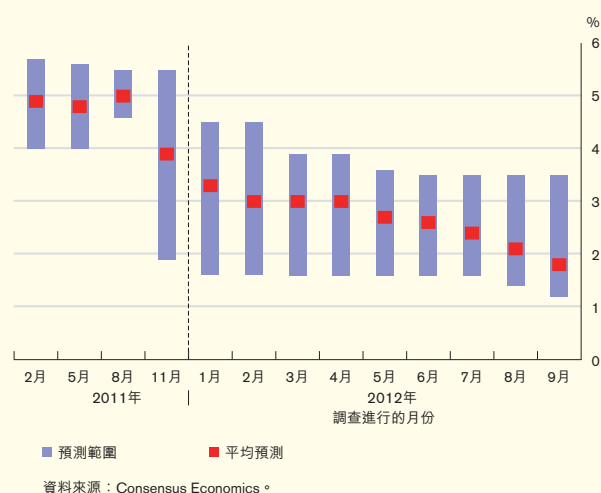
表 3.A
同步經濟指標及領先經濟指標的近期走勢

	2012年						
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
	(1個月變動百分比)						
同步經濟指標	-2.6	+3.0	-2.1	+1.1	-1.6	+1.2	-1.9
領先經濟指標	+1.1	+1.0	+0.4	+0.7	+0.0	+0.3	-0.1
	(6個月變動百分比)						
同步經濟指標	-1.3	+0.6	+0.1	-0.3	-0.4	-1.1	-0.5
領先經濟指標	+1.1	+2.6	+3.3	+3.6	+3.7	+3.6	+2.4

附註：領先經濟指標的6個月變動率常用於檢測經濟週期轉折點。

資料來源：金管局職員估計數字。

圖 3.3
2012年實質本地生產總值增長的共識預測



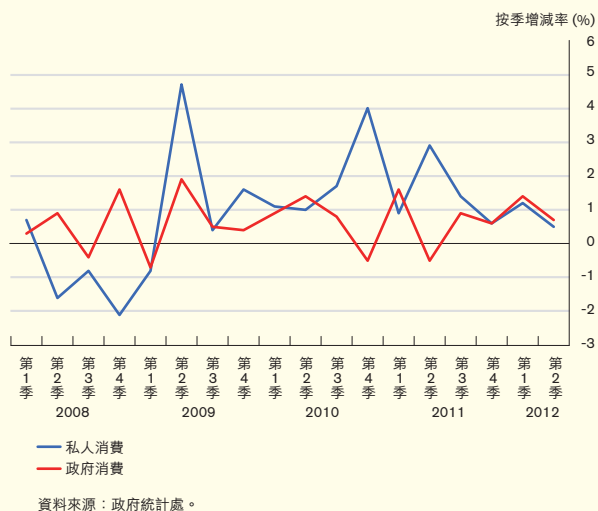
以上論及的基準經濟前景仍然受很多不確定的因素所影響。一方面，全球經濟日趨不明朗，令金融市場狀況及資金流可能大幅波動，為香港的增長前景蒙上陰霾。在最壞的情況下，歐元區危機加劇或全球經濟同時轉弱，或會導致香港陷入衰退。另一方面，若外圍環境趨於穩定，例如歐元區危機引發的憂慮得以紓緩、發達經濟體系進一步推出貨幣寬鬆政策，或內地經濟增長在政策的帶動下恢復升勢，均可令香港經濟重拾較快的增長動力，但卻可能會為本地資產市場帶來一定程度的過熱壓力。

3.2 本地需求

消費

由於職位增長穩定及收入上升，上半年的私人消費大致靠穩，但增長動力有放緩跡象，環比增長率由第1季的1.2%下跌至第2季的0.5%（圖3.4）。其中消費品（特別是非耐用品）需求緩慢上升，而服務消費增速亦有所下降，部份原因是金融市場活動並不活躍。一定程度上由於股價回落、經濟及收入前景轉弱，所以消費意欲於第2季更趨謹慎。今年餘下時間內，儘管收入持續上升及失業率低企，但預期私人消費增幅不大。目前，2012年私人消費增長的市場共識預測為3.9%，不及2011年8.2%的增幅的一半。

圖 3.4
私人及政府消費



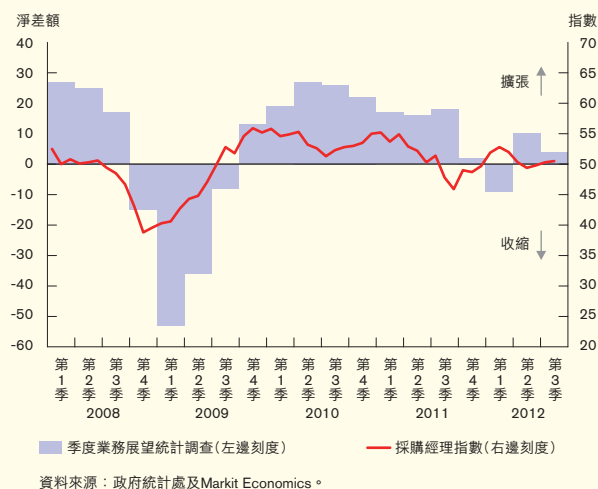
政府消費於第1季及第2季分別增長1.4%及0.7%。然而，根據2012/13年度政府財政預算案，預計經常性公共開支實質增長6.8%，略高於2011/12年度的6.5%升幅，因此預期政府消費在未來會較快地增長。

投資

整體投資支出在經歷兩個季度的收縮後，於第1季及第2季有所反彈，對本地生產總值增長分別貢獻0.5及1.7個百分點。固定投資因私人建築工程蓬勃及企業資本開支重振而穩健增長。多項大型基建項目陸續動工亦令公共建築活動保持活躍。庫存投資則維持穩定。

由於私人及公共建築工程將穩步開展，以及可能帶動資本投資，因此固定投資可能將於2012年的餘下時間內穩定增長。然而，根據最新季度業務展望統計調查及採購經理指數，營商氣氛已經轉弱（圖3.5），將一定程度上對短期私人資本開支構成壓力。最新的市場共識預測顯示，固定投資於2012年將增長5.5%，低於2011年的7.5%。

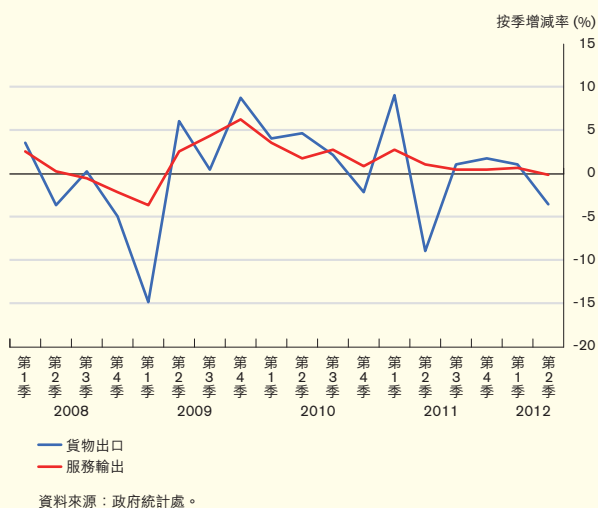
圖 3.5
營商氣氛



3.3 對外貿易

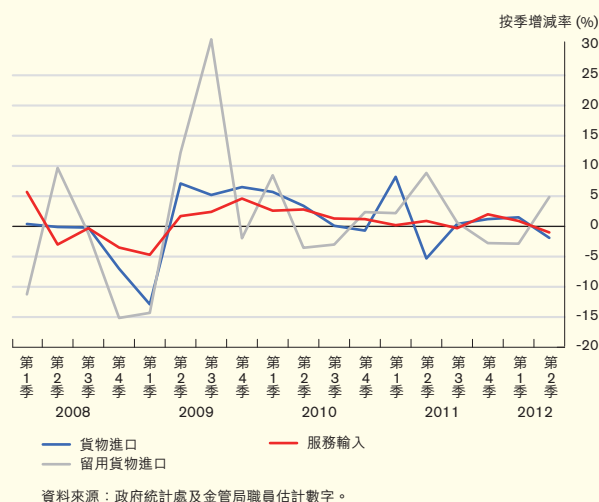
上半年香港的出口表現頗為疲弱。由於發達經濟體需求萎縮及亞洲區內貿易量放緩，貨物出口繼第1季按季小幅增長1.1%後，於第2季減少3.5%（圖3.6）。服務輸出亦失去動力，繼第1季上升0.7%後，於第2季下降0.1%，主要反映對運輸和貿易相關服務的外部需求疲弱，以及金融及商用服務輸出表現不佳，而第2季的旅遊服務輸出亦有增長放緩跡象。

圖 3.6
貨物出口及服務輸出



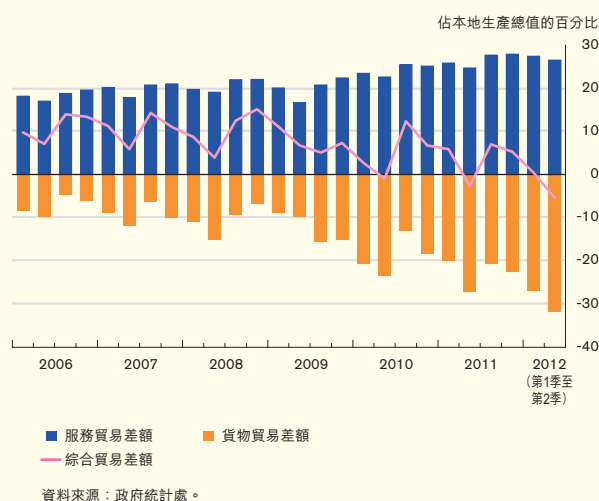
貨物進口於第1季上升1.5%，隨後於第2季下跌1.9%（圖3.7）。儘管出口帶動的進口需求疲軟，但本地消費及投資繼續為整體貨物進口提供支持。然而，服務輸入繼第1季錄得0.9%小幅增長後，於第2季下降1.0%，主要因為貿易相關服務輸入轉弱，以及金融服務需求不振所致。

圖 3.7
貨物進口及服務輸入



整體而言，對外環節已嚴重拖累香港經濟。淨出口於第1季和第2季分別拖低經濟增長0.9和2.2個百分點。未經季節因素調整的綜合貿易帳也由去年上半年錄得151億港元（相當於本地生產總值的1.6%）的順差，轉為2012年上半年238億港元（相當於本地生產總值的2.5%）的逆差（圖3.8）。

圖 3.8
按組成項目劃分的貿易差額(以金額計)

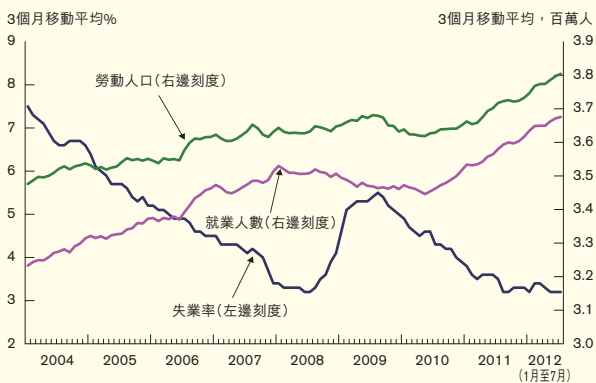


短期內，外部需求仍將疲弱，尤其是歐洲經濟狀況惡化，以及美國和中國內地增長動力轉弱，令香港的出口前景受壓。最新季度業務展望統計調查結果顯示，貨物貿易行業的營商環境正在惡化，而香港貿發局出口指數也自2011年第3季度以來持續處於收縮區域。根據專業分析師及共識預測顯示，商品出口的名義增長會由2011年的10.1%下降至2012年的2.7%。如果以實質增長計，有關的預測增幅或會更低。服務貿易方面，訪港旅遊的增幅有可能因內地經濟增長放緩而收窄，加上貿易相關及運輸服務的需求下滑，將對服務輸出構成壓力。由於本地需求及區內貿易量有所放緩，貨物進口及服務輸入預計將增長輕微。

3.4 勞工市場狀況

雖然外圍環境困難重重，但勞工市場仍然緊絀。經季節因素調整的3個月移動平均失業率在2012年首7個月的平均值為3.3%，並於7月維持在3.2%的低水平（圖3.9）。就業人數由1月的363萬人進一步增長至7月的368萬人的紀錄高位，同期的整體勞動人口參與率亦由60.4%升至60.9%。高技術和低技術環節均呈現充分就業的局面，表現頗為全面。特別是零售業、住宿及膳食服務業、金融、保險、專業及商用服務業等主要行業的就業人數，在第1季達到數季以來的高位後，一直維持在較高水平。本報告專題2對勞工市場緊絀的原因進行分析並評估其前景。

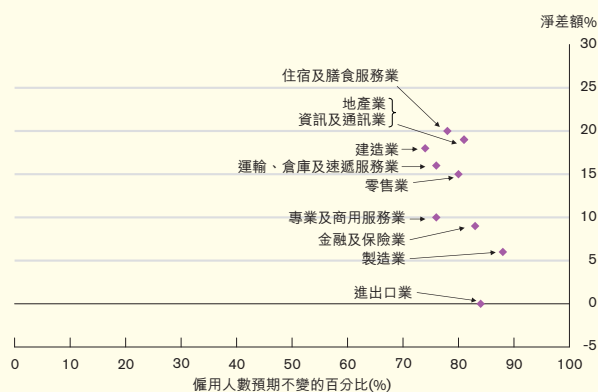
圖 3.9
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

短期內，新一批畢業生會繼續擴充勞工供應，而市場能否吸收新增的勞工供應量，則主要取決於本港經濟抵禦外部衝擊的能力。2012年第3季最新的季度業務展望統計調查結果顯示，幾乎所有行業的受訪者均預期短期內就業人數會有所增長，說明勞工需求有望保持旺盛（圖3.10）。然而，招聘意欲易受營商環境及經濟前景影響，而此二者都因為外圍經濟狀況的不明朗因素增加而蒙上陰霾。

圖 3.10
2012年第3季業務展望統計調查—就業

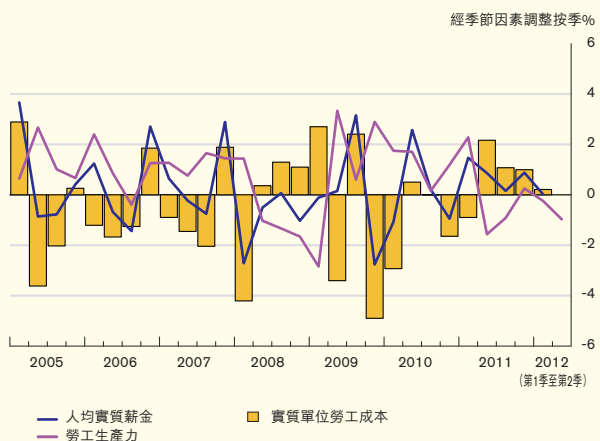


註：
1. 「淨差額」指預期「上升」的受訪者百分點減去預期「下降」的受訪者百分點。
2. 行業分類以最新的《香港標準行業分類 2.0 版》(HSIC V2.0) 為準。
資料來源：政府統計處。

雖然潛在產出因勞動人口參與率上升而在上半年持續增長，但整體需求疲弱卻令實際產出的增長放緩，使產出缺口顯著收窄，並有可能已於2012年上半年內令其由正值轉為負值。然而，產出缺口收窄似乎並未影響勞工市場，失業率仍維持在相對較低的水平。

勞工市場緊絀使勞工成本壓力持續上升。2012年第1季及2011年第4季的人均實質薪金較之前6個月增長1%（圖3.11）。與此同時，經濟增長動力減弱，對勞工生產力構成壓力。因此，實質單位勞工成本於2012年第1季及2011年第4季分別按季增長0.2%及1%。

圖 3.11
單位勞工成本及勞工生產力



在全球經濟狀況脆弱的背景下，短期內本港經濟產出或會持續低於潛在水平。視乎本港經濟抵禦外部衝擊的能力，產出缺口或會進一步下降。然而，需求持續減弱，或會有助抑制工資成本在勞工市場緊張的情況下面對的上升壓力。

專題 2

勞工市場緊絀的困惑：市場會否保持穩健？

香港經濟自2011年第2季起表現疲弱，但失業率仍持續徘徊在近3.2%的低位，情況實在令人困惑。經仔細研究統計數據後發現，除了正面的招聘意欲可能緩衝了經濟放緩對勞工市場的影響外（圖B2.1），一些長期的結構性因素亦可能在改善市場的穩健性方面擔當了重要角色。本專題闡述該等結構性因素及其日後會為勞工市場帶來的影響。

供應方面，人口變化限制了經濟體系內低技術勞工的供應。隨著人口老化及出生率偏低，年青組別（15至24歲）的人口數目一直按年減少（圖B2.2）。大專教育的普及令越來越多年青人選擇繼續求學，亦為勞動人口帶來顯著影響。¹⁵由於學歷程度上升有助投入勞工市場的高技術環節，因此低技術環節的年青組別勞工供應相應減少（圖B2.3）。¹⁶

圖 B2.1
招聘意欲

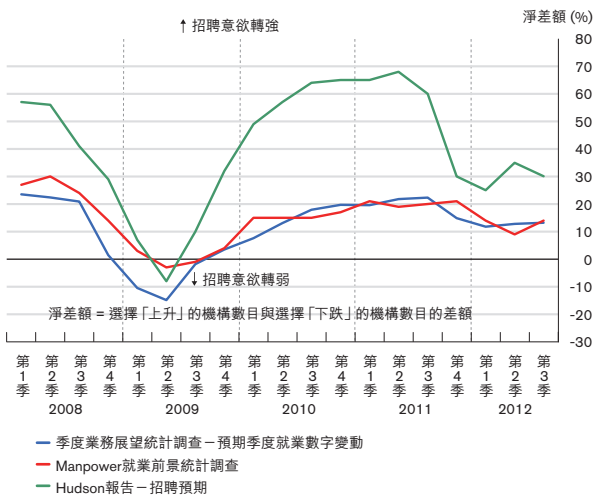
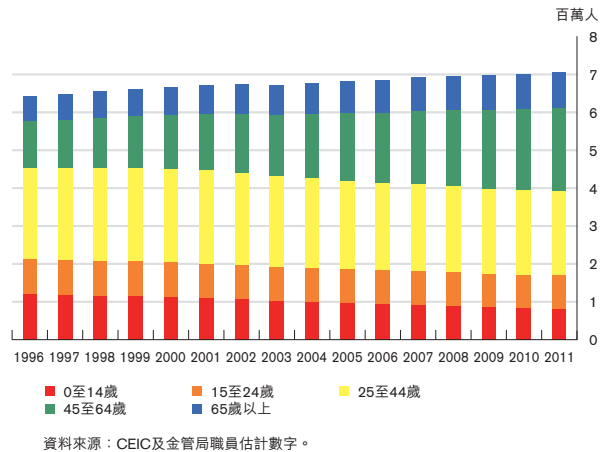


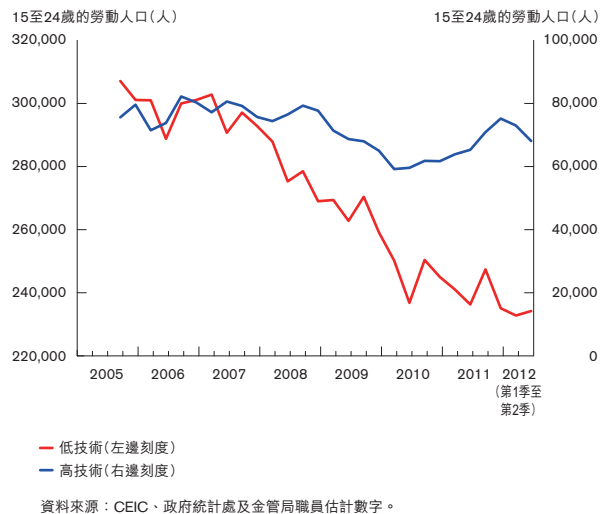
圖 B2.2
人口的年齡結構



勞工供應及需求的結構性因素

供應及需求雙方面的因素似乎同時對增加勞工市場的穩健性產生了作用，特別是在佔勞動人口超過60%的低技術環節。¹⁴

圖 B2.3
年輕一代勞動人口



¹⁴ 我們將(a)經理及行政人員、專業人員及輔助專業人員歸類為高技術環節；及將(b)文書支援人員、服務工作及銷售人員、工藝及有關人員、機台及機器操作員及裝配員、和非技術工人歸類為低技術環節。

¹⁵ 教育統計數字顯示，於2006年至2011年期間，專上教育學生的入學數字增加約78,000人，大致相等於同期年青組別勞動人口約70,000人的跌幅。

¹⁶ 於1996年第2季至2012年第2季期間，低技術勞動人口僅增加約73,000人，遠低於同期高技術勞動人口增加的529,000人。

需求方面，2003年推出的「自由行」計劃增加了對低技術勞工的需求，因大部份旅遊相關行業，例如零售業、住宿及膳食服務業等，工作性質均偏向低技術環節（表B2.A）。¹⁷上述旅遊相關行業亦相對勞工密集，即按每個單位的增加價值計，需要投入較多的勞動力（表B2.B）。隨著這些行業急速擴展，低技術勞工的需求亦有所增加。

表 B2.A
不同行業的勞工需求

勞工需求的組成部份	高技術(%)	低技術(%)
製造業	23	77
建造業	0	100
進出口貿易及批發業	49	51
零售業	9	91
住宿及膳食服務業	3	97
運輸、倉庫、郵政及速遞服務業	29	71
資訊及通訊業	85	15
金融及保險業	77	23
地產業	46	54
專業及商用服務業	43	57
社會及個人服務業	42	58

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

表 B2.B
不同行業的勞工密集程度

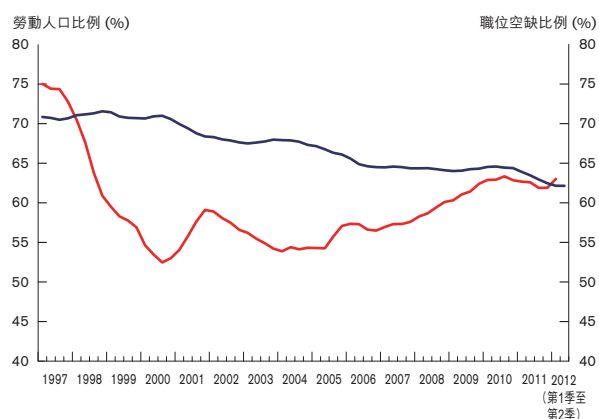
	勞工密集程度 (2009至2011年間 就業人數/ 生產總值(以百萬計))		2004至2011年 平均產出增長(%)
製造業	4.9	-0.8	
建造業	4.8	-0.4	
進出口貿易業	1.5	8.1	
批發及零售業	4.9	8.5	
住宿及膳食服務業	5.0	6.3	
運輸、倉庫、郵政及速遞服務業	3.0	5.3	
資訊及通訊業	2.3	3.6	
金融及保險業	0.8	11.1	
地產業	1.7	0.7	
專業及商用服務業	3.3	5.0	
公共行政、社會及個人服務業	3.1	1.8	

資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

對整體勞工市場狀況的影響

由於勞工供應受壓及需求殷切，勞工市場的低技術環節漸趨緊絀（圖B2.4）。尤其低技術環節的職位空缺率與失業率的比率（用作計量失業人士再就業的容易程度）自2003年以來一直呈上升趨勢，顯示勞工市場狀況緊絀（圖B2.5）。

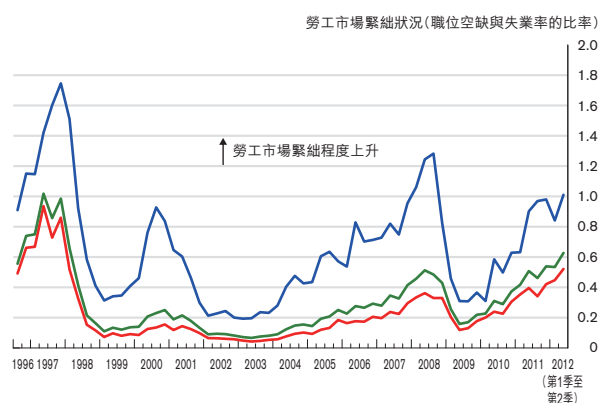
圖 B2.4
低技術人員的勞工需求及供應



— 低技術勞工供應(左邊刻度)
— 低技術勞工需求(右邊刻度)

資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 B2.5
勞工市場緊絀狀況



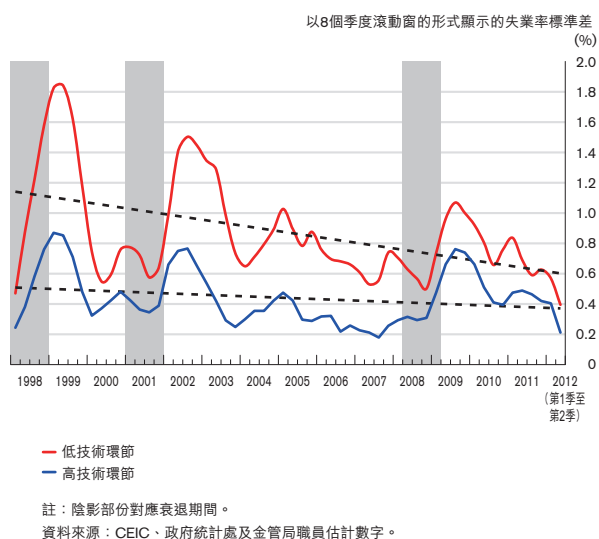
— 高技術環節
— 整體
— 低技術環節

資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

¹⁷ 我們根據2009年第1季至2012年第1季期間各行業的高技術及低技術職位空缺的比例，估計各個行業對高技術及低技術勞工的需求。

上述供應與需求的動態變化已大致解釋了低技術環節為何近年來更趨穩健。圖B2.6顯示，低技術環節失業率於過往1990年代末及2000年代初的經濟下滑期間尤其波動，並且是構成整體失業率上升的主要因素。然而，在過往十年，其波幅有所收窄。在近期的環球金融危機期間，低技術環節更趨穩健，不過當時並無大量公司破產，或許亦有助紓緩對勞工市場的影響。

圖 B2.6
失業率的波動

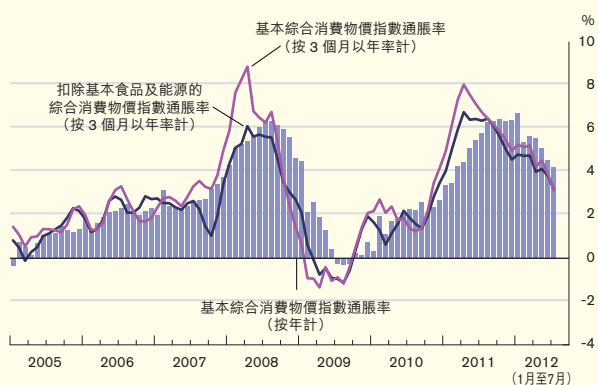


由於低技術環節佔了整個勞工市場的主要部分，這個環节日趨穩健，或許有助減低日後整體勞工市場的脆弱性。撇除會導致大量破產個案或訪港旅客數字暴跌等主要衝擊，失業率升至1990年代末及2000年代初水平的機會不大。

3.5 消費物價

本港通脹壓力於2012年首7個月內持續下降。按3個月以年率計算，基本通脹率由1月的5.3%逐步下降至7月的3.1%（圖3.12）。撇除較為波動的基本食品及能源組成項目，基本核心通脹率於同期亦有所下跌，反映通脹壓力的下降趨勢或會持續一段時間。受惠於環比通脹動力減弱，按年基本通脹率亦由1月6.7%的高位下降至7月的4.2%。

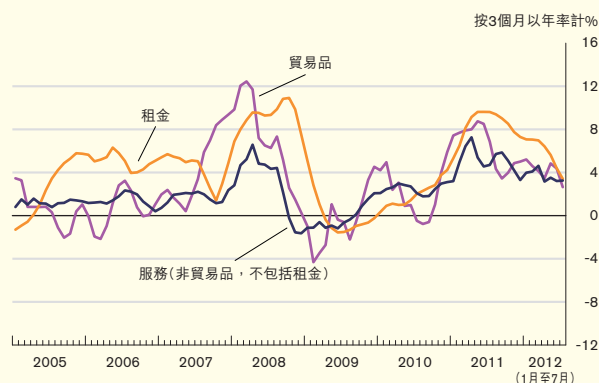
圖 3.12 反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

通脹動力全面下降，綜合消費物價指數所有主要組成項目通脹均錄得下跌。具體而言，由於住宅租金上升的傳導速度持續放緩，因此租金組成項目通脹進一步下降（圖3.13）。貿易品組成項目的通脹率亦由1月份的5.2%放緩至7月份的2.6%，主要反映較為波動的基本食品通脹。

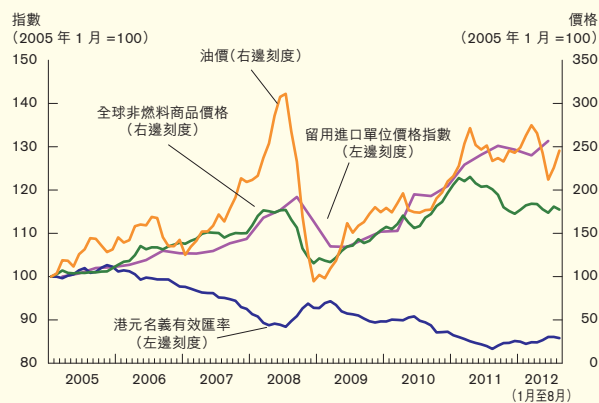
圖 3.13 按主要組成項目分析消費物價通脹



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

縱使內地通脹放緩及全球增長前景看淡，進口價格通脹率仍有所回升（圖3.14）。按季以年率計的進口價格通脹率由2011年第4季的-2.9%降至第1季的-3.9%後，反彈至第2季的10.7%。按最終用途分類分析，進口價格通脹率主要由原材料的進口價格所推動（圖3.15）。

圖 3.14 商品及進口價格



資料來源：政府統計處及國際貨幣基金組織。

圖 3.15
對進口價格通脹的貢獻

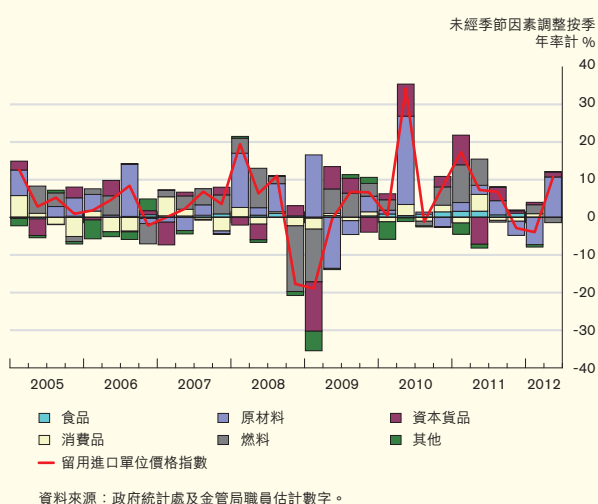
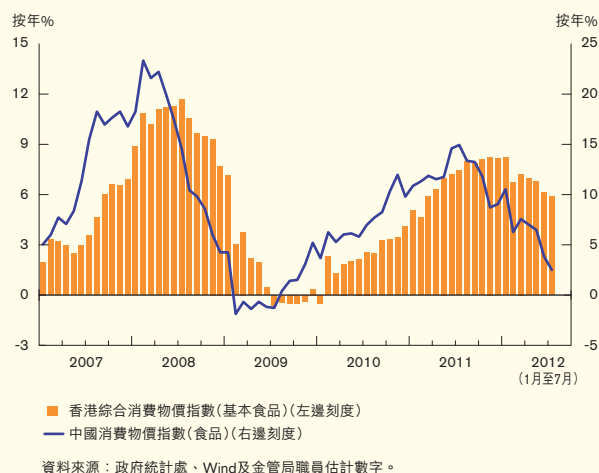


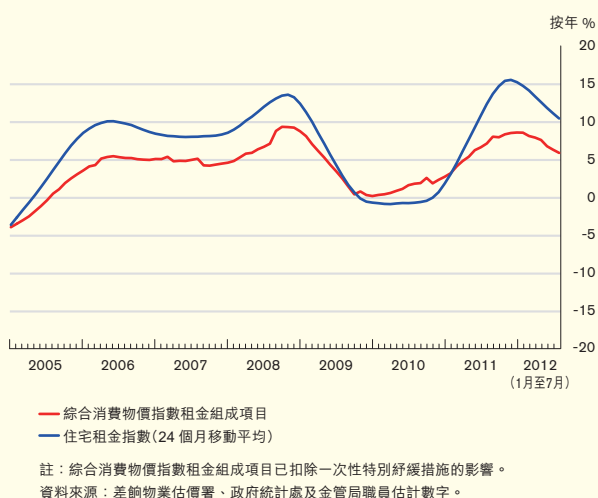
圖 3.17
香港及內地的食品通脹



展望未來，通脹壓力相信會進一步紓緩。一方面，估計產出缺口於第2季轉為負值，將有助於抑制勞工成本壓力。另一方面，住宅租金的過往增長對綜合消費物價指數租金組成項目的傳導速度預期會持續放緩（圖 3.16）。內地食品通脹紓緩於短期內亦有望平抑本港食品通脹（圖 3.17）。就2012年全年而言，政府預測的整體通脹率及基本通脹率分別為3.7%及4.3%，而最新市場共識預測的整體通脹率為4.1%。

通脹前景面臨一些風險。上行因素方面，主要食品生產國不穩定的天氣情況，例如美國近期的旱災，或會刺激全球食品及商品價格，對進口價格前景構成上行風險。發達經濟體系的貨幣寬鬆措施，特別是美國實施新一輪量化寬鬆措施，亦可能加劇全球商品及資產價格的上升壓力。此外，本港物業市場近期的升勢或會持續，最終會於未來某個時間推高本地通脹壓力。下行風險方面，歐洲主權債務危機或會進一步惡化，對全球經濟活動以及本地通脹壓力構成負面風險。

圖 3.16
綜合消費物價指數租金組成項目及市場租金



4. 貨幣及金融狀況

匯率、利率及貨幣動向

儘管外圍環境波動，港元現貨匯率只在窄幅上落，而且貨幣市場繼續運作暢順。整體而言，港元淨資金流的壓力仍然溫和。同時，銀行同業拆息、零售層面的利率及綜合利率仍處於較低水平。在本地經濟放緩的情況下，本地信貸僅錄得溫和增長。香港離岸人民幣業務持續發展，特別是人民幣融資活動方面的發展。

4.1 匯率及利率

由2012年初至今，儘管全球宏觀金融環境不明朗因素增加，港元兌美元現貨匯率只窄幅上落（圖4.1）。1、2月間，隨著歐元區危機有所緩解及本地股市活躍，港元匯率輕微轉強。之後至5月中左右，本地股市進入調整期，加上歐元區危機及全球經濟再度引發市場憂慮，港元匯率因而轉弱。其後，歐洲主權債務危機有進一步得到緩解的跡象，令港元匯率再度轉強，截至8月31日，現貨匯率為7.7558，較2011年底強。

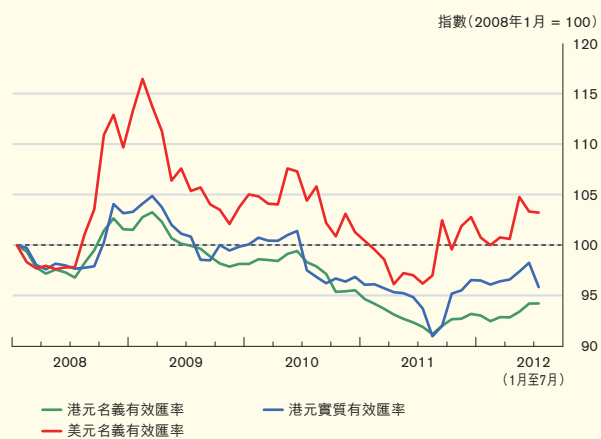
圖 4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

由於美元兌多數主要貨幣升值，港元的貿易加權名義有效匯率指數於2012年上半年上升1.1%（圖4.2）。美元升值很大程度上是由於避險行為及資金流向避險資產，尤其是第2季面臨全球經濟放緩和主權債務危機惡化的憂慮。而且，由於香港相對其貿易夥伴而言通脹較高，港元的實質有效匯率指數較名義匯率指數增幅稍快。

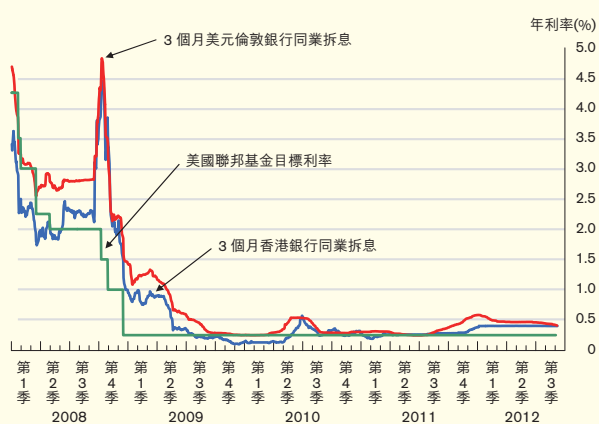
圖 4.2
名義及實質有效匯率



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、CEIC及金管局職員估計數字。

低息環境於2012年上半年持續。美國聯邦基金目標利率維持於0 - 0.25厘的水平，由金管局操作的貼現窗的基本利率維持於0.5厘。貨幣市場方面，香港銀行同業拆息亦維持在較低水平(圖4.3)。隔夜拆息結算率於今年年初輕微向下，並在上半年餘下時間維持在約0.11厘的水平。3個月及以上期限的同業拆息則輕微上升，與美元銀行同業拆息(倫敦銀行同業拆息)走勢一致。

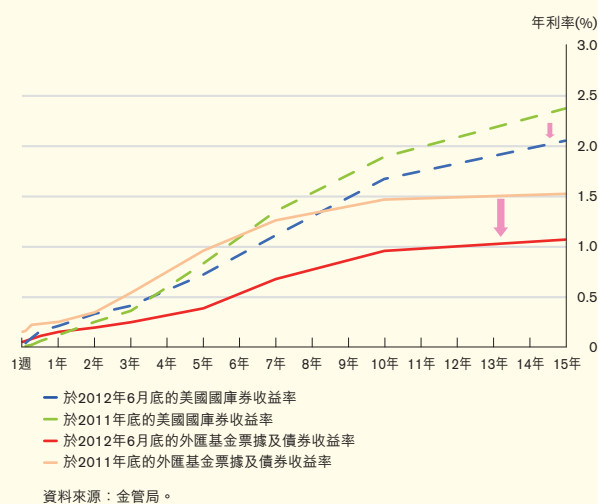
圖 4.3
港元與美元利率



資料來源：CEIC。

另一方面，外匯基金票據及債券名義收益率曲線於2012年上半年下移並變得平坦(圖4.4)。這主要反映優質港元資產需求增加及美國國庫券收益率曲線變平的情況。然而，延長期限計劃(亦稱為「扭曲操作」)令美國短期國庫券收益率有所上升，因此於上半年期間，5年或以下期限的外匯基金票據及債券與美國國庫券之間的收益率差距轉為負值，而其他期限的負差距則進一步擴大。

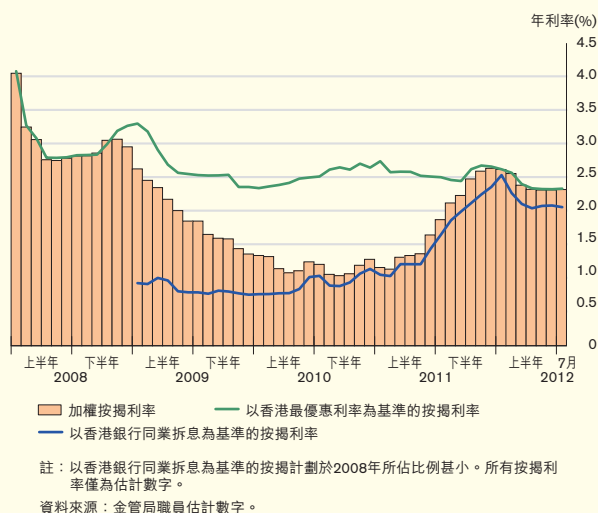
圖 4.4
2012年上半年的收益率曲線變動



資料來源：金管局。

在零售層面，港元利率持續低企並略為回軟。雖然最優惠貸款利率保持不變於5.00厘或5.25厘，但隨著銀行資金成本稍降及按揭市場競爭加劇，平均按揭利率於上半年下跌32個基點至2.32厘(圖4.5)。同時，零售銀行的港元加權存款利率下降11個基點至0.41厘(圖4.6)。反映銀行平均資金成本的綜合利率亦下跌11個基點至0.42厘。

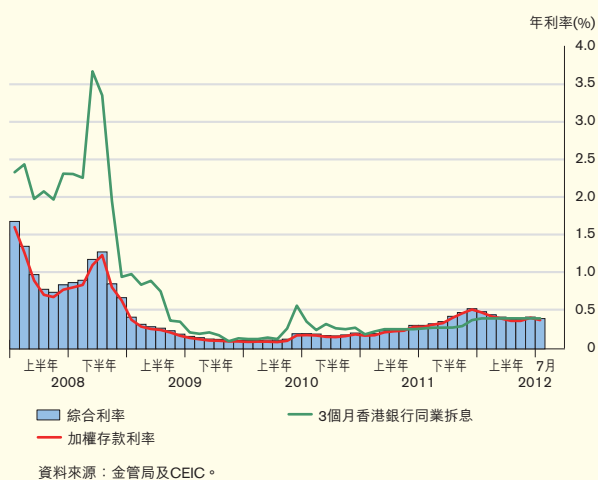
圖 4.5
新批按揭貸款的利率



註：以香港銀行同業拆息為基準的按揭計劃於2008年所佔比例甚小。所有按揭利率僅為估計數字。

資料來源：金管局職員估計數字。

圖 4.6
存款利率及平均資金成本

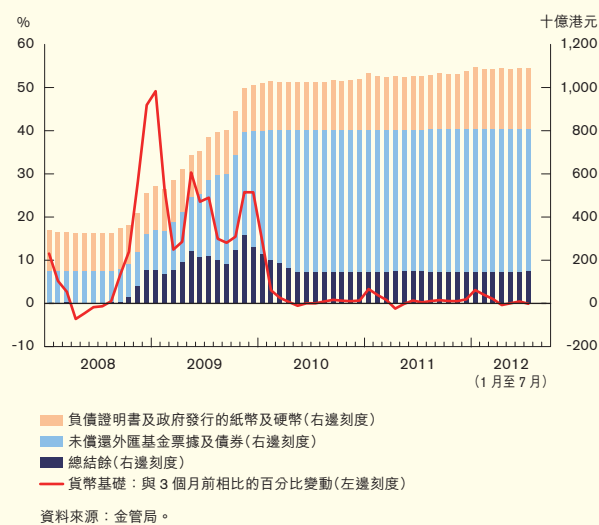


踏入第 3 季，上述低息環境仍大致不變，銀行同業拆息、零售層面利率及綜合利率均維持在較低水平。這主要是美國聯邦儲備局預測超低聯邦基金利率將至少維持至 2015 年中而有以致之。從期限結構可以反映，香港銀行同業拆息及掉期利率至少在未來兩年仍只會緩步上升。最新市場預測亦顯示，於未來 12 個月內，3 個月香港銀行同業拆息維持不變。至於在零售層面，存貸款利率將持續受銀行體系內的貸款需求及存款供應變動所影響。

4.2 貨幣及信貸

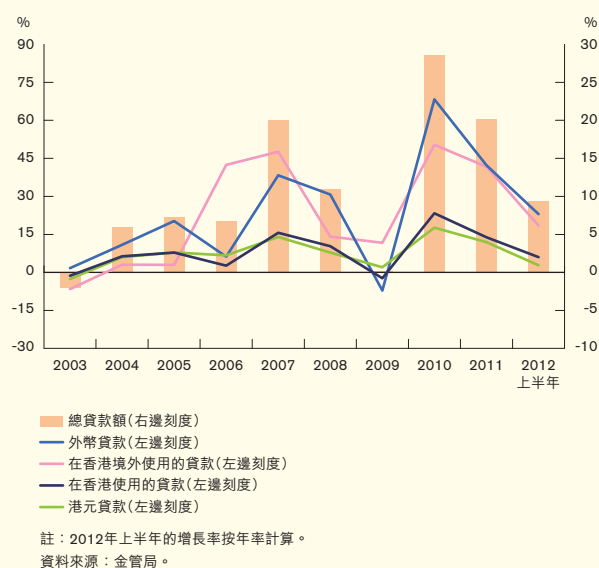
於上半年，貨幣總額與銀行貸款均緩慢增長。貨幣基礎亦以溫和的幅度增加，主要反映未贖回的負債證明書增加（圖 4.7）。貨幣基礎的其他組成部份（包括總結餘、未償還的外匯基金票據及債券以及政府發行的流通紙幣及硬幣金額）則變化不大。

圖 4.7
貨幣基礎的組成部份



信貸方面，貸款及墊款總額於上半年增長 4.7%（按年率計為 9.3%），增速遠低於 2011 年全年 20.2% 的增長（圖 4.8）。¹⁸ 大部份增長由外幣貸款和在香港境外使用的貸款所帶動。相較之下，港元貸款及本地信貸分別按年率計輕微增長 2.8% 及 6.0%。¹⁹ 若僅計港元的本地信貸，年率增長則更加疲弱，僅為 1.0%，增速遠低於期內香港名義本地生產總值。

圖 4.8
貸款增長

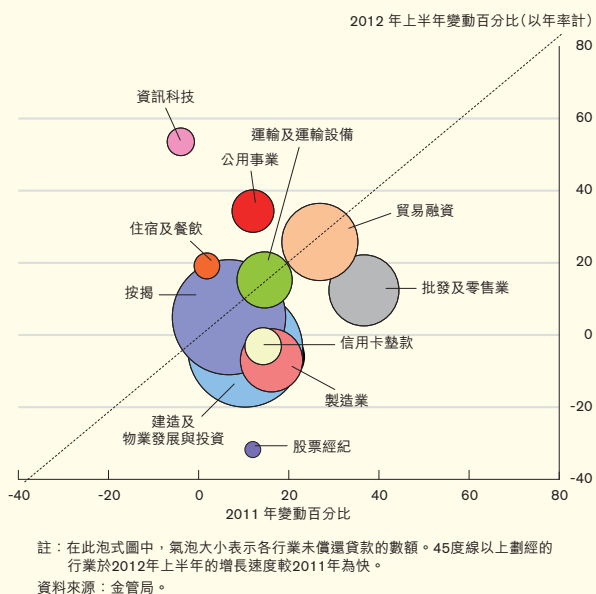


¹⁸ 年率變動基於首 6 個月的變動率按比例計算。

¹⁹ 本地信貸指在香港使用的貸款，包括以任何貨幣提供的貿易融資。

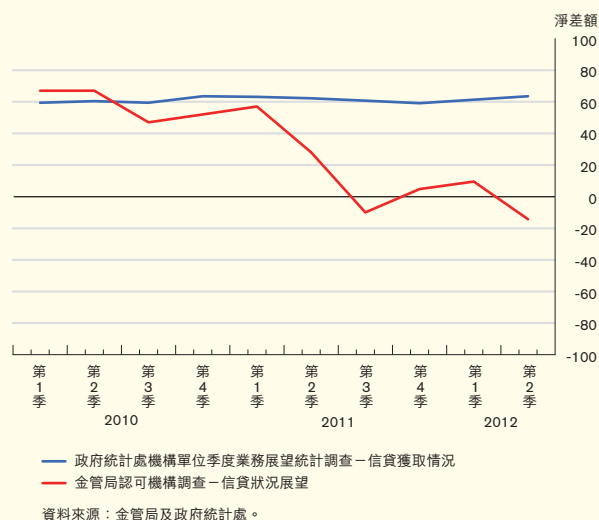
按經濟用途分析，大多數類別的本地信貸於上半年僅錄得溫和增長（圖 4.9）。少數例外為貿易融資以及批發、零售、住宿與餐飲行業的貸款，這些類別的貸款均錄得雙位數的增長。公用事業貸款及資訊科技貸款亦錄得顯著增長，很有可能是用於資本投資。另一方面，儘管按揭貸款於今年第 2 季反彈，物業相關貸款仍總體持平。本地其他用途貸款亦表現疲弱。在金融市場發展動盪不穩的情況下，股票經紀貸款及金融企業貸款的降幅尤為明顯。信用卡墊款的下降則反映私人消費放緩。

圖 4.9 按經濟用途劃分的本地信貸



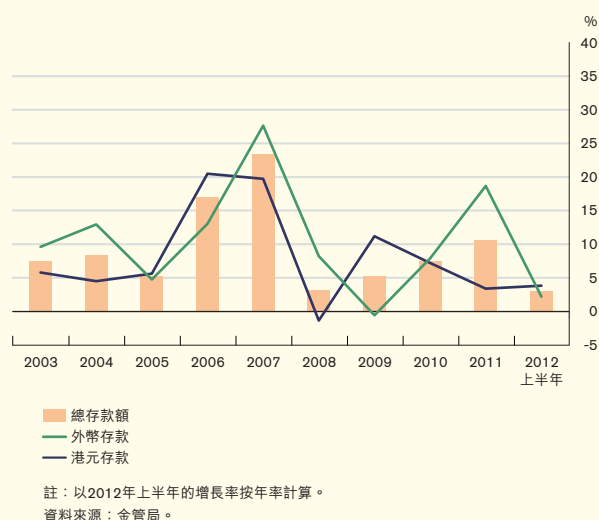
在本地經濟增長緩慢的情況下，信貸需求還可能於近期進一步轉弱。根據最近一次金管局信貸狀況展望調查，19%的受訪認可機構預期，於未來3個月，本地貸款需求將有所下降，相比而言，只有5%的受訪者預期需求將會上升。因此，今年第2季的淨差額（「上升」比率與「下降」比率的差額）轉為負14，而第1季則為正10（圖 4.10）。另一方面，由於低息環境持續，預期銀行信貸供應仍將充裕。最新的季度業務展望統計調查亦顯示，受訪公司獲取信貸的情況並無惡化跡象。

圖 4.10 信貸需求及信貸獲取情況調查



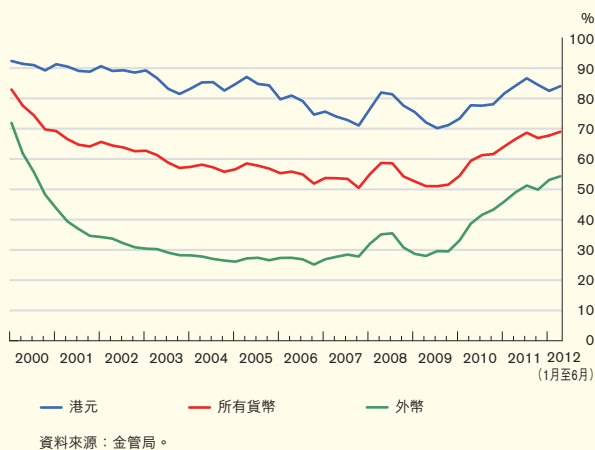
港元貨幣總額亦錄得溫和增長，其中M1（經季節因素調整）及M3於上半年分別增長5.2%及2.4%。佔港元貨幣供應主要部份的港元存款於上半年溫和增長1.9%，卻全賴第1季錄得增長（圖 4.11）。活期存款及儲蓄存款增長，但屬較低流動性的定期存款則下跌。外幣存款僅錄得1.1%的輕微增長，主要被人民幣存款減少而有所抵銷（詳情於下文論述）。

圖 4.11 存款增長



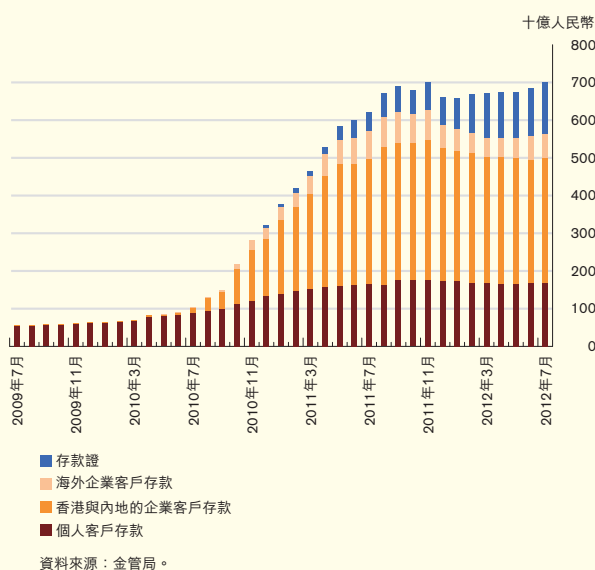
由於銀行貸款總額的增速較存款總額略快，令整體貸存比率進一步上升，於6月底達至 69.0% (圖 4.12)。外幣貸存比率也上升至 54.3%，而港元貸存比率則稍降至 84.0%。

圖 4.12
貸存比率



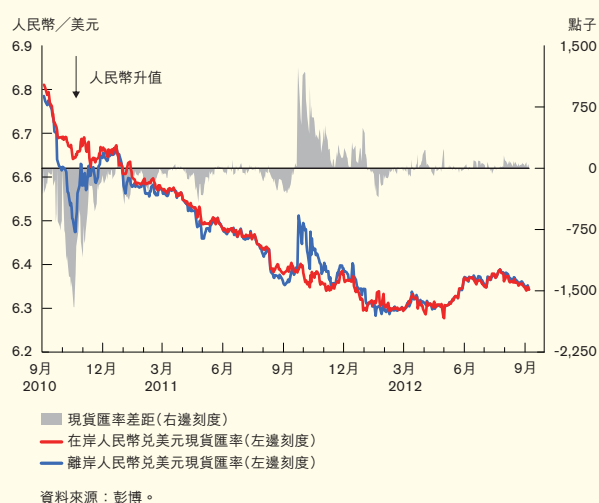
香港銀行的人民幣業務資金結構繼續發展。更多銀行發行存款證以獲取人民幣資金，6月底的未兌現人民幣存款證金額較6個月前上升 72.7% 至 1,261 億元人民幣 (圖 4.13)。由於人民幣資金向存款證轉移，人民幣存款下跌 5.2% 至 5,577 億元人民幣，佔香港外幣存款總額的 17.5%。

圖 4.13
香港的人民幣存款及未兌現存款證



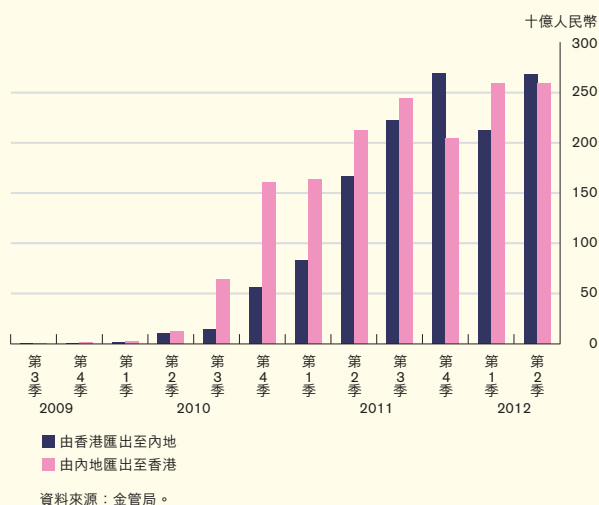
今年截至目前為止，香港離岸人民幣匯率大致與在岸人民幣匯率保持一致 (圖 4.14)，其差額幅度極小而且相對穩定。由年初至7月左右，離岸人民幣匯率和在岸人民幣匯率同步轉弱，之後則輕微轉強。1年期的離岸人民幣遠期交收合約匯率與在岸人民幣遠期交收合約匯率雖然不一定密切相關，卻均有輕微下跌，可能反映市場對人民幣升值的預期逐漸減弱。

圖 4.14
在岸及離岸人民幣匯率



儘管市場對人民幣升值的預期減弱，人民幣的跨境使用量仍持續增長。經由香港銀行進行的跨境人民幣貿易結算額於上半年達到 12,131 億元人民幣，較 2011 年下半年增長 9.2%。在第 1 季，人民幣匯出款項較匯入款項少，但於第 2 季情況扭轉。因此，整體而言，上半年的匯款進出額大致保持平衡 (圖 4.15)。香港的人民幣融資活動持續活躍，2012 年 6 月底的未償還貸款較 6 個月前攀升 73.3% 至 534 億元人民幣。2012 年上半年共發行 1,613 億元人民幣的債務證券 (其中包括存款證)，幾乎為 2011 年同期所錄得 852 億元人民幣的兩倍。發行人及投資者來自全球各地，更趨多元化。

圖 4.15
人民幣貿易結算匯款



有明顯跡象顯示，世界各地的銀行正利用香港的穩健平台及龐大的流動資金池向其客戶提供人民幣服務。截至2012年6月底，有195間銀行參與香港的人民幣結算平台，其中172間是外資銀行在香港的分行或子公司，以及內地銀行的境外金融機構。同時，海外銀行在香港銀行開設了約1,227個人民幣代理銀行帳戶。此等銀行的應付及應收金額分別為1,265億元人民幣及1,403億元人民幣。

本報告專題4研究不同離岸金融中心之間離岸存款分佈的決定因素，並為香港離岸人民幣業務的未來發展總結經驗。

專題 3

評估港元的避險程度²⁰

過去五年，全球發生多次金融動盪，世界各地的風險評估出現急劇變化，國際投資者紛紛撤出高風險資產（例如高收益貨幣），轉至避險資產（例如美國國庫證券、黃金及日圓）。每逢出現這種情況，均會造成龐大的資金流動，令外匯市場大幅波動。

本專題評估貨幣的避險程度，藉此了解全球避險情緒於金融危機時急升的情況下，資金流動會如何改變。本專題將重點探討國際投資者對港元及其他貨幣的看法，從中可分辨出避險或高風險貨幣。

風險逆轉是避險程度的尺度

貨幣期權是一種通常用於對沖外匯風險的金融工具。認購期權給予投資者以某一價格買入貨幣的權利，而認沽期權則給予投資者賣出貨幣的權利。因此，認購期權的買家預期該貨幣會在特定期間內升穿行使價，而賣家則認為這個情況出現的機會很微，並收取付款而承擔該風險。認沽期權的情況正好相反。兩者的差價（認購期權價格減認沽期權價格）通常稱為風險逆轉，可用作衡量市場參與者是否願意付出更高代價以防範貨幣暴跌的風險，這種風險是指因匯率突然朝一個方向大幅變動而導致的損失。²¹

當全球金融市場風險上升，或被認為風險上升時，投資者會撤出被認為風險高的貨幣，轉至被認為是避險資產的貨幣。因此，若使用風險逆轉評估該等投資者

行為時，避險情緒跟被認為是避險貨幣的風險逆轉應帶有正向關係，跟被視為高風險的貨幣則有反向關係。²²

圖 B3.1 顯示港元的風險逆轉。2000 年代初，港元的風險逆轉為負數，原因是當時香港經濟表現不佳，於 2003 年的沙士瘟疫更令經濟雪上加霜，故此市場預期港元會下跌。2003 年年底，經濟強勁反彈，加上市場逐漸預期人民幣升值，令港元升值的預期升溫，其風險逆轉亦因而提升。此後，港元的風險逆轉普遍維持正數。

圖 B3.1
港元的風險逆轉



資料來源：彭博。

估計避險資產在危機時期的避險程度

為探究風險逆轉是否為衡量避險資產的指標及其可靠程度，我們以風險逆轉觀測投資者於危機或市場動盪時如何作出反應。在測試中，我們研究了多種貨幣（並以黃金作為參照）的 3 個月 25-delta 的風險逆轉與 2001 年 1 月 1 日至 2012 年 5 月 30 日期間的全球恐慌指數之間的關係。全球恐慌指數是以主要股票市場的波幅指數作為替代指標。股票市場的波幅指數通常用

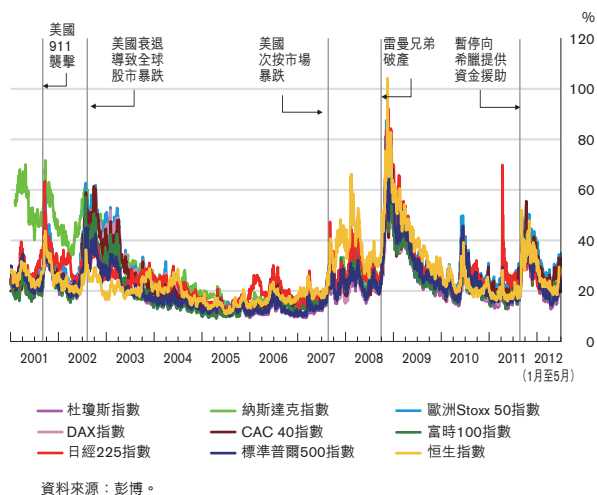
²⁰ 金融資產的「避險程度」指該資產能扮演或被認為避險工具的程度。

²¹ 詳細研究載於 M.K. Brunnermeier 等人 (2009) 的「Carry trades and currency crashes」，《Chapter in NBER Book NBER Macroeconomics Annual 2008》，第 23 期；及 C.H. Hui and T.K. Chung 2011 年的「Crash risk of the euro in the sovereign debt crisis of 2009–2010」，《Journal of Banking & Finance》，第 35(11) 期，第 2945 至 2955 頁。

²² 例子見 M. Kohler (2010)，「Exchange rates during financial crises」，《BIS Quarterly Review》，3 月號，第 39 至 50 頁。

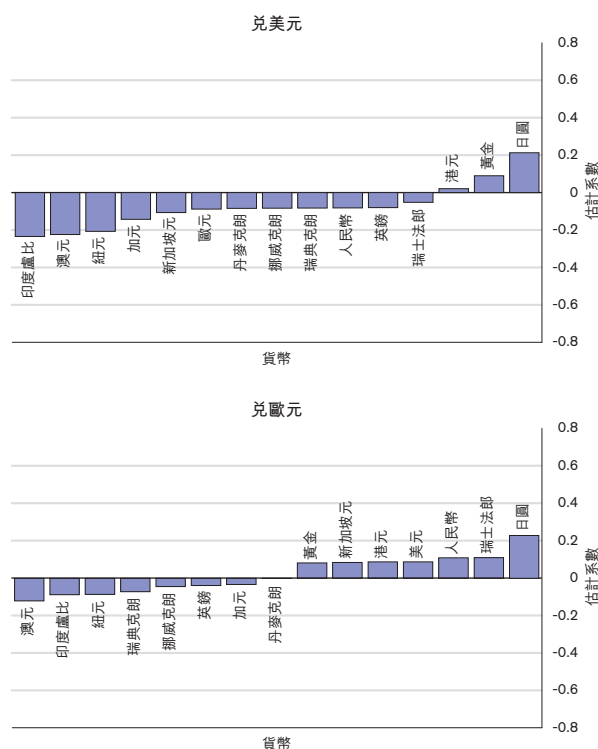
作監測投資者的恐慌程度，原因是該類指數於危機時期會大幅上升（見圖B3.2），因此該類指數被金融市場廣泛用作避險情緒的指標。²³

圖 B3.2
股票市場波幅指數



上述關係以分位數回歸方式估計，這種經濟計量方法有助於理解在極端市況（即尾端風險）下的關係。有關的系數估計已載於圖 B3.3。上圖顯示，大部分貨幣兌美元的風險逆轉系數均為負數，代表當金融市場波幅擴闊時，以美元為基礎貨幣的投資者認為該等貨幣的風險會較高。然而，黃金、港元及日圓的系數屬正數，代表以美元為基礎貨幣的投資者認為它們是避險資產。下圖顯示，半數貨幣兌歐元的風險逆轉系數為正數，其中日圓最高，其次是瑞士法郎、美元及港元。這表示當處於市場動盪時，以歐元為基礎貨幣的投資者認為該等貨幣是避險資產。

圖 B3.3
風險逆轉對全球恐慌指數的敏感度



結論

分析結果顯示以歐元為基礎貨幣的投資者認為港元與大部份貨幣比較是避險資產，原因或許是美元普遍被視為避險資產，而由於聯繫匯率制度，國際投資者通常以港元作為美元的替代貨幣。此外，在次按危機期間，由於香港違約風險較低，因此以美元為基礎貨幣的投資者認為香港銀行體系的風險低於美國銀行體系。²⁴ 事實上，即使近年多次發生國際金融危機，經濟開放的香港並沒有出現大規模的資金外流，跟上述分析一致。

²³ 全球恐慌指數由九個主要股票市場波幅指數的第一主成份構成，該等波幅指數包括標準普爾 500（波幅指數）、杜瓊斯工業平均指數、納斯達克指數、歐洲 Stoxx 50 指數、DAX 指數、CAC 40 指數、富時 100 指數、日經 225 指數及恒生指數（恒指波幅指數）。

²⁴ 見 C.H. Hui 等人 (2011)，「Funding liquidity risk and deviations from interest-rate parity during the financial crisis of 2007-2009」，《International Journal of Finance and Economics》，第 16 期，第 307 至 323 頁。

專題4

歐洲美元存款分佈：對離岸人民幣業務的啟示

香港已迅速發展成為全球的離岸人民幣業務中心。然而，急速發展引發不少討論，特別是未來如何演進？此外，甚麼因素決定不同離岸銀行中心的相對競爭優勢？由於人民幣國際化的歷史尚短，我們可從歐洲美元市場得出啟示。

作為討論的背景，根據國際結算銀行的數據，截至2012年3月底，離岸外幣存款²⁵總額達17.3萬億美元，其中美元佔逾半數(53.6%)。該等存款有近三分之一存於英國(表B4.A)，其餘存款則主要存於西歐及亞太地區的發達市場。

表 B4.A
離岸外幣存款的主要存放地點

	2012年3月 十億美元	份額 (%)	年度增長 (%) 2000年12月至2012年3月
所有國家	17,290.7	100	8.6
英國	5,405.8	31.3	10.0
歐元區	3,408.2	19.7	6.2
開曼群島	1,502.2	8.7	6.4
日本	932.4	5.4	9.6
新加坡	932.1	5.4	7.2
瑞士	667.8	3.9	1.0
香港	618.6	3.6	7.3
巴哈馬	588.8	3.4	6.7
澳洲	546.3	3.2	16.9
瑞典	459.3	2.7	17.0

註：歐元區的數字僅涵蓋13個向國際結算銀行彙報的歐元區成員國，而不涵蓋愛沙尼亞、馬耳他、斯洛伐克及斯洛文尼亞的數據。

資料來源：國際結算銀行。

歐洲美元存款分佈的決定因素

借鏡歐洲美元市場，我們的統計分析研究重點是歐洲美元存款於全球分佈的決定因素。

原則上，時區是影響離岸存款地點的一個重要因素。舉例而言，由於本土偏好的關係，美國居民傾向將美元存放距離美國較近的地方。此外，相近時區市場的交易時段通常會重疊，便利跨市場金融交易。然而，為分散國家風險，亦有大量美元存款存放在遠離美國的地區。²⁶

我們亦考慮本地生產總值佔全球總值的比例，因為經濟體系越大，存款可能會越多。分析亦包括有關經濟體系佔美國貿易總值的份額，以反映其與美國經濟的聯繫程度。其他決定因素(制度質素、投資組合流入及外匯成交)則為地區性因素，以量度存款接收國在各方面對歐洲美元存款的吸引力。

統計分析的主要結果

我們在分析歐洲美元存款分佈的決定因素時，採用了跨國面板數據(panel data)模型。樣本包括向國際結算銀行彙報的29個經濟體系(不包括美國)於1995年至2010年期間的數據。²⁷我們發現時區是其中一個最重要的決定因素(表B4.B)。具體而言，與紐約相隔的時區數目越多，歐洲美元存款市場份額就會越少，反之亦然。換言之，分析結果表明鄰近時區的優勢(例如交易時段重疊)大於較偏遠的時區。

表 B4.B
計量經濟學分析的主要結果

解釋變數	因變量：銀行對境外實體美元債務的市場份額		
	所有行業	銀行業	非銀行業
時區	-0.2278 **	-0.2204 **	-0.2082 **
本地生產總值比例	0.2221 **	0.4959 **	1.0120 **
對美國貿易	0.2548 **	0.2451 **	0.2241 **
法律及監管質素	0.1201 **	0.1316 **	0.1221 **
投資組合流入	0.2249 **	0.3886 **	0.1060 *
外匯市場交易	0.3192 **	0.1578 **	0.3627 **
常數	0.9691	0.5460	0.4021
經調整R平方	0.4338	0.3661	0.6371
觀察數目	766	766	766

* 於90%屬統計上顯著。

** 於95%屬統計上顯著。

資料來源：金管局職員估計數字。

²⁵ 雖然本報告所載的統計分析採用了個別國家的離岸美元存款數據，但由於國際結算銀行將該等數據分類為「限閱」數據，僅供中央銀行內部使用，故我們不披露這些數據。然而，由於美元是主要貨幣，總體的外幣存款分佈模式仍提供有用背景。

²⁶ 在部分金融中心，尤其是新興市場國家，大部分歐洲美元存款由非美國居民持有。

²⁷ 詳情請參閱梁永裕及黃學元(2012)，「影響歐洲美元存款在離岸金融中心的分布情況的因素」(英文版本)，《金管局研究札記》，編號01/2012。

外匯市場交易份額亦是一個重要的決定因素。此外，法律及監管框架質素越高，以及投資組合流入越多，則歐洲美元存款市場份額越高。離岸金融中心與美國的貿易聯繫亦很重要。

結論

分析結果有助我們理解離岸存款的分佈。就歐洲美元市場而言，倫敦及開曼群島是兩個最大的歐洲美元存款存放地點。這情況可闡釋為在歐洲美元市場的發展上，開曼群島受惠於與紐約市處於同一時區，而倫敦則因其作為最重要外匯市場的身分而得益。

用以上結果衡量香港，作為人民幣離岸中心，香港的競爭優勢在於與內地處於同一時區，語言相同，對內地有深入的認識，並與內地保持廣泛聯繫。然而，香港吸引人民幣流動資金的能力，亦有賴於其能否鞏固作為全球金融機構業務中心的地位，處理跨越多個時區的業務，並集合其他主要貨幣交易。就此而言，近期人民幣即時支付結算系統延長運作時間具有重大意義。²⁸ 此舉可讓歐洲客戶於交易日的大部分時間以香港平台結算人民幣交易，亦涵蓋紐約上午交易的部分時段。此外，於2012年6月推出跨境抵押品管理服務亦極為重要，因可促進跨境人民幣融資活動。²⁹ 與此同時，香港與內地之間經濟聯繫密切，將繼續有利香港人民幣業務的發展。

²⁸ 自2012年6月25日起，人民幣即時支付結算系統的每日運作時段延長五小時，由香港時間上午8時30分至下午11時30分。

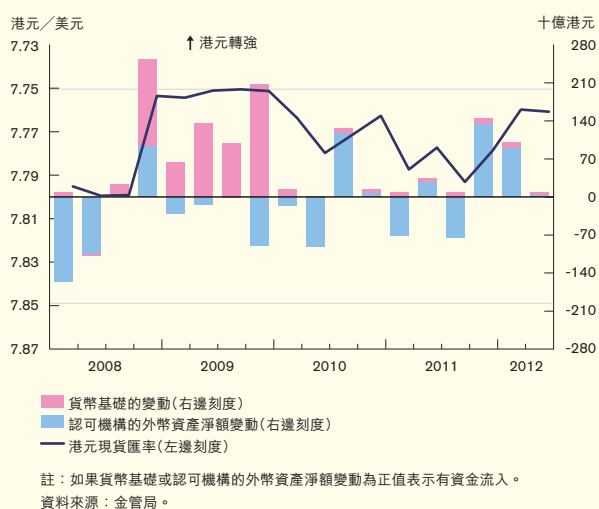
²⁹ 藉助這項新服務，國際金融機構可使用在歐洲清算銀行或摩根大通所持的證券作為抵押品，與金管局債務工具中央結算系統成員進行三方回購協議交易，以從香港市場取得尤其以港元及離岸人民幣為主的流動資金。詳情請參閱金管局歐洲清算銀行及摩根大通於2012年6月20日聯合發布的新聞稿。

4.3 資金流

港元資產需求

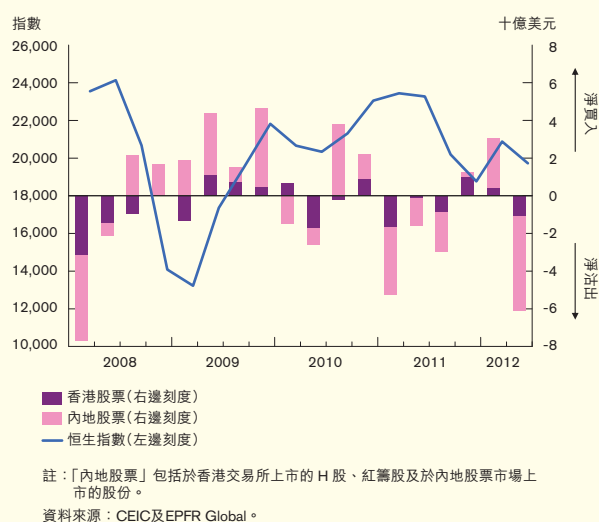
價格及數量指標均顯示港元需求在今年第1季有所增加。其中，港元兌美元現貨匯率由2011年第4季的平均值7.7785轉強至第1季的7.7598(圖4.16)。認可機構的外幣資產淨額亦於季內增加，顯示有資金流入非銀行私營部門。³⁰另一方面，儘管港元未償還貸款總額大致持平，港元存款於季內仍增加約800億港元。強方兌換保證也並未被觸發，而現貨匯率亦只在7.753至7.770的區間窄幅上落，顯示買入港元的壓力溫和。

圖 4.16
季度資金流指標



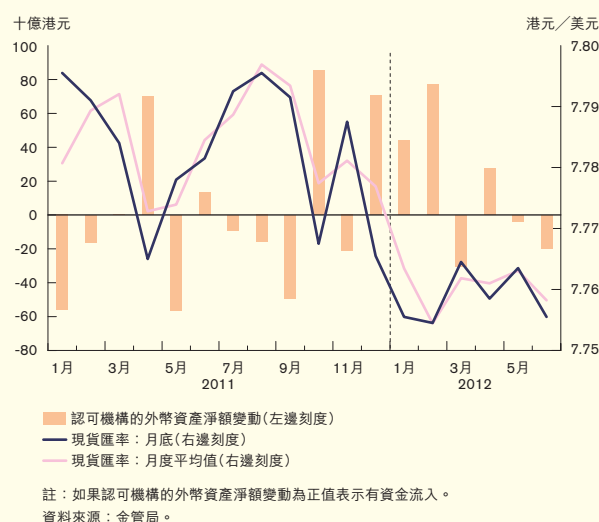
歐元區危機暫時緩解，區內貨幣升值，本地股市迅速反彈，都令市場情緒及風險胃納有所改善，導致港元需求於第1季上升。在這方面，部份港元需求與股票投資有關。一項對基金經理調查的結果亦顯示，投資者於第1季淨買入香港股票及包括H股在內的內地相關股票(圖4.17)。相比之下，股票市場集資活動卻不太活躍，未能進一步推動港元需求。

圖 4.17
股票資金流的市場調查



港元需求於2012年第2季度變得較為反覆，於4月份出現買入壓力，但在5月及6月份並沒有出現確定的走勢(圖4.18)。就整個季度而言，港元並無承受任何重大壓力。港元兌美元現貨匯率於第2季的平均值為7.76，相較第1季變化不大。認可機構的外幣資產淨額亦未顯示任何重大季度變動。

圖 4.18
月度資金流指標



³⁰ 應留意認可機構外幣資產淨額（數值上相等於港元負債淨額）的變動會受到價格及匯率改變等估值變動的影響，所以它們僅屬港元資金流淨額的代理指標。

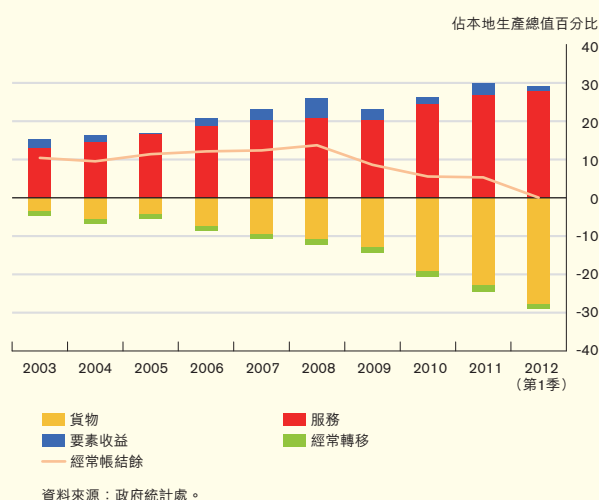
港元需求於4 - 6月間的月度變動，部份是受風險情緒及環球展望變化所影響。港元現貨匯率在4月略為轉強，據報與風險胃納稍增有關。其後，因市場憂慮歐元區危機重燃，以及美國及內地增長初現進一步轉弱跡象，令港元現貨匯率於5月中旬走弱。雖然5月及6月份認可機構的外幣資產淨額下滑，顯示港元面臨沽售壓力，然而港元現貨匯率則在多種因素的支持下維持穩定。這些因素包括部份在本港上市的內地公司因派息需要而產生對港元的商業需求。

國際收支平衡及跨境資金流

最新國際收支平衡統計資料顯示，儲備資產在2012年第1季穩步增加482億港元（佔本地生產總值的10%），而2011年的平均季度增幅為279億港元（佔本地生產總值的6%）。儲備資產增幅是由以港元購買外幣、外幣資產收入及負債證明書增加所帶動。金管局的最新數據顯示，外匯基金的外幣儲備資產於第2季進一步增加。

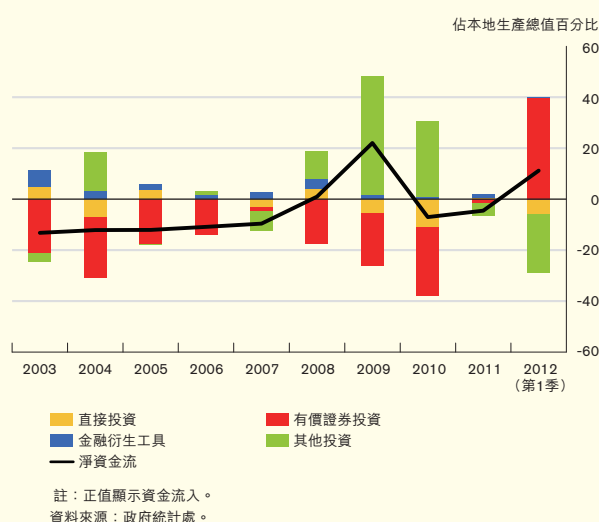
隨著貿易條件稍為惡化（即出入口價格比率下降），經常帳盈餘於2012年首季收縮，延續其始於2009年的收縮趨勢（圖4.19）。服務貿易盈餘雖然於第1季有所增長，但僅稍高於貨物貿易赤字。經常帳盈餘縮減至0.57億港元（佔本地生產總值的0.01%），為有統計以來的新低，主要是受到外部需求收縮及本地消費堅穩的雙重影響。本地生產總值數據顯示經常帳於第2季將進一步收縮。

圖 4.19
經常帳盈餘



私人金融資金於第1季錄得淨流入，明顯地扭轉2010年及2011年間資金淨流出的形勢（圖4.20）。私人金融資金淨流入大約有527億港元（佔本地生產總值的11%），主要是有價證券投資淨流入超過直接投資淨流出及有關貸款及存款的其他投資淨流出所致。

圖 4.20
跨境資金流



有價證券投資於第1季錄得較為廣泛而且相當多的資金淨流入(表4.A)。隨著港元需求增強以及本港股市上揚,非香港居民增購香港股票。他們所持有的香港債務證券亦大幅增加,部份是與本地企業為滿足長期融資需要而更多地轉向海外債券市場發債有關(圖4.21)。另一方面,本港居民減持非居民股票,但增持非居民債務證券。

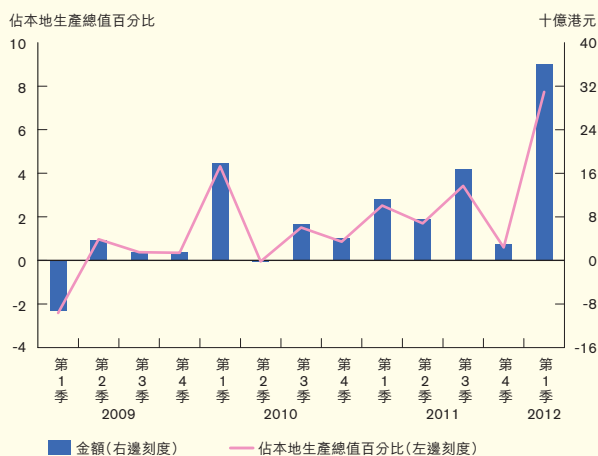
表 4.A
跨境有價證券投資資金流

(十億港元)	2011				2012
	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季
來自香港居民					
股票證券	-51.5	-96.0	-154.9	21.7	84.1
債務證券	60.3	-11.6	25.5	63.2	-8.1
來自非香港居民					
股票證券	-2.5	37.2	18.2	23.9	74.4
債務證券	11.4	7.6	16.8	3.0	36.1

註：正值顯示資金流入。

資料來源：政府統計處。

圖 4.21
非香港居民對香港債務證券的投資

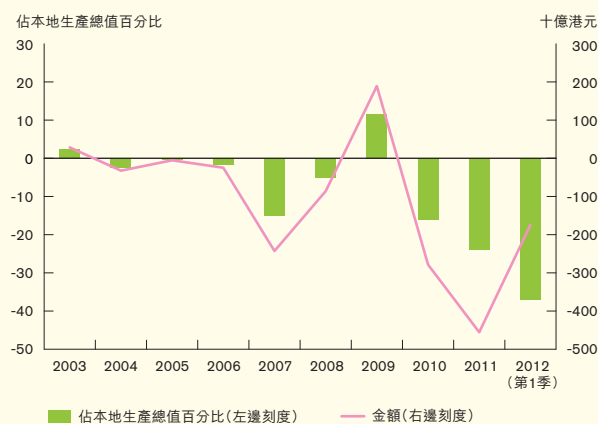


註：正值顯示資金流入。

資料來源：政府統計處。

受香港居民有存款及貸款資金流出所影響,有關存款及貸款的其他投資於第1季錄得資金淨流出。與2010年及2011年的情形類似,本港銀行向非香港居民提供為數不少的貸款,導致跨境貸款資金流出(圖4.22)。部份流出貸款與內地需求有關,內地借款人從而受惠於低企的美元及港元利率。

圖 4.22
本地銀行向非本地居民提供的貸款



註：負值顯示資金流出。

資料來源：政府統計處。

資金流展望

歐元區危機持續引發市場憂慮,發達經濟體系及中國內地宏觀經濟及金融狀況極不明朗,都令到金融市場大幅波動,而這種情況將會持續一段時間。積極的方面,發達經濟體系進一步推出貨幣寬鬆措施,或者歐元區採取其他成功對抗危機的舉措,均有可能引致資金流入區內。歐洲央行於本年初推出的長期再融資安排似乎有助提升股票相關資金淨流入新興市場經濟體系,這再次說明區內資金流及匯率變動對全球金融狀況及投資者風險胃納極為敏感。但與此相反的情況是,若果歐元區危機進一步惡化,或者全球經濟同步下滑,有可能打擊投資者信心,導致區內出現大規模資金流出。

大致而言,雖然資金的流向及規模在2012年餘下時間均有可能變得波動,但是資金淨流量的壓力預計不會太大。本報告專題3分析各種貨幣作為資金避險的強弱程度,並根據貨幣的風險逆轉在金融動盪時的表現,發現相對大部份其他貨幣,港元大致被視為避險貨幣。

資產市場

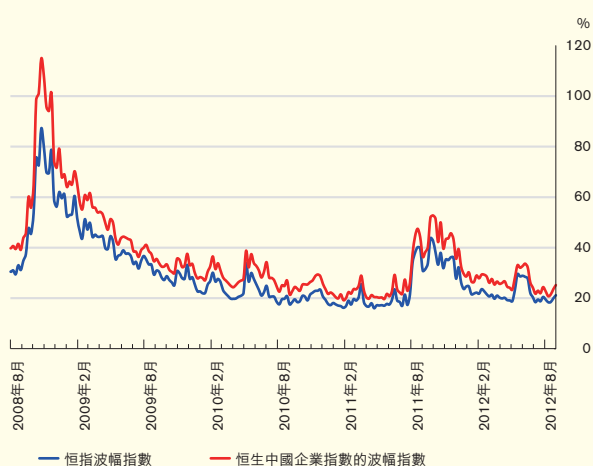
歐洲主權債務危機再度加劇，全球經濟進一步放緩，令本港股價受壓。儘管如此，本地債務市場仍持續增長，其中離岸人民幣債務證券發行快速增長；面對短期流動資金的需求不斷上升，人民幣存款證亦大幅增加。

物業市場於今年再度活躍，價格大幅漲升。但由於利率持續低企及物業供應緊張，過度槓桿的風險及誘因依然存在，公眾應對此保持警惕，而當局仍有必要繼續就銀行信貸實施監管限制。

4.4 股市

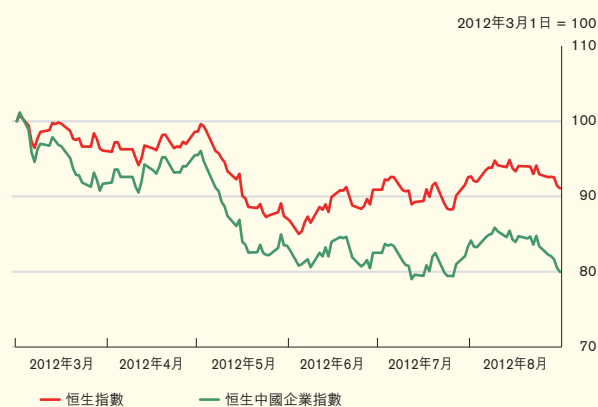
歐洲主權債務危機再度加劇、美國增長放緩，加上內地增長低過預期，導致外部環境持續惡化，令本股市受壓，而歐洲銀行體系的問題亦未見任何改善跡象。金融及經濟方面的雙重不利因素使本股市避險情緒急升，拖累股價大幅下挫。恒指及恒生中國企業指數的引伸波幅於5月急升至6個月的高位（圖4.23），其中恒指及恒生中國企業指數於過往6個月內的跌幅分別為10.1%及21.5%，平均每日成交量降至2008年以來的最低水平。由於市場憂慮內地經濟放緩，恒指與恒生中國企業指數之間的差距繼續擴闊（圖4.24）。

圖 4.23
恒生指數及恒生中國企業指數的波幅指數



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

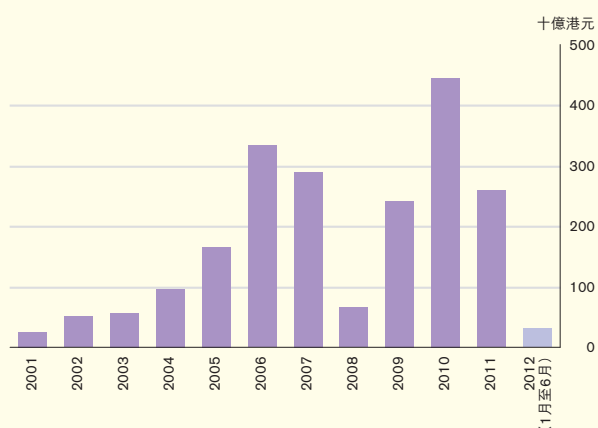
圖 4.24
恒生指數及恒生中國企業指數



資料來源：彭博。

香港首次公開招股 (IPO) 市場的集資活動顯著放緩，反映外部環境疲弱及市況波動加劇。內地企業一向屬於香港 IPO 的最大來源，然而部份已在香港上市的內地私營企業相繼出現審計問題，投資者漸對內地私營企業的整體質素心存疑慮。在此背景下，香港 IPO 市場於 2012 年上半年錄得自 2009 年以來最低迷的半年度表現，集資金額僅為 308 億港元，較 2011 年同期下降 82.3%（圖 4.25）。

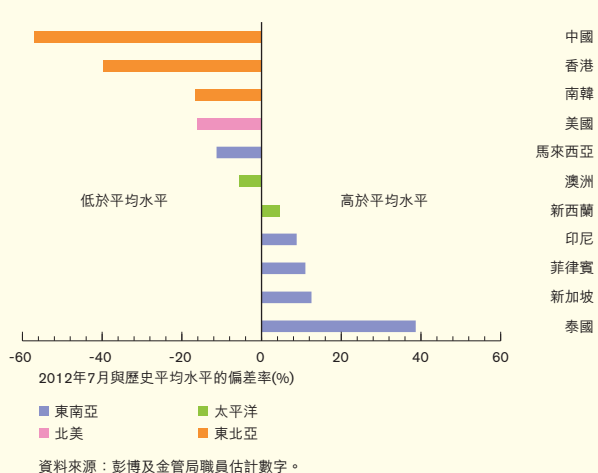
圖 4.25
香港IPO市場



資料來源：CEIC。

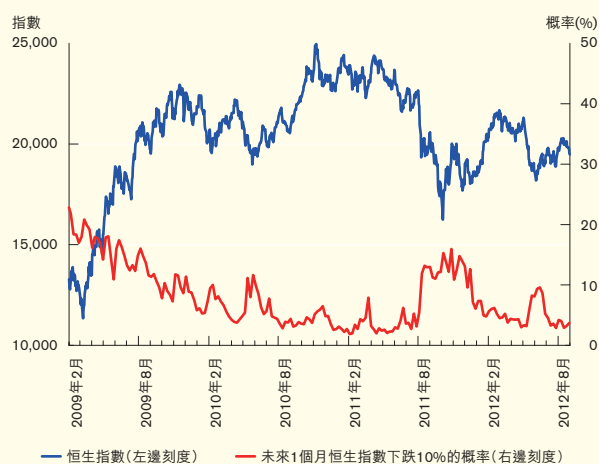
展望未來，本港股市將繼續深受外部市況影響。由於本港及內地股票現時的市盈率較低（圖4.26及4.27），投資者可能會較傾向受利好消息刺激，例如內地政府實施進一步的促增長措施，以及歐洲央行與美國聯邦儲局推出有效的措施等。然而，由於全球前景的不確定因素增多，特別是關於美國、歐洲及內地的決策者將如何採取較全面的措施，以及這些措施的成效多少，本港股市於2012年下半年將有機會持續波動。

圖 4.26
美國及亞太市場(不包括日本)市盈率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 4.27
恒生指數及其在未來1個月下跌10%的期權引伸概率

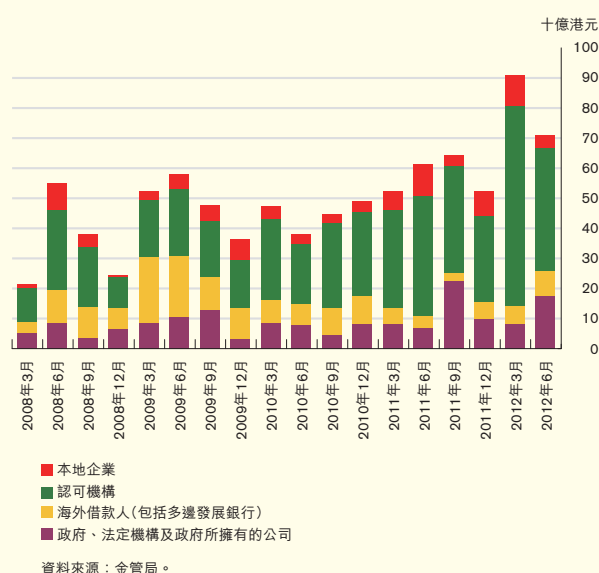


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

4.5 債務市場

雖然外部環境動盪及存在不明朗因素，但港元債務市場仍保持穩定的增長。2012年上半年的新債發行額按年增長5.3%至10,799億港元。外匯基金仍為主要發行人，其次為認可機構及政府（圖4.28）。³¹ 因該增

圖 4.28
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務

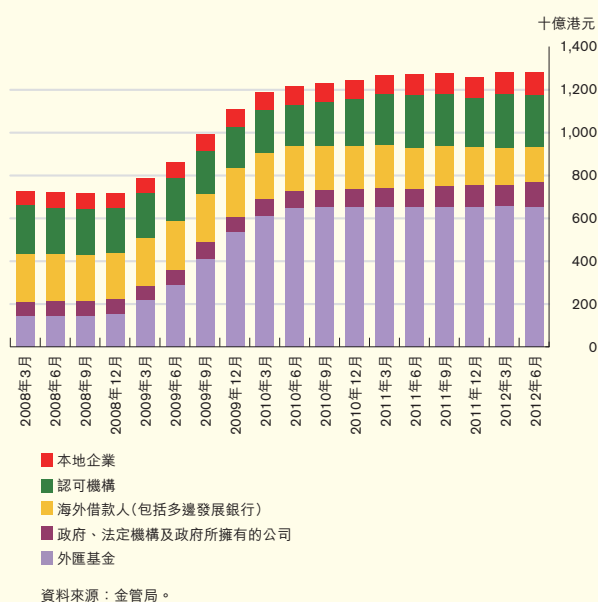


資料來源：金管局。

³¹ 外匯基金佔新債發行額的85.0%。認可機構及海外借款人發行的債務分別急增49.1%及53.8%至1,077億港元及144億港元。政府在其機構債券發行計劃下向機構投資者發行95億港元的債券，並於6月份向零售投資者售出100億港元的3年期通脹掛鈎債券。

幅足以抵銷到期債務，於6月底，未償還港元債務總金額較去年同期小幅增長1.0%至12,821億港元，創歷史新高(圖4.29)。³² 海外借款人雖發行了更多的新債務，但其未償還債務卻按年下降15.1%，反映在全球經濟低迷及歐洲主權債務危機惡化的環境下，海外借款人在國際資本市場(包括香港)上集資仍面對困難。此外，於2012年第1季與第2季期間，私人機構發行的新債加權平均年期由3年下降至2.5年，反映市況比較有利於籌集短期資金。

圖 4.29
未償還的港元債務



香港離岸人民幣債務證券市場的發行量仍十分活躍。³³ 上半年共發行1,613億元人民幣的債務證券，較2011年同期所錄得的852億元人民幣高出接近一

倍(圖4.30)。發行人的種類亦繼續增加。2011年前，內地發行人佔了發行額的大多數，然而，於2012年上半年，近乎一半的新債發行額是由香港發行人所佔有。³⁴ 而新發行的債務中，大部份為認可機構所發行的短期存款證(圖4.31)，反映短期流動資金的需求正在增加。

圖 4.30
新發行的離岸人民幣債務證券

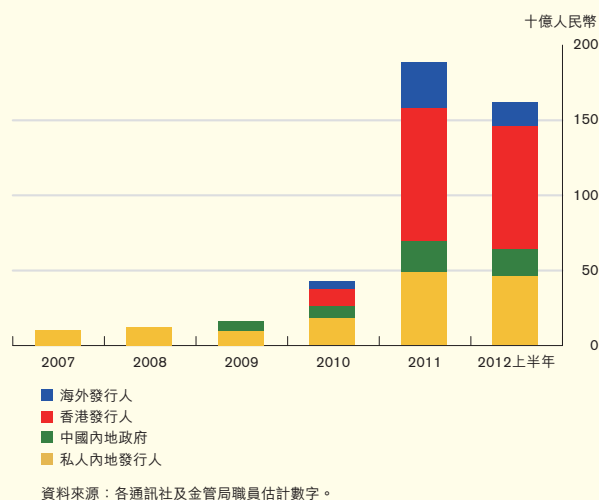
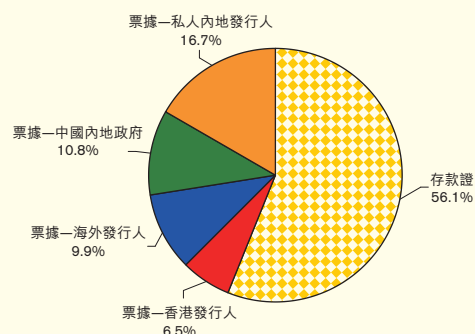


圖 4.31
2012年上半年按所屬國家或地區劃分的新發行離岸人民幣債務證券



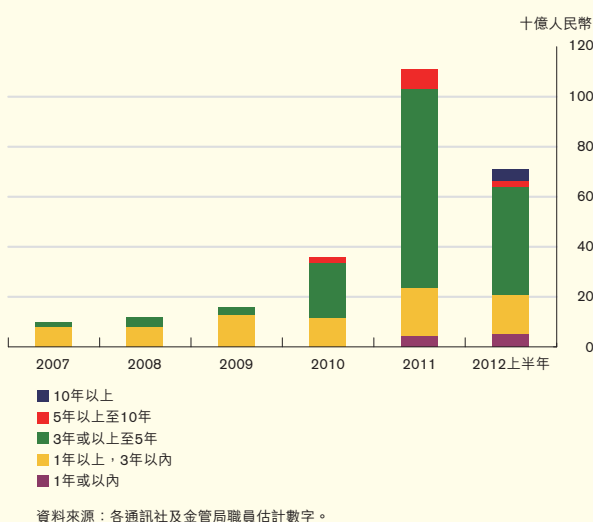
³² 這相當於港元貨幣供應量M3的30.9%或整個銀行業港元資產的25.4%。

³³ 債務證券包括中期及長期票據、存款證及商業票據。

³⁴ 香港發行人包括香港政府機構、由政府所擁有的公司及主要業務位於香港的金融及非金融機構。私人內地發行人指主要業務位於中國內地的金融及非金融機構。海外發行人包括多邊發展銀行，以及主要業務位於香港及中國內地以外的金融及非金融機構。發行人的主要營運地區是根據其公司總部的位而定。

與此同時，離岸人民幣債務證券市場正逐步發展成為籌集長期資金的平台。2007年至2012年上半年間，新發行債務證券（存款證除外）的加權平均償還期由2.2年上升至3.8年（圖4.32）。加權平均償還期的延長很大程度上是中國政府及國有銀行所發行的長期（通常年期為10年或更長）票據所致。這些長期票據為其他機構發行人於推出長期債務時，提供了有用的訂價指標。此外，海外發行人的新債發行額按年增加12.3%，反映國際機構繼續積極在香港籌集人民幣資金。

圖 4.32
新發行的非存款證離岸人民幣債務證券（按年期）



截至2012年6月底，發行額的增加使人民幣債務證券的未償還金額增至3,426億元人民幣的歷來高位（圖4.33）。這某程度上增加了離岸人民幣債券發行人的借貸成本，原因是市場對資金的競爭加劇，同時投資者亦要求較高的收益率（圖4.33）。同時，二手市場持續發展，總成交量回穩扭轉了2011年的下滑趨勢（圖4.34）。市場流動性（按成交比率計算）於過往一年收緊，但這可能是由於大量新債發行所產生的異常情況。³⁵

圖 4.33
未償還離岸人民幣債務證券及
離岸人民幣債券收益率

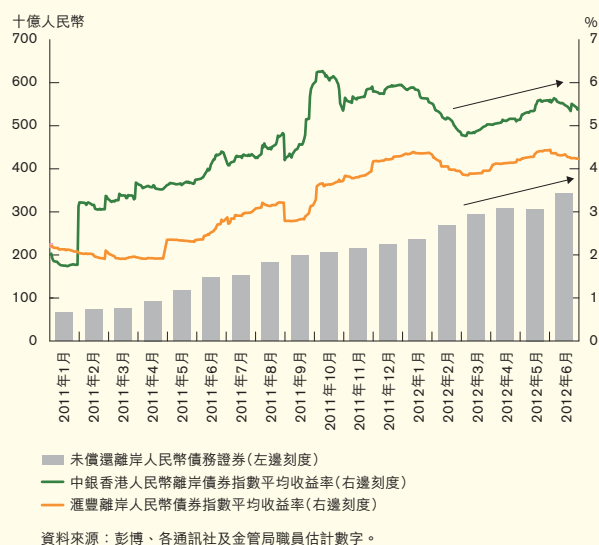
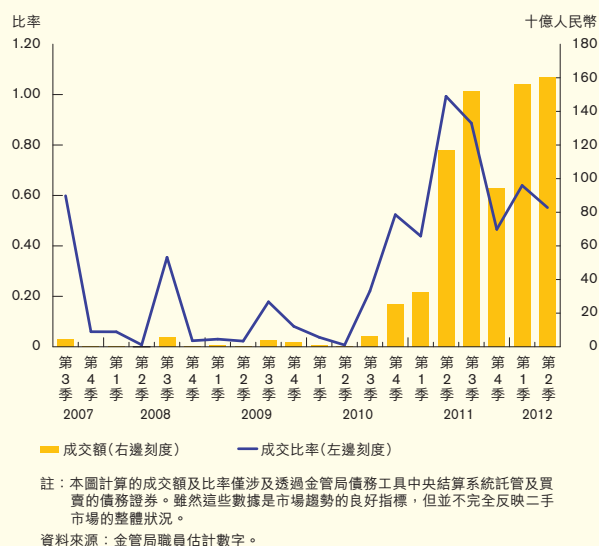


圖 4.34
二手市場的成交



4.6 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場於2011年中至今年初溫和調整，其後重拾升勢，部分原因包括市場情緒轉好，市民收入增加，按揭利率稍降，以及市場預期供應將持續緊縮。

³⁵ 成交比率按某個季度的債務證券成交總額除以該季度未償還平均額計算。

今年1 - 7月住宅物業價格攀升13.1%至歷史高位(圖4.35)。臨時買賣合約數據顯示,近期住宅價格仍然向上(圖4.36)。截至7月為止,中小型單位(實用面積100平方米以下)價格上升13.2%,增幅較中高檔單位及豪宅(實用面積100平方米以上)的10.3%為大。

圖 4.35
住宅物業價格及成交量

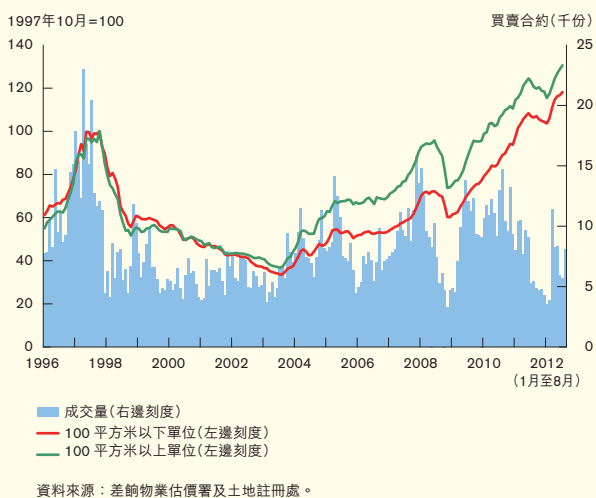
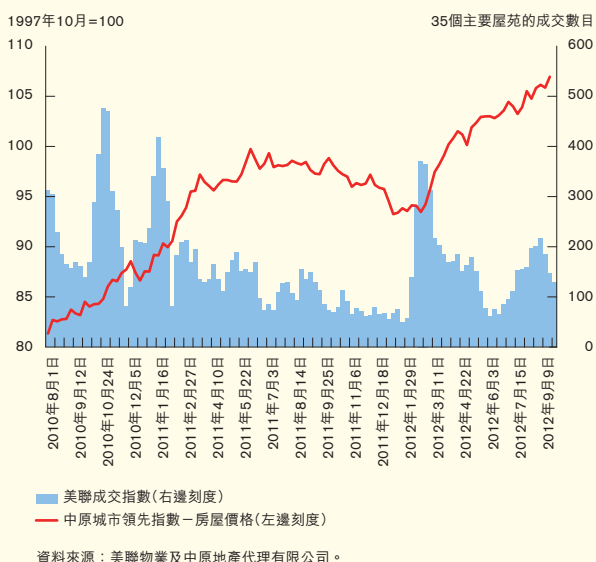
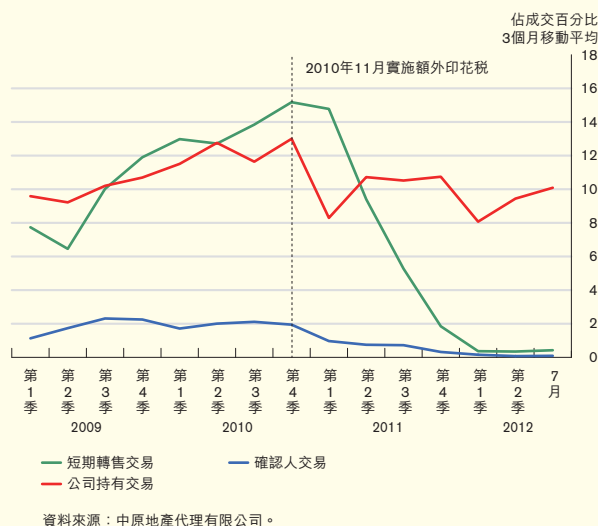


圖 4.36
物業代理估算的住宅物業價格及成交量



成交方面,2012年上半年於土地註冊處註冊的買賣合約約為41,000份,較去年下半年增加41%,不過增幅與比較基數偏低有關,假如與去年同期比較,仍減少25%。按歷史標準衡量,成交量仍低於以往正常水平。而臨時買賣記錄則顯示7月和8月成交有更趨活躍之勢。另一方面,由於仍受額外印花稅影響,投機活動普遍淡靜。舉例而言,確認人交易及短期轉售交易(持有不足12個月即出售)仍處於極低水平。然而,近幾個月來公司持有交易有所增加,反映投資需求(包括短線或長線投資)上升,宜繼續密切觀察其未來趨勢(圖4.37)。

圖 4.37
確認人交易、短期轉售交易及公司持有交易



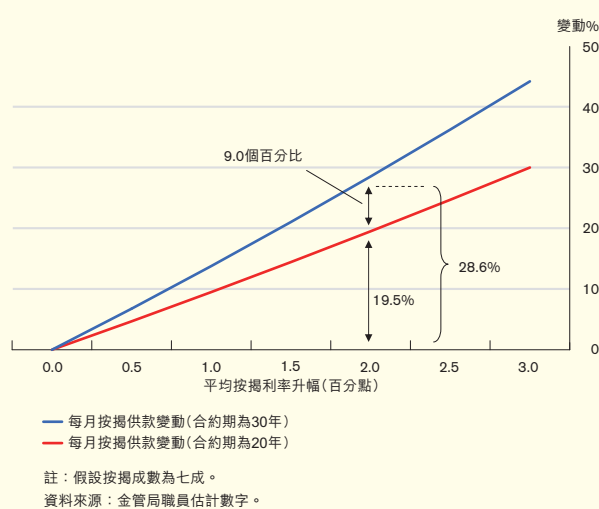
由於收入增速落後於住宅物業價格上升速度，置業負擔能力進一步惡化。相關指標如收入槓桿比率及價格收入比率均已升至近期高位，並遠高於十年長期平均水平（圖 4.38）。³⁶ 就自住與租住選擇而言，由於置業成本的增幅仍大於租賃成本的增幅，買租價差已升至 4 年半來的新高。³⁷ 與此同時，平均住宅租金收益率仍處於接近 3% 的歷史低位。

圖 4.38
置業負擔能力指標



按揭貸款增速顯著放緩，2012 年上半年僅增加 2.5%。然而，近期的按揭申請數據顯示按揭貸款有回升跡象。鑑於住宅物業價格上升及低息環境，按揭借款人有延長按揭合約期的趨勢，於 2012 年第 2 季，平均合約期已由 2007 年的 20 年延長至接近 25 年。然而，攤還年期延長會增加利率風險。舉例而言，若出現利率上升 2 個百分點的不利情景，20 年期按揭的每月按揭供款會增加 20%，而 30 年期按揭的每月按揭供款會增加接近 30%（圖 4.39）。

圖 4.39
按揭供款對利率風險的敏感度分析



³⁶ 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之間的比率。另外，價格收入比率為一般 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之間的比率。

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。

短期內住宅物業市場將仍受兩項對立的交互因素影響，因此前景並不明朗。一方面，供應持續緊絀（圖 4.40）以及利率低企，可能會推動樓價上升。但另一方面，全球經濟前景轉差，又可能會拖累樓價，這是由於經濟增長放緩，市民收入增幅也會受拖累所致。假如歐洲主權債務及銀行危機惡化，甚至會突然扭轉升勢。有見及此，金管局在 9 月 14 日推出新一輪措施以進一步加強銀行對物業按揭業務的風險管理，包括為按揭貸款年期設定上限，並收緊涉及多於一個物業按揭貸款的審批標準（表 4.B）。

圖 4.40
私人住宅單位的施工及落成量

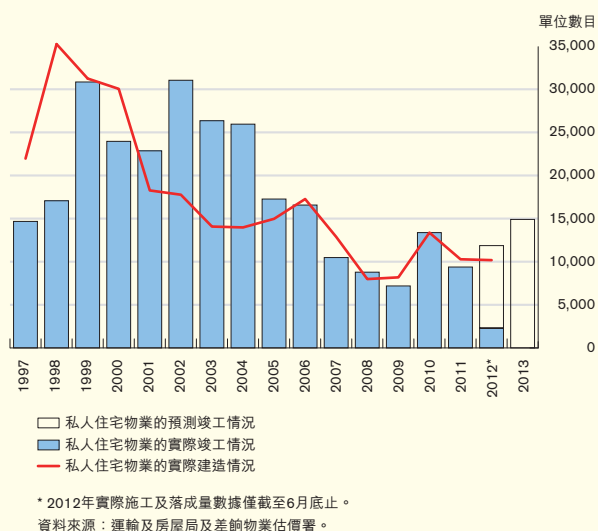


表 4.B
第五輪按揭貸款審慎監管措施的重點（已於 2012 年 9 月 14 日推出）

1. 所有新造按揭貸款年期上限設定為 30 年。
2. 對於擁有多個物業貸款的人士
 - (a) 供款與入息比率上限下調 10 個百分點至四成，而在利率壓力測試下，申請人的供款與入息比率上限亦下調至五成；
 - (b) 若果申請人以「資產水平」為基礎申請物業按揭貸款，最高按揭成數上限下調 10 個百分點至三成；
 - (c) 若果按揭貸款申請人的主要收入並非源自香港，物業按揭貸款將按照適用的最高成數下調 20 個百分點。

資料來源：金管局。

工商物業市場

今年非住宅物業市場亦見復甦，交投轉旺，物業價格大幅上升。整體而言，2012 年上半年註冊的買賣合約達 13,600 份，較去年下半年增長 48%，且遠高於長期平均水平（圖 4.41）。按歷史標準衡量，投機活動仍相當熾熱。事實上，分層工廠大廈及零售商舖價格已處於較高水平，但今年首 7 個月更進一步攀升 20 - 24%（圖 4.42）。寫字樓價格上升速度相對較慢，但增幅仍達 10%。相比之下，非住宅物業租金的增幅介乎 3 - 10%，因此租金收益率仍處於歷史低位。展望未來，儘管低息環境為價格及租金提供支持，但環球經濟及企業前景轉差，或會令其升勢受阻。

圖 4.41
非住宅物業的成交量

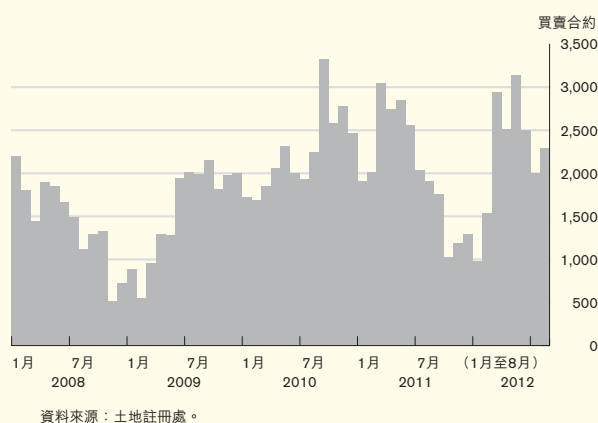
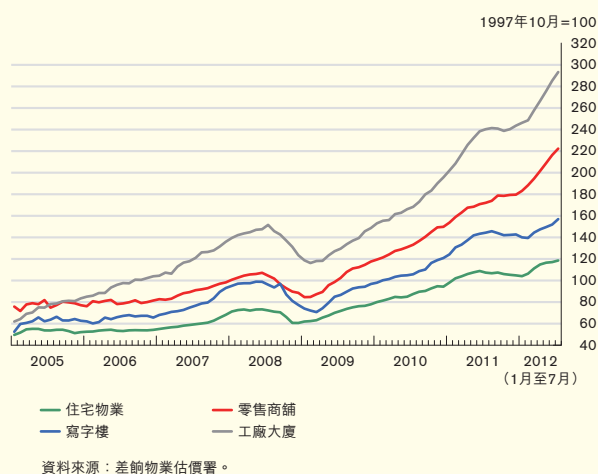


圖 4.42
分類物業租金指數



5. 銀行業的表現

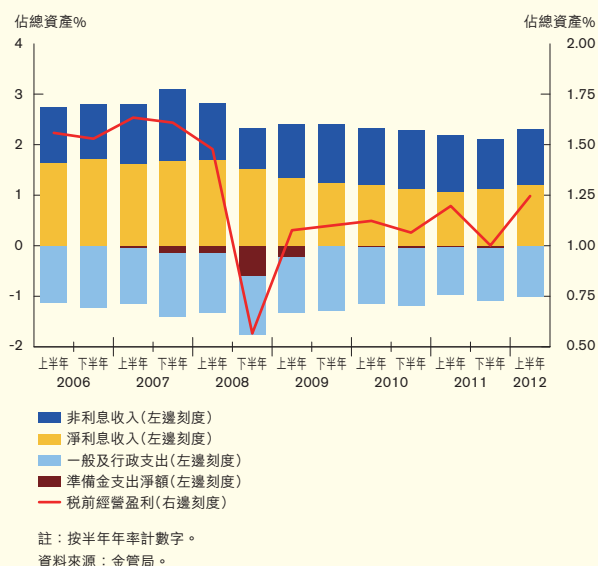
儘管外圍環境不利，本地銀行業仍持續穩健增長。按國際標準來衡量，本地銀行資本狀況良好，而流動資金充足、盈利顯著增長，且資產質素普遍改善。鑑於歐洲主權債務及銀行業危機加劇，香港銀行已審慎管理與歐洲有關的風險。隨着內地經濟增長放緩，香港銀行在內地的信貸風險亦可能增加，但香港銀行應有能力管理該等風險。

5.1 盈利及資本額

盈利

儘管歐洲主權債務危機持續，且內地經濟增長放緩，本地零售銀行³⁸的盈利仍顯著改善，2012年上半年整體稅前盈利較2011年下半年強勁增長26.9%。盈利改善除了受惠於淨利息收入及非利息收入增長外，經營成本及撥備淨支出亦有減少。因此，資產回報於同期由1%升至1.25%（圖5.1）。

圖 5.1
零售銀行盈利



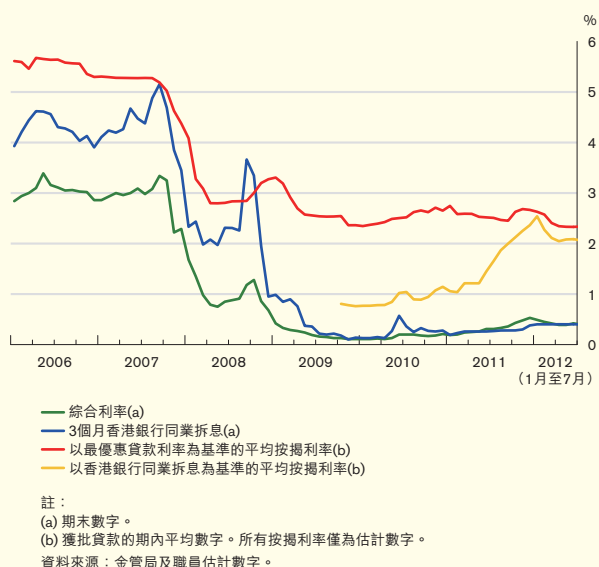
銀行平均淨息差由2011年上半年的1.21%及2011年下半年的1.27%，進一步上升至2012年上半年的1.35%（圖5.2）。淨息差增加的部分原因在於銀行的資金壓力緩解，這反映於綜合利率在2012年1月至7月期間下降了13個基點（圖5.3）。

圖 5.2
零售銀行淨息差



³⁸ 除非另有說明，否則本章中所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

圖 5.3
利率

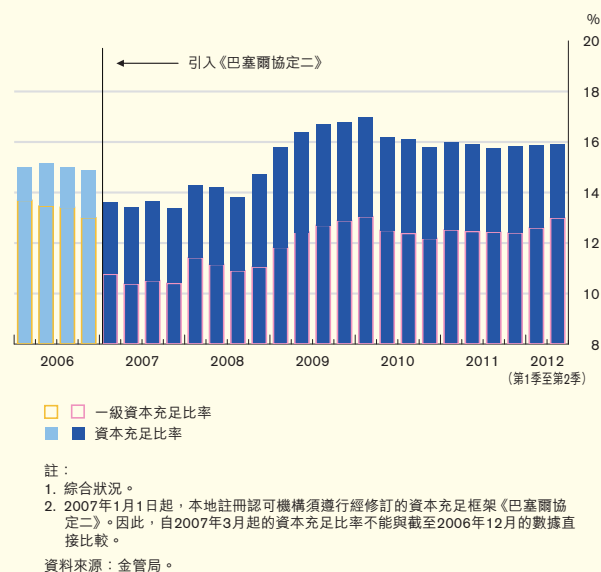


由於資金成本整體下降，而按揭市場競爭仍然激烈，以最優惠貸款利率為基準及以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率於2012年1月至7月期間平均分別下跌33個基點及30個基點（圖5.3）。同時，以最優惠貸款利率為基準的按揭佔新批按揭貸款的比例由2011年下半年的59.7%進一步上升至2012年上半年的92.1%，並於2012年7月增至93.4%。

資本額

銀行業的資本額仍然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於2012年6月底穩定在15.9%，較2011年12月底的15.8%輕微上升（圖5.4），而一級資本充足比率（即一級資本佔風險加權總資產的比率）則由12.4%增至13%。

圖 5.4
本地註冊認可機構資本額

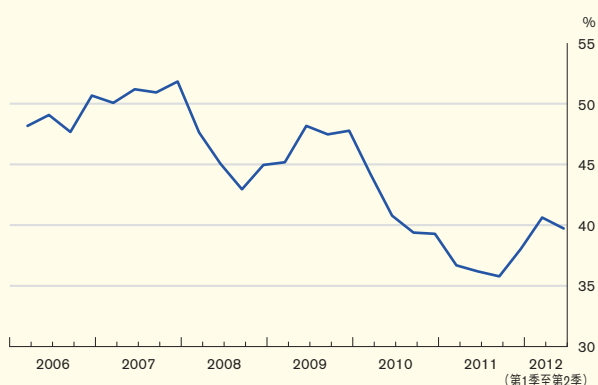


《巴塞爾協定三》框架定於2013年1月1日起逐步實施。根據金管局定期收集的數據，本地認可機構資本充裕，且向來比較倚重以普通股本達到監管資本要求，加上根據香港現行的資本規則，《巴塞爾協定三》的大部分監管調整早已必須從銀行的資本基礎中扣除。因此，香港銀行應較有能力符合有關的較高資本要求。

5.2 流動資金與資金來源

銀行體系內流動資金仍然充足，零售銀行的平均流動資金比率由2011年12月底的38%升至2012年6月底的39.7%（圖5.5），持續遠高於25%的監管最低要求。

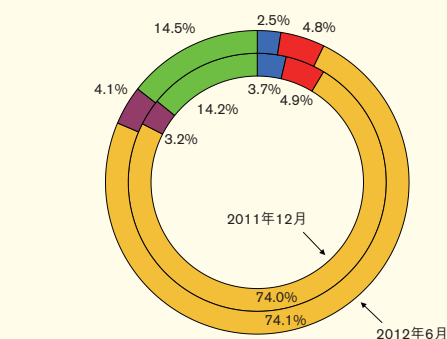
圖 5.5
零售銀行流動資金比率



註：按季平均數字。
資料來源：金管局。

客戶存款仍是零售銀行的主要資金來源，該資金來源的波動一般小於其他資金來源。客戶存款佔銀行總負債的比例由2011年12月底的74%輕微上升至2012年6月底的74.1% (圖 5.6)。

圖 5.6
零售銀行負債結構



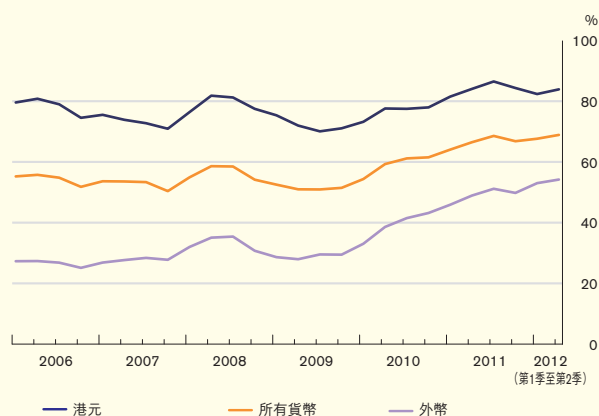
■ 欠認可機構款額
■ 欠境外銀行款額
■ 客戶存款
■ 未償還債務證券
■ 其他負債與資本及儲備

註：
1. 數字指佔總負債(包括資本及儲備)的百分比。
2. 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。

雖然客戶存款所佔比例保持穩定，但定期存款佔客戶存款總額的比例由2011年12月的43.3%輕微下降至2012年6月的42%，並遠低於2008年及之前的50%以上水平。這表明零售銀行存款的平均年期可能較之前的水平為低。因此，銀行業的流動性可能會較之前更受資金外流影響。

於2012年6月底，所有認可機構的港元貸存比率由2011年12月底的84.5%輕微下降至84%。相反地，以所有貨幣計算及以外幣計算的貸存比率於6月底分別大幅上升2.1及4.4個百分點至69%及54.3% (圖 5.7)。這是由於外幣貸款需求增速較快，超過外幣存款增速。而外幣存款增長乏力的部分原因在於2012上半年人民幣存款³⁹的減少。

圖 5.7
所有認可機構的貸存比率

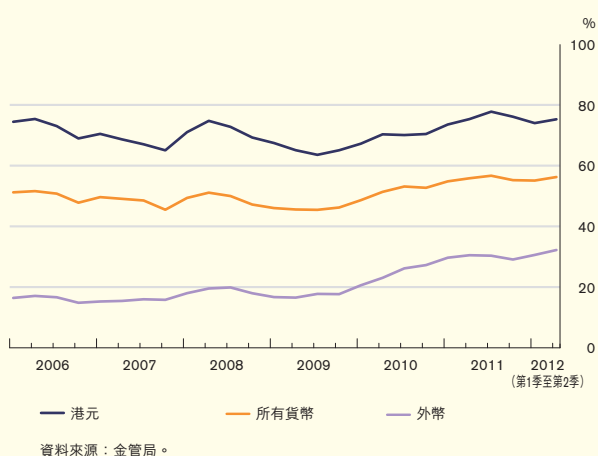


資料來源：金管局。

³⁹ 詳情請參閱第4.2節。

零售銀行亦有類似的情況。2012年6月，港元貸存比率由2011年12月的76.2%輕微下降至75.4%，但以所有貨幣計算的貸存比率則由55.3%升至56.3%，而以外幣計算的貸存比率亦由29.1%升至32.2%（圖5.8）。鑒於外部環境波動加劇且貸存比率居高不下，因資金突然外流而導致流動性緊絀的風險仍須密切監察。

圖 5.8
零售銀行的貸存比率



外匯持倉

銀行業償還以外幣計值的債務的能力，可根據認可機構所有外幣的整體淨未平倉持倉進行評估。於2012年6月底，該持倉額為460億港元，相當於認可機構總資產的0.3%，表明認可機構面對的整體外匯風險或未為高。

5.3 利率風險

由2012年1月至8月，美元及港元長期與短期利率之間的息差進一步縮小（圖5.9）。故此銀行透過借入短期資金並購入長期計息資產，以賺取收益的誘因或已減少。

圖 5.9
港元及美元的期限息差

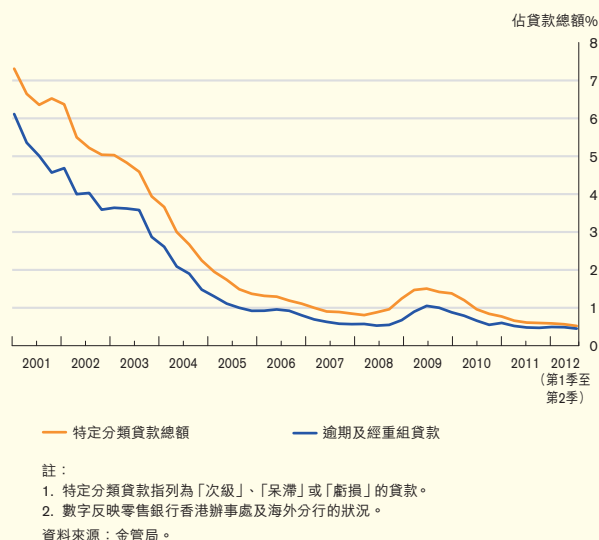


然而，鑑於息差仍然顯著地高於全球金融危機前的水平，銀行應謹慎監察及管理倘使息差變化可能造成按市價計算的金融投資損失。

5.4 信貸風險

於2012上半年，零售銀行貸款組合的資產質素普遍有所改善，特定分類貸款的比率由2011年12月底的0.59%進一步下降至2012年6月底的0.52%，而逾期及經重組貸款的比率則由0.49%微降至0.45%（圖5.10）。

圖 5.10
零售銀行的資產質素



由於經濟活動放緩，香港銀行業的信貸增長由2011年下半年的5.4%進一步放緩至2012年上半年的4.7%。有關增幅主要來自外幣貸款高達10%的增長，而港元貸款僅增1.4%。物業相關貸款⁴⁰僅輕微增長0.2%，而去年下半年的增幅為2.4%。然而，物業相關貸款佔本地貸款總額的比例仍高企於46%以上。展望未來，在2012年下半年，信貸可能繼續緩慢地增長。6月份金管局信貸狀況展望調查的結果顯示大部分受訪認可機構預期貸款需求在未來3個月內保持平穩，而約五分之一的認可機構則預期會有所下降(表5.A)。

表 5.A
預計未來3個月貸款需求

(受訪者%)	2011年9月	2011年12月	2012年3月	2012年6月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	14	19	19	5
保持平穩	62	67	71	76
略為下降	19	10	10	19
顯著下降	5	5	0	0
總計	100	100	100	100

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。

個人貸款

個人貸款⁴¹增長由2011年下半年的2.7%輕微減慢至2012年上半年的2.6%。其中由於住宅物業市場暢旺，按揭貸款繼2011年下半年增長1.2%後，今年上半年再增長2.5%⁴²；而其他類型的私人貸款繼去年下半年增長3.8%後，今年上半年再增長5.1%(表5.B)。同時，住戶債務槓桿比率(即個人貸款與本地生產總值的比率)於2012年6月底穩定於58.7%，而2011年12月底則為58.3%。

⁴⁰ 物業貸款包括按揭貸款及建築、工程、物業發展及投資貸款。

⁴¹ 個人貸款(loans to households)亦可譯作「住戶」貸款。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，其餘大部分為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2012年6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為30.3%。

⁴² 2012年上半年的按揭貸款增長主要來自第2季，第1季的按季增幅僅為0.1%。

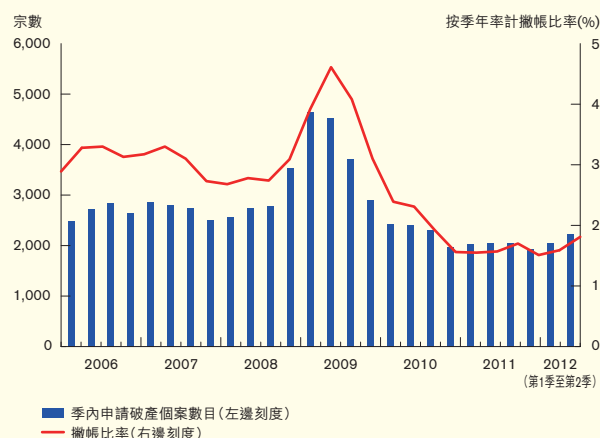
表 5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	2009年		2010年		2011年		2012年
	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	1.7	5.6	5.1	8.6	5.5	1.2	2.5
信用卡	-9.6	5.7	-0.9	17.9	-1.4	15.9	-1.6
其他私人用途貸款	-8.1	8.9	7.9	6.6	9.4	3.8	5.1
個人貸款總額	-0.8	6.1	5.1	8.9	5.6	2.7	2.6

資料來源：金管局。

無擔保個人貸款的信貸風險繼續得到良好控制，2012年第2季的信用卡貸款撤帳比率(按季年率計)仍維持於1.81%的低水平，雖然與2011年第4季的1.51%相比略有上升(圖5.11)。申請破產個案數目同樣維持於較低水平，表明信貸風險相對較低。

圖 5.11
信用卡貸款的撤帳比率及申請破產個案

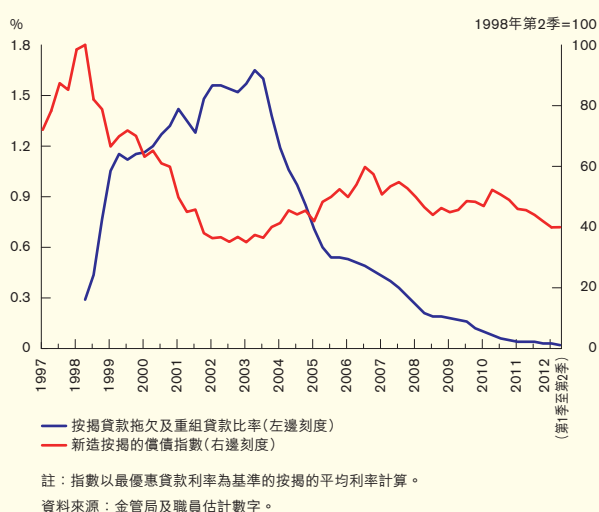


資料來源：破產管理署及金管局。

其他各項指標亦顯示個人貸款的信貸風險在整體上亦有所改善。銀行按揭組合的拖欠及重組貸款比率於2012年6月底進一步跌至0.02%的歷史低位

(圖 5.12)，而新造按揭的償債指數由 2011 年第 4 季的 42 降至 2012 年第 2 季的 40。償債指數的下降主要反映合約期限進一步增長以及當前的低息環境。然而，新批按揭貸款的平均合約期限由 2011 年 12 月的 284 個月攀升至 2012 年 6 月的 295 個月的高水平，較長年期按揭貸款的供款對利率上升更為敏感。這對個人償債負擔可能造成的影響值得密切關注。⁴³

圖 5.12
銀行按揭組合的拖欠比率及新造按揭的住戶債務負擔



公司貸款⁴⁴

本地公司貸款⁴⁵於 2011 年下半年增長 1.4% 後，於 2012 年上半年增長略為加速至 3.2%。於 6 月底，公司貸款佔本地貸款的 69.3%。

⁴³ 金管局於 2012 年 9 月 14 日就按揭貸款年期及擁有多於一個物業按揭的貸款者推出新措施，其中前者將所有新造按揭貸款的年期上限設定為 30 年。有關詳情請參閱金管局於同日發出的新聞稿《按揭貸款的審慎監管措施》。

⁴⁴ 不包括銀行同業貸款。

⁴⁵ 公司貸款包括本地貸款，但不包括提供予專業人士及其他個人的貸款。

⁴⁶ Altman 的 Z 得分是以會計數據為基礎的信貸風險指標。該指標是典型的信貸風險指標，根據各企業財務報表所載的一系列財務比率來評估企業整體的穩健程度。用以計算 Z 得分的會計比率為：流動資金／總資產、保留盈餘／資產、扣除利息及稅項前盈利／總資產、股票市值／總負債帳面值，以及銷售額／總資產。

各項指標顯示銀行的公司貸款信貸風險保持穩定。公司強制清盤令的數目由 2011 年下半年的 170 宗下降至 2012 年上半年的 154 宗(圖 5.13)。同時，Altman 的 Z 得分⁴⁶(以會計數據為基礎的信貸風險指標)於上半年上升，表明非金融類公司的財務狀況良好(圖 5.14)。

圖 5.13
公司強制清盤令數目

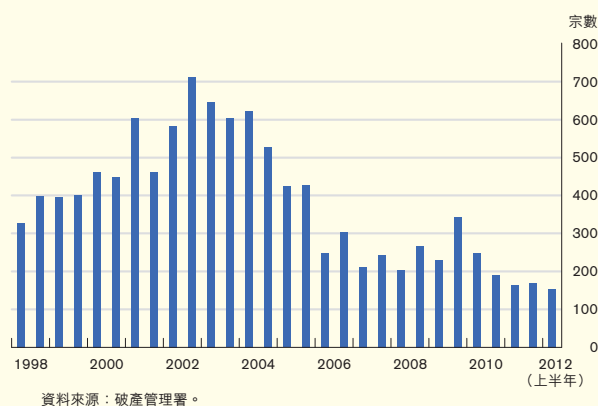
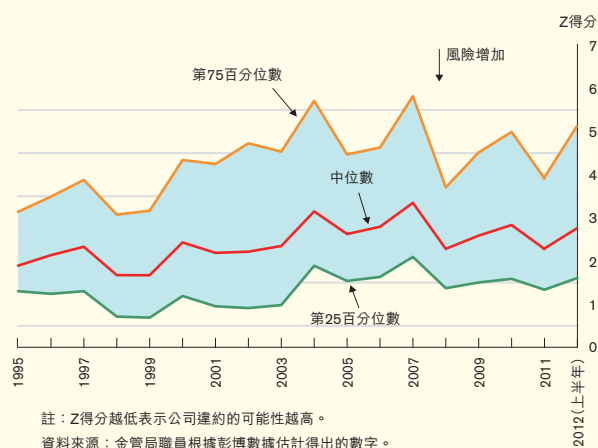


圖 5.14
Altman 的 Z 得分：非金融類上市公司破產風險指標

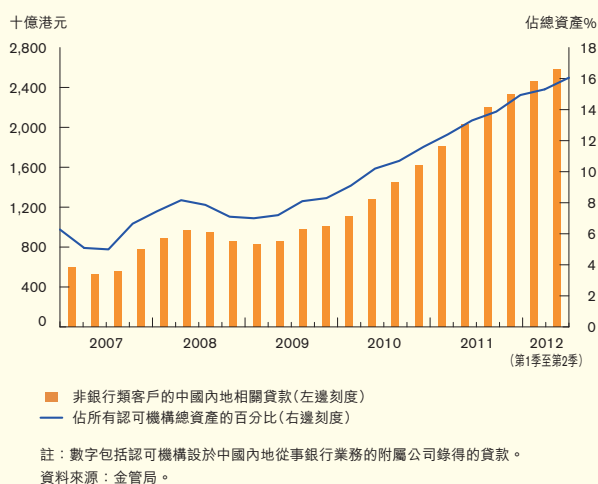


中國內地相關貸款

本地銀行業提供予客戶的內地業務相關信貸進一步增長。所有認可機構對非銀行類客戶的中國內地相關貸款總額由 2011 年 12 月底的 23,300 億港元(佔總資產 14.9%) 增至 2012 年 6 月底的 25,790 億港元(佔總資

產 16.1%) (圖 5.15)；其中零售銀行提供予非銀行類客戶的中國內地相關貸款⁴⁷ 由 15,720 億港元 (佔總資產 15.8%) 增至 17,170 億港元 (佔總資產 16.8%)。

圖 5.15
所有認可機構提供予非銀行類客戶的中國內地相關貸款



儘管內地經濟有所放緩，但中資企業的整體資產質素仍保持穩定，整體違約距離指數⁴⁸ 亦維持在較全球金融危機前為佳的水平 (圖 5.16)。

圖 5.16
中資企業的違約距離指數



雖然大部分非銀行類客戶的中國內地相關貸款有擔保或抵押品作為保證，但由於市場上對內地經濟可能進一步整固有所憂慮，而信貸總額與國內生產總值比率較高 (圖 5.17)，以及近期內地銀行體系的不良貸款數額增加 (圖 5.18) 等因素，銀行仍須對信貸風險的管理保持警惕。

圖 5.17
中國內地的信貸與國內生產總值比率

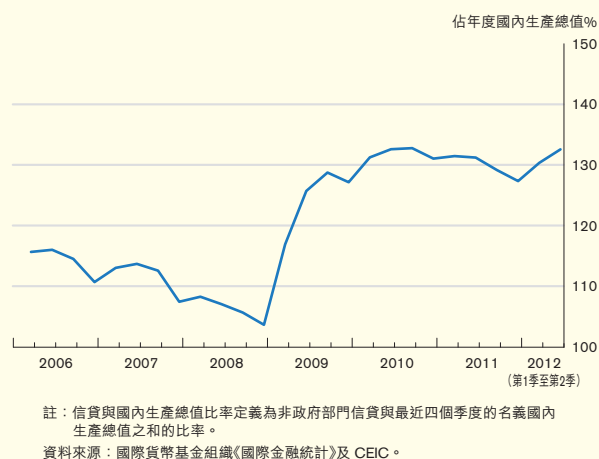
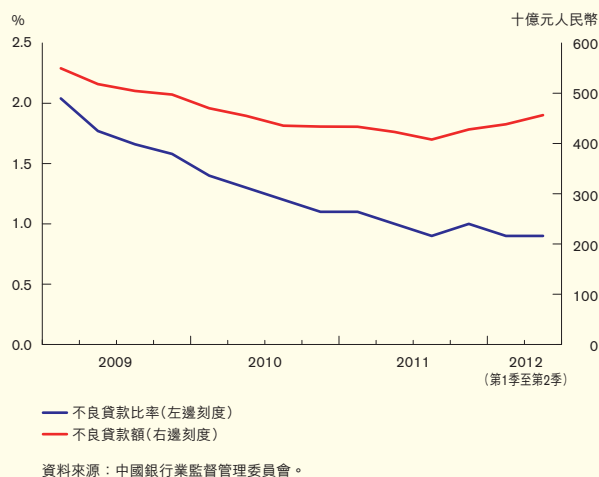


圖 5.18
中國內地的不良貸款



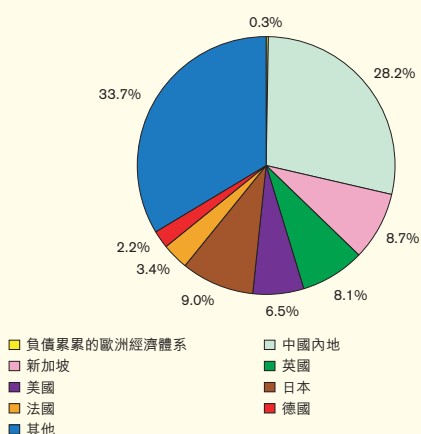
⁴⁷ 包括零售銀行設於中國內地從事銀行業務的附屬公司錄得的貸款。

⁴⁸ 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) 的「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。實際上，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。

歐洲主權債務危機的影響

歐洲主權債務危機的發展，將會繼續影響本地銀行的表現。於2012年6月底，本地銀行業在負債累累的歐洲經濟體系（希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙）持有的債權佔香港銀行對外債權總額的比例由一年前的0.8%降至0.3%，而對英國、法國及德國的貸款則由14.3%降至13.7%（圖5.19）。鑒於香港銀行業對英國、法國及德國銀行的貸款為數不少，而這三個國家的銀行又在負債累累的歐洲經濟體系有相當顯著的對外債權，因此本地銀行應對潛在的擴散風險與影響密切關注。

圖 5.19
2012年6月底香港銀行業於主要國家（所有行業）持有的對外債權



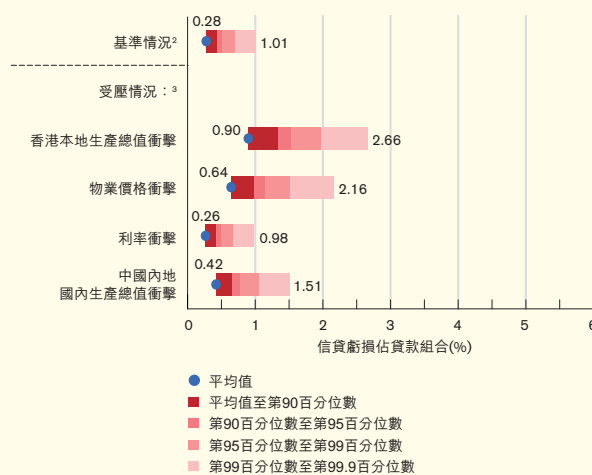
註：
1. 負債累累的歐洲經濟體系所指的是希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙。
2. 由於四捨五入，有關數字相加後未必等於100%。
資料來源：金管局。

信貸風險宏觀壓力測試^{49及50}

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果表明，香港銀行業仍保持穩健，應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。

圖5.20使用截至2012年第2季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊⁵¹下，零售銀行於2014年第2季的模擬信貸虧損比率。

圖 5.20
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險信貸虧損¹



註：
1. 有關評估將2012年第2季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙特卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情況下的信貸虧損分佈。
2. 基準情況：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情況：
香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2012年第3季至2013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2012年第3季至2013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）在首個季度（即2012年第3季）上升300基點，隨後的第2及3個季度不變，在第4個季度（即2013年第2季）再上升300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在年內按年放緩至4%。
資料來源：金管局職員估計數字。

根據估算，在各種假定宏觀經濟衝擊後的兩年內，零售銀行整體貸款組合的預期信貸虧損將處於溫和水平，介乎0.26%（利率衝擊）至0.9%（香港本地生產總值衝擊）之間。

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0.98%（利率衝擊）至2.66%（香港本地生產總值衝擊）之間，虧損幅度雖然較大，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%貸款損失。

⁴⁹ 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。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。本文估計時使用更新版本的架構。

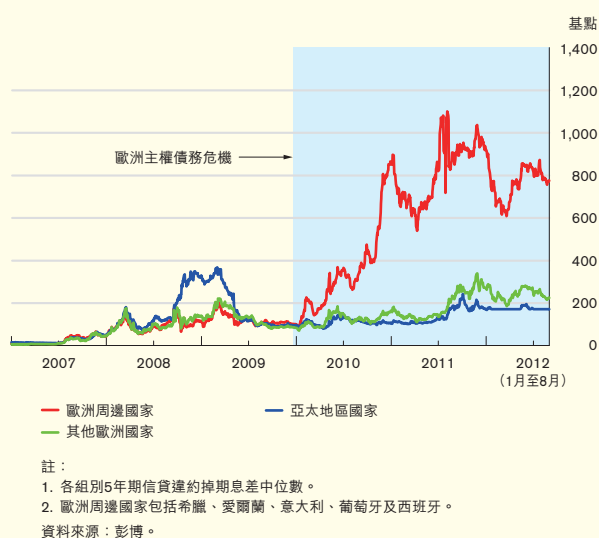
⁵⁰ 本報告呈列的香港銀行整體貸款組合的所有信貸虧損估計數字，均以經修訂的壓力測試框架為基礎。嚴格來說，這些估計數字不可與往期報告中透過過往框架得出的估計數字相比，主要原因是兩個框架採用不同的信貸虧損定義。具體來說，在經修訂框架下，任何衝擊後兩年內的信貸虧損的估計數字，為衝擊後第二年年底的估計具體撥備比率及第一年年底的估計具體撥備比例的50%之和；而在過往框架之下，信貸虧損的估算方法是以第二年年底的估計拖欠比率乘以估計違約損失率，而違約損失率則根據這兩年間的模擬物業價格變動釐定。

⁵¹ 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。

5.5 銀行體系的系統性風險

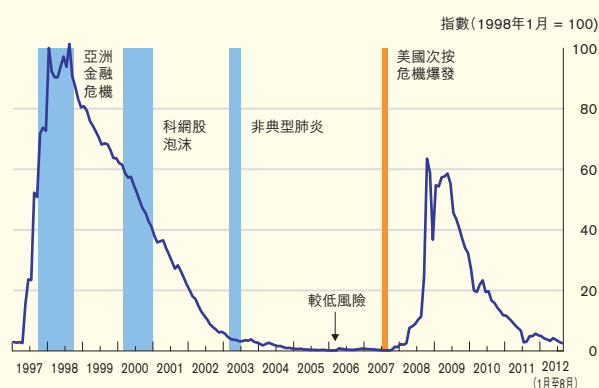
儘管歐洲主權債務危機於2012年上半年再度加劇，導致歐洲銀行的信貸違約掉期息差擴大，但亞洲銀行的信貸違約掉期息差仍保持在較低水平（圖 5.21），顯示亞洲銀行業的系統性風險迄今尚未因歐洲主權債務問題而受到嚴重影響。

圖 5.21 歐洲及亞洲銀行的信貸違約掉期息差



香港銀行困境指數（以市場為基礎的本地銀行業系統性風險指標）由 2012 年 2 月的 4.1 輕微下降至 8 月的 2.6（圖 5.22），表明銀行系統內的擴散風險仍然較低，銀行體系的相繼違約概率甚小。市場的樂觀看法亦與綜合預警系統的最新評估結果大致相符⁵²，該評估估計銀行陷入困境的概率繼續處於低脆弱程度的範圍，表明銀行體系仍然穩健及具備抵禦衝擊的能力。⁵³

圖 5.22 香港銀行困境指數



資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

金融穩定委員會近期已確定影子銀行為系統性風險的一個潛在來源。專題 5 透過分析非銀行上市公司的貸款活動來評估香港的影子銀行。評估表明，儘管本地非銀行機構貸款出現上升趨勢，但規模仍不大，而其槓桿比率、融資架構及與本地銀行業之間的相互關係亦不會構成重大顧慮。然而，在全球金融體系監管改革迅速變化的環境，這情況會有可能改變。因此，持續監察仍是必須的。

表 5.C 載列銀行體系的主要表現指標。

⁵² 綜合預警系統可根據 10 個領先指標估計銀行陷入困境的概率。這些領先指標包括：宏觀經濟基本因素、出現貨幣危機的可能性、銀行及非金融類公司違約風險、資產價格偏差、信貸增長，以及其他亞太經濟體系有否出現銀行陷入困境的情況。詳情請參閱黃學元等人 (2010)，「Predicting banking distress in the EMEAP economies」，《Journal of Financial Stability》，第 6(3) 期，第 169 至 179 頁。

⁵³ 綜合預警系統是一個 4 級風險評級系統。我們採用 E. Demircuc-Kunt 及 A. Detragiache (2000)，「Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach」，《World Bank Economic Review》，第 14(2) 期，第 287 至 307 頁的方法來逐一選出 4 個脆弱度類別的上限，使與該等限度相關的第 I 類誤差分別為 10%、30%、50% 及 100%。

表 5.C
銀行體系的主要表現指標¹ (%)

	06/2011	03/2012	06/2012
利率			
1 個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數)	0.20	0.33	0.30
3 個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	0.26	0.40	0.40
最優惠貸款利率 ³ 與 1 個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.80	4.67	4.70
最優惠貸款利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.74	4.60	4.60
綜合利率 ⁴	0.31	0.42	0.42
零售銀行			
資產負債表狀況⁵			
存款總額	2.6	1.4	1.3
港元	1.2	2.9	0.2
外幣	4.5	-0.5	2.7
貸款總額	4.5	1.1	3.4
本地貸款 ⁶	4.1 ^r	0.5 ^r	2.9
在香港以外使用的貸款 ⁷	7.3 ^r	4.4 ^r	6.1
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	47.1	8.2	6.4
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	4.9	2.3	-2.8
資產質素⁸			
估貸款總額百分比			
合格貸款	98.20	98.17	98.19
需要關注貸款	1.19	1.27	1.28
特定分類貸款 ⁹ (總額)	0.61	0.57	0.52
特定分類貸款(淨額) ¹⁰	0.37	0.32	0.30
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	0.48	0.49	0.45
盈利			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 ¹¹	0.02	0.01	0.01
淨息差 ¹¹	1.21	1.31	1.35
成本與收入比率 ¹²	43.6	46.0	44.4
流動資產比率(季度平均數)	36.2	40.6	39.7
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.01	0.01	0.01
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.20	0.21	0.21
撇帳率 – 按季年率計	1.57	1.59	1.81
– 本年度截至該日止以年率計	1.53	1.59	1.67
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率(綜合)	15.9	15.9	15.9

註：

- 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
- 參考香港銀行公會公布的港元利息結算利率。
- 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
- 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元付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站。
- 季度變動百分比。
- 在香港使用的貸款及貿易融資。
- 包括「其他」（即沒有指定用途的貸款）。
- 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
- 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
- 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
- 本年度截至該日止按年率計數字。
- 本年度截至該日止數字。

^r 經修訂數字。

專題 5 香港影子銀行 — 上市金融公司貸款概覽及評估

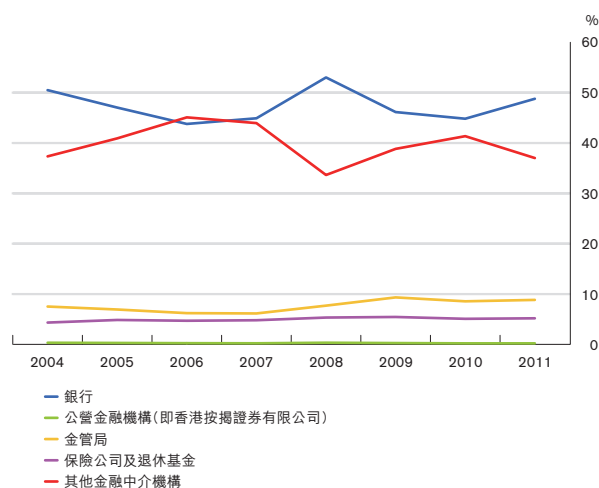
概覽

金融穩定委員會近期已指出，影子銀行⁵⁴是系統性風險的潛在來源。就此，金融穩定委員會(2011年)⁵⁵展開年度監察研究，以加強對影子銀行的監察及監管。本專題概述香港2012年監察研究的主要結果。

監察研究要求有關當局評估其自身金融體系的規模及組成(「宏觀測繪」評估)，以識別可能出現重大非銀行信貸中介及系統性風險的部門。

圖B5.1概述香港的評估結果。按資產規模計算，銀行仍是香港金融體系最大部門，於2011年底佔其總資產約49%。其他金融中介機構(包括貨幣市場基金、對沖基金、其他投資基金及金融公司⁵⁶)佔金融體系總資產的37%。其餘14%主要為保險公司、退休基金、公營金融機構及金管局的資產。⁵⁷

圖 B5.1
香港金融體系各部門的資產佔比



資料來源：彭博、政府統計處、香港按揭證券有限公司、強制性公積金計劃管理局、證券及期貨事務監察委員會、有關公司財務報告、金管局及其職員估計數字。

宏觀測繪評估顯示，其他金融中介機構的規模不小。然而，該結果並不意味著目前其他金融中介機構非常活躍參與影子銀行活動，因貸款佔其資產比例並不大。⁵⁸

上市金融公司的貸款

為深入研究該課題，我們縮小研究範圍，專注於金融公司⁵⁹的信貸中介活動。我們運用所有在香港上市並從事信貸中介的活躍非銀行金融公司⁶⁰的財務賬目數據，分析金融公司的貸款規模及趨勢。⁶¹

我們發現，在香港上市的金融公司按主要業務地點分為兩大組別，即內地及本地(香港)金融公司。就於香港上市的內地金融公司而言，年度報告資料顯示，該等公司大部分貸款是在內地的信貸組合，且香港銀行並非該等公司的主要的最終資金提供者，反映現時對香港的系統性風險影響有限。

⁵⁴ 影子銀行指涉及正規銀行體系外之實體及活動的信貸中介。

⁵⁵ 金融穩定委員會(2011年)，“Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation”。

⁵⁶ 在本專題中，金融公司指按彭博全球行業分類標準劃分為「金融」類別，且在資產負債表中呈報有「應收貸款」的上市非銀行公司。金融公司不包括保險公司。

⁵⁷ 由於對沖基金及保險公司的數據僅截至2010年止，2011年的數據乃假設2011年資產增長率與2010年的增長率相同的情況下估計而得。

⁵⁸ 於2011年底，其他金融中介機構約70%的資產為「其他投資基金」(主要為債券及股票基金)，該等資產不直接涉及貸款。就金融公司而言，儘管參與貸款業務的程度較高，但上市本地金融公司貸款佔其總資產的比例甚小，約為2%。

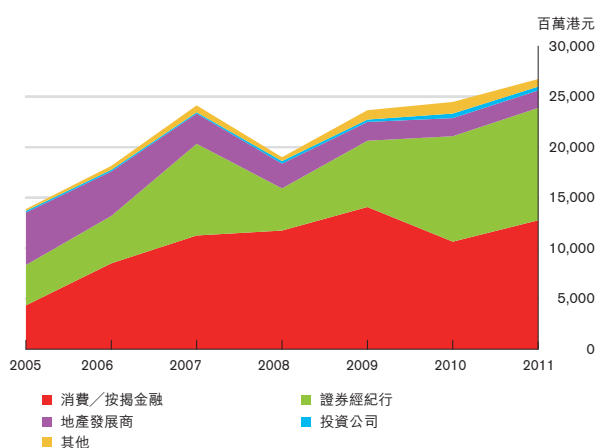
⁵⁹ 金融公司佔香港金融體系總資產約6.2%。

⁶⁰ 在本專題中，非銀行公司指並非認可機構的公司。

⁶¹ 因缺乏完整數據，本評估僅倚賴香港上市非銀行金融公司的數據作出，只能反映香港非銀行信貸中介體系的局部情況。因此，評估結果應謹慎詮釋。

就本地金融公司而言，研究發現 58 間上市本地公司從事貸款業務⁶²。該等本地金融公司貸款規模較小，相當於本地銀行業 2011 年底總貸款的 1% 以下。該等本地金融公司可根據其主要貸款業務分類為五大組別：(i) 消費／按揭金融公司；(ii) 證券經紀行；(iii) 地產發展商；(iv) 投資公司；及 (v) 其他。⁶³ 圖 B5.2 顯示貸款⁶⁴ 主要由消費者／按揭金融公司（例如第二按揭、信用卡發行、個人貸款及分期付款）及證券經紀行（主要以保證金融資的形式）提供。

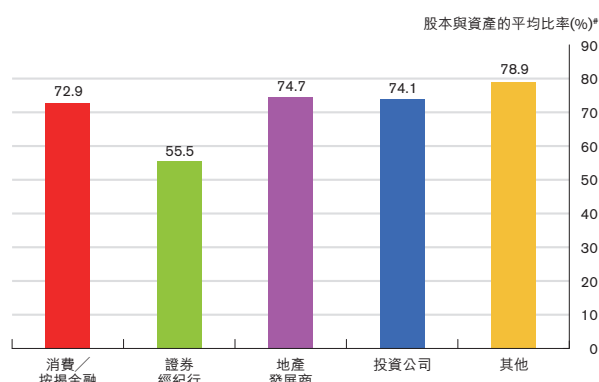
圖 B5.2
上市本地金融公司的貸款



資料來源：彭博、有關公司財務報告及金管局職員估計數字。

按槓桿比率評估本地金融公司的財務風險，該等公司的主要融資方式為股本融資，58 間本地金融公司的股本與資產比率平均為 68.9%（圖 B5.3）。這表明該等公司的槓桿比率及融資結構未必涉及相當高的系統性風險。

圖 B5.3
上市本地金融公司的槓桿比率

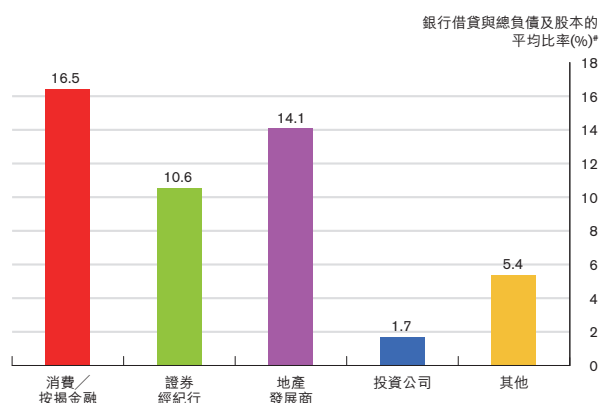


* 各類別公司的簡單平均值

資料來源：彭博、有關公司財務報告及金管局職員估計數字。

就與香港銀行業的相互聯繫而言，銀行借貸在本地金融公司的融資來源中佔比例較小，各類別本地金融公司的銀行借貸佔其總負債（包括股本）的比例介乎 1.7% 至 16.5%（圖 B5.4）。而該等本地金融公司的銀行借貸總額僅佔香港銀行業貸款總額約 3.5%⁶⁵，反映本地金融公司與香港銀行業的相互聯繫並不緊密。

圖 B5.4
上市本地金融公司的銀行借貸



* 各類別公司的簡單平均值

資料來源：彭博、有關公司財務報告及金管局職員估計數字。

結論

評估顯示，儘管本地金融公司貸款呈現上升趨勢，但規模仍不大，而該等公司的槓桿比率、融資結構及其與本地銀行業的相互聯繫並不構成重大憂慮。然而，我們仍須持續監察該等公司，因為這情況可能會在全球金融系統監管環境急促改變的情況下有所改變。

⁶² 該數目不包括本身為其他本地金融公司的附屬公司。

⁶³ 然而，由於多間金融公司的貸款業務涵蓋不同類別，因此金融公司的分類不能完全準確。

⁶⁴ 非銀行金融公司的貸款數字以其年度報告所載的「應收貸款」或類似項目作為代表。

⁶⁵ 假設所有本地金融公司的銀行借貸均由香港銀行提供，此假設傾向高估該等公司與香港銀行業的相互聯繫。

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付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。

兌換範圍

由弱方及強方兌匯保證匯率為上下限的美元兌港元的匯率範圍，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。外匯基金票據及債券計劃在1990年3月推出，多年來不斷擴充；外匯基金票據及債券期限由3個月至15年不等，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。

流動資產比率

香港所有認可機構必須將每月平均流動資產比率維持在不低於25%的水平。流動資產比率是指流動資產（如：有價債務證券及1個月內償還的貸款，而這些資產必須按照流動資產換算因數調整）與限定債務（基本上是指1個月內到期的所有負債）的比率，有關的計算方法及組成部份載於《銀行業條例》附表4。

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。

貨幣狀況指數

這是反映一個經濟體系整體貨幣狀況的指數。一般情況下，貨幣狀況指數是實質利率與實質匯率指數的加權總和，而有關權數反映兩者對整體需求或通脹的相對影響。

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。

本報告摘錄自《香港金融管理局季報》(2012年9月號)。

©2012 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)