



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

2024年3月

本報告分析2023年8月底至2024年2月底期間的統計資料。

# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

## 2024年3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>9</b>
2.1 外圍環境	9
2.2 中國內地	12
<b>3. 本港經濟</b>	<b>23</b>
3.1 實體經濟活動	23
3.2 勞工市場狀況	25
3.3 通脹	25
<b>4. 貨幣及金融狀況</b>	<b>27</b>
4.1 匯率及資金流	27
4.2 貨幣環境及利率	28
4.3 股市	32
4.4 債務市場	34
4.5 物業市場	37
<b>5. 銀行業表現</b>	<b>46</b>
5.1 盈利及資本額	46
5.2 流動性及利率風險	48
5.3 信貸風險	50
5.4 風險及穩健性	58
專題1 ESG基金面對宏觀金融衝擊時會否較具韌性?	15
專題2 亞太地區私募債權行業對金融穩定的影響	19
專題3 初步分析氣候變化對香港樓價的影響	42
專題4 評估亞太地區公司部門的流動資金緩衝對其債務脆弱性狀況的緩解作用	61

### 詞彙

---

# 1. 總結及概述

---

全球經濟增長放緩，以及通脹率由近期高位回落，均反映貨幣緊縮的影響日漸浮現。然而，未來減息的時機及步伐仍不明確，特別是考慮到個別先進經濟體（尤其是美國）的服務業通脹仍然頑固，不應過早低估「更長時間維持高息」的可能性。

香港的外匯及銀行同業市場交易繼續暢順有序。自2023年6月底以來的七個月內，存款總額錄得增長。部分反映借貸成本上升導致信貸需求疲弱，銀行信貸總額在同期有所下跌。與此同時，住宅物業市場維持偏軟，其後隨着政策措施於2024年2月下旬放寬而出現一些回穩跡象。

展望未來，本港銀行業仍將面對多項風險因素的挑戰，包括美國貨幣政策未來走勢、全球增長前景以及地緣政治緊張局勢等的不明朗因素。銀行在管理這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響時須保持警惕。

## 外圍環境

於回顧期內，全球在經歷數十年來最大幅度的加息周期後，經濟增長明顯地出現地區性差異。美國經濟展現出超乎預期的韌性，而歐元區經濟則因區內及外部需求疲弱而陷入停滯。而全球通脹率由近期高位進一步回落，則促使投資者轉為關注未來減息的時機及步伐。展望未來，全球經濟增速或仍保持在低於平均的水平，特別是美國經濟或會出現減速，而歐元區經濟亦可能持續疲弱。通脹放緩則有望為主要央行推行貨幣寬鬆政策創造條件。雖然金融市場自2023年底以

來因減息預期出現反彈，但考慮到美國勞工市場仍具韌性，可能導致美國核心通脹較預期頑固，因此未來減息的時機及步伐仍存在不確定性。事實上，近期市場對減息的預期已經有所收斂，利率預期與主要央行的前瞻性指引趨向一致。假如全球高息環境持續，或會對債務的可持續性及商用物業等利率敏感行業構成挑戰。

在亞洲新興市場，受強勁內需推動，2023年下半年經濟持續增長。與此同時，近期的出口復甦令半導體出口商受惠，但區內多個經濟體的出口增長仍然低

迷，表明更廣泛的貿易復甦可能需要更多時間。由於美國在2023年底的減息預期逐漸升溫，區內的債券基金流出有所放緩。雖然通脹隨着能源價格下降而逐漸緩解，但個別經濟體仍面臨服務業通脹膠着的挑戰，而當前的厄爾尼諾氣候現象亦可能影響主要糧食生產。展望未來，區內的利率前景仍不明朗，任何減息都可能令匯率及資金流動穩定性承壓。專題1評估環境、社會及管治(ESG)元素在緩解資金外流、應對宏觀金融衝擊方面的效應。另一方面，如果高息持續，負債企業及家庭的還款能力可能會進一步削弱。若借款人難以從傳統融資來源(例如銀行貸款)獲得資金，或會尋求私募債權(即非銀行金融中介)的資金。專題2研究區內私募債權的發展及潛在風險。

在中國內地，由於整體投資活動改善、淨出口拖累減弱以及低基數效應影響，實質國內生產總值按年增長率於2023年第4季稍微加快。特別是當局加強了財政政策支持，以提升基建投資，並將2023年財政赤字佔國內生產總值的比率從3%提高至約3.8%。此外，當局亦承諾要一視同仁滿足不同所有制房地產開發商的合理融資需求。展望未來，2024年的官方經濟增長目標連續第二年定為約5%，有可能受惠於中央政府積極的財政政策支持，以及財政政策與貨幣政策之間更好的協調。然而，內地短期經濟前景仍然面臨包括全球增長疲弱、地緣政治環境不明朗、國內房

地產市場疲弱，以及對地方政府融資平台債務風險的憂慮持續等多重挑戰。

## 本港經濟

本港經濟活動於2023年下半年持續增長，惟增長動力較上半年有所放緩。入境旅遊業穩步復甦，加上在強韌的勞工市場以及政府推出的多項支援措施的支持下，私人消費保持強勁，推動經濟持續復甦。投資支出在較低的比較基數下有所增加，而疲弱的商品出口表現則仍是拖累本地生產總值增長的主要因素。本港經濟繼前一年收縮3.7%後，2023年全年合計回復3.2%的正增長。

展望未來，預料本港經濟將繼續溫和復甦。除了入境旅遊業持續復甦外，公共基建項目亦將為經濟帶來支持。與此同時，勞工市場穩健，私人消費將保持穩定。私人投資及商品出口均有望回穩，其中前者將受政府吸引企業落戶香港的措施所支持，而後者則可望隨着預期的全球科技周期復甦而回升。在此背景下，政府預測2024年全年實質本地生產總值增長介乎2.5%至3.5%。此審慎樂觀的經濟前景受眾多不明朗因素及風險所影響，包括美國政策利率走勢、環球經濟增長前景、全球科技周期的復甦步伐以及地緣政治緊張局勢。

勞工市場維持強韌，失業率於2024年2月維持在2.9%的低位。展望未來，預料本港經濟進一步改善將為勞工需求提供支持，而政府推出的各項輸入勞工及吸引人才計劃則有助解決人力資源短缺的問題。

隨着外圍價格壓力有所減退，本港通脹在過去數月維持溫和。短期而言，儘管本地成本可能會隨着經濟好轉而面對進一步的上升壓力，而房屋租金項目亦可能會逐步回升，但本地通脹壓力應會保持溫和。

### 貨幣狀況及資金流動

2023年9月至11月，港元走勢轉強，主要帶動因素包括企業的季節性資金需求、港元利率上升帶來的買盤以及港股通南向資金淨流入。2023年12月，港元大致穩定，但在2024年初因流動性回軟而有所轉弱。由於自2023年5月以來並未觸發兌換保證，銀行體系總結餘變動不大，於2024年2月底為448億港元。此外，銀行之間的日常運作以至結算活動繼續暢順有序。

本港的銀行同業市場交易亦繼續暢順有序。部分反映季末企業融資需求，香港銀行同業拆息(HIBOR)於2023年9月上升，其後踏入2024年時隨着對港元資金的季節性需求減退而稍為回落。至於零售業務方面，美國聯邦儲備局(美聯儲)自2023年7月以來維持政策利率不變，因此本地銀行亦維持最優惠貸款利

率不變。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。與此同時，新造按揭的平均貸款利率由2023年7月的3.57%上升至2024年1月的4.13%，部分反映H按封頂息率有所上升。

於回顧期內，香港的離岸人民幣資金池有所整固，人民幣客戶存款及存款證餘額於2024年1月底上升至10,688億元人民幣。人民幣貸款餘額和人民幣貿易結算繼續穩步增長。2023年，人民幣即時支付結算(RTGS)系統的日均成交額維持在20,636億元人民幣的高水平。

展望未來，香港離岸人民幣生態圈的持續發展，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，金管局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，將拓闊人民幣產品以及資產配置及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選擇，以更好支持人民幣債券發行及相關託管服務的增長。「多種央行數碼貨幣跨境網絡」(mBridge)項目以及快速支付系統「轉數快」連接數字人民幣正取得進展，將有助提升商業及零售用戶在跨境支付及結算

的效率。憑藉這些發展，香港將在支持內地資本帳戶開放、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

環球股市於回顧期內大幅上落。由於主要經濟體持續高息以及地緣政治緊張局勢升級，摩根士丹利國際資本世界指數首先在2023年9月至10月期間下跌，但其後在市場預期主要發達經濟體央行於2024年減息的背景下全面回升。與環球股市漲勢相反，本港股市在回顧期內下跌，當中恒生指數自2023年8月底至2024年2月底下跌10.2%。

債券市場方面，在經濟數據強勁及通脹壓力持續的情況下，10年期美國國債收益率在2023年10月攀升至5%的16年高位，其後隨着美國的通脹出現緩和跡象而回落。香港的債券收益率亦從近期高位回落。雖然利率波動，但2023年香港債券市場的新發行量仍持續錄得穩定增長。

展望未來，本港股市及債市將持續受到主要發達經濟體利率走勢不明朗因素的影響，而中國內地短期的經濟表現，以及對政策刺激措施提振經濟的預期，將繼續是推動本港股市情緒的主要因素。

在回顧期內，當局推出多項政策措施推動本港債市發展。當中包括在政府綠色債券計劃下發售的新一批零售綠色債券和第二批數碼綠色債券、香港機場管理局發行的零售債券、按揭證券公司發行的港元基準債券，以及國家發展和改革委員會與金管局簽訂諒解備忘錄，同意加強交流與合作，充分發揮香港獨特的金融和專業服務優勢，助力中資企業跨境融資，包括在港發債。

住宅物業市場在2023年下半年隨着金融狀況收緊及市場氣氛轉差而維持偏軟。2023年全年住宅物業的總成交量較2022年下跌4.5%至43,002宗，創下有紀錄以來的新低，同時樓價錄得6.9%的跌幅。

經審慎考慮整體情況後，政府於2023年10月宣布調整住宅物業需求管理措施，並相繼在2024年2月下旬撤銷有關措施。與此同時，經仔細分析後，金管局亦認為在繼續維持銀行體系穩定及確保銀行按揭業務風險得到妥善管理的前提下，有空間修訂物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施，並適當調整其他房地產貸款相關的監管要求。金管局會繼續密切留意市場發展，並會因應物業市場的最新情況，推出合適措施保障銀行體系穩定。推出上述政策修訂後，樓市在3月出現一些回穩跡象。

隨着樓價回軟，負資產住宅按揭貸款宗數增加至2023年12月底的25,163宗。這些個案涉及銀行職員的住屋按揭貸款或按揭保險計劃下的貸款。由於按揭保險計劃對申請人的還款能力有嚴謹要求，故此這類貸款的拖欠比率一般非常低。更廣泛而言，金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施有助抑制家庭槓桿水平以及加強銀行對按揭貸款的風險管理。在這些措施下，新造住宅物業按揭成數大致保持在2024年1月約59%的平穩水平，而相應的供款與入息比率亦維持在約40%。此外，截至2023年底，超過一半的私人住宅物業並無任何未償還按揭。整體而言，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。

住宅物業市場前景受眾多不明朗因素及風險所影響。一方面，按揭利率高企、積累的私人住宅供應，以及外圍經濟前景不明朗等因素短期內可能繼續對樓市構成壓力。另一方面，撤銷住宅物業需求管理措施，加上市場預期美聯儲於年內減息，以及政府多項招商引資和吸引人才的政策，或會為樓市提供支持。專題3初步分析氣候變化對本港樓價的影響。

商用物業市場於2023年下半年仍然疲弱。隨着金融狀況偏緊，寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈的價格及成交量均有所下跌。各類商用物業在租賃市場的表現不一，其中零售商舖的租金微升，而寫字樓的租金則在空置率高企及充滿挑戰的外圍環境下繼續受壓。經仔細分析後，金管局亦調整了非住宅物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施，並於2024年2月28日起生效。

展望未來，商用物業市場的前景會因應物業的類別而異。一方面，零售商舖有望受惠於本地消費及入境旅遊業持續改善，儘管出境旅遊業的強勁復甦或會抵銷其部分作用。另一方面，隨着新供應即將落成，寫字樓的資本價值可能因空置率高企而持續受壓。然而，政府新推出的「新資本投資者入境計劃」將商用物業納入為獲許投資類別，或可為市場帶來部分支持。

## 銀行業表現

零售銀行的盈利能力持續改善，其資產回報率由2022年下半年的0.80%上升至2023年下半年的0.99%。盈利改善主要得益於淨利息收入及持有作交易的投資收入均有所增長，但部分升幅因貸款減值撥備增加而抵銷。

部分反映借款成本上升導致信貸需求疲弱的影響，2023年全年所有認可機構的貸款及墊款總額下降3.6%。以半年計，2023年下半年銀行信貸下跌3.1%，主要原因為本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款均有所減少。與此同時，所有認可機構的特定分類貸款比率在2023年下半年輕微上升，但仍維持在健康水平。

整體而言，香港銀行業仍繼續穩健，資本及流動性狀況依然強勁。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2023年12月底處於21.1%的高位，遠高於8%的國際最低要求。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4季分別為178.6%及65.7%，遠高於法定最低要求。

鑑於香港銀行業的跨境貸款規模龐大（尤其是向亞太地區發放的貸款額），在當前的宏觀金融環境下，我們有需要審視區內公司的償債能力。專題4的研究結果顯示，雖然融資成本上升及經濟增長放緩對區內公司部門帶來信貸風險影響，但它們在疫情期間累積的額外流動資金緩衝能發揮關鍵的信貸風險緩解作用。這可能有助於解釋為何區內公司違約情況迄今並未顯著攀升。然而，有跡象顯示公司的流動資金緩衝已有所消耗。若高息及經濟增長疲弱的環境持續，區內可能有更多公司面臨還款困難的狀況。因此，銀行須保持警惕，審慎評估對其公司貸款組合可能產生的負面效應。

展望未來，本港銀行業仍對面對多項風險因素的挑戰，包括美國貨幣政策未來走勢、全球增長前景以及地緣政治緊張局勢等的不明朗因素。銀行在管理這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響時須保持警惕。

《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

在經歷數十年來最大幅度的加息周期後，全球通脹減退，而市場亦轉為關注未來減息的時機及步伐。隨着貨幣緊縮的滯後效應日漸浮現，全球經濟增長可能在2024年維持低於平均的水平，而通脹放緩則有望為主要央行推行寬鬆政策創造條件。儘管如此，在勞工市場緊絀的情況下，主要先進經濟體的服務業通脹存在上行風險，令「較長時間維持高息」的情況仍有可能出現。假如全球高息環境持續，或會對債務的可持續性及商用物業等利率敏感部門構成挑戰。

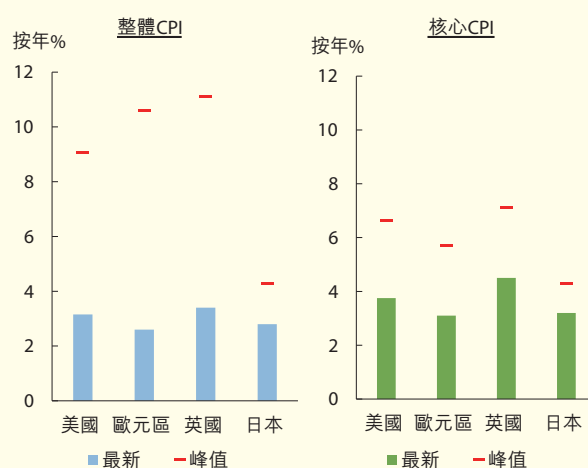
在亞洲新興市場，隨着對美國減息預期的增加，外匯貶值及資金外流壓力在2023年底有所緩解。然而，外部需求疲弱，利率走勢存在不明朗因素，此類不利因素將繼續對區內經濟構成壓力。

由於整體投資活動改善、淨出口拖累減弱以及低基數效應影響，中國內地經濟的按年增長率於2023年第4季略有上升，特別是當局加強了財政政策支持以提升基建投資，亦承諾要一視同仁滿足不同所有制房地產開發商合理融資需求。2024年的官方經濟增長目標連續第二年定為約5%，有可能受惠於中央政府積極的財政政策支持，以及財政政策與貨幣政策之間更好的協調。然而，內地短期經濟前景仍然面臨包括全球增長疲弱、地緣政治環境不明朗以及本地房地產市場疲弱等多重挑戰。

### 2.1 外圍環境

面對全球進取的貨幣緊縮政策，2023年底全球經濟活動明顯地出現地區性差異。雖然美國經濟持續展現出穩健的就業增長，但歐元區經濟在2023年第4季因區內及外部需求疲弱而陷入停滯。主要先進經濟體的整體通脹率已較近期高位大幅回落，然而由於勞工市場狀況仍然緊絀，核心通脹率始終較為頑固（圖2.1）。

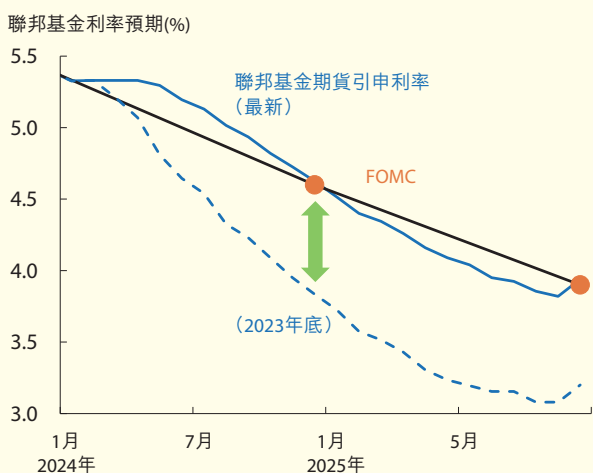
圖 2.1  
選定主要先進經濟體的整體及核心消費物價指數(CPI)通脹



註：最新數據截至2024年2月。  
資料來源：CEIC。

鑑於全球通脹有所放緩，市場逐漸認為全球利率已見頂，並轉為關注未來減息的時機及步伐。截至2023年底，市場預期2024年美聯儲可能減息多達六次（圖2.2中的藍色虛線）。而自2023年底以來，減息預期已普遍地支撐着先進經濟體股市及債市的反彈。

**圖 2.2**  
市場及美國聯邦公開市場委員會 (FOMC) 對聯邦基金利率目標的預測



註：最新市場預期為截至2024年3月21日。市場預期源自聯邦基金期貨，而FOMC的預測則取自「點陣圖」。  
資料來源：彭博及聯儲局。

展望未來，隨着貨幣緊縮的影響日漸浮現，全球經濟增長或仍保持在低於平均的水平。2024年1月份，國際貨幣基金組織預測2024年全球經濟增長將維持在3.1%，與2023年相同，不過整體預測掩蓋了各地區之間的重大差異。尤其是在美國，在貨幣政策緊縮的滯後效應以及潛在財政緊縮下，經濟預計將會放緩，而歐元區經濟亦預料只會緩慢增長。此外，全球經濟前景正被一系列不明朗因素所籠罩。

首先，鑑於美國通脹回落的「最後一里路」速度將取決於勞工市場的重整及房屋通脹放緩的持續性，然而兩者均未取得充分進展。因此未來美聯儲減息的時機及步伐仍存在不確定性。事實上，美聯儲對減息的態度更為審慎。其最新(2024年3月)的「點陣圖」暗示，2024年只會減息三次（圖2.2的橙色點），而近期美聯儲發布的訊息亦反擊了市場對提早減息的預期。因此，近期市場對減息利率的預期已經有所收斂，利率走勢的預期與美聯儲的前瞻性指引重新趨向一致（圖2.2的藍色實線）。

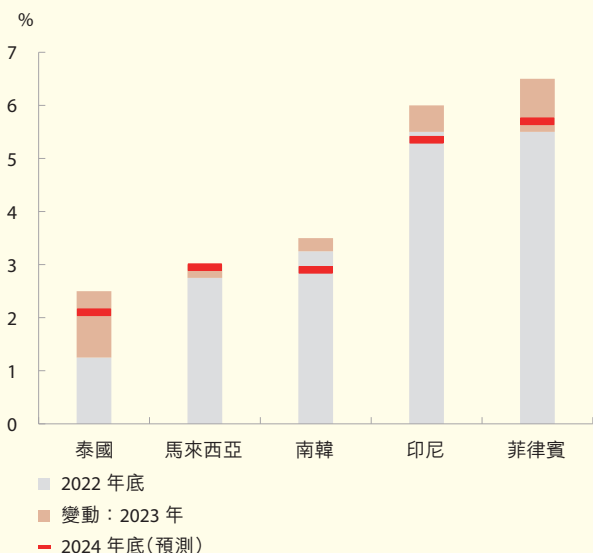
倘若通脹放緩的速度較預期緩慢，並局限全球貨幣政策的寬鬆空間，早期低息環境下累積的金融體系隱患或會浮現。一方面，由於利率上升及疫情後的結構性變化（例如轉向混合工作模式和網上購物），全球商用物業部門一直承壓。在美國，商業按揭抵押債券的違約比率自2023年初以來一直攀升。鑑於美國小型銀行對商用物業貸款的風險敞口較大，超出預期的商用物業下行幅度或會令市場再次憂慮這類銀行的資本充足水平。另一方面，在早期低息環境下已累積債務的企業及官方實體可能難以再融資。

亞洲新興市場受強勁內需推動，2023年下半年經濟持續增長。區內主要半導體出口地（如南韓）的電子產品出口近期復甦，顯示科技下行周期可能已經開始

轉變。不過，亞太地區多個經濟體的貨物出口增長依然疲弱，顯示可能需要更多時間方能實現更廣泛的貿易復甦。

2023年底，在美國減息預期上升、美國長期國債收益率下降的支撐下，區內債券基金流出有所放緩，匯率趨於穩定。2023年，區內大多數貨幣的貶值幅度少於5%，個別經濟體與美國維持更寬的正政策利差（見圖2.3），其貨幣更錄得輕微升值（如印尼盾及菲律賓披索）。

**圖 2.3**  
亞洲新興市場：政策利率

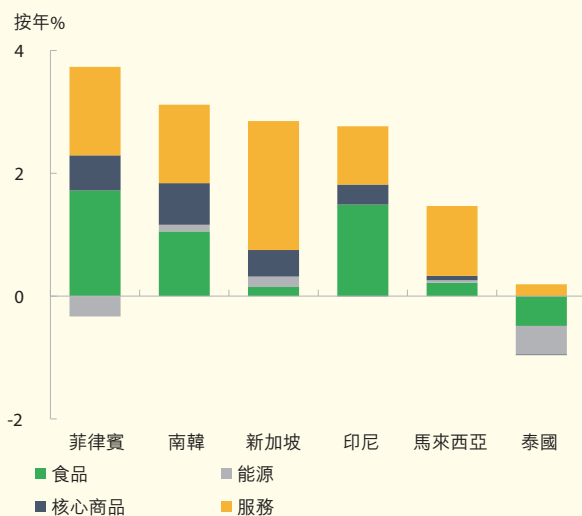


註：最新政策利率預測日期為 2024 年 3 月初。  
資料來源：國際結算銀行、彭博及金管局職員計算數字。

區內通脹普遍逐漸放緩，主要得益於能源價格下跌。然而，在勞工市場緊絀的情況下，區內發達經濟體（如南韓及新加坡）繼續面臨服務業通脹膠着的挑戰，而區內個別經濟體則出現食品通脹高企的情況（例如菲律賓）。由於當前的厄爾尼諾現象預計將至少

持續至第 2 季，可能影響主要糧食（例如大米）的農業生產，從而繼續令區內通脹前景蒙上陰影，特別是就區內某些新興市場經濟體而言，食品在其消費物價指數一籃子項目中所佔權重相對較高，其所受影響尤甚（圖 2.4）。

**圖 2.4**  
亞洲新興市場：按組成項目劃分的消費物價指數(CPI)通脹率



註：馬來西亞及新加坡，採用 2024 年 1 月的數據；其他經濟體則採用 2024 年 2 月的數據。  
資料來源：CEIC 及金管局職員計算數字。

展望未來，區內利率前景仍存在不明朗因素，原因主要有二：其一，由於勞動市場緊絀以及厄爾尼諾氣候現象的影響，通脹或會持續；其二，隨著美國利率及全球經濟前景並不明朗，對外匯貶值及資金外流的憂慮將持續不減。專題 1 評估環境、社會及管治 (ESG) 元素在緩解資金外流、應對宏觀金融衝擊方面的效應。若高息及緊縮的金融環境持續不變，負債的企業及家庭可能面臨融資困境。若借款人難以從傳統融資來源（例如銀行貸款）獲得資金，或會尋求私募債權（即非銀行金融中介）的資金。專題 2 研究區內私募債權的發展及潛在風險。

## 2.2 中國內地

### 經濟表現和政策回應

受惠於多輪政策支持下整體投資活動改善、淨出口拖累減弱以及低基數效應，中國內地的實質國內生產總值按年增長率由2023年第3季的4.9%稍微加快至第4季的5.2%（圖2.5）。特別是內地政府於2023年10月宣布增發1萬億元人民幣國債，用於提升防災減災能力、支持災後恢復重建及相關建設項目，並將2023年財政赤字率由3%提高至3.8%左右後，市場氣氛亦有所改善。以全年計，實質經濟增長率由2022年的3.0%恢復至2023年的5.2%，達到官方約5%的增長目標。

**圖 2.5**  
中國內地：各需求組成部份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，預期內地經濟在2024年將繼續復甦。這得益於各項支持措施的實施，尤其是中央政府積極的財政政策支持，以及財政政策與貨幣政策之間更好的

協調<sup>1</sup>。然而，復甦的步伐可能並不均衡。國內方面，房地產行業疲弱，市場對陷入困境的房地產開發商仍有顧慮，加上地方政府融資平台債務存在風險，這些因素可能繼續對內需構成壓力。外圍環境方面，雖然「新三樣」產品<sup>2</sup>的出口仍有望錄得快速增長，並在一定程度上支撐整體貿易表現，但全球經濟增長前景不明朗以及地緣政治緊張局勢升級會對出口造成阻力。2024年的官方增長目標連續第二年定為約5%，而最新的共識預測顯示，內地經濟將在2024年增長4.7%。

整體消費物價指數(CPI)通脹率於2023年下半年的大部分時間略低於零，主要是由於食品（尤其是豬肉）價格從高位開始回落，其次是能源價格有所放緩。然而，剔除食品及能源價格的核心通脹率仍然保持穩定且為正值<sup>3</sup>。與此同時，整體失業率大致穩定在約5%，其中16–24歲及25–29歲年齡層（不包括在校生的）失業率在2023年12月分別為14.9%及6.1%<sup>4</sup>。

<sup>1</sup> 2023年12月召開的年度中央經濟工作會議及2024年3月召開的「兩會」都強調政策協調的重要性，並表示要加強宏觀政策的跨周期及逆周期調節。會議亦提出要穩預期、穩增長、穩就業，堅持「穩中求進、以進促穩、先立後破」。此外，中國人民銀行於2024年2月5日下調金融機構存款準備金率50個基點，預計可向市場提供約1萬億元人民幣的流動性。

<sup>2</sup> 「新三樣」產品，是指電動載人汽車、鋰電池及太陽能電池。

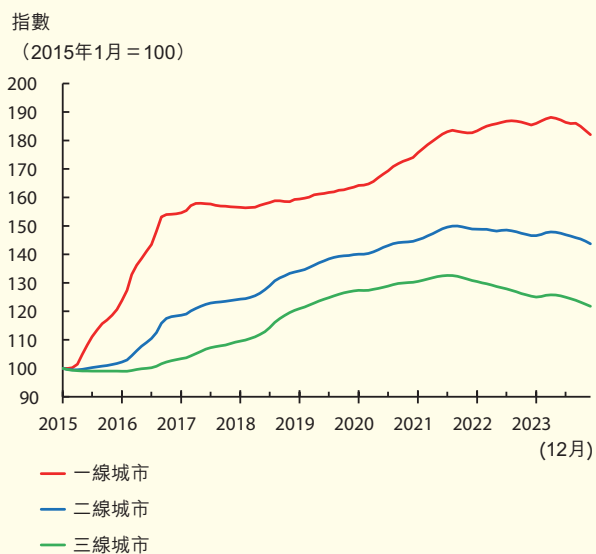
<sup>3</sup> 人民銀行行長潘功勝近日表示，食品價格不會持續下跌，預計整體消費物價指數通脹率未來將會溫和上行。

<sup>4</sup> 值得注意的是，國家統計局完善了資料編製方法，新的青年失業率統計數據從2023年12月開始公布。

## 資產及信貸市場

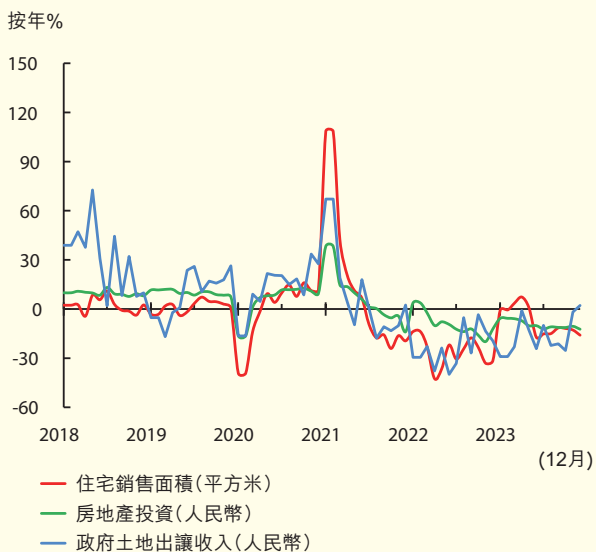
內地房地產市場於2023年下半年仍然疲弱，各線城市房價持續下跌（圖2.6）。儘管土地出讓收入稍微改善，但住宅銷售面積及房地產投資收縮加劇，部分反映出房地產市場的脆弱情緒（圖2.7）。

**圖 2.6**  
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 2.7**  
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。

針對房地產市場供求關係發生重大變化的新形勢，內地當局重申支持房地產發展的政策立場以穩定市場<sup>5</sup>。其中包括下調關鍵房貸利率<sup>6</sup>，以及敦促金融機構一視同仁滿足不同所有制房地產開發商的合理融資需求。內地當局相應推出一些具體措施，例如對銀行提出關於向開發商和購房者發放房地產貸款的「三個不低於」要求<sup>7</sup>、允許向開發商提供無抵押銀行貸款、向符合條件的開發商發放經營性房地產貸款等。此外，為構建房地產長遠發展新模式，內地當局提出「三大工程」<sup>8</sup>。央行於2014年為棚戶區改造而設立的抵押補充貸款工具已重新啟動，以幫助這些項目進行融資。截至2024年2月，抵押補充貸款餘額已達到3.4萬億元人民幣的三年高位。在地方層面，各地政府為支持剛需和改善型住房需求，持續推出具有針對性的政策，例如縮小限購區域、降低首套房和二套房的首付比例等。此外，一些地方政府已經建立房地產融資協調機制，以滿足房地產項目級別的合理融資需求。這一協調機制包括擬定一份合資格房地產項目的白名單，以便推薦其獲得銀行貸款<sup>9</sup>。

<sup>5</sup> 2023年10月召開的五年一次的中央金融工作會議及2023年12月召開的年度中央經濟工作會議均強調該問題。

<sup>6</sup> 5年期貸款市場報價利率於2月20日下調25個基點至3.95%，為2019年以來最大單次降幅。

<sup>7</sup> 「三個不低於」要求是：(i)各家銀行自身房地產貸款增幅不低於銀行業平均房地產貸款增速；(ii)對非國有房企對公貸款增速不低於本行房地產貸款增速；(iii)對非國有房企個人按揭增速不低於本行按揭增速。

<sup>8</sup> 「三大工程」是指保障性住房建設、城中村改造及「平急兩用」公共基礎設施建設。

<sup>9</sup> 截至2月底，31個省份的276個城市據報道已建立此協調機制。截至2月20日，在該機制下已有57個城市的162個項目獲得銀行融資共294億元人民幣。

內地銀行業整體風險仍然可控。國有銀行不良貸款率保持低位的同時有所改善，由2023年6月的1.29%微降至2023年12月的1.26%。農村商業銀行不良貸款率則小幅上升，但仍處於可控水平(表2.A)。內地大型銀行的撥備覆蓋率由六個月前的250%稍微下降至2023年12月248%，但仍遠高於監管要求。

**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 12月	2023年 6月	2023年 12月
國有商業銀行	1.31	1.29	1.26
股份制商業銀行	1.32	1.29	1.26
城市商業銀行	1.85	1.90	1.75
農村商業銀行	3.22	3.25	3.34

資料來源：CEIC。

### 匯率及資金流指標

雖然在岸人民幣(CNY)兌美元在2023年前10個月大致走弱，但在2023年11月中旬走強，此後穩定在7.0-7.2區間。人民幣企穩是由於在美聯儲2024年降息預期下美元偏軟，以及內地經濟逐步復甦和貿易順差持續。同一時期，離岸人民幣(CNH)走勢相似，其交易價格略低於在岸人民幣(圖2.8)。資金流方面，「北向通」(股票交易)在2023年8月曾出現資金流出，但此後已趨於穩定。縱觀2023年全年，「北向

通」(股票交易)機制下有少量資金流入內地(表2.B)。近期而言，「北向通」(股票交易)經過6個月的淨流出後，於2024年2月錄得首個月度淨流入。另外，2023年下半年，內地在岸債券市場於不同渠道下亦錄得大量資金流入，外國投資者的境內債券持有量亦有所增加(表2.B)。

**圖 2.8**  
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。

**表 2.B**  
中國內地：境外資金流指標

(十億人民幣)	2023 年上半年	2023 年下半年	2023 年	2023 年10 月	2023 年11 月	2023 年12 月
北向通(股票交易)	183	-140	44	-45	-2	-13
北向債券通	104	284	388	46	114	87
內地銀行間債券市場直接投資計劃 及合格境外投資者計劃	447	700	1147	159	249	143
銀行間市場外資持有量變化	-111	393	282	42	251	181

註：資金流以「北向通」(股票交易)、「北向債券通」、「內地銀行間債券市場直接投資計劃」及合格境外投資者計劃下的淨買入衡量。「內地銀行間債券市場直接投資計劃」是指中國銀行間債券市場直接投資模式。

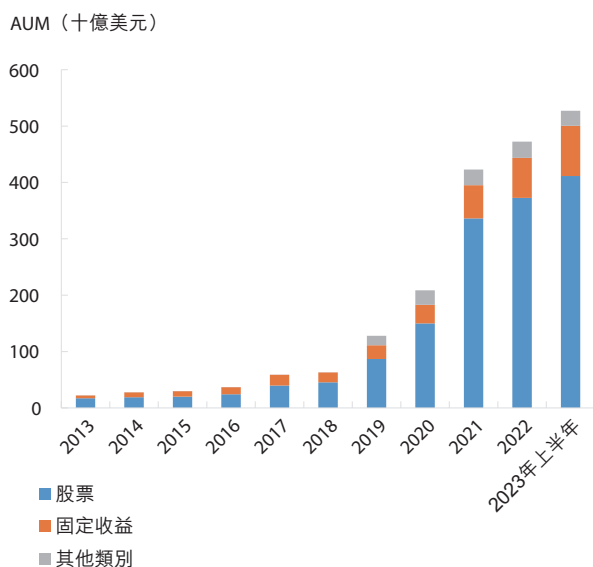
資料來源：Wind、中國外匯交易中心及金管局職員估計數字。

## 專題 1 ESG 基金面對宏觀金融衝擊時會否較具韌性？

### 引言<sup>10</sup>

自 2015 年《巴黎協定》簽署以來，以環境、社會及管治 (ESG) 為焦點的投資產品逐漸受到投資者的青睞。例如，自 2019 年以來，ESG 交易所買賣基金 (ETF) 的管理資產總額 (AUM) 已增長數倍 (圖 B1.1)。

**圖 B1.1**  
全球各類 ESG ETF 的管理資產總額



註：ESG ETF 的分類包括另類資產、商品、股票、固定收益、混合配置、貨幣市場、私募股權、地產及特殊產品。

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

隨着 ESG 作為投資考慮因素的重要性日益顯現，研究人員開始更為關注 ESG 元素對投資業績的潛在影響，尤其是在市場波動時期。此前的研究表明，ESG 基金在市場出現較大跌幅期間的表現優於非 ESG 基金 (Albuquerque et al., 2020; Pastor and Vorsatz, 2020)。然而，現時仍缺乏定量評估，用以比較 ESG 基金與非 ESG 基金對宏觀金融衝擊的敏感度。為填補這一研究空白，本專題運用全球股票 ETF 的基金級別數據去估計資金流對宏觀金融衝擊的反應。

### 數據及方法

本研究探討宏觀金融衝擊下 ESG 元素對資金流的影響。研究樣本包括在 51 個市場註冊的 8,681 隻全球股票 ETF (發達市場：73.9%；新興市場：26.1%)<sup>11</sup>，涵蓋處於不同經濟發展階段的投資對象經濟體 (投資於發達經濟體：49.1%；投資於新興市場經濟體：16.9%；混合投資：34.0%)<sup>12</sup>。

<sup>10</sup> 詳情請參閱王彥臣、陳偉華、肖欣怡 (2023)：《ESG 基金面對宏觀金融衝擊時會否較具韌性？》(英文版本)，金管局研究備忘錄，2023/06

<sup>11</sup> 對發達市場的分類是依據 Fama 和 French (2012) 所採用的定義，包括澳洲、奧地利、比利時、加拿大、丹麥、芬蘭、法國、德國、希臘、香港、愛爾蘭、意大利、日本、荷蘭、新西蘭、挪威、葡萄牙、新加坡、西班牙、瑞典、瑞士、英國及美國等經濟體。此定義與 MSCI 全球指數涵蓋的經濟體範圍高度重疊。

<sup>12</sup> 地區分布的相關資訊源於 ETF 招股說明書，當中詳細描述基金計劃投資的地理區域。我們遵循國際貨幣基金組織的標準對發達經濟體及新興市場經濟體進行劃分。

我們採用雙重差分法迴歸模型（等式 1）去估算 ESG 元素在面臨宏觀金融衝擊時對資金流的影響：

$$FundFlow(\%)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_i + \beta_2 Shocks_* + \beta_3 ESG_i \times Shocks_* + X_{i,t} + \gamma_i + \gamma_* + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $FundFlow(\%)_{i,t}$ 代表基金*i*在時刻*t*的淨資金流，以佔該基金上期的總淨資產份額表示； $ESG_i$ 是虛擬變量，若基金*i*被分類為 ESG ETF，則等於 1，否則等於 0； $Shocks_*$ 代表三類不同的衝擊，即市場壓力衝擊（ $MktVol_{i,j,t}$ ）、經濟政策不確定性衝擊（ $stdEPU_{i,k,t}$ ）及全球貨幣狀況衝擊（ $MPS_t$ ）<sup>13</sup>；而 $X_{i,t}$ 代表一系列隨時間變化且特定於基金的控制變量，包括總淨資產對數（ $\ln(TNA)$ ）、資產淨值（ $NAV$ ）、收益率（ $Return$ ）及流通股對數（ $\ln(OutShare)$ ）。該模型通過引入類別虛擬變量去控制基金的固定效應（ $\gamma_i$ ），從而吸收了不可被觀測的基金特質，並採用 $\gamma_*$ 代表三類不同的固定效應<sup>14</sup>。標準誤差  $\epsilon_{i,t}$  在基金層面聚類。我們的迴歸分析包括以下三個模型：

➤ 市場壓力的模型（ $MktVol_{i,j,t}$ ）用於比較 ESG 與非 ESG 基金資金流在面對基金註冊市場的市場衝擊時的反應。

➤ 經濟政策不確定性的模型（ $stdEPU_{i,k,t}$ ）用於比較 ESG 與非 ESG 基金資金流在面對基金投資對象經濟體的經濟衝擊時的反應。

➤ 全球貨幣狀況的模型（ $MPS_t$ ）用於估計 ESG 與非 ESG 基金資金流在面對所有市場及經濟體的貨幣衝擊時的潛在反應差異。

### 實證結果

$MktVol$  (-0.021)、 $stdEPU$  (-0.067) 及  $MPS_{SPF}$  (-0.134) 三者的係數（ $\beta_2$ ）均為負值且具有統計顯著性，表明任何類型的宏觀金融衝擊都可能導致資金外流。然而，面對宏觀金融衝擊，ESG 元素有助緩解資金外流的情況（圖 B1.2）。 $ESG_i \times Shocks_*$ 的係數（ $\beta_3$ ）顯示：(1) 當市場壓力增加一個標準差時，ESG 基金相較於非 ESG 基金能夠減少 0.186% 的資金外流；(2) 當經濟政策不確定性增加一個標準差時，ESG 元素能夠使 ESG 基金的資金外流相較於非 ESG 基金減少 0.189%；(3) 當全球貨幣狀況增加一個標準差時，ESG 元素能夠使 ESG 基金的資金外流相較於非 ESG 基金減少 0.121%。

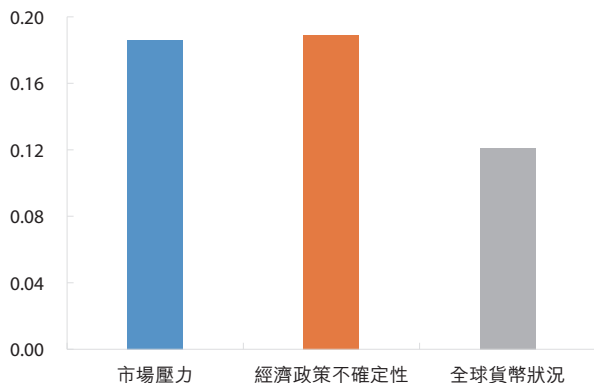
<sup>13</sup>  $MktVol_{i,j,t}$ 代表於市場*j*註冊的基金*i*在時刻*t*面對的市場壓力； $stdEPU_{i,k,t}$ 代表投資與經濟體*k*的基金*i*在時刻*t*面對的經濟政策不確定性；而 $MPS_t$ 代表時刻*t*的全球貨幣狀況。

<sup>14</sup> 視乎  $Shocks_*$ 的類型，每個估計值都納入附加的特定固定效應變量。我們就市場壓力的模型增加了投資對象經濟體-年份固定效應（ $\gamma_{k,y}$ ）、就經濟政策不確定性的模型增加了註冊市場-年份固定效應（ $\gamma_{j,y}$ ），以及就全球貨幣狀況的模型增加了投資對象經濟體、註冊市場、年份固定效應（ $\gamma_k + \gamma_j + \gamma_y$ ）。



**圖 B1.2**  
**ESG 元素在應對衝擊時的「穩定效應」**

資金流對一個標準差  
衝擊的反應（佔總淨資產的%）



註：此圖顯示 ESG 基金相較於非 ESG 基金，在不同類型宏觀金融衝擊下的反應。相關數據源自固定效應迴歸模型的估計係數。

資料來源：金管局職員估計數字。

我們亦進一步研究 ESG「穩定效應」的異質性，發現 ESG 的「穩定效應」在新興市場註冊或投資對象為新興市場經濟體的 ETF 中更為明顯。這可以解釋為，ESG 在基金較新、業績紀錄較少的市場或經濟體中發揮的作用更重要。

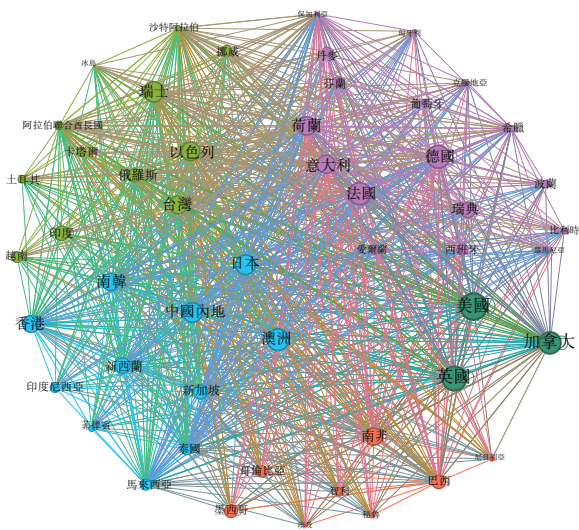
## 結論及意義

本研究顯示，相較於非 ESG 基金，ESG 基金在所有三類宏觀金融衝擊下都能夠減少資金外流。透過分析 ETF 及 ESG ETF 的資金流互聯性，我們發現亞太經濟體<sup>15</sup>的 ESG ETF 密度明顯低於發達市場（圖 B1.3A 及圖 B1.3B）。根據我們的研究結果，ESG ETF 密度越高代表該資金流網絡抵禦宏觀金融衝擊的韌性越強，這表明亞太地區在應對宏觀金融衝擊時得自 ESG 的韌性相對較弱，需要加大政策力度推動區內 ESG 發展。

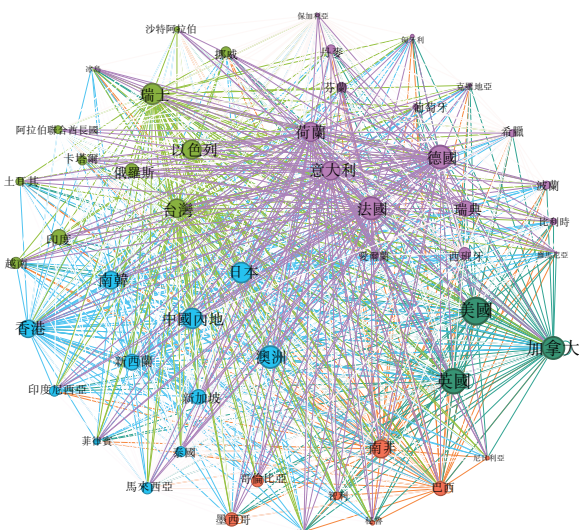
此外，ESG 元素的穩定作用對於新興市場註冊或投資對象為新興市場經濟體的 ETF 都較為明顯，而亞太地區由 (1) 眾多新興市場及 (2) 對新興市場經濟體有較大敞口的發達市場組成。因此，就推動 ESG 投資有助維繫金融穩定而言，亞太地區獲得的邊際效益可能較發達市場更大。

<sup>15</sup> 亞太經濟體包括澳洲、中國內地、香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、新西蘭、菲律賓、新加坡及泰國。

**圖 B1.3A**  
2023 上半年全部股票ETF的資金流網絡



**圖 B1.3B**  
2023 上半年 ESG 股票ETF的資金流網絡



註：各經濟體分為五個區域：美國、英國及加拿大(深綠色)；歐盟(紫色)；亞太地區(藍色)；歐亞大陸(黃綠色)；以及非洲和拉丁美洲(橙色)。  
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

**參考文獻**

Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S. and Zhang, C., (2020): “Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash”, *The Review of Corporate Finance Studies*, 9 (3), 593–621.

Fama, E. F. and French, K. R., (2012): “Size, value, and momentum in international stock returns”, *Journal of Financial Economics*, 105 (3), 457–472.

Pastor, L. and Vorsatz, M. B., (2020): “Mutual fund performance and flows during the COVID-19 crisis”, *The Review of Asset Pricing Studies*, 10 (4), 791–833.

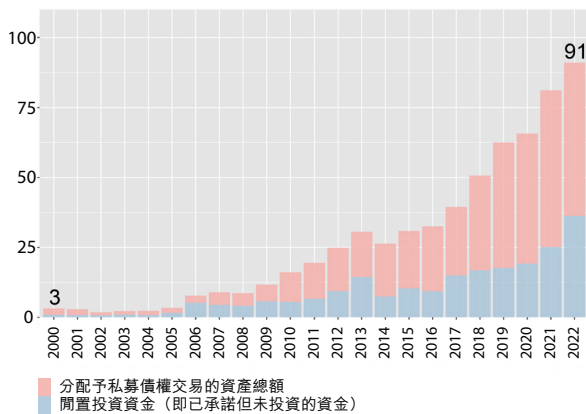
## 專題 2

### 亞太地區私募債權行業對金融穩定的影響

#### 引言<sup>16</sup>

亞太地區<sup>17</sup>的私募債權<sup>18</sup>行業發展迅速。其管理的資產總額在過去 20 年快速增長 30 倍，預計 2022 年達到 910 億美元（圖 B2.1）。私募債權的出現，為一些難以從銀行等傳統金融行業取得足夠融資的企業，提供另類融資途徑。

**圖 B2.1**  
亞太地區私募債權基金管理的資產總額（十億美元）



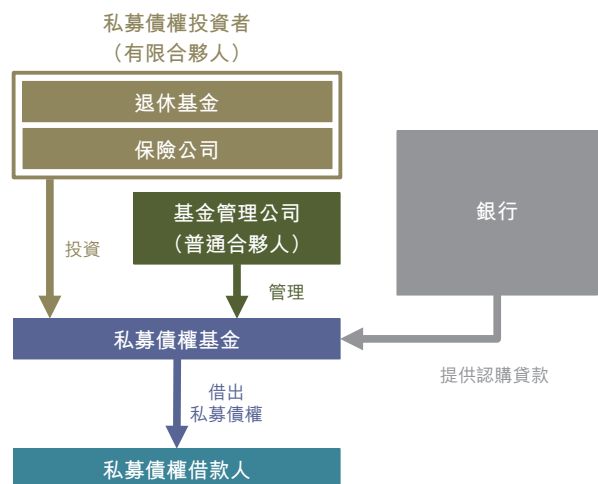
註：此堆積棒形圖顯示亞太地區私募債權基金多年來分配予私募債權交易的資產（粉紅色）及閒置投資資金（藍色）的情況，這些資產總計構成其管理的資產總額。  
資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

然而，這些借款人通常信貸風險更高，例如初創企業。此外，由於大部分私募債權採取浮動利率貸款形式，現時的高息環境可能會令這些借款人的還款能力受壓。私募債權的違約風險以及對整個金融體系造成的潛在溢出風險，或會令市場憂慮金融穩定性。在此背景下，本專題將探討亞太地區私募債權行業的系統性風險。

#### 評估亞太地區私募債權行業的系統性風險

我們首先簡要介紹私募債權行業的典型運作模式。在典型的私募債權交易中（圖 B2.2），私募債權公司會設立一個私募債權基金用於貸款業務，並擔任普通合夥人的角色，負責物色及執行貸款交易。私募債權基金的投資大多來自其他投資者，如退休基金及保險公司，它們擔任有限合夥人，通常不參與貸款決策。銀行可能會向私募債權基金提供貸款以作流動性管理。<sup>19</sup>

**圖 B2.2**  
私募債權市場結構



<sup>16</sup> 詳情請參閱黃德存等人（即將刊發）：《亞太地區私募債權行業對金融穩定的影響》，金管局研究備忘錄。

<sup>17</sup> 亞太地區的私募債權基金是指基金管理公司位於澳洲、中國內地、香港、印度、印尼、日本、南韓、馬來西亞、新西蘭、菲律賓、新加坡及泰國等 12 個亞太經濟體的私募債權基金。

<sup>18</sup> 私募債權是指私募債權公司與中小企基於雙方磋商所達成的信貸安排（IOSCO，2023）。

<sup>19</sup> 其他金融機構，如私募股權基金及銀行，亦可能參與其中。為簡化說明，此處只展示典型個案。

私募債權基金與整個金融體系之間的關聯愈來愈緊密且錯綜複雜，可能會增加系統性風險。為檢視亞太地區此類風險的程度，我們從以下四個維度作評估：一是私募債權基金的資產規模；二是其流動性錯配風險；三是其槓桿風險；四是其與亞太地區投資者的互聯程度。以下詳細介紹四個分析維度。

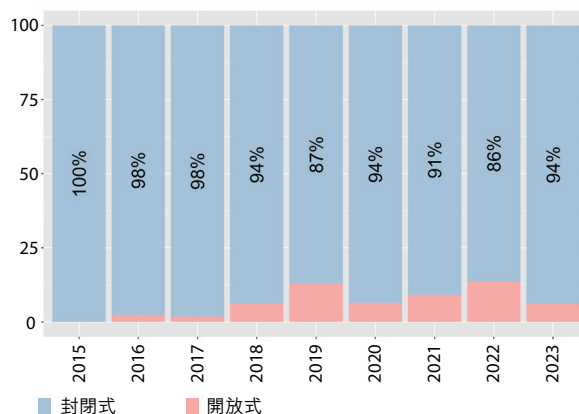
### 1) 基金規模

雖然亞太地區的私募債權基金增長迅速，但規模仍相對較小。截至2022年底，私募債權基金的規模只相當於區內非銀行金融機構的0.2%或銀行資產的0.1%。<sup>20</sup>就資產規模而言，亞太地區的私募債權基金可能不會即時引發系統性風險，雖然其快速增長或會令人關注。

### 2) 流動性錯配風險

開放式基金的管理公司可能會面對流動性壓力，因為其基金可能需要應對短時間內的大量贖回需求。這可能導致基金管理公司拋售資產，將金融壓力傳遞至整個金融體系。然而，在我們的樣本中，亞太地區的私募債權基金有95%為封閉式基金，開放式基金並不常見。因此，目前流動性錯配風險應該處於低位。然而，近年開放式私募債權基金呈現上升趨勢（圖B2.3），雖然此趨勢能否持續仍是未知之數。<sup>21</sup>這些開放式私募債權基金所面對的流動性風險將較封閉式基金為高。

**圖B2.3**  
按贖回機制劃分的亞太地區新增私募債權基金比例(%)



註：  
(i) 此堆積棒形圖顯示亞太地區私募債權基金中封閉式（藍色）及開放式（粉紅色）基金歷年所佔比例；及  
(ii) 此比例是以推出基金的數目計算。

資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

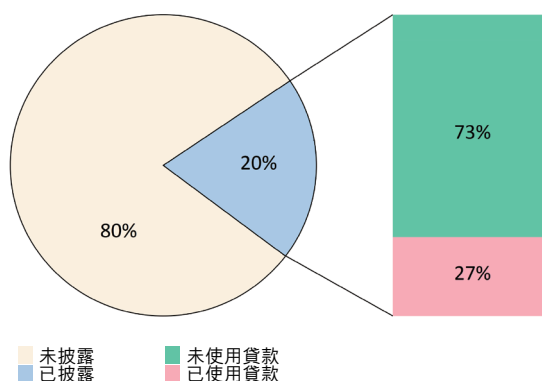
### 3) 槓桿風險

在私募債權交易中，可能存在多層槓桿。首先，私募債權基金使用槓桿的方式可能是從銀行獲取的認購貸款。如果私募債權基金出現系統性違約，或會令已向相關基金提供貸款的銀行蒙受信貸損失。雖然數據落差頗大，但現有資料顯示，73%的亞太地區私募債權基金沒有使用銀行貸款（圖B2.4）。然而，近期似乎有更多亞太地區的私募債權基金開始使用銀行貸款，因此可能需要進行更密切監察（圖B2.5）。

<sup>20</sup> 2022年亞太地區非銀行金融機構及銀行的資產總額估計分別為43萬億美元及82萬億美元（金融穩定理事會，2023）。

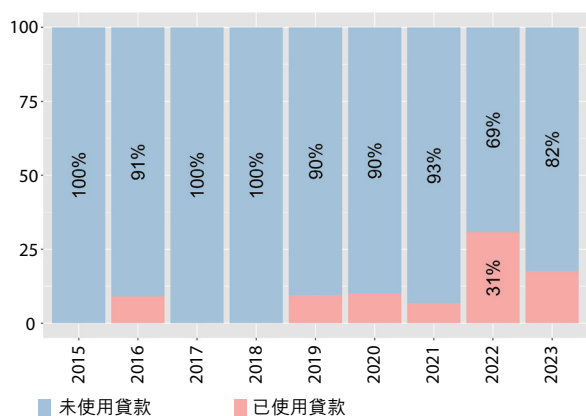
<sup>21</sup> 此比例是以私募債權基金的數目計算。

**圖 B2.4**  
按貸款使用情況劃分的亞太地區私募債權基金比例 (%)



註：  
(i) 此圖形圖顯示 2023 年亞太地區私募債權基金中披露及未有披露其貸款使用情況的比例；及  
(ii) 就已披露貸款使用情況的基金，此圖形圖進一步說明 2023 年未使用貸款及已使用貸款的基金的比例。  
資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

**圖 B2.5**  
按貸款使用情況劃分的亞太地區新增私募債權基金比例 (%)

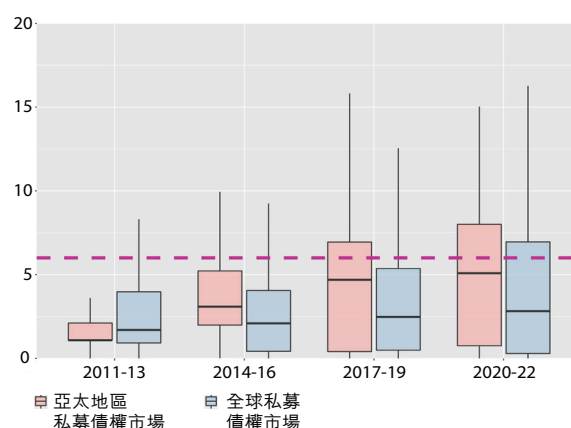


註：  
(i) 此堆積圖形圖顯示亞太地區私募債權基金中未使用貸款 (藍色) 及已使用貸款 (粉紅色) 的基金歷年所佔比例；及  
(ii) 此比例是以已推出的基金的數目計算。  
資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

私募債權交易中的另一層槓桿可能來自私募債權借款人層面。債務與 EBITDA<sup>22</sup> 比率高於六倍的借款人所佔比例正持續上升 (圖 B2.6 的虛線)，該比例是部分經濟體為貸款批核所設定的銀行貸款寬鬆上限。這顯示私募債權基金的借貸對象更有可能是因為高槓桿而

無法從銀行獲得貸款的公司。此種寬鬆的批核標準可能會增加私募債權基金的信貸風險，而亞太地區的基金尤其如此。

**圖 B2.6**  
私募債權交易借款人的債務與 EBITDA 比率 (倍數)



註：  
(i) 此箱形圖顯示亞太地區私募債權基金借款人 (粉紅色) 及全球私募債權基金借款人 (藍色) 在不同私募債權交易年份的債務與 EBITDA 比率的分布情況；  
(ii) 中位數由框內的水平線表示，其中 50% 的數值落在框所示的第 25 和 75 個百分位數範圍內。細垂直線的上端點和下端點顯示第 90 個和第 10 個百分位數；  
(iii) 虛線代表部分經濟體對銀行設定的寬鬆上限 (即六倍)；及  
(iv) 此樣本涵蓋全球 60% 的私募債權基金借款人。  
資料來源：S&P Capital IQ、Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

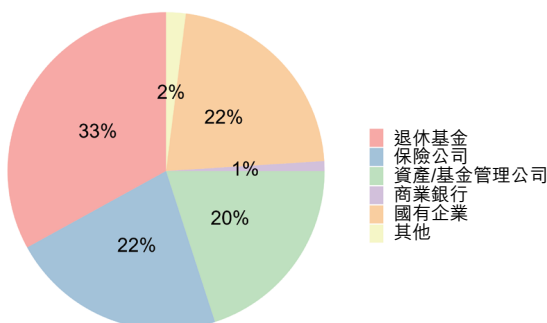
#### 4) 互聯性

上述分析評估私募債權基金中存在的脆弱性。然而，私募債權基金受到的衝擊 (例如經濟衰退) 在何種程度上會波及整個金融體系，可能取決於其他行業 (例如投資於私募債權基金的機構) 對私募債權的風險承擔。風險承擔越大，溢出風險就越高，反之亦然。

根據現有數據，退休基金、保險公司及資產管理公司是亞太地區主要的私募債權投資者，其投資額佔區內投資總額的 75% (圖 B2.7)。與此同時，商業銀行似乎並未積極投資私募債權基金。

<sup>22</sup> EBITDA 即未計利息、稅項、折舊及攤銷前的利潤。

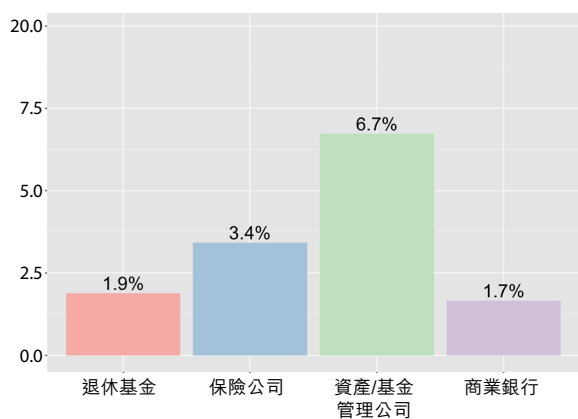
**圖 B2.7**  
按投資者類型劃分的亞太地區私募債權投資者比例 (%)



註：  
(i) 此圖形顯示 2023 年按投資者類型劃分的亞太地區私募債權投資者的比例；及  
(ii) 此比例是私募債權投資的金額計算。  
資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

然而，就這些亞太地區投資者而言，其私募債權投資估計只佔其整個投資組合的一小部分（圖 B2.8）。因此，私募債權市場對亞太地區投資者的溢出風險似乎有限。

**圖 B2.8**  
亞太地區投資者的私募債權投資總額 (佔資產總額的百分比)



註：此圖形顯示 2023 年亞太地區投資者的私募債權投資總額，包括退休基金（粉紅色）、保險公司（藍色）、資產或基金管理公司（綠色）及商業銀行（紫色），以資產總額計算。  
資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

## 結論及意義

綜上所述，私募債權行業的系統性風險目前仍然受控。然而，部分發展動態可能需要進一步關注，因為它們或會演變成增加風險的因素，包括推出開放式私募債權基金逐漸成為趨勢，以及使用貸款的新私募債權基金日漸普遍。

與此同時，我們亦須保持警惕，留意私募債權基金急速增長與批核標準下降趨勢之間的密切關聯。鑑於私募債權市場尚未經歷完整的信貸周期，因此私募債權市場應對壓力（例如高息及嚴重衰退）的韌性尚未經過考驗。

最後，我們的分析不可避免地只基於部分數據，這一定程度上反映私募債權行業的不透明性。雖然我們已將評估結果與其他資訊來源（例如市場參與者的調查）作比較，以進行穩健性檢測，但由於數據落差，讀者應審慎解讀本評估結果。

## 參考文獻

FSB. (2023). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2023*.

IOSCO. (2023). *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance — Final Report*.

## 3. 本港經濟

隨着入境旅遊業及消費需求穩步恢復，香港經濟於2023年下半年繼續溫和復甦。展望未來，預料本港經濟將進一步溫和復甦，但增長前景將面對更多外圍不明朗因素，包括美國政策利率走勢、環球經濟前景轉差、全球科技周期的復甦步伐，以及不斷演變的地緣政治緊張局勢。與此同時，各項吸引人才及輸入勞工計劃將有助繼續紓緩不同行業人手短缺的問題。儘管勞工及租金成本面對一些上升壓力，但本地通脹應會大致保持溫和。

### 3.1 實體經濟活動

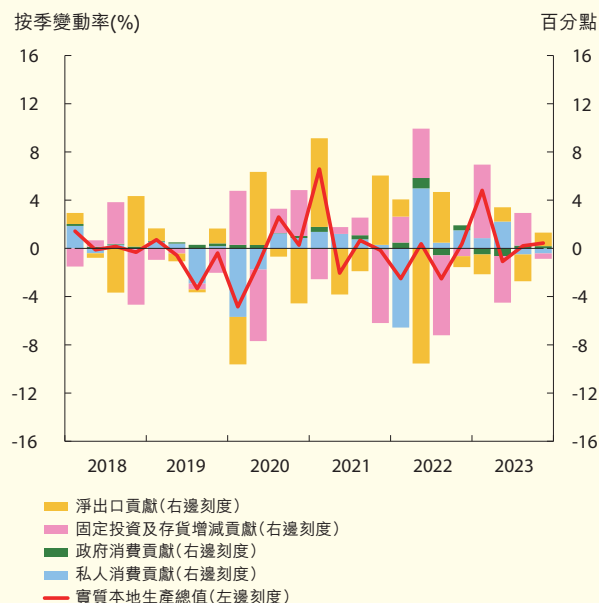
香港經濟於2023年下半年持續復甦，惟復甦步伐較上半年有所放緩。按年比較，實質本地生產總值在低比較基數下於2023年最後兩季分別增長4.1%及4.3%（表3.A）。全年合計，實質本地生產總值繼前一年收縮3.7%後，於2023年增長3.2%。

**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年	第1季	-4.0	-2.5
	第2季	-1.4	0.4
	第3季	-4.9	-2.5
	第4季	-4.3	0.3
2023年	第1季	2.9	4.8
	第2季	1.5	-1.1
	第3季	4.1	0.2
	第4季	4.3	0.4

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



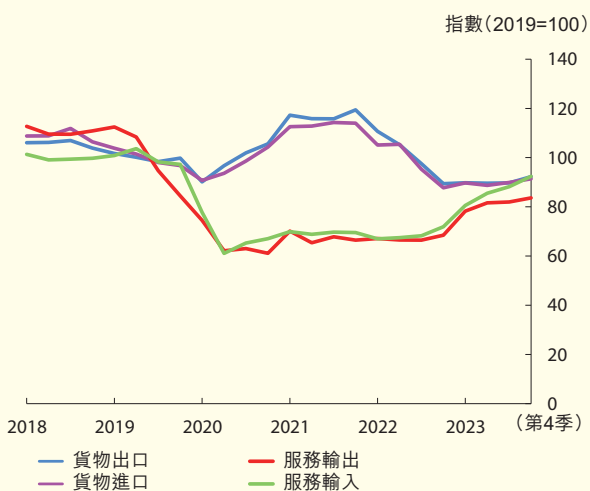
註：增長率經季節性調整。

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

入境旅遊業及消費需求仍然是2023年下半年的主要增長動力(圖3.1)。本地方面，勞工市場保持強韌，加上政府推出的多項支援措施<sup>23</sup>，私人消費繼2023年頭兩季顯著增長後保持穩健。儘管營商氣氛在金融狀況偏緊的環境下較為審慎<sup>24</sup>，但投資支出在低比較基準下有所回升。外圍方面，在入境旅遊業強勁復甦的推動下，本港的服務輸出繼續保持強韌(圖3.2)。具體而言，2023年全年訪港旅客人數達到約3,400萬人次，相當於2019年疫情前水平的60%以上。<sup>25</sup>然而，由於外圍需求疲弱，商品出口仍然低迷。整體而言，淨出口在2023年下半年繼續拖累實質本地生產總值增長。

預料香港經濟於2024年將進一步溫和復甦，其中政府預測全年實質本地生產總值增長介乎2.5%至3.5%<sup>26</sup>。本港旅客接待能力進一步提升，加上中國內地經濟穩步增長，預計將為入境旅遊業帶來支持，而強韌的勞工市場亦將支撐本地消費。此外，公共基建項目亦將為經濟提供支持。隨着政府致力吸引企業落戶香港，私人投資有望回穩，而預期全球科技周期復甦則可望支持商品出口。然而，香港經濟增長前景仍受先前幾章所述的風險及不明朗因素所影響，尤其是美聯儲政策利率走勢、環球經濟增長前景、全球科技周期的復甦步伐以及地緣政治緊張局勢加劇等相關因素。

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。

<sup>23</sup> 包括於2023年7月發放第二期消費券，以及一系列的推廣活動。

<sup>24</sup> 採購經理指數於2023年7月至10月一直處於收縮區間(低於50)，其後在2023年11月至2024年2月期間於50持平線上下徘徊。

<sup>25</sup> 年初至今(截至2024年2月底)，訪港旅客總人數已相當於2019年同期水平的63.3%。

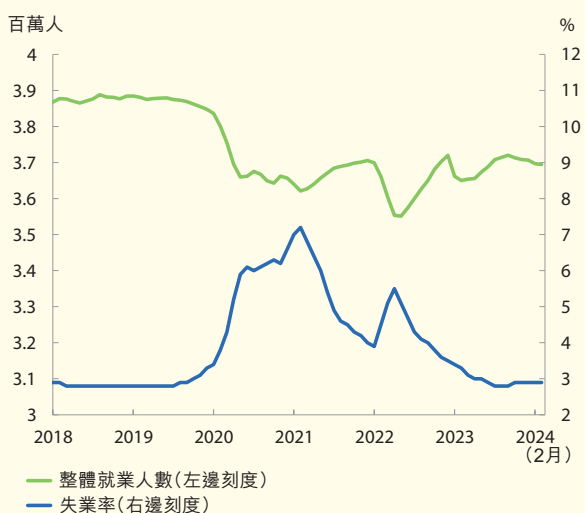
<sup>26</sup> 私人機構分析師的平均增長預測為2.8%。



### 3.2 勞工市場狀況

勞工市場在 2023 年下半年及 2024 年年初保持強韌。經季節性調整的失業率於 2024 年 2 月維持在 2.9% 的低位，而總就業人數則大致持平，惟仍低於疫情前的水平（圖 3.3）。勞工收入<sup>27</sup>按年增幅於 2023 年第 3 季加快至 3.5%，部分反映勞工市場狀況緊絀。面對多個行業出現人手短缺，政府已推出多項吸引人才措施<sup>28</sup>及輸入勞工計劃。展望未來，這些措施將有助紓緩不同行業人手短缺的問題<sup>29</sup>，而經濟持續復甦應會繼續支持勞工需求。

圖 3.3  
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

<sup>27</sup> 以就業人士名義平均薪金指數衡量。

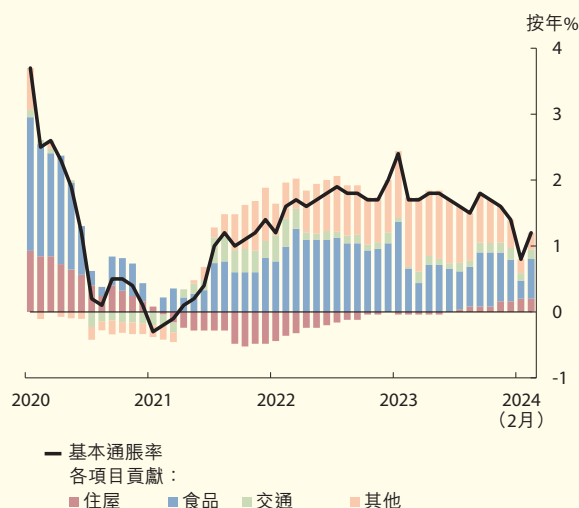
<sup>28</sup> 行政長官在 2023 年的《施政報告》公布吸引和挽留人才的進一步措施，包括 (i) 擴大「高端人才通行證計劃」(高才通計劃) 的合資格大學名單；(ii) 推出「新資本投資者入境計劃」；(iii) 推出「職專畢業生留港計劃」；以及 (iv) 暫時豁免在港就讀的非本地全日制研究生參與兼職工作的限制。

<sup>29</sup> 2023 年全年合計，各項人才入境計劃共收到超過 22 萬宗申請，當中逾 13 萬宗已獲批，約 9 萬名人才已抵港。

### 3.3 通脹

消費物價通脹在過去數月維持溫和。剔除政府所有一次性紓困措施的影響，基本綜合消費物價指數在 2023 年第 3 季及第 4 季均溫和上升 1.6%，並於 2024 年 2 月上升 1.2%（圖 3.4）。<sup>30</sup>按組成項目分析，隨着國際燃油價格回落，能源相關項目的通脹動力有所放緩，而外出用膳及外賣的價格則繼續明顯上升。在新簽訂的私人住宅租金增長帶動下，房屋租金項目亦從低位回升（圖 3.5）。與此同時，由於勞工市場仍然偏緊，勞工成本壓力於最近幾個季度有所增加，而進口通脹則維持穩定（圖 3.6）。

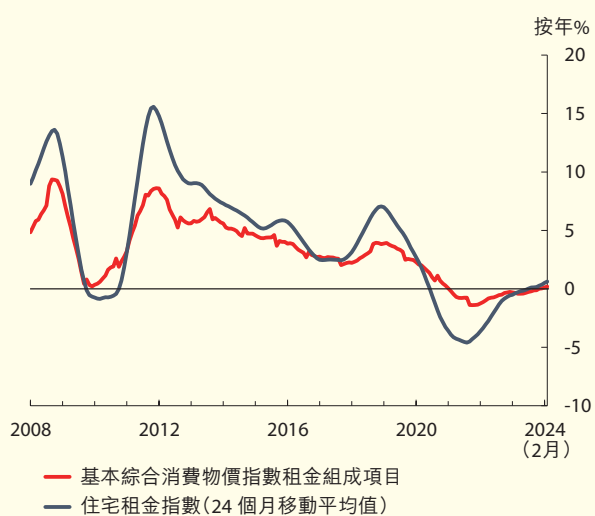
圖 3.4  
基本消費物價通脹及其組成項目



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

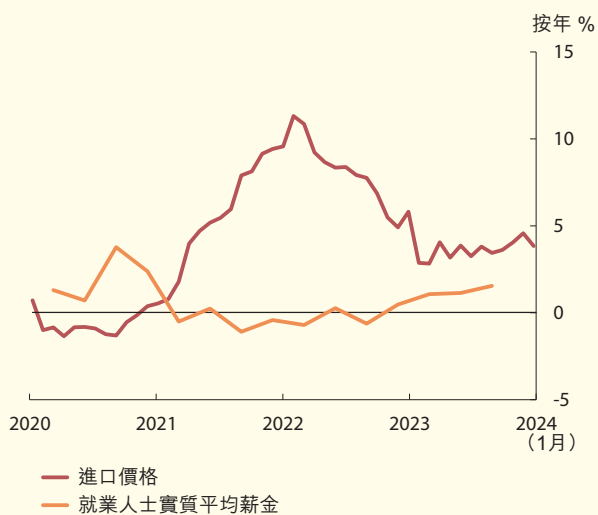
<sup>30</sup> 連同政府相關一次性紓困措施的影響，2023 年第 3 季及第 4 季的按年整體通脹率分別為 1.9% 及 2.6%，而在 2024 年 2 月為 2.1%。

**圖 3.5**  
綜合消費物價指數租金項目及房屋租金



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

**圖 3.6**  
勞工成本及進口價格



資料來源：政府統計處。

整體通脹在短期內或會輕微上升，但應會保持溫和。本地營商成本可能會隨着經濟繼續復甦而面對一些上升壓力，而房屋租金上升亦將逐步傳遞至消費物價通脹。相比之下，外圍價格壓力應會保持溫和。政府預計2024年的基本通脹率及整體通脹率分別為1.7%及2.4%。<sup>31</sup>

<sup>31</sup> 市場共識預測2024年的整體通脹率為2.2%。

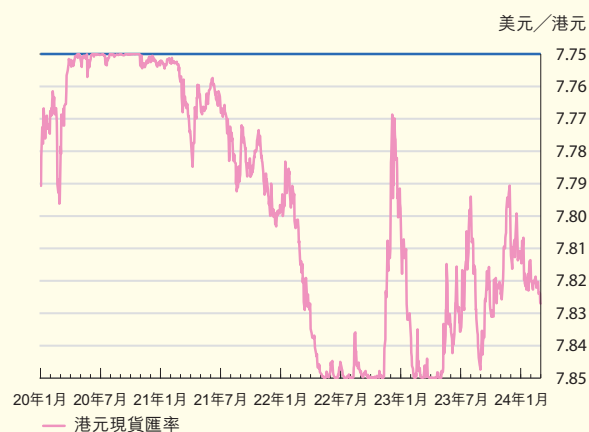
## 4. 貨幣及金融狀況

港元在2023年9月至11月走勢轉強，主要帶動因素包括企業的季節性資金需求以及港股通南向資金流入。2023年12月，港元大致穩定，但在2024年初因流動性回軟而有所轉弱。香港銀行同業拆息(HIBOR)整體跟隨美元利率，同時亦受本地供求情況影響。香港銀行同業拆息於2023年9月上升，並且在踏入2024年時稍為回落。自2023年6月底以來的七個月內，存款總額錄得增長。部分反映借貸成本上升導致信貸需求疲弱，銀行信貸總額在同期有所下跌。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，美國貨幣政策前景、全球經濟環境及地緣政治緊張局勢持續等相關的不明朗因素，或會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及穩健的金融體系，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

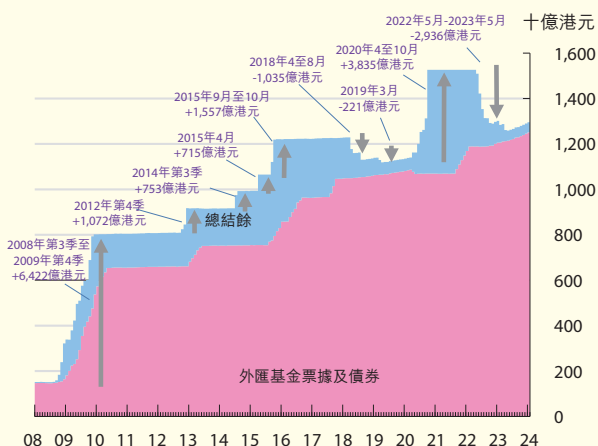
2023年9月至11月，港元走勢轉強，主要帶動因素包括企業的季節性資金需求、港元利率上升帶來的買盤以及港股通南向資金淨流入。2023年12月，港元大致穩定，但在2024年初因流動性回軟而有所轉弱。於回顧期內，港元兌美元在7.7906至7.8432區間內徘徊(圖4.1)。由於自2023年5月以來並未觸發兌換保證，銀行體系總結餘變動不大，於2024年2月底為448億港元。此外，銀行之間的日常運作以至結算活動繼續暢順有序(圖4.2)。

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2023年9月至10月底期間走強，但其後回軟，於整個回顧期變化不大(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，資金流向仍然受到美國政策利率前景、全球經濟環境及地緣政治緊張局勢等相關的不明朗因素影響。然而，憑藉充足的外匯儲備及穩健的金融體系，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



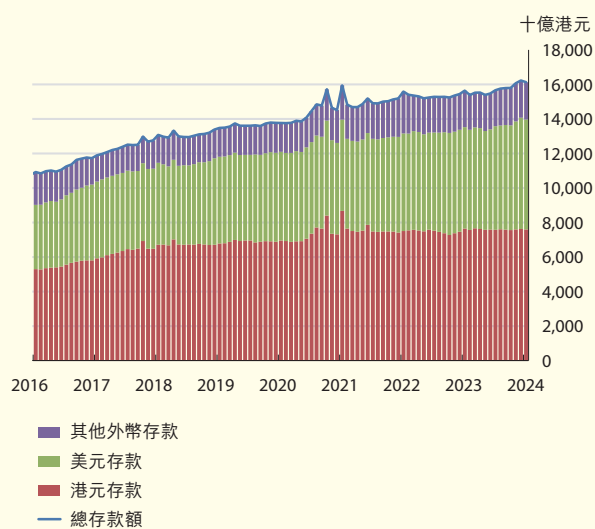
註：實質有效匯率指數經季節因素調整，並僅有月度數據。  
資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

## 4.2 貨幣環境及利率

於回顧期內，香港的貨幣環境保持寬鬆。截至2024年2月底，港元貨幣基礎仍然龐大且大致穩定，為19,096億港元。

自2023年6月底以來的七個月期間，認可機構的存款總額增加4.3%。其中，港元及外幣存款分別增加0.1%及8.3%(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。

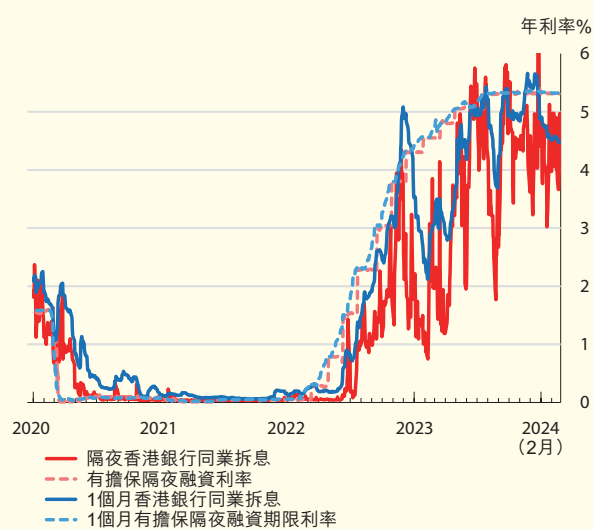
**圖 4.4**  
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

整體而言，香港的銀行同業市場於回顧期內交易繼續暢順有序。根據聯繫匯率制度的預期及設計，港元銀行同業拆息整體跟隨美元利率<sup>32</sup>，同時亦受本地供求情況影響。香港銀行同業拆息於2023年9月上升，部分反映季末企業融資需求，踏入2024年時隨着對港元資金的季節性需求減退而稍為回落（圖4.5）。

**圖 4.5**  
香港銀行同業拆息及美元有擔保隔夜融資利率



資料來源：彭博及金管局。

至於零售業務方面，美聯儲自2023年7月以來維持政策利率不變，因此本地銀行亦維持最優惠貸款利率不變。於回顧期末，市場上的最優惠貸款利率介乎5.875–6.375%不等。與此同時，新造按揭的平均貸款利率由2023年7月的3.57%上升至2024年1月的4.13%，部分反映H按封頂息率有所上升。

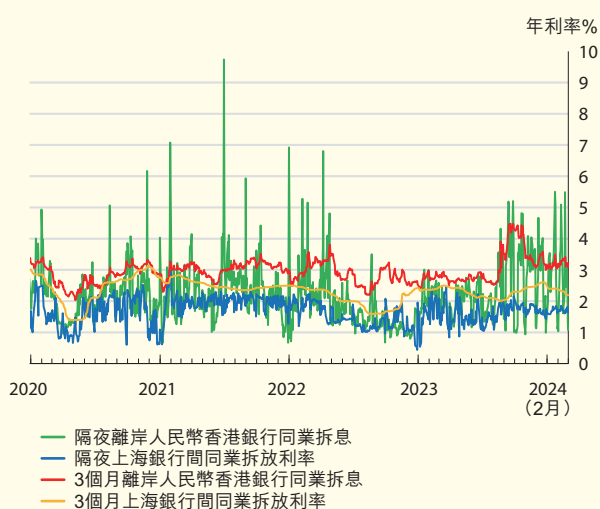
短期內，港元利率或維持在較高水平。金管局一直與銀行保持溝通，要求銀行做好流動性管理工作，包括與大型客戶密切溝通，掌握其對港元收付的計劃和安排並作好部署，避免不必要地「關住」大量港元。金管局又提醒銀行毋需擔心所謂「標籤效應」，在有需要時可隨時使用金管局的各類流動資金安排。最近有銀行使用金管局的貼現窗，正好顯示銀行已逐步適應新的市場變化，善用這些流動資金管理工具。

<sup>32</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。

## 離岸人民幣銀行業務

於回顧期內，離岸人民幣同業市場繼續正常運作<sup>33</sup>。由於短期融資需求增加，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息在2023年9月至10月期間升至超過4%，但隨着需求回軟，於2023年底回落至3%。雖然隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息出現若干波動，但大多數時間維持在5%以下（圖4.6）。於回顧期內，離岸人民幣銀行同業市場的流動性狀況整體維持穩定。

**圖 4.6**  
隔夜及 3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價

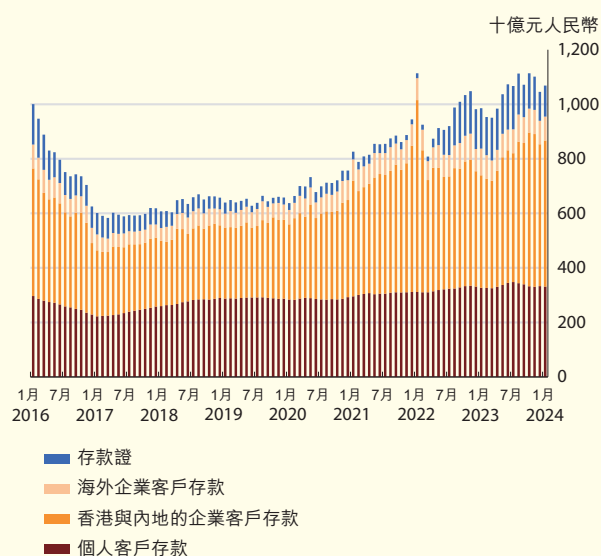


資料來源：CEIC 及財資市場公會。

繼 2023 年上半年擴張後，香港的離岸人民幣資金池於回顧期間有所整固。自 2023 年 7 月底以來的六個月內，人民幣客戶存款及存款證餘額溫和增長 0.2%，截至 2024 年 1 月底達到 10,688 億元人民幣（圖 4.7 及表 4.A）。其中，人民幣客戶存款總額增加 5.2%，

但存款證餘額同期下降 28.3%，部份抵消客戶存款上升對人民幣資金池的貢獻。人民幣客戶存款的增長來自公司客戶，而該類客戶存款的增幅為 11.3%。

**圖 4.7**  
香港的人民幣客戶存款及存款證



資料來源：金管局。

**表 4.A**  
離岸人民幣銀行業務統計

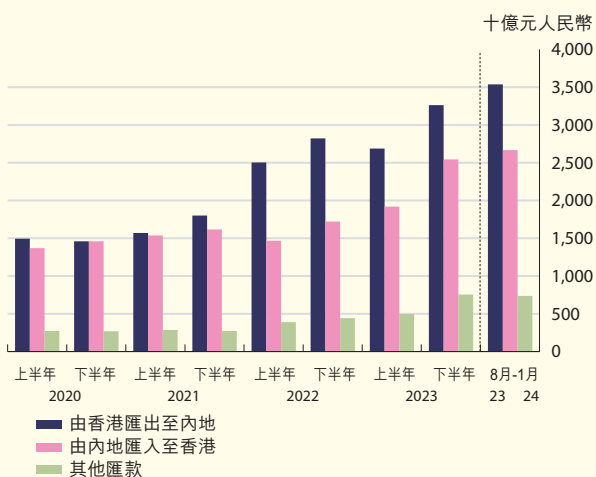
	2022 年 12 月	2024 年 1 月
人民幣存款及存款證 (十億元人民幣)	981.7	1,068.8
其中：		
人民幣存款 (十億元人民幣)	835.9	954.7
人民幣存款佔存款總額 (%)	6.1	6.4
人民幣存款證 (十億元人民幣)	145.8	114.1
未償還人民幣貸款 (十億元人民幣)	191.7	469.3
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	211	207
應付海外銀行的金額 (十億元人民幣)	130.8	138.7
應收海外銀行的金額 (十億元人民幣)	138.8	112.5
	<b>2022 年</b>	<b>2023 年</b>
香港人民幣貿易結算 (十億元人民幣)	9,342.1	11,668.6
其中：		
由內地匯入至香港 (十億元人民幣)	3,188.5	4,462.9
由香港匯出至內地 (十億元人民幣)	5,324.1	5,951.2
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)	1,654.0	2,063.6

資料來源：金管局。

<sup>33</sup> 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第 2.2 章。

其他離岸人民幣業務繼續增長。自2023年7月起的六個月期間，人民幣整體貸款餘額增長40.7%。香港的人民幣貿易結算亦繼續增長。2023年7月底至2024年1月底期間，本港銀行處理的交易金額達69,431億元人民幣（圖4.8），較去年同期的48,674億元人民幣增長42.6%，匯入香港的貿易匯款增幅超過匯出至內地的貿易匯款。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年全年，人民幣即時支付結算系統的日均成交額維持在20,636億元人民幣的高水平，2022年則為16,540億元人民幣。

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的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，金管局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<sup>34</sup>，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。「多種央行數碼貨幣跨境網絡」(mBridge)項目以及快速支付系統「轉數快」連接數字人民幣正取得進展，將有助提升商業及零售用戶在跨境支付及結算的效率。憑藉這些發展，香港將在支持內地資本帳戶開放、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。

<sup>34</sup> 金管局和中國人民銀行近期公布六項深化金融合作的政策措  
施。詳情請參閱新聞稿《金管局和人民銀行公布深化香港和內  
地金融合作的措施》(<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2024/01/20240124-3/>)。

## 資產市場

在市場預期主要發達經濟體央行於2024年減息的背景下，環球股市於回顧期內上升。相較之下，本港股市在回顧期內下跌。雖然利率波動，但2023年香港債券市場的新發行量仍持續錄得穩定增長。住宅物業及商用物業市場仍然疲弱，但隨着政策措施於2024年2月下旬放寬，市場氣氛有所回穩。

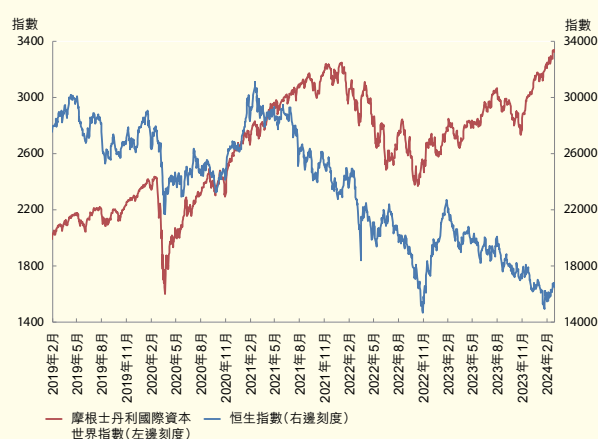
### 4.3 股市

環球股市於回顧期內大幅上落。由於主要經濟體持續高息以及地緣政治緊張局勢升級，摩根士丹利國際資本世界指數首先在2023年9月至10月期間下跌，但其後在市場預期主要發達經濟體央行於2024年減息的背景下全面回升。相較之下，本港股市在回顧期內下跌。整體而言，摩根士丹利國際資本世界指數在2023年8月底至2024年2月底期間上升11.8%，而恒生指數於同一時期下跌10.2%（圖4.9）。

跟隨環球股票價格走勢，以標普500指數期權引伸波幅衡量的市場波動率在2023年9月及10月時顯著上升，其後有所回落（圖4.10）。本港股市的波動率在其表現相對低迷下徘徊於過去五年的平均水平。與此

同時，偏斜指數仍維持在較高水平，並偶爾飆升，反映投資者對股市突然調整仍持審慎態度，因此更願意投資在避險需求上。<sup>35</sup>

圖 4.9  
恒生指數及摩根士丹利國際資本世界指數

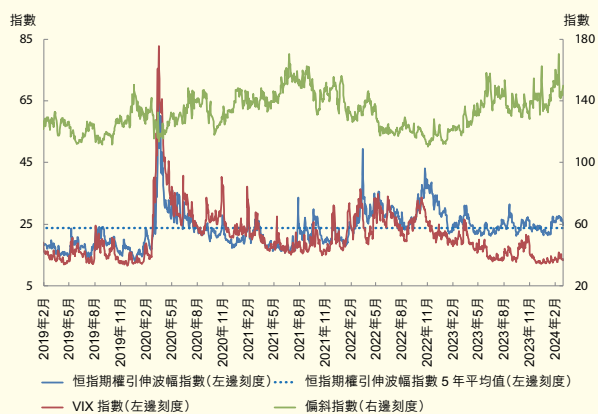


資料來源：彭博。

<sup>35</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>。



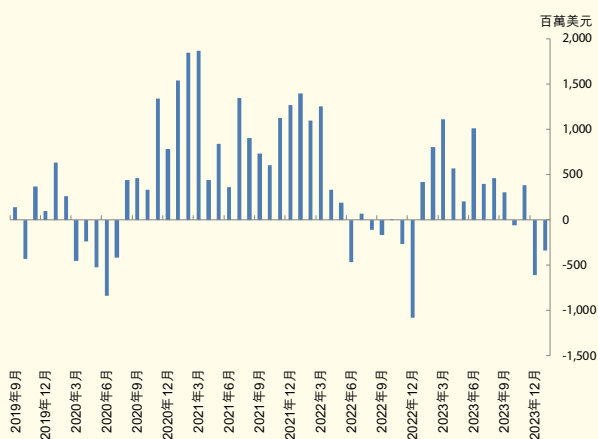
**圖 4.10**  
恒生指數及標普 500 指數的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博。

2023年8月至2024年1月期間，香港的股市持續錄得股票市場基金淨流入，淨流入額為1.433億美元（圖 4.11）。

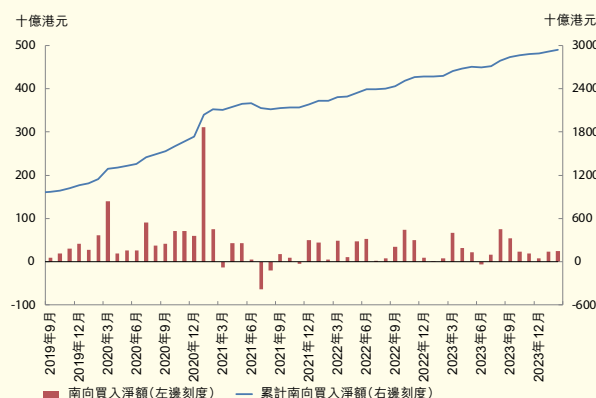
**圖 4.11**  
股票市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

港股通於回顧期間內亦錄得穩定的淨流入，內地投資者於2023年8月底至2024年2月底的淨買入額達1,512億港元（圖 4.12）。回顧期內累計淨買入額增加5.4%至29,379億港元。

**圖 4.12**  
滙深港通（南向交易）的淨買入



註：南向淨買入金額指滙深港通（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。

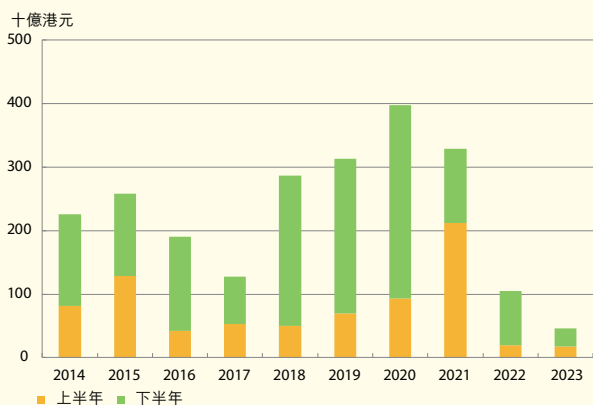
全球經濟及利率環境的不明朗因素持續影響全球一級市場活動。根據世界交易所聯合會的數據，全球有作出數據匯報的證券交易所於2023年透過首次公開招股（IPO）籌集的總資金額按年下跌59.3%。在香港，2023年的IPO融資總額為463億港元，按年下跌55.8%（圖 4.13）。

展望未來，港交所於2023年11月推出全新的數碼化IPO結算平台「Faster Interface for New Issuance」（「FINI」）<sup>36</sup>，加上於2024年1月1日生效的

<sup>36</sup> 「FINI」將新股從定價至股份開始交易的時間由現時的五個營業日（「T+5」）縮短至兩個營業日（「T+2」），有望減低新股在上市前有關價格變動的風險，同時亦提升市場整體的運作效率。

創業板上市改革<sup>37</sup>，有望提升在香港股票市場上市的效率及吸引力。

**圖 4.13**  
香港首次公開招股市場



資料來源：港交所。

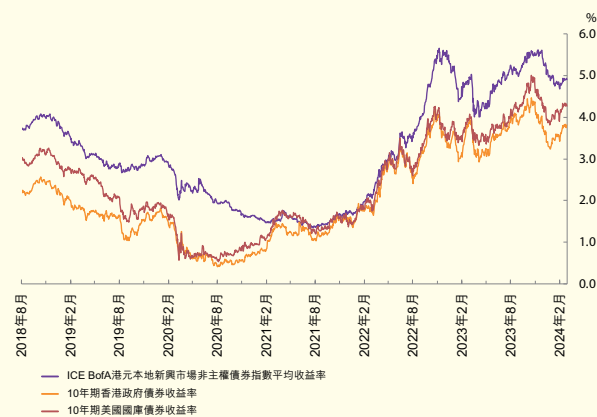
本港股市的前景將受多項因素影響。全球方面，雖然主要發達經濟體預計於2024年減息，但其利率走勢仍相當不明朗。再加上全球持續的地緣政治緊張局勢，將繼續令包括香港股市在內的全球金融市場的表現蒙上陰影。

與此同時，中國內地短期的經濟表現，以及對政策刺激措施提振經濟的預期，將繼續是推動本港股市情緒的主要因素。

#### 4.4 債券市場<sup>38</sup>

縱使美聯儲決定暫停加息，但在強勁的經濟數據及持續通脹壓力下，美國政府債券收益率在2023年9月和10月期間持續上升，其中10年期美國國債收益率在10月升至5%的16年高位。10年期美國國債收益率其後隨着美國通脹壓力有緩和跡象而回落(圖4.14)。在香港，政府及企業債券收益率跟隨美國國債收益率的走勢，並從近期高位回落。

**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



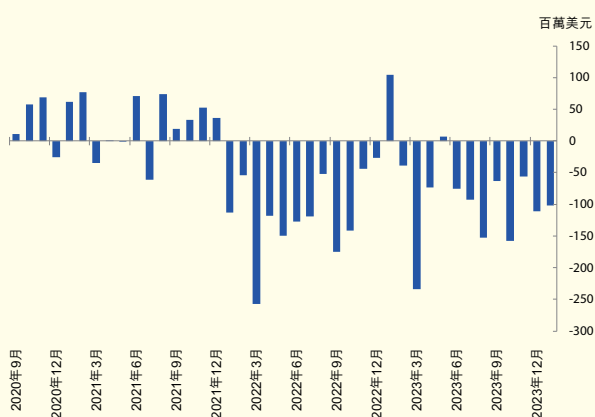
註：ICE BofA 港元本地新興市場非主權指數涵蓋企業及半政府實體發行的港元債券，指數反映港元企業債券收益率的變動。  
資料來源：ICE Data Indices、彭博及金管局。

<sup>37</sup> 改革的主要內容包括：1) 引入新的「簡化轉板機制」；2) 為大量從事研發活動的高增長企業增設創業板上市的新「市值／收益／研發測試」；3) 縮短上市後禁售期；及4) 取消強制季度匯報規定，並劃一創業板及主板發行人的其他持續責任。這些調整預期將提升創業板對尋求上市的中小企的吸引力，有助降低現時創業板發行人的合規成本，同時維持市場質素及對投資者的保障。

<sup>38</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、債權證、資產抵押證券以及通常在金融市場交易的類似債務工具。數字或會有修訂。

在利率波動的情況下，債券基金在2023年8月至2024年1月期間錄得淨流出(圖4.15)。

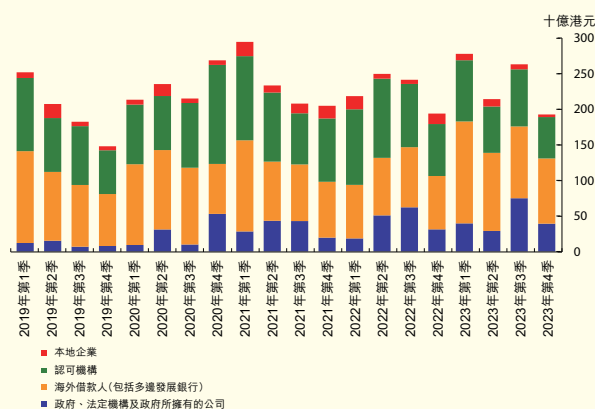
**圖4.15**  
債券市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

港元債務證券在2023年的總發行人按年增加4.3%至49,265億港元。發行量的增加主要由包括多邊發展銀行在內的海外借款人所支持(圖4.16)。

**圖4.16**  
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債務證券

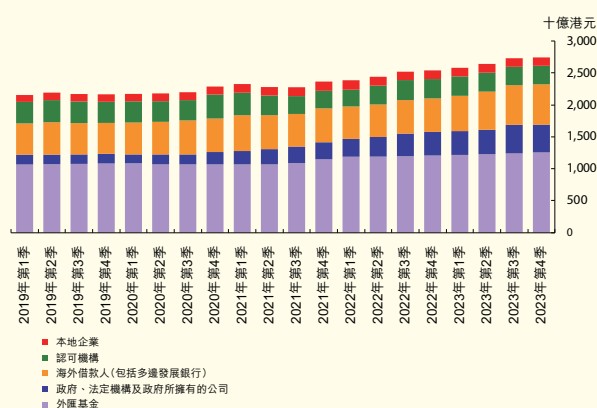


資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

相應地，未償還港元債務證券金額於2023年底達到27,429億港元，較2022年底增加8.0%(圖4.17)。

該金額相當於港元M3的33.2%或銀行業以港元計值資產的27.2%。非外匯基金票據及債券的港元債務證券未償還金額按年上升11.6%至14,875億港元。

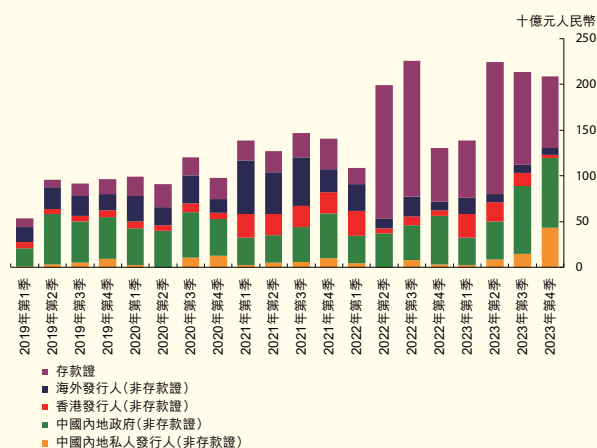
**圖4.17**  
未償還港元債務證券(按發行人劃分)



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。

2023年離岸人民幣債務證券在香港的發行量按年增加18.2%至7,858億元人民幣(圖4.18)。年內非存款證發行量達3,981億元人民幣，較2022年增加35.4%，而存款證在2023年的發行量則增加4.5%至3,876億元人民幣。

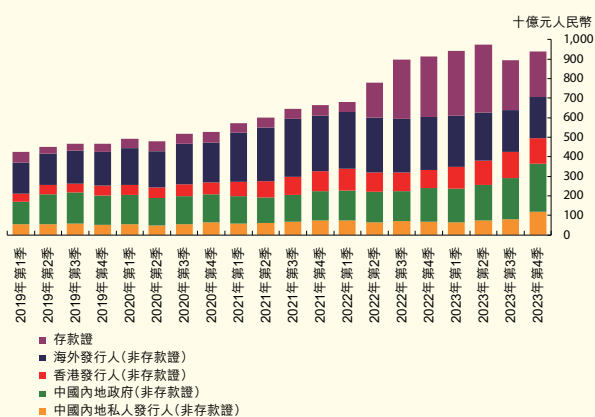
**圖4.18**  
在香港新發行的離岸人民幣債務證券



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。

隨著發行量增加，截至2023年12月底，非存款證離岸人民幣債務證券未償還額按年增加16.8%至7,063億元人民幣。相比之下，離岸人民幣存款證的未償還額按年減少24.6%至2,325億元人民幣，部分由於有一定數量的短期存款證在2023年間發行並在同年內到期。整體而言，在香港發行的離岸人民幣債務證券的未償還總額從2022年底的9,132億元人民幣增長2.8%至2023年底的9,388億元人民幣（圖4.19）。

圖4.19  
在香港發行的未償還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。

展望未來，本地債券市場的短期前景受多項因素推動，特別是主要發達經濟體的利率走勢。人民幣匯率的走勢及預期亦可能為香港的離岸人民幣債券市場活動增加不明朗因素。

於回顧期內，當局推出多項政策措施推動本港債市發展。例如，政府綠色債券計劃下的新一批零售綠色債

券於2023年10月10日發行。最新一批零售綠色債券發行繼續受到市民歡迎，最終發行額為200億港元，高於150億港元的目標發行額。

再者，政府在2024年2月7日宣布，在政府綠色債券計劃下成功發售以港元、人民幣、美元及歐元計價，總值約60億港元的數碼綠色債券。是次綠色債券發行是政府繼2023年2月發行首批代幣化綠色債券後再次發行數碼債券，吸引到廣泛類別的環球機構投資者認購，涵蓋金融機構及非金融機構企業，並在數個範疇取得新突破<sup>39</sup>。

香港國際機場零售債券亦在回顧期內成功發行。共50億港元的香港國際機場零售債券於2024年2月6日發行並在香港交易所掛牌，為日後其他大型公共建設項目在社會上進行融資提供了有用的參考。

香港按揭證券有限公司（按揭證券公司）亦在2024年2月29日公布在300億美元中期債券發行計劃下成功發行三筆合共120億港元的港元基準債券，包括80億港元2年期、30億港元5年期及10億港元10年期債券。是次發債是歷來在機構投資市場公開發行的最大筆港元高級無抵押債券，也是最大筆10年期港元公開發行債券。是次發行備受多樣化及高素質的本地和海外機構投資者歡迎，不但延長按揭證券公司的債券發行收益率曲線，更為其他公營機構和本地優質發債體定下一個穩固的基準。

<sup>39</sup> 包括：1) 透過現有市場基建擴大投資者的參與；2) 以數碼原生形式發行，以精簡發行程序；3) 引入標準化元素；及4) 將綠色債券披露融入數碼資產平台。

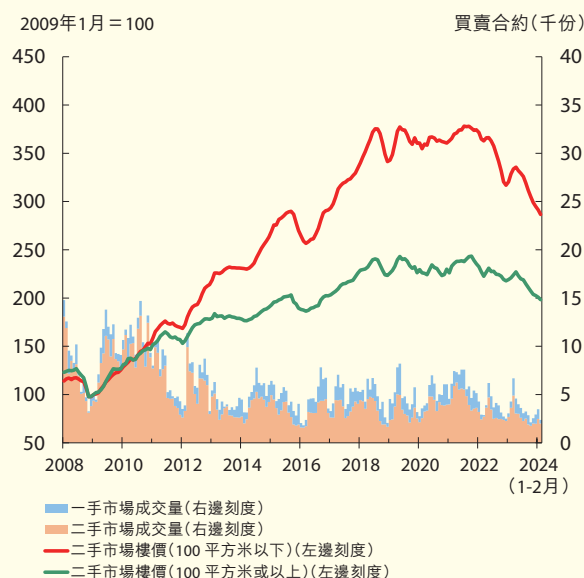
除了債券發行之外，國家發展和改革委員會與金管局於2023年10月18日在第三屆「一帶一路」國際合作高峰論壇上簽訂諒解備忘錄，同意加強交流與合作，充分發揮香港獨特的金融和專業服務優勢，助力中資企業跨境融資，包括在港發債。

## 4.5 物業市場

### 住宅物業市場

隨着金融狀況收緊及市場氣氛轉差，住宅物業市場在2023年下半年維持偏軟。二手市場參觀單位（俗稱睇樓）及交投活動淡靜，而發展商亦延遲推售新樓盤。因此，每月平均成交量在第3季下跌至3,058宗，並在第4季進一步縮減至2,535宗（圖4.20）。2023年全年合計，住宅物業的總成交量較2022年下跌4.5%至43,002宗，創下有紀錄以來的新低。二手樓價於2023年下半年持續回軟，抵銷了年內首四個月的升幅。整體而言，住宅物業價格按年下跌6.9%，其中大型單位（實用面積100平方米或以上）與中小型單位（實用面積小於100平方米）的價格跌幅相若（圖4.20）。踏入2024年，樓價在1月至2月期間進一步下跌2.9%，而每月平均成交量亦維持在2,926宗的低水平。

圖4.20  
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。

經審慎考慮整體情況後，政府於2023年10月宣布調整住宅物業需求管理措施，並相繼在2024年2月下旬撤銷有關措施。<sup>40</sup>與此同時，經仔細分析後，金管局亦認為在繼續維持銀行體系穩定及確保銀行按揭業務風險得到妥善管理的前提下，有空間修訂物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施，並適當調整其他房地產貸款相關的監管要求。<sup>41</sup>金管局會繼續密切留意

<sup>40</sup> 詳情請參閱2023年10月25日發表的《行政長官2023年施政報告》及2024年2月28日發表的《2024-2025年度財政預算案》。

<sup>41</sup> 相關修訂於2024年2月28日起生效並包括：(i) 上調自用住宅物業及非自用住宅物業的按揭成數上限；(ii) 暫停實施物業按揭貸款假設利率上升200基點的壓力測試要求；(iii) 將物業發展項目的最高融資比率回復至2017年以前的水平，整體物業發展項目的最高融資比率由物業完成後預期價值的五成調升至六成；以及(iv) 取消就銀行向提供高成數按揭地產發展商的額外資本要求。詳情請參閱金管局於2024年2月28日發出的《物業按揭貸款的審慎監管措施及其他相關監管要求》通告。

市場發展，並會因應物業市場的最新情況，推出合適措施保障銀行體系穩定。推出上述政策修訂後，樓市在3月出現回穩跡象，其中地產代理最新的數據顯示樓市氣氛有所改善，而成交易亦有所回升。<sup>42</sup>

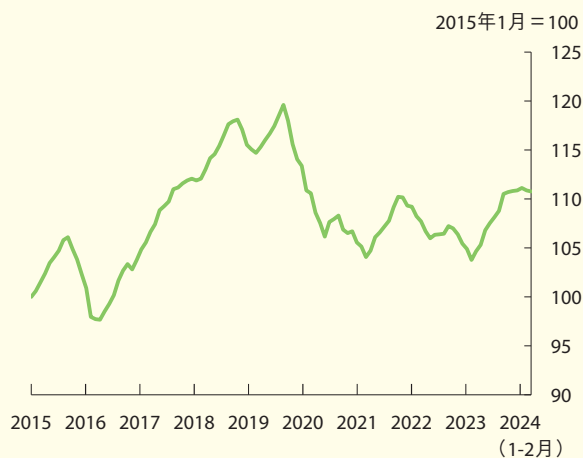
置業負擔能力在2023年下半年雖然有改善跡象，但仍然偏緊。隨着樓價下調和家庭收入增加，樓價與收入比率回落至14.2，與1997年的高位相若。同樣地，收入槓桿比率亦下降至72.5%，但仍遠高於其長期平均值（圖4.21）。<sup>43</sup>另一方面，房屋租金在2023年9月至2024年2月期間輕微上升0.2%（圖4.22）。同時，住宅租金收益率亦由2023年9月的2.7%微升至2024年1月的2.8%。

圖4.21  
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4.22  
住宅物業租金指數



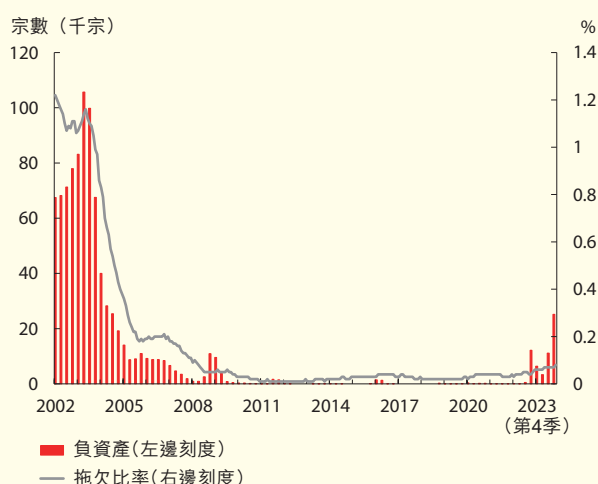
資料來源：差餉物業估價署。

<sup>42</sup> 中原經紀人指數(住宅售價)由2024年3月初起重上55點好淡分界區間之上，而美聯35屋苑成交量亦由1月至2月的每周平均45.1宗上升至3月首四周的122.5宗。

<sup>43</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，後者須符合金管局宏觀審慎監管措施設定的上限要求。

隨着樓價回軟，負資產住宅按揭貸款宗數由2023年9月底的11,123宗增加到2023年12月底的25,163宗（圖4.23）。這些個案涉及銀行職員的住屋按揭貸款或按揭保險計劃下的貸款，而這類貸款的按揭成數一般較高。值得指出的是，截至2023年12月底，這些按揭貸款的拖欠比率仍維持在0.03%的低位，比本港銀行業整體按揭貸款的拖欠比率0.08%更低，部分反映按揭保險計劃對申請人的還款能力有嚴謹要求，因此按揭貸款質素良好。展望未來，預期緊絀的勞工市場將支持家庭的按揭供款能力，從而抑制住宅按揭貸款拖欠比率的上升壓力。

圖 4.23  
住宅按揭貸款拖欠比率及負資產住宅按揭貸款



資料來源：金管局。

儘管樓價受壓，金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施有助抑制家庭槓桿水平以及加強銀行對按揭貸款的風險管理，從而提高家庭及銀行抵禦潛在的利率或樓市衝擊的能力。具體而言，新造住宅按揭成數於2024年1月約為59%，低於首次採取相關措施之前64%的水平。供款與入息比率亦維持在約40%。此外，超過一半的私人住宅物業於2023年底並無任何未償還按揭。因此，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。

住宅物業市場前景受到如前面幾章所述的眾多不明朗因素及風險所影響。一方面，按揭利率高企、積累的私人住宅供應<sup>44</sup>，以及外圍經濟前景不明朗等因素可能會繼續對樓市構成壓力。另一方面，撤銷住宅物業需求管理措施，加上市場預期美聯儲將於年內減息，以及政府多項招商引資和吸引人才的政策，或會為樓市提供支持。長遠而言，住宅市場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落成量仍會維持在高位，從而帶動市場供應量（圖4.24）。<sup>45</sup> 專題3初步分析氣候變化對本港樓價的影響。

<sup>44</sup> 房屋局的數據顯示，截至2023年年底，已落成但仍未售出的單位達20,000個，創下有紀錄以來的新高。

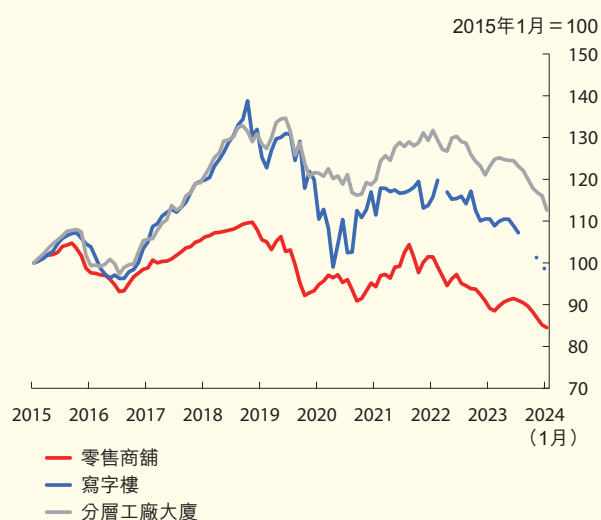
<sup>45</sup> 房屋局於2023年底估計，未來三至四年一手私人住宅單位總供應量將維持在109,000伙的高位。

**圖 4.24**  
私人住宅落成量



資料來源：差餉物業估價署及政府經濟顧問辦公室。

**圖 4.26**  
商用物業售價指數



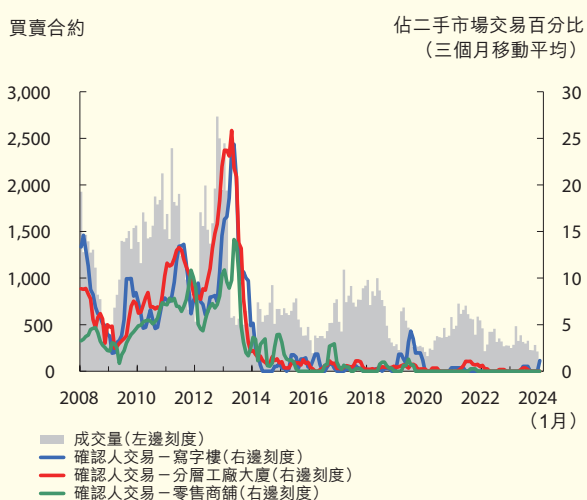
註：由於沒有充足的成交資料作分析，故未能編製2022年3月、2023年8至10月及12月的寫字樓售價指數。

資料來源：差餉物業估價署。

### 商用物業市場<sup>46</sup>

商用物業市場在2023年下半年仍然疲弱。每月平均成交量由2023年上半年的341宗減少至下半年的263宗，投機活動亦維持疏落(圖4.25)。與此同時，由於金融狀況偏緊，寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈的價格進一步回軟(圖4.26)。

**圖 4.25**  
商用物業成交量



資料來源：差餉物業估價署及中原地產代理有限公司。

各類商用物業在租賃市場的表現不一。零售物業租金在入境旅遊業及消費需求持續復甦的帶動下輕微回升。相反，在空置率高企<sup>47</sup>及充滿挑戰的外圍環境下，寫字樓的租金繼續受壓(圖4.27)。整體而言，各類商用物業的整體租金收益率在2024年1月微升至3.1%至3.4%。經仔細分析後，金管局亦調整了非住宅物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施，並於2024年2月28日起生效。<sup>48</sup>

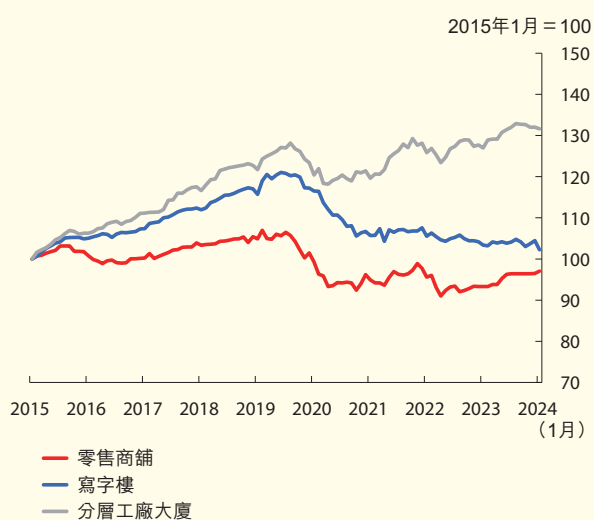
<sup>46</sup> 商用物業指寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈。

<sup>47</sup> 測量公司的數據顯示，甲級寫字樓空置率由2023年6月的12.6%上升至2023年12月的12.8%。

<sup>48</sup> 相關修訂包括：(i) 提高非住宅物業(包括寫字樓、商舖及工廈等)的按揭成數上限；以及(ii) 暫停實施物業按揭貸款假設利率上升200基點的壓力測試要求。詳情請參閱金管局於2024年2月28日發出的《物業按揭貸款審慎監管措施及其他相關監管要求》通告。



**圖 4.27**  
商用物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

商用物業市場的前景會因應物業的類別而異。零售商舖有望受惠於本地消費及入境旅遊業持續改善，儘管出境旅遊業的強勁復甦或會抵銷其部分作用。另一方面，近年遙距工作普及，加上空置率隨着近年落成量增加導致供應充足下維持高企，寫字樓的資本價值或會持續受壓。儘管如此，政府新推出的「新資本投資者入境計劃」<sup>49</sup>將商用物業納入獲許投資類別，可望為市場提供一定程度的支持。

<sup>49</sup> 根據該計劃，申請人須證明在提出申請前的兩年絕對實益擁有的不少於3,000萬港元的淨資產。申請人須投資最少3,000萬港元於獲許投資資產，包括投資最少2,700萬港元於獲許金融資產和商用物業，以及向新的「資本投資者入境計劃投資組合」投入300萬港元。

## 專題3 初步分析氣候變化對香港樓價的影響

### 引言

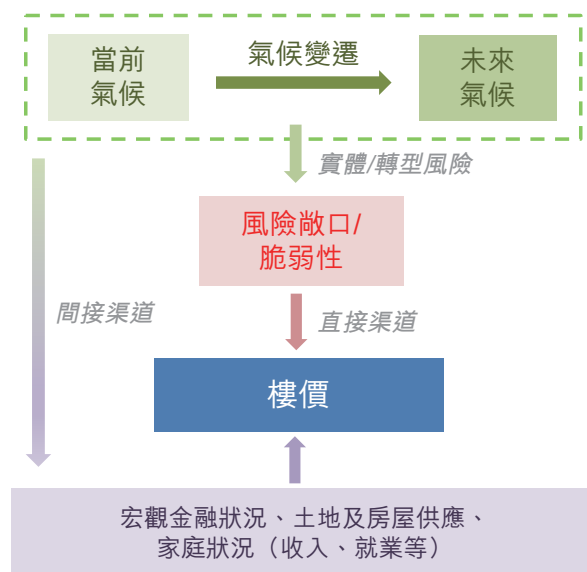
氣候變化及其衍生的極端天氣狀況可能會對包括物業交易及樓價在內的多項經濟活動造成影響，並透過改變按揭貸款抵押品的價值，從而影響銀行體系及金融穩定。有見及此，本專題初步分析氣候變化對香港樓價的影響，聚焦探討氣溫及颱風等實體風險(physical risks)<sup>51</sup>。本研究有助回應國際社會的呼籲，將氣候相關風險納入金融穩定監察範疇<sup>52</sup>。

### 主要傳遞渠道

概念上，如圖 B3.1 所示，氣候變化可以透過直接渠道及間接渠道影響樓價。與氣候相關的風險通常大致分為兩類：實體風險及轉型風險。實體風險可以來自愈趨頻繁及劇烈的極端氣候事件，例如水浸、風暴、颱風及極端氣溫（「當前氣候」），亦可以源自氣候模式的長遠變遷，例如海平面上升或由大氣中溫室氣體增加而導致的溫度上升（「未來氣候」）。另一方面，轉型風險是指在過渡到低碳經濟的過程中，由政策、規例或技術進步所帶來的風險<sup>53</sup>。

面對氣候變化，部分住宅物業會較容易受到某些氣候相關風險所影響。舉例而言，與內陸地區相比，沿岸地區的樓價可能會較容易受到颱風影響，面對的風險也較大。同樣地，位於低窪地區的房屋也較大機會受到暴雨及水浸的蹂躪。這些都是直接渠道的例子，並揭示出將物業的風險敞口(exposure)及脆弱性(vulnerability)納入氣候相關風險評估的重要性。除了直接渠道外，氣候變化亦可透過改變土地及房屋供應、就業及家庭收入，以及生產力等宏觀金融狀況來影響樓價(即間接渠道)。接下來，我們的實證研究將專注於直接渠道，並希望為未來更有系統地研究間接渠道奠定基礎。

圖 B3.1：  
主要傳遞渠道



註：已作簡化，僅供說明之用。

資料來源：國際貨幣基金組織(2020)及金管局職員製作的圖解。

<sup>51</sup> 詳情請參閱《初步分析氣候變化對香港樓價的影響》(英文版本)，金管局研究備忘錄，2023/05。

<sup>52</sup> 金管局近期委託外部顧問開發一個雲端平台，銀行只需輸入本港物業的地址，便可評估不同情境下，實體風險對物業造成的影響。這標誌着金管局成為全球首批為銀行業提供此類工具的銀行監管機構之一。

<sup>53</sup> 一個被廣泛引用的例子是，由於政府頒布的新法例限制化石燃料的使用，化石燃料可能會被摒棄，即出現貶值，變成「擱淺資產」(stranded assets)。

### 實證研究策略

我們採用宏觀方法，估算與香港有關的氣候變量及相關風險敞口對香港平均樓價的影響。首先，我們使用內部的住宅物業成交大數據<sup>54</sup>，計算各區的平均成交價格，以此作為實證方程式中的因變量。其次，在解釋變量方面，我們如表B3.A所示，蒐集了相關的氣候變量及風險敞口測量值，然後將氣候變量與風險敞口測量值相乘，生成一個交互項，並將其納入實證模型中。最後，我們整理出一個涵蓋2000年至2021年的均衡面板（年度）數據集。在估算過程中，我們的實證模型亦加入了地區固定效應（以控制一些不會隨時間轉變並且不可觀察的地區差異）及年份固定效應（以控制在特定年份影響所有地區的不可觀察因素）。

**表 B3.A**  
解釋變量

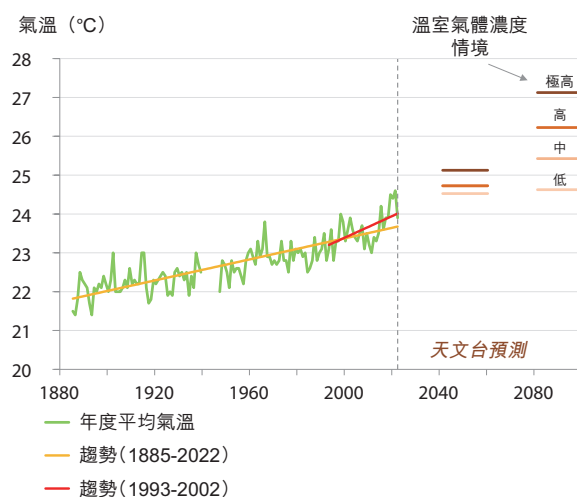
變量	解說
(i) 某區平均氣溫 × 該區成交住宅物業平均樓齡	較炎熱的氣候可能會導致水電需求及保養成本的增加（尤其是樓齡較大的樓宇或房屋），從而提高擁有住宅的持有成本或購買作出租物業的投資成本。
(ii) 特定年份強颱風的發生次數 × 某區沿岸風險點的數目	強颱風可能會引發暴雨、狂風、風暴潮、巨浪、海水倒灌及水浸等災害，或會對部分高風險沿岸地區的樓價造成不利影響。
(iii) 某區的降雨量 × 該區水浸規模及水浸黑點數目	降雨量增加可能會導致嚴重水浸及其他物業出現損毀，從而降低物業的舒適度價值。在部分地勢較低的內陸地區，特別是排水系統較差或排水能力不足的地區，更容易受此類風險所影響。

資料來源：金管局職員。

### 實證結果及預測

香港的氣候正逐漸變暖，而住宅物業亦逐漸老化。香港天文台收集的資料顯示，多年來香港的平均氣溫呈上升趨勢，而這一趨勢在最近數十年似乎有所加快（見圖B3.2）。根據香港天文台假設的不同溫室氣體濃度情境（「低」、「中」、「高」、「極高」），平均氣溫在2022年後可能會進一步上升，比如在2041年至2060年期間（以下簡稱為大約2050年）可能會升至超過攝氏24度。另一方面，我們的物業成交大數據顯示，本港成交物業的平均樓齡正逐漸增加，由2000年初的約14年增加至2021年的約26年。

**圖 B3.2**  
香港年度平均氣溫及其預測



資料來源：香港天文台及金管局職員估計數字。

<sup>54</sup> 詳情請參閱金管局2022年3月《貨幣與金融穩定情況半年度報告》中的「專題4：利用成交大數據監察香港非銀行機構提供的住宅按揭貸款」。

全球暖化會影響世界不同地區的房地產價格。我們的估算結果顯示，全球暖化長遠亦會影響香港樓價，但潛在影響較小。為方便理解我們的估算結果，我們採用天文台假設的「高」溫室氣體濃度情境，預計到大約2050年，平均氣溫將上升至超過攝氏24度，並進一步評估氣溫上升對樓價的長期影響。透過對未來住宅樓宇的平均樓齡作進一步假設，我們估算氣溫上升及樓宇老化會對香港平均樓價構成影響。然而，即使在樓宇進一步老化的情況下，這些影響可能每年不到1%。

隨着氣溫不斷上升，香港近年遭遇的颱風更為強烈，可能對高風險地區造成影響。我們的估算結果顯示，雖然強颱風（8號或以上風球，而不是較低級別的風球）出現頻率變密或會對樓價造成不利影響，尤其是一些高風險地區，但預計截至大約2050年為止其累計影響甚小。

最後，我們的宏觀研究結果顯示，降雨量增加及相關水浸過往對平均樓價的影響甚微。除了氣溫外，香港的年降雨量亦逐年攀升。天文台預測全球暖化將導致降雨量進一步增加，從而可能會導致內陸水浸的問題。我們採用政府渠務署識別的水浸黑點去衡量受影響的程度（即風險敞口）。事實上，根據渠務署的評估，水浸黑點的數目及其水浸規模在我們的樣本期內均有所減少。估算結果進一步揭示，即使在「極高」的溫室氣體濃度情境下，直至大約2050年，降雨量增加（並透過內陸水浸的災害）對樓價的累計影響仍然低於1%。這在一定程度上歸功於政府多年來實施的預防策略及改善措施（例如改善排水系統）。更重要的是，氣候相關風險的不利影響可以透過減少風險敞口予以緩解<sup>55</sup>。

必須指出的是，以上的估算結果並非對香港於大約2050年的實際樓價預測，部分原因是物業市場亦會受到其他供求因素所影響，而未來的紓緩措施（例如《香港氣候行動藍圖2050》）亦有可能減輕相關的潛在不利影響。

<sup>55</sup> 香港在2023年9月遭遇據稱是「500年一遇」的暴雨，令本港排水系統承受巨大壓力。我們可能需要更多的科學證據，才能決定是否需要修訂現有的氣候預測及風險敞口假設。然而，如果(i)未來年降雨量隨着極端暴雨更為頻密而甚至高於現時假設，或者(ii)相關風險敞口在現有排水系統的設計限制下被評估為更大，則降雨量對樓價的影響或會更為顯著。隨着未來數據的不斷累積，研究分析此場暴雨對樓價的影響將有助我們了解最新情況。

## 政策啟示及結語

總括而言，與世界上許多地方一樣，全球暖化及其他氣候變化或會對本港樓價產生影響，部分成因來自氣溫上升和物業老化，以及強颱風及相關災害的頻密發生。然而，這些氣候變化的影響並非永恆不變；它們取決於風險敞口，例如容易受影響的住宅覆蓋範圍等。更重要的是，我們可以採取措施減低風險敞口並減輕氣候變化對樓價的影響。展望未來，加快市區重建和推廣綠色環保及節能樓宇（即「節能綠建」），或有助減低炎熱氣候風險；而政府建議的大規模海岸防禦措施及防浪牆升級工程則可望在一定程度上緩解與颱風相關的風險。從更宏觀的角度來看，致力於實現碳中和，以及利用綠色及可持續金融作為激勵手段，都至關重要。

最後，有一點需要特別留意。由於香港天文台的部分氣候預測將隨時間而有所修訂，且未來可能會有更多的氣候變量或風險敞口數據可供參考，因此我們的研究結果僅應被視為對這一課題的初步分析。

## 參考文獻

國際貨幣基金組織（2020年），國際貨幣基金組織2020年4月《全球金融穩定報告》第五章「氣候變化：實體風險及股價」。

## 5. 銀行業表現

主要受惠於淨利息收入增加，零售銀行的盈利在2023年下半年較2022年同期有所增長。然而，部分反映借貸成本上升及全球增長前景低迷導致信貸需求疲弱的影響，銀行信貸總額於同年下半年略有下降。特定分類貸款比率在同一期間亦有所上升，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緩衝，香港銀行業仍保持穩健及具韌性。展望未來，本港銀行業仍將面對多項風險因素的挑戰，包括美國貨幣政策未來走勢、全球增長前景以及地緣政治緊張局勢等的不明朗因素。銀行在管理這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響時須保持警惕。

### 5.1 盈利及資本額

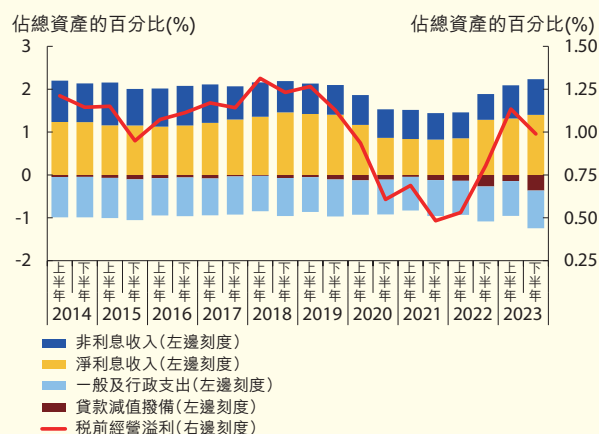
#### 盈利

在2023年下半年，零售銀行<sup>56</sup>整體稅前經營溢利較2022年同期進一步上升25.8%，而資產回報率亦由0.80%上升至0.99%（圖5.1）。盈利改善主要得益於淨利息收入及持有作交易的投資收入均有所增長，但部分升幅被貸款減值撥備增加所抵銷。

由於利率在2023年下半年維持在高位，零售銀行的淨息差由2022年下半年的1.59%進一步擴大至去年同期的1.73%（圖5.2）。

就2023年全年而言，零售銀行整體稅前經營溢利顯著增加62.1%，而資產回報率亦由2022年的0.67%上升至1.06%。

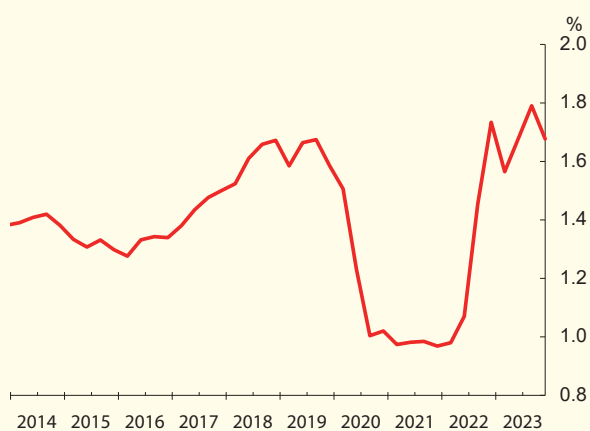
圖 5.1  
零售銀行盈利



註：按半年年率計數字。  
資料來源：金管局。

<sup>56</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。

**圖 5.2**  
零售銀行淨息差

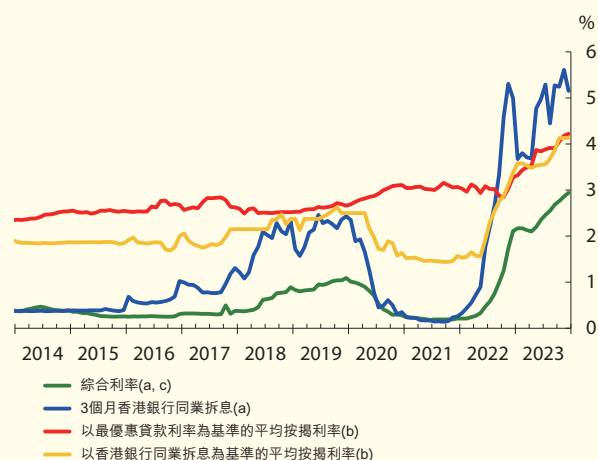


註：按季度年率計數字。  
資料來源：金管局。

港元利率於2023年下半年維持在高位。在銀行同業市場方面，3個月香港銀行同業拆息在下半年期間徘徊在5%區間左右，並於2023年底保持在5.15%的水平（圖5.3中的藍線）。

在零售層面，在香港銀行同業拆息維持高企的情況下，銀行積極推出高息定期存款爭取港元資金。隨着存戶持續將儲蓄存款轉換為定期存款，銀行的整體存款資金成本有所增加。鑑於批發和零售資金成本均有所上升，綜合利率（零售銀行港元資金平均成本的衡量指標）於2023年底上升至2.94%（圖5.3中的綠線）。

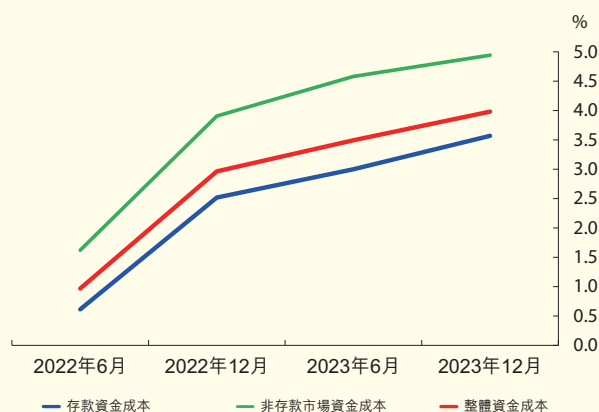
**圖 5.3**  
利率



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年下半年由3.49%上升至3.98%（圖5.4中的紅線）。

**圖 5.4**  
持牌銀行的港元及美元資金成本



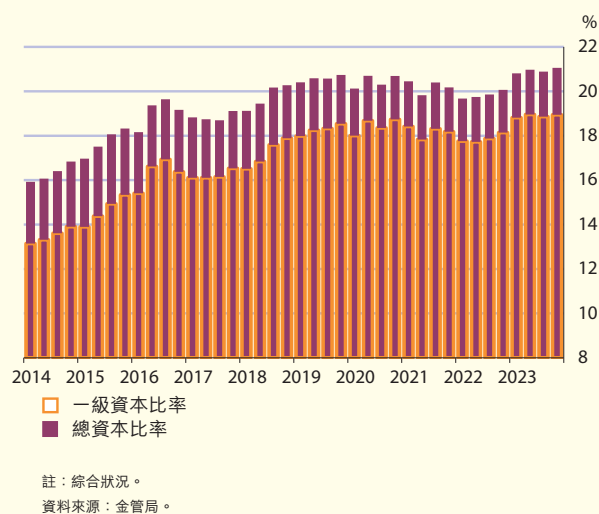
註：自2019年6月起，所有須遵守本地新的「銀行帳內的利率風險」架構的持牌銀行已根據新框架提交申報表，而獲豁免的持牌銀行則繼續根據現有的利率風險框架提交申報表。整體資金成本已按此兩類持牌銀行相關數字作加權平均值計算得出。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作直接比較。  
資料來源：金管局。

展望未來，美國貨幣政策未來走勢的不明朗因素可能會使香港銀行的盈利前景蒙上陰影。在「較長時間維持高息」的情境下，融資成本上升及信貸需求疲弱或會令貸款量及淨息差收縮，從而拖累銀行的淨利息收入。這情境亦可能削弱全球經濟前景，導致企業的盈利及償債能力下降，從而對銀行構成信貸損失，並可能進一步不利於銀行盈利。

### 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年底處於21.1%的高位（圖5.5），遠高於8%的國際最低標準。一級資本比率及普通股權一級（CET1）資本比率分別為18.9%及17.2%。此外，本地註冊認可機構的非風險為本槓桿比率<sup>57</sup>於2023年底錄得7.9%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



## 5.2 流動性及利率風險

### 流動性與資金來源

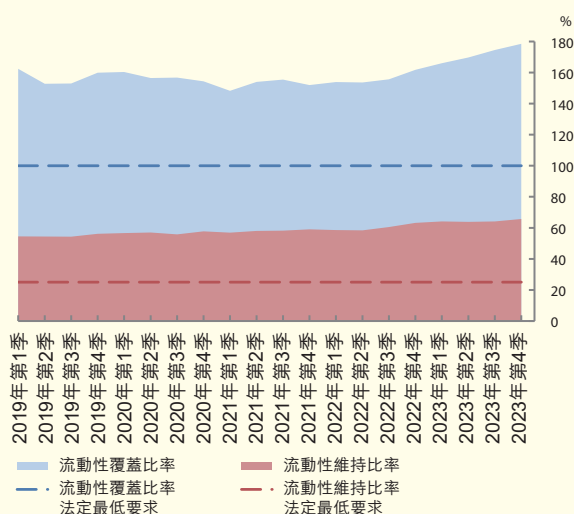
以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」<sup>58</sup>要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。2023年第4季，第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率分別為178.6%及65.7%（圖5.6），均遠高於100%及25%的相應法定最低要求。

<sup>57</sup> 《巴塞爾協定三》的非風險為本槓桿比率規定，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）。

<sup>58</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」。



**圖 5.6**  
流動性覆蓋比率及流動性維持比率



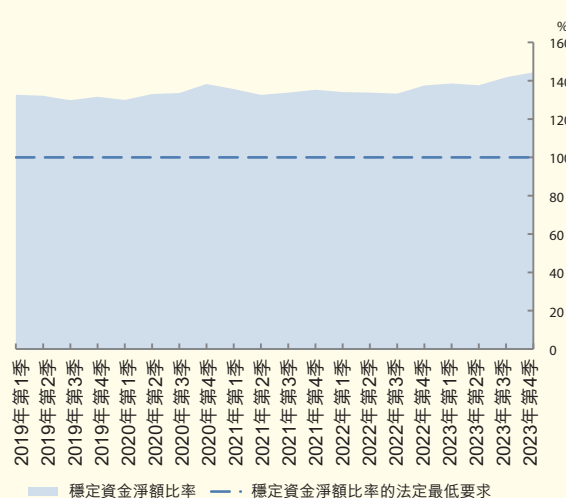
註：

1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。

資料來源：金管局。

認可機構的資金狀況維持穩定。第 1 類機構的平均穩定資金淨額比率於 2023 年第 4 季維持在 144.4% 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 169.4% 的高水平，亦高於 75% 的法定最低要求。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

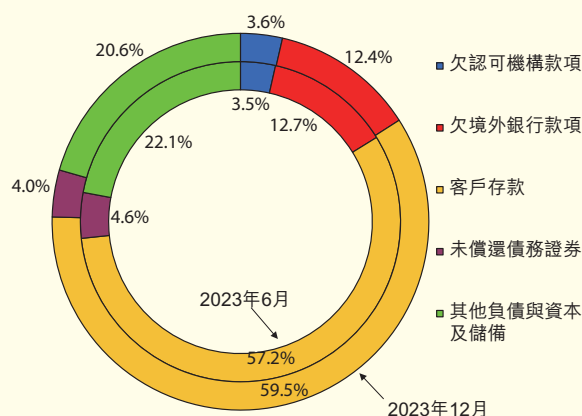


註：綜合狀況。

資料來源：金管局。

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<sup>59</sup>。在 2023 年年底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例由 6 個月前的 57.2% 上升至 59.5%（圖 5.8）。

**圖 5.8**  
所有認可機構的負債結構



註：

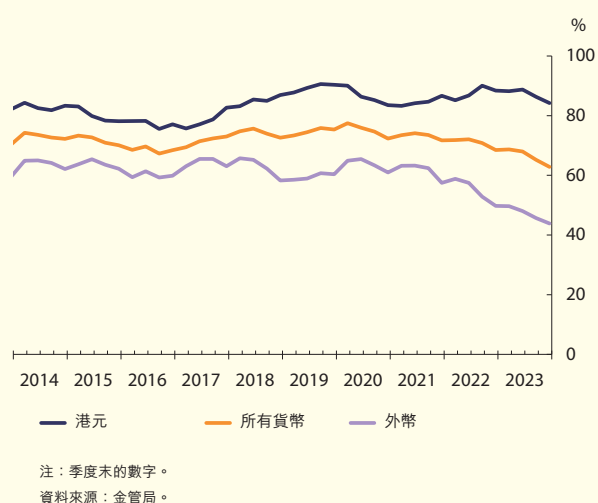
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。

資料來源：金管局。

<sup>59</sup> 此外，最近有關提高存款保障計劃保障額的優化措施應能進一步加強銀行體系的穩定資金架構。

所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由2023年6月底的68.0%下跌至2023年年底的62.8%（圖5.9）。該比率下跌的原因是信貸需求疲弱導致貸款總額有所減少，而同期存款總額則有所增加。截至2023年年底，港元及外幣貸存比率分別下跌至84.2%及43.9%，而六個月前分別為88.7%及48.0%。

**圖 5.9**  
所有認可機構的平均貸存比率



## 利率風險

本港銀行的利率風險承擔水平在2023年第4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>60</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12月底資本基礎總額的1.83%<sup>61</sup>。該影響程度相對溫和，表明香港銀行業具備良好條件抵禦利率上升衝擊。

## 5.3 信貸風險

### 概述

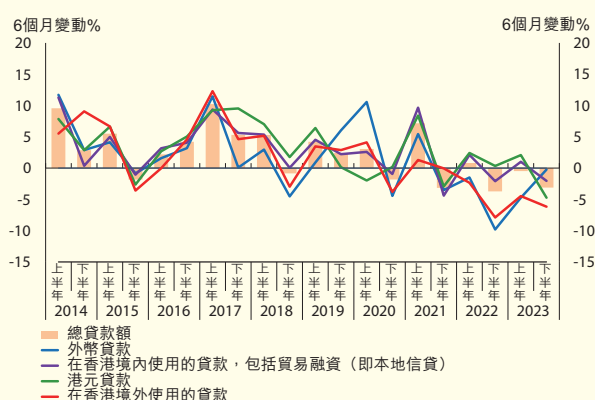
在借貸成本上升的背景下，銀行信貸需求在2023年下半年持續疲弱。部分反映信貸需求疲弱的影響，銀行業貸款總額經過在2022年錄得3.0%的跌幅後，於2023年再度下跌3.6%。

以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額在2023年下半年收縮3.1%（圖5.10），貸款總額下跌是由於本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款均有所減少。本地貸款經過在上半年增長1.0%後減少2.0%，而在香港境外使用的貸款在2023年上半年下跌4.5%後於下半年再減少6.2%。

<sup>60</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>61</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。

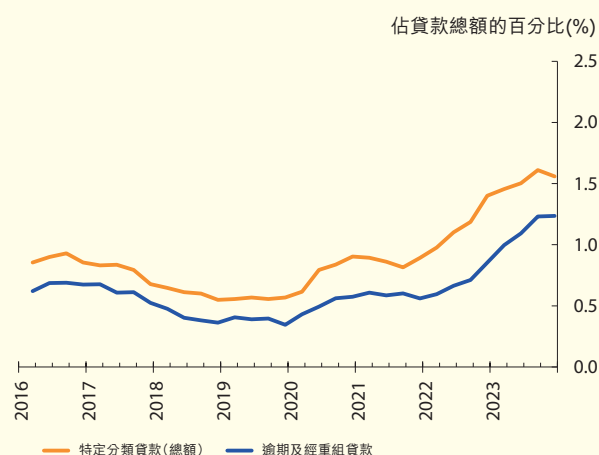
圖 5.10  
貸款增長



註：由2018年12月起，在香港／在香港境外使用的貸款的數字已作重列，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。

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。

在較高的借貸成本環境下，信貸需求於近期內很可能持續疲弱。根據金管局2023年12月的「信貸狀況展望意見調查」，約70%的受訪認可機構預期未來三個月的貸款需求將維持不變(表5.A)。

表 5.A  
預計未來三個月貸款需求

佔受訪機構總數的百分比(%)	2023年	2023年	2023年	2023年
	3月	6月	9月	12月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	37	20	20	17
保持平穩	53	57	57	70
略為下降	10	20	20	10
顯著下降	0	3	3	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於2023年下半年輕微轉差。所有認可機構的總特定分類貸款比率由2023年6月底的1.50%上升至2023年12月底的1.56%。同樣地，所有認可機構的逾期及經重組貸款比率亦由2023年6月底的1.09%上升至2023年12月底的1.24%(圖5.11)。儘管香港銀行業的總特定分類貸款比率輕微上升，但資產質素仍然維持在健康水平。

## 個人貸款<sup>62</sup>

家庭負債在2023年下半年增長0.5%，較2023年上半年2.2%及2022年下半年0.7%的增幅明顯放緩(表5.B)。鑑於住宅物業交易減少，2023年下半年住宅按揭貸款的增長率進一步減慢至0.8%。同期，私人貸款繼2023年上半年增長1.4%後，輕微收縮0.3%。

<sup>62</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12月底，個人貸款佔本地貸款的比例為36.4%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

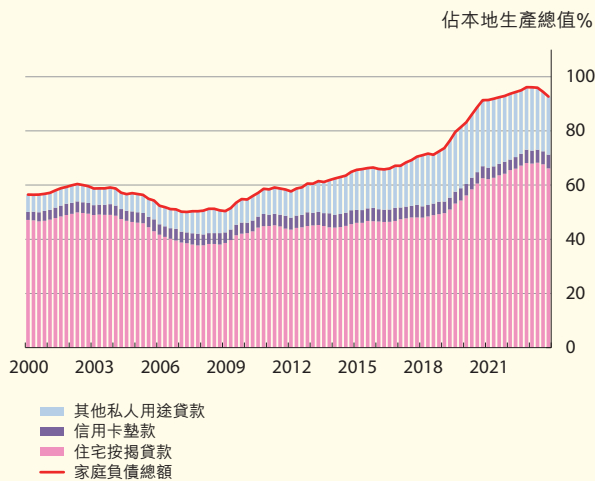
**表 5.B**  
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	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	下半年
住宅按揭貸款	3.5	4.7	4.0	5.7	2.1	1.9	2.6	0.8
私人貸款	-2.4	2.2	5.3	1.6	-2.5	-2.2	1.4	-0.3
其中：								
信用卡墊款	-9.0	0.0	-0.4	8.1	-5.3	14.4	0.2	10.5
其他私人用途貸款	-1.1	2.6	6.4	0.4	-2.0	-5.1	1.6	-2.6
個人貸款總額	1.5	3.9	4.4	4.4	0.7	0.7	2.2	0.5

資料來源：金管局。

家庭負債佔本地生產總值的比率由2023年上半年的95.9%下跌至2023年下半年的92.7% (圖 5.12)。在此期間，家庭負債佔本地生產總值的比率下降3.2個百分點，當中3.6個百分點的跌幅是由本港名義本地生產總值的增長所帶動，而家庭負債的增長一定程度上將該比率的跌幅抵銷0.4個百分點。

**圖 5.12**  
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



註：

1. 僅包括認可機構提供的借款。
2. 本地生產總值指按年率計本地生產總值，即連續四個季度本地生產總值的總和。
3. 由2018年12月起，家庭負債的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。

資料來源：金管局。

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程度的指標。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；及(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。

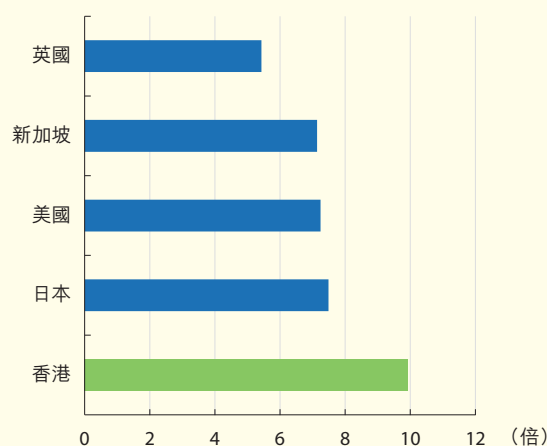
因此，若要全面及客觀評估家庭負債的風險，就需要參考其他不同的因素，包括實際的供款與入息比率及家庭的資產狀況。事實上，銀行新批按揭貸款的平均供款與入息比率一直處於健康水平，2024年1月的平均數字為40.2%。家庭資產淨值也維持在高位。2022年香港的家庭資產淨值對負債比率及家庭安全資產對負債比率分別處於9.9倍及2.9倍的高位 (圖 5.13及 5.14)，遠高於大多數其他發達經濟體，顯示香港整體的家庭財務狀況穩健，有強大緩衝抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

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2024年2月，金管局經考慮到近期市場狀況變化等一系列因素，修訂逆周期宏觀審慎監管措施及其他相關的監管要求，包括上調住宅物業以及非住宅物業的按揭成數上限，以及暫停實施物業按揭貸款的利率壓力測試要求<sup>63</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審慎的最高貸款與估值比率、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。

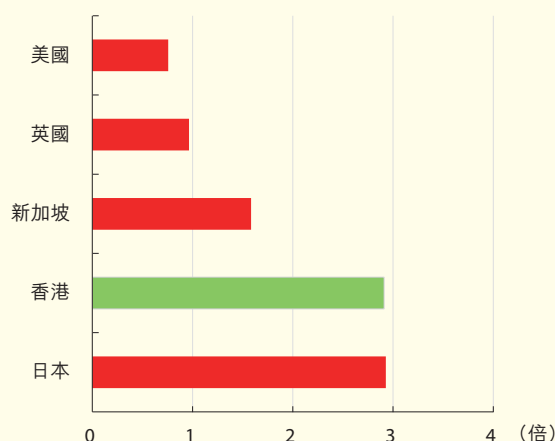
**圖 5.13**  
選定經濟體的家庭資產淨值對負債比率



註：新加坡的數字為截至2023年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2022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



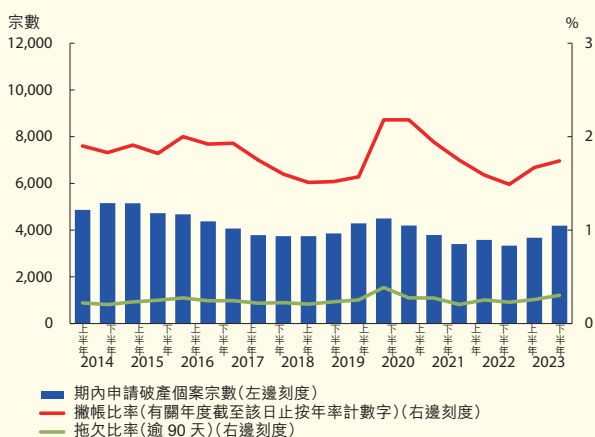
註：安全資產包括存款以及硬幣和紙幣（如有數據）。就香港而言，安全資產僅包括存款。新加坡的數字為截至2023年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2022年年底的數字。

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。

<sup>63</sup> 詳情請參閱於2024年2月28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/2024/02/20240228-3/>)。

就無抵押個人貸款方面，雖然相關的信貸風險在回顧期內稍微轉差，但仍然保持受控。2023年下半年的破產申請個案較半年前增加14.1%。按年率計的信用卡撇帳比率由2023年第2季的1.67%微升至2023年第4季的1.74%，而拖欠比率亦微升至2023年12月的0.30%（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

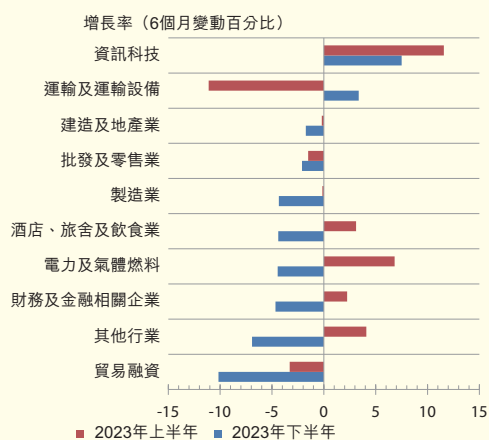


資料來源：破產管理署及金管局。

### 公司貸款<sup>64</sup>

本地公司貸款於2023年上半年錄得0.4%的輕微增長後，於2023年下半年收縮3.4%。可能在高息環境下信貸需求有所減少，大多數經濟行業的貸款均錄得跌幅（圖5.16）。

**圖 5.16**  
個別行業的本地企業貸款增長



資料來源：金管局。

中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，中小企貸款狀況繼續受到高利率環境影響。中小企對銀行貸款批核取態的觀感在2023年第4季有所轉差，認為貸款批核較困難的受訪者比例為31%（圖5.17），但仍然處於正常範圍。<sup>65</sup>

在已獲批貸款的受訪者中，有24%表示銀行的取態於2023年第4季有所收緊，低於前一季的34%（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。

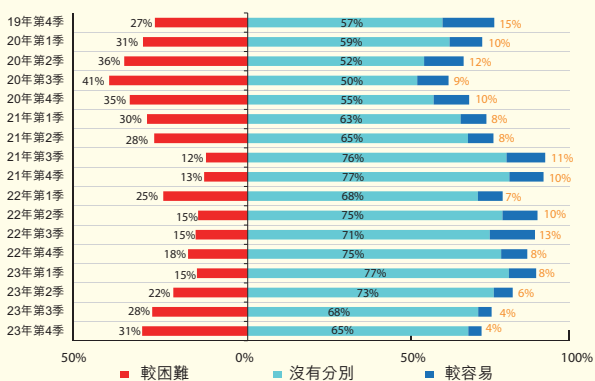
<sup>64</sup> 不包括銀行同業貸款。於2023年年底，公司貸款佔本地貸款的比例為63.6%。

<sup>65</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。

## 銀行業表現

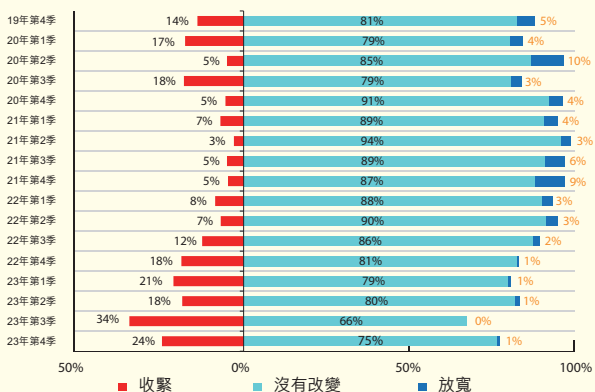
金管局鼓勵銀行在符合審慎風險管理原則下，以包容的態度處理面對資金周轉壓力的企業。於2023年12月，金管局向銀行發出通告，為在審慎風險管理和支持實體經濟活動之間取得平衡的貸款手法提供了指引。

**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。

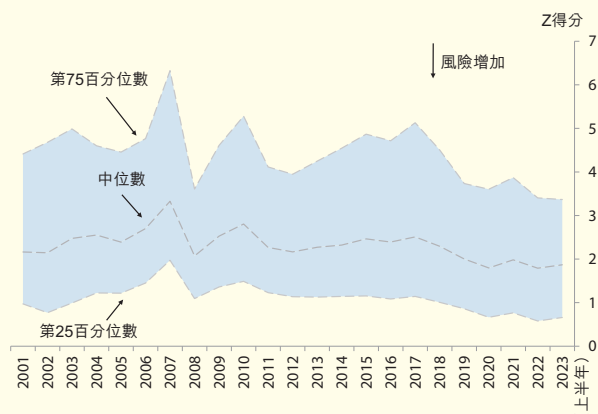
**圖 5.18**  
中小企表示銀行就已批出貸款取態的變動



註：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維持穩定。根據在香港上市的非金融類公司截至2023年上半年的會計數據顯示，Altman的Z得分（一項衡量非金融類公司違約風險的指標）普遍企穩（圖5.19）。

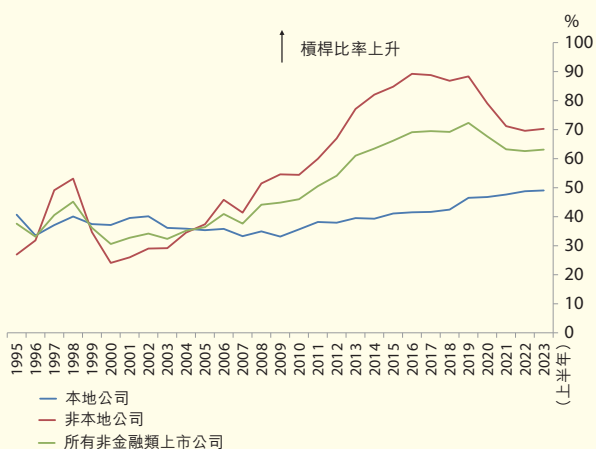
**圖 5.19**  
香港非金融類上市公司的Altman的Z得分



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2024年2月下旬止的資料計算。  
資料來源：金管局職員根據彭博彙編的估算值進行計算。

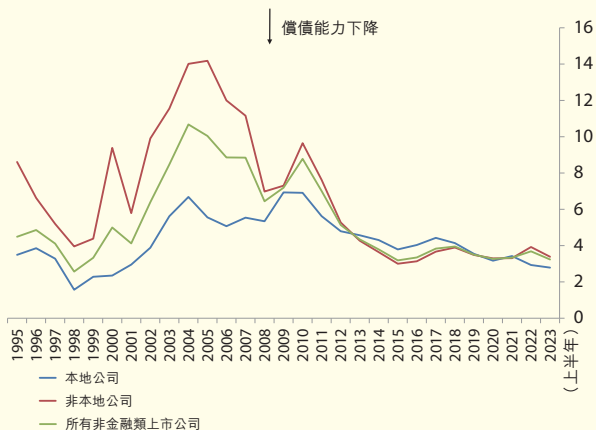
此外，香港上市非金融類公司的加權平均負債與股東權益比率（企業槓桿的常用計量指標）在2023年上半年大致維持穩定（圖5.20中的綠線），非本地公司的槓桿比率則小幅上升（圖5.20中的紅線）。與此同時，加權平均利息覆蓋比率反映上市非金融類公司的償債能力同期稍微減弱（圖5.21）。

**圖 5.20**  
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 2024 年 2 月下旬止的資料計算。  
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

**圖 5.21**  
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 2024 年 2 月下旬止的資料計算。  
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

鑑於香港銀行業的跨境貸款規模龐大（尤其是向亞太地區發放的貸款額），在當前的宏觀金融環境下，我們有需要審視區內公司的償債能力。專題 4 的研究結果顯示，雖然融資成本上升及經濟增長放緩對區內公司部門帶來信貸風險影響，但它們在疫情期間累積的額外流動資金緩衝能發揮關鍵的信貸風險緩解作用。這可能有助解釋為何區內公司違約情況迄今並未顯著攀升。

然而，有初步跡象顯示公司的流動資金緩衝已有所消耗。若高息及經濟增長疲弱的環境持續，區內可能有更多公司面臨還款困難的狀況。因此，銀行須保持警惕，審慎評估相關經濟環境發展對其公司貸款組合可能產生的負面效應。

### 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 2023 年 6 月底的 43,900 億港元（佔總資產的 14.4%）減少 3.7% 至 2023 年 12 月底的 42,260 億港元（佔總資產的 13.7%）（表 5.C）。其他非銀行類客戶風險承擔增加 6.7% 至 20,110 億港元（表 5.D）。所有認可機構<sup>66</sup>的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率由 2023 年 6 月底的 2.41% 升至 2023 年底的 2.58%。

<sup>66</sup> 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。



**表 5.C**  
內地相關貸款

十億港元	2023年 3月	2023年 6月	2023年 9月	2023年 12月
中國內地相關貸款	4,551	4,390	4,291	4,226
中國內地相關貸款 (不包括貿易融資)	4,247	4,108	4,025	3,978
貿易融資	303	281	266	247
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,605	1,573	1,516	1,490
本地註冊認可機構*	2,138	2,062	2,010	1,964
本地註冊認可機構設於中國 內地的銀行附屬公司	809	754	765	771
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,918	1,838	1,822	1,841
中國內地民營企業	1,375	1,336	1,300	1,256
非中國內地企業	1,258	1,216	1,169	1,128

註：

- \*包括在本地註冊認可機構的內地分行入賬的貸款。
- 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	2023年 3月	2023年 6月	2023年 9月	2023年 12月
可轉讓債務工具及其他資產 負債表內的風險承擔	1,432	1,389	1,409	1,468
資產負債表外的風險承擔	474	494	532	542
總計	1,906	1,884	1,941	2,011

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。

雖然內地當局推出刺激經濟措施以提振內需，但這些措施的全面效果可能需要一段時間才能顯現，而內地經濟短期表現可能面臨多項挑戰，當中包括國內房地產行業疲弱及全球地緣政治緊張局勢。因此，銀行在管理相關信貸風險時須保持警惕。

## 信貸風險宏觀壓力測試<sup>67</sup>

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受嚴重的宏觀經濟衝擊。表 5.E 使用截至 2023 年第 4 季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊<sup>68</sup>下，零售銀行於 2025 年第 4 季的模擬信貸虧損比率。

根據在受壓情況下的估算，在各種假定的宏觀經濟衝擊後兩年內，預期平均信貸虧損將處於溫和水平，介乎 1.02% (物業價格衝擊和利率衝擊) 至 1.46% (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 2.67% (利率衝擊) 至 3.65% (香港本地生產總值衝擊) 之間。

<sup>67</sup> 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。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據《貨幣與金融穩定情況半年度報告》(2023 年 9 月) 專題 4 中展示的一個經優化的框架計算得出。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

<sup>68</sup> 相關衝擊是參考過往觀察到的極端事件進行調校：例如，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。

**表 5.E**  
**模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值<sup>1</sup>**

情境	估計信貸虧損 (佔貸款組合的百分比)	
	平均值	於 99% 的置信 水平下的風險值
基準情境 <sup>2</sup>	0.75	1.99
受壓情境 <sup>3</sup>		
香港本地生產總值衝擊	1.46	3.65
物業價格衝擊	1.02	2.68
利率衝擊	1.02	2.67
中國內地國內生產總值衝擊	1.22	3.02

註：

- 有關評估將 2023 年第 4 季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅 (Monte Carlo) 模擬法得出各種情境下的信貸虧損分布。
- 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
- 受壓情境：
  - 香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值自 2024 年 1 季開始連續四個季度每季分別減少 3.2%、3.6%、9.3% 及 9.4%。
  - 物業價格衝擊：香港的實質物業價格自 2024 年第 1 季開始連續四個季度平均而言每季減少約 12%。
  - 利率衝擊：實質利率自 2024 年第 1 季起連續四個季度分別上升 0.1、0.9、1.8 及 3.2 個百分點。
  - 中國內地國內生產總值衝擊：實質國內生產總值按年平均增長率由 2024 年第 1 季起連續四個季度為 2%。

資料來源：金管局職員估計數字。

## 5.4 風險及穩健性

如前文所述，香港銀行業仍然保持穩健。儘管系統性風險維持受控，但若干下行風險因素未來可能對香港銀行業構成挑戰。

首先，美國政策利率未來走勢不明朗是其中一項主要風險因素。雖然市場普遍預期 2024 年內將會減息，但減息的時機及幅度仍然存在相當高的不確定性。這可能為銀行業在管理融資成本方面帶來挑戰。

銀行在信貸風險管理方面亦應保持警惕，並密切監察公司借款人的財務基礎可能受下行風險因素的影響。尤其是，主要發達經濟體可能出現「較長時間維持高息」情境，加上市場對內地經濟近期表現的憂慮，都可能對全球經濟前景產生影響。企業盈利或會因此下降，並需同時支付持續高昂的借款成本，使它們的償債能力受到考驗。

地緣政治局勢升級，包括在多個地區出現的軍事衝突，是另一個值得密切關注的重要風險因素。衝突一旦升級，將可能進一步加劇環球經濟的下行風險。

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 2024 年 2 月 20 日公布，適用於香港的 CCyB 比率為 1.0%<sup>69</sup>。

<sup>69</sup> 詳情請參閱於 2024 年 2 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/>)。

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標（表5.F），包括初始參考計算值（IRC）得出的「緩衝資本參考指引」。IRC是一項為計算CCyB比率提供參考的衡量標準，根據信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距而定出<sup>70</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IRC得出的指引性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>71</sup>。

就最新情況而言，基於2023年第3季數據計算的最新IRC，CCyB比率應為0%。根據作出決定時所有可得數據及將於2024年4月1日生效包含正值中性CCyB<sup>72</sup>在內的新IRC公式<sup>73</sup>作出的預測顯示，在取得2023年第4季所有相關數據後，IRC較大可能反映CCyB比率應為1%。

參考及一系列全面參考指標和在2024年2月作出決定時可取得的所有相關資料，定量指標顯示香港經濟過熱風險受控。考慮到將於今年過渡至1%正值中性CCyB的計劃，金融管理專員認為現階段適宜將CCyB比率維持在當前水平，並繼續密切觀察相關情況。

**表 5.F**  
香港適用的CCyB比率相關資訊

	23年7月13日	23年11月3日	24年2月20日
經發布CCyB比率	1.0%	1.0%	1.0%
生效日期	23年7月13日	23年11月3日	24年2月20日
緩衝資本參考指引	0.0%	0.0%	0.0%
巴塞爾共用參考指引	0.0%	0.0%	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	-4.8%	-10.3%	-19.1%
物業價格／租金差距	-6.7%	-10.7%	-17.2%
<b>主要壓力指標</b>			
3個月香港銀行同業拆息	0.49%	0.36%	0.48%
利率與無風險利率			
指標的息差（百分點）			
特定分類貸款比率季度	-0.06%	0.08%	0.14%
變動（百分點）			

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.G載列銀行業的主要表現指標。

<sup>70</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>71</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；以及各種宏觀經濟平衡的指標。

<sup>72</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/bcbs\\_n130.htm](https://www.bis.org/publ/bcbs_n130.htm)) (英文版)。

<sup>73</sup> 根據將於2024年4月1日生效的最新CCyB框架，IRC會取兩項組成項目的較高值，分別為i)根據信貸與本地生產總值差距及樓價與租金差距定出的綜合CCyB指引；及，ii)為CCyB設定下限的正值中性CCyB。

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

	12/2022	9/2023	12/2023
<b>利率</b>			
1個月香港銀行同業拆息 <sup>2</sup> (季度平均數)	3.67	4.86	5.19
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	4.75	5.03	5.34
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)	1.65	0.98	0.69
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)	0.58	0.82	0.54
綜合利率 <sup>4</sup>	2.11	2.68	2.94
<b>所有認可機構</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>5</sup></b>			
存款總額	+1.0	+2.1	+2.8
港元	+1.2	-0.1	+0.5
外幣	+0.9	+4.2	+4.8
貸款總額	-2.3	-2.2	-1.0
本地貸款 <sup>6</sup>	-1.3	-1.9	-0.1
在香港境外使用的貸款 <sup>7</sup>	-5.0	-2.8	-3.4
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	+9.2	-13.1	-2.5
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	+3.7	+1.3	+2.5
<b>資產質素</b>			
估貸款總額百分比 <sup>8</sup>			
合格貸款	96.58	96.49	96.41
需要關注貸款	2.02	1.90	2.03
特定分類貸款 <sup>9</sup> (總額)	1.40	1.61	1.56
特定分類貸款(淨額) <sup>10</sup>	0.81	0.87	0.83
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.85	1.23	1.24
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額) <sup>11</sup>	2.26	2.68	2.58
<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)	161.8	174.5	178.6
流動性維持比率—適用於第2類機構(季度平均數)	63.2	64.1	65.7
穩定資金淨額比率—適用於第1類機構	137.5	141.8	144.4
核心資金比率—適用於第2A類機構	155.7	159.2	169.4
<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)	0.20	0.20	0.26
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	1.31	1.68	1.68
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	48.0	38.4	38.8
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.06	0.07	0.08
信用卡貸款			
拖欠比率	0.23	0.28	0.30
撤帳率—按季年率計	1.50	1.88	1.98
—有關年度截至該月止以年率計	1.49	1.72	1.74
<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	16.2	17.1	17.2
一級資本比率	18.1	18.9	18.9
總資本比率	20.1	20.9	21.1
槓桿比率	7.9	7.9	7.9

註：

- 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
- 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

### 評估亞太地區公司部門的流動資金緩衝對其債務脆弱性狀況的緩解作用

#### 引言<sup>74</sup>

公司部門債務脆弱性狀況長期以來被視為影響亞太地區金融穩定的其中一項重要風險因素。鑑於疫情後區內公司負債率有進一步攀升的跡象，目前的高息環境及全球經濟增長放緩的狀況已引發市場憂慮區內公司的償債能力。信貸風險一旦有所上升，這可能會對銀行公司貸款的資產質素造成不利影響。

為了更深入理解當前宏觀金融環境下亞太地區的公司部門的債務脆弱性狀況，評估公司的財務基礎及其相關風險尤其重要。值得注意的是，有觀察證據顯示，部分亞太地區的公司在疫情期間累積了更充裕的流動資金緩衝，這可能有助於它們在當前環境下緩解來自利息支出上升的不利影響。這或有助於解釋為何區內公司違約情況迄今並未顯著攀升。有其他研究亦顯示，公司的流動資金持有量在經濟衰退時期可發揮關鍵的作用，有助支援公司的營運及投資決策活動。

在此背景下，透過利用亞太地區非金融類上市公司的會計數據，本專題將分析流動資金緩衝在緩解公司債務脆弱性方面的影響。<sup>75</sup> 首先，我們通過應用面板迴歸模型分析在新冠病毒疫情期間公司財務會計數據的變化，從而提供有關流動資金緩衝對公司營運表現及投資活動產生影響的證據。其後，我們進行情境分析，以展示更充裕的流動資金緩衝在多大程度上有助緩解亞太地區公司部門的信貸風險狀況。

#### 亞太地區公司部門債務與流動資金持有量的近期發展

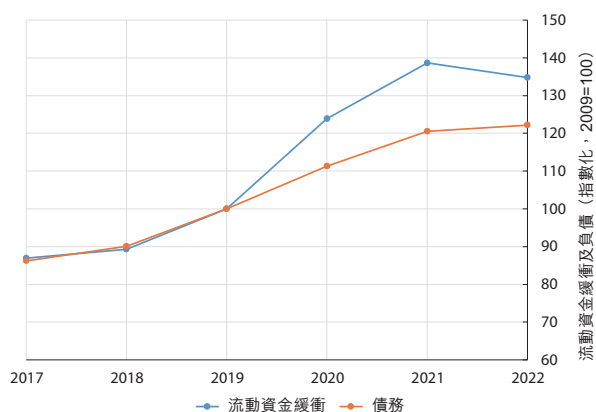
我們的分析樣本涵蓋了約 14,000 間在亞太地區的非金融類上市公司。我們在以下首先回顧公司部門自疫情爆發以來債務和流動資金持有量的近期趨勢。

如圖 B4.1 所示，自 2020 年以來，部分受到寬鬆的貨幣政策及有關當局在疫情期間推出前所未見的支援措施所推動，樣本中的公司部門債務額有顯著增長。然而，隨着公司債務的增加，公司部門的流動資金持有量亦有同步增長（圖 B4.1 中的藍線）。這可能反映，在融資條件維持寬鬆的背景下，公司因為經濟不明朗因素加劇而累積更多的流動資金緩衝。此外，部分公司亦可能加強流動資金管理策略以保留更多的流動資金緩衝，例如減少派息、縮減投資規模以及重新規劃資金流量狀況等措施。

<sup>74</sup> 詳情請參閱 Ho et al.(2023)：「Corporate Sector Vulnerability and the Role of Cash Holdings during and after the COVID-19 Crisis:Evidence from Non-financial Corporates Listed in Asia-Pacific」，香港貨幣及金融研究中心工作論文，No.16/2023 (英文版)。

<sup>75</sup> 亞太地區經濟體包括澳洲、中國內地、香港及澳門（特別行政區）、印尼、馬來西亞、新西蘭、新加坡、南韓、泰國、越南。公司的會計數據來自 S&P Capital IQ。

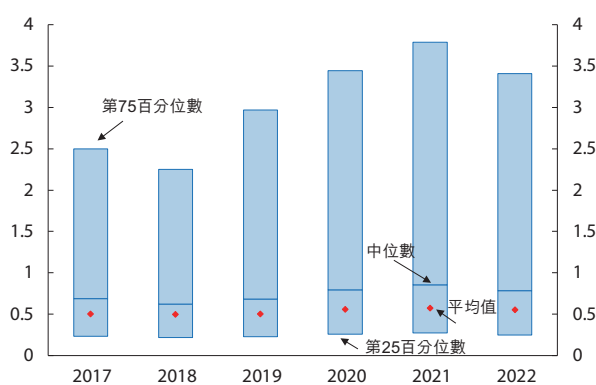
**圖 B4.1 :**  
亞太地區上市公司部門債務及流動資金持有量增長情況



資料來源：金管局職員根據 S&P Capital IQ 數據作出的估算數字。

由於流動資金持有量的增長速度超過債務的增長速度，亞太地區公司的流動資金對債務比率自 2019 年以來普遍出現顯著上升（圖 B4.2）。雖然流動資金佔資產比率在 2022 年略有下降，但仍然明顯高於 2019 年疫情爆發前的水平。

**圖 B4.2 :**  
亞太地區上市公司的流動資金對債務比率



資料來源：金管局職員根據 S&P Capital IQ 數據作出的估算數字。

## 流動資金緩衝對公司債務脆弱性影響的實證分析

### i 基於面板迴歸模型的公司層面分析

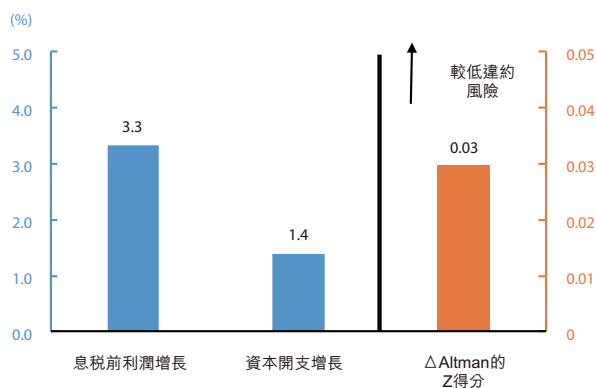
如前所述，持有較充裕流動資金的公司（稱為「高流動資金公司」）在面對資金流衝擊時，應具備較強的緩衝能力。因此，相較於其他公司，這些高流動資金公司在受壓期間的營運表現可能較佳。為驗證這一假設，我們對 2020 年至 2022 年期間的公司樣本應用以下面板迴歸模型：

$$Y_{i,j,c,t} = \alpha_0 + \beta_1 HighCash_{i,j,c} + \text{控制變量} + \text{固定效應} + \text{誤差}$$

$Y_{i,j,c,t}$  表示在  $t$  時期，位於  $C$  經濟體內  $j$  行業的  $i$  公司的選定財務表現指標，其中包括息稅前利潤 (EBIT) 和資本開支 (CAPEX) 的每年增長率。為評估對公司違約風險的影響，因變量亦包括公司的 Altman 的 Z 得分（衡量公司違約風險的一項會計指標）。 $HighCash_{i,j,c}$  是虛擬變量，當某公司在 2020 年底的現金佔資產比率高於其所屬行業所有公司的中位數時，該變量的取值為 1。此模型亦加入了公司層面及宏觀層面的不同控制變量，和不同的固定效應虛擬變量，從而控制不同公司以及經濟體之間的差異性影響<sup>76</sup>。估算係數  $\beta_1$  能夠展示在疫情期間，高流動資金公司相較於其他公司在選定財務表現指標上的差異。圖 B4.3 呈列有關估算結果。

<sup>76</sup> 公司層面的控制變量包括：公司規模（以公司資產總值的對數值衡量）；槓桿（以負債與股東權益比率衡量）、償債能力（以利息覆蓋率衡量）、固定資產比率（以物業、廠房及設備在資產總額中所佔比例衡量）。所有公司層面的控制變量均採用一年滯後期。宏觀經濟控制變量則包括公司所在地區的實質本地生產總值增長率。我們亦將牛津大學構建的各個地區的抗疫政策指數納入分析，以考慮亞太地區各經濟體因實施不同防疫限制措施所帶來的差異。最後，我們的模型亦有加入行業、地區、年份等層面的固定效應變量。

**圖 B4.3：**  
疫情期間高流動資金公司與其他公司在選定財務表現  
指標方面的估算差異



資料來源：金管局職員估算數字。

整體而言，估算結果符合我們的推測。研究的主要發現撮要如下：

1. 在疫情期間，高流動資金公司的息稅前利潤增長率相對較其他公司為高，兩者差距達3.3個百分點。這項發現與經濟學常識相符：擁有更高流動資金緩衝的公司在面對營商環境改變時，能夠提升其財務靈活性，從而更能有效調整業務營運。鑑於疫情期間的營商環境相當不明朗，公司的流動資金緩衝在這一時期的重要性尤為顯著。
2. 研究亦發現，高流動資金公司的資本開支增長率亦高於其他公司，顯示這些公司在疫情期間的投資活動所受衝擊相對較小。這是由於，在經濟下行期間，公司額外的流動資金緩衝亦能為其投資活動提供更高的財務靈活性（例如在出現良好投資機會時便能迅速部署資金）。基於這些相對較大的資本投資，亦有望為這些公司未來增長提供更多動力。

3. 重要的是，由於高流動資金公司的財務表現相對較佳，估算結果亦發現這些公司在疫情期間的違約風險明顯較其他公司為低。

#### ii 情境分析下的風險負債影響

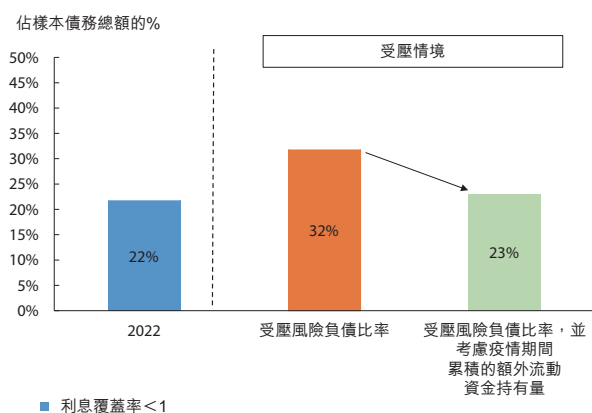
本部分將探討流動資金緩衝對整個亞太地區公司部門信貸風險的緩解效應。我們透過情境分析，闡明公司在疫情期間累積的額外流動資金緩衝，在多大程度上有助減低在利率及盈利雙重衝擊下亞太地區公司部門的信貸風險。

為衡量公司部門的信貸風險，我們採用風險負債 (DaR) 比率指標。風險負債比率是指利息覆蓋率 (ICR) 低於 1 (即公司息稅前利潤低於利息支出) 的公司的債務金額，佔所有公司債務總額的比率。當風險負債比率較高時，這可能反映公司部門信貸風險水平較高。

我們參照國際貨幣基金組織《全球金融穩定報告 (2023)》中的假設，設定一個受壓情境。具體而言，我們假設公司的實質利率將顯著上升約 200 個點子，同時假設公司息稅前利潤將下降 20%。相關的利率及盈利衝擊將應用於樣本公司最近期報告的會計數據上<sup>77</sup>。

<sup>77</sup> 我們所設定的利率及盈利衝擊幅度，與國際貨幣基金組織《全球金融穩定報告》(2023 年 4 月) 中進行的類似情境分析大致相同。根據國際貨幣基金組織 (2023)，有關衝擊的幅度是通過調校方法以大致匹配過去經濟衰退期間情況 (包括通脹型衰退及全球金融危機) 而設定的。

**圖 B4.4**  
亞太地區公司部門的風險負債比率



資料來源：金管局職員根據 S&P Capital IQ 數據作出的估算數字。

圖 B4.4 顯示 2022 年底（即衝擊發生前）亞太地區公司部門的風險負債比率，以及在受壓情境下，分別考慮及不考慮公司額外流動資金緩衝的緩解作用時的受壓風險債務比率。結果顯示，當我們在計算時不考慮公司的流動資金緩衝的緩解作用（即圖中的橙色柱），受壓風險債務比率將由 2022 年底的 22% 大幅上升至 32%。

然而，如果我們在計算時考慮到累積的額外流動資金緩衝的緩解作用，相關信貸風險的影響幅度將顯著減少。如圖 B4.4 中的綠色柱所示，假設在受壓情況下，利息覆蓋率低於 1 的公司會利用其在疫情期間累積的額外流動資金緩衝於支付利息，受壓風險債務比率水平則會大幅下降至 23%（接近衝擊前的水平）。這表明公司流動資金緩衝在緩解公司部門信貸風險方面發揮重要作用。

### 結語

本專題顯示，亞太地區公司部門在疫情期間累積的額外流動資金緩衝，在緩解因融資成本上升及經濟增長放緩所帶來的信貸風險影響方面，可以發揮重要作用。然而，有初步跡象顯示公司的流動資金緩衝已有所消耗。若高息及經濟增長疲弱的環境持續，區內可能有更多公司面臨還款困難的狀況。因此，銀行須保持警惕，繼續密切關注並認真評估高息環境持續及全球經濟增長疲弱對其公司貸款組合產生的負面影響。



---

# 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

由弱方及強方兌換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)