

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。

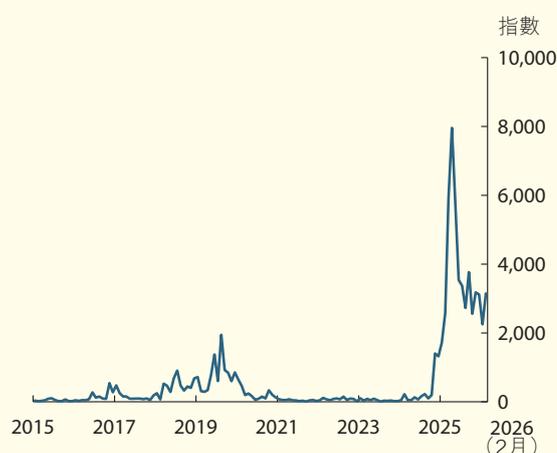
而在大西洋彼岸，受穩健的內需所支持，歐元區於 2025 年下半年穩步增長，通脹率接近 2% 的政策目標。與此同時，日本經濟增長放緩，通脹壓力仍然持續。

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。

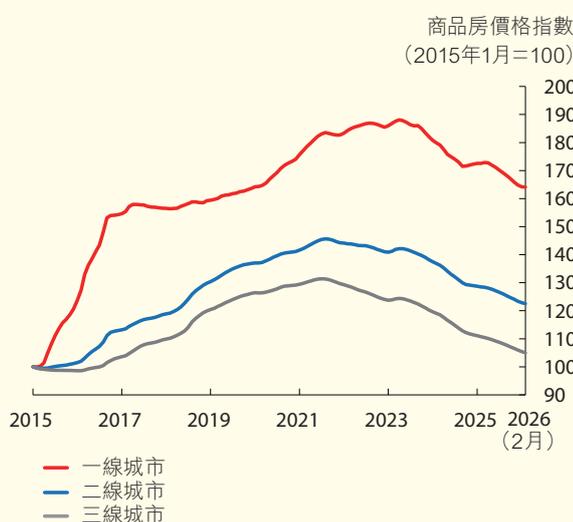
⁵ 在 2026 年政府工作報告中，官方預算赤字目標維持在國內生產總值 4% 的較高水平。其他支持政策包括 (i) 設立 1000 億元財政金融協同專項資金，支持擴大內需，以及 (ii) 擴大新型政策性金融工具至 8000 億元以支持投資。

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

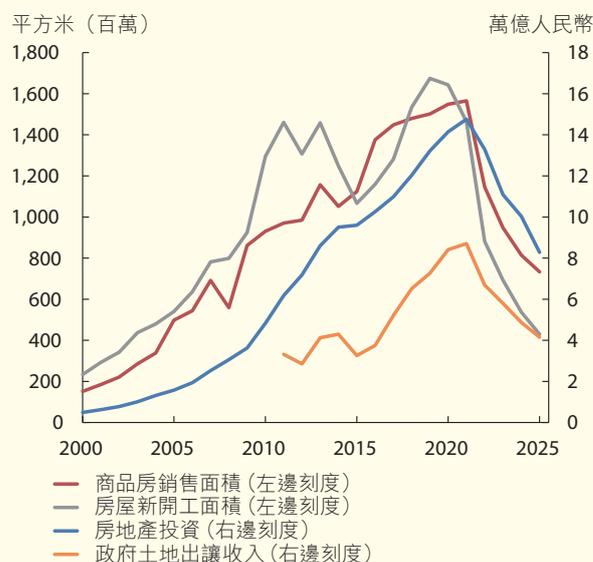
內地房地產市場於2025年下半年及2026年初仍然疲弱。各線城市樓價持續錄得環比下跌(圖2.5)，而銷售、投資及建設等房地產市場活動仍然低迷(圖2.6)。對此，當局維持支持性政策立場⁷，繼續強調穩定房地產市場，實施控增量、去庫存、優供給的策略。政府亦從改善民生的角度推動房地產業高質量發展，涵蓋高質量城市更新、「好房子」及保障性住房等舉措。

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。

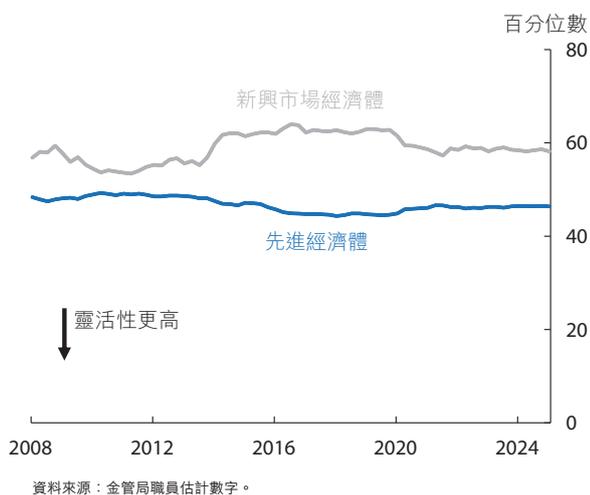
¹¹ Altman, E. I.(1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.

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



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。

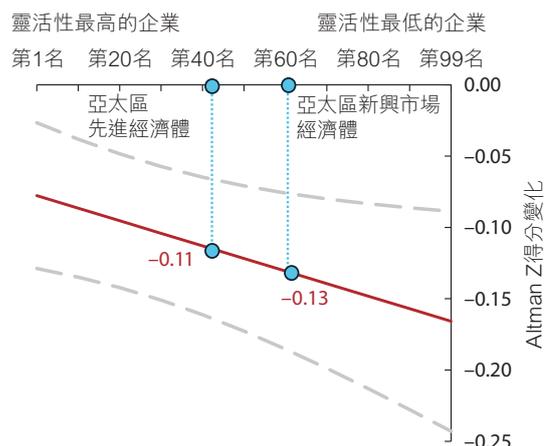
1) GEPU、營運靈活度與企業財務表現

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，營運靈活度可顯著舒緩此影響：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。

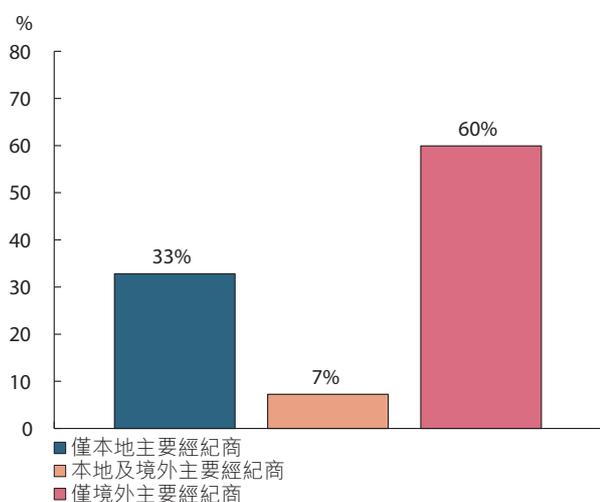
¹⁶ 歐元區政府債券方面，請參閱 Bassi et al.(2024)“Financial stability risks from basis trades in the US Treasury and euro area government bond markets”；美國國債方面，請參閱 Glicoes et al.(2024)“Quantifying Treasury cash-futures basis trades”。

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。

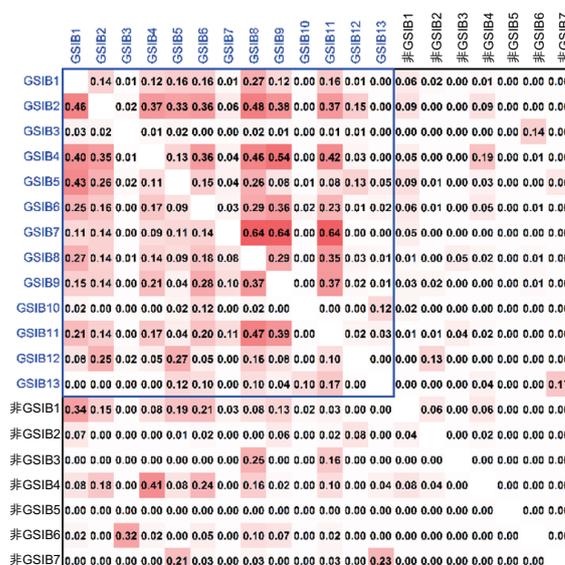
3) 具全球系統重要性銀行的風險敞口較為集中

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。