



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

2026年3月

本報告分析2025年8月底至2026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

2026年3月

目錄

1. 總結及概述	3
2. 全球環境及展望	7
2.1 外圍環境	7
2.2 中國內地	9
3. 本港經濟	19
3.1 實體經濟活動	19
3.2 勞工市場狀況	21
3.3 通脹	21
4. 貨幣及金融狀況	26
4.1 匯率及資金流	26
4.2 貨幣環境及利率	27
4.3 股市	31
4.4 債券市場	33
4.5 物業市場	36
5. 銀行業表現	40
5.1 盈利	40
5.2 資本及流動性狀況	41
5.3 信貸風險	42
5.4 風險及穩健性	48
專題1 企業營運靈活性對經濟政策不確定性的緩衝作用： 全球實證及政策啟示	13
專題2 評估主權債券市場中對沖基金與主要經紀商的關聯： 基於商業數據的實證分析	16
專題3 探究香港青年勞動人口參與率的演變	22
專題4 商業數據通對香港中小企業信貸投放的成效評估	52

詞彙

1. 總結及概述

在回顧期內，全球經濟展現韌性，主要受人工智能熱潮加速發展，以及科技產品需求持續（尤其在亞太區）所帶動。然而，家庭及行業層面的復甦均呈現明顯的「K型」發展。展望未來，2026年經濟前景仍未明朗。美國及全球經濟預期可繼續受惠於科技創新帶來的結構性順風，惟人工智能熱潮亦引致新的風險，包括相關股票估值偏高，以及對巨額資本支出可持續性的關注。除此之外，地緣政治爭端、不斷演變的貿易政策，以及主要先進經濟體的財政可持續性挑戰，均為前景增添不確定性。

香港的外匯及貨幣市場交易繼續暢順有序。本港股市於2025年創下八年來最佳年度表現，反映投資者信心改善。在關鍵政策措施推出及多項債券發行里程碑帶動下，本港債券市場得以擴張。受市場氣氛好轉、交投活動暢旺及樓價進一步回穩所支持，住宅物業市場繼續復甦。相比之下，商用物業市場仍然受壓。銀行貸款在2025年錄得正增長，扭轉前一年的跌勢。銀行業整體資產質素風險維持可控，及銀行撥備足以應對潛在風險。

2025年美國經濟增長展現韌性，惟在人工智能熱潮下，家庭及企業層面呈「K型」發展。展望未來，美國經濟料將繼續受惠於科技創新帶來的結構性順風。然而，中東的軍事衝突令美國的通脹前景及利率路徑蒙上陰霾。與此同時，美國貿易政策仍存在不確定性，當局持續暗示將開徵關稅，以達致地緣經濟目的。

儘管全球經濟表現保持穩定，但經濟前景呈雙向發展。上行方面，人工智能熱潮繼續為帶動全球貿易及金融市場提供動力。下行方面，多項風險持續，包括貿易政策確定性、人工智能熱潮的可持續性、地緣政治局勢演變，以及主要先進經濟體的財政可持續性面對挑戰。對企業而言，上述不確定性會對其財務表現構成壓力，然而專題1則指出，營運靈活度可減輕相關的負面影響。

亞太地區經濟體於2025年在穩健增長及金融市場暢旺下以強勁表現作結。主要受惠於出口多元化、多個經濟體同步實施貨幣寬鬆政策，以及人工智能熱潮帶動區內科技產品需求激增。然而，中東的軍事衝突加劇了區內通脹上升和經濟增長放緩的風險。同時，區內仍面臨潛在衝擊，尤其是人工智能熱潮的可持續性存疑、美國及全球貿易政策的不明朗因素持續，以及地緣政治局勢不斷演變。

中國內地方面，2025年下半年實質國內生產總值按年增長率放緩。其中，內需溫和增長，但貨物出口維持韌性。2025年全年合計，經濟擴張5.0%，達到官方增長目標。2026年是第十五個五年規劃的開局之年，「十五五」強調建設現代化產業體系、科技自立自強、發展新質生產力以及擴大內需（尤其是消費）。2026年經濟前景審慎樂觀。外圍阻力及國內結構性挑戰持續，尤其是房地產行業及消費者信心疲弱，繼續對經濟表現構成壓力，但技術創新、產業升級和持續政策支持有望促進經濟穩定增長。

在本地需求持續復甦及出口強勁增長的支持下，香港經濟在2025年下半年穩步增長。展望未來，預期經濟將溫和增長，在人工智能熱潮的推動下，高科技產品需求殷切，可望帶動貨物出口維持強勁。本地需求方面，營商氣氛的改善預計有助於提振私營部門的投資。然而，勞工市場仍然疲軟，勞動人口參與率有所下行。如專題3所述，這一趨勢不僅受人口老化影響，亦與青年教育程度提高有關。整體而言，香港經

濟前景仍受外圍不明朗因素影響，尤其是與持續的地緣政治爭端、人工智能熱潮的可持續性、不斷演變的全球貿易政策以及美國政策利率的走向相關的因素。

港元外匯及貨幣市場交易繼續暢順有序。港元最初處於兌換保證範圍的強方，在接近期末時轉向兌換保證範圍的弱方，其變動主要受港元銀行同業拆息及股票相關需求影響。

在聯繫匯率制度下，香港銀行同業拆息整體跟隨美元利率，同時短期利率亦受本地港元資金供求情況影響。2025年9月，短期香港銀行同業拆息上升，部分反映季末的企業資金需求，其後在10月及11月隨股票相關需求減少而有所回落。受季節性因素影響，短期香港銀行同業拆息於2025年底再度走強，其後於2026年初隨季節性流動資金壓力舒緩而回軟。

展望未來，地緣政治風險升溫與中東的軍事衝突，加上美國貿易政策及人工智能熱潮可持續性的不確定性增加，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應對資金流波動。

環球股市於回顧期內錄得升幅，然而由於市場對人工智能相關企業估值偏高的擔憂，以及地緣政治緊張局勢加劇，股市波動性加劇。香港股市於2025年創下八年來最佳年度表現。然而，受外圍環境的不明朗因素影響，香港股市於回顧期內波動性增加。儘管面對

阻力，恒生指數由2025年8月底至2026年2月底仍錄得6.2%的升幅。進入2026年3月，中東地區的軍事衝突導致包括香港市場在內的全球股市波動加劇。

展望未來，環球市場氣氛將取決於貿易政策發展、地緣政治風險以及美國利率走勢。中東地區可能持續的軍事衝突或將打擊投資者信心，並增加油價波動性，從而令美國通脹前景和美國利率路徑蒙上陰霾。市場對人工智能相關企業估值及其巨額資本投資可持續性的擔憂，或會加劇環球股市波動。在不明朗因素增加的情況下，投資者尋求分散投資，促使全球資金流向出現變化，亦可能加劇市場波動。與非銀行金融機構（尤其是私人信貸）相關的風險值得特別關注。如專題2所述，對沖基金與主要經紀商之間深厚的跨境關聯，可能在市場受壓期間加劇風險傳播。此外，市場對人民幣匯率的預期可能會對香港股市走勢產生重要影響。

港元債務證券發行金額於2025年按年上升16.6%，主要由香港以外的發行人帶動。在香港發行的離岸人民幣債務證券於年內亦見擴張。展望未來，港元債務證券發行的強勁勢頭預期將會於短期內持續，而市場深度改善則可能在長遠提升發行人及投資者的需求。離岸人民幣債務證券發行將受美元及人民幣利率走勢影響，而環球投資者對分散投資的需求日益增長，預期將支持香港離岸人民幣債市的長遠發展。在回顧期內，當局推出多項政策措施推動本港債市發展。多項

債券發行里程碑順利達成，鞏固了香港作為全球可持續金融先行者、亞洲領先的國際債券發行中心和首要的離岸人民幣業務中心的地位。

受惠於樓市氣氛好轉、交投暢旺及樓價進一步回穩，住宅物業市場繼續復甦。短期而言，樓市仍受多項不明朗因素影響，但政府持續致力吸引人才、投資者及留學生，預計將為住宅需求繼續提供支持。同時，商用物業市場仍然面對挑戰，但甲級寫字樓已開始出現改善跡象。

零售銀行整體稅前經營溢利在2025年下半年增長1.4%，主要由淨利息收入、收費和佣金收入增加帶動。然而，部分升幅被外匯和衍生工具業務收入下降所抵銷。認可機構的貸款及墊款總額在2025年下半年輕微減少0.2%。儘管如此，貸款總額在2025年全年仍錄得2.3%的正增長，扭轉了在2024年錄得的2.8%跌幅。雖然特定分類貸款比率在2025年下半年輕微上升，但銀行業整體資產質素風險維持可控，銀行撥備充足。

整體而言，香港銀行業維持高流動性及充裕資本。於2025年第4季，第1類機構的平均流動性覆蓋比率為165.6%，遠高於100%的法定最低要求。截至2025年底，本地註冊認可機構的總資本比率為25.1%，大幅超過8%的國際最低要求。

金管局與銀行業繼續支持中小型企業(中小企)，以應對複雜多變的營商環境。更充足及適時的財務數據能夠幫助中小企獲取銀行信貸。為此，同時作為「金融科技2025」策略的舉措之一，金管局於2022年10月推出了商業數據通。如專題4所示，商業數據通透過優化銀行在信貸評估中經授權情況下獲取中小企借款人數據的途徑，從而使銀行能向中小企借款人提供更優惠的貸款條件。

展望未來，若干下行風險，包括全球貿易爭端的不明朗因素、未來美國利率走勢以及本地個別經濟行業表現疲軟，仍會對香港銀行業構成挑戰。近期中東地區的軍事衝突亦值得密切關注。鑑於香港銀行業對該地區的跨境風險敞口相對不大，其直接影響應屬可控；然而，若衝突持續，可能會擾亂全球能源供應鏈，並對全球經濟增長構成下行壓力。銀行須保持警惕，並審慎評估這些風險因素對其貸款組合資產質素的影響。

《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

2.1 外圍環境

美國 2025 年經濟增長保持強勁，然而其內部經濟呈「K 型」發展。具體而言，消費主要由受惠股票「財富效應」的高收入家庭所帶動，而低收入家庭則在通脹持續及關稅推升商品價格的情況下承受生活成本壓力。在企業層面方面，與人工智能相關的科技公司繼續擴大資本支出，而傳統行業則因政策不確定性增加、投入成本上升及需求前景未明的情況下削減投資。

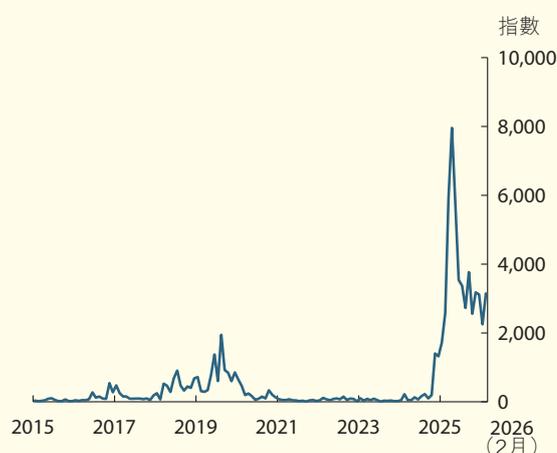
而在大西洋彼岸，受穩健的內需所支持，歐元區於 2025 年下半年穩步增長，通脹率接近 2% 的政策目標。與此同時，日本經濟增長放緩，通脹壓力仍然持續。

貨幣政策方面，因應勞工市場轉弱，美國聯邦儲備局（美聯儲）在 2025 年累計減息 75 個點子，其後在 1 月及 3 月的會議上維持利率不變。進入 2026 年，市場原本預期，在美聯儲領導層交接和勞工市場疲軟的背景之下，利率將持續下調。然而，中東地區的軍事衝突令美國通脹前景蒙上陰影，也令美國利率走向變得不明朗。

中美貿易休戰，以及美國與其貿易夥伴達成貿易協議，有助緩解市場憂慮。然而，美國貿易政策仍處於高度不確定性水平（圖 2.1），因美國持續暗示會向其

他經濟體開徵關稅，以達致地緣經濟目的¹。此外，在美國最高法院於 2026 年 2 月 20 日根據《國際緊急經濟權力法》實施的關稅作出裁決後，美國政府迅速援引第 122 條開徵 10% 關稅作為臨時措施²，預期更具持久性的關稅安排將透過其他條款（例如第 301 條）實施。專題 1 闡述了企業營運靈活度如何能在不確定性加劇的環境下成為增強財務健康的重要緩衝。

圖 2.1
美國貿易政策不確定性指數



資料來源：Economic Policy Uncertainty。

¹ 2026 年 1 月 12 日，美國總統揚言會對與伊朗「有商業往來」的國家的貨物徵收 25% 的關稅。2026 年 1 月 17 日，他進一步威脅，除非法國、德國、英國、荷蘭、丹麥、挪威、瑞典及芬蘭同意支持其收購格陵蘭的計劃，否則將由 2 月起對以上國家徵收 10% 的關稅。然而，於 2026 年 1 月 21 日，美國總統在與北約就格陵蘭問題達成「框架」協議後，便宣布撤回有關關稅。

² 美國最高法院於 2026 年 2 月 20 日裁定「對等關稅」違憲後，美國政府隨即宣布根據第 122 條推行全球劃一 10% 的關稅。根據第 122 條下的關稅措施最長僅可維持 150 日，除非獲得美國國會批准，否則將自動失效。

全球經濟前景保持審慎樂觀，惟風險呈雙向發展。上行風險方面，人工智能熱潮可推動消費及提升生產力，為全球貿易及金融市場提供動力。而美國經濟亦可受惠於減稅及大規模去監管政策。

下行風險方面，除貿易政策不確定性外，中東的軍事衝突、人工智能投資熱潮、地緣政治局勢演變，以及主要先進經濟體的財政可持續性挑戰，均為全球經濟帶來風險。

儘管目前的人工智能熱潮有助提振全球經濟，但亦引發不少憂慮。越來越多的科技企業依賴債務融資而非自身的現金流。倘若相關投資回報未如預期，部分科技企業或會因債券市場及私募市場的龐大貸款而面臨融資困難。此外，人工智能生態系統內的循環融資，亦可能使相關風險進一步蔓延至其他科技企業。

地緣政治風險仍然高企，包括美國移民及海關執法人員的致命行動引發美國社會分裂、美國拘捕委內瑞拉總統馬杜羅、美國接管格陵蘭言論升溫，以及能源價格因中東的衝突而上升，均令多個地區的貨幣政策增添變數。能源進口型經濟體，尤其是歐洲及亞洲，將更容易受到相關衝擊。在下行情境下，種種不利的事態發展可能會引發市場波動及擾亂資金流向。

最後，主要先進經濟體由於政府債務高企及缺乏財政整頓下，仍面臨財政可持續性風險。若主權風險出現急劇重新定價，或會引發更廣泛的市場動盪。對沖基

金亦越來越多從主要經紀商獲取槓桿，以在主權債券市場進行套利交易。專題2分析了相關的潛在風險傳播。

在亞太地區，區內經濟體的增長並未如早前所料，因關稅而急劇放緩，在經歷經濟增長穩健、金融市場暢旺的一年後，2025年以強勁表現作結。值得注意的是，多個經濟體同步實施貨幣寬鬆政策，為本地需求及股票市場提供了支持。與此同時，人工智能熱潮及科技產品出口的強勁表現、美國對等關稅的延遲實施以及貿易多元化的舉措，共同提振了區內出口。雖然關稅屢次推遲減輕了對美國出口的下行壓力，但實際上，隨著區內企業持續推進貿易夥伴多元化，對世界其他地區（包括其他亞洲市場）的出口才是許多經濟體出口增長的主要部分（圖 2.2）。

圖 2.2
亞太區：2025 年出口增長（按目的地劃分）



資料來源：CEIC 及金管局職員計算數字。

區內對外貿易的強勁表現尤其體現在科技行業，因全球人工智能熱潮帶動科技設備的需求激增。雖然科技及非科技產品出口在2025年上半年均顯著增長，但前者在下半年的表現遠超後者（圖2.3）。這一現象亦反映在區內金融市場，科技股在2025年區內股市的表現優於大市。

圖 2.3
亞太區：科技及非科技產品出口



註：「亞太區」包括澳洲、中國內地、香港、印尼、日本、韓國、馬來西亞、新西蘭、菲律賓、新加坡及泰國。「科技相關」產品指協調制度編號8419、8470-8473及85項下的產品。
資料來源：CEIC、國際貿易中心及金管局職員計算數字。

儘管人工智能是區內經濟韌性的重要來源，但如前所述，其長遠可持續性仍存在重大不明朗因素。此外，區內科技行業供應鏈深度整合且國外增加價值佔比相對較高，意味著其對美國「轉運關稅」的敞口較大。綜合以上因素，加上美國及全球貿易政策相關的不確定性仍然高企，區內仍然受經濟前景潛在惡化及金融市場波動的影響。

此外，由於區內大多數經濟體均為淨能源進口經濟體，且高度依賴經由霍爾木茲海峽的中東石油供應，因此中東軍事衝突所引發的能源衝擊將對區內經濟構成壓力。然而，鑑於區內通脹溫和，且石油消費相對較輕，區內通脹和經濟增長所受的直接影響至今似乎仍可控。儘管如此，最終的影響程度將取決於衝突的持續時間及波及範圍、能源價格急升的幅度和持續性，以及各經濟體的應對措施和結構特徵。同時，亞洲的高貿易風險敞口亦令本區容易受到潛在貿易中斷和全球經濟增長放緩的間接影響。

2.2 中國內地

經濟表現和政策回應

中國內地實質國內生產總值按年增長率由2025年第3季的4.8%放緩至第4季的4.5%（圖2.4），原因是消費品以舊換新計劃的支持作用減退、房地產市場持續疲弱以及反內捲政策影響，令內需增長轉弱。其中，固定資產投資跌幅在2025年下半年擴大，不僅房地產開發投資收縮，製造業及基礎設施投資亦明顯下降。然而，在中美貿易休戰、科技周期上行、內地產品競爭力提升以及內地市場多元化舉措下，貨物出口維持韌性。具體而言，對美國以外經濟體的出口增加，有效抵銷了美國市場的跌幅。2025年全年合計，實質經濟增長維持在5.0%，達到官方增長目標。由於出口強勁而進口持平，2025年貨物貿易順差接近1.2萬億美元，創下歷史新高。

圖 2.4
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：國家統計局、CEIC 及金管局職員估計數字。

展望未來，在政策持續支持下，預期內地經濟於 2026 年將維持相對穩定的增長動力。³ 固定資產投資的收縮（尤其是製造業及基礎設施投資）很可能會扭轉。新經濟行業將繼續表現領先，在中美關稅休戰的背景下，出口前景亦審慎樂觀。

根據第十五個五年（「十五五」）規劃，當局將重點建設現代化產業體系、加快科技自立自強及發展新質生產力、擴大內需（尤其是消費）及建設強大國內

市場。⁴ 其中關鍵挑戰包括複雜嚴峻的外圍環境，以及國內供強需弱的矛盾。事實上，今年經濟前景面臨來自地緣政治（例如，中東的軍事衝突）與貿易、人工智能與科技以及國內房地產市場與宏觀政策的上行及下行風險。在 2026 年 3 月召開的「兩會」上⁵，當局將 2026 年增長目標定為 4.5–5.0%，而市場最新共識預測今年經濟將會擴張 4.6%。

通脹走勢在 2025 年 7 月至 2026 年 2 月期間略有改善，惟通縮壓力持續。整體消費物價指數（CPI）通脹率輕微上升，部分由食品價格上漲帶動。在金飾品及個別服務（例如醫療）價格上升的支持下，剔除食品及能源價格的核心 CPI 通脹率有所回升。儘管如此，工業生產者出廠價格指數及國內生產總值平減指數繼續下跌，惟跌幅有所收窄，部分反映聚焦於反內捲的一些行業有所改善。⁶ 整體失業率，於 2026 年 2 月小幅上升至 5.3%，其中 16–24 歲及 25–29 歲年齡組別的青年失業率分別為 16.1% 及 7.2%。

³ 近期政策包括優化實施大規模設備更新和消費品以舊換新計劃，以及下調結構性貨幣政策工具利率。

⁴ 具體而言，中國將保持經濟增長在合理區間、顯著提高居民消費佔國內生產總值的比重，並確保勞動報酬提高與勞動生產率提高同步。在反內捲政策方面，中國將推進建設全國統一大市場。中長期而言，中國重申 2035 年現代化目標，旨在將人均國內生產總值提升至中等發達經濟體水平。2025 年 12 月的中央經濟工作會議亦強調，擴大內需將是 2026 年的首要任務，並將從供需兩側推出政策以提振消費。

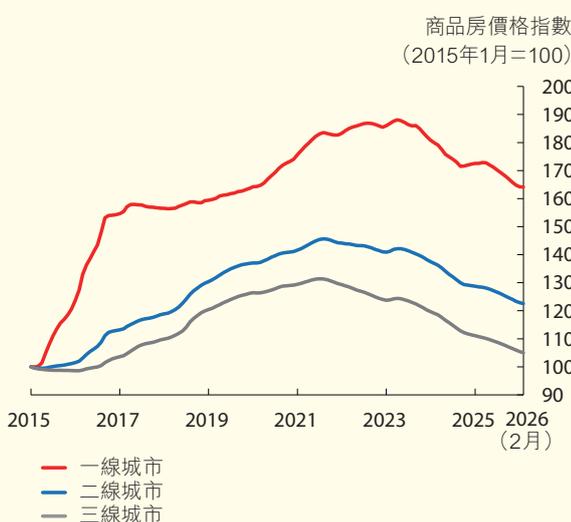
⁵ 在 2026 年政府工作報告中，官方預算赤字目標維持在國內生產總值 4% 的較高水平。其他支持政策包括 (i) 設立 1000 億元財政金融協同專項資金，支持擴大內需，以及 (ii) 擴大新型政策性金融工具至 8000 億元以支持投資。

⁶ 中國人民銀行亦重申，促進物價合理回升仍是貨幣政策的重要考量。

房地產及信貸市場

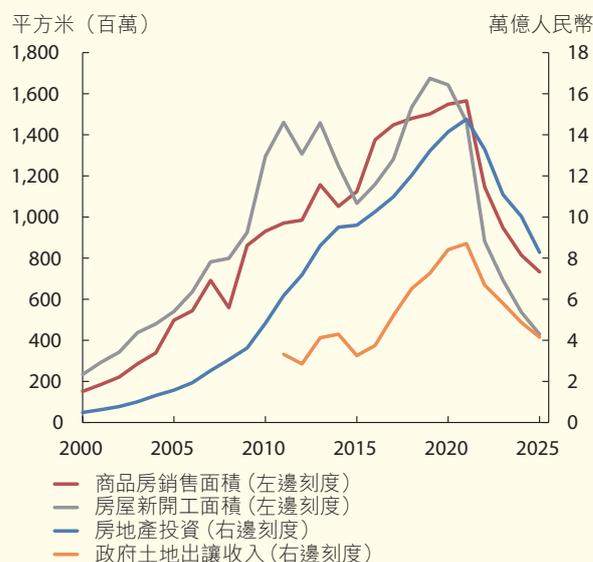
內地房地產市場於2025年下半年及2026年初仍然疲弱。各線城市樓價持續錄得環比下跌(圖2.5)，而銷售、投資及建設等房地產市場活動仍然低迷(圖2.6)。對此，當局維持支持性政策立場⁷，繼續強調穩定房地產市場，實施控增量、去庫存、優供給的策略。政府亦從改善民生的角度推動房地產業高質量發展，涵蓋高質量城市更新、「好房子」及保障性住房等舉措。

圖 2.5
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 2.6
中國內地：住宅市場活動



資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

短期而言，房地產市場可能仍會維持疲軟，惟市場預期對國內生產總值增長的影響將於2026年減弱。房地產市場能否回穩將取決於整體經濟狀況及當局的政策應對。

信貸方面，部分由於私人信貸需求疲弱，未償還貸款及社會融資總量在2025年底均普遍較一年前增長放緩。內地銀行業整體風險在2025年下半年仍然受控，不良貸款比率維持在低位。

匯率及債券資金流指標

人民幣兌美元匯率的官方中間價及市價於最近數月進一步走強，並突破1美元兌7元人民幣的關口(圖2.7)。這一走強趨勢部分反映美元整體偏軟、中美貿易摩擦緩和、內地貿易順差創下新高，以及季節性的外匯結匯需求。隨着官方中間價於2025年11月末起

⁷ 具體政策包括便利境外個人購房、降低房產交易成本，以及下調商業住房貸款最低首付比例。在地方層面，各城市因地制宜採取的措施包括去庫存及控增量、購房補貼、房票安置計劃，以及加大對住房公積金的政策支持。北京、上海等一線城市亦進一步放寬購房限制。

轉為略弱於市場即期匯率，市場人士現時普遍預期人民幣將於2026年底前溫和升值。然而，中國人民銀行重申將致力保持人民幣匯率基本穩定⁸，但亦留意到企業對匯率波動的敏感度有所降低。債券資金流方面，在股市氣氛改善下，內地在岸債券市場於2025年下半年在不同計劃合計下錄得較溫和的淨流入(表2.A)。

圖 2.7
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.A
中國內地：跨境債券資金流指標

(十億人民幣)	2025年 上半年	2025年 下半年	25年 9月	25年 10月	25年 11月	25年 12月	26年 1月
北向債券通	296	-63	-5	14	-1	7	-13
全球通及QFI	853	199	64	58	24	29	35
銀行間市場外資持有量 變化	71	-770	-45	-54	-117	-151	-108

註：債券資金流以「北向債券通」、「全球通」(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」(QFI)的淨買入衡量。

資料來源：Wind、CFETS及金管局職員估計數字。

⁸ 中國人民銀行於2026年3月2日將遠期售滙業務的外匯風險準備金率從20%下調至0%，以支持企業管理好匯率風險。

專題 1

企業營運靈活度在經濟政策不確定性下的緩衝作用： 全球實證及政策啟示

引言⁹

全球經濟政策不確定性主要透過兩大途徑削弱企業的財務表現：(1) 催生「觀望」心態，延遲投資及創新，從而蠶食盈利能力；及(2) 增加感知風險、擴闊信貸息差及提高借貸成本，導致融資條件收緊。

營運靈活度有限的企業在面對不確定性時或會更為脆弱，因為僵化的成本結構及融資限制會窒礙及時的調整。然而，關於靈活度能在多大程度上緩解有關影響的實證研究仍有限。本研究旨在填補此研究領域的缺口，透過利用廣泛的企業層面數據量化相關影響、分析營運靈活度的決定因素，並探討相關的政策啟示。

數據及衡量方法

1) 全球經濟政策不確定性

我們採用全球經濟政策不確定性(GEPU)指數(Davis, 2016)來量度經濟政策的不確定性，該指數是目前廣泛應用於衡量全球政策相關不確定性的指標。¹⁰

2) 企業財務健康

企業財務表現以Altman的Z得分(Altman, 1968)作為代理指標。該指標是由盈利能力、流動性、槓桿及活動比率(包括營運資金、保留盈餘、息稅前利潤

(EBIT)及銷售額(佔資產比)，以及市值(佔負債比)等多項指標加權計算。¹¹Z得分越低，表示財務表現越弱，陷入財困的可能性越高。

3) 營運靈活度

營運靈活度以Gu等人(2018)提出的企業層面指數作為代理指標，旨在反映企業因應盈利衝擊而調整營運成本的困難程度。¹²該指數的構建是基於企業在特定時期內營運成本與銷售額比率的歷史區間，除以同期銷售增長的波動性。指數越高，表示營運靈活度越低，即營運成本難以隨銷售表現作調整。

雖然營運僵化指數是建基於成本「黏性」的概念，但亦反映企業管理及營運適應能力。例如，營運適應能力較強的企業或可靈活地重新配置業務活動或轉移地域重心，以配合成本及需求的波動，從而降低僵化指數。

該指數涵蓋72個經濟體內10個行業¹³的非金融類上市企業，涉及時間為2002年第4季至2025年第1季。營運靈活度決定因素的分析則採用2004年至2024年的年度面板數據。為確保不同行業之間的可比性，

⁹ 詳情請參閱Tam及Wong(即將發佈)：《企業營運靈活度在經濟政策不確定性下的緩衝作用：全球實證及政策啟示》，金管局研究備忘錄。

¹⁰ Davis, S. J.(2016). An index of global economic policy uncertainty. *NBER Working Paper No. 22740*. 最新的GEPU指數下載自Economic Policy Uncertainty網站。

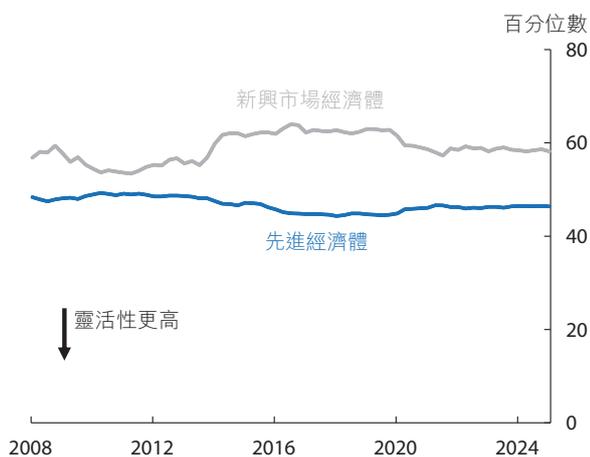
¹¹ Altman, E. I.(1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.

¹² Gu, L., Hackbarth, D., & Johnson, T.(2018). Inflexibility and stock returns. *The Review of Financial Studies*, 31(1), 278-321.

¹³ 非金融類企業按全球行業分類標準劃分為10個行業，包括能源、材料、工業、非必需消費品、必需消費品、醫療保健、資訊科技、通訊服務、公用事業及地產。

我們計算每家企業在其所屬行業及對應季度的百分位數排名。值得注意的是，先進經濟體的企業普遍較新興市場的同業展現出更高的靈活度（圖B1.1）。

圖B1.1 經行業調整的營運僵化指數



資料來源：金管局職員估計數字。

實證分析

我們首先檢視經濟政策不確定性如何影響企業的財務表現，以及營運靈活度能否緩解有關影響。然後我們進一步探討什麼企業特徵與營運靈活度相關，以及這些關聯如何隨着金融市場的壓力而變化。

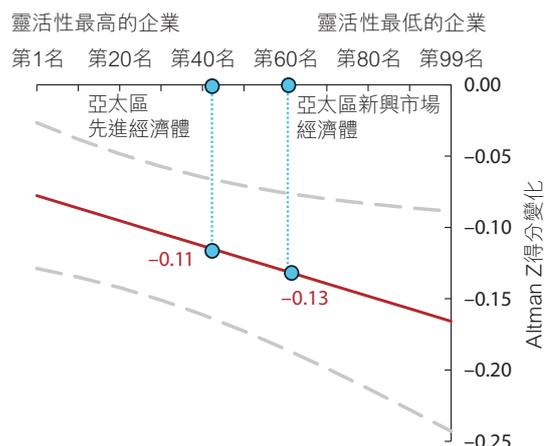
1) GEPU、營運靈活度與企業財務表現

我們進行了企業層面的固定效應迴歸分析。我們的模型使用Altman的Z得分作為財務健康的指標，分析其如何受上一季度的GEPU指數影響，同時允許有關影響因企業的營運僵化程度而有所差異。

估算結果顯示，較高的GEPU指數與較弱的企業財務表現相關，這與不確定性透過企業活動放緩及融資條件收緊而拖累企業表現的情況吻合。然而，營運靈活度可顯著紓緩此影響：分析顯示，不確定性上升帶來

的負面影響會因僵化而被放大，使Z得分出現較大跌幅。相反，在GEPU指數上升時，較靈活的企業財務表現惡化程度相對較輕。這引證了企業的營運靈活度可在充滿不確定性的時期發揮緩衝作用（圖B1.2）。

圖B1.2 GEPU指數對Altman Z得分的邊際效應（按營運靈活度排名）



註：藍色點分別標示亞太區先進經濟體及新興市場經濟體企業的靈活度排名中位數及相應的邊際效應。紅線顯示GEPU指數增加一個標準差（約80個單位）對企業Altman Z得分的估計邊際效應（全樣本期間）。虛線代表GEPU指數邊際效應的95%置信區間。

資料來源：金管局職員估計數字。

2) 營運靈活度的決定因素

為了解企業營運靈活度的決定性因素，我們進行了另一個企業層面的固定效應迴歸分析，以企業的營運僵化指標作為因變數。該迴歸模型將僵化程度與一系列滯後的企業特徵關聯起來，包括債務資本比率、短期債務與總債務比率、現金資產比率、無形資產比率，

以及原材料存貨比率，並加入金融壓力指數以控制更廣泛的金融環境因素¹⁴。估算結果顯示，營運靈活度受以下幾項因素所左右：

- (1) **資本結構**：槓桿較高且較依賴短期債務的企業往往更缺乏靈活度，這與債務償還及再融資壓力限制成本調整空間的情況相符；及
- (2) **儲備及資產結構**：擁有較大現金儲備的企業通常更為靈活，反映內部流動性有助企業調整。無形資產佔比較高的企業亦較為靈活，這與其更易轉型的業務模式一致。

結論及政策啟示

我們的實證分析指出，全球經濟政策不確定性加劇會拖累企業財務表現，而營運靈活度則有效緩解其負面影響。上述發現對金融穩定具有多項政策啟示。首先，維持清晰及一致的政策溝通，可減少不確定性對企業投資及融資環境的影響。其次，不確定性指標（包括GEPUI指數）可為宏觀壓力測試及金融穩定性監察提供參考。最後，支持企業增強流動性或加大無形資產（如知識產權、數碼及知識型能力）投資的政策，可提升企業長期的營運靈活度及抗逆力。

¹⁴ 金融壓力指數下載自美國金融研究辦公室。

專題 2

評估主權債券市場中對沖基金與主要經紀商的關聯： 基於商業數據的實證分析

引言¹⁵

近年來，對沖基金越來越多從主要經紀商獲取槓桿，以在主權債券市場進行套利交易。¹⁶雖然在正常情況下這可能提升市場流動性，然而一旦出現衝擊，可能觸發對沖基金迅速平倉，可能從而加劇主權債券市場的壓力。對沖基金的虧損亦可能導致其主要經紀商遭受重大交易對手虧損，從而將風險傳播至更廣泛的金融體系。

此類槓桿大多由主要經紀商在本地或跨境提供。¹⁷後者對有效的環球監管而言構成尤其重大的挑戰，因為這種跨境關聯往往不受單一司法管轄區的監管管轄。原則上，更全面的跨境數據共享可促進對此類關聯的監察。然而，在實踐中，有關數據共享往往受法律及操作限制所阻礙，是監察全球潛在溢出風險的重大盲點。為嘗試填補這些數據缺口，本分析利用商業數據庫來揭示這些關聯，並評估背後的溢出風險。

商業數據庫概覽

我們的對沖基金數據整合自睿勤、晨星¹⁸及彭博財經。我們僅選取較有可能在主權債券市場採用槓桿交易策略的對沖基金¹⁹，所得到的樣本共 2,024 個對沖基金。

這些數據集包含每個對沖基金的註冊地及主要經紀商的資料。共有 134 家主要經紀商為樣本基金提供服務。每家經紀商的註冊地透過與標普 Capital IQ 的資料交叉比對後予以確定。在本研究中，若基金與經紀商的註冊地相同，即分類為本地關聯，否則為跨境關聯。

值得注意的是，我們的數據庫未能明確提供個別主要經紀商向特定對沖基金提供的資金金額。儘管如此，有關數據資料仍足以讓我們進行基金與經紀商之間的網絡分析。

網絡分析

透過此樣本，我們的網絡分析揭示了對沖基金與主要經紀商之間的關聯存在三個風險範疇。

1) 對沖基金普遍使用境外主要經紀商的服務

首先，對沖基金普遍使用境外註冊的主要經紀商。我們樣本中約 60% 的對沖基金完全依賴境外主要經紀商；另有 7% 同時使用本地及境外經紀商（圖 B2.1）。

主要經紀商是對沖基金獲取槓桿的重要來源。若主要經紀商向境外對沖基金提供大量槓桿，這些跨境關聯可能增加司法管轄區之間的溢出風險，因為一個司法管轄區內對沖基金的投資虧損，可能透過這些關聯傳播至另一司法管轄區的主要經紀商。

¹⁵ 詳情請參閱梁栢豪等人(2025)《評估主權債券市場中對沖基金與主要經紀商的關聯：基於商業數據的實證分析》(英文版本)，金管局研究備忘錄- 2025/10。

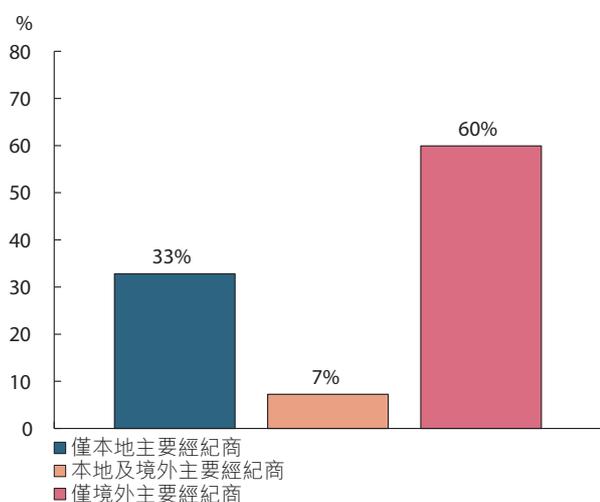
¹⁶ 歐元區政府債券方面，請參閱 Bassi et al.(2024)“Financial stability risks from basis trades in the US Treasury and euro area government bond markets”；美國國債方面，請參閱 Glicoes et al.(2024)“Quantifying Treasury cash-futures basis trades”。

¹⁷ 例如，根據美國證券交易委員會的資料，在美國註冊的對沖基金中，近半數的有擔保槓桿來自主要經紀商借貸。

¹⁸ 晨星的數據提供者不保證其提供的任何資訊的準確性、完整性或及時性，並對其使用不承擔任何責任。

¹⁹ 我們的樣本包括主要投資策略為相對價值或固定收益的對沖基金。此樣本選擇大致參照 Kruttli et al.(2021)“Hedge fund Treasury trading and funding fragility: Evidence from the COVID-19 crisis”中識別可能會於美國國債市場交易的對沖基金的方法。

圖 B2.1
使用本地及境外主要經紀商服務的對沖基金佔比



註：數字表示佔我們樣本中對沖基金總數的百分比。
資料來源：金管局職員估計數字。

2) 北美與歐洲之間的溢出風險較高

其次，跨境關聯高度集中於北美及歐洲。具體而言，超過90%的跨境關聯涉及在北美或歐洲註冊的對沖基金及主要經紀商(表B2.1)。

這種地域集中情況意味著該等地區由對沖基金傳導至主要經紀商的溢出風險相對較高。相比之下，涉及亞太地區的溢出風險相對可控。

表 B2.1
按對沖基金及主要經紀商註冊地劃分的跨境關聯佔比

		主要經紀商註冊地			
		北美	歐洲	亞太	其他
對沖基金註冊地	北美	41.6%	27.2%	2.1%	0.8%
	歐洲	11.8%	12.7%	0%	0.4%
	亞太	1.3%	0.5%	0.05%	0%
	其他	0.9%	0.6%	0.2%	0%

註：數字表示佔我們樣本中對沖基金與主要經紀商跨境關聯總數的百分比。由於四捨五入，該等數字的總和不等於1。

資料來源：金管局職員估計數字。

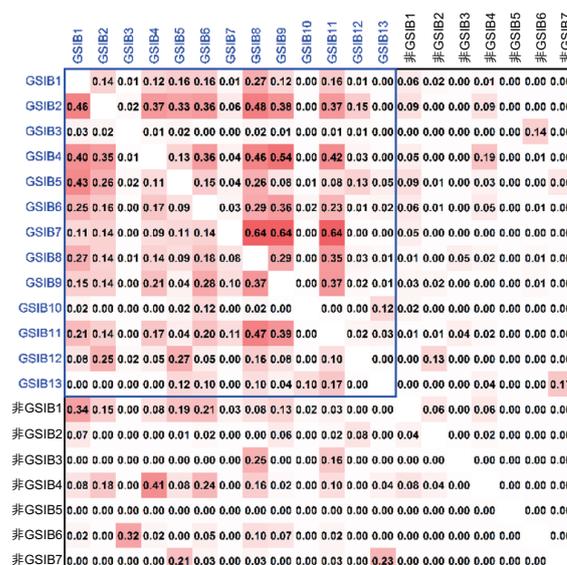
3) 具全球系統重要性銀行的風險敞口較為集中

第三，少數主要經紀商主導了主要經紀商服務的市場，頭20家主要經紀商合共為我們樣本中77%的對沖基金提供服務。其中，13家被認定為具全球系統重要性銀行(G-SIBs)，這些銀行合共為66%的基金提供服務。

此外，G-SIBs之間對相同對沖基金的共同風險敞口遠高於非G-SIB經紀商。每對主要經紀商之間的共同風險敞口被量化為它們共同服務的基金數目，除以其中一家經紀商服務的基金數目。圖B2.2呈列每對經紀商的比率，其中G-SIBs之間的比率以藍色邊框標示。該熱力圖顯示G-SIBs之間的比率普遍高於非G-SIBs(即更深紅色方格)。

此模式顯示，對沖基金的投資虧損可能透過共同風險敞口，同時對多家G-SIBs造成壓力，從而加劇G-SIB主要經紀商之間的風險傳播。

圖 B2.2
頭20家主要經紀商就對沖基金的共同風險敞口



註：舉例而言，G-SIB4列與G-SIB9欄交匯處的數值為0.54，表示G-SIB4服務的對沖基金中有54%亦由G-SIB9服務。對角線數值為1，為簡潔起見予以隱藏。

資料來源：金管局職員估計數字。

結論及政策啟示

總而言之，本網絡分析識別出三個關鍵風險範疇：

(1) 對沖基金普遍使用境外主要經紀商服務，加劇了跨境溢出的可能性；(2) 北美與歐洲之間的溢出風險較高；及(3) G-SIBs就對沖基金的風險敞口較為集中。

這些發現對金融穩定具有兩項重要的政策啟示。首先，我們需要加強國際合作以應對監管盲點。雖然全面的監管數據共享仍受法律或操作障礙所限，但我們應建立機制促進「危險信號」的分享，以監察此類溢出風險。其次，監管機構可考慮更頻密及更詳盡地向 G-SIBs 收集有關其持有重大風險敞口的交易對手的資料。在這方面，國際數據中心或可作為一個平台，促進對該等風險敞口進行有效的環球監察。

3. 本港經濟

3.1 實體經濟活動

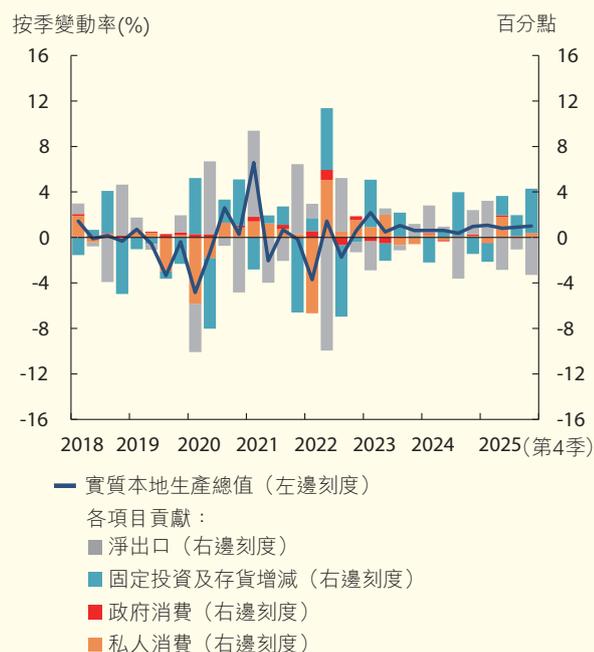
本港經濟於2025年下半年維持強勁增長，實質本地生產總值於第3季及第4季分別按年上升3.7%及3.8%（表3.A）。經季節性調整後，實質本地生產總值於第3季按季增長0.9%，並於第4季進一步上升1.0%。就2025年全年而言，實質本地生產總值增加3.5%，較2024年錄得的2.6%增幅顯著提升。

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(%)
2024	第1季	+2.9	+0.6
	第2季	+3.0	+0.6
	第3季	+2.1	+0.4
	第4季	+2.5	+1.0
2025	第1季	+3.1	+1.1
	第2季	+3.2	+0.8
	第3季	+3.7	+0.9
	第4季	+3.8	+1.0

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。

回顧期內，經濟增長受強勁的出口擴張及本地需求復甦所支持（圖3.1）。對外方面，在人工智能投資熱潮持續下，科技產品需求強勁，帶動貨物出口顯著增長（圖3.2）。受惠於活躍的跨境金融市場活動以及訪港旅遊業的穩步復甦，服務輸出展現韌性²⁰。本地方面，隨着資產價格上升及消費者信心改善，私人消費繼續回升。與此同時，在貿易摩擦緩和及金融狀況改善下，投資開支顯著增加。

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。

²⁰ 2025年訪港旅客人數達4,990萬人次，相當於2019年水平的89%。

展望未來，預料本港經濟在2026年將溫和增長。商品出口²¹預期將繼續受惠於人工智能投資熱潮以及中美貿易休戰。同時，在持續舉辦大型盛事活動以及政府各項振興旅遊業的措施帶動下，訪港旅遊業有望穩步增長。這些發展，加上金融市場活動暢旺，應會進一步增強服務輸出。預料本地需求亦將會回升。具體而言，中美貿易休戰後營商氣氛有所改善，私人投資²²的增長動力可望增強。同時，資產價格上升或有助提振消費意欲，並帶動私人消費進一步回穩。

政府預測，2026年全年實質本地生產總值增長介乎2.5%至3.5%。²³然而，此增長前景受前面幾章所述的各項風險及不明朗因素所影響，尤其是與持續緊張的地緣政治局勢、人工智能熱潮的可持續性、不斷演變的全球貿易政策以及美國政策利率的走向相關的因素。具體而言，由於香港經濟以服務業為主，加上對石油的依賴度較低，且能源相關項目在消費物價指數籃子中的佔比相對較低，預期由中東軍事衝突引發的能源衝擊對香港的直接影響將較為可控。然而，總體的影響將取決於衝突的持續時間及波及範圍。若衝突持續，可能導致金融市場持續波動，並衝擊全球的經濟增長及貿易，從而對香港的經濟構成風險。

3.2 勞工市場狀況

勞工市場仍然相對疲軟，失業率自2025年9月以來大致維持在3.8–3.9%，高於2025年初3.1–3.2%的範圍。勞動人口仍低於疫情前的水平，並較2025年8月錄得的近期高位稍微下跌（圖3.3）。值得注意的是，勞動人口參與率在近年有所下降，尤其是青年人群。專題3探究了這一趨勢背後的潛在驅動因素。展望未來，預期勞工需求將大致保持穩定。然而，經濟結構性轉變可能繼續對某些行業構成挑戰。政府會繼續透過一系列措施加強香港的人才庫，以支持經濟持續轉型，及應對目標行業的人才短缺問題。

圖3.3
勞工市場狀況



²¹ 2026年首兩個月合計，商品出口貨值按年增長29.6%。

²² 採購經理指數自2025年8月起連續七個月處於擴張區間（高於50）。

²³ 私營機構分析師對2026年香港實質本地生產總值增長的共識預測平均為2.8%。

3.3 通脹

消費物價通脹在過去數月保持溫和。按年比較，基本綜合消費物價指數在2025年第3季及第4季分別上升約1.0%及1.1%，並在2026年首兩個月²⁴上升1.3%（圖3.4）。展望未來，早前數季住宅租金的上升將逐步傳導至通脹，而中東軍事衝突所引發的能源衝擊亦可能對進口價格構成上行壓力。然而，預期整體通脹仍將保持受控。鑑於能源相關項目在消費物價指數籃子中佔比較低，而其他本地成本壓力預期將保持溫和，通脹前景料將保持平穩。政府預計2026年的基本通脹率及整體通脹率分別為1.7%及1.8%。²⁵

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。

²⁴ 為消除因農曆新年時間不同而導致的按年變動的波動，首兩個月的數據取平均值處理。

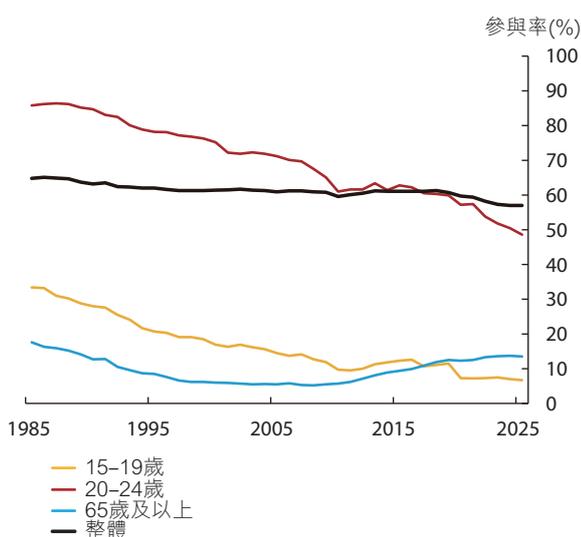
²⁵ 市場共識預測2026年的整體通脹率為1.7%。

專題3 探究香港青年勞動人口參與率的演變

引言

勞動人口參與率指適齡勞動人口中正在就業或積極求職的人數所佔比例，是從供給側角度追蹤勞工市場狀況的關鍵指標。在香港，儘管偶有短期波動，整體勞動人口參與率²⁶在過去四十年大致呈下行趨勢，而近年降幅更見加快（圖B3.1）。

圖B3.1
香港整體勞動人口參與率及按選定年齡組別劃分的勞動人口參與率



資料來源：政府統計處。

這一長期下行趨勢主要反映本地人口結構的變化，包括人口老化及出生率持續走低。然而，仔細審視數據會發現，不同年齡組別的趨勢存在差異。長者（即65歲及以上）的勞動人口參與率於2000年代初見底，並自2008年以來持續上升，對整體勞動人口參與率作出正面貢獻。相反，年齡介乎15至19歲及20至24歲的青年勞動人口參與率顯著下降。1985年至2005年期間，上述兩個年齡組別的參與率分別下降了18.9個百分點及14.6個百分點。此後二十年間，

²⁶ 指包括外籍家庭傭工在內的勞動人口參與率。其整體及各年齡組別的走勢，均與不包括外籍家庭傭工的勞動人口參與率相若。

即2005年至2025年，上述兩個群組的勞動人口參與率進一步減少7.8個百分點和22.6個百分點，分別降至6.7%和48.6%。值得注意的是，近年來20至24歲年齡組的下降趨勢加劇。青年勞動人口參與率的下降趨勢並非香港獨有，其他經濟體如新加坡和南韓亦出現類似走勢。

為探究造成香港青年勞動人口參與率²⁷下降的潛在因素，本專題採用Fallick及Pingle(2007)提出的世代分析模型²⁸。如下節詳述，該模型將特定年齡勞動人口參與率的演變，分解為隨時間變化的可觀測因素的影響，以及年齡效應及世代效應捕捉的其他不可觀測因素的影響。這一方法有助清晰了解人一生中的勞動行為，以及不同世代和時期勞動參與模式的轉變。

方法及數據

世代分析模型透過假設人在生命週期中參與勞動的傾向存在系統性變化，來捕捉年齡效應。勞動參與率通常在主要工作年齡時期較高，在較年輕及接近退休時則相對較低。除年齡效應外，該模型亦假設存在世代效應，以反映影響同一年齡組別個人參與意欲的不可觀測因素。例如，1976年出生的人平均而言可能較2004年出生的人有更高的工作意願。除年齡及世代

²⁷ 由於大多數15至19歲人士正在就學，本研究聚焦於20至24歲的青年。

²⁸ 詳情請參閱Fallick, B., & Pingle, J. F.(2007). A cohort-based model of labor force participation. *Finance and Economics Discussion Series*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

效應外，我們的模型亦額外納入三個隨時間變化的因素作為自變數，以捕捉以下影響：經濟周期²⁹、教育程度³⁰及生育率³¹。

我們遵循Balleer et al.(2009)³²的做法，使用勞動人口參與率的對數機率作為因變數。該指標衡量參與勞動相對於不參與勞動的相對可能性，並能夠在統一的尺度上對不同年齡及性別組別的估計結果進行有意義的比較。

人口數據取自綜合住戶統計調查及政府統計處人口統計組。鑑於自由度限制及本研究聚焦於年輕世代，該模型僅包括1976年至2004年間出生的人群。這些人群對應七個每組跨度為五年的年齡組別，涵蓋15至49歲人士。

模型估算

我們遵循參考文獻的做法，採用似不相關迴歸法³³估算模型。主要實證結果呈列於圖B3.2。分圖A顯示年齡與勞動人口參與率之間呈倒U型關係，且存在明顯的性別差異。男性勞動人口參與率在20歲後維持相對高位。相比之下，女性勞動人口參與率在30至34歲達到峰值，其後顯著下降，並自40歲起趨於平穩。

分圖B顯示世代效應，無論男女，其參與勞動的傾向逐代下降。這表明年輕一代進入或留在勞工市場的意願正不斷降低。根據文獻資料，這一轉變可歸因於社會規範的演變、有關工作的文化觀念的變化，以及家庭財富的增長等因素。

分圖C突顯了教育程度對青年勞動人口參與率的顯著負面影響，其顯示除25至29歲女性外，教育程度提高會大幅拉低青年參與勞動的可能性。教育程度對勞動人口參與率相關機率的負面影響在男性中尤為明顯。我們的研究發現與政府統計處的調查結果一致，有關調查顯示近年來20至24歲青年就讀全日制課程的比例大幅上升。與此同時，在相同年齡組別內並未就讀全日制課程的青年中，勞動人口參與率一直維持高位。這表明進修以外的因素對青年參與勞動的影響相對有限。

²⁹ 經濟周期以當期的產出缺口數值及其兩個滯後項來衡量。具體而言，產出缺口由金管局根據四種方法估算，即：(1)生產函數法；(2)Hodrick-Prescott濾波；(3)Kalman濾波；及(4)國際貨幣基金組織多變量濾波。詳情請參閱鄭建森、鍾蒨彤、余業榮(2011)，《香港產出差距估計》，金管局不定期論文2011/03。

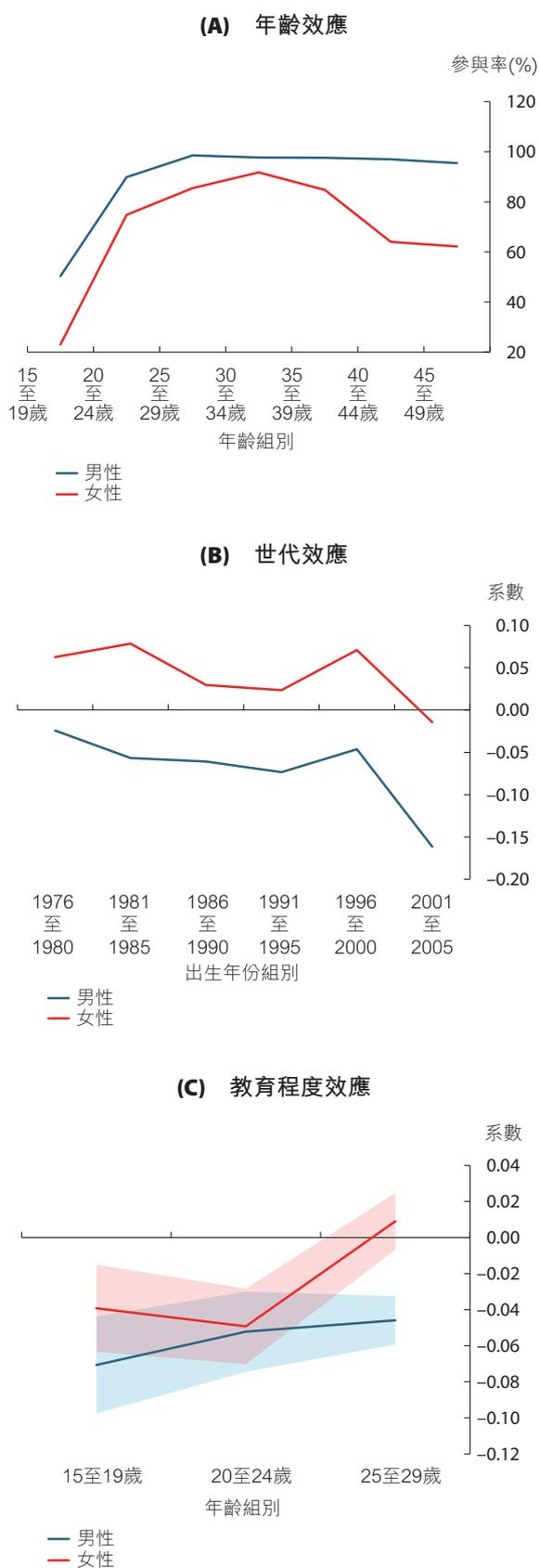
³⁰ 教育程度以就業人數中25歲及以上曾修讀專上學位人士的比例來代表。此變數僅納入最年輕的三個年齡組別（即15至19歲、20至24歲及25至29歲）的方程式中。

³¹ 生育率以總和生育率來代表，並僅納入20至39歲女性（即最有可能生育的年齡）的方程式中。

³² 詳情請參閱Balleer, A., Gómez-Salvador, R., & Turunen, J.(2009). Labour force participation in the euro area:a cohort based analysis (No. 1049). *ECB Working Paper*.

³³ 具體而言，我們採用似不相關迴歸法同時估算七個年齡組別的方程體系，並為男性及女性分別建立模型。世代效應設定為同一世代人群於不同年齡組別的勞動意願均相同。

圖 B3.2
年齡、世代及教育程度的估計效應



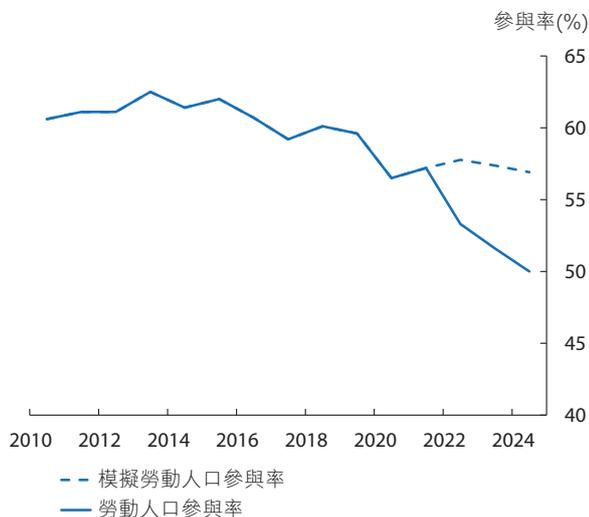
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

關於教育程度的反事實分析

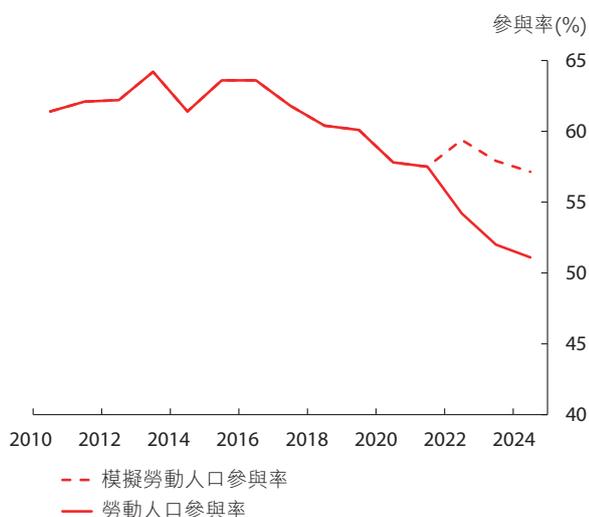
基於上述發現，我們進行了一項反事實分析，通過假設教育程度於2022年及以後維持在2010年至2021年間的平均水平，估算該情境下的偽青年勞動人口參與率。結果顯示，於2022年至2024年期間，20至24歲青年的勞動人口參與率，不論男女，平均會提高5.7個百分點（圖B3.3）。這意味著教育程度的提升是導致近年來青年勞動人口參與率下降的關鍵因素。由於全日制學生較不易就業或並不積極求職，追求高等教育通常會推遲進入勞動市場的時間。因此，教育水準持續提升會導致勞動參與率下降。

圖 B3.3
青年勞動人口參與率的反事實分析

(A) 男性



(B) 女性



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

青年攻讀高等教育的上行趨勢可歸因於兩個因素。首先，出生率下降導致青年人口收縮，加上專上教育課程名額增加，提高了接受高等教育的機會。其次，青年接受高等教育的傾向日益增長，可能反映勞工市場對較高技術人員的需求上升，以及青年的求職意願轉向較高技術及知識密集型工種。

結語

總而言之，我們的分析顯示，越來越多年輕人留在或重返校園，是導致近期20至24歲青年勞動人口參與率下降的關鍵因素。展望未來，雖然受教育年數延長可能會拖累青年勞動人口參與率，但透過加強教育所積累的人力資本，應有助提升本港生產力、促進經濟持續增長，並支持香港不斷向知識型經濟轉型。與此同時，政府近年推出的各項人才入境及發展計劃，或有助加強勞動力，並應對目標行業的技術人才短缺問題。然而，由於可用的控制變數數量有限，我們的模型或未能完全捕捉影響勞動參與的所有因素。儘管如此，一系列穩健性檢驗及政府統計處調查的結果，均一致支持本研究的主要發現。另外，鑒於科技發展步伐迅速，人工智能對勞動力市場的影響亦值得密切監察。

4. 貨幣及金融狀況

4.1 匯率及資金流

於回顧期內，港元兌美元在 7.7673 至 7.8251 之間徘徊（圖 4.1），走勢主要受港元銀行同業拆息及股票相關需求推動。港元最初處於兌換保證範圍的強方，在接近期末時轉向兌換保證範圍的弱方。

由於回顧期內未觸發兌換保證，銀行體系總結餘大致維持不變，於 2026 年 2 月底為 540 億港元。銀行之間的日常運作以及結算活動繼續暢順有序（圖 4.2）。

港元名義有效匯率大致跟隨美元走勢，於 2025 年 9 月底至 11 月初走強，其後有所轉弱（圖 4.3）。與此同時，港元實質有效匯率大致跟隨名義有效匯率的走勢。

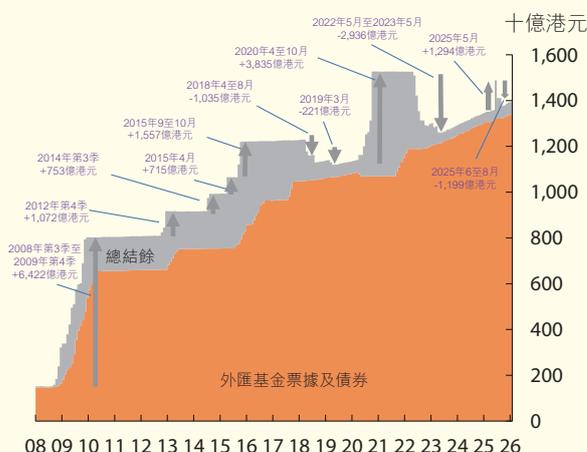
展望未來，地緣政治風險升溫與中東的軍事衝突、美國貿易政策的不明朗因素，以及對人工智能熱潮可持續性的擔憂，或會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及穩健的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下消化這些衝擊。

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。

圖 4.3
名義及實質有效匯率指數



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

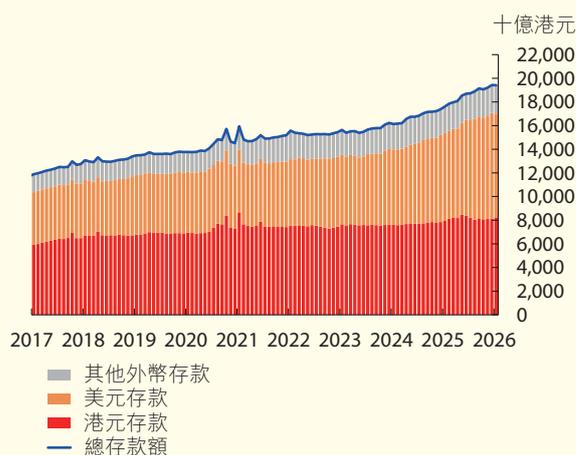
於回顧期內，香港的貨幣環境保持寬鬆。截至2026年2月底，港元貨幣基礎仍然龐大且大致穩定，為20,716億港元。

自2025年6月底以來的七個月期間，認可機構的存款總額增加3.9%。其中，港元存款減少1.7%，外幣存款則增加8.4%（圖4.4）。由於貨幣統計數字或會受到各種短期因素（例如季節性資金需求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。

整體而言，香港的銀行同業市場交易繼續暢順有序。根據聯繫匯率制度的預期及設計，香港銀行同業拆息整體跟隨美元利率³⁴，同時短期利率亦受本地港元資金供求情況影響。短期香港銀行同業拆息於2025年9月上升，部分反映企業在季末前的資金需求，並隨

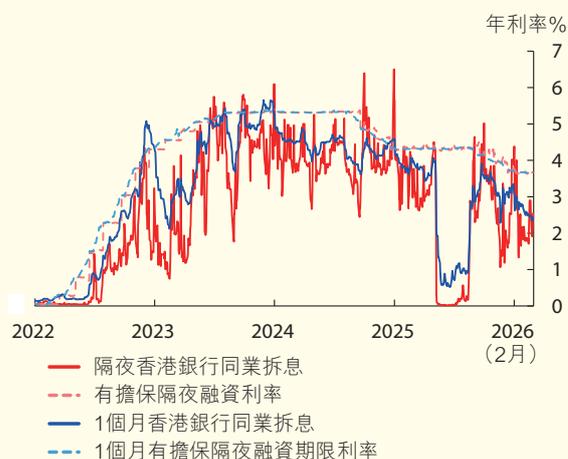
着股票相關需求降溫，於10月及11月有所回落。受季節性因素影響，短期香港銀行同業拆息於2025年底再度走強，其後於2026年初隨季節性流動資金緊張情況舒緩而回軟（圖4.5）。

圖 4.4
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

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。

³⁴ 美元倫敦銀行同業拆借利率自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。

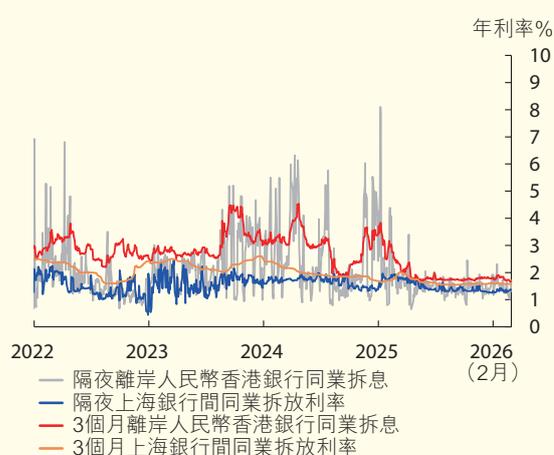
至於零售業務方面，應美國政策利率連續三次下調 25 個基點（2025 年 9 月、10 月及 12 月），多家銀行於 2025 年 9 月至 11 月期間兩度下調其最優惠利率，合共下調 25.0 個基點。於回顧期末，市場上的最優惠利率介乎 5.00%–5.50% 不等。於回顧期內，新造按揭的平均貸款利率由 2025 年 7 月的 2.40% 上升至 9 月的 3.47%，其後回落至 2026 年 1 月的 3.26%。按揭利率走勢主要反映隨着 1 個月香港銀行同業拆息回升，有效利率的基準由 6 月的 1 個月香港銀行同業拆息轉為 8 月底的最優惠利率。銀行會因應資金供求情況、利率水平及本身的資金成本結構等因素，評估調整存款及貸款利率的理據及幅度。

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，避免不必要地囤積大量港元。金管局又提醒銀行毋需擔心所謂「標籤效應」，有需要時可隨時使用金管局的各項流動資金安排。近期貼現窗的使用情況顯示，銀行正適應不斷變化的市場發展，並對使用該等流動資金安排越趨自如。

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。³⁵ 3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息自 2025 年 4 月起保持在 2% 以下。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 2% 以下（圖 4.6）。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

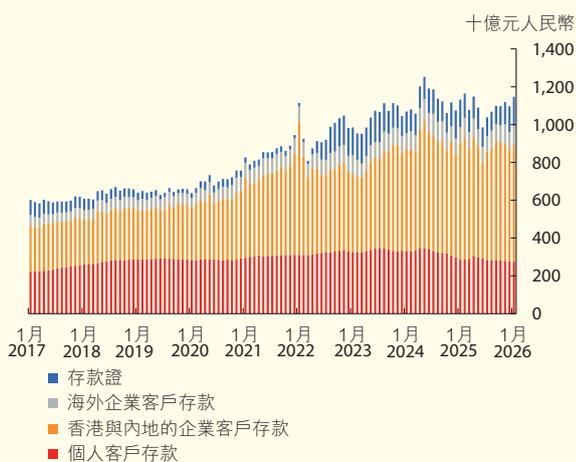


資料來源：CEIC 及財資市場公會。

³⁵ 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第 2 章 2.2 節。

於回顧期內，香港的離岸人民幣流動資金池有所擴大。於2026年1月底，人民幣客戶存款及存款證餘額增加10.4%至11,470億元人民幣（圖4.7及表4.A）。其中，主要受企業客戶存款增加所帶動，人民幣客戶存款總額上升5.9%。人民幣存款證餘額同期增加52.3%。

圖 4.7
香港的人民幣客戶存款及存款證



資料來源：金管局。

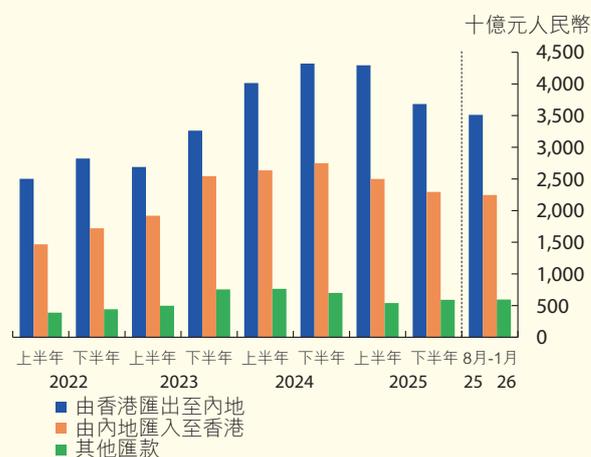
表 4.A
離岸人民幣銀行業務統計

	2024年 12月	2026年 1月
人民幣貿易結算及銀行業務		
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	1,075.3	1,147.0
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	926.6	993.9
人民幣存款佔存款總額（%）	5.7	5.7
人民幣存款證（十億元人民幣）	148.7	153.1
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	724.0	967.7
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	206	210
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	117.5	145.2
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	102.8	150.5
	2024年	2025年
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	15,184.6	13,905.2
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	5,384.5	4,795.2
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	8,336.3	7,977.6
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）	3,097.5	2,515.5

資料來源：金管局。

至於其他人民幣業務，自2025年7月起的六個月期間，人民幣整體貸款餘額增長15.3%。2025年7月底至2026年1月底期間，香港銀行處理的人民幣貿易結算金額達63,536億元人民幣（圖4.8），較去年同期的78,657億元人民幣下跌19.2%。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。2025年全年，人民幣即時支付結算系統的日均成交額維持在25,155億元人民幣的高水平，2024年則為30,975億元人民幣。

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，金管局於2025年10月新推出「人民幣業務資金安排」，取代2025年2月推出的「人民幣貿易融資流動資金安排」。人民幣業務資金安排實施多項優化措施及擴展合資格資金用途，可為參與安排的香港銀行提供成本穩定的人民幣資金，以支持其自身及同一集團的境外銀行機構向企業客戶提供貿易融資、資本支出及營運資金相關服務。這有助推動人民幣在實體經濟活動中的使用，並將離岸人民幣資金由香港輻射至其他地區。人民幣業務資金安排的總額度於2026年2月由1,000億元人民幣倍增至2,000億元人民幣³⁶。

金管局亦於2025年10月優化人民幣流動資金安排，增加翌日(T+1)交收的兩周和一個月期限回購協議，及重新分配日間和即日隔夜(T+0)人民幣資金額度。該等優化措施讓銀行在管理資金方面擁有更大的靈活性，並幫助銀行應付日益增加的日間人民幣資金需求。

在產品方面，內地與香港不斷升級及拓展兩地一系列互聯互通計劃並提升配套服務³⁷，將拓闊人民幣產品以及資產配置和相關流動性與風險管理工具的種類，進一步促進兩地市場之間的雙向流動。

在金融基建方面，迅清結算控股有限公司於2025年11月12日引入香港交易及結算所有限公司(香港交易所)作為策略性股東³⁸，為推動CMU發展成為多元資產平台奠定基礎。這將讓投資者可一站式管理股票及債券，同時促進中國內地、香港與國際市場之間高效的雙向投資流動。

憑藉這些發展，香港將在支持內地資本帳戶開放、「粵港澳大灣區」及「一帶一路」倡議等方面繼續發揮獨特作用。

³⁶ 詳情請參閱2026年1月26日的新聞稿《金管局人民幣業務資金安排總額度倍增至2,000億元人民幣》(<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2026/01/20260126-3/>)。

³⁷ 金管局、人民銀行、中國證券監督管理委員會和國家外匯管理局於2025年9月26日推出跨境債券回購業務。詳情請參閱2025年9月26日的新聞稿《跨境債券回購業務正式推出》(<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2025/09/20250926-5/>)。另外，「北向互換通」報價商範圍有所擴大，每日淨名義本金交易限額提高至450億元人民幣。

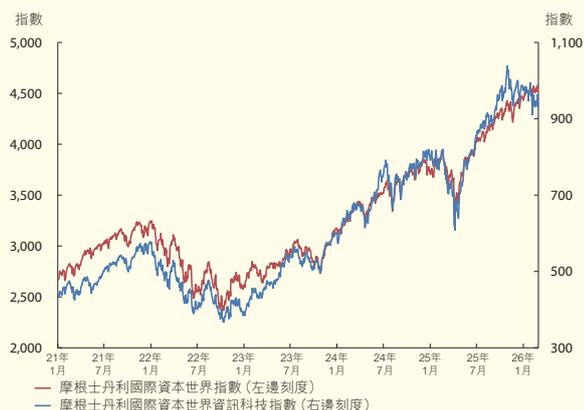
³⁸ 由金管局管理的外匯基金於2025年10月成立迅清結算控股，旨在全資擁有於2024年成立以協助金管局執行香港中央證券存管平台(即債務工具中央結算系統(CMU))的營運及業務發展工作的迅清結算有限公司(迅清結算)。

資產市場

4.3 股市

於回顧期內，環球股市穩步上揚，環球市場情緒受美國利率下調及企業盈利穩健增長等正面發展支持。然而，市場對人工智能相關企業估值偏高的擔憂，導致資訊科技板塊波動加劇（圖 4.9）。進入 2026 年，地緣政治緊張局勢升溫，觸發環球股市波動性上升。整體而言，摩根士丹利國際資本世界指數由 2025 年 8 月底至 2026 年 2 月底上升 9.1%。

圖 4.9
 摩根士丹利國際資本世界指數及摩根士丹利國際資本世界資訊科技指數



資料來源：彭博。

香港股市於 2025 年創下八年來最佳年度表現，恒生指數於年內上升 27.8%（圖 4.10）。本地市場情緒受中國內地人工智能相關科技發展及持續資金流入所支持。在 2025 年第四季，恒生指數在多项因素影響下走弱，包括中國內地與美國之間的貿易緊張局勢再

度引發關注、中國內地經濟增長情況，以及全球科技公司的股價調整。進入 2026 年，外圍環境的不明朗因素持續為香港股市帶來波動。儘管面對阻力，恒生指數由 2025 年 8 月底至 2026 年 2 月底仍錄得 6.2% 的升幅。進入 2026 年 3 月，中東地區的軍事衝突導致包括香港市場在內的全球股市波動加劇。

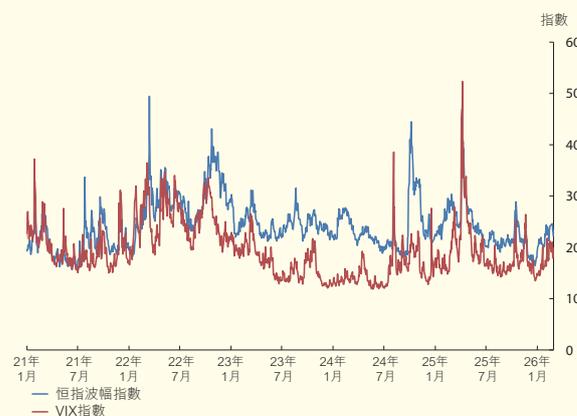
圖 4.10
 恒生指數



資料來源：彭博。

標普 500 指數的期權引伸波幅及恒指波幅指數於回顧期內大部分時間維持相對低位，惟受貿易政策不明朗因素、地緣政治緊張局勢以及對科技股估值的憂慮影響而出現短暫飆升（圖 4.11）。

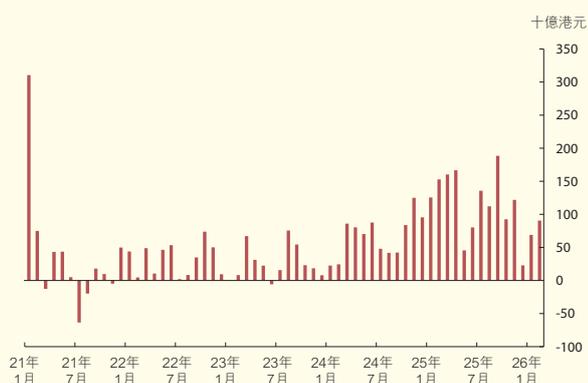
圖 4.11
 恒指波幅指數及標普 500 指數的期權引伸波幅 (VIX 指數)



資料來源：彭博。

港股通南向資金維持強勁，於2025年8月底至2026年2月底期間中國內地投資者的淨買入額合計共達5,854億港元（圖4.12）。

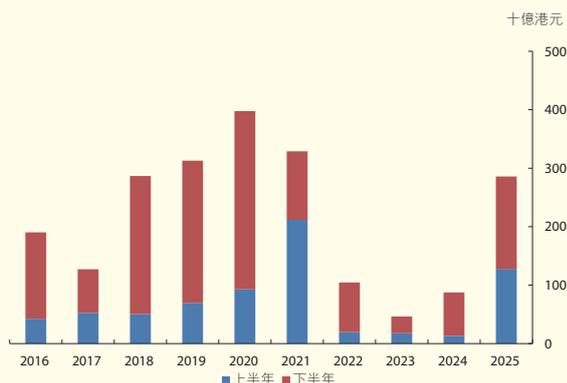
圖4.12
滬深港通（南向交易）的淨買入



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。

在新能源及人工智能等創新行業發行人的帶動下，香港於2025年重登全球首次公開招股市場榜首。年內首次公開招股融資總額達2,858億港元，較2024年增加225%（圖4.13）。

圖4.13
香港首次公開招股市場



資料來源：香港交易及結算所有限公司（香港交易所）。

展望未來，環球股市前景仍極不明朗，並取決於多項因素。首先，持續的貿易政策不確定性及地緣政治緊張局勢繼續拖累市場氣氛。特別是，中東地區可能持續的軍事衝突或將打擊投資者信心。相關風險升溫或會推動投資者分散投資，促使全球資金流向轉變，從而可能加劇市場波動。

其次，雖然人工智能相關企業的樂觀前景繼續支持環球股市，但該等企業估值偏高，且市場對龐大資本投資可持續性的擔憂日益加劇，特別是對依賴債務融資的企業的擔憂，或會為環球股市帶來波動。

第三，美國減息步伐及幅度的不確定性，包括美聯儲資產負債表的潛在變化，將繼續影響市場氣氛。中東地區的軍事衝突引發的油價波動加劇可能進一步令美國通脹前景及美國利率路徑蒙上陰霾。

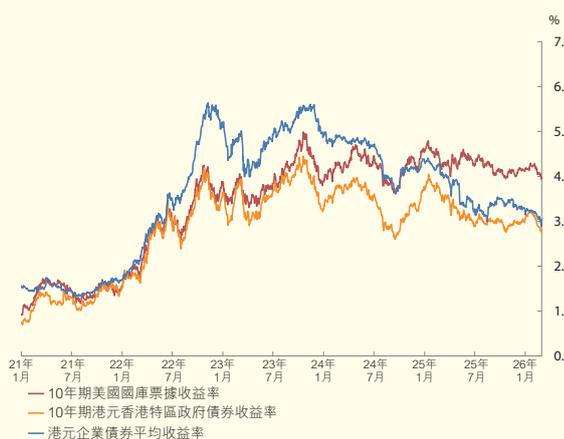
就香港而言，除這些環球因素外，鑑於眾多中國內地企業在香港上市，市場對人民幣匯率的預期可能會對本港股市表現產生重要影響。

4.4 債券市場³⁹

儘管美國聯邦儲備局的隔夜政策利率自2025年8月以來已下調75個基點，但美國10年期國庫票據收益率一直徘徊於4%左右（圖4.14），部分反映市場擔憂美國關稅帶來的通脹影響，以及長期政府財政可持續性的風險。

10年期港元香港特別行政區（香港特區）政府債券的收益率呈現相若走勢，並持續顯著低於美國國債收益率。港元企業債券的平均收益率雖然偶有回升，但於回顧期內整體呈下行趨勢。

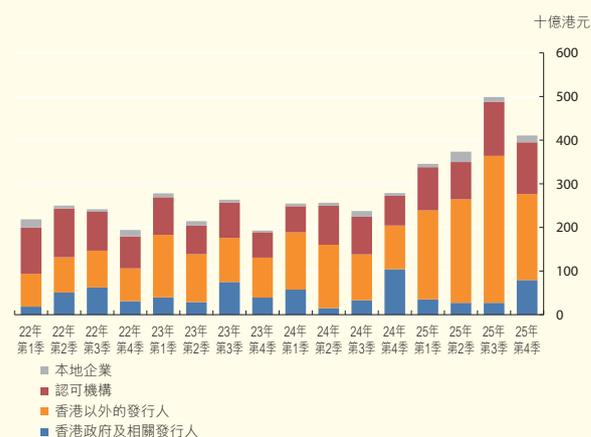
圖 4.14
美國10年期國庫票據、10年期港元香港特區政府債券及港元企業債券的收益率



註：1.自2025年1月15日開始，10年期港元香港特區政府債券的收益率是指在基礎建設債券計劃及政府可持續債券計劃下發行的10年期港元基準債券的收益率。在此日期之前，是指在政府債券計劃下發行的10年期港元基準債券的收益率。2.港元企業債券的平均收益率以ICE美國銀行港元本地新興市場非主權指數為代表，其涵蓋企業及半政府實體發行的港元債券。
資料來源：ICE Data Indices、彭博及金管局。

在2025年，港元債務證券總發行金額按年上升16.6%至59,805億港元（圖4.15）。這主要由非外匯基金票據及債券帶動，尤其是香港以外的發行人所發行的債務證券。非外匯基金票據及債券的港元債務證券發行金額按年飆升58.6%至16,293億港元。

圖 4.15
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債務證券

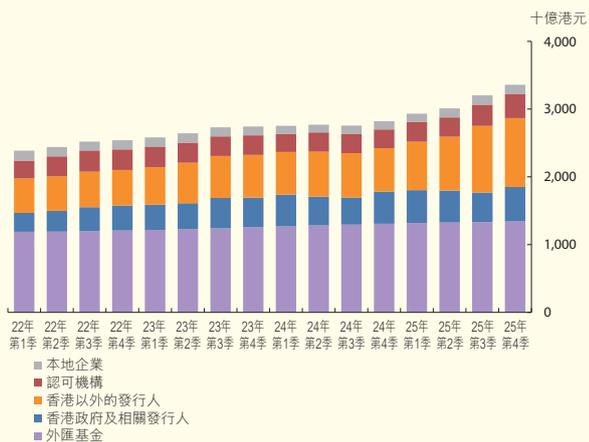


註：1.香港以外的發行人包括（但不限於）多邊發展銀行、香港以外的企業及政府發行人。2.香港政府及相關發行人是指香港特區政府、在香港的法定機構及政府所擁有的公司。
資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

³⁹ 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。未償還總額是根據個別債務證券的到期日，以及在資料充足時考慮其提前贖回情況作出估算。估算數字或會被高估。所有債務證券數字或會有修訂。

相應地，未償還港元債務證券金額按年增加19.1%至33,596億港元（圖4.16），主要由於非外匯基金票據及債券的港元債務證券按年增加33.3%至20,176億港元。

圖 4.16
未償還港元債務證券（按發行人劃分）

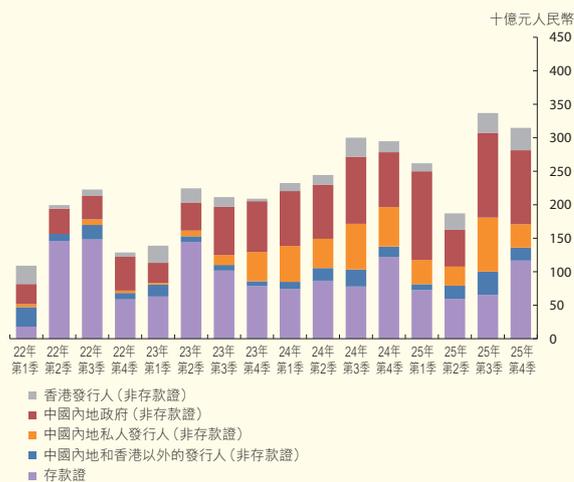


註： 1. 香港以外的發行人包括（但不限於）多邊發展銀行、香港以外的企業及政府發行人。2. 香港政府及相關發行人指香港特區政府、在香港的法定機構及政府所擁有的公司。

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。

2025年，在香港發行的離岸人民幣債務證券按年增加2.7%至11,009億元人民幣（圖4.17）。在香港發行的離岸人民幣債務證券未償還總額由2024年底上升27.6%至2025年底的16,073億元人民幣。

圖 4.17
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。

展望未來，港元債務證券發行的強勁勢頭預期將會於短期內持續，惟其可持續性將取決於港元資金流向。長遠而言，近年大額港元債務證券發行增加，顯示市場深度有所提升，或可帶動發行人及投資者的需求。

就離岸人民幣債務證券發行而言，其表現將受美元及人民幣利率走勢影響。由於市場普遍預期美元利率下調幅度將大於人民幣，發行離岸人民幣債務證券的成本優勢或會減弱。然而，市場對人民幣溫和升值的預期，可能增加投資者對離岸人民幣債務證券的需求。此外，隨著不明朗因素的增加，環球投資者對分散投資的需求日益增長，將繼續支持香港離岸人民幣債券市場的長遠發展。

回顧期內有多項政策措施出台，以推動香港債市的發展。

證券及期貨事務監察委員會與金管局於2025年9月25日聯合發佈香港的《固定收益及貨幣市場發展路線圖》，透過促進需求、流動性及創新，策略性定位香港成為全球固定收益及貨幣中心。

此外，金管局於2025年11月12日宣布迅清結算控股有限公司引入香港交易及結算所有限公司（香港交易所）為策略性股東。透過此次合作，金管局與香港交易所將憑藉其資源、科技、人才及專業知識的結合，推進香港的交易後證券基礎設施發展成為區內主要的中央證券存管平台。

回顧期內亦達成多項債券發行里程碑。於2025年11月10日，香港特區政府成功定價約100億港元等值的第三批數碼綠色債券。是次發行不僅保留了以往發行的主要創新特性，亦應用更多創新技術並取得突破，包括將數碼貨幣應用於交收程序、擴大規模，以及加強全球標準的採用。是次發行推進了香港成為全球數字資產中心的願景，並進一步鞏固香港作為領先綠色及可持續金融中心的地位。

於2025年11月25日，香港按揭證券有限公司（按揭證券公司）成功發行總額253億港元的多幣種（人民幣、港元及美元）基準債券。是次發行包括一筆20億港元的30年期港元社會責任債券，是香港有史以來規模最大的30年期港元債券。按揭證券公司的基準債券發行進一步鞏固了香港作為亞洲領先的國際債券發行中心和首要的離岸人民幣業務中心的地位。

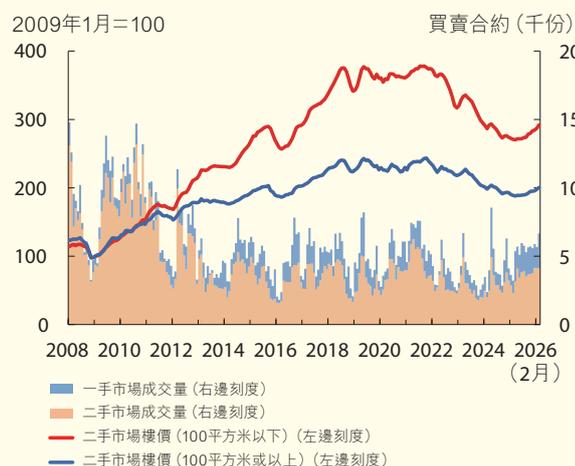
為進一步促進綠色及可持續資金融通及支持區內低碳轉型，金管局於2026年1月22日發佈第2A階段《香港可持續金融分類目錄》（《香港分類目錄》）。在《香港分類目錄》第1階段建立的基礎框架上，第2A階段的主要優化項目包括擴大涵蓋的行業、增加經濟活動、加入轉型元素及新增「適應氣候變化」為新環境目標。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場在2025年下半年繼續復甦。隨着市場氣氛轉好，二手市場的參觀單位（俗稱睇樓）及交投活動有所增加。因應市況改善，部分發展商亦加快推出新樓盤。整體而言，住宅物業交投維持活躍，由第3季的每月平均5,567宗上升至第4季的5,728宗。2025年全年合計，住宅物業總成交量達62,832宗，較前一年上升18.3%（圖4.18）。

圖4.18
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。

二手樓價進一步企穩。受惠於本地經濟改善及較為寬鬆的金融狀況，中小型單位（實用面積小於100平方米）及大型單位（實用面積100平方米或以上）的價格於2025年下半年繼續上升（圖4.18）。2025年全年

合計，住宅物業價格錄得3.6%的溫和升幅，結束連續三年的跌勢。樓市於2026年年初保持活躍，其中樓價於1月及2月延續升勢，而每月平均成交量亦維持暢旺，達6,169宗。

置業負擔能力在2025年下半年仍然偏緊。具體而言，樓價與收入比率在2025年第4季溫和上升至13.0，而收入槓桿比率亦上升至62.1%（圖4.19）。⁴⁰租賃市場方面，房屋租金於2025年上升4.2%，並於2026年首兩個月進一步微升0.1%（圖4.20），達至歷史高位。與此同時，住宅租金收益率於2026年1月平穩地維持在3.1%。

圖4.19
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。

⁴⁰ 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。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，後者須符合金管局監管要求設定的上限。

圖 4.20
住宅物業租金指數

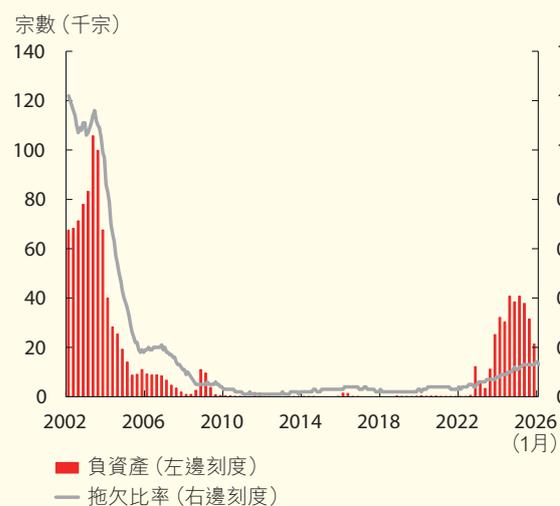


資料來源：差餉物業估價署。

隨着樓價回穩，負資產住宅按揭貸款宗數由2025年9月底的31,449宗，進一步減少至2025年12月底的21,304宗（圖4.21）。這些個案主要涉及銀行職員的住宅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。鑑於整體按揭貸款拖欠比率於2026年1月仍維持在0.13%的極低水平⁴¹，加上截至2025年年底超過一半的私人住宅單位並無任何未償還按揭貸款，因此與銀行住宅按揭貸款相關的系統性風險在各方面均得到妥善管理。

另一方面，隨着美聯儲下調政策利率，多家本地主要銀行自9月起進一步調低最優惠利率25個基點（另見第4.2節）。因此，新造貸款的平均按揭利率由2025年9月的約3.5%回落至2026年年初約3.25%的水平，減輕了按揭借款人的供款負擔。⁴²

圖 4.21
負資產及按揭貸款拖欠比率



資料來源：金管局。

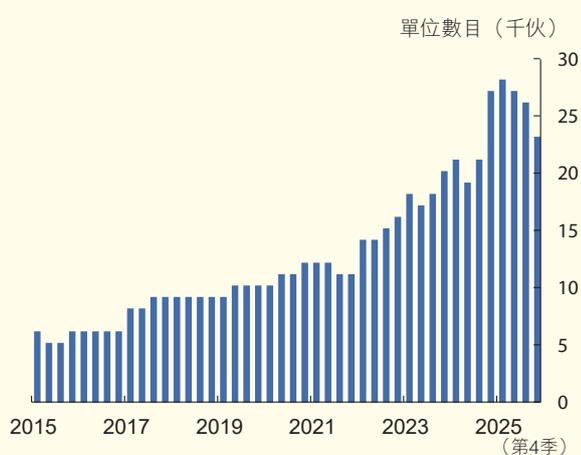
金管局會繼續密切留意市場發展，並就住宅按揭貸款實施合適的監管要求，以保障銀行體系穩定。2026年1月，新造按揭的平均按揭成數和供款與入息比率分別平穩地維持在約61%和39%。金管局認為香港銀行體系繼續有充裕的緩衝應對樓市的潛在風險與挑戰。

⁴¹ 負資產住宅按揭貸款的拖欠比率於2025年12月底亦維持在0.31%的低水平。

⁴² 部分銀行亦因應其資金成本及本地市況，提高給予新造按揭借款人的現金回贈。

住宅物業市場前景仍受多項不明朗因素影響，並同時面對上行及下行風險。一方面，一手市場庫存水平依然偏高⁴³（圖 4.22），加上環球經濟不明朗因素持續，或會繼續對住宅市場構成壓力。另一方面，政府持續致力吸引人才、投資者及留學生，短期內應能為住宅需求提供支持。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求關係，而政府預計未來幾年私人住宅落成量仍會維持高位。⁴⁴

圖 4.22
已落成樓盤未售出單位



資料來源：房屋局。

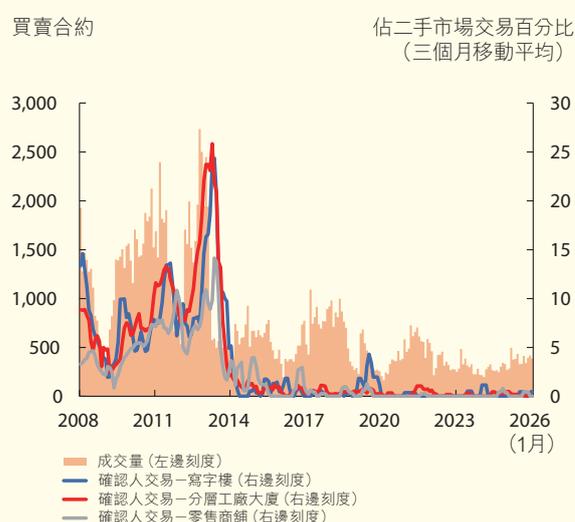
⁴³ 截至 2025 年 12 月底，已落成但仍未售出的單位數目約為 23,000 伙。

⁴⁴ 房屋局於 2025 年 12 月底估計，未來三至四年一手私人住宅單位潛在供應量將維持在約 104,000 伙的高位。

商用物業市場⁴⁵

商用物業市場在 2025 年下半年仍然疲弱。回顧期內每月平均成交量增加至 371 宗，高於去年同期的 291 宗，而投機活動維持有限（圖 4.23）。然而，寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈的價格持續向下（圖 4.24）。租賃市場方面，租金繼續溫和調整（圖 4.25），但甲級寫字樓的需求出現改善跡象。整體而言，各類商用物業的租金收益率於 2026 年 1 月微升至 3.6%–4.4%。

圖 4.23
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。

⁴⁵ 商用物業指寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈。

圖 4.24
商用物業售價指數



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

圖 4.25
商用物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

短期內，商用物業市場或會繼續面對挑戰。儘管核心地區寫字樓呈現回穩跡象⁴⁶，但新增供應可能令整體寫字樓空置率持續面對上行壓力。然而，零售銷售表現改善，加上政府招商引資的政策，以及提振商用物業市場的措施^{47, 48}，可望為市場提供一定支持。

⁴⁶ 測量公司的數據顯示，中環甲級寫字樓空置率於2026年2月降至9.9%。

⁴⁷ 截至2026年2月，政府「城中學舍計劃」已收到25宗申請，該計劃旨在鼓勵和便利市場把商廈改裝為學生宿舍，當中全部申請已獲確認符合計劃資格。

⁴⁸ 政府在2026–27年度《財政預算案》中宣布，考慮到市場空置率及供求情況，政府來年繼續不推售一般商業用地。

5. 銀行業表現

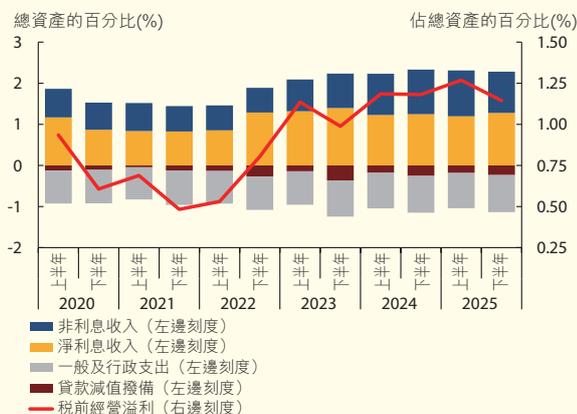
5.1 盈利

盈利

零售銀行⁴⁹整體稅前經營溢利在2025年下半年較2024年同期增長1.4%。雖然淨利息收入以及收費和佣金收入增加帶動盈利上升，但部分升幅被外匯和衍生工具業務的收入下降所抵銷。整體而言，由於資產增長快於盈利增長，銀行的資產回報率由2024年同期的1.18%輕微下降至2025年下半年的1.14%（圖5.1）。

就2025年全年而言，零售銀行整體稅前經營溢利增加7.3%，資產回報率則由2024年的1.18%改善至1.21%。

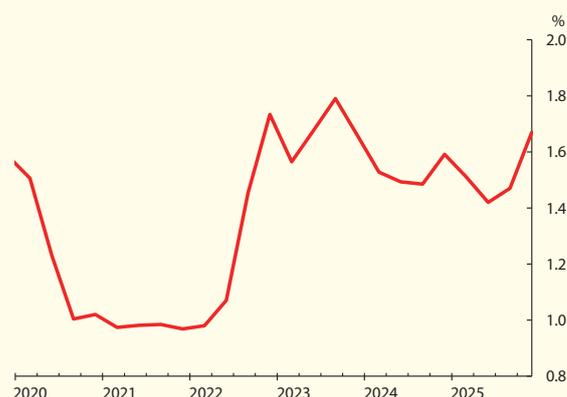
圖 5.1
零售銀行盈利



註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

零售銀行的淨息差由2024年同期的1.54%提升至2025年下半年的1.57%（圖5.2）。淨息差提升部分是由於回顧期內零售銀行整體資金成本下降。

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。

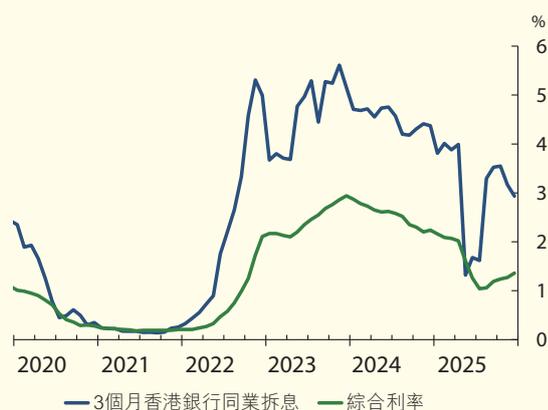
部分由於季節性因素影響，加上2025年8月以來總結餘處於較低水平，短期香港銀行同業拆息於2025年第3季飆升，但其後隨季節性流動性緊張情況紓緩而有所回落。⁵⁰例如，3個月香港銀行同業拆息由2025年6月大幅上升185個基點至2025年9月底的3.53%，其後放緩至2025年12月底的2.93%（圖5.3中的藍線）。

⁴⁹ 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。

⁵⁰ 詳情請參閱第4.2節。

在零售層面，隨着美國政策利率下調，銀行亦調低了港元最優惠利率及儲蓄存款利率。由於零售資金成本的下降部分抵銷了批發資金成本的上升，綜合利率（零售銀行港元資金平均成本的衡量指標）在2025年下半年溫和上升10個基點至2025年12月底的1.36%（圖5.3中的綠線）。

圖 5.3
港元利率



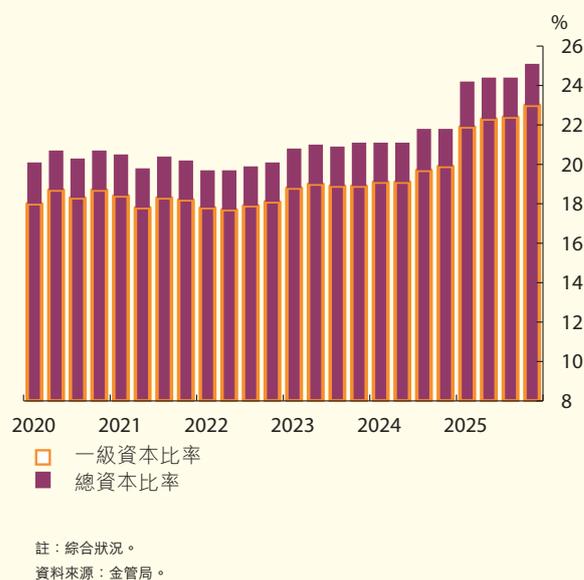
註：期末數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

5.2 資本及流動性狀況

資本額

香港銀行業的資本維持充裕。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2025年底處於25.1%的高位（圖5.4），遠高於8%的國際最低標準。⁵¹此外，本地註冊認可機構的非風險為本槓桿比率於2025年底維持8.0%的穩健水平，超過3%的法定最低水平。

圖 5.4
本地註冊認可機構的資本狀況



註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的流動性標準衡量，銀行業的流動性及資金狀況於回顧期內亦維持穩健。2025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165.6%及68.3%（表5A的上兩行），遠高於100%及25%的相應法定最低要求。

表 5.A
流動性及資金要求比率

比率 (%)	2025年 6月	2025年 9月	2025年 12月
流動性覆蓋比率(季度平均數)	172.8	171.2	165.6
流動性維持比率(季度平均數)	66.8	66.7	68.3
穩定資金淨額比率	143.9	142.6	141.0
核心資金比率	191.1	195.3	189.5

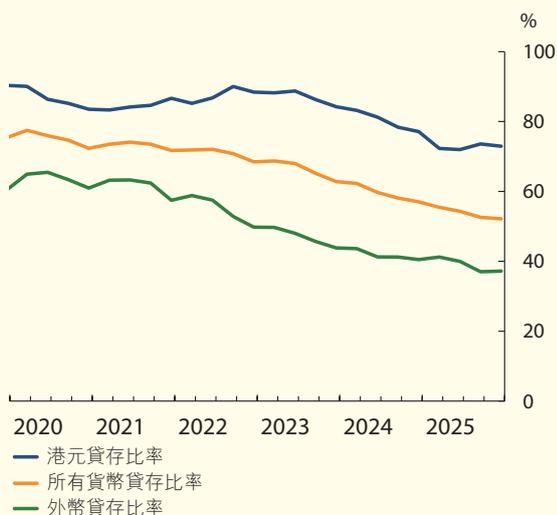
註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

⁵¹ 一級資本比率及普通股權一級(CET1)資本比率分別為23.0%及20.7%。

第1類機構的平均穩定資金淨額比率在2025年12月底為141.0%，亦遠高於100%的法定最低要求。第2A類機構的平均核心資金比率維持於189.5%的高水平（表5A的下兩行），遠高於75%的法定最低要求。

所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由2025年6月底的54.3%進一步下跌至2025年12月底的52.2%（圖5.5）。該比率下跌是由於外幣貸存比率下降，而港元貸存比率則輕微上升。具體而言，外幣貸存比率由六個月前的40%下降至2025年底的37.2%，同期港元貸存比率則由72.0%上升至72.9%。

圖 5.5
認可機構的平均貸存比率



註：季末數字。
資料來源：金管局。

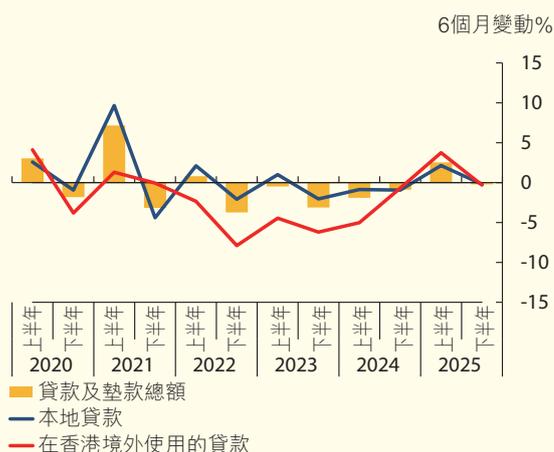
5.3 信貸風險

概述

2025年認可機構的貸款及墊款總額增加2.3%，扭轉了2024年2.8%的跌幅，部分反映香港經濟穩健增長及利率下降的效應。

不過，以半年計，認可機構的貸款及墊款總額在2025年下半年輕微減少0.2%，而上半年則為增加2.5%（圖5.6）。該項減少是由於本地貸款（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在2025年下半年有所下降，分別減少0.2%及0.3%。

圖 5.6
貸款增長



註：本地貸款包括在香港境內使用的貸款及貿易融資。
資料來源：金管局。

儘管如此，銀行對短期內信貸需求前景的評估略有改善。根據金管局的「信貸狀況展望意見調查」，預期未來三個月的貸款需求將會增加的受訪認可機構比率（表 5.B）由六個月前的 17% 上升至 2025 年 12 月的 26%，而同期預期需求會減少的比率則由 13% 下降至 3%。

表 5.B
預計未來三個月貸款需求

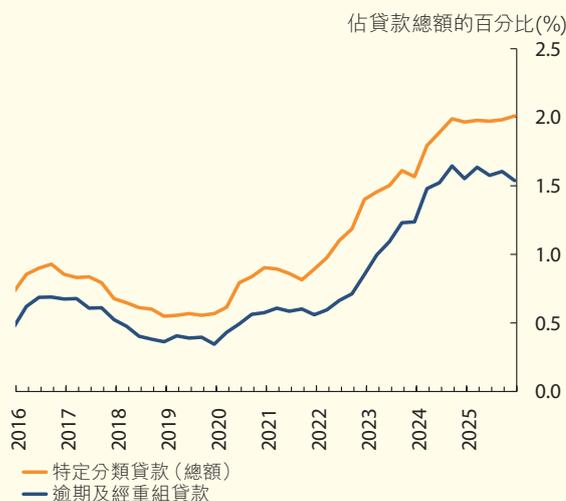
佔受訪機構總數的百分比(%)	2025年		
	6月	9月	12月
顯著增加	0	0	0
略為增加	17	19	26
保持平穩	70	74	71
略為下降	13	6	3
顯著下降	0	0	0
總計	100	100	100

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。

認可機構的總特定分類貸款比率由 2025 年 6 月底的 1.97% 微升至 2025 年年底的 2.01%。認可機構的逾期及經重組貸款比率則由 2025 年 6 月底的 1.58% 微跌至 2025 年年底的 1.54%（圖 5.7）。

最近幾個季度特定分類貸款比率面臨上升壓力，大致由商業房地產信貸影響。然而，與商業房地產貸款相關的銀行信貸風險仍屬可控。⁵² 總體而言，銀行業資產質素風險維持可控及銀行撥備充足。

圖 5.7
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⁵³

家庭負債在 2025 年下半年增長 2.7%，增幅大於上半年的 1.8%（表 5.C）。數據細分顯示，隨着期內住宅物業交易增加，住宅按揭貸款的增長率在 2025 年下半年上升至 2.1%。同期，私人貸款增長上升至 4.3%。

表 5.C
認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	2022		2023		2024		2025	
	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	2.1	1.9	2.6	0.8	0.8	0.6	1.2	2.1
私人貸款	-2.5	-2.2	-1.4	-0.3	-1.7	-0.5	3.1	4.3
其中：								
信用卡墊款	-5.3	14.4	0.2	10.5	-5.3	6.7	-7.0	9.8
其他私人用途貸款	-2.0	-5.1	1.6	-2.6	-0.9	-1.0	5.6	3.1
個人貸款總額	0.7	0.7	2.2	0.5	0.0	0.6	1.8	2.7

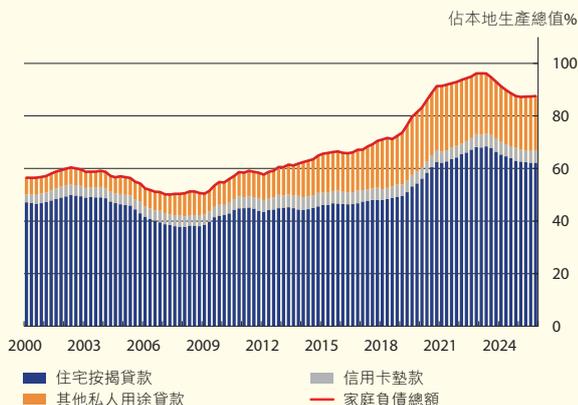
資料來源：金管局。

⁵² 詳情可參閱在 2025 年 8 月 13 日發佈的匯思文章「商業房地產信貸風險管理」(<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/insight/2025/08/20250813/>)。

⁵³ 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 2025 年 12 月底，個人貸款佔本地貸款的比例為 38.2%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

由於家庭負債的增速較香港名義本地生產總值略為快，家庭負債佔本地生產總值的比率由2025年上半年的87.4%微升至下半年的87.6%（圖5.8）。

圖 5.8
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



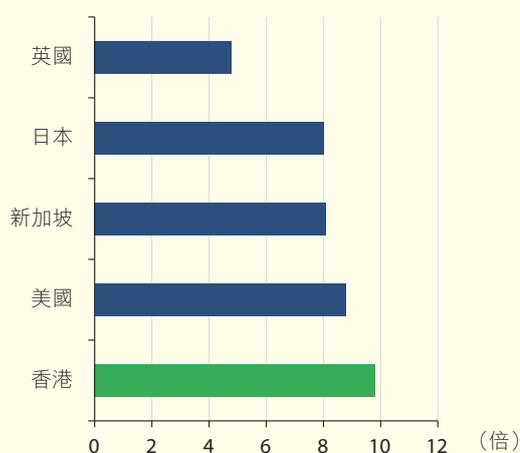
註：
1. 僅包括認可機構提供的借款。
2. 本地生產總值指按年率計本地生產總值，即連續四個季度本地生產總值的總和。
3. 由2018年12月起，家庭負債的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。
資料來源：金管局。

在詮釋家庭負債佔本地生產總值的比率時需要注意，為方便作跨經濟體比較，這種比率的分母只採用了名義本地生產總值去代表家庭收入。因此，家庭負債佔本地生產總值的比率並不反映經濟體內家庭的實際償債負擔。

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。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，2026年1月的平均數字為39.4%。家庭資產淨值也維持在高位，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（圖5.9及5.10）仍高於其他發達經濟體。

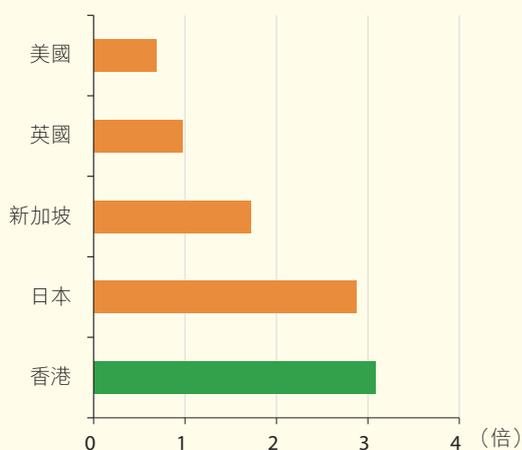
金管局一直密切監察家庭負債。大部分家庭負債是受宏觀審慎政策框架規管的住宅按揭貸款，以及受銀行審慎及有效的信貸風險管理措施管控下，為財富管理客戶提供的有抵押貸款。此外，金管局也要求銀行在批核信用卡及個人無抵押貸款時，須採用審慎的標準。總體而言，金管局認為家庭資產負債情況健康，相關信貸風險在控制範圍內。

圖 5.9
選定經濟體的家庭資產淨值對負債比率



註：新加坡及美國的數字為截至2025年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2024年年底的數字。
資料來源：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 5.10
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。新加坡及美國的數字為截至2025年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2024年年底的數字。
資料來源：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，相關信貸風險在回顧期內仍然受控。按年率計的信用卡撇帳比率由2025年第二季的2.48%下跌至2025年第四季的2.37%（圖5.11）。拖欠比率於2025年最後一季處於0.35%的低水平。

圖 5.11
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案

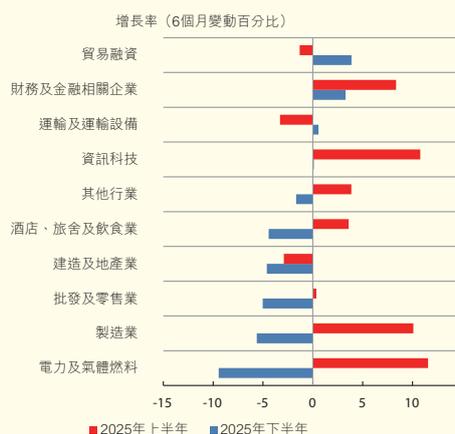


資料來源：破產管理署及金管局。

公司貸款⁵⁴

本地公司貸款於2025年上半年錄得2.3%的溫和增幅後，在2025年下半年收縮1.9%。大部分經濟行業的貸款均錄得下跌，其中電力及氣體燃料業、製造業以及批發及零售業的跌幅較大（圖5.12）。

圖 5.12
個別行業的本地企業貸款增長



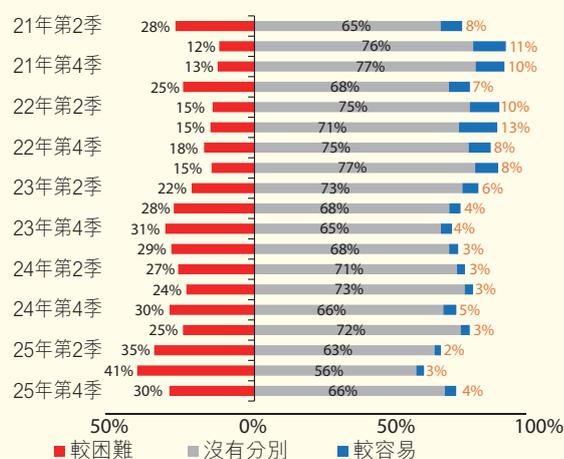
資料來源：金管局。

「中小企貸款狀況調查」顯示，中小企貸款狀況大致保持穩定。在2025年第4季，認為貸款批核較困難的受訪者比例由上季的41%下降至30%（圖5.13）。

同時，在已獲批貸款的受訪者中，僅1%表示銀行對其貸款的取態有所「收緊」（圖5.14）。在本調查中，貸款收緊的含義包括各種可能的措施或安排，例如信貸利率上升。因此，受訪者表示銀行對其貸款的取態並不直接反映銀行實際對中小企的貸款投放。

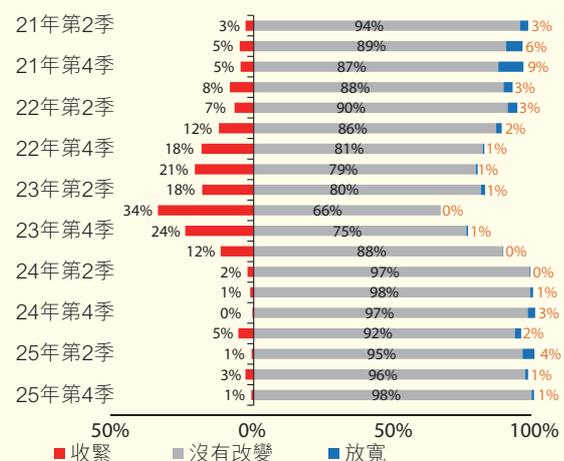
⁵⁴ 不包括銀行同業貸款。於2025年12月底，公司貸款佔本地貸款的比例為61.7%。

圖 5.13
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 5.14
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。

金管局與銀行業繼續支持中小企獲取銀行融資和升級轉型，以應對不斷變化的營商環境。18家參與「中小企融資專責小組」的銀行進一步增加為中小企預留的專項資金至超過4,200億港元。

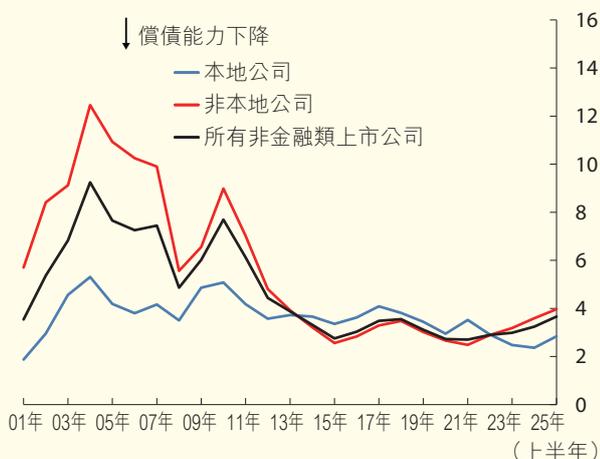
香港金融管理局(金管局)在2025年12月聯同商務及經濟發展局(商經局)及知識產權署推出知識產權融資沙盒。⁵⁵銀行可以透過沙盒制定並完善其知識產權融資的安排，以更好滿足創新企業的需要，尤其是擁有豐富知識產權但欠缺有形資產作銀行融資抵押品的中小企。

更充足及及時的財務數據有助中小企獲取銀行信貸。作為金管局「金融科技2025」策略的舉措之一，在2022年10月推出的商業數據通促進了更安全、高效及可擴展的數據共享。專題4的實證研究發現，商業數據通透過優化銀行在信貸評估中經授權情況下獲取中小企借款人數據的途徑，從而使銀行能向中小企借款人提供更優惠的貸款條件。

最新的財務資料顯示上市公司的財務狀況出現改善跡象。加權平均利息覆蓋比率反映在香港上市的非金融類公司的償債能力於2025年上半年有所提升(圖5.15)。與此同時，加權平均負債與股東權益比率反映企業槓桿大致維持穩定(圖5.16)。

⁵⁵ 詳情可參閱在2025年12月22日發佈的新聞稿「金管局、商經局及知識產權署推出知識產權融資沙盒」(<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2025/12/20251222-6/>)。

圖 5.15
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率

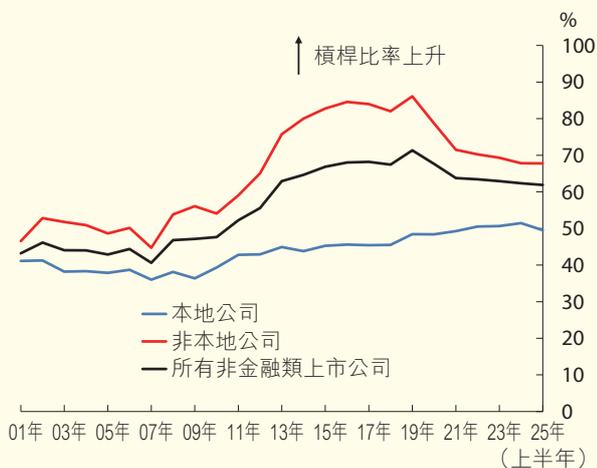


註：

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2026年2月初止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估算的數字。

圖 5.16
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2026年2月初止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估算的數字。

中國內地相關貸款

銀行業的中國內地相關貸款總額由2025年6月底的40,240億港元(佔總資產的12.0%)減少1.5%至2025年底的39,630億港元(佔總資產的11.5%)(表5.D)。認可機構的內地相關貸款的總特定分類貸款比率⁵⁶由六個月前的2.16%進一步下降至2025年底的1.94%。

表 5.D
內地相關貸款

十億港元	2025年 6月	2025年 9月	2025年 12月
中國內地相關貸款	4,024	3,966	3,963
中國內地相關貸款(不包括貿易融資)	3,802	3,751	3,733
貿易融資	222	214	230

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。

信貸風險宏觀壓力測試⁵⁷

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及企業衝擊。表5.E使用截至2025年第4季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊⁵⁸和一種企業衝擊下，零售銀行於2027年第4季的模擬信貸虧損比率。根據在受壓情況下的估算，在各種假定的衝擊後兩年內，預期平均信貸虧損將處於溫和水平，介乎0.85%(物業價格衝擊及利率衝擊)至1.24%(香港本地生產總值衝擊)之間。

⁵⁶ 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

⁵⁷ 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中一個經優化的框架計算得出。本報告中的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

⁵⁸ 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了2019年第3季至2020年第2季間經濟顯著下行的情況。

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五類受壓情境下都會上升，介乎2.23%（物業價格衝擊）至3.10%（香港本地生產總值衝擊）之間。

表 5.E
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值¹

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 ²	0.66	1.75
受壓情境 ³		
香港本地生產總值衝擊	1.24	3.10
物業價格衝擊	0.85	2.23
利率衝擊	0.85	2.25
中國內地國內生產總值衝擊	1.05	2.61
企業衝擊	1.19	2.90

註：

- 有關評估將2025年第4季的經濟狀況假設為當前環境。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2026年第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由2026年第1季開始連續四個季度平均而言每季減少12%。
 - 利率衝擊：實質利率自2026年第1季開始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2026年第1季起連續四個季度為2%。
 - 企業衝擊：假設在香港上市的公司發生流動性及盈利衝擊，具體而言所有公司的短期債務在第一年無法展期，同時所有公司的收入在受壓期間的第一年按年減少50%。這些衝擊對公司違約概率中位數的估算影響會作為壓力測試的輸入值。

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，香港銀行業於回顧期內仍然保持穩健。然而，若干下行風險因素，包括全球貿易爭端的不明朗因素、未來美國利率走勢、地緣政治風險以及本地經濟發展狀況，仍會對香港銀行業構成挑戰。

首先，貿易緊張局勢及關稅政策的不確定性進一步加劇，將持續拖累全球經濟前景。具體而言，雖然美國最高法院已裁定不得依據《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)徵收關稅，但美國政府隨即援引第122條法例，在全球範圍內實施為期最長150天的15%關稅。此外，美國政府仍可動用多項其他獲授權的法規，使平均有效關稅率維持在類似水平。不過，這項關稅調整將導致各國及行業的關稅結構出現重大變化，為全球經濟（包括亞洲經濟體）帶來新的貿易政策不確定性來源。

其次，未來美國減息步伐仍不明朗。除美國勞工市場狀況及通脹風險外，聯邦公開市場委員會即將發生的成員變動亦可能影響美國的貨幣政策框架及減息步伐。美國進一步減息傳導至港元多個利率的程度可能會存在分別，可能為銀行的淨息差前景帶來影響。具體而言，鑑於港元最優惠利率通常與港元儲蓄存款利率同步調整，而後者目前已接近於零的水平，最優惠利率接下來的下調幅度應不會與美國利率相同。而美國利率再下調對香港銀行同業拆息（尤其是短期拆息）的傳導效應則可能較顯著。

鑑於銀行的貸款組合中有相當部分是參考香港銀行同業拆息定價，若美國政策利率降幅超出預期並傳導至香港銀行同業拆息，可能會影響銀行的淨利息收入及其盈利。

地緣政治風險，尤其是近期中東地區的軍事衝突，亦值得密切關注。鑑於香港銀行業對該地區的跨境風險敞口相對不大⁵⁹，其直接影響應屬可控；然而，若衝突持續，可能會擾亂全球能源供應鏈，並對全球經濟增長構成下行壓力。

在本地方面，雖然香港整體經濟增長在2025年保持穩健，但部分行業繼續面對挑戰，可能拖累企業借款人的還款能力。例如，商用物業市場因空置率高企而繼續面對挑戰，而零售業方面，儘管最近數月的零售銷售有改善跡象，但復甦步伐依然緩慢。因此，銀行應在信貸風險管理上保持警惕，並密切監察相關行業企業借款人的財務基礎。

然而，鑑於穩健的資本及流動性狀況，加上充足的撥備金額，香港銀行業有足夠能力抵禦這些下行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。2024年10月18日公布的最新適用於香港的CCyB比率為0.5%。⁶⁰

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，綜合以下數據而定出：(i) 信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距；(ii) 住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距；及(iii) 正值中性CCyB。⁶¹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。⁶²

根據基於2025年第4季數據所作的最新評估，以及根據經修訂IRC公式計算所得的正值中性CCyB⁶³，IRC反映CCyB比率應為1%。根據作出決定時所有可得數據作出的預測顯示，在取得2026年第1季所有相關數據後，IRC較大可能反映CCyB比率應為1%。

⁵⁹ 截至2025年12月底，香港銀行業對中東司法管轄區的對外債權總額為7,930億港元，佔全部對外債權總額的4.4%。

⁶⁰ 詳情請參閱2024年10月發給認可機構的CCyB公布(<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-legislation-policies-and-standards-implementation/countercyclical-capital-buffer-ccyb/>)。

⁶¹ 本港現時的正值中性CCyB為1%，自2024年4月1日起生效，是IRC的下限，有助確保提供足夠緩衝，以應付可能出現的外來系統衝擊。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 (英文版)。

⁶² 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利、資產質素及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

⁶³ 根據於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IRC設定下限的正值中性CCyB。

銀行業表現

經同時參考一系列全面參考指標和在2026年3月作出決定時可取得的所有相關資料，定量指標顯示本地經濟過熱風險受控。然而，考慮到兩個主要差距指標處於顯著負值的近期趨勢，金融管理專員認為適宜將CCyB比率維持在當前水平。

表 5.F
香港適用的CCyB比率相關資訊

	24年 10月18日	25年 第4季	26年 第1季
經發佈CCyB比率	0.5%		
生效日期	24年10月18日		
初始參考計算值	1.00%	1.00%	1.00%
巴塞爾共用參考指引	0.00%	0.00%	0.00%
物業緩衝資本指引	0.00%	0.00%	0.00%
綜合CCyB指引	0.00%	0.00%	0.00%
正值中性CCyB	1.00%	1.00%	1.00%
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	-35.2%	-42.4%	-43.7%
物業價格／租金差距	-25.6%	-26.8%	-24.8%

註：

- 各項CCyB指引的數值以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發佈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）。如果有CCyB發佈，發佈日期會顯示於相應欄頂。如果沒有CCyB發佈，欄頂則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。
- 根據自2024年4月1日起生效的經修訂CCyB框架，2.5%的上限適用於綜合CCyB指引，而非巴塞爾共用參考指引及物業緩衝資本指引（有關公式及解釋的詳情，請參閱《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。

表 5.G
銀行業的主要表現指標¹(%)

	12/2024	9/2025	12/2025
利率			
1 個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數)	4.32	2.07	3.19
3 個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	4.34	2.47	3.32
最優惠貸款利率 ³ 與 1 個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	1.16	3.16	1.85
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)	1.13	2.77	1.72
綜合利率 ⁴	2.24	1.19	1.36
所有認可機構			
資產負債表狀況⁵			
存款總額	+1.2	+2.4	+1.5
港元	+0.4	-2.7	-0.3
外幣	+1.9	+6.5	+2.8
貸款總額	-0.7	-0.9	+0.7
本地貸款 ⁶	-0.1	-0.4	+0.2
在香港境外使用的貸款 ⁷	-2.3	-2.3	+2.0
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	+2.4	-6.3	+13.4
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	+1.4	+1.1	+0.9
資產質素			
佔貸款總額百分比 ⁸			
合格貸款	95.88	95.85	95.87
需要關注貸款	2.15	2.17	2.12
特定分類貸款 ⁹ (總額)	1.96	1.98	2.01
特定分類貸款 (淨額) ¹⁰	1.21	1.25	1.30
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	1.55	1.60	1.54
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率 (總額) ¹¹	2.37	1.99	1.94
流動性比率 (綜合)			
流動性覆蓋比率 — 適用於第 1 類機構 (季度平均數)	178.4	171.2	165.6
流動性維持比率 — 適用於第 2 類機構 (季度平均數)	67.0	66.7	68.3
穩定資金淨額比率 — 適用於第 1 類機構	143.4	142.6	141.0
核心資金比率 — 適用於第 2A 類機構	186.7	195.3	189.5
零售銀行			
盈利			
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)	0.22	0.18	0.21
淨息差 (有關年度截至該月止以年率計)	1.52	1.47	1.52
成本與收入比率 (有關年度截至該月止)	38.2	37.1	38.3
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.11	0.13	0.14
信用卡貸款			
拖欠比率	0.35	0.39	0.35
撇帳率 — 按季年率計	2.30	2.57	2.50
— 有關年度截至該月止以年率計	2.18	2.46	2.37
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率 (綜合)			
普通股權一級資本比率	17.9	20.1	20.7
一級資本比率	19.9	22.4	23.0
總資本比率	21.8	24.4	25.1
槓桿比率	8.0	7.9	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在香港以外的分行及主要附屬公司。
- 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 商業數據通對香港中小企業信貸投放的成效評估

引言⁶⁴

中小企業在獲取銀行信貸面臨的其中一個主要障礙是缺乏充足和及時的財務數據。由於數據不足限制銀行準確評估中小企業信用狀況的能力，這可能會導致中小企業面臨更高的貸款利率以及更嚴格的抵押品要求。

作為金管局「金融科技 2025」策略的舉措之一，於 2022 年 10 月推出的「商業數據通」(Commercial Data Interchange, CDI) 有助緩解數據缺乏的限制，從而支援中小企獲得銀行融資。商業數據通是一個以授權為基礎的數據共享平台，容許借款人在申請銀行貸款時，透過授權數據提供者向銀行分享其商業及財務相關數據 (例如電子商貿銷售、支付紀錄等)。⁶⁵ 透過改善銀行獲取中小企客戶數據的渠道，商業數據通有助減少信息差距，使銀行能更有效地評估借款人的信貸狀況，從而促使銀行提供更優惠的貸款條件。

在此背景下，本專題透過利用從金管局 Granular Data Reporting (GDR) 資料庫獲取的中小企貸款樣本，以及各銀行使用商業數據通數據的情況，實證分析商業數據通對中小企貸款條件 (包括貸款利率及抵押品要求的數目) 的影響。

數據與研究方法

我們的分析聚焦於 2022 年 1 月至 2025 年 3 月期間以港元計價的新批出中小企貸款。⁶⁶ 為更有效識別商業數據通與其他政策措施的影響，我們在樣本中剔除了在「中小企融資擔保計劃」或「中小企貸款擔保計劃」

下獲擔保的貸款。此外，我們僅保留具備借款人財務數據的貸款，以便在分析中分別出借款人信用風險特徵的影響。我們的最終樣本包含了約 8 萬宗來自 16 家零售銀行在樣本期間內新批出的中小企貸款。

由於我們樣本中的所有銀行均為商業數據通的參與機構，我們首先根據各銀行的商業數據通使用情況 (以自平台推出以來累計進行的應用程式介面 (API) 調用次數衡量) 將其分為兩組：第一組為較積極使用商業數據通的六家主要銀行 (稱為「CDI 銀行」)，第二組則為樣本中其餘的銀行。

為識別商業數據通的影響，我們採用迴歸模型比較商業數據通推出前後，兩組銀行在中小企貸款條件上的差異，並剔除了其他因素 (包括貸款類型、借款人及銀行層面的不同特徵) 對貸款條件的影響。⁶⁷ 由於分析已將貸款條件的其他關鍵決定因素 (如借款人信用風險狀況及銀行資產負債表結構) 納入考量，兩組銀行之間的貸款條件差異均可歸因於商業數據通的影響。

⁶⁴ 詳情請參閱 Ho et al. (2026)：《商業數據通對香港中小企業信貸投放的成效評估》，金管局研究備忘錄 01/2026。

⁶⁵ 詳情請參閱「商業數據通」專線網頁 (<https://cdi.hkma.gov.hk>)。

⁶⁶ 為了更清楚識別商業數據通的效果，我們剔除了與它關係不大的貸款類型，例如信用卡欠款、透支和按揭貸款。

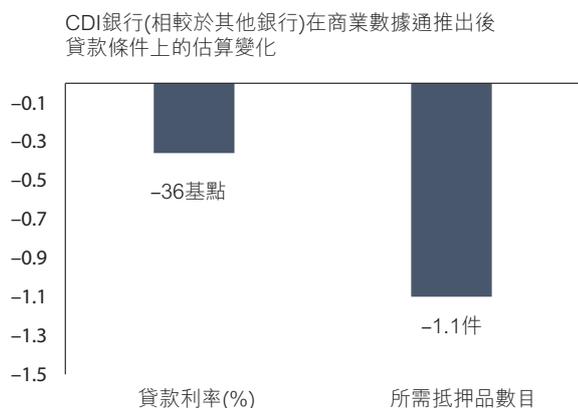
⁶⁷ 在分析中，我們控制了銀行資產負債表的特徵，當中包括銀行資產的對數值、存款與資產比率、貸款與資產比率，以及普通股一級資本 (CET1) 充足空間。這些變數分別用於反映銀行的規模、資金結構、業務模式及放貸能力。相關數據取自香港銀行向金管局提交的監管申報表。

實證結果

CDI銀行在商業數據通推出後是否為中小企提供了更優惠的貸款條件？

圖B4.1展示了估算結果。整體而言，研究結果顯示，透過商業數據通獲取更充足的借款人數據，有助促使銀行為中小企借款人提供更優惠的貸款條件。具體而言，與其他銀行相比，CDI銀行在商業數據通推出後，平均向中小企借款人收取較低的貸款利率（低36個基點），並要求較少的抵押品數目（減少1.1件）。這些估算結果分別相當於利率和抵押品數目樣本均值下降約6%和22%，反映估算影響在經濟層面上具有顯著意義。

圖 B4.1
商業數據通對貸款條款的估算影響



註：這些估算結果在統計上達到10%或更低的顯著水平。

商業數據通對不同類別中小企借款人的影響是否有所不同？

如前所述，貸款條件的改善可能由於銀行能透過商業數據通獲取中小企借款人更充足的資料，從而減少信息差距的情況所致。若此信息渠道是商業數據通產生作用的主要原因，我們預期那些較容易透過數據提供者分享其各種營運數據的借款人，其貸款條件的改善幅度應會更為顯著。

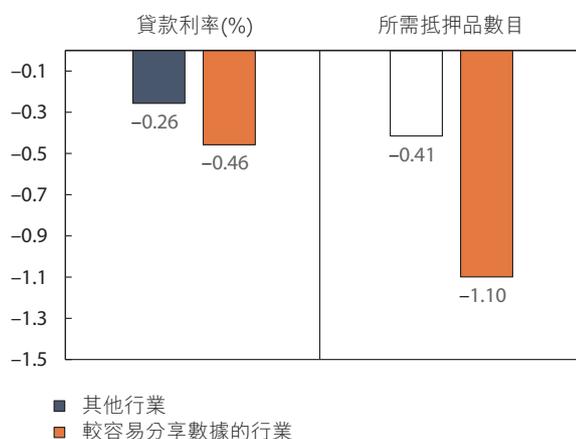
雖然我們的數據集並未包含此類資料，但參考商業數據通官方網站列出的應用案例，我們觀察到某些行業的借款人更容易分享有關數據（稱為「較容易分享數據的行業」）。這些行業包括零售業、進出口業、郵政及速遞業、倉儲及支援服務業，以及餐飲及住宿業。

為測試我們的假設，我們分別對兩類貸款組別重新進行迴歸分析，即對較容易分享數據的行業的貸款以及其他行業的貸款。圖B4.2顯示估算結果。圖中橙色柱顯示對較容易分享數據行業的貸款的估計，藍色柱則代表對其他行業貸款的估計。

結果跟我們的推測一致：對於較容易分享數據的行業，商業數據通帶來的效果相比其他行業更為顯著。例如，較容易分享數據的行業的貸款利率降幅相比其他行業多約20個基點（即左側圖表中橙色柱與藍色柱的差距）。同樣地，對抵押品數目要求的影響在較容易分享數據的行業的貸款中也更為顯著；相比之下，其他行業的抵押品數目要求降幅在統計學上並不明顯。

圖 B4.2
商業數據通對貸款條件的估算影響 (按借款人所屬行業劃分)

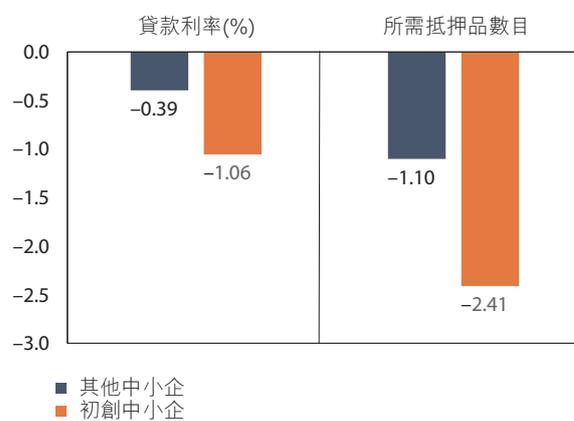
CDI銀行(相對於其他銀行)在商業數據通推出後貸款條件上的估算變化



註：在 10% 或以下顯著性水平下具有統計顯著性的結果以藍色顯示，統計上不顯著的结果則以無填色柱顯示。

圖 B4.3
商業數據通對貸款條件的估算影響 (按企業成立年期劃分)

CDI銀行(相對於其他銀行)在商業數據通推出後貸款條件上的估算變化



註：在 10% 或以下顯著性水平下具有統計顯著性的結果以藍色顯示，統計上不顯著的结果則以無填色柱顯示。

除了借款人行業外，進一步分析顯示，商業數據通對初創中小企借款人(即成立不足五年的公司)的估算影響亦比其他中小企較為顯著(見圖 B4.3 中的橙色柱)。相對經營年期較長的中小企業，初創企業通常更缺乏充足的財務往績供銀行評估，其信用狀況亦較難準確判斷。因此，推出商業數據通所帶來的數據改善能更有效地縮小此類借貸人的信息差距，使其貸款條件的改善幅度比其他中小企更為顯著。

然而，由於我們數據樣本中的初創中小企借款人數目並不多，相關估算結果應小心解讀。

結論

利用於 2022 年 1 月至 2025 年 3 月期間新批出的中小企貸款，以及各間個別銀行使用商業數據通的情況的資料，本專題顯示銀行能利用商業數據通有效減少數據信息差距的限制，從而為中小企借款人提供更優惠的貸款條件。

進一步分析顯示，估算的效益對較容易將數據分享至商業數據通的借貸人以及初創中小企而言尤為顯著。這表明，若銀行與中小企更廣泛地採用商業數據通，能有助於解決數據缺乏的限制，從而支援香港的中小企獲得銀行貸款。這些結果亦突顯持續拓展商業數據通數據連接的重要性，以及與銀行業界緊密合作以充分運用該平台，提升數據分析能力並開發更多實際應用場景的重要性。⁶⁸

最後，須注意的是，由於我們的分析存在若干數據限制⁶⁹，例如僅依賴部分中小企貸款樣本，我們應謹慎解讀結果，特別是關於量化估算的部分。

⁶⁸ 2025年4月，香港金融管理局成立「Cargo^x項目專家小組」，開展為期多年的公私合作計劃。該項目旨在利用貨運數據及商業數據通數據基礎設施，支持中小企的貿易融資。銀行可在借款人的授權下，透過商業數據通平台獲取中小企的貿易價值及營商狀況等資訊，從而優化貿易融資的審批流程，相比提交傳統紙本貨運證明文件為快。

⁶⁹ 首先，我們的樣本僅涵蓋具有借款人財務數據的部分貸款。其次，本研究對識別商業數據通的影響，是基於比較積極使用商業數據通的銀行與其他銀行所提供的貸款條件，而非基於貸款層面的比較。

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。

©2026 香港金融管理局

本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站 www.hkma.gov.hk 查閱。

香港金融管理局

香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓

電話: (852) 2878 8196

傳真: (852) 2878 8197

電郵: publicenquiry@hkma.gov.hk

www.hkma.gov.hk