



## 香港經濟有沒有高槓桿的隱憂？

戴道華  
高級經濟研究員  
Tel: 28266187  
michaeldai@bochk.com

在市場普遍關注新興市場槓桿情況的今天，對香港經濟的槓桿率卻沒有太多的留意。事實上，金管局在過去幾年一直提醒香港家庭的債務比率在一直攀升並屢創新高，同時香港經濟整體的槓桿比率其實在全球也處於相當高之列，那麼市場的這種平靜心態就有其特別之處。

BIS 關於全球 42 個主要經濟體的 Credit to non-financial sector 統計系列計算了各個經濟體的政府、家庭和非金融企業通過銀行貸款、債券等獲得的信貸總額及其相當於 GDP 的比率，提供可比的全球槓桿率數據。截至 2015 年第 3 季末，香港經濟的槓桿率 290%，顯著高於美國、歐元區和中國的 248%、270% 和 249%，在統計涵蓋的 42 個經濟體當中排第 9 位。

槓桿比率比香港為高的包括已經爆發債務危機的希臘、愛爾蘭和葡萄牙，另外日本也有沉重的政府債務問題。這些經濟體的高槓桿問題主要來自政府負債，而香港則相反，政府財政長期錄得盈餘，財政儲備加累計盈餘逾 1.4 萬億港元，2015 年底 1004 億港元的政府債券餘額並非因為財困，其發行主要是為了活躍港元債券市場。據此，香港經濟的高槓桿主要來自私人領域的家庭和非金融企業。

根據金管局的統計，香港家庭債務相當於 GDP 的比率其低位為 2007 年底金融海嘯前的 50.4%，之後持續攀升，至 2015 年底升至 66.4% 的新高。根據 BIS 的統計，香港家庭的槓桿比率截至 2015 年第 3 季時則為 67.0%，兩者稍有不同，但差別很小，應該可以較為準確地反映香港家庭的債務或槓桿情況。縱向比較，無疑香港家庭的槓桿比率近年來不斷攀升至新高水平，橫向比較，則該槓

聲明：  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

桿率在 BIS 統計的 42 個經濟體中屬於偏高，排在第 18 位，家庭負債比率更高的有很多發達經濟體如英、美、加、澳、紐等，另外北歐社會保障和福利制度較佳的多國如瑞士、瑞典、丹麥、挪威等的家庭負債也顯著高於香港。在新興市場，韓國和泰國的家庭負債比率也顯著更高，而日本和新加坡的家庭債務比率則分別為 65.8% 和 60.8%，顯示香港家庭負債雖然不斷攀升，但應該不算嚴重。

根據金管局的統計口徑，香港家庭負債由住宅樓宇按揭貸款、信用卡墊款和其他私人用途貸款組成。根據最新統計（截至今年首季），香港家庭的住宅樓宇按揭貸款餘額為 10795 億港元，剛好佔家庭總負債的七成，而它歷來是香港銀行業最優質的資產之一，最新的拖欠比率為 0.03%，而在 2003 年中當香港住宅樓價累計下跌近七成時，其拖欠比率也只是 1.12%。另外，人口普查數字顯示在香港近 240 萬個家庭住戶中，52% 居住在自置物業內，當中 60% 沒有按揭及貸款，其餘的 40% 有按揭或貸款的住戶中，按揭供款及借貸還款對收入比率中位數僅為 19.6%。據此，香港家庭主要來自按揭貸款的債務比率雖然持續攀升，其風險卻並不高，因為它主要源自近年來住宅樓價持續跑贏經濟增長。

由於特區政府幾乎沒有負債，香港家庭的債務比率也非嚴重偏高，那麼可以推斷香港經濟的高槓桿率主要源自非金融企業。BIS 的統計顯示香港非金融企業的債務比率相當於 GDP 的 218.2%，在統計的 42 個經濟體裏僅低於盧森堡的 326.7%，比起市場普遍關注的中國非金融企業的債務比率 166.3% 高得多。不過，深究之下，這與香港國際金融中心的地位密切相關，即香港向非金融企業提供了大量的銀行信貸和債券等債務融資，而有關資金很多投向香港以外，換言之香港經濟增長本身所需要的資金量並不要那麼多，以該債務總額除以香港 GDP 便會得出偏高的債務/槓桿比率。

香港 2015 年名義 GDP 為 2.4 萬億港元，規模排在全球第 33 位，但由於是全球三大金融中心之一，香港股市總市值逾 10 倍於本地 GDP，銀行業總資產 8 倍於 GDP，基金業管理資產逾 4 倍於 GDP，外匯儲備 1.2 倍於 GDP，只有港元債市規模相對較小，為 0.6 倍於 GDP，全球其他擁有國際金融中心的經濟體有關的比率均不能全面超過香港。由於一個經濟體的債務/槓桿比率主要來自銀行信貸和債券，那麼把銀行業總資產和本幣債券市場加總，其相當於

GDP 的比率超過香港的就只有盧森堡和愛爾蘭，而這兩個經濟體與香港一樣都以離岸金融和稅務天堂著稱。

根據金管局的統計，香港銀行業 2015 年 7.5 萬億港元的總貸款裏面，有 2.3 萬億港元或三成是在香港境外使用的貸款。另外，金管局也單獨統計香港銀行業發放的與內地相關貸款，該統計包括認可機構向中國內地企業和非內地企業的貸款以及認可機構內地分行入賬的貸款，該類別貸款餘額在 2015 年底高達 3.3 萬億港元，相當於總貸款的 44%。同理，企業在香港以發行港元、美元、人民幣等幣種債券取得的融資很多也投放到了香港以外，那麼企業的信貸和債券融資除以本港 GDP 而得出的債務/槓桿比率就會高估了實際情況。

股市用來量度企業槓桿的方法很多，其中一個是企業總債務相當於股東資本的比率，根據 Bloomberg 的統計，目前恆指成份股總債務相當於總股本的比率為 110%（包括金融和非金融企業），而滬深 300、S&P500、道指、FTSE100、日經 225、DAX、韓國 KOSPI 和臺灣股指的有關比率分別為 224%、112%、185%、124%、73%、151%、91% 和 76%，可見與全球主要股指上市公司相比，香港主要上市公司的債務比率其實並不算高。因此綜合來看，香港經濟應該沒有高槓桿的隱憂，惟銀行業就還是需要審慎管理非香港使用貸款的信貸風險。

## 近期報告

- |                                 |        |       |
|---------------------------------|--------|-------|
| 1. 內地 A 股離 MSCI 指數還有多遠          | 蘇杰     | 06.01 |
| 2. 熊貓債漸入發行旺季 對點心債挑戰加大           | 應堅     | 05.31 |
| 3. 美元轉勢下的全球外匯市場走勢分析             | 張朝陽、柳洪 | 05.27 |
| 4. 從人民幣資產持有量看人民幣國際化             | 戴道華    | 05.27 |
| 5. 人民幣在國際貨幣支付中的排名波動不影響人民幣國際貨幣地位 | 孔玲     | 05.26 |
| 6. 聯儲局“加息週期”或近尾聲                | 卓亮     | 05.26 |
| 7. 中國的貨幣環境是鬆還是緊？                | 戴道華    | 05.19 |
| 8. 一季度香港經濟增長遜預期                 | 蔡永雄    | 05.13 |
| 9. 美元匯率變動的影響                    | 戴道華    | 05.10 |
| 10. 東盟銀行一體化為區域發展帶來新轉變           | 譚愛璋    | 05.06 |
| 11. 香港樓市負資產攀升今非昔比               | 張文晶    | 05.05 |
| 12. 美國勞工市場的質素尚存改進空間             | 蔡永雄    | 05.03 |
| 13. 市場波動減少 人民幣國際使用加快            | 應堅     | 04.28 |
| 14. 聯儲局維持利率不變，6 月份加息機會仍低        | 蔡永雄    | 04.28 |
| 15. 香港的眾籌發展方向何去何從？              | 張文晶    | 04.25 |
| 16. 如何看待內地增長放緩中的信貸增長            | 戴道華    | 04.20 |
| 17. 把握「上海金」啟動助奪國際黃金定價權          | 巴晴     | 04.19 |
| 18. “業務流程” 公佈境外央行有望加快增持人民幣      | 應堅     | 04.15 |
| 19. 新自貿區擴大跨境人民幣使用，有待香港金融業“掘金”   | 應堅     | 04.15 |
| 20. 一季度內地經濟增長 6.7%，積極變化漸現       | 蔡永雄    | 04.15 |