



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

2023年9月

本報告分析2023年2月底至2023年8月底期間的統計資料。

# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

## 2023年9月

### 目錄

<b>1. 總結及概述</b>	<b>3</b>
<b>2. 全球環境及展望</b>	<b>8</b>
2.1 外圍環境	8
2.2 中國內地	10
<b>3. 本港經濟</b>	<b>18</b>
3.1 實體經濟活動	18
3.2 勞工市場狀況	19
3.3 通脹	19
<b>4. 貨幣及金融狀況</b>	<b>25</b>
4.1 匯率及資金流	25
4.2 貨幣環境及利率	26
4.3 股市	29
4.4 債券市場	31
4.5 物業市場	37
<b>5. 銀行業表現</b>	<b>41</b>
5.1 盈利及資本額	41
5.2 流動性及利率風險	43
5.3 信貸風險	45
5.4 系統性風險	50
專題 1 中國內地的出口競爭力是否得益於其龐大的本土市場？	14
專題 2 利用細緻數據及深度學習評估中小企融資擔保計劃的成效	21
專題 3 評估債券代幣化的好處	34
專題 4 將非金融類企業納入銀行信貸風險宏觀壓力測試框架	53

### 詞彙

# 1. 總結及概述

儘管全球經濟保持韌性，但由於主要先進經濟體正處於通脹降溫的「最後一里路」，「更長時間維持高息」的前景將繼續為全球增長前景蒙上陰影，亦暴露了早期低息環境下所累積的潛在脆弱點。

香港的外匯及銀行同業市場交易繼續暢順有序。隨着美國政策利率連續上調，本地銀行同業拆息按照聯繫匯率制度（聯匯制度）的設計及運作普遍走高，多家銀行進一步上調其最優惠貸款利率。存款總額於回顧期內維持穩定，沒有顯著跡象顯示資金流出香港銀行體系。銀行信貸在同期輕微下跌，部分反映信貸需求疲弱。與此同時，住宅物業市場經歷2023年第1季的強勁反彈後有所整固。

展望未來，有關美國利率未來走勢及其對本地利率的相關影響、主要先進經濟體增長前景和內地經濟復甦步伐，以及地緣政治風險持續等的不明朗因素，將繼續對本港銀行業構成挑戰。銀行應仔細評估這些風險因素一旦加劇對其貸款組合資產質素的潛在影響。

## 外圍環境

由於當局迅速作出政策回應及美國國會在最後一刻作出妥協，最近發生在美國及瑞士銀行業的問題以及美國債務上限危機並未對全球金融穩定造成系統性影響。然而，全球增長風險仍偏向下行，原因是主要先進經濟體的勞工市場依然緊張，促使相關央行釋出「更長時間維持高息」的政策利率訊號。這或會為全球經濟帶來壓力，使金融市場對預料之外的通脹變得敏感，並暴露早期低息環境下累積的潛在脆弱點。

在亞洲新興市場，全球需求放緩並經歷科技產品下行周期令出口表現低迷，經濟增長疲弱。在2023年上半年，隨着食品及能源價格回落，整體消費物價指數（CPI）通脹有所放緩，但在服務業通脹依然高企的情況下，核心通脹壓力持續。為遏抑通脹壓力並維持與

美元的息差以減輕匯率貶值壓力，區內各央行在短期內可能需要繼續「更長時間維持高息」的政策。然而，由於近年區內債務水平上升，長期高息將增加償還貸款的負擔。此外，有跡象顯示區內企業的現金緩衝有所下降，監管當局應密切監察相關趨勢。

在中國內地，得益於疫情後復常及低基數效應，經濟活動於上半年加快增長（按年計）。然而，經濟復甦並不平衡，服務行業表現普遍優於商品行業。按季比較，經濟復甦的動力於第2季亦有所放緩，反映私人部門信心脆弱、房地產市場再度轉弱以及出口放緩（專題1討論中國內地的出口競爭力）。展望未來，內地經濟活動有望進一步復甦，但依然面對充滿挑戰的外圍環境及國內需求不足造成的阻力。為支持經濟復甦，當局推出降利率及存款準備金率等逆周期政策，並承諾活躍資本市場，刺激消費，並推動民營經濟發展以提振信心。

## 本港經濟

隨着內地與香港全面通關，本港經濟於2023年第1季大幅反彈，並在第2季繼續復甦，儘管勢頭有所緩和。繼連續四季收縮後，實質本地生產總值於第1季及第2季按年分別增長2.9%及1.5%。在防疫措施放寬及第一期消費券發放的支持下，私人消費顯著改善。隨着經濟活動復甦，整體投資開支於第1季有所回升，惟在第2季受金融狀況收緊的拖累而輕微下跌。專題2利用細緻數據分析中小企融資擔保計劃(SFGS)優化措施的成效，並提供證據顯示該計劃有助提高中小企獲批的貸款額，從而協助中小企業渡過疫情困境。對外方面，隨着跨境旅遊恢復，訪港旅遊業有所反彈，並帶動本港服務出口增長。相反，商品出口在充滿挑戰的外圍環境下進一步下滑。

展望未來，預計本港經濟活動將在2023年下半年進一步復甦。儘管商品出口可能會受到外部需求疲弱拖累，但訪港旅遊業及本地需求預計將進一步增強，主要受惠於：(i) 運輸及接待能力改善；(ii) 勞工市場狀況改善；及(iii) 7月發放的第二期消費券。鑑於營商氣氛於近月有所回軟，政府正在探討不同措施以加強經濟復甦的動力。考慮到上半年的實際情況，政府修訂2023年實質本地生產總值增長預測至4.0%–5.0%。儘管如此，香港經濟增長前景仍受眾多風險及不明朗因素所影響，包括美國政策利率走勢、內地經濟復甦步伐、全球經濟增長前景以及與地緣政治緊張局勢相關的風險。

本地勞工市場狀況於近月持續改善，失業率於2023年8月下降至近十年低位的2.8%。整體就業人數進一步上升，惟仍低於疫情前的水平。為應對勞工短缺問題，政府於2023年7月推出建造業及運輸業輸入勞工計劃，並於2023年9月推行「補充勞工優化計劃」以涵蓋其他行業。隨着本地經濟活動持續復甦，預計今年餘下時間勞工市場將進一步改善。

香港的基本通脹率在今年首八個月維持在約1.8%的溫和水平。展望未來，經濟復甦及勞工市場改善或會為本地營商成本帶來上升壓力。然而，隨着外圍價格壓力可能進一步減退，預計整體通脹將保持溫和。政府預計2023年的基本通脹率及整體通脹率分別為2.0%及2.4%。

## 貨幣狀況及資金流動

自3月至5月初，港元匯率貼近弱方兌換保證水平，反映市場對美國政策利率「更長時間維持高息」的預期，以及對本地股市的審慎態度。其後於5月初至7月，主要受上市公司派發股息以及企業半年結的資金需求所帶動，港元匯率有所轉強。接近8月底時，在香港股市的疲弱氣氛下，港元再度貼近弱方兌換保證水平。回顧期內，弱方兌換保證被觸發6次，其中在4月被觸發5次，及在5月初被觸發1次。按聯匯制度的設計，金管局合共買入324.5億港元。相應地，銀行體系的總結餘由2月底的771億港元減少至8月底的449億港元，但銀行之間的日常運作以至結算活動繼續暢順有序。

回顧期內，按照聯匯制度的設計及運作，隔夜及1個月香港銀行同業拆息普遍趨近美元相應的利率。隨着美國政策利率連續上調以及市場預期美國政策利率在「更長時間維持高息」，香港銀行同業拆息普遍走高，至回顧期結束前有所回落。至於零售業務方面，隨着美國政策利率上調，多家銀行在2023年5月至7月期間兩度上調其最優惠貸款利率，合共上調25個基點。於回顧期末，市場上的最優惠貸款利率介乎5.875%至6.375%不等。相應地，新造按揭的平均貸款利率亦由2023年1月的3.50%微升至2023年7月的3.57%。銀行會因應本身的資金成本結構及其他有關的考慮，決定調整存貸息率的時機及幅度。

於回顧期內，香港的離岸人民幣資金池進一步擴張，截至2023年7月底，人民幣客戶存款及存款證餘額增加至10,670億元人民幣。2023年首七個月，未償還人民幣貸款和人民幣貿易結算繼續穩步增長。同一期間，人民幣即時支付結算系統的平均每日成交量維持在17,040億元人民幣的高水平。

展望未來，香港離岸人民幣生態圈持續發展，將進一步鞏固香港作為離岸人民幣業務樞紐的領先地位。在流動性方面，與中國人民銀行簽訂的優化貨幣互換協議將透過金管局設立的人民幣流動資金安排，為離岸市場提供所需的流動性支持，從而為金融機構拓展人民幣相關活動及服務提供良好的環境。在產品方面，不斷升級及拓展內地與香港之間的一系列互聯互通計劃，包括互換通、南北雙向的滬港通、深港通、債券通和跨境理財通等，將拓闊人民幣產品以及資產配置和風險管理工具的種類，促進兩地市場之間的雙向流動。金融基建方面亦會進一步升級，債務工具中央結算系統(CMU)正進行重大修訂，以提升其營運能力及產品種類，以更好支持人民幣債券發行及相關託管服務的增長。憑藉這些發展，香港將在支持國家資本帳戶開放、綠色金融市場發展、「一帶一路」及「粵港澳大灣區倡議」等方面繼續發揮獨特作用。

## 資產市場

與科技股引領的環球股市上揚相比，香港股市於回顧期內的表現因為對內地經濟復甦步伐的憂慮而蒙上陰影。整體而言，恒生指數由2023年2月底至2023年8月底下跌7.1%。在2023年2月至7月期間，股票市場基金在香港錄得資金淨流入。

在穩定發行的支持下，港元及離岸人民幣債券市場在2023年上半年繼續錄得穩健增長。儘管美國兩黨於5月27日就提高美國政府債務上限達成協議，但在美國可能進一步加息的情況下，美國及香港的債券收益率仍處於高位。

展望未來，本地股市將面臨全球經濟放緩、「更長時間維持高息」的環境以及地緣政治緊張局勢升級等下行風險，而內地當局或會推出進一步政策措施支持內地經濟復甦，則可能有助提振本港股市情緒。與此同時，本地債務市場的短期前景將繼續取決於全球經濟及利率前景。

於回顧期內，香港政府推出多項政策措施以發展基建融資證券化平台及推動香港綠色及可持續債務市場的發展。此外，香港政府發行的首批10年期人民幣綠色債券將有助延長離岸人民幣收益率曲線以及進一步豐富離岸人民幣產品選擇，有序推進人民幣國際化。

為推動創新科技在債務市場的應用，政府於2023年初發行全球首批由政府發行的代幣化綠債。專題3分析全球代幣化債券市場的發展情況，並評估債券代幣化對發行人及投資者的潛在好處。

住宅物業市場經歷2023年第1季的強勁反彈後有所整固，部分反映樓市氣氛隨着本地按揭利率攀升而更趨審慎。雖然在發展商以具競爭力的定價策略推銷下，一手市場的新樓盤銷售得到支持，但住宅平均每月成交量仍由第1季的4,674宗減少至4月至8月的3,702宗。二手樓價在第1季上升5.3%後，於4月至8月期間回落3.7%，反映市場活動減弱。

經綜合考慮各方面相關因素，金管局於2023年7月7日宣布放寬物業按揭貸款逆周期宏觀審慎監管措施。這是自2009年金管局實施相關措施以來，首次放寬針對住宅物業的措施。是次放寬修訂於同日生效後，市民購置物業將可以承造較高成數的按揭貸款。金管局會繼續密切留意市場發展，並推出合適措施，確保銀行物業按揭貸款風險得到妥善管理，從而保障銀行體系穩定。

宏觀審慎措施放寬後，新造住宅按揭貸款的平均按揭成數大致維持穩定，於2023年7月約為53%，而相

應的供款與入息比率則維持在低於40%的水平。與此同時，負資產住宅按揭貸款宗數由2022年第4季末的12,164宗減少至2023年第2季末的3,341宗，主要反映今年上半年樓價上升。截至2022年底，超過一半的私人住宅單位並無任何未償還按揭，加上按揭貸款拖欠比率於2023年7月維持在0.07%的極低水平，反映與銀行住宅按揭貸款相關的系統性風險已從多方面得到妥善管理。

展望未來，住宅物業市場受上述眾多不明朗因素及風險所影響。具體而言，按揭利率上升、環球經濟前景轉差以及短期更多的私人住宅供應可能會繼續對樓市構成壓力。然而，香港經濟持續復甦，加上政府招商引資和吸引人才的措施，或會為房屋需求提供一定支持。長遠而言，樓市的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年私人住宅供應量仍會維持在高位。

受惠於本地經濟活動恢復，非住宅物業市場於2023年上半年出現復甦跡象。隨着期內交投量增加，商業及工業樓宇的價格從低位回穩。零售物業及分層工廠大廈的租金亦逐漸回升，令租金收益率輕微上升。預期非住宅物業市場的短期前景會因應物業的類別而異。一方面，本地消費及訪港旅遊業穩步復甦，或會為零售商鋪帶來支持。另一方面，高企的空置率及短期內更多的新增供應，可能會繼續拖累商用物業的資本價值。

考慮到新冠疫情過後非住宅物業價格的調整、息口上升的環境以及上述其他相關因素，金管局亦對非住宅物業按揭的逆周期宏觀審慎措施作出調整，把非住宅物業的按揭成數上限由五成提升至六成。相關修訂於2023年7月7日宣布並即時生效。

## 銀行業表現

受惠於淨利息收入及持有作交易的投資收入的上升，零售銀行的盈利在2023年上半年錄得顯著增長。具體而言，零售銀行整體稅前經營溢利在2023年上半年較2022年同期上升120.5%，而資產回報率亦在2023年上半年顯著上升至1.15%。

在美國持續加息的影響下，零售銀行整體資金成本在2023年上半年逐步上升。儘管過去一年全球利率快速上升，但其對本港銀行產生的利率風險影響仍然相對較細及維持可控。與此同時，所有認可機構的特定分類貸款比率在2023年上半年有所上升，但仍維持在健康水平。

整體而言，基於其強勁的資本及流動性狀況，香港銀行業保持穩健。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2023年6月底處於21.0%的高位，遠高於國際最低要求。第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率於2023年第2季分別為169.8%及63.8%，遠高於法定最低要求。與此同時，最近期的穩定資金淨額比率數字亦繼續遠高於法定最低水平。

部分反映借貸成本上升及展望經濟增長放緩導致信貸需求減弱，所有認可機構的貸款及墊款總額在2023年上半年微跌0.5%。貸款下跌主要是由於在香港境外使用的貸款減少，並抵銷了本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）增長的影響。

專題4展示一個對香港銀行業信貸風險進行壓力測試的經優化的框架。通過將本港企業部門的違約風險與關鍵的財務表現比率納入宏觀壓力測試框架，經優化的框架將使我們能夠更清晰及全面評估銀行業抵禦風險的能力。

## 總結及概述

展望未來，有關美國利率未來走勢及其對本地利率的相關影響、主要先進經濟體增長前景和內地經濟復甦步伐，以及地緣政治風險持續等的不明朗因素，將繼續對本港銀行業構成挑戰。銀行應仔細評估這些風險因素一旦加劇對其貸款組合資產質素的潛在影響。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局經濟研究部職員編製。

## 2. 全球環境及展望

有關當局就美國和瑞士銀行業的問題迅速作出政策回應，以及美國債務上限僵局得到化解，均有助降低對全球金融穩定的直接威脅。然而，鑑於核心通脹居高不下，主要央行繼續暗示「更長時間維持高息」的政策利率前景，全球經濟增長風險仍偏向下行。持續具限制性的貨幣政策可能令全球經濟受壓，導致金融市場在一旦通脹超出預期下或會出現波動，並暴露早期寬鬆貨幣政策期間所積累的脆弱點。

在亞洲新興市場，經濟增長繼續受外部需求低迷影響。隨着食品及能源價格下降，整體通脹顯著放緩，但個別經濟體的核心通脹依然高企。加上主要先進經濟體「更長時間維持高息」的政策利率前景，顯示區內經濟體最終亦可能「更長時間維持高息」，增加負債機構的償債負擔。

中國內地方面，雖然經濟按年增長率於上半年加快，但在私人部門信心脆弱、房地產市場再度轉弱以及出口放緩的情況下，經濟復甦的環比動力於第2季有所放緩。展望未來，經濟應會繼續復甦，但依然面對充滿挑戰的外圍環境及國內需求不足造成的阻力。內地當局推出降利率及存款準備金率等逆周期政策，並承諾活躍資本市場，刺激消費，並推動民營經濟發展以提振信心。

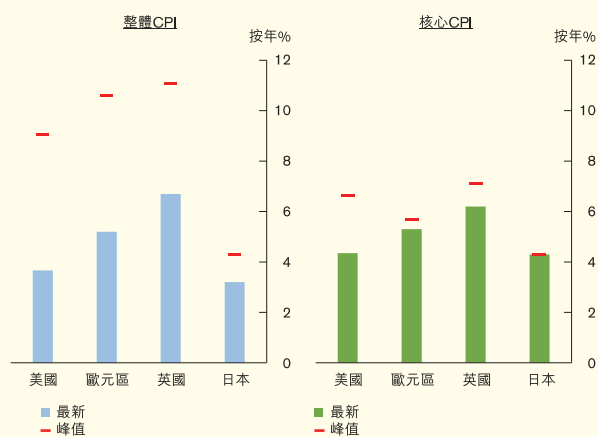
### 2.1 外圍環境

於回顧期內，美國及瑞士的銀行業出現問題，而美國再次面臨債務上限僵局下可能出現主權違約的風險。監管機構迅速的政策回應，以及美國國會在最後一刻達成妥協，成功避免以上兩項事件對全球金融穩定構成直接威脅。

然而，全球經濟增長的風險仍偏向下行。儘管大宗商品價格下跌和供應鏈正常化均有助全球整體通脹降溫，但由於勞工市場緊絀，核心通脹依然高企，對抗通脹的工作仍在繼續（圖2.1）。在此背景下，各主要央行普遍表示，為了使通脹及時回到目標水平，可能需要「更長時間維持高息」，這或會令全球經濟增長受壓。在7月份，國際貨幣基金組織預計全球經濟增速

將由2022年的3.5%放緩至2023年的3.0%，部分反映累計加息的影響。

圖 2.1  
選定主要先進經濟體的整體及核心消費物價指數 (CPI)  
通脹率

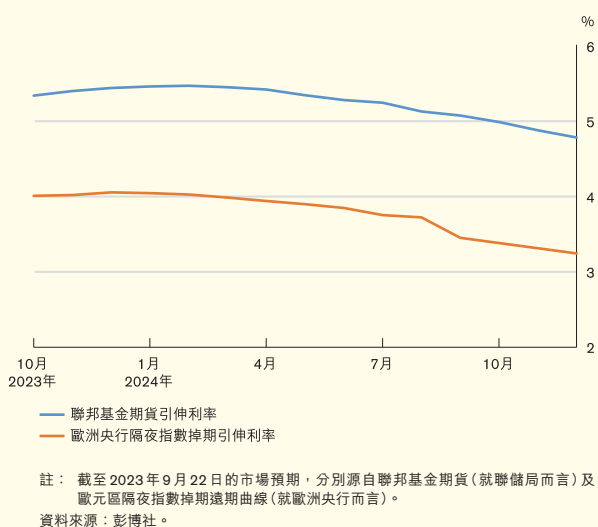


註：最新數據為2023年8月。  
資料來源：CEIC。



展望未來，主要先進經濟體通脹降溫的「最後一里路」或會具挑戰性。假若累積的貨幣政策緊縮無法及時抑制工資增長及其對服務業通脹的傳導，核心通脹可能會較預期更具黏性。在此情況下，即使稍後經濟增長明顯放緩，央行亦沒有太多空間調整貨幣政策。鑑於金融市場的資產價格已反映出對明年開始減息的預期（圖2.2），一旦通脹超出預期，或會引發風險資產重新定價及加劇市場波動。

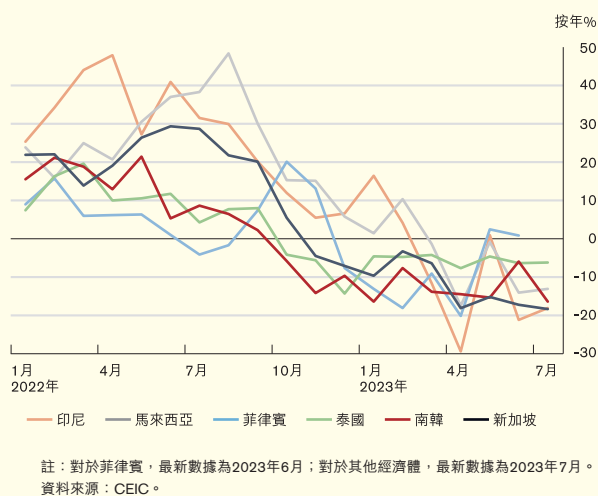
**圖 2.2**  
市場對聯儲局及歐洲央行政策利率走勢的預期



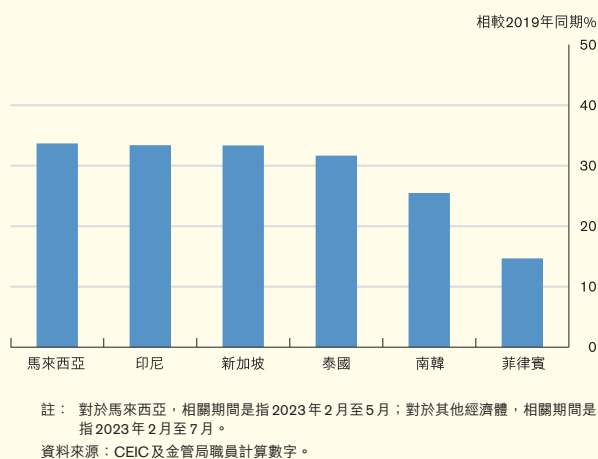
此外，高息環境亦可能暴露了金融體系在早期低息環境中累積的潛在脆弱點。例如，美國商用物業市場在面對利率上升及後疫情時代結構性變化（例如轉向混合作業模式）的過程中一直受壓，導致商用物業按揭抵押債券的違約率自2023年年初起上升。鑑於美國小型銀行對該類型貸款有較大的風險敞口，部分美國銀行或因商用物業市場下滑幅度超出預期而承壓。

由於外部需求疲弱，大多數亞洲新興經濟體在2023年上半年增長放緩，其中區內電機、消費電子及半導體的出口商受到的打擊最為嚴重（圖2.3）。服務貿易方面，中國內地累積的旅遊服務需求得到釋放，為區內的服務出口帶來支持（圖2.4）。隨着中國內地國際航班運力提升，更多經濟體將會感受到這種積極影響。

**圖 2.3**  
亞洲新興市場：貨物出口

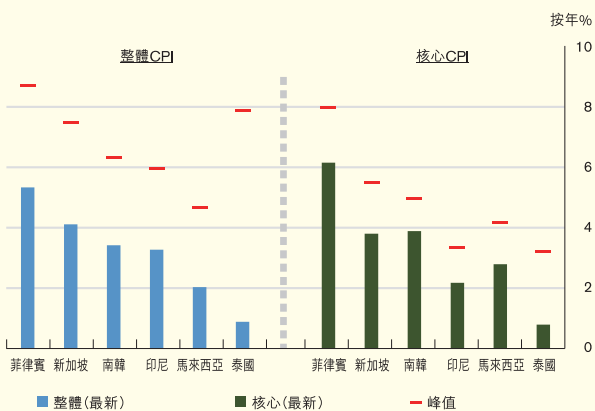


**圖 2.4**  
來自中國內地的入境旅客



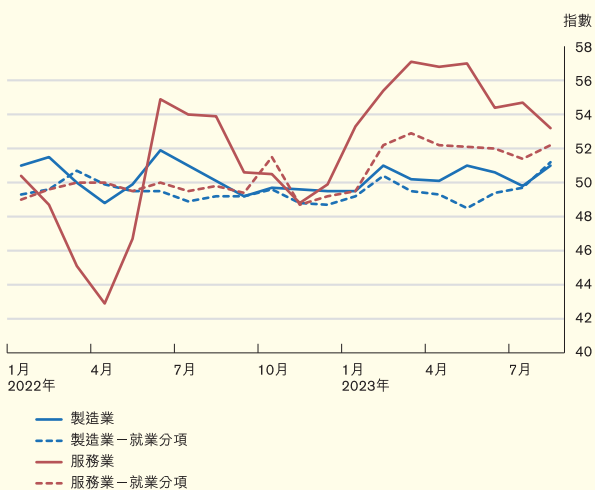
隨着全球食品及能源價格下降，2023年上半年區內經濟體整體消費物價指數(CPI)通脹有所放緩。然而，在服務業通脹依然高企的情況下，區內個別經濟體的核心通脹壓力依然高企（圖2.5）。鑑於服務業採購經理指數(PMI)及其就業分項指數仍處於高位，服務業通脹可能在短期內持續（圖2.6）。

**圖 2.5**  
亞洲新興市場：整體及核心消費物價指數 (CPI) 通脹率



註：對於新加坡及馬來西亞，最新數據為 2023 年 7 月；對於其他經濟體，最新數據為 2023 年 8 月。「峰值」是指自 2022 年 1 月以來整體/核心通脹的最高水平。  
資料來源：CEIC 及金管局職員計算數字。

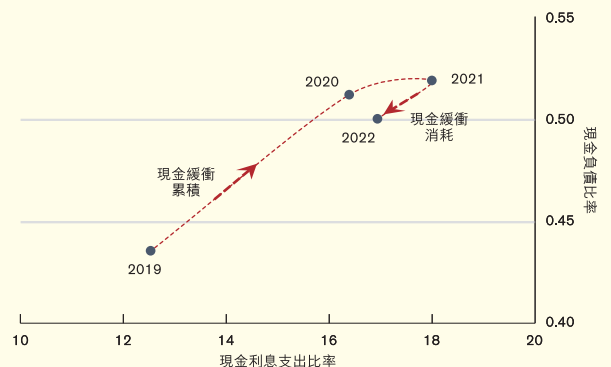
**圖 2.6**  
亞洲：製造業及服務業採購經理指數 (PMI)



資料來源：CEIC。

展望未來，為抑制仍然高企的核心通脹壓力並維持與美元的息差以減少匯率貶值壓力，區內各央行可能需要繼續「更長時間維持高息」的政策。然而，利率高企可能以增加償債負擔為代價來穩定通脹，繼而引發樓價進一步調整並抑制經濟增長的風險。隨着近年區內債務水平上升，「更長時間維持高息」的政策未來可能會為償還貸款及融資帶來挑戰。相關變化值得密切關注，尤其是有跡象顯示，由於銀根緊縮和盈利增長乏力，區內企業的現金緩衝有所削弱 (圖 2.7)。

**圖 2.7**  
亞太地區：企業現金緩衝



註：樣本包括 11 個亞太經濟體約 10,000 間非金融業上市公司。圖中顯示所有年份的計算均使用同一組公司。各個點顯示相應年份樣本的中位數。現金負債比率是企業現金對債務總額的比率；現金利息支出比率是企業現金對利息支出總額的比率。  
資料來源：S&P Capital IQ 及金管局職員計算數字。

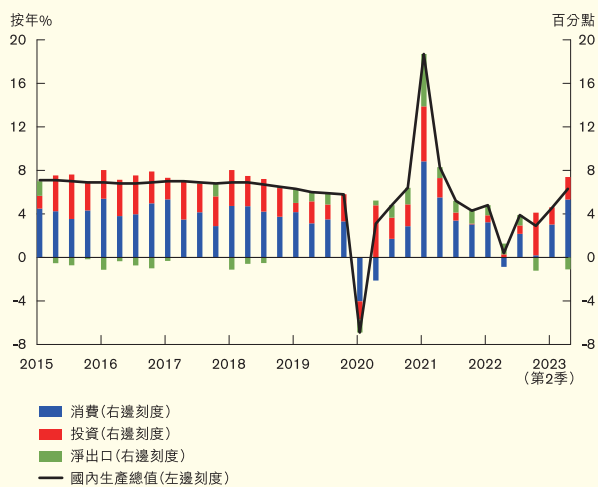
## 2.2 中國內地

### 經濟表現和政策回應

得益於疫情後的重啟及低基數效應，中國內地的實質國內生產總值按年增長率在首兩季分別恢復至 4.5% 及 6.3% (圖 2.8)。然而，經濟復甦並不平衡，服務行業表現普遍優於商品行業。按季比較，復甦的步伐於第 2 季有所放緩，反映私人部門信心脆弱、房地產市場再度轉弱以及出口放緩。<sup>1</sup> 整體而言，內地經濟在 2023 年上半年按年增長 5.5%，略高於官方設定的全年增長約 5% 的目標。

<sup>1</sup> 按季比較，經季節性調整的實質國內生產總值增幅由第 1 季的 2.2% 放緩至第 2 季的 0.8%。

**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。

展望未來，內地經濟有望進一步復甦，但仍然面對充滿挑戰的外圍環境及國內需求不足造成的阻力。外圍方面，儘管內地汽車及新能源產品等個別項目的出口強勁，但由於外部需求疲軟以及對地緣經濟碎片化的持續憂慮，內地出口可能會持續疲弱（專題1討論隨着國內市場擴大以及經濟產業升級，中國內地如何在較為複雜的商品範疇保持出口競爭力）。本地方面，因為購房者的信心可能需要一段時間才能恢復，房地產市場或會持續疲軟。最新的共識預測顯示，中國內地經濟在2023年將增長5.0%。

整體消費物價指數(CPI)通脹率在年初隨着經濟疫後重啟而小幅回升，近幾個月則跌至零附近，原因是豬肉及能源價格壓力減弱導致商品通脹下降，而服務業通脹仍然緩和。<sup>2</sup>

<sup>2</sup> 低通脹再加上近期消費者信心疲弱，引發市場對中國內地可能陷入通縮螺旋的憂慮。然而，中國內地似乎不存在持續通縮的基礎，因為(i)通脹放緩可能是季節性因素以及個別食品及能源價格下跌等暫時性因素造成，預計這些因素不會長期持續；(ii)經濟持續增長及貨幣供應量不斷擴大，這兩個關鍵特徵與通縮環境並不相符。

鑑於近期經濟面對不少阻力，內地當局下調利率及存款準備金率<sup>3</sup>，促進國內電動汽車消費，強調要提振汽車、電子產品等耐用品消費，並推動體育休閒、文化旅游等服務消費。為提振企業及投資者信心，有關部門透過一系列舉措<sup>4</sup>促進民營經濟發展，並活躍資本市場<sup>5</sup>。

### 資產及信貸市場

儘管內地房地產市場於第1季因積壓需求釋放而出現小幅反彈，但由於購房者信心疲弱及經濟復甦停滯，市場狀況在第2季轉弱。各線城市房價在近期回軟（圖2.9），而住宅銷售面積、房地產投資及政府土地出讓收入加速下滑（圖2.10）。隨着土地出讓收入減少，地方政府融資平台面對一定壓力<sup>6</sup>，引發市場憂慮其對實體經濟的第二輪影響。

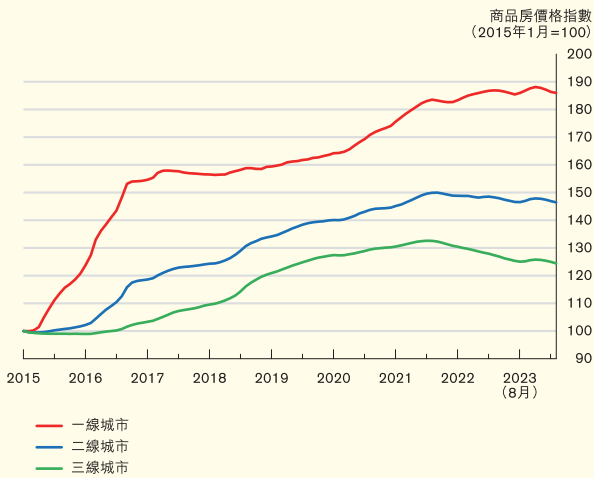
<sup>3</sup> 人民銀行於6月13日和8月15日將7天逆回購利率及常備借貸便利利率各下調10個基點，並於6月15日將1年期中期借貸便利利率下調至2.65%，然後於8月15日再下調至2.5%。6月20日，1年期和5年期貸款市場報價利率也分別降至3.55%和4.2%，以支持經濟復甦。8月21日，1年期貸款市場報價利率進一步下調10個基點至3.45%，而5年期貸款市場報價利率維持不變。此外，人民銀行於9月14日宣布年內第二次下調金融機構存款準備金率25個基點，自9月15日起生效。

<sup>4</sup> 見國務院最近發布的《關於促進民營經濟發展壯大的意見》，當中列出31條措施，包括持續破除市場准入壁壘、全面落實公平競爭政策制度、依法保護民營企業產權和企業家權益，以及透過股票上市、債券發行及拓展海外業務，完善融資支持政策制度。此外，國家發改委等八部門發文28條措施，包括：(i)鼓勵民間資本參與重大項目；(ii)擴大稅收優惠措施；(iii)將增信新模式擴大到所有符合條件的民營企業。

<sup>5</sup> 財政部和稅務總局於8月27日宣布減半徵收證券交易印花稅。同時，證監會公布了三項措施以穩定股市，包括階段性收緊IPO節奏，規範股份減持行為，以及調降融資保證金比例。

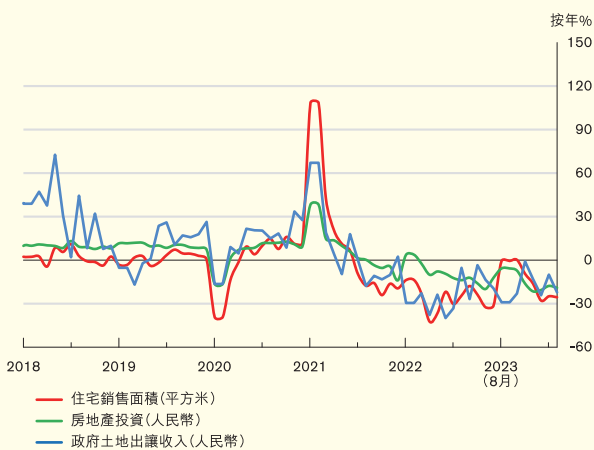
<sup>6</sup> 特別是近期雲南、貴州等省份地方政府融資平台債券相對於政策性銀行債券的利差有所回升。政策層面，中央繼續強調控制增量債務、化解存量債務(如債務置換)、加強融資平台治理、促進融資平台轉型(商業化)；地方政府則表示要加大力度解決債務問題，包括降低利率負擔、貸款展期，或融資工具重組和整合。7月召開的政治局會議承諾推出全面的地方政府債務解決方案。

**圖 2.9**  
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

**圖 2.10**  
中國內地：住宅市場活動



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

面對低迷的房地產市場，內地當局出台一系列政策保障預售房交付，支持剛需和改善型住房需求，提振市場信心。相關政策包括創設再貸款工具保交樓<sup>7</sup>，延長去年11月發布的「16條措施」中的兩項措施<sup>8</sup>以及一

<sup>7</sup> 人民銀行於1月設立兩項再貸款工具，以(i)支持金融資產管理公司併購停工項目；以及(ii)支持在8個試點城市購買存量住房作為租賃住房。

<sup>8</sup> 人民銀行與國家金融監督管理總局於7月10日聯合宣布將兩項措施的有效期限延長至2024年底，實質上促進(i)延長開發商未償還貸款期限，及(ii)有條件豁免貸款人為支持已延遲交付預售房的竣工而發放配套融資的相關責任。「16條措施」的其餘政策長期有效。

項去年10月推出的針對居民換購住房的稅收優惠政策<sup>9</sup>，降低新增和存量住房貸款利率以及下調首套房和二套房首付比例下限<sup>10</sup>。中央政治局在7月的會議上亦提出，要適應房地產市場供求關係發生重大變化的新形勢，適時調整優化房地產政策。在地方層面，各地繼續放寬購房及售房限制，實施「認房不認貸」(已還清房貸者可再視為首套住房買家)，並推出現房商品房銷售試點以提振購房者信心<sup>11</sup>。為推動建立房地產行業發展新模式，當局亦推出旨在擴大開發商直接融資渠道的政策<sup>12</sup>。

內地銀行業整體風險仍然可控。國有銀行不良貸款率由六個月前的1.31%進一步下降至2023年6月的1.29%。另外，內地大型銀行的撥備覆蓋率由2022年12月的245%改善至2023年6月的250%，遠高於監管要求。儘管如此，農村商業銀行等個別規模較小的銀行，不良貸款率略有上升，但仍處於可控水平(表2.A)。

**表 2.A**  
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率

不良貸款率(%)	2022年6月	2022年12月	2023年6月
國有商業銀行	1.34	1.31	1.29
股份制商業銀行	1.35	1.32	1.29
城市商業銀行	1.89	1.85	1.90
農村商業銀行	3.30	3.22	3.25

資料來源：CEIC。

<sup>9</sup> 財政部、稅務總局及住房和城鄉建設部於8月25日聯合宣布延長對出售自有住房並在現住房出售後一年內在市場上重新購買住房的納稅人的個人所得稅退稅優惠。

<sup>10</sup> 新增住房貸款方面，5年期貸款市場報價利率(即新增住房貸款的基準利率)於6月20日下調10個基點。存量住房貸款方面，人民銀行與國家金融監督管理總局於8月31日聯合宣布，自9月25日起，下調存量房貸利率。全國首套房和二套房首付比例下限分別被調降至20%和30%。

<sup>11</sup> 近期，深圳、北京在土地拍賣環節引入「競現房銷售」的條件。

<sup>12</sup> 內地當局在2月宣布一項試點計劃，允許合資格的私募基金及外國投資者投資商業地產、住宅及基建項目。

### 匯率

由於憂慮國內經濟復甦較預期疲弱，以及與美國的息差擴大，在岸人民幣(CNY)兌美元的匯率於回顧期內大致貶值，而同期離岸人民幣(CNH)的匯率普遍走低(圖2.11)。面對新一輪的貶值壓力，人民銀行宣布自9月15日起下調金融機構外匯存款準備金率2個百分點至4%。另外，人民銀行和國家外匯管理局於8月1日召開的2023年下半年工作會議中承諾加強外匯市場「宏觀審慎+微觀監管」兩位一體管理，保證人民幣匯率保持基本穩定。人民銀行亦重申堅決防範人民幣匯率大起大落，並必要時對市場順周期、單邊行為進行糾偏。此外，人民銀行與國家外匯管理局於7月20日將企業和金融機構的跨境融資宏觀審慎調節參數從1.25上調至1.5，以便利境內企業從境外籌集美元資金。

**圖2.11**  
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

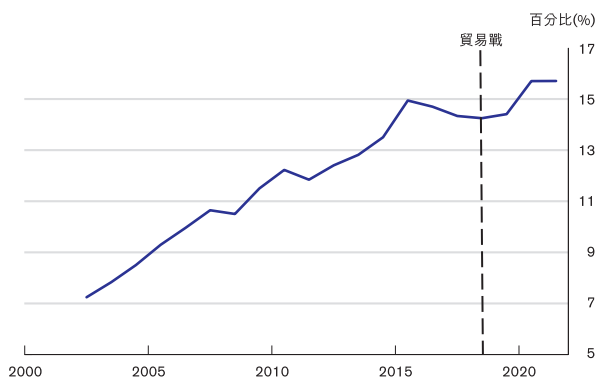
## 專題 1

### 中國內地的出口競爭力是否得益於其龐大的本土市場？

#### 引言

自加入世貿組織以來，中國內地已成長為全球領先的製造國家，其在全球商品出口中所佔比重於 2021 年底已上升至 15% 以上（圖 B1.1）。在全球需求萎縮、供應鏈轉移以及中美貿易緊張局勢持續等不利因素的影響下，內地出口在近幾個月顯著下滑，引發內地能否長期保持全球出口樞紐地位的疑問。

**圖 B1.1**  
加入世貿組織以來內地在全球出口中所佔份額



註：比重按每年價值計算。  
資料來源：BACI 及金管局職員估計數字。

有觀點認為，內地的本土市場規模龐大而且仍在不斷擴張，可能有助內地廠商實現規模經濟，從而保持出口競爭優勢。這一論點與國際貿易文獻中的「本地市場效應」(home-market effect) 互相呼應。<sup>13</sup> 在本專題中，我們研究不同經濟體的（總體及產品層面的）出口競爭力與其國內市場規模的關係。我們亦會探討內地過去二十年來在出口（尤其是較複雜商品）方面的成功之處，可以如何與國際經驗相聯繫。

<sup>13</sup> 關於本地市場效應的大量文獻可以追溯至 Linder (1961) 及 Krugman (1980) 頗具影響力的著作，他們對該觀點提出猜想並正式形成理論，即一國對某些特定商品的強勁本地需求可以刺激相關商品的出口。最近的研究，例如 Fajgelbaum、Grossman 和 Helpman (2011)、Fieler (2011) 及 Matsuyama (2015)，則重點關注在「非位似消費者偏好」(non-homothetic consumer preference) 下，人均收入的增長如何導致不同國家之間的貿易及分工格局出現變化。

#### 跨國迴歸分析顯示本地市場效應怎樣影響出口競爭力？

我們採用一種簡單直觀的標準去衡量出口競爭力，即一個國家於某一年度在全球出口中所佔份額。該衡量標準包括兩個層面：總體層面  $Share_{c,t}$ ，及產品層面  $Share_{c,p,t}$ 。為衡量一個國家的本土市場規模  $Market Size_{c,t}$ ，我們利用該國的國內吸收量 (domestic absorption)，或者其國內生產總值的兩個關鍵組成部分——人均收入及人口數量去測量（均以實質、購買力平價計算）。此外，我們亦希望研究出口競爭力與市場規模之間的關係會否因為產品的複雜程度  $PCI_{p,t}$  不同而有所差異（見以下註腳 14 的解釋）。

具體而言，我們對以下兩個等式進行估算，以分別檢驗總體及產品層面競爭力的實證關係：

$$Share_{c,t} = \alpha + \beta Market Size_{c,t} + \delta_c + \lambda_t + \epsilon_{c,t} \quad (1)$$

$$Share_{c,p,t} = \alpha + \beta_1 Market Size_{c,t} + \beta_2 PCI_{p,t} + \beta_3 Market Size_{c,t} \times PCI_{p,t} + \delta_c + \xi_p + \lambda_t + \epsilon_{c,p,t} \quad (2)$$

我們對國家及年份固定效應作控制，兩者分別捕捉了不隨時間改變且不可觀測的國家特質，以及在不同年份所有國家共同受到的衝擊。第二個等式還添加了產品固定效應，以控制可能影響結果但不可觀測的產品特質<sup>14</sup>。

<sup>14</sup> 出口份額是使用 BACI 數據集構建，該數據集提供國際通用六位編號 (HS6) 級別的雙邊貿易流量數據，涵蓋超過 200 個國家及 5,000 種產品。該數據集以年為頻率，我們僅考慮自 2002 年（內地加入世貿組織次年）以來的貿易數據。市場規模相關變量的數據來自 Penn World Table (PWT) 10.0。產品複雜性指數 (PCI) 衡量生產每種 HS4 產品所需專業知識的先進程度，該指數取自哈佛大學增長實驗室構建的經濟複雜性圖集 (AEC) 數據庫。人口少於 100 萬或者年平均貿易額少於 10 億美元的國家，亦或是在我們三個主要數據源中任一不存在的國家，都被排除在樣本之外。經過整合的面板數據涵蓋 2002 年至 2019 年，包括 123 個國家及 1,234 種產品。

**表 B1.1**  
出口表現與國內市場規模：國家及產品層面證據

應變量	份額 (國家, 年份)		份額 (國家, 產品, 年份)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
市場規模	0.326*** (0.031)		0.334*** (0.011)	
收入		0.330*** (0.031)		0.334*** (0.011)
人口		0.378*** (0.080)		0.260*** (0.027)
PCI			-1.092*** (0.022)	-2.117*** (0.022)
市場規模 x PCI			0.091*** (0.001)	
收入 x PCI				0.216*** (0.002)
人口 x PCI				0.032*** (0.001)
年份固定效應	有	有	有	有
國家固定效應	有	有	有	有
產品固定效應	無	無	有	有
R平方	0.97	0.97	0.31	0.32
樣本數	2,214	2,214	2,186,727	2,186,727

註：樣本期為2002年至2019年。份額以百分比計算。PCI範圍從-3至3。所有其他變量均以對數形式表示。括弧內為標準誤差。

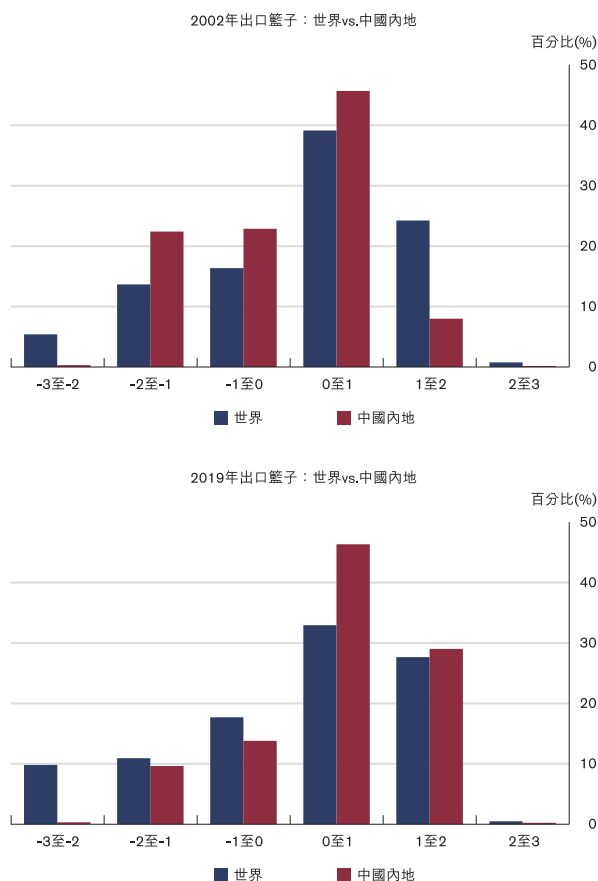
\* p<0.10, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

表B1.1的第(1)欄及第(2)欄展示了等式(1)的迴歸結果。國內支出較大、人均收入較高及人口規模較大的國家一如預期會在全球出口中獲取較大份額。系數(β)的估算表明，這三個變量中任何一個增加100%，相關國家在全球出口中的份額就會相應增加0.3-0.4個百分點。

第(3)欄及第(4)欄展示了等式(2)的迴歸結果。雖然出口份額與市場規模之間的正相關性在產品層面仍然有效，但第(3)欄中交互作用項(β3)的正系數表明，對於PCI較高的產品(亦即較為複雜的商品)，市場規模對出口比重的影響更大。此外，第(4)欄中的系數表明，市場規模的收入組成部分是後一種關係的主要推動因素，雖然人口數量亦發揮着正向的作用，但其作用要小得多。換言之，決定一國在較複雜產品的出口份額的主要因素是較高的人均收入(而非較大的人口規模)。

為了說明在複雜產品中佔有較大出口份額的重要性，以及中國內地如何從中得益，我們在圖B1.2中根據產品複雜性(以PCI衡量)將世界及中國內地的出口籃子各分為6組，並比較2002年與2019年的價值比重分佈。在這兩個年份中，較複雜產品(PCI > 0)就總價值而言在全球貿易中佔更大比重，表明在其他條件相同的情況下，專注於出口較高PCI產品的國家可以增加其在全球貿易中的份額。相對於世界出口的分佈，內地的出口在此期間明顯朝着複雜性較高的市場細分(即PCI在1至2之間)調整結構，從而透過提高高附加值產品的比重增加其在全球出口的份額。

**圖 B1.2**  
中國內地及世界出口籃子按PCI的產品分佈：  
2002年對比2019年



註：比重按名義價值計算。

資料來源：BACI、AEC及金管局職員估計數字。

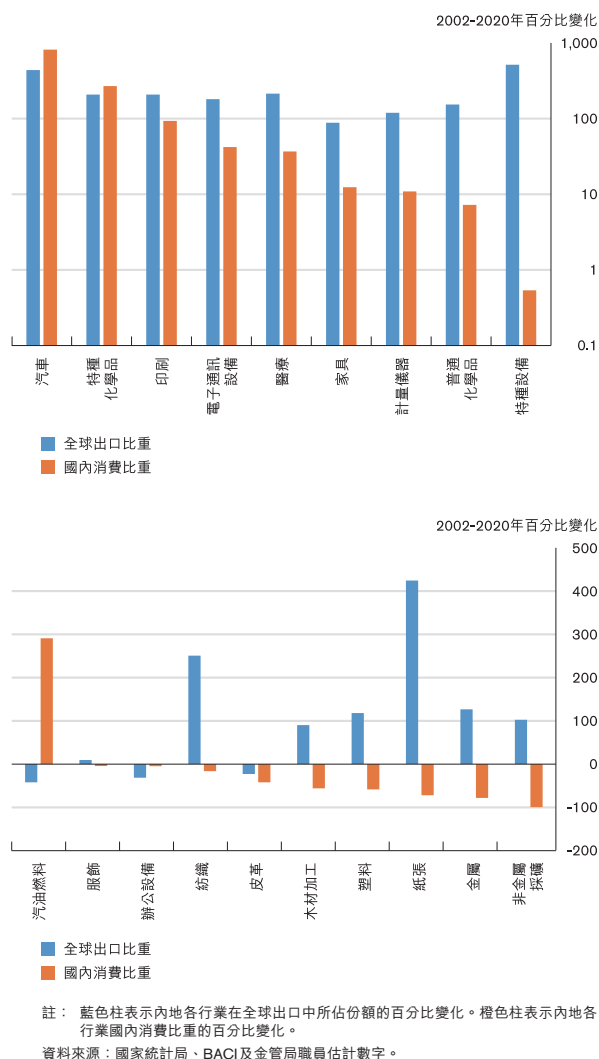
### 將內地經驗與跨國證據聯繫起來

上文所作的跨國分析面對一個主要的實證挑戰，亦即一個國家的市場規模可能不單取決於其內需狀況，亦取決於勞動力規模及生產力等供給側因素。因此，關於出口表現與市場規模之間的正相關關係能否簡單解釋為本地市場效應尚存有爭議。然而，可用於區分國內市場規模（需求因素）與供給側因素的外生因子在實踐中很少見，在國家層面尤其如是<sup>15</sup>。

為探討本土市場的力量在塑造內地出口模式中發揮的潛在作用，我們利用國家統計局的投入產出表進一步探究內地行業層面的消費支出數據，並使用Brandt等人(2017)提供的索引，與我們貿易數據中的行業分類進行匹配。

我們在圖B1.3中繪製了各行業2012年至2020年期間國內消費支出比重的變化相對於全球出口份額的變化。首先，汽車、特種化學品及電子通訊設備等複雜行業（上圖）的國內支出比重往往隨着時間的推移而上升，而鞋類及服飾等基礎行業（下圖）的支出比重往往在下降。其次，就複雜產業而言，其全球出口份額的增長往往伴隨着國內支出比重的擴大。然而，對於基礎產業，兩者之間並無明顯相關性。

**圖B1.3**  
國內消費比重與全球出口份額的長期變化：「複雜」行業對比「基礎」行業

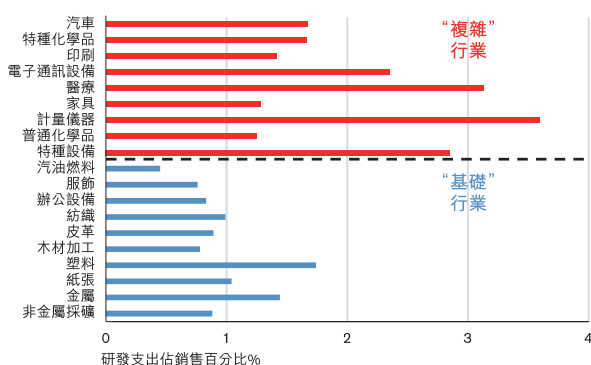


隨着收入水平上升，內地的需求結構自然轉向更高端的商品，或會對其出口產生「本地市場」效應：複雜商品快速擴張的本土市場為相關行業帶來更多的競爭及研發投入（圖B1.4），從而提高生產力並降低生產成本，最終提升這些商品的出口競爭力。相比之下，由於基礎商品行業的國內市場相對萎縮，這些行業的出口更多依賴於外部需求，導致其出口與國內支出之間的相關性較低。

<sup>15</sup> 最近的研究試圖構建外生的需求因素，以識別本地需求對出口的因果影響。例如，Costinot等人(2019)根據人口特質的跨國差異，使用全球製藥行業的詳細藥品銷售數據，研發出一項簡單的本地市場效應測試。



**圖B1.4**  
研發支出：「複雜」行業對比「基礎」行業



資料來源：國家統計局。

### 結語

我們的跨國分析表明，一個國家在全球出口中所佔的份額與其國內市場規模之間存在正相關性。當進一步深入觀察，我們的分析則指向收入增長在解釋過去二十年中國內地出口的成功所發揮的關鍵作用，尤其是出口較高端商品方面。具體而言，收入水平的大幅提高使內地的消費需求轉向更複雜的商品，進而帶動了相關行業更多的研發投入及生產力的增長，從而增強了出口競爭力。從這個意義上講，隨着國內收入水平上升帶動複雜產品的本土市場持續擴大，長期而言，中國內地將能維持其在複雜產品的出口競爭力，從而保持其出口樞紐的地位。

### 參考文獻

Brandt, L., Van Biesebroeck, J., Wang, L., & Zhang, Y. (2017). WTO accession and performance of Chinese manufacturing firms. *American Economic Review*, 107(9), 2784-2820.

Costinot, A., Donaldson, D., Kyle, M., & Williams, H. (2019). The more we die, the more we sell? A simple test of the home-market effect. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(2), 843-894.

Fajgelbaum, P., Grossman, G. M., & Helpman, E. (2011). Income distribution, product quality, and international trade. *Journal of Political Economy*, 119(4), 721-765.

Feenstra RC, Inklaar R, Timmer MP (2015). "The Next Generation of the Penn World Table." *American Economic Review*, 105(10), 3150-3182.

Fieler, A. C. (2011). Nonhomotheticity and bilateral trade: Evidence and a quantitative explanation. *Econometrica*, 79(4), 1069-1101.

Gaulier, G. and Zignago, S. (2010) BACI: International Trade Database at the Product-Level. The 1994-2007 Version. CEPII Working Paper, N°2010-23.

Hausmann, R., Hidalgo, C. A., Bustos, S., Coscia, M., & Simoes, A. (2014). *The atlas of economic complexity: Mapping paths to prosperity*. MIT Press.

Krugman, P. (1980). Scale economies, product differentiation, and the pattern of trade. *The American Economic Review*, 70(5), 950-959.

Linder, S. B. (1961). *An essay on trade and transformation* (pp. 82-109). Stockholm: Almqvist & Wiksell.

Matsuyama, K. (2015). The home market effect and patterns of trade between rich and poor countries. Mimeo.

## 3. 本港經濟

受惠於訪港旅遊業及本地需求復甦，本港經濟於2023年第1季明顯反彈，並在第2季繼續復甦，儘管勢頭有所緩和。預計2023年下半年經濟將持續復甦，惟此正面前景仍受美國政策利率走勢、內地經濟復甦步伐、全球經濟環境以及地緣政治緊張局勢所帶來的風險及不明朗因素所影響。隨着經濟持續復甦，勞工市場預計將進一步改善。本地營商成本可能因此面對上升壓力，但由於外部價格壓力短期內可能進一步減退，本地通脹應大致保持溫和。

### 3.1 實體經濟活動

隨着中國內地與香港全面復常，本港經濟於2023年第1季出現大幅反彈，並於第2季繼續復甦，儘管勢頭有所緩和。繼連續四季收縮後，實質本地生產總值於第1季及第2季恢復按年增長，增幅分別為2.9%及1.5%（表3.A）。按季比較，經濟增長幅度於第1季達5.4%，其後於第2季因高基數比較而下降至-1.3%（圖3.1）。

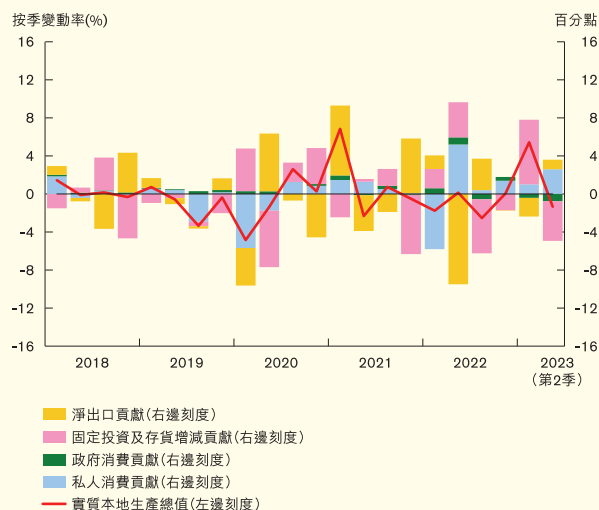
表3.A

#### 實質本地生產總值增長

		按年增長率(%)	經季節性調整的按季增長率(%)
2022	第1季	-3.9	-1.8
	第2季	-1.2	0.1
	第3季	-4.6	-2.5
	第4季	-4.1	0.0
2023	第1季	2.9	5.4
	第2季	1.5	-1.3

資料來源：政府統計處。

圖3.1  
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻



註：增長率經季節性調整。

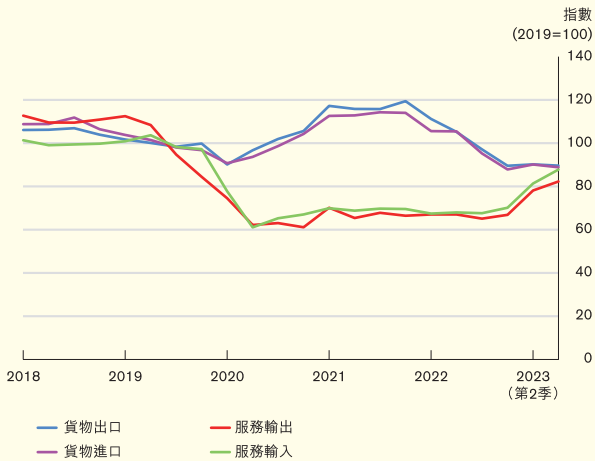
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

上述經濟增長主要受訪港旅遊業及本地需求的強勁復甦所帶動。本地方面，在防疫措施放寬及第一期消費券發放的支持下，本地私人消費於上半年顯著增加。隨着經濟活動復常，營商氣氛有所改善<sup>16</sup>，整體投資開支於第1季回升，但在第2季受金融狀況收緊的拖累而輕微下跌。專題2利用細緻數據分析中小企融資擔保計劃優化措施的成效，並提供證據顯示該計劃有助提高中小企獲批的貸款額，從而協助它們渡過疫情

<sup>16</sup> 採購經理指數(PMI)於2023年上半年處於擴張區間(高於50)，其後於7月和8月稍為回落。

困境。外圍因素方面，訪港旅遊業隨着跨境旅遊恢復而有所反彈，並帶動服務出口復甦（圖 3.2）。<sup>17</sup> 相比之下，商品出口在充滿挑戰的外圍經濟環境下仍然低迷。綜合而言，淨出口於上半年拖累本地生產總值增長。

圖 3.2  
進出口量



註：數據經季節性調整。  
資料來源：政府統計處。

展望未來，預計本港經濟將於 2023 年下半年持續復甦，其中訪港旅遊業及本地消費將繼續成為主要增長動力。訪港旅遊業將隨着運力和接待能力進一步改善而繼續復甦。與此同時，勞工市場狀況改善及 7 月發放的第二期消費券亦將帶動私人消費增長。鑑於營商氣氛於近月有所回軟，政府正在探討不同措施以加強經濟復甦的勢頭。另一方面，由於預計外部需求仍會維持疲弱，商品貿易可能會持續受壓。

整體而言，考慮到今年上半年的實際情況，政府修訂 2023 年實質本地生產總值增長預測至 4.0%–5.0%。<sup>18</sup> 儘管如此，此正面的經濟前景仍取決於多項因素，包括美國政策利率走勢、內地經濟復甦步

<sup>17</sup> 今年 8 月，訪港旅客人數已恢復至平均每日約 13.2 萬人次，相當於 2019 年疫情前平均每日水平的 88%。年初至今，訪港旅客總人次已相當於 2019 年全年訪港旅客總人次的 41%（截至 9 月 25 日）。

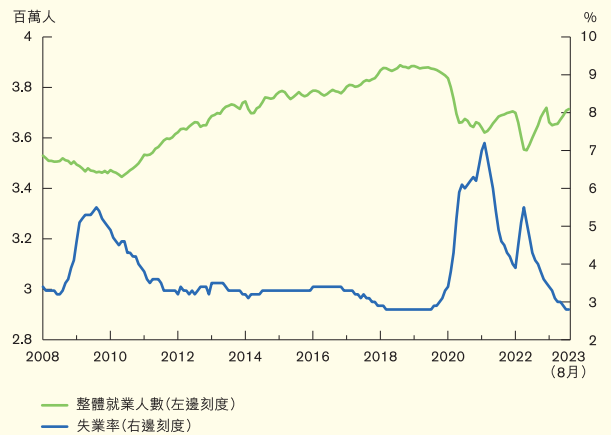
<sup>18</sup> 私營機構分析師亦將其預測修訂為平均 4.2%。

伐、全球經濟增長前景以及地緣政治緊張局勢所帶來的風險。

### 3.2 勞工市場狀況

隨着經濟活動反彈，勞工市場狀況於近月持續改善。經季節性調整的失業率在 2023 年 8 月進一步下跌至近十年低位的 2.8%（圖 3.3）。整體就業人數自 2 月起回升，惟仍低於疫情前的水平。為應對嚴峻的勞動力短缺問題，政府於 2023 年 7 月推出建造業及運輸業輸入勞工計劃，首批輸入勞工預計於第 4 季抵港。另外，政府亦於 2023 年 9 月推行「補充勞工優化計劃」，以在短時間內紓緩零售及飲食服務等其他行業勞工短缺的情況。展望未來，隨着經濟持續復甦，勞工市場預計會持續改善。

圖 3.3  
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

### 3.3 通脹

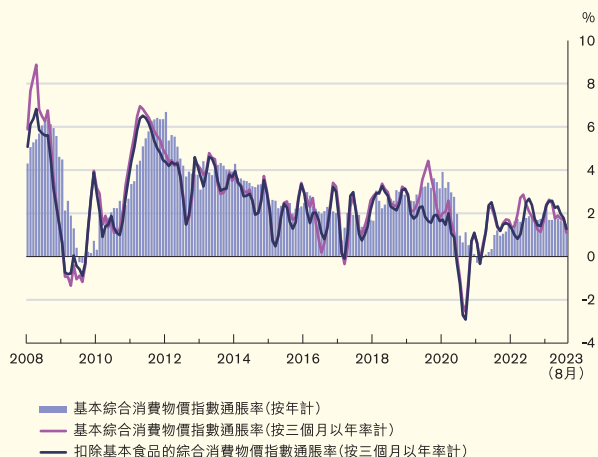
本地通脹壓力在近月保持溫和。按年比較，基本綜合消費物價指數於 2023 年第 1 季及第 2 季分別上升 1.9% 及 1.7%，並於 2023 年 8 月增長 1.5%。<sup>19</sup> 反映通脹動力的按三個月以年率計的基本通脹率亦維持

<sup>19</sup> 連同政府一次性紓困措施的影響，2023 年第 1 季及第 2 季的按年整體通脹率分別為 1.9% 及 2.0%，而在 2023 年 8 月為 1.8%。

本港經濟

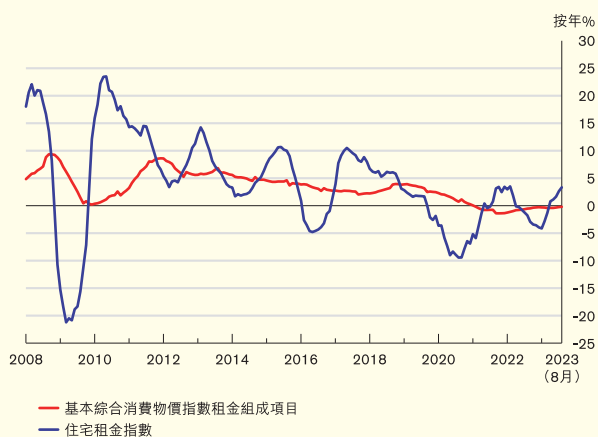
溫和(圖3.4)。能源相關項目、外出用膳及外賣和衣履價格按年大幅上漲。然而，由於早前新簽訂的私人住宅租金下跌，房屋租金項目繼續抑制整體通脹(圖3.5)。實質單位勞工成本於2023年首季亦有所下跌(圖3.6)。外圍價格壓力仍然顯著，但其增長步伐於近月有所放緩(圖3.7)。

圖 3.4  
反映消費物價通脹的不同指標



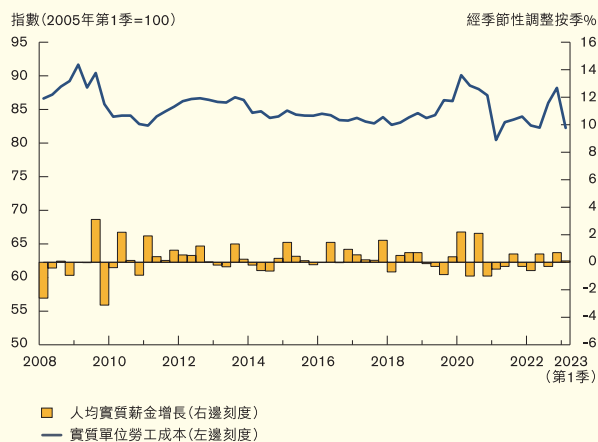
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.5  
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



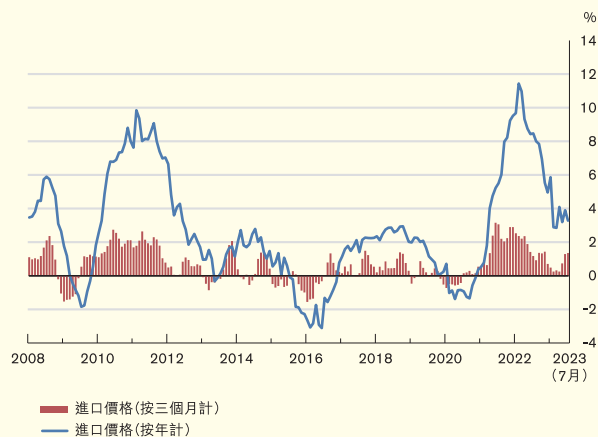
資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

圖 3.6  
單位勞工成本



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.7  
香港進口價格



資料來源：政府統計處。

展望未來，預計本地通脹在 2023 年下半年仍將保持溫和。雖然本地經濟復甦及勞工市場改善可能對營商成本帶來一些上升壓力，但外圍價格壓力或會進一步減退。政府預計 2023 年的基本通脹率及整體通脹率分別為 2.0% 及 2.4%。

## 專題 2

### 利用細緻數據及深度學習評估中小企融資擔保計劃的成效

#### 引言

中小企融資擔保計劃於 2011 年由香港按揭證券有限公司推出，旨在協助中小企及非上市企業向參與計劃的貸款機構獲得融資。該計劃於 2018 年轉移至香港按揭保險有限公司後，推出了一系列具有時限性的信貸擔保產品，其中包括九成信貸擔保產品及特別百分百擔保特惠計劃。

雖然中小企融資擔保計劃廣受歡迎，但過往的研究主要着眼於計劃優化措施的整體影響，對於計劃對不同借款企業成效的詳細證據相對有限。<sup>20</sup> 為彌補這一知識空白，我們的研究探討了優化措施對增加香港中小企信貸的成效。為此，本研究將應用深度神經網絡 (DNN) 模型去分析金管局的「細緻數據匯報計劃」(GDR) 下收集所得的細緻數據，以識別影響銀行向中小企貸款規模的因素。其中，我們透過情境分析來估算中小企在有及沒有相關融資擔保的情況下可獲得的假設貸款額，以此來評估中小企融資擔保計劃帶來的效益。

#### 數據及方法

GDR 計劃要求試點認可機構每月向金管局匯報交易層面的企業貸款數據。這使我們能夠全面、由下而上地分析中小企融資擔保計劃對銀行向中小企發放貸款的影響。截至 2023 年 3 月，該數據集包含超過 350,000 筆未償還企業貸款，總額達 6.6 萬億港元（約佔香港未償還企業貸款九成）。

<sup>20</sup> 譚國耀等人(2019)分析全球金融危機後中小企融資擔保計劃對香港銀行中小企貸款供應的影響。他們利用雙重差分模型研究銀行向金管局提交的銀行監管申報表，發現公營機構推出的貸款擔保計劃顯著緩解中小企面臨的融資困難。在較近期的研究中，黃德存等人(2022)分析從銀行申報表所得的整合數據，指出在後疫情時期，相較於其他銀行，參與中小企融資擔保計劃的銀行向受重創行業發放的貸款按年增幅更大。

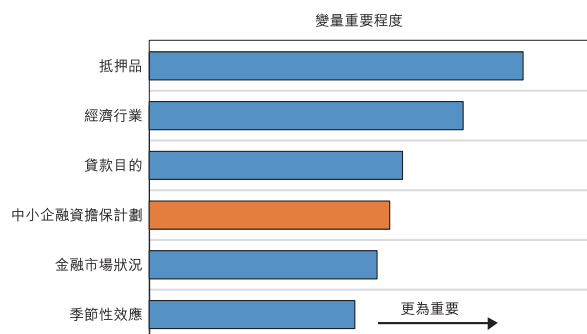
雖然本研究聚焦於 GDR 數據的特定部分，但樣本量依然龐大，對傳統計量經濟學方法帶來具大挑戰。因此，本研究採用了深度學習技術來應對這一問題。相較於傳統的普通最小平方法 (OLS) 回歸模型，該技術具有多項優勢。特別是在識別變量間的非線性和複雜關係方面，深度學習算法較 OLS 模型表現更出色。此外，深度學習模型能夠從原始數據中推導出更高層次的特徵，並且能夠在我們對相關特徵了解有限的情況下提供更準確的預測。

然而，由於 DNN 模型採用複雜的非線性函數及權重，相較於 OLS 回歸等線性模型，DNN 模型的預測通常難以直觀解釋。因此，DNN 模型會產生所謂的「黑箱」問題。為克服這個問題，本研究將採用「逆向工程」工具，更深入了解 DNN 模型的決策過程。具體而言，在其他條件不變的情況下，我們可透過量度剔除某特定變量對模型表現的影響，來推斷該變量的相對重要性，從而識別可能影響銀行向中小企發放貸款金額的關鍵因素。

#### 實證結果

##### 1. 哪些因素對中小企貸款規模影響最大？

圖 B2.1  
變量對貸款規模預測的貢獻



資料來源：金管局職員估計數字。

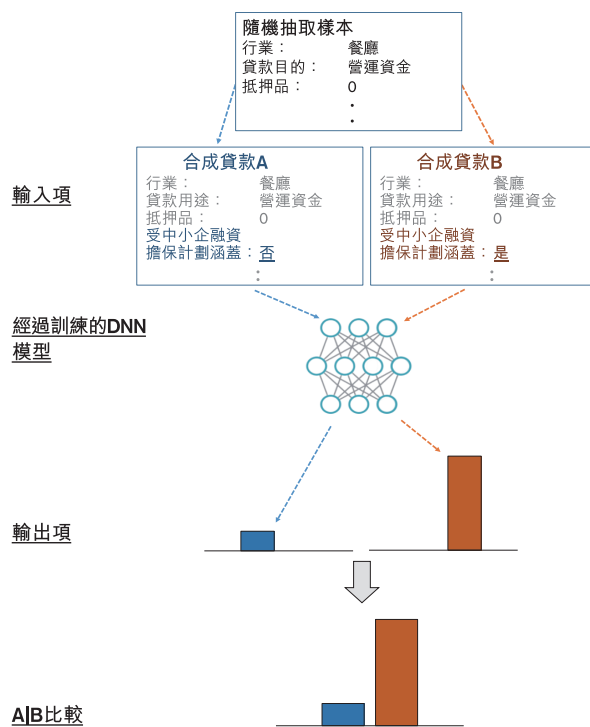
圖 B2.1 顯示對中小企貸款規模部分最具影響力的因素，其中包括：

- (i) **抵押品**：與經驗一致，能否提供抵押品是決定中小企貸款金額最關鍵的因素。直觀地說，抵押品是一種保障措施，若借款人違約，銀行可以透過變現抵押品收回部分或全部貸款金額。因此，貸方更傾向於向能夠提供抵押品的中小企借款人提供更高的貸款金額。
- (ii) **經濟行業**：不同行業的資金需求及風險水平各異，這會直接影響中小企貸款規模。製造業等資本密集型行業可能需要較大額的貸款用作購買設備，而服務型行業則可能需要較小額的貸款用作營運支出。銀行在放貸時亦可能對較容易受經濟波動影響的行業採取較為謹慎的態度。
- (iii) **貸款目的**：貸款的預期用途會顯著影響其規模。例如，用於長期投資（如業務擴展）的貸款可能對貸方更具吸引力，因為這樣的貸款有助促進業務增長。相反，用於應對短期需求（如營運資金或現金流管理）的貸款規模可能較小，因為相關貸款主要是解決臨時的流動性挑戰，可能會被貸方視為具有較高風險。
- (iv) **中小企融資擔保計劃**：雖然中小企融資擔保計劃的影響力不及其他因素，但我們的模型顯示，該計劃仍對中小企貸款規模產生顯著影響。透過為貸款提供部分擔保，中小企融資擔保計劃能夠鼓勵貸方向那些可能因風險太高而無法獲得較大額貸款的個人或企業提供貸款。

## II. 中小企融資擔保計劃對中小企貸款規模的影響有多大？

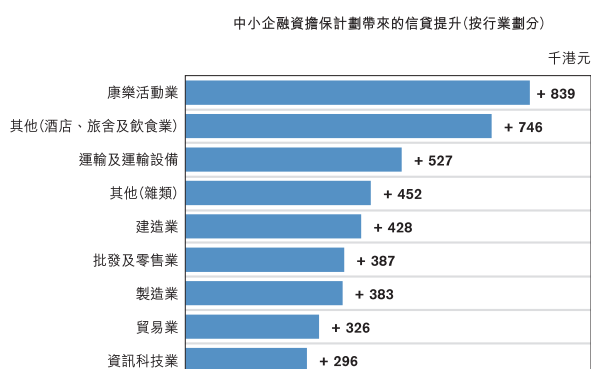
我們的研究結果顯示，中小企融資擔保計劃在影響向中小企貸款規模方面發揮重要作用。為了量化中小企融資擔保計劃的影響，我們使用經過訓練的DNN模型進行了假設情境分析（圖 B2.2）。具體而言，我們從樣本中隨機選取一個數據點，並生成兩筆具相同特徵的中小企貸款。<sup>21</sup> 然後，在其他條件不變的情況下，我們人工修改貸款的其中一個特徵，即中小企融資擔保計劃覆蓋情況。透過比較中小企融資擔保計劃覆蓋情況的變化對模型預測的影響，我們可以推斷出中小企融資擔保計劃對貸款金額的影響。

圖 B2.2 情境分析圖解



<sup>21</sup> 為驗證相關結果的可靠性，我們使用隨機選取的不同數據子集進行了數次額外試驗，通過這種重複分析的方法，我們得出了一致的結果。

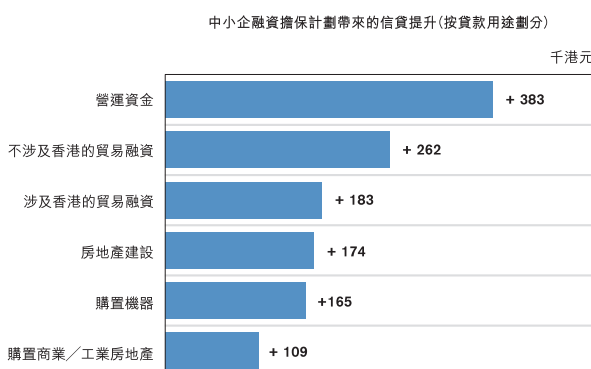
**圖 B2.3**  
**中小企融資擔保計劃對中小企貸款金額的影響圖解**  
**(按行業劃分)<sup>22</sup>**



資料來源：金管局職員估計數字。

圖 B2.3 顯示了中小企融資擔保計劃對主要行業中小企借款人的估計影響。一如預期，中小企融資擔保計劃可在娛樂、酒店及飲食等受疫情影響最嚴重的行業提供相對較多的信貸支援。相比之下，對於製造業等較為穩定而受影響較小的行業，計劃可提供的支援相對較少，但仍然具有重要性。

**圖 B2.4**  
**中小企融資擔保計劃對中小企貸款金額的影響圖解**  
**(按貸款用途劃分)<sup>22</sup>**



資料來源：金管局職員估計數字。

圖 B2.4 展示了中小企融資擔保計劃對不同用途貸款的影響。據估計，計劃為營運資金貸款方面提供了最大的支援，而對設備貸款的支援則相對較小。這種差異表明，貸方認為與現金流相關的支出相對於與抵押品價值相關的支出具有更大的不確定性及風險。而透過提供貸款擔保，中小企融資擔保計劃可以降低貸方面對的不確定性及風險，從而為營運資金貸款規模提供更多的支援。

### 結語

本研究使用從金管局 GDR 計劃獲得的細緻數據及 DNN 模型，對中小企融資擔保計劃在香港的成效進行了分析。研究結果表明，該計劃對向中小企發放的貸款規模有顯著影響，同時抵押品、經濟行業及貸款目的等因素亦發揮關鍵作用。我們的情境分析則進一步說明，中小企融資擔保計劃為不同行業及貸款用途方面提供了不同程度的信貸提升。

整體而言，研究結果顯示中小企融資擔保計劃在支援中小企方面取得了顯著成效，尤其是對於受疫情影響最嚴重的行業，或者是貸款目的被貸方視為具有更多不確定性的行業的中小企而言。在疫情期間，企業面臨更大的不確定性及財務挑戰，這種支援更彌足珍貴。

我們的研究結果有助了解中小企融資擔保計劃對中小企融資的影響，同時豐富了相關現有文獻，亦有助政策制定者了解此類擔保計劃在推動信貸獲取及促進普惠金融方面的成效。然而，值得注意的是，我們的研究僅基於 DNN 模型對中小企融資擔保計劃的影響進行了粗略估算，可能未能全面反映借貸過程的複雜性。

<sup>22</sup> 為對不同行業作比較，上述信貸提升是以 200,000 港元的標準無抵押貸款額得出，與訓練數據集中無抵押貸款的中位數高度一致。

### 參考文獻

譚國耀、黃德存、何家榮、黃振銘 (2019年)。「評估銀行監管改革和貸款擔保計劃對中小企貸款的影響」(英文版本)。金管局研究備忘錄，2019/11，香港金融管理局，2019年11月18日。

黃德存、何家榮、黃振銘、盧博浩 (2022年)。「應對2019冠狀病毒的支援措施對銀行貸款的影響：香港下調逆周期緩衝資本比率和貸款擔保計劃的經驗」(英文版本)。金管局研究備忘錄，2022/03，香港金融管理局，2022年6月2日。



## 4. 貨幣及金融狀況

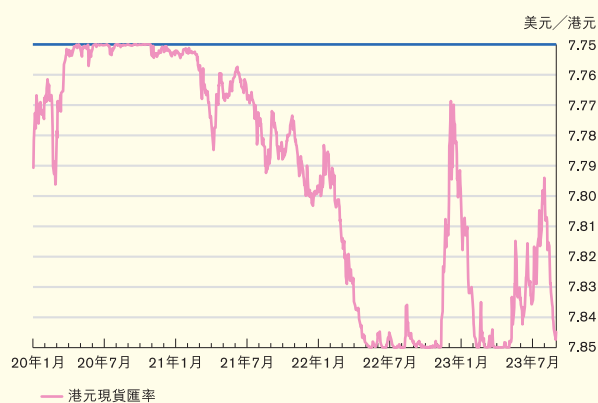
自3月至5月初，港元一直貼近弱方兌換保證水平，其後有所轉強，主要受上市公司派發股息及企業半年結的資金需求所帶動。接近8月底時，在香港股市的疲弱氣氛下，港元再度貼近弱方兌換保證水平。香港銀行同業拆息普遍走高，半年結後仍維持在較高水平，至回顧期結束前有所回落。存款總額於回顧期內維持穩定，並沒有顯著跡象顯示資金流出本港銀行體系。整體而言，港元外匯及貨幣市場交易繼續暢順有序。展望未來，包括美國貨幣政策前景、內地經濟復甦步伐、全球經濟環境以及持續的地緣政治緊張局勢在內的不明朗因素，可能會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及健全的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下抵禦資金流波動。

### 4.1 匯率及資金流

自3月至5月初，港元匯率貼近弱方兌換保證水平，反映市場對美國政策利率「更長時間維持高息」的預期，以及對本地股市的審慎態度。其後於5月初至7月，主要受上市公司派發股息以及企業半年結的資金需求所帶動，港元匯率有所轉強。接近8月底時，在香港股市的疲弱氣氛下，港元再度貼近弱方兌換保證水平。回顧期內，港元兌美元在7.7940至7.8500區間內徘徊（圖4.1）。

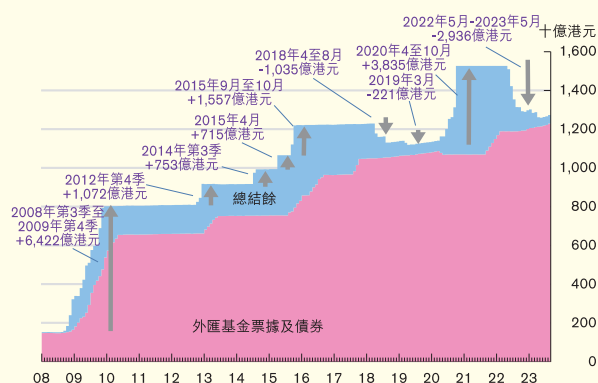
弱方兌換保證在4月被觸發5次，及在5月初被觸發1次。在弱方兌換保證下，金管局合共買入324.5億港元。相應地，銀行體系的總結餘從2月底的771億港元減少至8月底的449億港元。銀行之間的日常運作及結算活動繼續暢順有序（圖4.2）。

圖4.1  
港元匯率



資料來源：金管局。

圖4.2  
總結餘及外匯基金票據及債券



資料來源：金管局。

港元名義有效匯率指數大致跟隨美元走勢，在回顧期內走強（圖 4.3）。港元實質有效匯率指數大致跟隨港元名義有效匯率指數的走勢。

展望未來，資金流向仍然受美國政策利率前景、內地經濟復甦步伐、全球經濟環境以及地緣政治緊張局勢等不明朗因素影響。然而，憑藉充足的外匯儲備及健全的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下抵禦資金流動。

圖 4.3  
名義及實質有效匯率

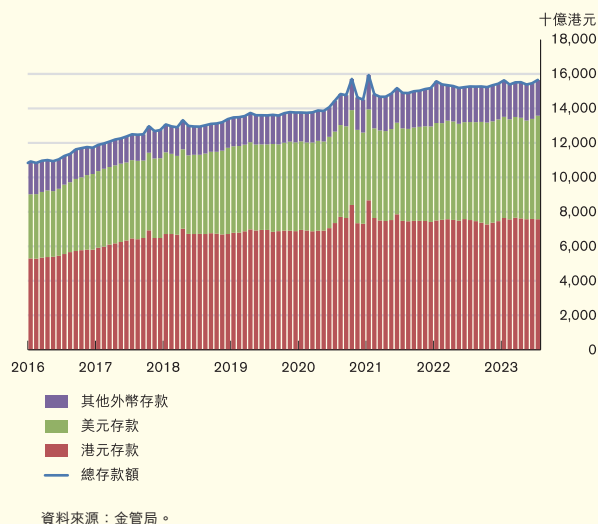


## 4.2 貨幣環境及利率

回顧期內，儘管弱方兌換保證被觸發以及美國持續收緊貨幣政策，但港元貨幣基礎仍然龐大而且大致穩定，截至2023年8月底為18,763億港元。

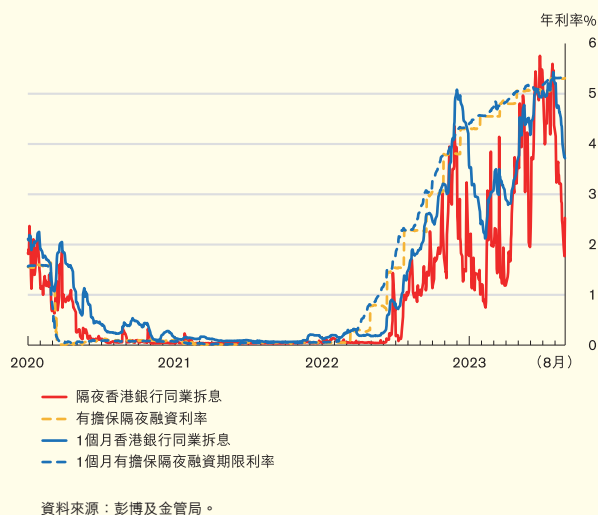
2023年首七個月，認可機構存款總額增長1.4%，並沒有顯著跡象顯示資金流出本港銀行體系。其中，港元存款增加1.5%，外幣存款增加1.4%（圖 4.4）。須注意的是，由於貨幣統計數字或會受到各種短期因素（例如季節性與公開招股相關資金需求，以及營商與投資相關活動）影響而出現波動，因此適宜觀察較長期趨勢。

圖 4.4  
按貨幣劃分的認可機構存款



於回顧期內，按照聯匯制度的設計及運作，隔夜及1個月香港銀行同業拆息普遍趨近美元相應的利率<sup>23</sup>（圖 4.5）。隨着美國政策利率連續上調以及市場預期美國政策利率「更長時間維持高息」，香港銀行同業拆息普遍走高，各年期利率曾在6月至8月初期間一度升至5%以上，至回顧期結束前有所回落。香港銀行同業拆息除了受美元拆息走勢影響外，亦受到本地港元融資市場供求的影響。事實上，香港銀行同業市場在回顧期內出現較大波動，部分反映總結餘的減少。

圖 4.5  
香港銀行同業拆息及美元有擔保隔夜融資利率



<sup>23</sup> 美元倫敦銀行同業拆息自2023年7月1日起已停止使用，由「有擔保隔夜融資利率」(SOFR) 取而代之作為參考利率。

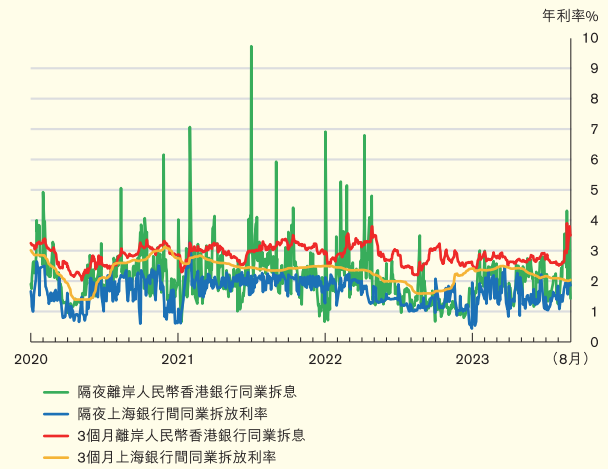
至於零售業務方面，隨着美國政策利率上調，多家銀行在2023年5月至7月期間兩度上調最優惠貸款利率，合共上調25個基點。具體而言，這些銀行在5月初將最優惠貸款利率上調12.5個基點後，在7月下旬再另外上調12.5個基點。於回顧期末，市場上的最優惠貸款利率介乎5.875%至6.375%不等。相應地，新造按揭的平均貸款利率亦由2023年1月的3.50%微升至2023年7月的3.57%。銀行會因應本身的資金成本結構及其他有關的考慮，決定調整存貸息率的時機及幅度。

展望未來，港元拆息在往後一段日子可能仍會處於較高的水平並不時出現較大幅度的波動。金管局一直與銀行保持溝通，要求銀行做好流動性管理工作，包括與大型客戶密切溝通，掌握其對港元收付的計劃和安排並作好部署，避免不必要地「關住」大量港元。金管局又提醒銀行毋需擔心所謂「標籤效應」，在有需要時可隨時使用金管局的各類流動資金安排。

### 離岸人民幣銀行業務

離岸人民幣同業市場於回顧期內繼續正常運作。<sup>24</sup> 由於離岸人民幣銀行同業市場流動性狀況保持穩定，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息繼續徘徊在3%左右。隔夜人民幣香港銀行同業拆息大多數時間維持在3%以下（圖4.6）。

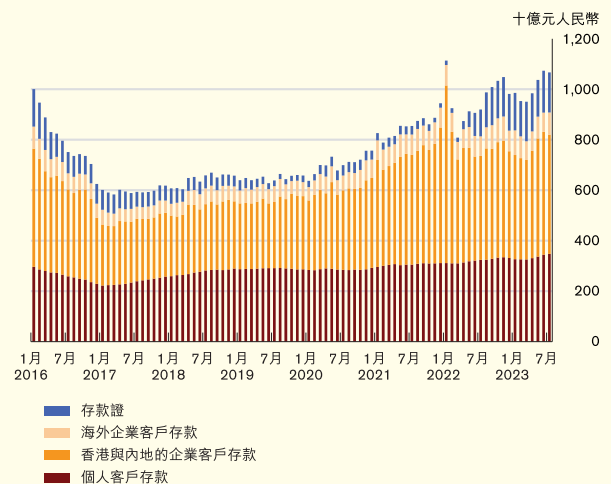
圖 4.6  
隔夜及 3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC。

2023 年首七個月，香港的離岸人民幣流動資金池進一步擴張，人民幣客戶存款及存款證餘額溫和增長 8.7%，截至 2023 年 7 月底達 10,670 億元人民幣（圖 4.7 及表 4.A）。其中，主要受公司客戶存款帶動，人民幣客戶存款增長 8.6%。隨着人民幣存款證發行量繼續增加，存款證餘額同期增加 9.1%。

圖 4.7  
香港的人民幣客戶存款及存款證



資料來源：金管局。

<sup>24</sup> 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第 2.2 章。

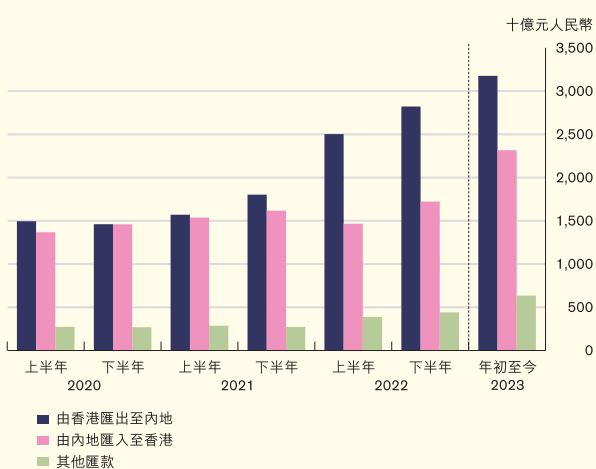
**表 4.A**  
離岸人民幣銀行業務統計

	2022年12月	2023年7月
人民幣存款及存款證(十億元人民幣)	981.7	1,067.0
其中：		
人民幣存款(十億元人民幣)	835.9	907.9
人民幣存款佔存款總額(%)	6.1	6.3
人民幣存款證(十億元人民幣)	145.8	159.1
未償還人民幣貸款(十億元人民幣)	191.7	333.6
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	211	210
應付海外銀行的金額(十億元人民幣)	130.8	138.8
應收海外銀行的金額(十億元人民幣)	138.8	168.3
	<b>2023年1月至7月</b>	
香港人民幣貿易結算(十億元人民幣)	6,126.4	
其中：		
由內地匯入至香港(十億元人民幣)	2,315.6	
由香港匯出至內地(十億元人民幣)	3,175.9	
香港人民幣即時支付結算系統的交易額 (期內每日平均數額；十億元人民幣)	1,704.0	

資料來源：金管局。

其他離岸人民幣業務繼續增長，2023年首七個月的人民幣貸款餘額增長74.0%。香港的人民幣貿易結算亦繼續增長，在2023年首七個月期間，本港銀行處理的交易額達61,264億元人民幣(圖4.8)，較去年同期的50,900億元人民幣增長20.4%。香港擁有龐大的人民幣資金池，而香港銀行業擁有出色能力及廣泛網絡，能夠繼續支持大量人民幣支付及融資交易。2023年首七個月，人民幣即時支付結算系統的每日平均交易量高達17,040億元人民幣，而2022年同期為16,695億元人民幣。

**圖 4.8**  
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

展望未來，香港離岸人民幣生態圈持續發展，將進一步鞏固香港作為離岸人民幣業務樞紐的領先地位。在流動性方面，與中國人民銀行簽訂的優化貨幣互換協議將透過金管局設立的人民幣流動資金安排，為離岸市場提供所需的流動性支持，從而為金融機構拓展人民幣相關活動及服務提供良好的環境。在產品方面，不斷升級及拓展內地與香港之間的一系列互聯互通計劃，包括互換通、南北雙向的滬港通、深港通、債券通和跨境理財通等，將拓闊人民幣產品以及資產配置和風險管理工具的種類，促進兩地市場之間的雙向流動。在金融基建方面，債務工具中央結算系統(CMU)亦正進行重大修訂，以提升其營運能力及產品種類，以更好支持人民幣債券發行及相關託管服務的增長。憑藉這些發展，香港將在支持國家資本帳戶開放、綠色金融市場發展、「一帶一路」及「粵港澳大灣區倡議」等方面繼續發揮獨特作用。

## 資產市場

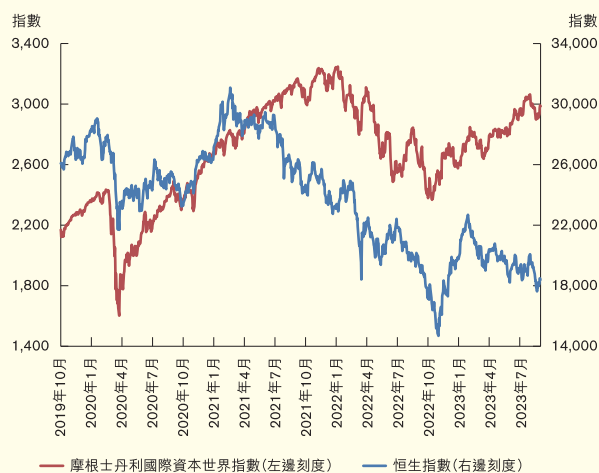
與科技股引領的環球股票市場上揚相比，香港股市於回顧期內的表現因為對內地經濟復甦步伐的憂慮而蒙上陰影。在穩定發行的支持下，本地債券市場在2023年上半年繼續錄得穩健增長。繼第1季顯著復甦後，住宅物業市場在其後幾個月有所回軟，主要反映市場氣氛在本地按揭利率進一步攀升下而轉趨審慎。

### 4.3 股市

在市場從2023年3月發生的美國及瑞士銀行業問題穩定下來後不久，恒生指數在5月份顯著下跌，並在市場憂慮內地經濟復甦步伐而持續下行的趨勢。這與科技股引領的環球股市上揚形成對比。整體而言，恒生指數由2023年2月底至2023年8月底下跌7.1%，同期摩根士丹利國際資本世界指數則錄得10%的升幅（圖4.9）。

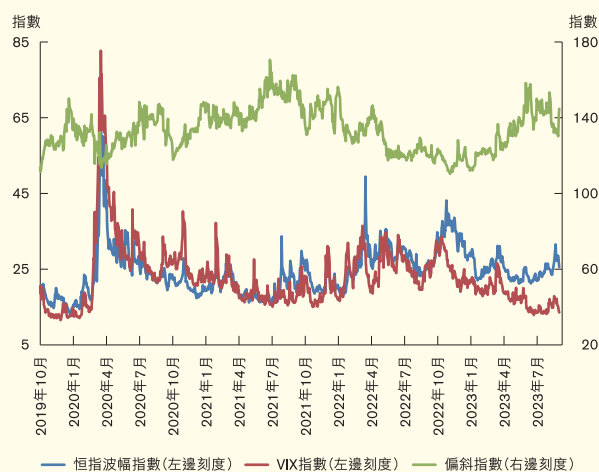
跟隨環球股市的正面表現，以標普500指數期權引伸波幅衡量的市場波動率顯著下降，並一度下降至2020年3月金融市場動盪以來的最低水平（圖4.10）。儘管本港股市表現相對低迷，但其波動性亦呈下降趨勢，其後在回顧期末上升。與此同時，衡量投資者對沖股市下跌風險意願的偏斜指數有所上升，表明在當前市場波動較小的情況下，投資者或對股市突然調整的風險持審慎態度。<sup>25</sup>

圖4.9  
恒生指數及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源：彭博社。

圖4.10  
恒生指數及標普500指數的期權引伸波幅，以及偏斜指數

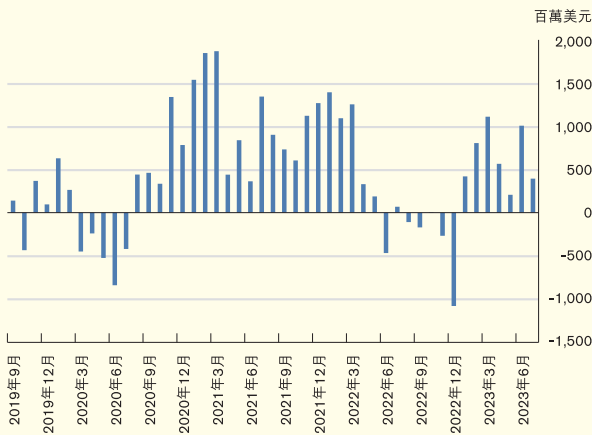


資料來源：彭博社。

<sup>25</sup> 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率微不足道。隨着偏斜指數升至100以上時，標普500指數回報分布的左尾權重增加，表明發生異常負回報的概率變得更加顯著。詳情請參閱<https://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/volatility-indicators/skew>。

2023年2月至7月期間，股票市場基金在香港錄得資金淨流入，總額達40.913億美元（圖4.11）。

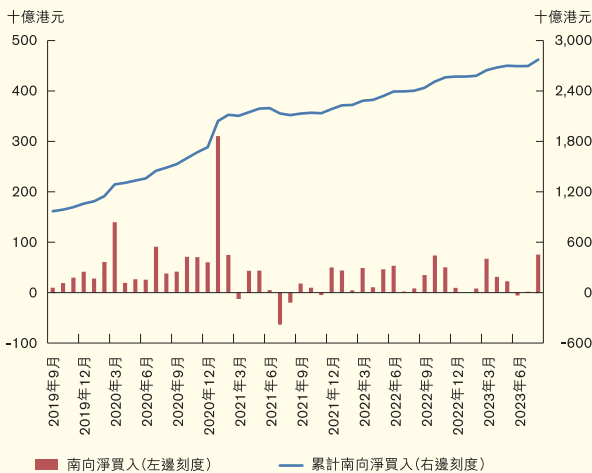
**圖4.11**  
股票市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

與此同時，內地投資者從2023年2月底至8月底透過滬深港通（南向交易）對香港股市的淨投資額達1,925億港元（圖4.12），累計淨買入增加7.5%至2023年8月底的27,729億港元。

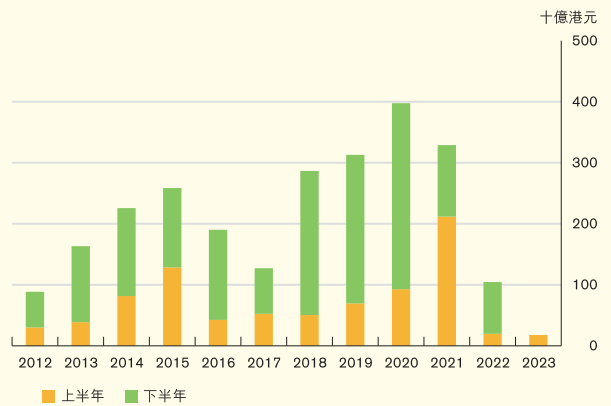
**圖4.12**  
滬深港通（南向交易）的淨買入



註：南向淨買入金額指滬深港通（南向交易）及深港通（南向交易）相關淨買入額的總和。  
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

在全球首次公開招股活動在經濟前景不明朗及貨幣狀況收緊而表現低迷的情況下，2023年上半年香港首次公開招股籌集的資金額按年下跌9.9%（圖4.13）。同時，在香港交易所降低特專科技公司上市門檻（即港交所主板上市規則第18C章）後，首宗相關上市申請已於2023年6月提交。<sup>26</sup> 長遠而言，新的上市制度預計將吸引更多具增長潛力的特專科技公司來港上市。

**圖4.13**  
香港的首次公開招股市場



資料來源：香港交易所。

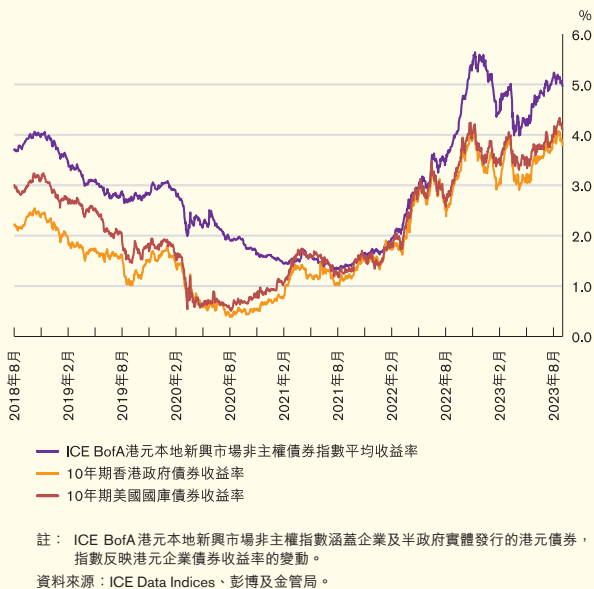
本港股市前景將受多項風險因素影響。在下行風險方面，全球經濟放緩、「更長時間維持高息」的環境以及地緣政治緊張局勢升級，均可能會抑制市場情緒及企業長期前景。從有利因素來看，內地當局或會推出進一步的政策措施支持內地經濟復甦，可能有助提振本港股市的情緒。

<sup>26</sup> 特專科技公司指主要從事應用於相關特專科技行業中（例如先進硬件、新能源、環境保護等）可接納領域的科學及／或技術的產品及／或服務的研發，以及其商業化及／或銷售的公司。

#### 4.4 債券市場<sup>27</sup>

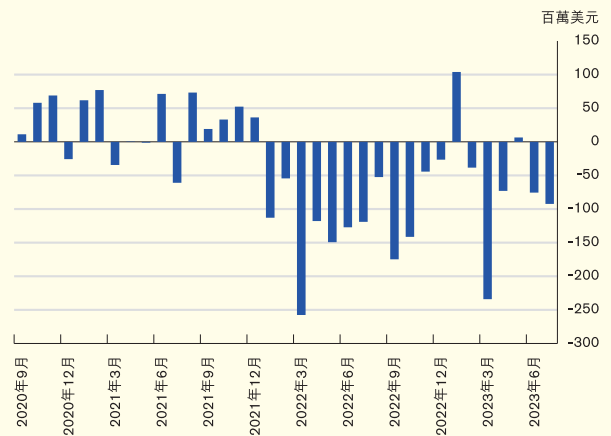
美國國債收益率隨着美國銀行業出現問題於2023年3月顯著下跌，其後在5月因應解決美國債務上限問題的期限臨近而回升。儘管美國兩黨於5月27日就提高政府債務上限達成協議，美國10年期國債收益率隨着市場注意力重新轉向美國進一步加息的可能性而繼續維持在4%附近。香港的債券收益率跟隨美國債券收益率的走勢，其中港元企業債券收益率較4月初的近期低位錄得較大幅度上升（圖4.14）。

**圖4.14**  
10年期美國國債、10年期香港政府債券及港元企業債券的收益率



在近期美國及瑞士銀行業問題引致全球企業債券基金在2023年3月大幅流出的同時，債券基金亦在香港錄得顯著資金淨流出，其後有所緩和（圖4.15）。

**圖4.15**  
債券市場基金在香港的淨流量

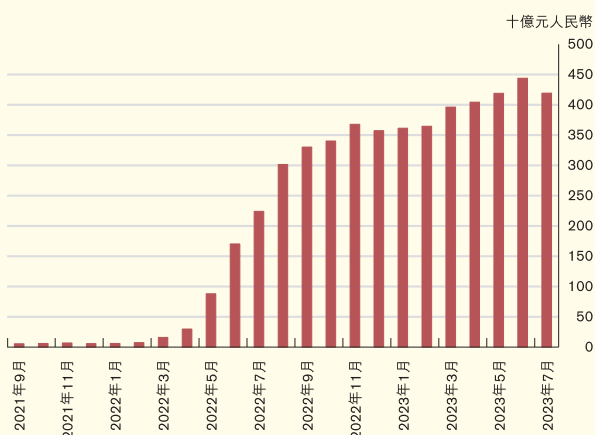


內地投資者繼續透過南向債券通投資本港債券市場。合資格內地投資者透過南向債券通CSD-CSD結算通，並由上海清算所結算而持有的債券的餘額穩步增長。上海清算所是內地負責處理與香港債務工具中央結算系統(CMU)的南向債券通CSD-CSD結算通交易的其中一間中央證券託管機構(CSDs)。<sup>28</sup> 截至2023年7月底，相關債券餘額已達4,191億元人民幣，較2023年1月底的3,614億元人民幣增長16%（圖4.16）。

<sup>27</sup> 在此部分中所報告的債務證券數字包括票據、債券、可轉讓存款證、商業票據、次級債券、資產抵押證券以及通常在金融市場交易的類似債務工具。

<sup>28</sup> 根據現時南向債券通的安排，內地機構投資者可以透過交易通或CSD-CSD結算通投資合格債券。在交易通下，內地投資者可以直接與香港做市商交易任何合格債券。在CSD-CSD結算通下，合資格的內地投資者可以透過內地中央證券託管機構投資存放於CMU的債務證券。具體而言，包括上海清算所在內的內地的中央證券託管機構已在金管局CMU開立名義持有人帳戶，為合資格的內地投資者結算交收「南向通」交易，並持有有關的CMU債券。同時，合資格的內地投資者（或指定託管人）在內地的中央證券託管機構開立帳戶，記錄其透過南向債券通CSD-CSD結算通投資的債券餘額。圖4.16僅涵蓋透過上海清算所進行的CSD-CSD結算通交易，並不代表內地投資者透過南向債券通持有的債券總額，但該圖可能有助展示南向債券通活動變化的趨勢。

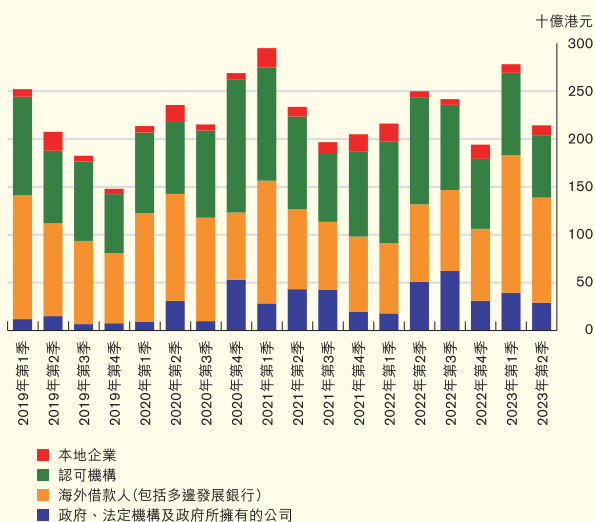
**圖 4.16**  
合資格內地投資者透過南向債券通 CSD-CSD 結算通  
並由上海清算所結算而持有的債券餘額



註：相關數字為合資格內地投資者透過南向債券通 CSD-CSD 結算通，並由上海清算所結算而持有的債券餘額，並不代表內地投資者透過南向債券通持有的債券總額。數字根據資料來源以人民幣呈列。  
資料來源：上海清算所。

儘管利率高企，2023年上半年港元債務證券總發行量仍按年增長4.8%至24,653億港元，主要由包括多邊發展銀行在內的海外借款人發行量的增加所支持（圖 4.17）。

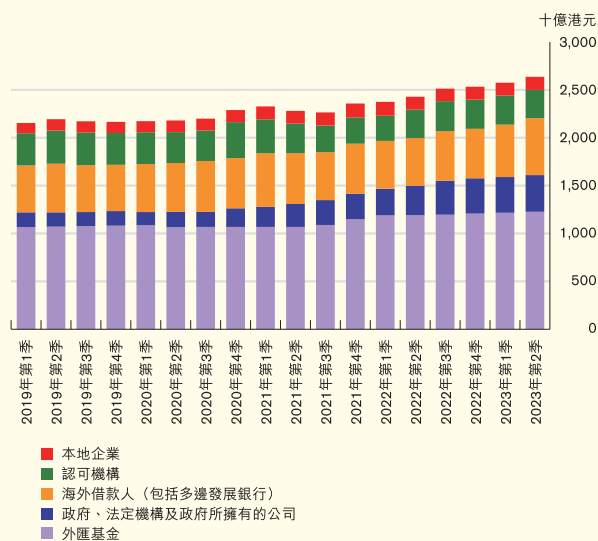
**圖 4.17**  
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債務證券



資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

隨着港元債務證券發行量增加，截至2023年6月底的未償還港元債務證券金額按年增加8.5%至26,352億港元（圖 4.18）。該金額相當於港元M3的32%或銀行業以港元計值資產的25.3%。其中非外匯基金票據及債券的未償還港元債務證券金額按年上升13.7%至14,081億港元。

**圖 4.18**  
未償還港元債務證券（按發行人劃分）

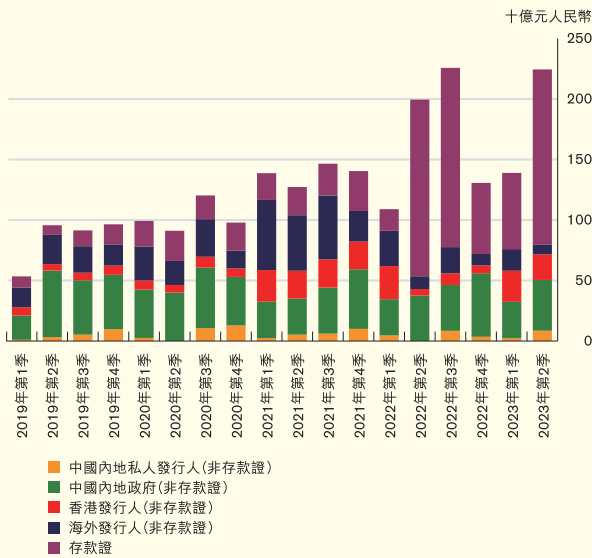


資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

香港離岸人民幣債務市場在2023年上半年亦繼續擴張。2023年上半年的新發行總量較上年同期增加17.8%至3,634億元人民幣，主要受益於活躍的離岸人民幣存款證發行（圖 4.19）。



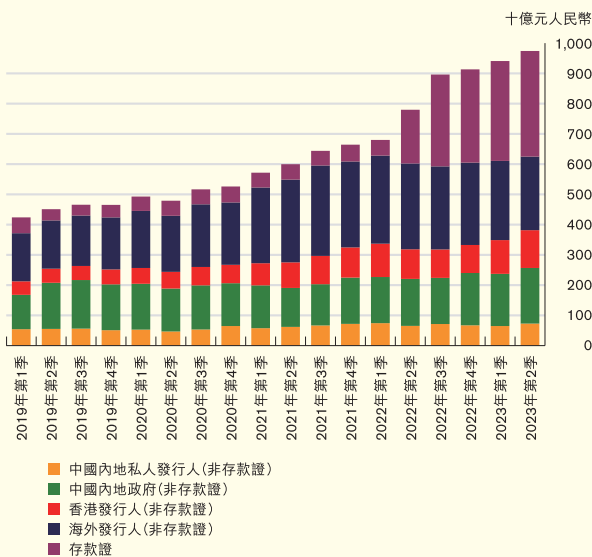
**圖 4.19**  
在香港新發行的離岸人民幣債務證券



資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

相應地，截至2023年6月底，離岸人民幣債務證券的未償還總額按年上升24.9%至9,742億元人民幣（圖4.20）。

**圖 4.20**  
在香港發行的離岸人民幣債務證券未償還總額



資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

本地債券市場的前景在短期內將繼續取決於全球經濟及利率前景。與此同時，人民幣匯率走勢及內地經濟復甦步伐的不確定性可能會影響香港的離岸人民幣債務市場活動。

於回顧期內，當局推出多項政策措施以推動本地債券市場發展。其中，香港按揭證券有限公司於2023年5月30日宣布，成功在基建融資證券化先導計劃下發行首批基建貸款抵押證券，總值為3.644億美元。此次成功發行標誌着香港發展基建融資證券化平台，邁出重要一步。

此外，此次發行包含1億美元可持續融資票據，並且符合國際資本市場協會的綠色債券原則、社會責任債券原則和可持續發展債券指引，標誌着香港對綠色及可持續發展的承擔。

為進一步推動香港綠色及可持續債券市場的發展，香港政府於2023年6月1日宣布在政府綠色債券計劃下成功發售接近60億美元等值的美元、歐元及人民幣綠色債券。相關債券亦包括香港政府發行的首批10年期人民幣綠色債券，有助延長離岸人民幣收益率曲線以及進一步豐富離岸人民幣產品選擇，有序推進人民幣國際化。

同樣，為推動創新科技在債務市場的應用，政府於2023年初發行全球首批由政府發行的代幣化綠債。專題3分析全球代幣化債券市場的發展情況，並評估債券代幣化對發行人及投資者的潛在好處。

### 專題 3

## 評估債券代幣化的好處

#### 引言<sup>29</sup>

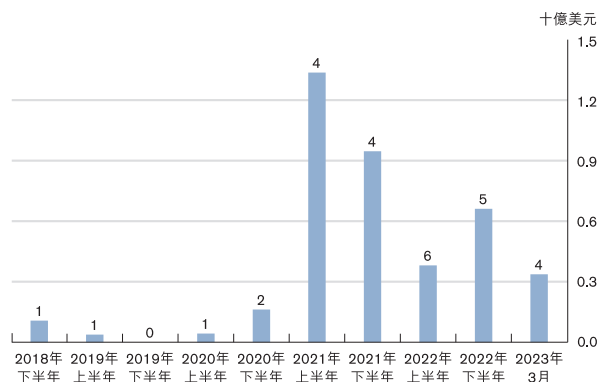
債券代幣化<sup>30</sup>是全球債券市場中一個快速發展的創新成果。自2018年世界銀行發行全球首隻代幣化債券以來，全球各地已發行數十隻代幣化債券，當中包括香港政府於2023年初首次發售的全球首隻由政府發行的代幣化綠債。

透過將發行及交易流程引入數碼平台，債券代幣化可以提升發行效率及增加市場流動性。然而，可能由於對這個發展中的市場缺乏全面數據，代幣化可以在何種程度上為發行人和投資者帶來好處，尚未得到實證研究。因此，本專題旨在對全球代幣化債券市場作全新分析，並討論我們就債券代幣化好處的實證研究結果。

#### 代幣化債券市場有何最新發展？

我們使用全新數據集，涵蓋自2018年以來23個不同發行人發行的28隻代幣化債券。<sup>31</sup> 研究發現，截至2023年3月底，全球代幣化債券的發行總額已達39億美元，其中九成是在2021年之後發行（圖B3.1）。就發行金額而言，金融業是最大的債券發行人，當中大多是銀行、資產管理公司、金融交易所或專業金融服務提供者（圖B3.2）。世界銀行及香港政府等公營機構亦有發行代幣化債券。就地區分佈而言，大部分（約70%）是亞洲機構發行，其餘則主要是歐洲機構發行。

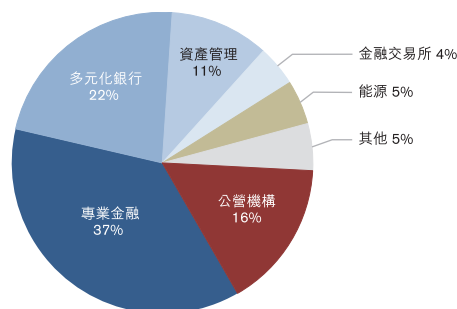
圖 B3.1  
全球代幣化債券發行總量



註：該棒形圖顯示截至2023年3月底全球代幣化債券的發行總量（y軸）及交易數量（棒形上方的數字）。

資料來源：彭博、Refinitiv Eikon及金管局職員估計數字。

圖 B3.2  
代幣化債券發行金額比例（按發行人類別劃分）



註：該圖形顯示自2018年以來各類發行人在全球代幣化債券發行金額中所佔比例。

資料來源：彭博、Refinitiv Eikon及金管局職員估計數字。

綜上所述，雖然債券代幣化仍處於發展早期階段，但一些亞洲及歐洲的機構已採取行動擁抱這一創新成果。下一節研究代幣化可以在多大程度上使債券市場的發行人及投資者受惠。

#### 代幣化對債券發行人及投資者有利嗎？

理論上，代幣化可以透過運用智能合約來實現發行、利息支付及本金償還等多步驟過程的自動化，以提升發行效率。發行人亦可以按較低的收益率發行代幣化債券，因為投資者或會青睞其獨特之處，例如更快的

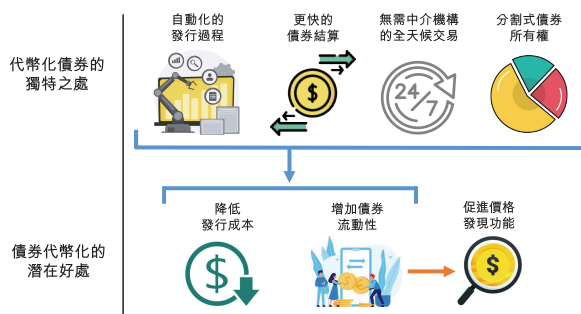
<sup>29</sup> 詳情請參閱梁栢豪等人（即將刊發）。「評估債券代幣化的好處」（英文版本）。金管局研究備忘錄。

<sup>30</sup> 債券代幣化是指在數碼平台以代幣形式記錄債券的實益權益。

<sup>31</sup> 該數據集是根據彭博及Refinitiv Eikon的數據構建。該樣本可以代表全球發行量的情況，可媲美由來自標普全球評級（代幣化債券的主流評級機構之一）的Damak等人（2023）所取得的樣本。為進一步驗證樣本的代幣化性質，我們參考發行人或第三方專家刊發的眾多新聞、新聞稿、報告、公告及其他官方文件，當中包括國際資本市場協會（2023）。

結算週期、無需中介機構的全天候交易，以及容許極小額交易的分割式債券所有權。此外，代幣化可以增加市場流動性，因為代幣化債券的上述特點可以降低交易成本並擴大投資者基礎。由於理論上代幣化債券能以更大的流動性進行交易，亦可能促進同一發行人發行的傳統債券的價格發現功能（圖 B3.3）。

**圖 B3.3**  
說明代幣化債券的獨特之處及潛在好處



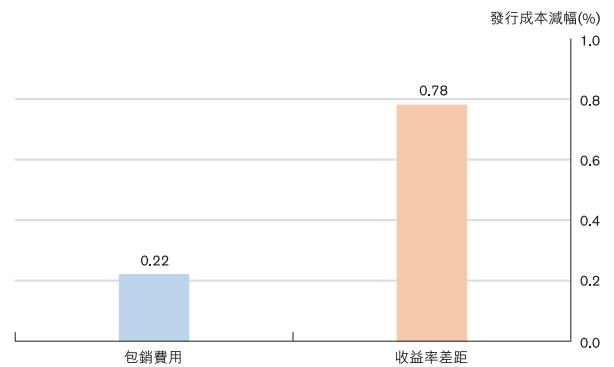
為了實證檢驗這些潛在好處的經濟重要性，我們將每隻代幣化債券與同一發行人發行的最相似的傳統債券進行配對，以控制債券特徵（例如到期日及發行日期）的差異。<sup>32</sup> 這確保代幣化債券與傳統債券之間發行成本或流動性的估計差異可以歸因於債券代幣化。下面列出這兩個潛在好處的估計結果。

#### a) 提升債券發行效率

傳統的債券發行涉及多個中介機構，例如包銷商，他們收取服務費用。相比之下，代幣化實現手動流程自動化，並減省文書工作，從而降低債券發行的營運成本，包括包銷費用。我們的實證研究結果證實這一猜想，表明發行代幣化債券的包銷費用較傳統債券的包銷費用為低，兩者差距平均相當於債券面值的0.22個百分點（藍色柱，圖 B3.4）。

理論上，如果投資者青睞代幣化債券的獨特之處，發行人或能以較低的收益率發行代幣化債券。我們的實證結果表明，相較於最相似的傳統債券，投資者認識到代幣化的好處，在投資代幣化債券時願意接受低0.78個百分點的收益率差距（橙色柱，圖 B3.4）。

**圖 B3.4**  
債券代幣化提升效率的估計結果



註：  
(i) 該棒形圖顯示代幣化之下包銷費用及收益率差距的估計減幅；及  
(ii) 所有估計數字均具有10%的統計顯著水平。  
資料來源：金管局職員估計數字。

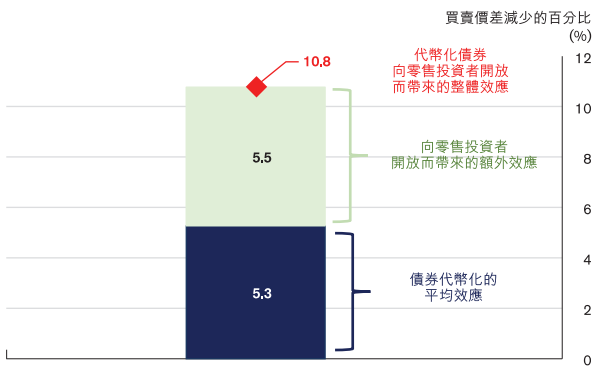
#### b) 增加二級市場債券流動性

代幣化債券在二級市場上可能較傳統債券表現出更大的流動性，因為前者可以更快結算，無需中介機構即可交易，並且可以分割為極小的交易數額，從而降低入市門檻。此外，對於向零售投資者開放的債券，流動性改善的程度可能更大，因為他們或更能從較低的入市門檻中受惠。

我們以債券的買賣價差去衡量債券的流動性。價差越低，流動性越高，反之亦然。我們的實證結果表明，代幣化債券的買賣價差平均較傳統債券窄5.3%（藍色條，圖 B3.5）。如果零售投資者可以購買這些債券，我們的估計結果發現買賣價差的減幅可能會翻倍至10.8%（紅點，圖 B3.5）。

<sup>32</sup> 代幣化債券發行人發行了6,090隻傳統債券。相較於我們樣本中的代幣化債券，這些傳統債券在關鍵債券特徵上表現出高度的異質性。我們的配對程序將異質性降低至學術文獻中廣泛接受的水平。有關配對程序的詳情，請參閱金管局研究備忘錄。

**圖 B3.5**  
債券代幣化增加流動性的估計結果



註：  
 (i) 該棒形圖顯示代幣化之下，按債券投資者基礎劃分的債券買賣價差的估計減幅；及  
 (ii) 所有估計數字均具有1%的統計顯著水平。  
 資料來源：金管局職員估計數字。

代幣化亦可促進價格發現過程，以增加傳統債券的市場流動性。由於代幣化債券的交易流動性較大，更有利於提供更為翔實的價格。若同一發行人發行的傳統債券流動性較差，代幣化債券有助揭示其公允價值。我們的實證研究結果表明，代幣化可從這渠道帶來顯著好處。特別是，我們發現，發行人發行代幣化債券後，傳統債券的平均買賣價差將會減少8.5%。

### 結論及意義

總括而言，本專題表明代幣化可以降低債券發行人的包銷費用及借貸成本，從而為其營運帶來顯著好處。代幣化亦可以增加二級市場債券的流動性，使債券投資者受惠，對於向零售投資者開放的債券而言尤其如此。

這些結果對全球債券市場的發展具有兩個重要啟示。首先，可以考慮在債券發行中更廣泛使用代幣化，以提升債券市場效率及增加流動性。其次，可制訂政策擴大代幣化債券市場的投資者基礎，為釋放代幣化的潛在好處鋪路。雖然本專題所用的樣本已代表市場狀況，但由於代幣化債券市場仍在發展中，樣本仍然較小，讀者應審慎詮釋我們的研究結論。

### 參考文獻

Damak, M., Birry, A., Schmaus, M. W. & Guadagnuolo, L. (2023, February 27). Digital bonds: The disruption is underway. S&P Global Ratings.  
<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/230227-digital-bonds-the-disruption-is-underway-12651017>

International Capital Market Association (2023). New FinTech applications in bond markets.  
<https://www.icmagroup.org/market-practice-and-regulatory-policy/fintech-and-digitalisation/fintech-resources/new-fintech-applications-in-bond-markets/>

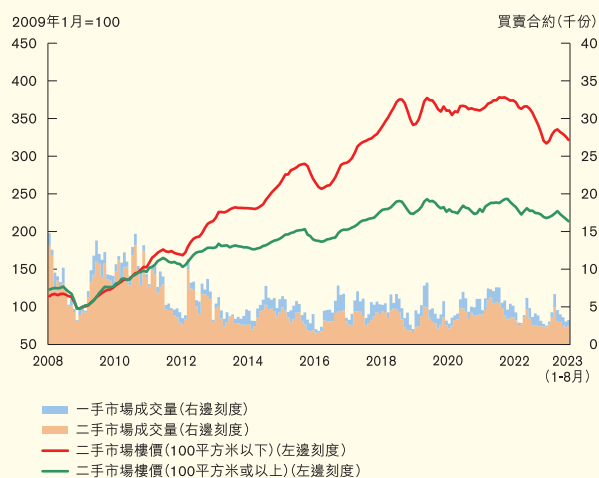
## 4.5 物業市場

### 住宅物業市場

住宅物業市場經歷2023年第1季的強勁復甦後有所回軟。受惠於年初本港與內地全面恢復通關，樓市氣氛有所改善，二手市場參觀單位（俗稱睇樓）活動在2023年第1季回升。隨着積壓需求得到釋放，發展商亦加快推出新樓盤，並以具競爭力的定價策略刺激銷情。然而，受本地按揭利率攀升所影響，市場氣氛於第1季後有所減弱。其中，緊接着美聯儲連續多次加息，各大銀行在2023年5月及7月分別上調最優惠利率各12.5個基點。<sup>33</sup>此外，部分銀行亦於2023年9月進一步調高以銀行同業拆息為基礎（俗稱H按）的新造按揭貸款的鎖息上限。雖然二手市場睇樓活動繼2023年第1季後明顯放緩，但發展商仍大致活躍，繼續推售新樓盤。整體而言，住宅每月平均成交量由第1季的4,674宗回落至4月至8月的3,702宗，主要反映二手市場交投量下跌（圖4.21）。

二手樓價繼2023年第1季上升5.3%後，在4月至8月期間下跌3.7%，部分反映業主在面對發展商的新樓盤競爭下，更願意降低叫價。按面積劃分，大型單位（實用面積100平方米或以上）的價格回調速度較中小型單位（實用面積小於100平方米）略快（圖4.21）。最近的市場資料顯示，樓價在2023年9月初進一步放緩。

圖4.21  
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

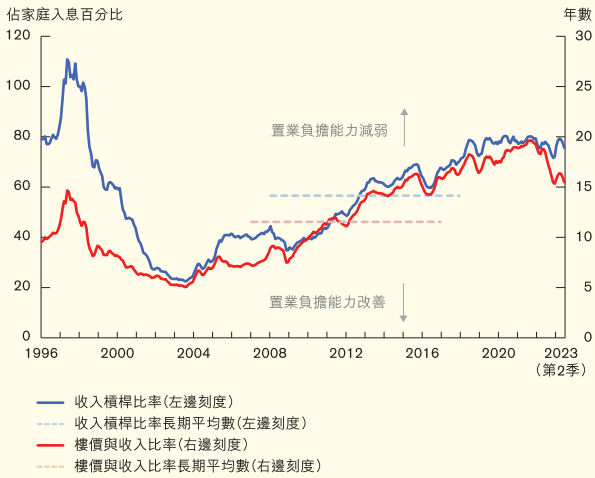
置業負擔能力在2023年上半年仍然偏緊。由於家庭收入增長超過樓價增長，樓價與收入比率在第2季略為回落至15.9，惟仍與1997年約為15的高水平相若。收入槓桿比率亦維持在77.4%的高位，遠高於其長期平均值，主要反映按揭利率上升的影響（圖4.22）。<sup>34</sup>隨着經濟活動陸續復常，住宅租金在農曆新年過後穩步增長，於2023年2月至8月期間錄得6.8%的升幅（圖4.23）。<sup>35</sup>與此同時，住宅租金收益率亦由1月的2.5%微升至7月的2.6%。

<sup>33</sup> 於2023年6月，部分銀行據報為爭取市場份額，向新造按揭客戶提供更高的現金回贈。作為監管機構，金管局一直要求銀行以審慎原則經營按揭業務，包括以審慎方式釐定相關利率和優惠，使其業務可長期持續，並有足夠利潤承受經濟轉差時可能面對的壞帳風險。

<sup>34</sup> 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。另一方面，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

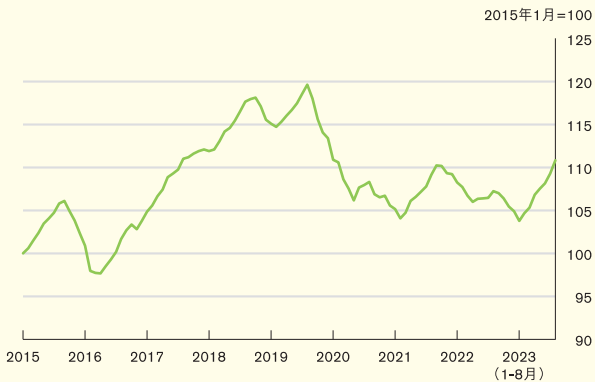
<sup>35</sup> 有市場分析人士認為海外專才回港及非本地學生的住宿需求增加亦有助帶動住宅租金上升。

**圖 4.22**  
置業負擔能力指標



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

**圖 4.23**  
住宅物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

綜合各方面的考慮，金管局於2023年7月7日宣布放寬物業按揭貸款逆周期宏觀審慎監管措施。這是自2009年金管局實施相關措施以來，首次放寬針對住宅物業的措施。是次放寬修訂於同日生效後，市民購置物業將可以承造較高成數的按揭貸款。<sup>36</sup> 金管局會繼續密切留意市場發展，並推出合適措施，確保銀行

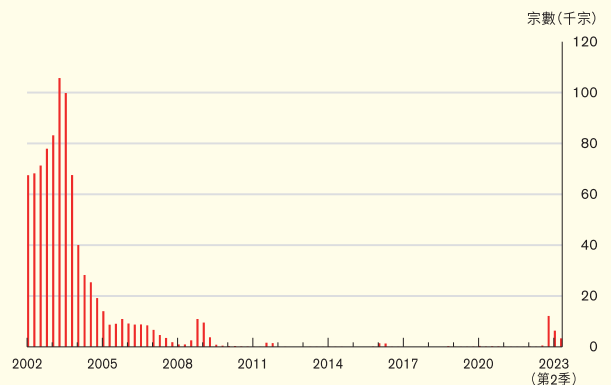
<sup>36</sup> 詳情請參閱金管局於2023年7月7日發出的《物業按揭貸款的審慎監管措施》通告。經考慮金管局物業按揭貸款逆周期宏觀審慎措施的修訂，以及其自身的業務狀況及風險，香港按揭保險有限公司（按揭保險公司）亦於同日宣布修訂已落成住宅物業的按揭保險計劃，並於9月宣布該計劃將涵蓋樓花住宅物業，以進一步協助市民置業安居。詳情請參閱按揭保險公司分別於2023年7月7日及2023年9月22日發出的《按揭保險計劃的修訂》新聞稿。

物業按揭貸款風險得到妥善管理，從而保障銀行體系穩定。<sup>37</sup>

宏觀審慎措施放寬後，平均新造按揭成數大致維持穩定，於2023年7月約為53%，較2009年首次推出逆周期宏觀審慎措施之前的64%為低。此外，按揭借款人的平均供款與入息比率維持在低於40%的水平，且須通過壓力測試，以確保他們有能力承擔因利率上升而引致的額外供款。

負資產住宅按揭貸款宗數由2022年第4季末的12,164宗減少至2023年第2季末的3,341宗（圖4.24），主要反映今年上半年樓價上升。這些個案涉及銀行職員的住屋按揭貸款或按揭保險計劃的貸款，而這類貸款的按揭成數一般較高。截至2022年底，超過一半的私人住宅單位並無任何未償還按揭，加上按揭貸款拖欠比率於2023年7月維持在0.07%的極低水平，反映與銀行住宅按揭貸款相關的系統性風險已從多方面得到妥善管理。金管局提醒市民大眾，置業是人生的重要決定，在作買樓決定時，市民應該量力而為，審慎管理當中的財務風險。

**圖 4.24**  
負資產住宅按揭貸款



資料來源：金管局。

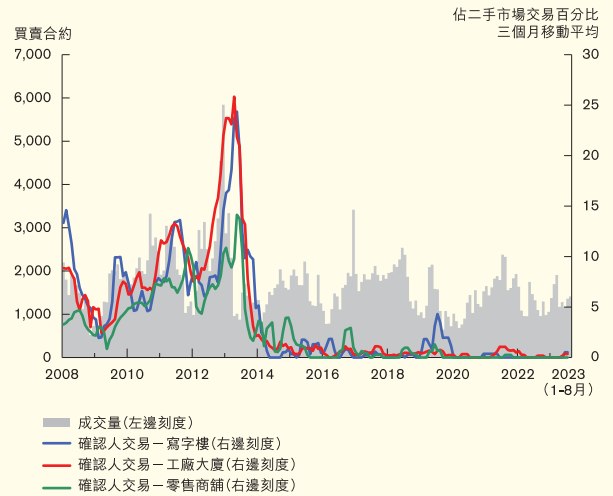
<sup>37</sup> 自2009年實施物業按揭貸款逆周期措施以來，金管局一直密切監察樓價走勢、樓市成交量、本地經濟狀況和外圍環境等一系列因素，評估樓市的情況，適時調整這些措施，以確保銀行妥善管理按揭貸款業務涉及的風險，並有足夠能力應對樓價一旦出現大幅調整的挑戰。

住宅物業市場前景受到眾多如前面幾章所述的不明朗因素及風險所影響。具體而言，按揭利率上升、環球經濟前景轉差以及短期更多的私人住宅供應均可能會繼續影響樓市氣氛。另一方面，本地經濟狀況改善，加上政府招商引資及吸引人才的政策，或會為房屋需求提供一定支持。長遠而言，樓市的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年私人住宅供應量仍會維持在高位。<sup>38</sup>

### 非住宅物業市場

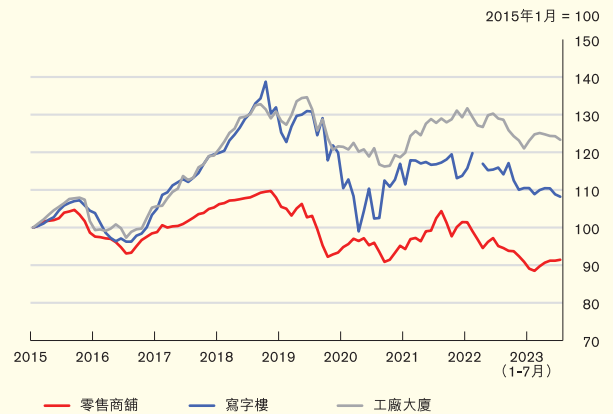
隨着本地經濟活動恢復，非住宅物業市場於2023年上半年有所回穩。期內每月平均成交量上升至1,433宗，投機活動則維持疏落（圖4.25）。商業及工業樓宇的價格亦初步從低位回穩（圖4.26）。租賃市場方面，零售物業及分層工廠大廈的租金逐漸回升，而寫字樓的租金則在空置率仍然高企的情況下持續偏軟<sup>39</sup>（圖4.27）。整體而言，非住宅物業的整體租金收益率微升至2023年7月的2.8%–3.2%。

圖4.25  
非住宅物業成交量



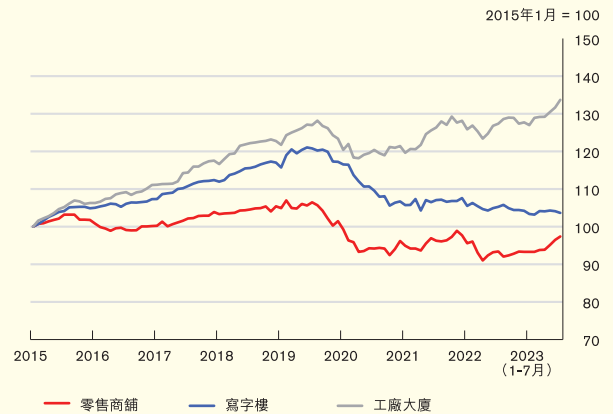
資料來源：土地註冊處、中原地產代理有限公司。

圖4.26  
非住宅物業售價指數



註：由於沒有充足的成交資料作分析，故未能編製2022年3月的寫字樓售價指數。  
資料來源：差餉物業估價署。

圖4.27  
非住宅物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

<sup>38</sup> 房屋局於2023年6月底估計，未來三至四年一手私人住宅單位總供應量將維持在105,000伙的高位。為善用市場力量、促進公私營協作，鼓勵私人發展商參與興建資助出售單位，房屋局亦於2023年6月推出私人興建資助出售房屋先導計劃（「樂建居」），以加強建屋能力、節省項目發展時間，及釋放私人土地的發展潛力。

<sup>39</sup> 差餉物業估價署的數字顯示，截至2022年底，寫字樓的空置率高達14.4%，創下自1998年以來的新高。測量公司的數據亦顯示甲級寫字樓空置率由2022年12月的12.1%上升至2023年6月的12.6%。

貨幣及金融狀況

非住宅物業市場的短期前景會因應物業的類別而異。例如，本地消費進一步改善及訪港旅遊業復甦預計會為零售商鋪提供支持。另一方面，全球經濟放緩及金融狀況進一步收緊，或會繼續削弱營商及投資氣氛，從而拖累商用物業的需求。高企的空置率及未來更多的新增供應亦可能對寫字樓的資本價值構成下行壓力。

考慮到新冠疫情過後非住宅物業價格的調整、息口上升的環境以及上述其他相關因素，金管局亦對非住宅物業按揭的逆周期宏觀審慎措施作出調整。自2023年7月7日起，非住宅物業的按揭成數上限由五成提升至六成。<sup>40</sup>

<sup>40</sup> 詳情請參閱金管局於2023年7月7日發出的《物業按揭貸款的審慎監管措施》通告。



## 5. 銀行業表現

主要反映淨利息收入在淨息差擴闊下上升，零售銀行的盈利在2023年上半年較2022年同期顯著改善。在美國進一步加息的背景下，零售銀行整體資金成本在2023年上半年繼續逐步上升。特定分類貸款比率在回顧期有所上升，但仍然維持在健康水平。整體而言，基於其強勁的資本及流動性緩衝，香港銀行業仍保持穩健及具韌性。展望未來，有關美國利率未來走勢及其對本地利率的相關影響、主要先進經濟體增長前景和內地經濟復甦步伐，以及地緣政治風險持續等的不明朗因素，將繼續對本港銀行業構成挑戰。銀行應仔細評估這些風險因素一旦加劇對其貸款組合資產質素的潛在影響。

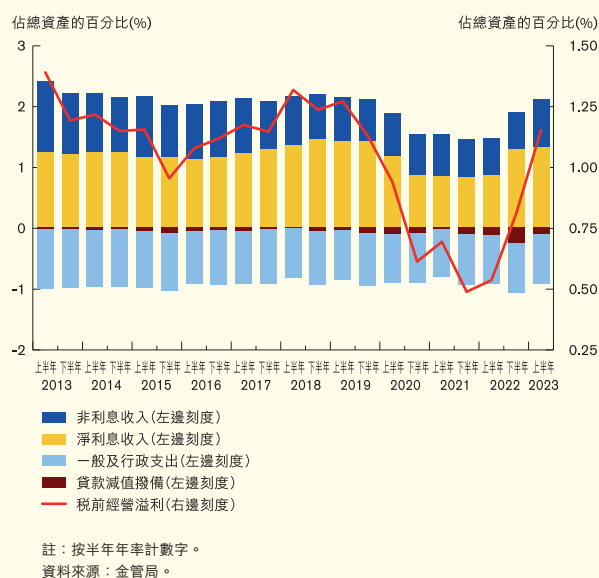
### 5.1 盈利及資本額

#### 盈利

在2023年上半年，零售銀行<sup>41</sup> 整體稅前經營溢利較2022年同期大幅上升120.5%，而資產回報率亦由2022年上半年的0.53%顯著上升至今年的1.15%（圖5.1）。盈利改善的主要原因為淨利息收入及持有作交易的投資收入均錄得增長。

受惠於高息環境，零售銀行的淨息差由一年前的1.03%顯著上升至2023年上半年的1.62%（圖5.2）。

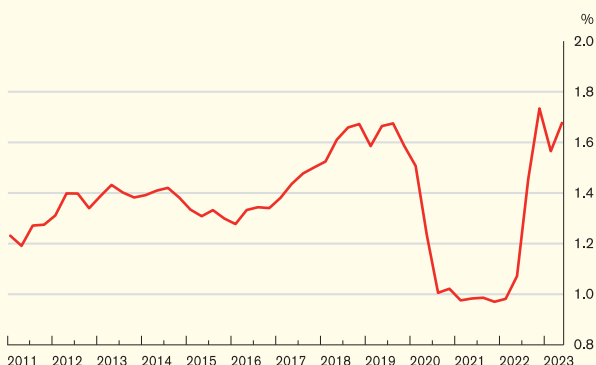
圖 5.1  
零售銀行盈利



<sup>41</sup> 除非另有說明，本章所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

銀行業表現

**圖 5.2**  
零售銀行淨息差

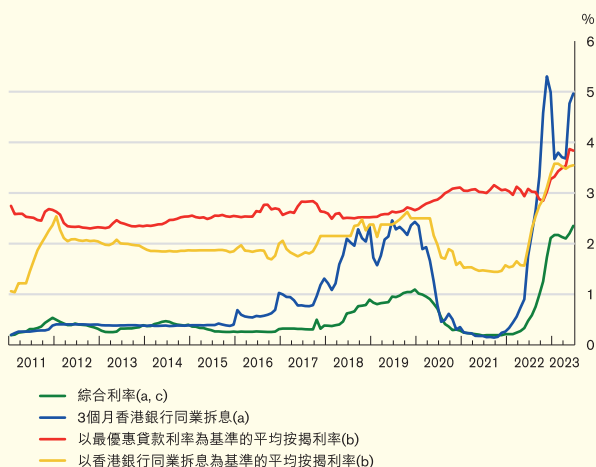


註：按季度年率計數字。  
資料來源：金管局。

在季節性因素帶動下，港元銀行同業拆息於回顧期內在較闊區間內徘徊。其中，港元3個月銀行同業拆息經過於2022年年底升至4.99%的高位後，先在2023年第1季間顯著下跌128個基點。然後，在美國5月再度加息後，港元3個月拆息於2023年6月底反彈至4.97%的水平(圖5.3中的藍線)。

在零售層面，隨著美聯儲在2023年5月時再度加息，多家銀行亦將最優惠利率上調12.5個基點，並同步上調其儲蓄存款利率。此外，更多的客戶活期及儲蓄存款亦已轉換為較高利率的定期存款，這些都使港元存款資金成本上升。反映銀行批發和零售資金成本的走勢，綜合利率(零售銀行港元資金平均成本的衡量指標)於上半年上升了24個基點至2023年6月底的2.35%(圖5.3中的綠線)。

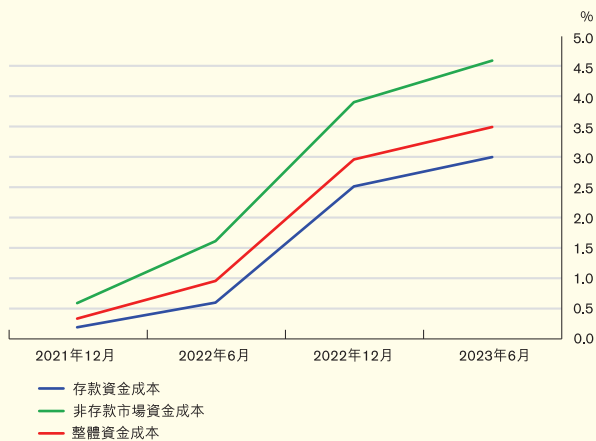
**圖 5.3**  
利率



註：  
(a) 期末數字。  
(b) 新批貸款的期內平均數字。  
(c) 由2019年6月起，綜合利率已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作嚴格比較。  
資料來源：金管局及職員估計數字。

從更廣泛的層面而言，本港持牌銀行的整體港元及美元資金成本在2023年首六個月上升53個基點(圖5.4中的紅線)。

**圖 5.4**  
持牌銀行的港元及美元資金成本



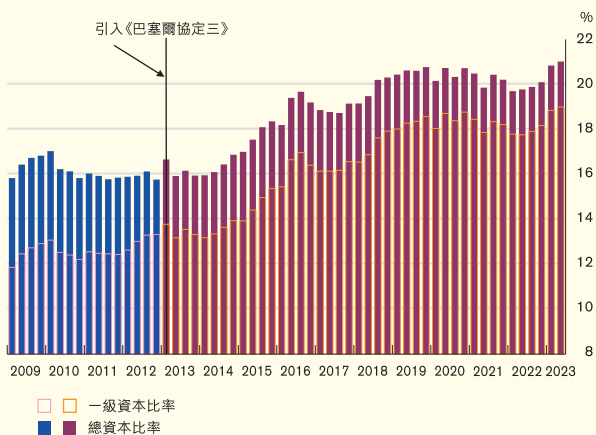
註：自2019年6月起，所有須遵守本地新的銀行帳內的利率風險框架的持牌銀行已根據新框架提交申報表，而獲豁免的持牌銀行則繼續根據現有的利率風險框架提交申報表。整體資金成本已按此兩類持牌銀行相關資金成本作加權平均值計算得出。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作直接比較。  
資料來源：金管局。

展望將來，雖然高利率環境將有利於銀行的盈利，但資金成本持續上升的壓力及貸款需求下降或會限制銀行未來的淨利息收入增長。此外，外圍環境不明朗因素加劇亦可能使銀行業盈利前景蒙上陰影。尤其是由於先進經濟體可能會面對「較長時間維持高息」的利率環境，這會持續收緊全球融資狀況，並對全球經濟增長前景產生負面影響，從而會削弱借款人的償債能力。這可能會增加銀行的貸款減值撥備，並對其盈利構成不利影響。

### 資本額

香港銀行業的資本額仍然穩健，並遠高於國際最低標準。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2023年6月底處於21.0%的高位（圖5.5），遠高於8%的國際最低要求。一級資本比率及普通股權一級（CET1）資本比率分別為19.0%及17.0%。此外，本地註冊認可機構的非風險為本槓桿比率<sup>42</sup>於2023年6月底錄得8.0%的穩健水平，超過3%的法定最低水平。

圖 5.5  
本地註冊認可機構資本額



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

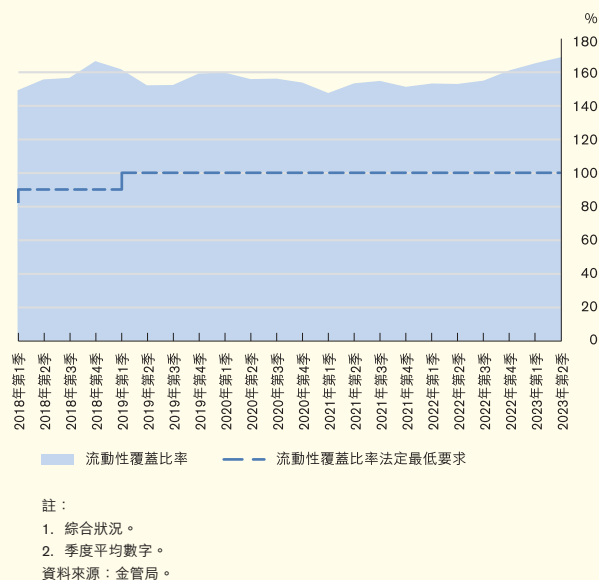
<sup>42</sup> 《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，目的是為防止銀行體系過度槓桿。詳情請參閱《銀行業（資本）規則》（香港法例第155L章）。

## 5.2 流動性及利率風險

### 流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」<sup>43</sup> 要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率自2022年第4季的161.8%上升至2023年第2季的169.8%（圖5.6），遠高於100%的法定最低要求。同期，第2類機構的平均流動資金維持率為63.8%，亦遠高於25%的法定最低要求。

圖 5.6  
流動性覆蓋比率



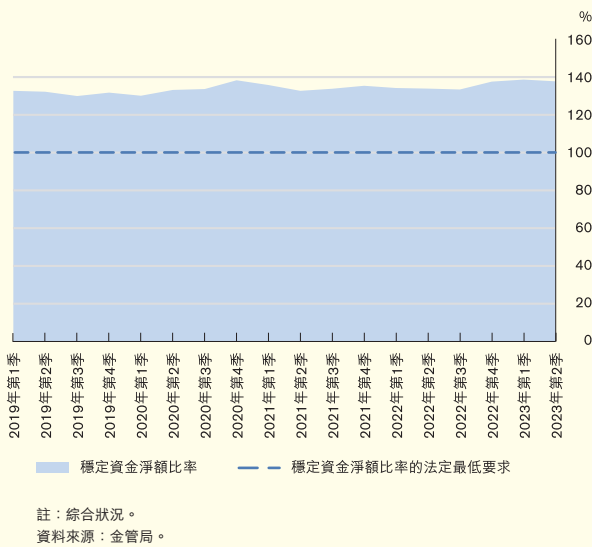
最近期的「穩定資金淨額比率」<sup>44</sup> 亦反映認可機構的資金狀況穩定。第1類機構的平均穩定資金淨額比率於2023年第2季維持在137.6%的高位（圖5.7），遠高於100%的法定最低要求。第2A類機構的平均核心資金比率亦保持在154.0%的高水平，高於75%的法定最低要求。

<sup>43</sup> 《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的優質流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，被指定為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率。詳情可參閱金管局的《監管政策手冊》單元LM-1「流動性風險監管制度」。

<sup>44</sup> 《巴塞爾協定三》的平均穩定資金淨額比率要求銀行在資產組合和表外業務中保持穩定的資金狀況。在香港，第1類機構須遵守平均穩定資金淨額比率規定，而被指定為第2A類機構的第2類機構須遵守本地的核心資金比率規定。詳情請參閱《銀行業（流動性）規則》（香港法例第155Q章）。

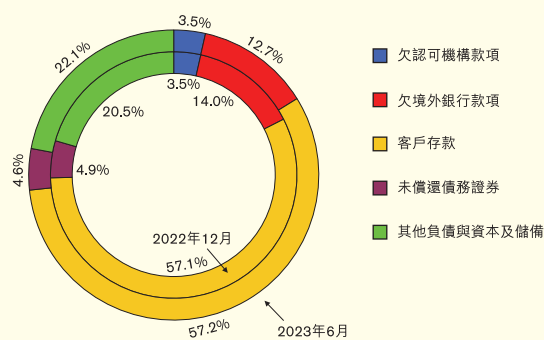
定最低要求。認可機構充足的流動性緩衝及穩定資金狀況表明，香港銀行業能夠承受流動性衝擊。

**圖 5.7**  
穩定資金淨額比率



客戶存款繼續是認可機構的主要資金來源，支撐銀行體系的穩定資金架構。於 2023 年 6 月底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例為 57.2%，相較於六個月前的 57.1% 大致上維持不變（圖 5.8）。

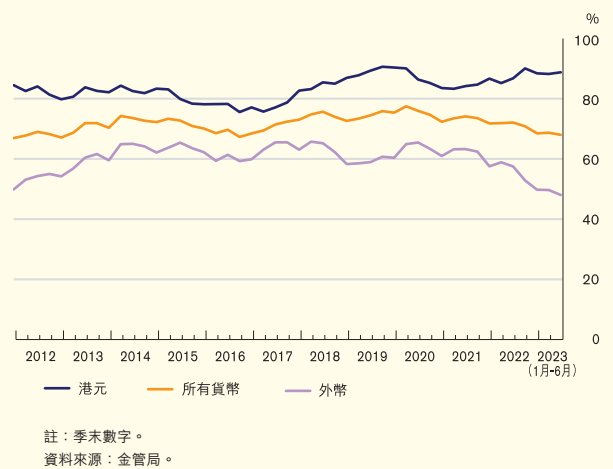
**圖 5.8**  
所有認可機構的負債結構



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

所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由 2022 年年底的 68.5% 溫和下跌至 2023 年 6 月底的 68.0%（圖 5.9）。該下跌主要反映外幣貸存比率下降，而港元貸存比率在同期則沒有出現明顯變化。具體而言，於 2023 年 6 月底，港元貸存比率及外幣貸存比率分別為 88.7% 及 48.0%，而六個月前的水平分別為 88.4% 及 49.8%。

**圖 5.9**  
所有認可機構的平均貸存比率



### 利率風險

儘管最近於 2023 年 3 月發生的美國銀行業動盪事件引發市場憂慮貨幣政策快速收緊可能對銀行利率風險管理產生的影響，但我們的最新評估顯示，香港銀行業的利率風險承擔在 2023 年第 2 季仍處於相對較低的水平。

假設在港元及美元利率上升 200 基點的衝擊下<sup>45</sup>，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度估計相當於其在 2023 年 6 月底資本基礎總額的 1.87%。<sup>46</sup> 該影響程度相對溫和，表明香港銀行業具備良好條件抵擋利率上升衝擊。

<sup>45</sup> 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。

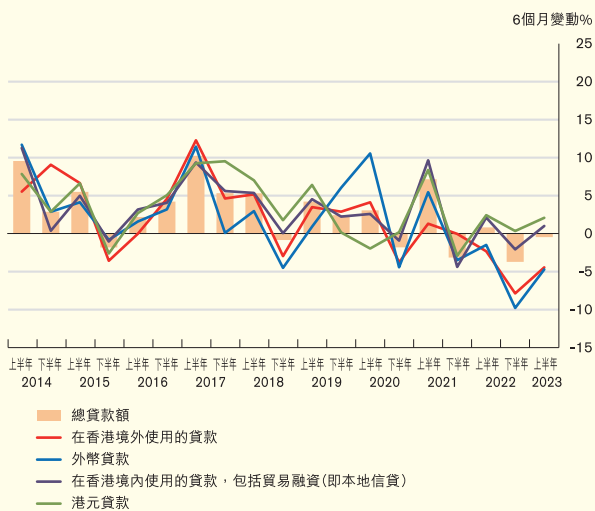
<sup>46</sup> 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減輕。

### 5.3 信貸風險

#### 概述

部分反映借貸成本上升及全球經濟前景疲弱導致信貸需求減弱，所有認可機構的貸款及墊款總額在2023年上半年微跌0.5%（圖5.10）。貸款下跌主要是由於香港境外使用的貸款在回顧期內減少4.5%，抵消了本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）1.0%的增長所帶來的影響。

圖 5.10  
貸款增長



註：由2018年12月起，在香港境內／境外使用的貸款的數字已作出重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。圖中所報告的自2019年起的六個月變動百分比，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至2018年下半年的歷史變動百分比，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。  
資料來源：金管局。

信貸需求疲弱狀況可能在短期內維持。根據金管局2023年6月的「信貸狀況展望意見調查」所顯示，預期未來三個月貸款需求下降的受訪認可機構比例升至23%，而該比率六個月前為13%（表5.A）。

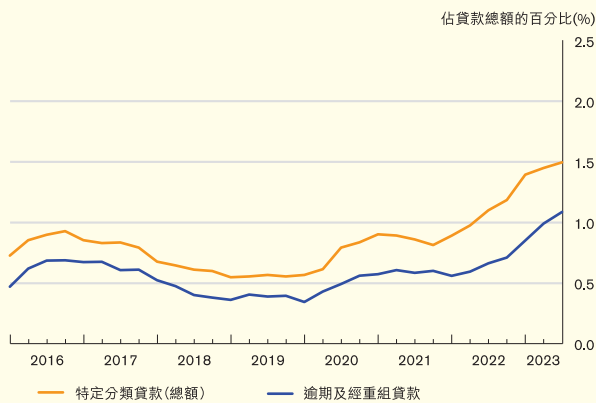
表 5.A  
預計未來三個月貸款需求

佔受訪者總數的百分比(%)	2022年 9月	2022年 12月	2023年 3月	2023年 6月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	20	27	37	20
保持平穩	70	60	53	57
略為下降	10	10	10	20
顯著下降	0	3	0	3
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。  
資料來源：金管局。

銀行貸款組合的資產質素略微轉差。所有認可機構的總特定分類貸款比率由2022年年底的1.39%上升至2023年6月底的1.50%。同樣地，所有認可機構的逾期及經重組貸款比率亦由2022年年底的0.85%上升至2023年6月底的1.09%（圖5.11）。儘管香港銀行業的總特定分類貸款比率有所上升，但資產質素仍然維持在健康水平。

圖 5.11  
所有認可機構的資產質素



註：特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。  
資料來源：金管局。

## 個人貸款<sup>47</sup>

家庭負債在2023年上半年增長2.2%，略高於2022年下半年0.7%的增速，但低於2021年上半年以及下半年均為4.4%的增速（表5.B）。數據明細顯示，鑑於期內住宅物業交易較2022年下半年有所增加，2023年上半年住宅按揭貸款的增長率上升至2.6%。私人貸款繼2022年下半年收縮2.2%後，恢復至1.4%的正增長。

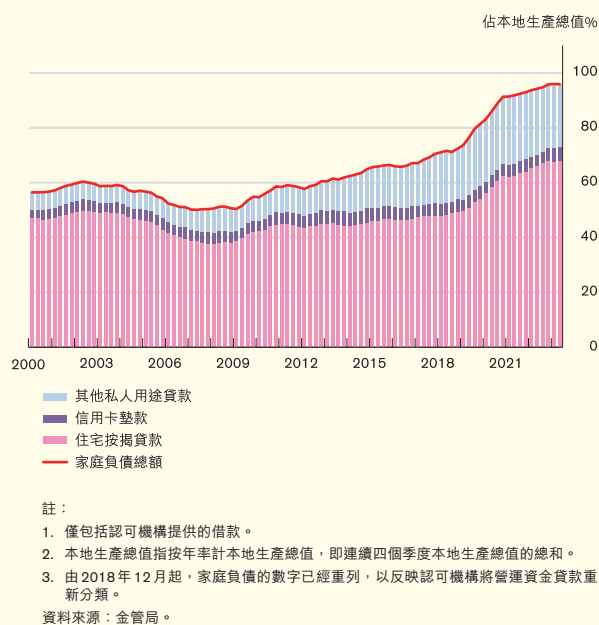
**表 5.B**  
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	2020年		2021年		2022年		2023年
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年
住宅按揭貸款	3.5	4.7	4.0	5.7	2.1	1.9	2.6
私人貸款	-2.4	2.2	5.3	1.6	-2.5	-2.2	1.4
其中：							
信用卡墊款	-9.0	0.0	-0.4	8.1	-5.3	14.4	0.2
其他私人用途貸款	-1.1	2.6	6.4	0.4	-2.0	-5.1	1.6
個人貸款總額	1.5	3.9	4.4	4.4	0.7	0.7	2.2

資料來源：金管局。

在2023年上半年，家庭負債佔本地生產總值的比率相比2022年下半年沒有明顯變動，維持在95.8%（圖5.12）。家庭負債上升的貢獻（+2.1個百分點）剛好被本港名義本地生產總值的增長（-2.1個百分點）所抵銷。

**圖 5.12**  
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



值得注意的是，由於其性質簡單，因此家庭負債佔本地生產總值比率經常被用作評估家庭財務狀況穩健的指標。在詮釋這個比率時需要注意：(1) 為方便作跨經濟體比較，這種比率的分子只採用了名義本地生產總值去代表家庭收入，而不是借款家庭的實際收入。因此，比率並不反映經濟體內家庭的實際償債負擔；(2) 比率的分子只反映家庭的負債總額，而不是已計及家庭資產的負債淨額。

因此，若要全面及客觀評估家庭負債的風險，就需要參考其他不同的因素，包括實際的供款與入息比率及家庭的資產狀況。事實上，銀行新批按揭貸款的平均供款與入息比率一直處於健康水平，2023年7月的平均數字為39.8%。家庭淨資產亦處於高水平，2021年香港的家庭資產淨值對負債比率及家庭安全資產對負債比率分別處於10.9倍及2.91倍的高位（圖5.13及5.14），遠高於大多數其他先進經濟體，顯示香港整體的家庭財務狀況穩健，有強大緩衝抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

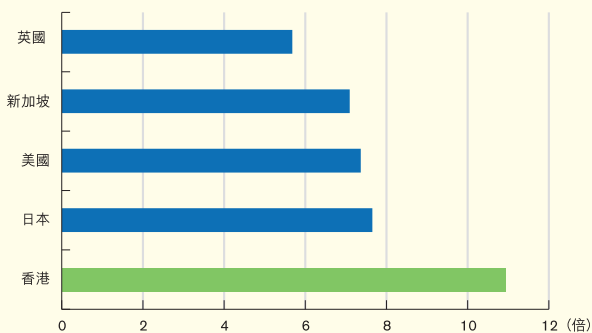
<sup>47</sup> 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作其他商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部分為由金融資產作抵押的私人銀行和財富管理客戶貸款、信用卡墊款及無抵押的私人貸款。於2023年6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為35.5%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

金管局一直密切監察家庭負債，並定期向銀行收集數據。大部分家庭負債為受宏觀審慎政策框架規管的住宅按揭貸款，以及有金融資產作抵押，為財富管理客戶提供的貸款。考慮到以上因素，以及家庭資產淨值維持在較高水平，金管局認為家庭資產負債情況仍然健康，相關信貸風險在控制範圍內。

在住宅按揭貸款方面，自金管局2009年推出逆周期宏觀審慎監管措施以來，新批按揭貸款的平均按揭成數和平均供款與入息比率均處於健康水平。在2023年7月，金管局經考慮近期市場狀況變化等一系列因素後，修訂逆周期宏觀審慎監管措施，上調住宅物業以及非住宅物業的按揭成數上限。<sup>48</sup> 在以金融資產作抵押，為財富管理客戶提供的私人貸款方面，金管局一直要求銀行對此類業務採取審慎及有效的信貸風險管理措施，包括為各類金融資產抵押品訂立貸款與估值比率上限、實行有效的追加保證金，以及強制平倉的機制等。

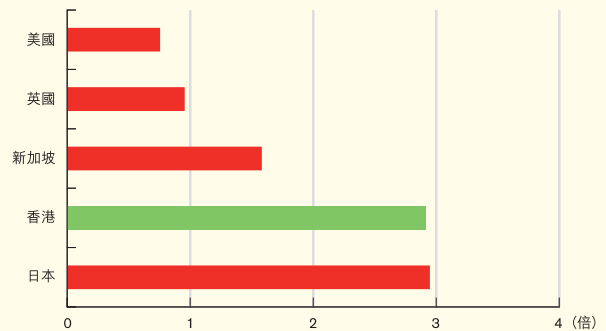
此外，金管局也要求銀行在批核信用卡及個人無抵押貸款時，須採用審慎的標準。銀行在審批信貸申請時，須了解借款人的信貸及財務狀況，仔細評估他們的還款能力。銀行同時須採取有效的貸後監控，包括定期對貸款組合進行資產質素評估。

**圖 5.13**  
選定經濟體的家庭資產淨值對負債比率



註：新加坡、英國及美國的數字為截至2022年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2021年年底的數字。  
資料來源：經選定經濟體的統計機構或中央銀行以及金管局職員估計數字。

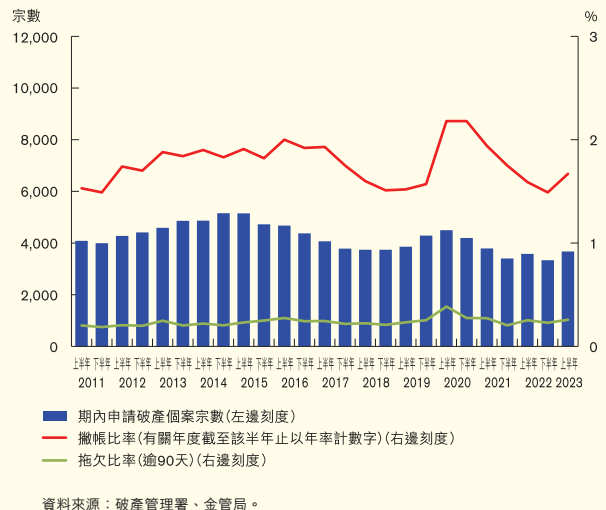
**圖 5.14**  
選定經濟體的家庭安全資產對負債比率



註：安全資產包括存款以及硬幣和紙幣（如有數據）。就香港而言，安全資產僅包括存款。新加坡、英國及美國的數字為截至2022年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2021年年底的數字。  
資料來源：經選定經濟體的統計機構或中央銀行以及金管局職員估計數字。

就無抵押個人貸款方面而言，雖然相關的信貸風險在回顧期稍微轉差，但仍然受控。2023年上半年的破產申請個案較半年前有所增加。按年率計的信用卡撇帳比率由2022年最後一季的1.49%升至2023年第2季的1.67%，而拖欠比率亦於2023年6月上升至0.26%（圖 5.15）。

**圖 5.15**  
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案



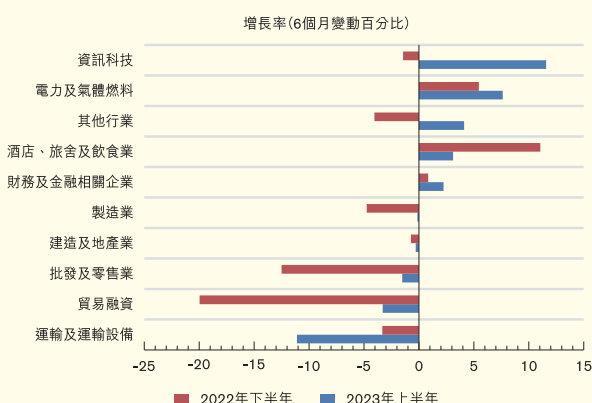
資料來源：破產管理署、金管局。

<sup>48</sup> 詳情請參閱於2023年7月7日發出的《物業按揭貸款逆周期宏觀審慎監管措施》新聞稿 (<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2023/07/20230707-4/>)。

### 公司貸款<sup>49</sup>

經過在2022年下半年錄得跌幅後，本地公司貸款於2023年上半年溫和增長0.4%。按經濟行業分析，向資訊科技、電力及氣體燃料行業發放的貸款在2023年上半年增幅較大。相比之下，向批發及零售業、運輸業及貿易融資業發放的貸款則於回顧期內繼續下降（圖5.16）。

圖5.16  
個別行業的本地公司貸款增長



資料來源：金管局。

中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，中小企貸款狀況大致保持穩定，沒有明顯跡象顯示有廣泛壓力。中小企對銀行貸款批核取態的觀感在2023年第2季轉差，認為貸款批核較困難的受訪者比例為22%（圖5.17）。<sup>50</sup>

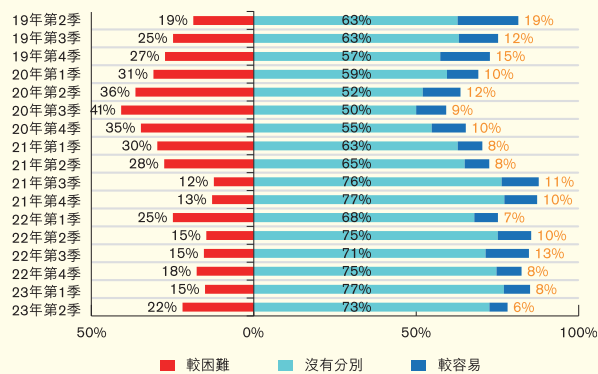
而在已獲批貸款的受訪者中，有18%表示銀行的取態於2023年第2季有所收緊，低於前一季的21%（圖5.18）。貸款收緊的含義包括各種可能的措施或安排（例如降低備用信貸額和貸款額、信貸利率上升、增加抵押品要求或縮短貸款年期等），因此，受訪者表示銀行對其貸款的取態並不直接反映銀行對中小企的貸款投放。

<sup>49</sup> 不包括銀行同業貸款。於2023年6月底，公司貸款佔本地貸款的比例為64.5%。

<sup>50</sup> 貸款較困難的觀感並不一定反映中小企在借貸上遇到實質困難，而是可以受多項因素（如媒體／新聞報導、生意經營狀況及親友的意見等）所影響。

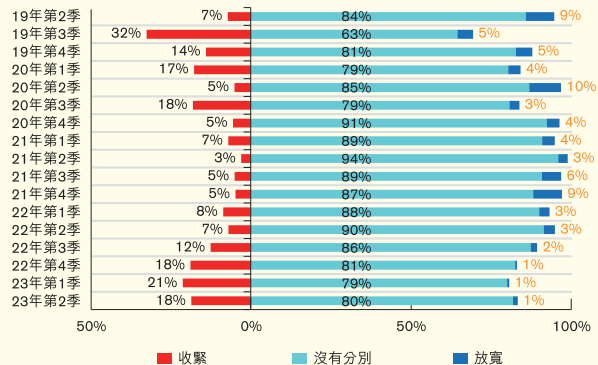
金管局聯同銀行業中小企貸款協調機制（機制）於2020年5月推出「預先批核還息不還本」計劃（計劃），以幫助銀行客戶渡過疫情難關。截至2023年7月底，銀行業為支援企業客戶已經批出超過119,000宗貸款展期等支援措施的申請，涉及金額達1.2萬億港元。考慮到疫情已經過去，金管局聯同機制於2023年7月宣布，計劃在2023年7月底到期後將會展開有序退出程序。與此同時，「中小企融資擔保計劃」(SFIS)下還息不還本安排的申請期再度延長三個月，至2023年9月底完結，還息不還本期上限維持在42個月。

圖5.17  
中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感（與六個月前相比）



註：撇除回答「沒意見／不知道」的受訪者。  
資料來源：金管局。

圖5.18  
中小企表示銀行就已批出貸款取態的變動

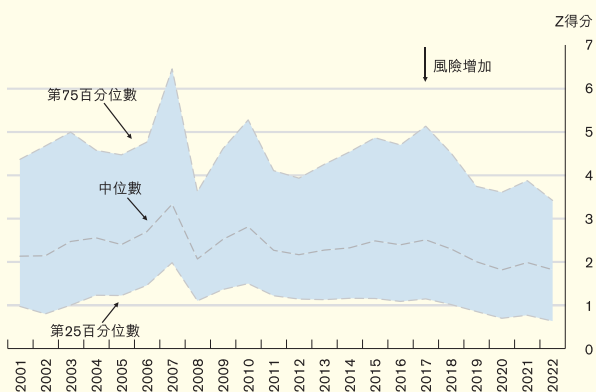


註：數據僅包括已獲批貸款的受訪者。  
資料來源：金管局。



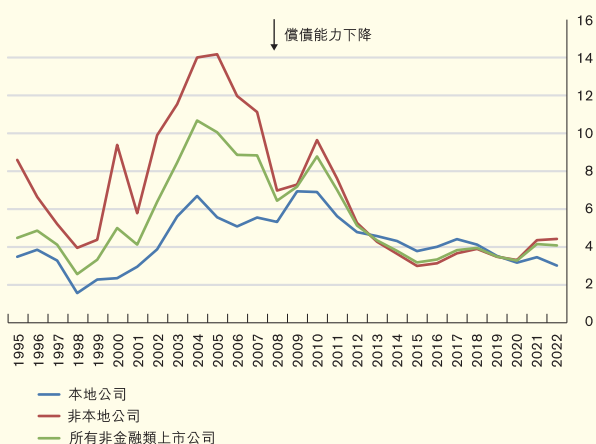
最新的財務資料顯示上市公司的財務狀況有轉差的跡象。<sup>51</sup> 根據在香港上市的所有非金融類公司截至2022年年底的會計數據作估算，其Altman的Z得分（一項根據會計數據衡量非金融類公司違約風險的指標）於2022年普遍下跌（圖5.19）。而所有非金融類公司的加權平均利息覆蓋率（作為衡量償債能力的一項指標），在2022年亦略有下降（圖5.20）。

**圖 5.19**  
香港非金融類上市公司的Altman的Z得分



註：  
1. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。  
2. 所有數字以截至2023年8月底止的資料計算。  
資料來源：金管局職員根據彭博彙編的估算值進行計算。

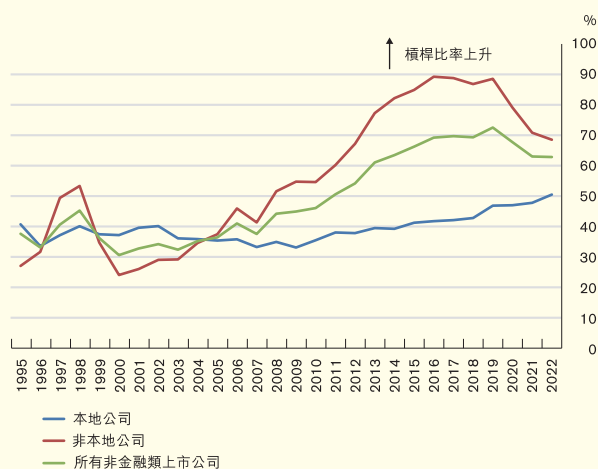
**圖 5.20**  
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率



註：  
1. 加權平均數。  
2. 利息覆蓋率按息稅前利潤除以利息支出總額計算。數值下降表示債務負擔能力轉差。  
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。  
4. 所有數字以截至2023年8月底止的資料計算。  
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

同時，香港所有上市非金融類公司的加權平均負債與股東權益比率（衡量企業槓桿的常用計量指標）則在2022年大致保持穩定（圖5.21中的綠線）。其中，非本地公司的槓桿比率在2022年輕微下跌（圖5.21中的紅線），而本地公司的槓桿比率則溫和地上升（圖5.21中的藍線）。

**圖 5.21**  
香港非金融類上市公司的槓桿比率



註：  
1. 加權平均數。  
2. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率，數值越高表示槓桿越高。  
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。  
4. 所有數字以截至2023年8月底止的資料計算。  
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

展望未來，主要先進經濟體可能會面對「較長時間維持高息」的利率環境，這不單會增加企業的償債成本，亦可能拖累經濟增長前景，兩者皆會令到企業的償債能力受壓。因此，銀行應對其企業貸款的信貸風險保持警惕。

<sup>51</sup> 由於會計數據發布有所滯後，不少上市公司於2023年8月底時仍未公布2023年上半年的財務狀況數據，因此我們採用上市公司在2022年底左右的財務狀況數據作分析。

## 中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

銀行業的內地相關貸款總額由2022年12月底的45,220億港元(佔總資產的14.9%)下跌3.0%至2023年6月底的43,880億港元(佔總資產的14.4%) (表5.C)。其他非銀行類客戶風險承擔則增加2.3%至18,840億港元(表5.D)。所有認可機構的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率<sup>52</sup>由2022年年底的2.24%上升至2023年6月底的2.40%。

**表 5.C**  
內地相關貸款

十億港元	2022年9月	2022年12月	2023年3月	2023年6月
中國內地相關貸款	4,714	4,522	4,551	4,388
中國內地相關貸款 (不包括貿易融資)	4,388	4,254	4,247	4,107
貿易融資	326	268	303	281
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,702	1,604	1,605	1,573
本地註冊認可機構*	2,207	2,104	2,137	2,061
本地註冊認可機構設於 中國內地的銀行附屬公司	805	814	809	754
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,908	1,825	1,918	1,838
中國內地民營企業	1,446	1,404	1,375	1,335
非中國內地企業	1,360	1,293	1,258	1,215

註：

1. \*包括在本地註冊認可機構的內地分行入帳的貸款。

2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

**表 5.D**  
其他非銀行類客戶風險承擔

十億港元	2022年9月	2022年12月	2023年3月	2023年6月
可轉讓債務工具及其他資產 負債表內的風險承擔	1,344	1,337	1,432	1,389
資產負債表外的風險承擔	521	504	474	494
總計	1,865	1,841	1,906	1,884

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

鑑於內地經濟復甦步伐出現不明朗因素，以及與房地產市場表現低迷相關的風險因素，銀行應繼續對內地相關貸款的信貸風險管理保持警惕。

## 信貸風險宏觀壓力測試

鑑於企業貸款對銀行貸款風險承擔總額的重要性，專題4展示一個對香港銀行業信貸風險進行壓力測試的經優化的框架，並報告最新的評估結果。通過將本港企業部門的違約風險與關鍵的財務表現比率納入宏觀壓力測試框架，經優化的框架將使我們能夠更清晰及全面評估銀行業抵禦風險的能力。

### 5.4 系統性風險

在2023年上半年本地經濟狀況有所改善的背景下，香港銀行業面對的系統性風險於回顧期內仍然受控。然而，多項下行風險因素或於未來繼續對本港銀行業構成挑戰。

首先，美國利率未來走勢的不確定性仍然是需要留意的關鍵風險因素。儘管美國在應對通脹壓力方面在上半年有所進展，但美國通脹率何時能下降至美聯儲目標水平仍有待觀察。假若美國核心通脹水平保持高企，這可能會引致美國面對「較長時間維持高息」的利率環境，並會傳遞至區內及本港，從而令借款人的償債能力受壓。

此外，「較長時間維持高息」的利率前景及相關的全球金融狀況收緊，可能會影響環球增長前景和削弱外部需求。外圍經濟環境一旦進一步轉差，加上內地經濟復甦步伐放緩，將不利於區內企業的盈利能力。在此情況下，再加上公司面對償債成本上升，企業的償債能力將會面臨考驗，從而對銀行管理企業貸款信貸風險的能力構成挑戰。

除了信貸風險方面的關注外，全球利率快速上升亦可能使銀行業面臨重大利率風險，近期於2023年3月發生美國銀行業的動蕩事件便是一個例證。從這事件可見，當事件迅速損害到市場對於銀行業的信心時，即使是與倒閉銀行並無緊密直接關聯的地區亦可能會受到重大溢出風險的影響。儘管香港銀行業的利率風險承擔仍處於較低水平，並且美國地區銀行倒閉事件

<sup>52</sup> 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

產生的溢出風險在近期有所緩和，但因應「較長時間維持高息」的利率前景可能會發生的情況下，銀行業仍應對相關風險提高警覺，保持審慎的利率及流動性風險管理。

另外，地緣政治風險繼續值得關注。假如地緣政治衝突加劇，將可能進一步增加全球經濟的下行風險。

儘管如此，香港銀行業的穩健資本及流動性狀況，應能提供強大緩衝以抵禦相關風險因素帶來的衝擊。

### 香港的逆周期緩衝資本

逆周期緩衝資本 (CCyB) 是國際協定的《巴塞爾協定三》標準的一部分，目的是提升銀行業對系統性風險的抵禦能力。該緩衝可於經濟不景氣時下調，以便銀行能繼續提供信貸，藉以支持實體經濟。最新在 2023 年 7 月 13 日公布，適用於香港的 CCyB 比率為 1.0%<sup>53</sup>。

在定出 CCyB 比率時，金融管理專員已考慮多項指標 (表 5.E)，包括「緩衝資本參考指引」(根據信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距，為 CCyB 比率提供指引的衡量標準)。<sup>54</sup> 然而，釐定香港適用的 CCyB 比率並非機械式的過程，金融管理專員除參考緩衝資本參考指引外，還會參考多項指標 (全面參考指標) 和其他所有相關資料。<sup>55</sup>

就最新情況而言，基於 2023 年第 1 季數據計算所得的緩衝資本參考指引表明 CCyB 應為 0%。根據作出決定時所有可得數據作出的預測顯示，在取得 2023 年第 2 季所有相關數據後，緩衝資本參考指引很可能反映 CCyB 比率為 0%。

從一系列全面參考指標，以及在 2023 年 6 月作出決定時可取得的所有相關資料顯示，最新的經濟指標顯示香港的經濟活動在 2023 年第 2 季進一步企穩，但全球經濟環境的不明朗因素仍然偏高。考慮到將於 2024 年過渡至 1% 正值中性 CCyB<sup>56</sup> 的計劃，現階段適宜將 CCyB 比率維持在當前水平，並繼續密切觀察相關情況。

**表 5.E**  
香港適用的 CCyB 比率相關資訊

	2023 年 2月8日	2023 年 5月4日	2023 年 7月13日
經發佈 CCyB 比率	1.0%	1.0%	1.0%
生效日期	08/02/2023	04/05/2023	13/07/2023
緩衝資本參考指引	0.0%	0.0%	0.0%
巴塞爾共用參考指引	0.8%	1.3%	0.0%
物業緩衝資本指引	0.0%	0.0%	0.0%
綜合 CCyB 指引	0.0%	0.0%	0.0%
CCyB 參考上限	無	無	無
<b>主要差距指標</b>			
信貸／本地生產總值差距	4.6%	6.0%	-4.8%
物業價格／租金差距	-5.5%	-10.7%	-6.7%
<b>主要壓力指標</b>			
3個月香港銀行同業拆息利率與無風險利率指標的息差 (百分點)	0.43%	0.76%	0.49%
特定分類貸款比率季度變動 (百分點)	0.12%	0.24%	0.06%

註：各項 CCyB 指引的數值、CCyB 比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發布日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據 (有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元 CA-B-1)。  
資料來源：金管局。

表 5.F 載列銀行業的主要表現指標。

<sup>53</sup> 詳情請參閱於 2023 年 7 月向認可機構發出的 CCyB 公布 (<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-legislation-policies-and-standards-implementation/countercyclical-capital-buffer-ccyb/>)。

<sup>54</sup> 信貸與本地生產總值差距即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，而物業價格與租金差距即住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

<sup>55</sup> 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

<sup>56</sup> 根據正值中性 CCyB 的方法，若有關當局判斷風險水平並無偏高或偏低，便會致力達致一個正值的 CCyB 目標。詳情請參閱 ([https://www.bis.org/publ/bcbns\\_n130.htm](https://www.bis.org/publ/bcbns_n130.htm)) (英文版)。

**表 5.F**  
**銀行業的主要表現指標<sup>1</sup>(%)**

	6/2022	3/2023	6/2023
<b>利率</b>			
1個月香港銀行同業拆息 <sup>2</sup> (季度平均數)	0.31	3.01	3.98
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	0.88	3.82	4.28
最優惠貸款利率 <sup>3</sup> 與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.69	2.62	1.72
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)	4.12	1.81	1.42
綜合利率 <sup>4</sup>	0.47	2.13	2.35
<b>所有認可機構</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>5</sup></b>			
存款總額	-0.7	+0.5	-0.3
港元	+0.1	+2.6	-0.9
外幣	-1.5	-1.4	+0.2
貸款總額	-0.4	+0.9	-1.3
本地貸款 <sup>6</sup>	+0.1	+1.4	-0.4
在香港境外使用的貸款 <sup>7</sup>	-1.7	-0.4	-4.1
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	+8.1	-2.0	-5.4
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	-1.2	+3.8	+0.8
<b>資產質素</b>			
佔貸款總額百分比 <sup>8</sup>			
合格貸款	97.11	96.57	96.58
需要關注貸款	1.79	1.98	1.92
特定分類貸款 <sup>9</sup> (總額)	1.10	1.45	1.50
特定分類貸款(淨額) <sup>10</sup>	0.63	0.83	0.84
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.66	0.99	1.09
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額) <sup>11</sup>	1.50	2.25	2.40
<b>流動性比率(綜合)</b>			
流動性覆蓋比率 — 適用於第1類機構(季度平均數)	153.6	166.0	169.8
流動性維持比率 — 適用於第2類機構(季度平均數)	58.4	64.2	63.8
穩定資金淨額比率 — 適用於第1類機構	133.8	138.6	137.6
核心資金比率 — 適用於第2A類機構	147.7	153.5	154.0
<b>零售銀行</b>			
<b>盈利</b>			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率(有關年度截至該月止以年率計)	0.14	0.06	0.13
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	1.03	1.56	1.62
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	53.9	38.2	38.8
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.05	0.06	0.07
信用卡貸款			
拖欠比率	0.25	0.25	0.26
撇帳率 — 按季年率計	1.88	1.60	1.76
— 有關年度截至該月止以年率計	1.59	1.60	1.67
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率(綜合)</b>			
普通股權一級資本比率	15.8	16.9	17.0
一級資本比率	17.7	18.8	19.0
總資本比率	19.7	20.8	21.0
槓桿比率	7.7	8.0	8.0

註：

- 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
- 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
- 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利率敏感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，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債(如港元不計息活期存款)。詳情載於金管局網站。
- 季度變動。
- 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)。
- 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
- 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。
- 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

## 專題4

### 將非金融類企業納入銀行信貸風險宏觀壓力測試框架

#### 引言

對銀行信貸風險的壓力測試是一項用於評估銀行業在「極端但可能」衝擊下的抵禦能力的重要工具。傳統的宏觀壓力測試框架通常着重於評估不同宏觀經濟或金融變量的衝擊。然而，正如新型冠狀病毒疫情期間所見，非金融類企業（「企業」）部門面對的收入及流動性衝擊，連同透過宏觀經濟渠道傳導至整體經濟的風險，可能會使銀行面臨重大信貸風險。為進一步完善銀行穩定性監察，本專題展示一個經優化的宏觀壓力測試框架，將企業部門納入分析。除了協助評估傳統的宏觀經濟受壓情境外，這優化的框架亦擴大了可分析範圍，可用作評估(i)香港企業部門的財務表現惡化如何影響企業部門的違約風險，以及(ii)對企業違約風險的相應影響如何傳導至整體經濟，並影響香港銀行業的信貸風險。

#### 框架

圖 B4.1  
經優化的宏觀壓力測試框架示意圖

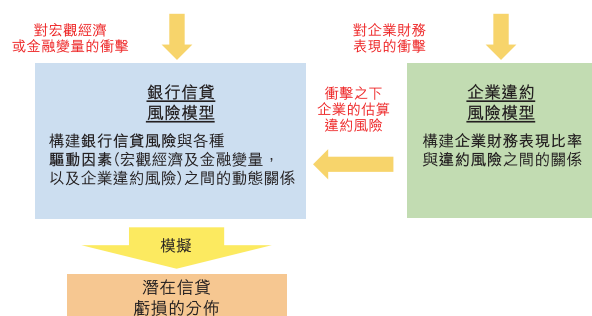


圖 B4.1 所示為經優化的宏觀壓力測試框架示意圖。左邊方格（淺藍色）是銀行信貸風險模型，反映香港零售銀行信貸風險與關鍵驅動因素之間的動態關係。相關驅動因素包括原有宏觀壓力測試框架涵蓋的四大宏觀經濟及金融變量，以及新增的香港企業部門違約風險指標（表 B4.1）。我們使用向量自迴歸（VAR）模

型構建這些驅動因素之間的實證關係，以便在分析中反映這些因素之間的互動。

表 B4.1  
銀行信貸風險模型指標

指標	釋義
銀行業信貸風險	香港零售銀行總體的特定貸款損失準備金與總貸款比率的季度變動
銀行信貸風險驅動因素	
本地經濟增長	香港實質本地生產總值按年百分比增長
物業價格增長	實質物業價格按季百分比變動（差餉物業估價署名義物業價格指數，經消費物價指數平減）
利率	實質利率的季度變化（3個月香港銀行同業拆息減去通脹率）
內地經濟增長	內地實質國內生產總值按年百分比增長
企業違約風險	香港上市企業根據市場資訊計算的一年期前瞻性違約概率季度變動的中位數 <sup>57</sup>

由於首四個驅動因素與原有框架中使用的驅動因素類似，我們可以使用經優化的框架來分析常規的宏觀經濟衝擊。而新增的驅動因素，即香港上市企業違約概率季度變動的中位數，則有助分析香港企業財務壓力的影響。

經優化的框架的一個重要特徵是其衛星實證模型，將企業違約風險與關鍵的財務表現比率聯繫起來（亦即企業違約風險模型，圖 B4.1 中的綠色方格）。該模型使用香港上市企業由 2000 年至 2022 年期間的財務數據進行估計。表 B4.2 總結企業違約風險模型的估算結果。具體而言，模型估算香港上市企業的違約風險會隨着槓桿率升高（以債務與資產比率衡量）、盈利降低（以資產回報率衡量）及流動性降低（以現金緩衝淨值衡量）而增加。另外，估算結果亦表明，當資產回報率及現金緩衝淨值為負值時，違約風險會更高。整體而言，估算結果符合經濟學的直觀預測。

<sup>57</sup> 我們透過彭博的違約風險模組獲取個別企業的一年期前瞻性違約概率。一年期前瞻性違約概率指個別企業在未來一年期間出現違約事件的概率。根據彭博提供的資料，彭博的違約風險模組首先使用 Black-Cox 模型估算違約距離指數，再以邏輯迴歸模型估算實際違約率與估算違約距離指數以及額外的風險因素例如盈利能力和償債能力的關係，將估算違約距離指數轉換成違約概率。

**表 B4.2**  
企業各財務比率與違約風險之間的估算關係

解釋變量	估算關係
債務與資產比率	+
資產回報率	-
資產回報率 <sup>註</sup>	+
現金緩衝淨值	-
現金緩衝淨值 <sup>註</sup>	+
企業規模	-

註：

1. 本表列出固定效應面板迴歸模型的各估算系數的正負符號，其中模型以企業違約風險為應變量，而選定的財務表現比率則為解釋變量。數據樣本涵蓋1,196家在香港上市的企業由2000年第1季至2022年第4季的季度數據。
2. 現金緩衝淨值計算為現金緩衝總值（即現金及等價物與總收入之和）與現金支出（即利息支出、其他營運支出及短期債務償還之和）之間的差額。
3. 資產回報率<sup>註</sup>及現金緩衝淨值<sup>註</sup>是虛擬變量，當企業在特定季度的資產回報率及現金緩衝淨值分別為負值時，該變量等於1，否則為零。
4. 所有估算關係均具有1%的統計顯著水平。

資料來源：金管局職員估計數字。

## 壓力測試結果

### 宏觀經濟衝擊

我們首先評估四類常規宏觀經濟衝擊下的潛在信貸虧損。相關衝擊是參考過往觀察到的極端事件進行調校：<sup>58</sup>

1. **香港本地生產總值衝擊**：香港的實質本地生產總值自2023年第3季起連續4季各自分別減少3.2%、3.6%、9.3%及9.4%。
2. **物業價格衝擊**：香港的實質物業價格由2023年第3季起連續4季平均每季下降約12%；
3. **利率衝擊**：實質利率自2023年第3季起連續4季分別上升0.1、0.9、1.8及3.2個百分點；及
4. **中國內地國內生產總值衝擊**：內地實質國內生產總值按年平均增長率自2023年第3季起連續4季為2%。

<sup>58</sup> 其中，香港本地生產總值衝擊的情境複製2019年第3季至2020年第2季經濟顯著下行的情況。物業價格衝擊及利率衝擊情境為類似於亞洲金融危機期間實質利率及物業格價的變動，而內地國內生產總值衝擊情境參考2020年內地經濟在新型冠狀病毒疫情期間放緩的情況。

我們以2023年第2季為當前環境，運用蒙地卡羅 (Monte Carlo) 方法模擬這些情境下兩年範圍內（即2023年第3季至2025年第2季）的特定貸款損失準備金與總貸款比率。<sup>59</sup> 根據估算的特定貸款損失準備金與總貸款比率，我們進一步估算在壓力期末（即2025年第2季）的信貸虧損比率：

表B4.3顯示模擬結果。<sup>60</sup> 為進行比較，該表格亦包括未施加衝擊的基準情境。結果顯示，在上述四類宏觀經濟衝擊的情況下，平均信貸虧損（以佔貸款組合的百分比表示）均處於溫和水平，介乎0.95%（利率衝擊及物業價格衝擊）至1.37%（香港本地生產總值衝擊）之間。

考慮到尾端風險，於99%的置信水平下，銀行信貸虧損的風險值在四類情境下都會顯著上升，介乎2.51%（物業價格衝擊）至3.42%（香港本地生產總值衝擊）之間。

**表 B4.3**  
宏觀經濟衝擊下模擬信貸虧損分佈的平均值及風險值數字

情境	估算信貸虧損 (佔貸款組合的百分比)	
	平均值	99% 置信水平下的風險值
基準 <sup>1</sup>	0.65	1.73
<b>受壓情境</b>		
香港本地生產總值衝擊 <sup>2</sup>	1.37	3.42
物業價格衝擊 <sup>3</sup>	0.95	2.51
利率衝擊 <sup>4</sup>	0.95	2.52
中國內地國內生產總值衝擊 <sup>5</sup>	1.22	3.01

註：

1. 兩年壓力期間並無出現衝擊。
2. 香港的實質本地生產總值自2023年第3季起連續4季各自分別減少3.2%、3.6%、9.3%及9.4%。
3. 香港的實質物業價格由2023年第3季起連續4季平均每季下降約12%。
4. 實質利率（香港銀行同業拆息）自2023年第3季起連續4季分別上升0.1、0.9、1.8及3.2個百分點。
5. 內地實質國內生產總值按年平均增長率自2023年第3季起連續4季為2%。

<sup>59</sup> 我們採用了黃學元等人(2006)「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁論文中所採用的模擬程序。有關模擬程序的詳情請參閱該論文。

<sup>60</sup> 雖然在經優化的框架下，我們已考慮與原有框架中的同類型的宏觀經濟衝擊，但兩個框架所產生的信貸虧損估算數字不能直接作比較，原因有二。首先，受壓情境已在適當情況下參考最近的壓力事件作重新調校。其次，將企業違約風險納入經優化的壓力測試框架將更全面反映宏觀經濟衝擊透過企業部門的傳導。

### 對企業部門的衝擊

我們接下來考慮對企業財務表現的衝擊。具體而言，我們假設企業的短期債務在第一年無法展期，同時假設其收入自2023年第3季起連續4季均按年減少50%，從而考慮對企業流動性的衝擊。這個情境模擬了企業部門在新型冠狀病毒疫情下所面對的極端財務壓力。<sup>61</sup> 根據企業違約風險模型的估算結果（表B4.2），在盈利及流動性衝擊的綜合影響下，香港企業部門違約風險將會上升。根據該壓力情境下估算出的香港企業部門的違約風險，我們進一步運用銀行信貸風險模型模擬香港零售銀行的信貸虧損比率。

表B4.4顯示該情境下模擬信貸虧損率的分佈。其中，結果表明，該情境下的潛在信貸虧損與傳統宏觀經濟衝擊下的潛在信貸虧損相若，平均及99%置信水平下的風險值的估算信貸虧損分別為1.13%及2.74%。結果表明，對企業部門的衝擊亦是本港銀行業信貸風險的重要驅動因素。

**表 B4.4**  
企業衝擊下模擬信貸虧損分佈的平均值及風險值數字

情境	估算信貸虧損 (佔貸款組合的百分比)	
	平均值	99% 置信水平下的風險值
基準 <sup>1</sup>	0.65	1.73
受壓情境		
企業衝擊 <sup>2</sup>	1.13	2.74

註：

1. 兩年壓力期間並無出現衝擊。
2. 企業流動性的衝擊是指所有企業的短期債務在第一年無法展期，同時所有企業的收入自2023年第3季起連續4季均按年減少50%。

### 結語

本專題展示一個對香港銀行業信貸風險進行壓力測試的經優化的框架。鑑於企業部門是香港經濟的重要組成部分，企業部門所受到的衝擊或透過企業部門傳導的傳統宏觀衝擊可能會對本港銀行業貸款組合的信貸虧損產生重要影響。通過將本港企業部門的違約風險與關鍵的財務表現比率納入宏觀壓力測試框架，經優化的框架將使我們能夠更清晰及全面評估銀行業抵禦風險的能力。

<sup>61</sup> 其中，假設的收入減幅(50%)是參考樣本企業在2020年第1季至2020年第4季期間平均按年百分比變動的最低第10個百分位數。

---

# 詞彙

---

## 總結餘

設於中央銀行的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指設於金管局的結算戶口結餘總額。總結餘是貨幣基礎的一個組成部分。

## 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

這是指香港的主要消費物價指數。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利率敏感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，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債（如港元不計息活期存款）。綜合利率是根據佔銀行體系港元客戶存款主要份額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，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

## 貨幣基礎

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

## 貨幣供應

在整個經濟體系內的貨幣總量。香港貨幣供應量的指標有3個：貨幣供應M1是指市民持有的法定貨幣（包括紙幣及硬幣）與持牌銀行客戶的活期存款。貨幣供應M2是指貨幣供應M1所包括的項目，再加上持牌銀行客戶的儲蓄及定期存款，以及由持牌銀行發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。貨幣供應M3是指貨幣供應M2所包括的項目，再加上有限制牌照銀行及接受存款公司的客戶存款，以及由這兩類機構發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。

## 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。

©2023 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](http://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: [publicenquiry@hkma.gov.hk](mailto:publicenquiry@hkma.gov.hk)

**[www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)**

ISSN 2222-1522 (網上版)