



香港经济月报

林俊泓, CFA

高级经济师

ryancwlam@hangseng.com

信贷供应对促进经济增长的作用正在减退？

经济研究

2015年6月

- 近年信贷扩张与经济增长率出现明显的差距。在2008年至2014年间，香港年均经济增长率仅为2.6%，与同期信贷年均增幅高达14%相距甚远。
- 这分歧的其中一个可能原因，是香港经济增长较以往更依赖对信贷需求较大的经济活动比如投资。只是，据我们的研究结果，投资占比增大并非导致信贷与经济增长率出现差距的主要原因。事实上，投资占比增大只能解释期内信贷回报率的变幅约10%。
- 另一个可能性是跨境融资需求上升导致资金外流。我们认为资金外流虽起一定作用，但亦非主导因素。即使近年海外融资需求迅速扩张，在香港以外使用的贷款比重仍低于历史平均水平。
- 我们提出两项观点，以解释信贷与经济增长率差距扩大的现象：
 1. 在银行贷款组合中，对固定投资需求较低的行业贷款比重上升。来自批发及零售业的融资需求很大程度为应付营运所需，而非作投资用途。
 2. 更高比例的信贷被投入资本市场。资产所有权转变并不能带来额外的经济产出，令信贷与经济增长出现差距。
- 此发展趋势可能延续下去，尽管当前融资成本仍处于极低水平，但信贷扩张对推动经济发展的支持作用料难及以往。

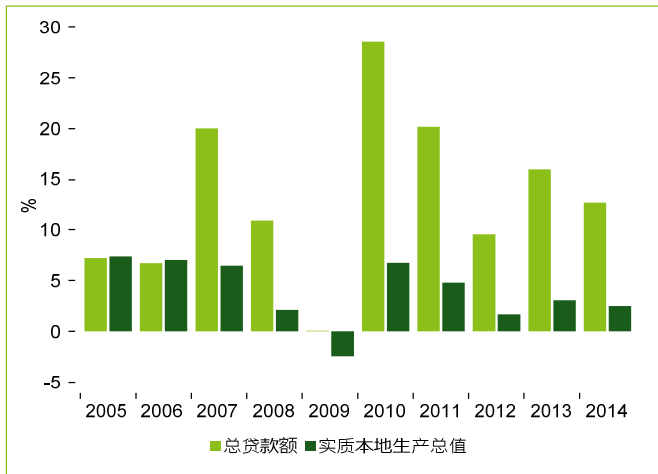


信贷扩张与经济增长差距增加

在没有实物支持的法定货币(fiat money)体系下，信贷供应为经济运行的润滑剂，这是认识现代经济体系的重要一环。信贷扩张对促进经济发展的正面作用显而易见。短期而言，当信贷供应增加，市民消费意欲随之增强，而商家也更愿意扩大投资。就长远发展来说，倘早期投资能够取得理想回报，经济增长也会因而提升。

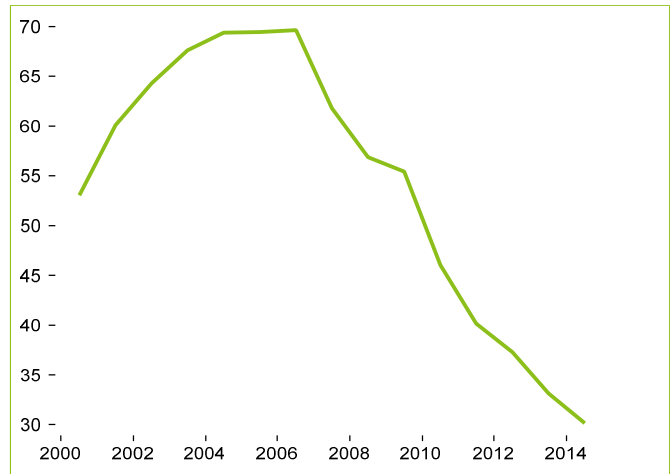
不过，在2008年环球金融危机过后，香港信贷供应与经济增长的正向关系却出现变化。事实上，在目前香港的经济复苏中，其一让人费解的特点是信贷供应虽保持快速扩张，但经济却以一个较缓慢的速度增长(表 1)。在2008年至2014年间，香港年均经济增长率仅为2.6%¹，与同期信贷年均增幅高达14%相距甚远。在2008年，每单位的新增信贷能够创造出0.6个单位的本地生产总值，但至2014年，每单位的新增信贷仅能创造出0.3个单位的本地生产总值(表 2)，信贷回报率跌幅约一半。换言之，在2014年经济增长率每提高1个百分点，所要求的信贷供应量为2008年的一倍。目前市场对信贷供应与经济增长出现差距的现象尚欠全面解读，笔者拟于下文分析有关现象，解释香港信贷扩张背后的推动因素，冀能为香港经济前景提供更多启示。

表 1: 香港总贷款额及实质本地生产总值 (%、按年)



资料来源: Macrobond, 恒生银行

表 2: 贷款占本地生产总值百分比 (%)



资料来源: Macrobond, 恒生银行

反映投资占比增大?

首先需要回答的是，为何香港信贷回报率似乎较数年前大幅下滑? 其中一个可能原因，是香港经济增长较以往更依赖信贷密集型²经济活动。相比本地生产总值内其他组成部份，投资对资金需求较大，且杠杆程度较高，可视之为信贷密集的经济活动。倘经济发展日益依赖信贷密集的投资活动，则可能出现信贷快速增加，但同时经济增

¹ 除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

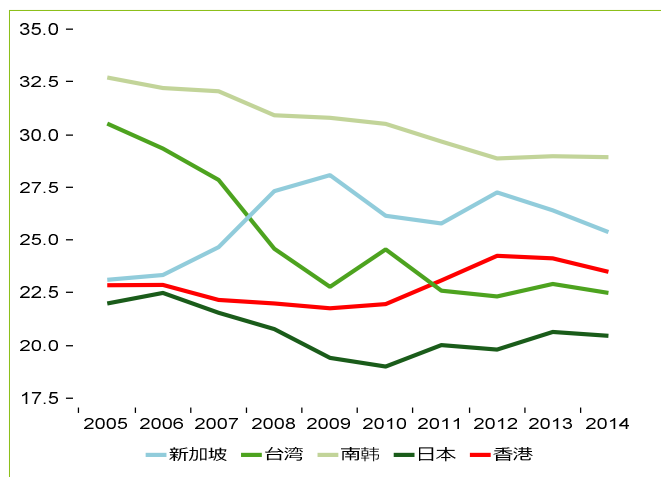
² 笔者以每单位本地生产总值所需之信贷额衡量信贷密集程度



长滞缓的现象。

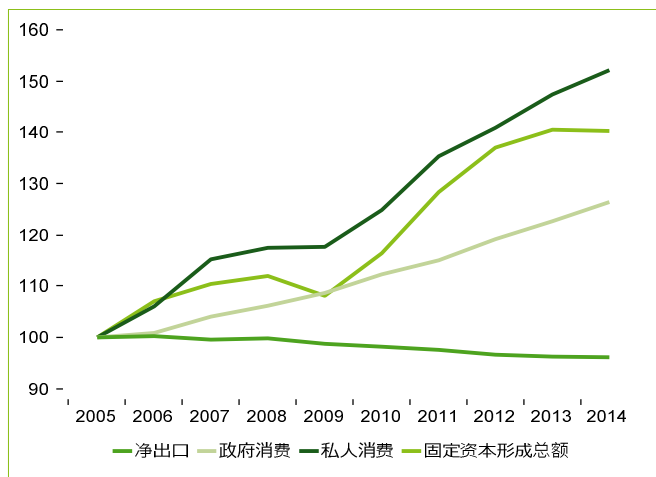
诚然，投资占比增大确能部份解释为何香港信贷回报率出现下滑。在一众亚洲工业化经济体当中，只有新加坡及香港的投资占本地生产总值百分比比较2008年有所上升(表 3)。由于楼宇及建造投资需求重拾强势，香港固定资本形成总额在过去数年录得相当可观的升幅。另一方面，本地生产总值中其他对信贷需求较低的组成部份如政府消费及净出口，其增速却相对较慢(表 4)。此消彼长，固定资本形成总额目前占本地生产总值百分比已从2008年的22%攀升至23.5%。

表 3: 固定资本形成总额 (占本地生产总值百分比)



资料来源: Macrobond, 恒生银行

表 4: 本地生产总值组成部份 (2005年为100)



资料来源: Macrobond, 恒生银行

由此可见，关键问题并不在于经济组成部份发生变化会否对信贷回报率构成影响，而在于其影响程度如何。乍眼看来，量化投资占比增大的影响存在不少困难。事实上，衡量其具体影响并不如想象般繁复。我们可把本地生产总值占总贷款额比率(或简称为信贷回报率)以下列方式分解，为其影响程度作一判断:

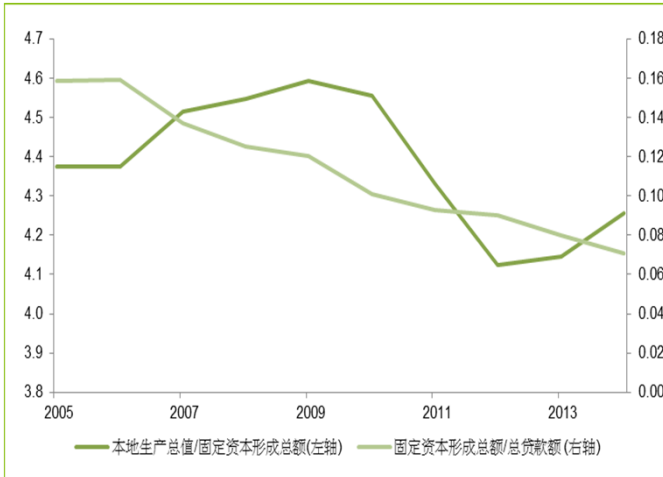
$$\frac{\text{本地生产总值}}{\text{总贷款额}} = \frac{\text{本地生产总值}}{\text{固定资本形成总值}} \times \frac{\text{固定资本形成总值}}{\text{总贷款额}} \quad \text{方程式 (1)}$$

$$\Delta \frac{\text{本地生产总值}}{\text{总贷款额}} = \Delta \frac{\text{本地生产总值}}{\text{固定资本形成总值}} + \Delta \frac{\text{固定资本形成总值}}{\text{总贷款额}} \quad \text{方程式 (2)}$$

在方程式(2)的右方，首项代表投资对经济增长贡献加大的影响，次项则概括了其他因素的影响。经过上述的简单计算，我们可以判断信贷回报率之变化，到底是由于投资占比增大，还是受其他因素影响。我们把分析结果列示于表5及表6。

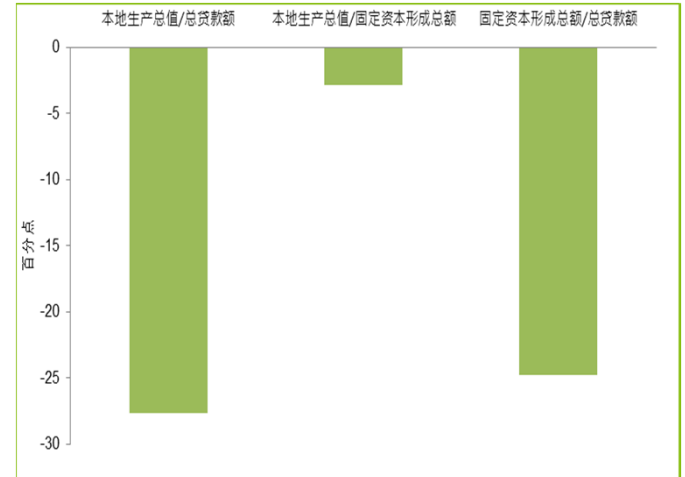


表 5: 本地生产总值占贷款额比率的组成部份



资料来源: 恒生银行

表 6: 2008年至2014年间本地生产总值占贷款额比率变化之贡献



资料来源: 恒生银行

按此分析，结论相当明确。经济增长对投资依赖度提升只能有限地解释过去10年香港信贷回报率下滑的现象。如果与不断下跌的固定资本形成总值占总贷款额比率比较，投资占本地生产总值比重之变化几乎可以忽略(表 5)。据我们估算，投资占比增大只能解释2008年至2014年间信贷回报率的变幅约10%(表 6)。余下来的90%变幅则受其他因素影响。换言之，信贷供应对经济增长的支持作用减低，并非因为投资比重上升，而是因为信贷供应对于刺激投资的作用减弱所致。

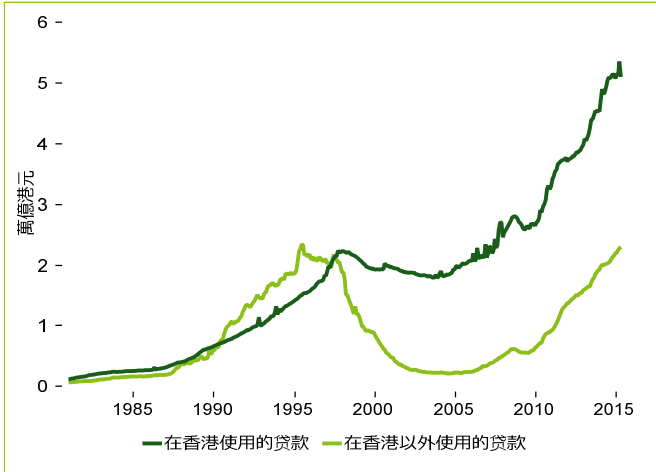
应否归因于资金外流?

接下来需要分析，为何信贷供应增加未能刺激更多本地投资活动？其中一种可能性是跨境融资需求上升导致资金外流。在一个完全封闭的经济体，信贷供应的变化悉数反映于本地生产总值。然而，对开放经济体的情况却截然不同，本地银行可把资金用于海外业务，因此，信贷供应扩张的作用未必能完全体现于本地经济活动。

香港作为国际金融中心，故自2005年以来在香港以外使用的贷款比重快速上升并不让人诧异(表 7)。在中资企业积极于离岸市场发掘融资机会令相关需求大增的支持下，香港以外使用的贷款额于2008年至2014年间以每年23.4%的速度增长。至2014年末，在香港以外使用的贷款余额已经超过2.2万亿元，占本地总贷款额逾30%(表 8)。

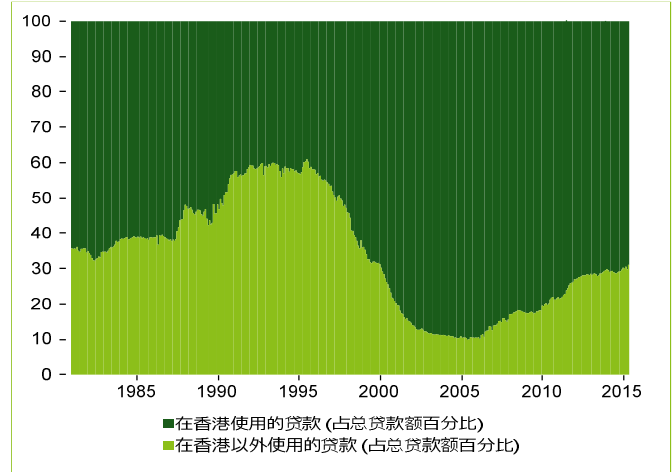


表 7: 在香港使用与在香港以外使用的贷款



资料来源: Macrobond, 恒生银行

表 8: 贷款组成部份 (占总贷款百分比)



资料来源: Macrobond, 恒生银行

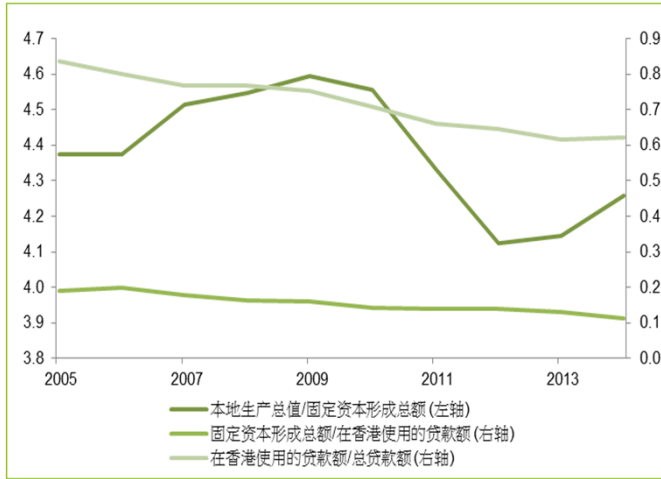
换言之，目前逾三成的信贷额度并非用于支持本土经济活动。但资金外流对贷款回报率下滑又有多大影响？我们采取与上文相类似的分析手法以衡量有关影响：

$$\begin{aligned} & \Delta \frac{\text{本地生产总值}}{\text{总贷款额}} \\ &= \Delta \frac{\text{本地生产总值}}{\text{固定资本形成总值}} + \Delta \frac{\text{固定资本形成总值}}{\text{在香港使用的贷款额}} + \Delta \frac{\text{在香港使用的贷款额}}{\text{总贷款额}} \end{aligned}$$

与前文相同，在方程式右方的首项代表投资占本地生产总值比重增大的影响。方程式的次项则概括了其他因素的影响。方程式尾项则反映资金外流的影响，亦为分析焦点所在。我们把结果列示于表9及表10。

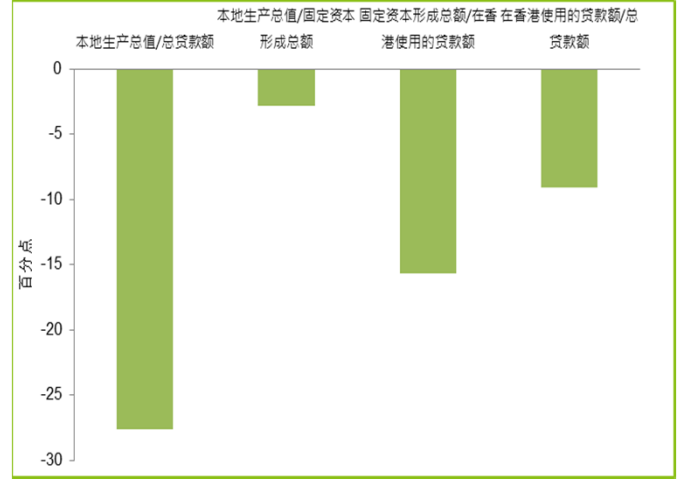


表 9: 在香港使用与在香港以外使用的贷款



资料来源: 恒生银行

表 10: 2008年至2014年间本地生产总值占贷款额比率变化之贡献



资料来源: 恒生银行

从表10可见，虽然资金外流的影响值得注意，但却难以完全解释过去数年本地生产总值占贷款比率的变化。这是因为即使近年海外融资需求迅速扩张，在香港以外使用的贷款比重仍低于历史平均水平(表 8)。鉴于银行海外贷款占比仍相对温和，在香港使用的贷款比重下滑，亦只能解释信贷回报率变幅的三分之一(表 10)。反而本地贷款对推动投资的作用下滑，成为信贷回报率持续下降的主要原因。据我们的分析，这因素亦解释了信贷回报率的变幅逾半。总括而言，资金外流虽起一定作用，但却非主导因素。

解读信贷回报率下降之谜

鉴于目前流行的理论难以解释信贷回报率持续下滑的现象，我们在此提出两项观点，期望能为读者带来更多启示。

首先，在银行贷款组合中，对固定投资需求较低的行业贷款比重上升。在过去5年，批发及零售业贷款平均每年增长25.8%，增速领先其他类别贷款。此类贷款占总贷款的比重，亦由2005年的5.2%增加一倍至2014年的10.5%(表 11)。然而，这变化却为宏观经济发展带来一定挑战，因为来自批发及零售业的融资需求大部份为应付营运所需，而非作投资用途。批发及零售业对固定投资的需求属所有主要行业中最底的(表 12)。而固定资本形成总额并不包括用于购买流动资产的开支。从这角度观之，不难理解为何信贷供应及投资增长持续出现差距。

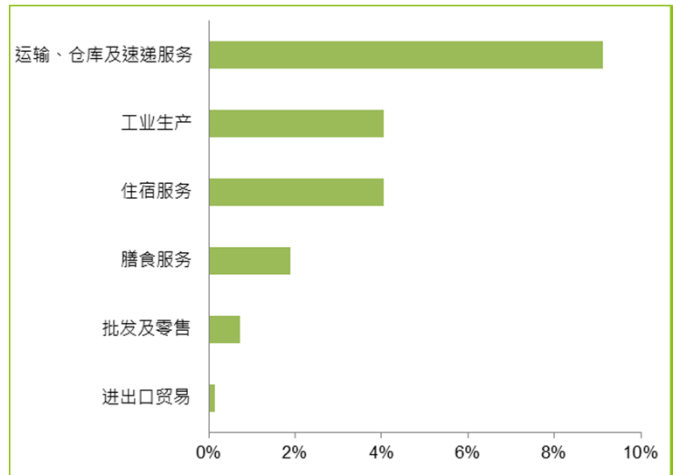


表 11: 批发及零售业贷款额
(占总贷款额百分比)



资料来源: Macrobond, 恒生银行

表 12: 固定资产的买卖净值
(2013年占销售及其他收益百分比)



资料来源: CEIC, 恒生银行

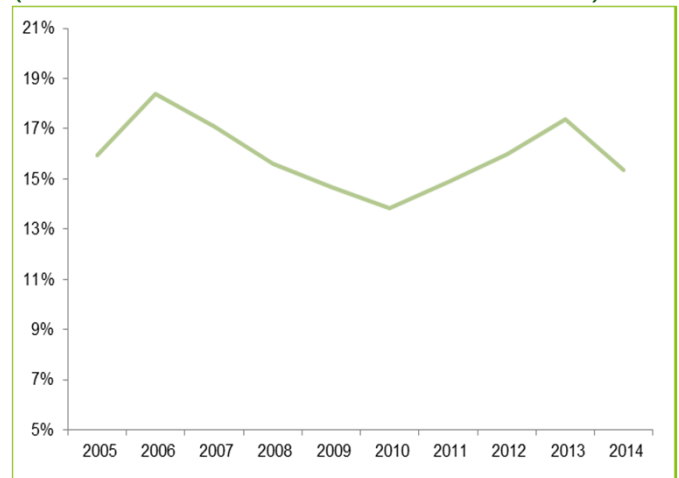
其次，更高比例的信贷被投入资本市场。早至1930年代，著名的奥地利学派经济学家熊彼得(Joseph Schumpeter)已将投入生产行业与投入资本市场的信贷供应³明确区分。他认为经济与信贷同步增长的关键在于企业家获得融资。更准确来说，如果将信贷的更大部份投放于资本市场，现有资产的融资并不能带来额外的经济产出，并会削弱信贷与经济增长之间的关系。我们认为目前的数据支持有关观点。从表13及表14中可见，即使其他贷款对投资的刺激作用维持平稳，但物业相关贷款⁴对于推动楼宇及建造投资的作用正在消退。

表 13: 楼宇及建造投资
(占物业相关贷款百分比)



资料来源: CEIC, 恒生银行

表 14: 机器及设备投资
(占撇除物业相关及批发和零售贷款后总贷款百分比)



资料来源: CEIC, 恒生银行

³ Joseph A. Schumpeter (1934), *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press

⁴ 物业相关贷款包括用作楼宇、建筑、物业发展与投资及购买私人住宅楼宇的贷款



结语

总括而言，近年香港信贷市场的发展状况较表面数字反映的更为复杂。本文主要带出四项结论：

- 投资占本地生产总值比重增大并非导致信贷与经济增长出现差距的主要原因；
- 由跨境融资引发的资金外流虽起一定作用，却非主导因素；
- 信贷回报率下滑主要反映本地贷款对促进投资的作用减退；
- 对固定投资需求较低的行业贷款比重上升，以及更多信贷投入资本市场，可以解释为何信贷与经济增长出现差距。

近年信贷供应与经济增长出现差距的趋势可能延续下去。尽管当前融资成本仍处于极低水平，信贷扩张对推动经济发展的支持作用料难及以往。若收入增长持续落后信贷增长，有关发展可能带来信贷扩张可持续性的疑虑。我们虽不认为短期内会带来危机，但需对有关的发展动向多加关注。



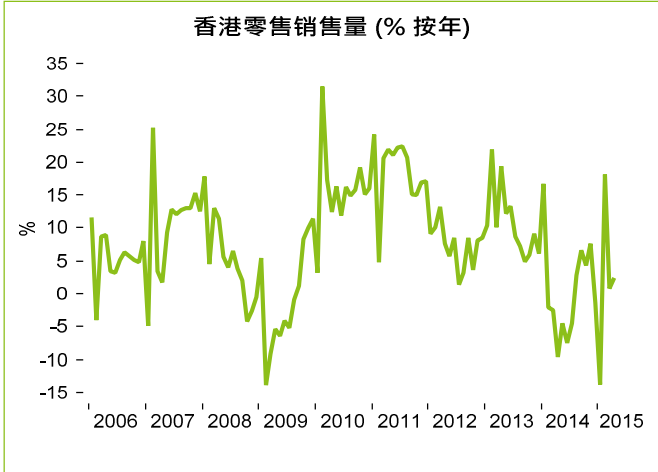
香港经济统计数据

2015年6月

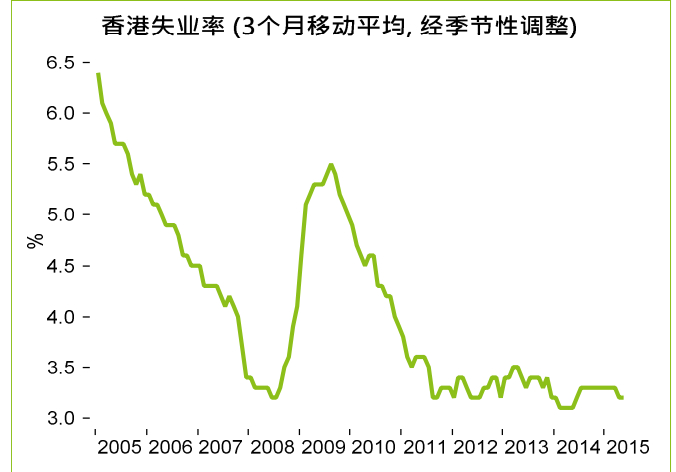
	本地生产总值		零售		对外贸易					失业率 %	消费物价 指数 按年增长 (%)
	名义(10亿港元)	实质按年增长 (%)	按年增长 (%)	零售 销售量 按年增长 (%)	整体出口		进口		贸易差额 10亿港元		
					10亿港元	按年增长 (%)	10亿港元	按年增长 (%)			
2006年	1,503	7.0	7.2	5.7	2,461	9.4	2,600	11.6	-138.8	4.8	2.0
2007年	1,651	6.5	12.8	10.1	2,688	9.2	2,868	10.3	-180.5	4.0	2.0
2008年	1,707	2.1	10.6	5.0	2,824	5.1	3,025	5.5	-201.1	3.5	4.3
2009年	1,659	-2.5	0.6	-0.8	2,469	-12.6	2,692	-11.0	-223.3	5.2	0.5
2010年	1,776	6.8	18.3	15.5	3,031	22.8	3,365	25.0	-333.8	4.3	2.4
2011年	1,934	4.8	24.8	18.4	3,341	10.1	3,767	11.9	-426.4	3.4	5.3
2012年	2,037	1.7	9.0	7.0	3,434	2.9	3,912	3.9	-478.0	3.3	4.1
2013年	2,139	3.1	11.0	10.8	3,562	3.6	4,065	3.8	-502.9	3.3	4.3
2014年	2,256	2.5	-0.2	0.6	3,675	3.2	4,225	3.9	-550.0	3.2	4.4
2015年预测	2,356	2.4	1.0	1.0	3,785	3.0	4,394	4.0	-608.8	3.4	3.3
2016年预测	2,471	3.0	4.0	3.0	3,975	5.0	4,658	6.0	-683.1	3.7	4.0
2014年第1季	532	2.7	4.2	4.0	818	0.7	942	2.1	-124.0	3.1	4.1
第2季	522	2.0	-7.0	-7.2	901	4.8	1,042	4.6	-140.7	3.2	3.7
第3季	580	2.9	1.6	1.6	985	5.9	1,109	5.7	-124.0	3.3	4.8
第4季	612	2.4	0.2	3.5	971	1.2	1,133	3.3	-161.3	3.3	5.1
2015年第1季	572	2.1	-2.3	0.0	836	2.3	955	1.4	-119.1	3.3	4.4
2014年1月	不适用	不适用	14.4	16.7	303	-0.4	323	-2.7	-20.0	3.1	4.6
2月	不适用	不适用	-2.2	-2.2	213	-1.3	267	6.8	-53.7	3.1	3.9
3月	不适用	不适用	-1.5	-2.5	302	3.4	352	3.2	-50.4	3.1	3.9
4月	不适用	不适用	-9.9	-9.6	286	-1.6	341	2.4	-55.3	3.1	3.7
5月	不适用	不适用	-3.9	-4.6	306	4.9	348	3.7	-42.4	3.1	3.7
6月	不适用	不适用	-6.9	-7.5	309	11.4	352	7.6	-43.1	3.2	3.6
7月	不适用	不适用	-3.2	-4.6	326	6.8	368	7.5	-42.1	3.3	4.0
8月	不适用	不适用	3.5	2.8	327	6.4	359	3.4	-31.5	3.3	3.9
9月	不适用	不适用	4.8	6.6	332	4.5	382	6.3	-50.4	3.3	6.6
10月	不适用	不适用	1.4	4.3	332	2.7	382	5.6	-49.8	3.3	5.2
11月	不适用	不适用	4.2	7.6	327	0.4	379	2.4	-52.2	3.3	5.1
12月	不适用	不适用	-4.0	-1.4	313	0.6	372	1.9	-59.3	3.3	4.9
2015年1月	不适用	不适用	-14.5	-13.8	312	2.8	349	7.9	-37.0	3.3	4.1
2月	不适用	不适用	14.8	18.3	228	7.2	264	-0.9	-35.9	3.3	4.6
3月	不适用	不适用	-2.9	0.8	296	-1.8	342	-2.7	-46.2	3.3	4.5
4月	不适用	不适用	-2.2	2.4	292	2.2	331	-2.9	-39.2	3.2	2.8
5月	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	3.2	3.0
年初至今	572	2.1	-2.3	0.5	1,128	2.2	1,287	0.3	-158.3	3.3	3.8

	存款总额		人民币存款总额		贷款总额		货币供应 (总M3)	住宅物业 价格指数	写字楼 租金指数	抵港旅客	
	10亿港元	按年增长 (%)	10亿人民币	按年增长 (%)	10亿港元	按年增长 (%)	按年增长 (%)	年初至今 (%)	年初至今 (%)	千人	按年增长 (%)
2006年	4,757	17.0	23	3.6	2,468	6.7	15.5	4.1	15.0	25,251	8.1
2007年	5,869	23.4	33	42.7	2,962	20.0	20.6	25.7	14.6	28,169	11.6
2008年	6,060	3.2	56	67.8	3,284	10.9	2.6	-11.1	9.2	29,500	4.7
2009年	6,381	5.3	63	11.9	3,289	0.1	5.2	28.5	-9.8	29,590	0.3
2010年	6,862	7.5	315	402.2	4,227	28.6	8.0	21.0	12.5	36,030	21.8
2011年	7,591	10.6	589	86.9	5,081	20.2	12.9	11.1	15.5	41,921	16.4
2012年	8,297	9.3	603	2.5	5,569	9.6	11.0	25.7	7.7	48,615	16.0
2013年	9,180	10.7	860	42.7	6,457	16.0	12.4	7.7	7.1	54,299	11.7
2014年	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.3	4.3	60,839	12.0
2015年预测	11,182	11.0	不适用	不适用	8,149	12.0	12.0	0.0	0.0	65,706	8.0
2016年预测	12,468	11.5	不适用	不适用	9,168	12.5	12.5	-3.0	-3.0	70,306	7.0
2014年第1季	9,189	10.0	945	41.4	6,826	19.0	12.2	-0.6	1.0	14,698	15.3
第2季	9,612	13.3	926	32.7	7,074	16.0	15.0	2.1	2.3	13,831	9.6
第3季	9,920	11.4	944	29.4	7,210	12.7	12.3	8.6	3.8	16,130	11.2
第4季	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.5	4.4	16,180	12.1
2015年第1季	10,406	13.2	952	0.7	7,627	11.7	11.8	4.7	1.4	15,421	4.9
2014年1月	9,184	7.6	893	43.2	6,697	17.8	9.6	-0.2	-0.2	5,455	17.8
2月	9,330	10.6	920	41.2	6,908	21.8	12.9	-0.3	0.4	4,417	9.8
3月	9,189	10.0	945	41.4	6,826	19.0	12.2	-0.6	1.0	4,825	18.1
4月	9,392	10.8	960	41.8	6,852	18.1	12.5	0.0	1.3	4,748	10.9
5月	9,522	11.0	956	36.8	6,966	18.0	12.7	0.9	2.0	4,591	10.8
6月	9,612	13.3	926	32.7	7,074	16.0	15.0	2.1	2.3	4,493	6.9
7月	9,848	14.4	937	34.8	7,141	15.5	16.0	4.6	3.3	5,374	11.2
8月	9,855	13.9	937	32.0	7,142	14.0	15.4	6.6	3.6	6,010	12.2
9月	9,920	11.4	944	29.4	7,210	12.7	12.3	8.6	3.9	4,747	10.2
10月	10,037	11.9	944	20.7	7,282	13.7	12.2	10.4	3.9	5,214	12.6
11月	10,075	11.1	974	17.8	7,287	12.8	11.2	11.8	4.2	5,300	15.7
12月	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.5	4.4	5,666	8.5
2015年1月	10,186	10.9	981	9.9	7,366	10.0	10.4	2.3	0.3	5,610	2.8
2月	10,152	8.8	973	5.7	7,365	6.6	8.3	4.7	0.7	5,406	22.4
3月	10,406	13.2	952	0.7	7,627	11.7	11.8	4.7	1.4	4,405	-8.7
4月	10,504	11.8	955	-0.5	7,401	8.0	10.3	6.8	2.4	4,789	0.9
5月	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
年初至今	10,504	11.8	955	-0.5	7,401	8.0	10.3	6.8	2.4	20,210	3.9

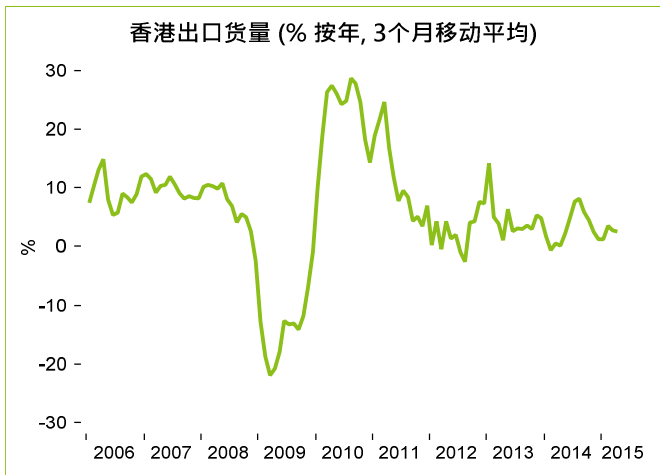
资料来源: 香港政府统计处, 金管局, 差饷物业估价署, 旅发局, CEIC, 恒生银行



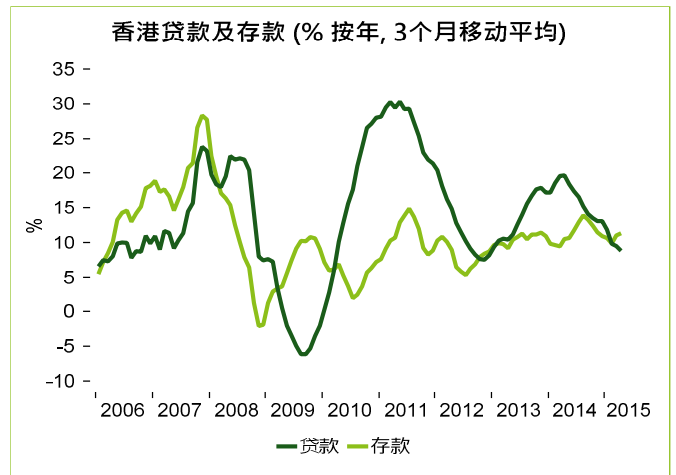
资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



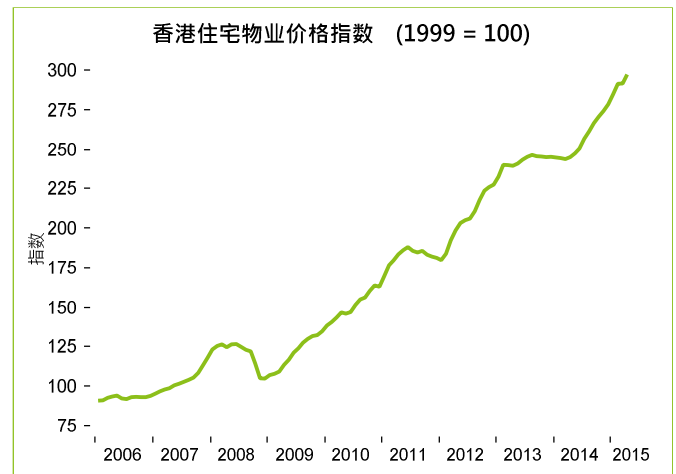
资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



免责声明

本档由恒生银行有限公司（「恒生」）提供，内含之资料，乃从相信属可靠之来源搜集，而当中之意见仅供参考之用，意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见，乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见，而有关分析员过去、现在或未来之报酬，并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性，并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见，或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺，亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估，并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定，并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见，因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。