4. 貨幣及金融狀況

港元匯率繼續貼近強方兑換保證水平,而強方兑換保證在2020年9月至10月期間多次被觸發。港元需求強勁主要受到股票相關的資金需求帶動,包括來自暢旺的新股集資活動,以及經滬港通和深港通的南向資金流入。隨著總結餘增加至逾4,500億港元,香港銀行同業拆息全面回落。儘管與新型冠狀病毒疫情發展、經濟復甦步伐及中美關係持續緊張相關的不明朗因素,或會加劇資金流波動,但香港擁有充足的外匯儲備及穩健的銀行體系,有能力抵禦資金流波動帶來的壓力。

4.1 匯率及資金流

港元匯率貼近強方兑換保證水平,主要受到股票相關的資金需求帶動,包括來自暢旺的新股集資活動,以及經滬港通和深港通的南向資金流入(圖4.1)。雖然部分首次公開招股募集所得資金被匯走,但由於本港股票市場氣氛轉旺,以及市場預期接近年底時資金需求上升,港元匯率於11月及12月維持在7.7505至7.7544之間窄幅上落。隨著2021年首兩個月的集資活動持續活躍(圖4.2),2021年2月26日港元兑美元匯率收報7.7568。整體而言,港元交易繼續暢順有序。

於回顧期內,強方兑換保證多次被觸發引致總結餘增加,反映有大量資金流入港元。於2020年9月至10月,強方兑換保證被觸發47次。根據聯繫匯率制度的設計,金管局合共售出2,633億港元,使總結餘由8月底的1,931億港元增加至2月底的4,575億港元(圖4.3)。強方兑換保證在2020年全年合共被觸發85次,累計流入3,835億港元。

從跨境角度分析,存款總額增加,由此可見並無跡象顯示有大量資金流出本港銀行體系。28 與此同時,最新的國際收支平衡數字顯示,非居民的直接投資在

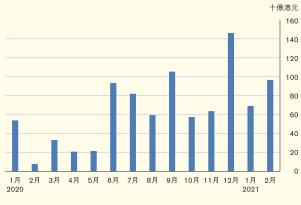
2020年第4季繼續流入香港,並沒有顯示任何異常 的資金流動。

圖**4.1** 港元匯率



資料來源:金管局。

圖**4.2** 於香港交易所(港交所)籌集的股票資金



資料來源:港交所。

²⁸ 有關本港存款增長的詳細分析,請參閱第4.2節。

圖**4.3** 總結餘及外匯基金票據及債券



於回顧期內,港元的名義有效匯率指數大致跟隨美元 兑主要貨幣偏軟而下跌(圖4.4)。由於香港與其貿易 夥伴之間的通脹率差距甚小並對港元實質有效匯率指 數影響有限,港元實質有效匯率指數的走勢大致跟隨 名義有效匯率指數的走勢。

圖**4.4** 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,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。

展望未來,與疫情發展、經濟復甦步伐及中美關係持續緊張相關不明朗因素,或會加劇資金流的波動。香港作為國際金融中心,各種集資活動(例如新股集資)在香港進行,因而有大量資金流入及流出香港。一方面,相關集資活動可以吸引國際投資者將資金轉移到香港。另一方面,上市公司所籌集的資金其後可

能會因業務需要而轉離香港。香港擁有充足的外匯儲 備及健全的銀行體系,有能力抵禦資金流的波動而不 致影響金融穩定。

4.2 貨幣環境及利率

在資金不斷流入港元的情況下,本港的貨幣環境於 2020年下半年及最近幾個月保持寬鬆。自 2020年 6月底以來的八個月內,港元貨幣基礎增加 20.8% (圖 4.5)。按組成部份分析,貨幣基礎在此期間增加 是反映強方兑換保證被多次觸發而引致總結餘增加。 另一方面,其他組成部份,包括負債證明書、政府發行的流通紙幣及硬幣,以及未償還的外匯基金票據及債券,仍然相對穩定。

圖**4.5** 貨幣基礎的組成部份



於回顧期內,大型新股集資活動令新股認購貸款所衍生的港元存款增加,故港元廣義貨幣(港元M3)及其港元存款組成部份在2020年7月至10月及2021年1月期間顯著上升(圖4.6)。隨著新股集資活動結束以及客戶償還新股認購貸款,港元存款及廣義貨幣在2020年年底回復至正常水平。踏入2021年1月,港元M3再次大幅增加,主要是由1月底的大型新股集資活動所帶動。整體而言,自6月底以來的七個月期間,港元M3增長21.7%,若撇除1月底新股集資活

動的影響,港元M3則溫和增長9.1%。根據對應資產分析,若撇除新股認購貸款,港元M3的增長主要是由於強方兑換保證被觸發帶動貨幣基礎增加所致(圖4.7)。作為港元M3的主要組成部分,港元存款同期上升22.9%,若撇除1月底新股集資活動的影響,港元存款則溫和增長9.1%。雖然港元定期存款因低存款利率而錄得跌幅,但被部分由投資需求帶動的活期及儲蓄存款的迅速增長全數抵銷。

圖**4.6** 按貨幣劃分的認可機構存款

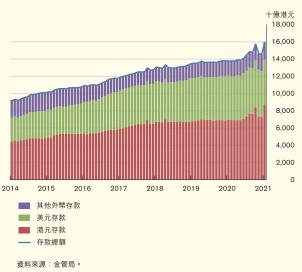
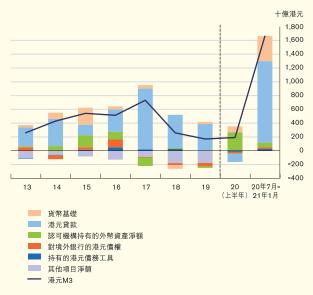


圖 4.7 港元 M3 及對應資產變動



註:貨幣概覽中的港元 M3 乃經過調整,以計及外幣掉期存款。 資料來源:金管局職員估計數字。 整體外幣存款自6月底以來的七個月期間穩步增長3.6%。美元存款微跌0.3%,部分反映美元疲弱,而同期其他外幣存款強勁增長15.5%,主要反映人民幣存款增加。整體而言,由於新股集資活動引起港元存款短期波動,認可機構的存款總額於回顧期內大幅上升13.2%(圖4.6)。撇除1月底的新股集資活動,存款總額溫和增長6.4%。須注意的是,由於按月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,因此應小心詮釋統計數字。

隨著總結餘增加,香港銀行同業拆息於回顧期內整體 保持在極低水平(圖4.8)。雖然2020年下半年有大 型新股集資活動,但由於銀行體系的流動性充裕,香 港銀行同業拆息並未出現大幅波動。整體而言,本港 的銀行同業市場繼續運作正常。

圖**4.8** 港元與美元銀行同業拆息



港元收益率曲線大致跟隨美元收益率曲線的走勢,於回顧期內變得陡峭,短期債券收益率下降,而長期債券收益率上升(圖4.9)。相較於6月底,3年期香港政府債券收益率微跌4個基點至2月底的0.23%,而10年期香港政府債券收益率同期上升67個基點至1.30%。

圖 **4.9** 政府債券收益率、綜合利率及新造按揭平均貸款利率



資料來源:金管局及職員估計數字。

零售層面的港元利率主要隨港元銀行同業拆息下跌。 反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率,由6月 底的0.71%進一步下跌至2021年2月底的0.23% (圖4.9)。由於資金成本降低,新造按揭的平均貸款 利率亦由2020年6月的2.02%降至2021年1月的 1.56%,大致跟隨1個月香港銀行同業拆息的走勢。 另一方面,零售銀行的最優惠貸款利率於回顧期內維 持不變,介乎5.00%至5.50%之間。

在聯繫匯率制度下,港元利率受到美元利率的影響。 鑑於美國利率長期低企,港元利率應會繼續保持在低位,並因資本市場活動及季節性流動性需求而間中波動。面對極不明朗的宏觀金融環境,銀行體系充裕的流動性應能提供足夠緩衝,以維持香港的貨幣及金融穩定。

離岸人民幣銀行業務

離岸人民幣(CNH)及在岸人民幣(CNY)兑美元匯率 自5月底以來轉強(圖4.10),大致反映中國內地的經 濟前景較世界其他地區為佳,以及美元疲弱。富時羅 素於9月底宣布將內地國債納入世界政府債券指數, 投資需求進一步支撐人民幣走強。於回顧期內大部分 時間,離岸人民幣匯率相較在岸人民幣匯率存在溢 價,於第4季平均溢價約為100點,按歷史標準而言仍屬溫和。

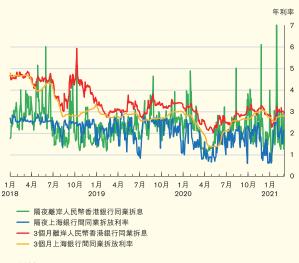
圖**4.10** 在岸及離岸人民幣匯率



資料來源:彭博。

於回顧期內,離岸人民幣同業市場的流動性狀況保持穩定。雖然隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息因偶爾的北向匯款需求,以及接近年底時的季節性流動性需求而出現短暫波動,但大多數時間維持在4%以下(圖4.11)。3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息跟隨在岸人民幣利率於12月下旬回落,其後於1月下旬再次上升,部分原因是在岸流動性趨緊及季節性因素所致。

圖4.11 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。

2020年下半年,香港的離岸人民幣資金池繼續保持增長趨勢。自第4季以來,人民幣存款增速加快,某程度上反映人民幣升值及人民幣相對其他貨幣的利率較高。相對於2020年6月底,人民幣客戶存款及存款證餘額增長速度加快,於2021年1月底達8,263億元人民幣,增幅21.9%(圖4.12及表4.A)。其中,人民幣客戶存款增長24.7%,主要受公司客戶存款強勁增長所帶動。另一方面,存款證餘額同期減少25.0%。

圖**4.12** 香港的人民幣存款及存款證

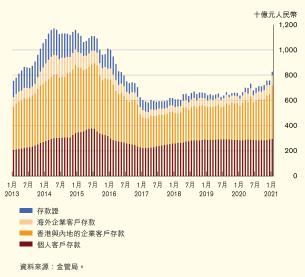


表 **4.A** 離岸人民幣銀行業務統計

	2019年12月	2021年1月
人民幣存款及存款證(十億元人民幣)	658.0	826.3
其中:		
人民幣存款(十億元人民幣)	632.2	797.7
人民幣存款佔存款總額(%)	5.1	6.0
人民幣存款證(十億元人民幣)	25.8	28.6
未償還人民幣貸款(十億元人民幣)	153.7	159.2
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	204	206
應付海外銀行的金額(十億元人民幣)	76.3	102.7
應收海外銀行的金額(十億元人民幣)	95.4	125.6
	2019年	2020年
香港人民幣貿易結算(十億元人民幣)	5,376.3	6,324.1
其中:		
由內地匯入至香港(十億元人民幣)	2,604.1	2,827.7
由香港匯出至內地(十億元人民幣)	2,211.7	2,955.0
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)	1,133.9	1,191.5

資料來源:金管局。

至於其他人民幣業務,自2020年6月底起的七個月期間,人民幣貸款餘額下降2.4%至1,592億元人民幣。另一方面,香港的人民幣貿易結算繼續強勁增長。在2020年7月至2021年1月的七個月期間,本港銀行處理的交易額達37,695億元人民幣,較上年同期增長16.7%。在相關交易中,由香港匯出至內地的匯款增幅較由內地匯入香港的匯款增幅為高(圖4.13)。香港擁有龐大的人民幣資金池,足以繼續支撐大量人民幣支付及金融交易。在2020年全年,人民幣即時支付結算系統(RTGS)的每日平均交易量高達11,915億元人民幣,而2019年為11,339億元人民幣。

圖**4.13** 人民幣貿易結算匯款



資料來源:金管局。

香港離岸人民幣業務的發展將繼續取決於內地的經濟 前景、中美緊張的關係,以及新型冠狀病毒疫情的發 展。香港擁有高效的金融基建,為投資者提供眾多連 結內地的跨境資金流通渠道,隨著內地資本賬持續開 放、國際投資者對人民幣資產的需求增多,以及「一 帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作 的深化,香港離岸人民幣業務預期將會受惠。

資產市場

香港股市經過回顧期初的大幅調整後反彈。本港股市上漲受惠於全球股市回升以及內地投資 者透過港股通積極買入港股。與此同時,港元及離岸人民幣債券市場在2020年下半年穩定 擴張。儘管住宅物業市場大致保持平穩,但非住宅物業市場在疫情持續下仍然疲弱。

4.3 股市

受惠於全球股市強勁增長及南向資金買盤的積極支 持,本港股市經2020年9月大幅調整後,於回顧期 內反彈。自2020年第4季以來,雖然大多數發達經 濟體在疫情重複爆發下採取新的封鎖措施,但全球股 市仍然向好,原因在於主要經濟體前所未有的貨幣寬 鬆措施持續支持資產市場。更重要的是,投資者對疫 苗研發所取得的積極進展持樂觀態度,認為這可能有 助加快全球經濟復甦。回顧期內,全球股市進一步受 到地緣政治不明朗因素的減少所支持, 這些不明朗因 素包括美國總統大選塵埃落定後,美國政府在進一步 財政刺激措施方面取得進展;另外,英國與歐盟亦在 12月最後期限之前達成脱歐後的貿易協定。

踏入2021年,雖然特朗普政府簽署行政命令禁止美 國投資者持有與中國軍方有關聯企業的股份,美國證 券交易所亦作出相應除牌公告。但在港股通南向資金 強勁買盤的帶動下,恒生指數大致維持升勢。恒指於 2月中旬突破31,000點創32個月新高之後,於回顧 期末在估值過高的憂慮和美國加息或會早於預期出現 等壓力下進行整固。

整體而言,由2020年9月至2021年2月,本港股 市上漲15.1%,而摩根士丹利國際資本世界指數同 期上升10.5%(圖4.14)。期權引伸波幅於回顧期初 一度急升,其後隨著市場回復平靜而下跌。然而, 偏斜指數於期末反彈,反映投資者再次憂慮尾端風 險進一步升級,故願意支付更多費用以對沖下跌風險 (圖4.15)。29

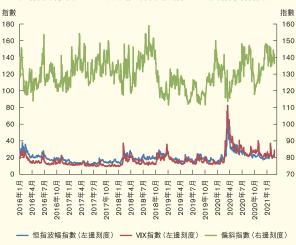
圖 4.14 股票價格及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源:彭博及路透社。

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。隨著偏斜升至100以上,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 ·

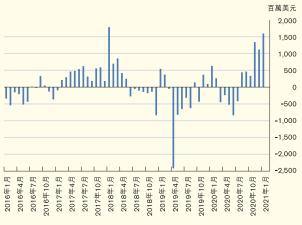
圖 4.15 恒指及標普500的期權引伸波幅,以及偏斜指數



資料來源:彭博及路透社。

隨著風險胃納改善,本港股市自2020年9月以來錄 得資金淨流入,於2020年9月至2021年1月期間共 錄得淨流入總額48.501億美元,是2年多以來最好 表現的五個月(圖4.16)。自2019年3月以來,通過 滬港通及深港通計劃的南向淨買入金額持續增長。於 回顧期內,累計的南向淨買入金額增加42.2%至 21.195 億港元,並於2月底達到歷史高位,同時南向 淨買入金額於2021年1月也創紀錄新高,突破了 3.000 億港元(圖4.17)。

圖 4.16 香港的股票市場資金淨流入



資料來源:EPFR Global

圖 4.17 透過股市互聯互通機制的淨流動



註: 南向淨買入金額指滬港涌及深港涌淨買入額的總和。 資料來源:CEIC、港交所及金管局職員估計數字。

在一級市場上,按所籌集資金計香港的首次公開招股 在2020年錄得持續增長。全年共有154宗新股上市, 合共籌集資金3.975 億港元(圖4.18),較2019 年增 長27.05%。2020年,香港交易所(港交所)在全球 公開招股市場排名第二,部分原因是越來越多內地公 司尋求在香港二次上市。去年,共有八家在美國上市 的內地公司在香港完成二次上市,集資總額為1,279 億港元。

圖 4.18 香港首次公開招股市場



展望未來,本地股市的前景仍將受疫情發展及其相關的不明朗因素所籠罩。全球經濟增長及市場情緒更視乎疫苗推出的速度及功效而定。此外,中美關係的不明朗因素可能會冷卻市場情緒,或會對本港股市產生重大影響。因此,本港股市仍容易受到外圍環境波動的影響。

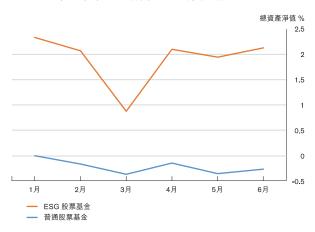
股市的最新發展亦表明,環境、社會及企業管治 (ESG)因素在股票估值方面扮演越來越重要的角色。 事實上,研究發現ESG股票基金在疫情期間對市場波動具有相對較強的適應力,表明ESG因素在不同公司股票估值方面存在顯著的辨別作用。專題3使用香港上市公司發布的ESG報告樣本研究ESG披露對股票估值的影響。研究表明,企業面臨的ESG風險是其股票估值存在不明朗因素的重要原因之一,而透過披露ESG相關資訊可以有效減少相關的不明朗因素。

專題3 ESG披露對股票估值的影響

引言30

ESG投資是指在投資決策過程中除了考慮財務因素外,亦會考慮與ESG問題相關的非財務因素。ESG股票基金在面對新型冠狀病毒疫情下的市場動盪具有較強的適應力(圖B3.1),表明ESG因素對不同公司股票估值具有顯著的辨別作用。與此相關的是,ESG相關風險披露不足會局限投資者正確地評估這些風險的能力。這令ESG披露不足成為對金融穩定構成風險的原因之一,因為股票市場或會較易受到ESG風險引致的突然價格調整的影響。

圖 B3.1 2020 年上半年 ESG 股票基金的資金流入量



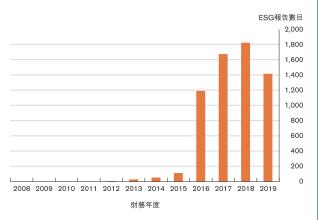
注意:普通及ESG股票基金是按資料來源所劃分。 資料來源:EPFR。

本專題集中研究在香港交易所上市的公司,檢視它們的 ESG 披露會否影響其股價的資訊效率性及波動性。 從理論上說,較透明的 ESG 披露可以減少上市公司與 投資者之間的資訊不對稱,促進市場的價格發現功 能。ESG 披露亦可透過減少公司因面對 ESG 風險產生 的不明朗因素而降低其股價波動性。

數據及方法

我們由上市公司的年度ESG報告獲取它們ESG相關的資訊。ESG報告的發布數目自2016年實施ESG「不遵守就解釋」的披露要求後已增加九倍,並繼續保持在該水平之上(圖B3.2)³¹。

圖B3.2 香港上市公司發布的ESG報告數目



註:2019財務年度的數字僅涵蓋2020年5月29日或之前發布的報告。 資料來源:金管局職員根據由香港交易所"披露易"網站蒐集的ESG報告而計算得出的 數字。

由於ESG報告中的資訊主要是非結構化的文本資訊, 因此我們使用電腦文本分析法將這些資訊轉換為多個 屬性,以便更好地比較不同上市公司的ESG披露狀況 (表B3.A)。32

表 **B3.A** 由文本分析得出的屬性

屬性	描述/定義
報告篇幅	以ESG報告的字數衡量其資訊量
可讀性	以平均句子長度及詞彙複雜度衡量
可比性	以不同公司ESG報告中使用詞彙的相似程度衡量
主題識別	按ESG報告通常談及關鍵字的不同組合去識別主題。
前瞻性內容	如果句子包含前瞻性的詞彙(例如「將會」、「未來」), 則被歸類具前瞻性內容。

- 31 「不遵守就解釋」要求是指上市公司須按ESG報告指引指明的「不遵守就解釋」條文作出匯報。若上市公司未有就該等條文中的一條或以上作匯報,其須在ESG報告中解釋原因。這些條文已在2020年7月起開始的財務年度升格為強制披露。
- 32 非結構化資訊是指並無預定義數據模型或尚未以預定義方式組織的資訊。這類型資訊需要某些技術將其轉化為結構化資料以作分析及詮釋。

³⁰ Wu (2020), "What can we learn from analysing listed firms' ESG reports? – observations from Hong Kong based on textual analysis," 金管局研究備忘錄,2020/05

我們接著使用這些屬性作為自變數,並分別利用兩個面板數據回歸模型估算其與股票買賣差價(衡量資訊效率性)及每日股票收益的標準差(衡量股票價格波動性)的關係。33回歸分析樣本包括1,571家上市公司,並涵蓋2016至2019年的財務年度。34

實證結果

文本分析顯示四個觀察結果。首先,自2016年以來,ESG披露的篇幅已大大增加,而屬於存在較多環境議題(如公用事業、能源)行業的公司一般會披露更多的資訊。其次,隨著時間推移,公司之間ESG報告的可比性有所提升,但報告的可讀性則未有太大改善(圖B3.3)。第三,就報告內容而言,環境議題(例如溫室氣體、能源消耗及危險廢物)越來越受關注,但涉及社會(例如員工安全及社會責任)及企業管治(例如法律與規例、公司管治)的披露仍然是ESG報告所討論的主要內容。最後,前瞻性資訊在公司ESG披露中佔有顯著的篇幅,為上市公司長遠ESG風險提供重要資訊。

圖B3.3 選定ESG報告屬性的趨勢



³³ 面板回歸模型亦包含諸如公司規模、槓桿比率、股票價格、資產收益率、前期收益率及市場波動性之類的變數,以控制可能影響買賣差價或股票收益的標準差的其他因素。

(2) 所有屬性的數字已基於2016財務年度的水平(設定為100)作標準化。

我們進一步研究ESG披露的屬性對買賣差價及股票收益的標準差有何影響。實證結果表明,ESG披露可以提升資訊效率性並減少股票估值的不明朗因素,令公司從中受惠。具體而言,面板數據回歸模型的估算結果表明,公司若披露更多ESG資訊及提供更多具前瞻性資訊,其股票買賣價差就較小(即較佳資訊效率性,表B3.B中間欄)。此外,公司若披露更多與環境相關和具前瞻性資訊,其股票收益的標準差亦會較小(即波動性較低,表B3.B右欄)。

表 B3.B ESG 披露與股票估值的估算關係

ESG報告的特質	較佳資訊效率性	較低波動性
報告篇幅較長	**	
較具可讀性		*
較具可比性		
較著重環境方面披露		**
較多前瞻性內容	***	*

註:

- (1) 空格表示估算關係在10%的水平上不具有統計顯著性。
- (2)***,**及*表示估算關係分別在1%、5%及10%的水平上具有統計顯著性。
- (3) 若 ESG 報告主要涉及環境相關議題,該報告會被介定為較著重環境方面披露。

結語

研究發現表明,公司面對的ESG風險是令其股票估值不明朗的重要原因之一,而ESG披露可以有效地減低此類不明朗因素。事實上,公司透過提升ESG議題的透明度而從中受惠亦令股市監管機構有充分理據持續改善上市公司的ESG披露。

³⁴ 回歸分析中的公司數目少於發布ESG報告的公司數目 (圖B3.2),因為在回歸分析中我們剔除了某些數值異常或數據 不完整的公司年度觀察樣本。

4.4 债券市場

2020年下半年,港元債券市場在發行量穩定增長的情況下持續擴張。由於市場憂慮經濟增長狀況好轉會令通脹壓力上升,以及美國政府或會增加借貸以支持其額外財政刺激措施,港元10年期主權債券的收益率於回顧期內隨著美國國債收益率的上揚而略有上升,但仍在歷史低位徘徊。與此同時,港元非主權債券的收益率則持續下跌(圖4.19)。

圖4.19 港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收 益率



資料來源:ICE Data Indices 及金管局。

經歷2020年上半年高達7.425億美元的債券基金淨流出後,香港於下半年錄得債券資金淨流入。受惠於世界各國央行支援措施及政府經濟刺激方案,市場信心逐漸恢復。隨著市場信心回穩加上流動性狀況有所改善,2020年第4季淨流入香港的債券資金達1.01億美元。自2020年9月以來,非交易所買賣的債券基金於大部分月份均錄得淨流入,成為債券資金淨流入的主要來源。從2020年9月至2021年1月底,非交易所買賣的債券基金佔債券基金流入淨額的66.0%(圖4.20)。

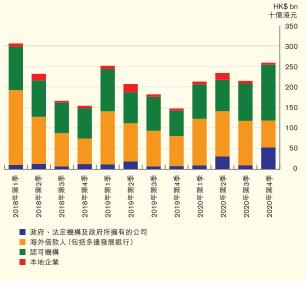
圖 4.20 交易所買賣及非交易所交易買賣的香港債券基金淨 流量



資料來源:EPFR Global。

2020年下半年,港元債券總發行量按年增加9.8%至22,096億港元,原因是政府部門發行的非外匯基金票據及債券增加超過三倍,而認可機構的發行量增加57.1%(圖4.21),以及外匯基金票據及債券發行量也錄得3.2%的增長。

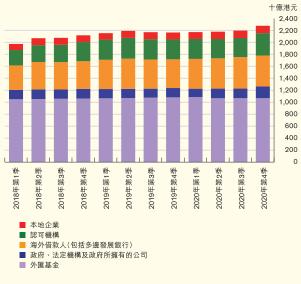
圖 **4.21** 新發行的非外匯基金票據及債券的港元債券



資料來源:金管局。

相應地,未償還港元債券金額上升5.2%,於2020年 12月底達22,780億港元(圖4.22)。該金額相當於港 元M3的28.7%及銀行業以港元計值資產的23.8%。 其中政府部門非外匯基金票據及債券的未償還金額由 前一年的低位上升26.9%至1,980億港元,而外匯基 金票據及債券的未償還金額按年微跌1.3%至10,680 億港元。

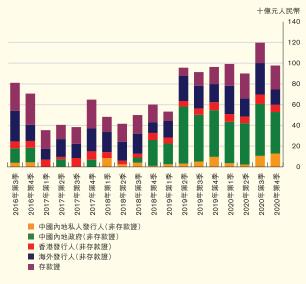
圖 4.22 未償還港元債券(按發行人劃分)



資料來源:金管局。

香港離岸人民幣債券市場在2020年下半年繼續穩定 增長。隨著離岸人民幣債券市場情緒的改善,2020 年下半年新債發行總額較上半年增加14.9%至2,176 億元人民幣,主要因為內地私營發行人發債量增長超 過三倍。此外,內地政府及香港發行人發行的債券亦 分別增長12.5%及17.6%(圖4.23)。自去年4月以 來,在岸債券收益率開始回升,而離岸債券收益率一 直處於較低水平,部分原因是國際投資者的購買意欲 強勁。因此,兩類債券的利差於2020年下半年有所 擴大(圖4.24)。

圖 4.23 在香港新發行的離岸人民幣債券(按發行人劃分)



資料來源:各通訊社及金管局職員估計數字。

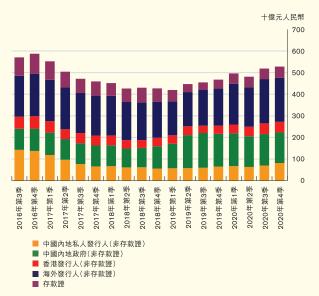
圖 4.24 在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



資料來源:彭博、恒生指數有限公司及中央國債登記結算有限責任公司。

由於新債發行量快速增長,截至2020年12月底,離 岸人民幣債券的未償還總額錄得12.9%的年增幅,達 5,280 億元人民幣(圖4.25)。

圖 **4.25** 香港的未償還離岸人民幣債券



資料來源:各通訊社及金管局職員估計數字。

港元及離岸人民幣債券市場的短期內前景仍不明朗。 特別就離岸人民幣債務而言,美元兑人民幣匯率的走 弱以及美國或將持續更長時間的低利率環境很可能會 吸引更多外國投資者進入人民幣債券市場以獲得相對 較高的債券收益率,甚至可能在外匯交易中獲利,但 在疫情影響下,全球經濟復甦步伐仍充滿不確定性; 此外,市場憂慮美國新政府是否會繼續實施限制對個 別中國實體進行投資的政策,以上種種因素均可能會 影響市場情緒。 在2021年2月公布的預算案中,政府宣布計劃提升本地債務工具中央結算系統的效率和容量,以支持「債券通」和零售債券市場的發展。中期而言,政府債券計劃中的一系列政策措施,特別是於綠色金融範疇的政策措施,將有助推動本地債券市場發展35。於2021年1月27日,政府宣佈在政府綠色債券計劃下成功發售25億美元的綠色債券。綠色金融有望成為本地債券市場發展的一個重要推動力。本地綠色債券市場的策略定位是發揮香港作為國際金融中心的優勢,作為綠色融資平台,吸引多種貨幣計價的綠色債券於香港發行,為內地及海外的綠色項目籌集資金36。

³⁵ 政府分別於2020年10月及11月發行150億港元的通脹掛鈎債券及第五批銀色債券。

³⁶ Dealogic的數據顯示,截至2020年12月底在香港上市的綠色債券總計229億美元,大部分以外幣計價,例如美元(81.1%)、歐元(13.1%)及人民幣(3.3%),只有2.5%以港元計價。

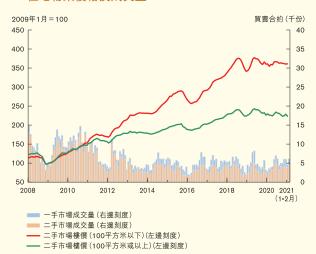
4.5 物業市場

住宅物業市場

儘管本地出現新一波新型冠狀病毒疫情,但住宅物業市場仍大致平穩。樓市交投活動在2020年第3季一度受制於本地第三波疫情。不過隨著第三波疫情減退,多個新樓盤推出,住宅物業成交在2020年第4季回升(圖4.26)。2020年全年的住宅成交量約為60,000個單位,與2019年相若。隨著本地第四波疫情於2021年年初稍為緩和,樓市成交繼1月短暫下滑後於2月有所回升。

二手市場樓價自2020年年中起輕微調整,其中大型單位(實用面積100平方米或以上)的價格下調幅度較中小型單位(實用面積小於100平方米)為大(圖4.26)。整體而言,樓價在2020年下半年微跌1.9%。37 2021年2月的中原城市領先指數對比2020年底大致靠穩。

圖**4.26** 住宅物業價格及成交量



資料來源:差餉物業估價署及土地註冊處。

置業負擔能力進一步趨緊,主要反映家庭收入減少。 2020年第4季的樓價與收入比率攀升至19.3,而 1997年的峰值則為14.6。雖然新造按揭平均貸款利 率在2020年回落,但還款能力亦隨著家庭收入減少 而有所減弱。與此同時,收入槓桿比率升至90.7%的 高位,遠高於其長期平均值(圖4.27)。38雖然樓價於 2020年下半年略有下降,而租金水平亦趨於平穩, 但買租價差仍然高企。39此外,住宅租金收益率維持 在低位,於2021年1月為2.0-2.4%。

圖**4.27** 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。

儘管疫情及持續疲弱的經濟狀況繼續為住宅物業市場帶來下行風險,但金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施已增強銀行業抵禦物業市場衝擊的能力。新造按揭貸款的供款與入息比率在截至2021年1月的最近七個月內維持在約37%的低水平。而2021年1月的新造按揭成數為58%,低於採取相關措施之前64%的水平。

⁸⁷ 根據官方數字, 樓價全年微升0.1%, 是自2008年以來的最小年度增幅。

³⁸ 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住 戶家庭入息中位數的比率。另一方面,收入槓桿比率指一般50 平方米單位(以20年期、七成按揭成數計算)的按揭供款與私 人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款 人實際供款與入息比率,後者須符合金管局審慎監管措施設定 的上限要求。

³⁹ 買租價差反映置業成本(以20年期、七成按揭計算)與租賃成本的比率。

住宅物業市場前景受到眾多如前面幾章所述的不明朗因素及風險所影響。一方面,失業率高企及家庭收入減少將遏抑房屋需求。另一方面,預料長期超低利率會為資產價格提供支持。長遠而言,住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。2020年的私人住宅實際落成量達20,900個單位,為近十年來的第二高(圖4.28)。政府亦預計未來數年私人樓宇供應量仍將維持在高位。40

圖**4.28** 預測及實際私人住宅落成量



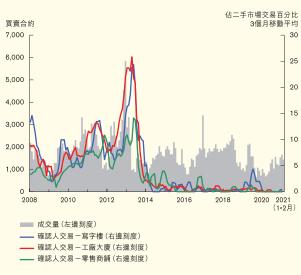
資料來源:運輸及房屋局、差餉物業估價署。

非住宅物業市場

非住宅物業市場仍然大致疲弱。儘管交投活動在 2020年底有所回升,但全年整體成交量僅為13,442 個,創下有紀錄以來的新低(圖4.29)。而確認人交 易量顯示投機活動仍然淡靜。受疲弱的經濟環境所影 響,非住宅物業的價格在2020年下半年繼續偏軟 (圖4.30)。與此同時,商業租賃市場持續低迷,其中 寫字樓的租金跌幅擴大(圖4.31)。非住宅物業的整體 租金收益率維持在低位,於2021年1月為2.6-3.1%。 由於經濟復甦需時,故此即使有新疫苗面世,非住宅物業市場在短期內將會繼續面臨挑戰。特別是寫字樓及零售店鋪的空置率維持高企,相關物業的價格及租金或會繼續受壓。長遠而言,疫情過後的一些行為改變或會對商業物業市場產生長期影響。例如,遙距辦公的興起可能令日後市場對寫字樓的需求有所減少。

鑑於過去兩年市場需求顯著回落,政府認為是適當時候撤銷非住宅物業的雙倍從價印花稅這項需求管理措施,並於2020年11月26日生效。41 撤銷雙倍從價印花稅便利企業出售非住宅物業套現,以應付因經濟下行而出現的財政困難或資金需要。早於2020年8月,金管局調整非住宅物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施,將適用於非住宅物業按揭貸款成數上限上調10個百分點。金管局會繼續密切留意最新發展,並會因應物業市場周期變化推出適當措施,以保障銀行體系穩定。

圖**4.29** 非住宅物業成交量



資料來源:土地註冊處、中原地產代理有限公司。

⁴⁰ 例如,政府推算2021年至2022年每年的平均落成量約為 19,100個單位,而過去10年(2011-2020年)年均落成量則為 14,300個單位。

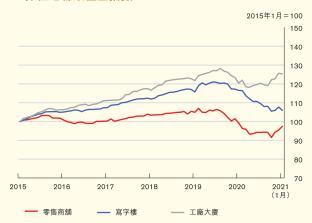
在物業市場過熱、交投暢旺及價格飆升的背景下,政府於2013 年2月實施適用於非住宅物業的雙倍從價印花稅,以遏止投機 活動並保持物業市場穩定。

圖 4.30 非住宅物業價格指數



資料來源:差餉物業估價署。

圖 4.31 非住宅物業租金指數



資料來源:差餉物業估價署。