



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

2022年9月

本報告分析2022年2月底至2022年8月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2022年9月

目錄

1. 總結及概述	4
2. 全球環境及展望	8
2.1 外部環境	8
2.2 中國內地	16
3. 本港經濟	23
3.1 實體經濟活動	23
3.2 勞工市場狀況	24
3.3 通脹	24
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	30
4.4 債券市場	32
4.5 物業市場	34
5. 銀行業表現	41
5.1 盈利及資本額	41
5.2 流動性及利率風險	43
5.3 信貸風險	45
5.4 系統性風險	52
專題1 評估新興亞洲美元企業債券市場的脆弱性： 開放式基金的角度	12
專題2 中國內地國內生產總值增長的即時預測	20
專題3 利用數據科學評估銀行的按揭信貸風險	37
專題4 疫情支援措施對銀行貸款的影響： 香港下調逆周期緩衝資本比率和貸款擔保計劃的經驗	55

詞彙

1. 總結及概述

全球經濟處於增長放緩和通脹高企的階段。全球通脹壓力持續加劇並有所擴大。隨着各國央行進一步收緊貨幣政策以保持通脹預期穩定，全球經濟增長前景受壓，增加金融穩定性的下行風險。此外，疫情威脅持續和地緣政治風險加劇，亦使全球經濟前景繼續蒙上陰影。

港元在回顧期內走弱，但交易繼續暢順有序，本地貨幣環境維持寬鬆。存款總額於2022年首七個月溫和增長，並沒有顯著跡象顯示資金流出香港銀行體系。銀行貸款在同期亦錄得溫和增長。由於物業市場氣氛隨着加息而轉趨審慎，住宅物業市場近期有所回軟。

展望未來，下行風險因素，包括美國隨後加息的步伐及幅度、本地疫情的變化及地緣政治風險等對經濟帶來的不確定性增加，可能對銀行管理其信貸風險構成挑戰。尤其是第五波疫情爆發以來，部分家庭及企業的償債能力轉弱，銀行應審慎評估利率急劇上升對其貸款組合的潛在影響。

外圍環境

回顧期內，在食品和能源價格上漲、供應鏈瓶頸持續及勞動市場緊張帶動工資成本上升的推動下，全球通脹壓力持續加劇並有所擴大。就此，全球央行進一步收緊貨幣政策，以維持通脹預期穩定。然而全球金融狀況迅速收緊，觸發金融市場顯著調整，並預期將對全球增長前景構成壓力。因此，國際貨幣基金組織在7月將2022年全球增長預測下調0.4個百分點至3.2%，2021年則為6.1%。展望未來，利率上升和增長放緩可能對全球債務的可持續性，以及基本面較弱的新興市場經濟體構成挑戰，加劇了金融穩定性的下行風險。

新興亞洲方面，在出口增長減弱的情況下，2022年上半年經濟維持溫和增長。由於商品價格急升和供應瓶頸持續，大部分經濟體的通脹壓力都有所增加。儘管區內多家央行已收緊貨幣政策應對通脹壓力升溫，但區內的加息路徑仍然較美國聯邦儲備局（美聯儲）

溫和，令區內貨幣對美元的息差持續收窄，導致該地區的債券資金大量流出及貨幣貶值，令債務較重的企業償債負擔更沉重。專題1討論在金融狀況收緊下，新興亞洲企業的美元債券融資將如何受開放式基金大量資金流出所影響，以及對銀行企業貸款組合資產質素的影響。與此同時，中國內地經濟可能放緩，亦使區內的經濟前景蒙上陰影，特別是那些較依賴中國內地進行生產、出口和最終需求的經濟體。

在新冠病毒變異株Omicron疫情爆發、房地產市場低迷及全球不確定性增加的情況下，中國內地的實質國內生產總值增長在2022年第1季加速後，於第2季顯著放緩。為此，當局加強了對經濟的政策支援，包括促進基礎設施投資。儘管預計內地經濟將在下半年逐步復甦，但房地產市場持續低迷仍帶來很大阻力。為方便監察內地的經濟表現，專題2介紹一種採用季度及月度宏觀經濟指標即時預測國內生產總值的模型。在流動性壓力加劇和Omicron疫情爆發的情況下，內地房地產開發商的在岸債券市場違約規模在

2022年上半年繼續增加，但整體在岸債券違約率仍然偏低，銀行業的風險仍然可控。

本港經濟

香港經濟在上半年環比有所改善，但整體經濟活動仍較去年同期疲弱。按季比較，實質本地生產總值繼第1季在本地第五波疫情影響下廣泛收縮2.9%後，於第2季回升1.0%。隨着本地疫情回穩，並在勞工市場狀況改善、營商氣氛好轉及各種支援措施帶動下，私人消費及整體投資開支在第2季回升。外圍方面，香港的貨物貿易表現在上半年轉差，部分原因是全球經濟增長放緩，而服務貿易則保持穩定。然而，按年比較，實質本地生產總值在第1季下跌3.9%，並於第2季再度下跌1.3%，主要反映外圍不利因素。

展望未來，香港經濟前景仍面臨不少挑戰。雖然勞工市場的改善及第二階段消費券的發放將有助支持私人消費及推動整體經濟復甦，但金融狀況收緊可能會拖累經濟增長。此外，環球增長前景轉差，可能會繼續拖累香港的出口表現。鑑於上半年經濟表現較預期遜色，政府和私營機構分析員將2022年香港經濟增長預測分別下調至-0.5%至0.5%及0%。此經濟前景受疫情、主要央行貨幣政策正常化的步伐，以及地緣政治憂慮等其他風險和不明朗因素所影響（見上文討論）。

勞工市場在2022年年初惡化後，於過去數月有所改善，部分受惠於社交距離措施逐步放寬及「2022保就業」計劃等多項政策措施。經季節性調整的失業率從4月5.4%的近月高位下降至8月的4.1%。整體就業人數和勞動人口參與率自6月以來也有所回升，惟仍低於疫情前的水平。隨着本地經濟活動回升，勞工市場的壓力在短期內可望進一步緩和。

雖然本地通脹壓力在近期輕微上升，但仍然保持溫和。按年計基本通脹率在第1季及第2季分別為1.6%及1.7%，在8月為1.8%。¹反映通脹動力的按三個月以年率計的基本通脹率亦有所上升，但仍屬溫和，部分原因是房屋租金偏軟。雖然預料外圍價格壓力在短期內會持續高企，但由於本地成本壓力緩和，本地通脹應會保持溫和。政府維持2022年的基本通脹率預測於2.0%及整體通脹率預測於2.1%，而最新市場共識預測的整體通脹率為2.1%。

貨幣狀況及資金流動

香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息的負息差在今年上半年擴闊導致套息活動增加，加上本地股票市場表現疲弱，令港元於回顧期內走弱。5月至8月期間，弱方兌換保證被觸發31次，金管局按照聯繫匯率制度（聯匯制度）的設計，應銀行要求，合共買入2,131億港元（截至8月底）。因此，銀行體系的總結餘從2月底的3,376億港元減少至8月底的1,250億港元。

回顧期內，儘管弱方兌換保證被觸發以及香港銀行同業拆息上升，香港的貨幣環境在回顧期內仍保持寬鬆。新造按揭的平均貸款利率由2022年1月的1.56%上升至2022年7月的2.31%，主要反映香港銀行同業拆息的升幅。在9月份美聯儲上調其政策利率後，部分銀行將其最優惠貸款利率上調12.5個基點，為2018年以來首次上調。部分銀行近月亦提高以香港銀行同業拆息為基礎的新批按揭利率上限。

於回顧期內，香港的離岸人民幣資金池整固，人民幣客戶存款及存款證餘額減少至2022年7月底的9,199億元人民幣。另一方面，離岸人民幣銀行業務的其他方面仍繼續增長。人民幣貸款餘額和人民幣貿易結算在2022年首七個月均繼續穩步增長。同期，人民幣

¹ 連同政府一次性紓困措施的影響，8月的按年整體通脹率為1.9%，而在第1季及第2季均為1.5%。

即時支付結算系統的平均每日成交量維持在16,695億元人民幣的高水平。

展望未來，金管局與中國人民銀行簽訂的優化貨幣互換協議，以及金管局的優化人民幣流動資金安排，將進一步支持和深化香港的人民幣資金池。同時，與內地持續加強的互聯互通機制（包括最近公布的「互換通」和南北雙向的滬港通、深港通、債券通和跨境理財通），以及計劃把債務工具中央結算系統(CMU)現代化以發展為亞洲主要的國際中央證券託管平台(ICSD)，將為境外投資者提供便捷及安全的渠道，通過香港和內地基礎設施機構的連接，進行人民幣資產交易。透過這些措施，香港已準備就緒，把握內地資本賬持續開放以及「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所帶來的機遇。

資產市場

本港股市跟隨全球股市下跌，於2022年3月下跌至六年低位。在疫情持續、美國前置式貨幣緊縮政策，以及全球經濟受到俄烏衝突影響的情況下，主要和本地股市於整個回顧期內持續波動。整體而言，恒生指數由2022年2月底至8月底下跌12.1%。儘管本港股市波動，但經港股通南向的買盤保持相對穩定。

港元債券市場在2022年上半年溫和增長。跟隨10年期美國國債收益率的變動，港元10年期政府債券收益率在6月升至歷史高位，其後持續波動。在離岸人民幣存款證發行量急增的帶動下，2022年上半年新發行的離岸人民幣債券按年增長16.4%。截至6月底，香港的離岸人民幣債券未償還總額較一年前增加29.4%。

展望未來，本地股票及債券市場仍容易受外圍環境的不利因素影響，包括地緣政治局勢持續緊張、對全球經濟增長放緩及通脹壓力的憂慮，以及主要央行收緊貨幣政策等。另一方面，內地貨幣和財政政策對其經

濟的支持可能有助改善市場氣氛。為促進香港債券市場的發展，政府在回顧期內推出政策措施，包括金管局的三年優化計劃，把債務工具中央結算系統發展成為亞洲主要的國際中央證券託管平台，以及擴大香港市場的綠色債券產品。

住宅物業市場方面，隨着本地第五波疫情在第2季緩和，積壓需求獲得釋放並帶動成交量回升。樓價亦繼第1季下跌3.2%後，於第2季輕微上升0.2%。然而，由於市場氣氛隨着加息而轉趨審慎，住宅物業市場近期有所回軟。住宅租金在5月至8月反覆回升，終止截至4月為止連續七個月的放緩趨勢。

隨着一個月香港銀行同業拆息上升，本地按揭利率自6月起攀升，部分銀行在近月亦上調了以香港銀行同業拆息為基礎的按揭計劃（俗稱H按）的鎖息上限，並於9月上調最優惠利率。市民在作出置業、按揭或其他相關決定時，應審慎評估及管理相關風險。²然而，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。在按揭利率面對上升壓力下，專題3探討如何以機器學習的技術，預測住宅按揭貸款的信貸質素惡化情況。

住宅物業市場前景受到如上文所述的眾多不明朗因素及風險所影響。其中，本港疫情拖延，加上按揭利率上升，可能會抑制置業需求，而市場對環球經濟前景的憂慮以及美國加息步伐的不確定性將繼續拖累樓市氣氛。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供應量仍會維持在高位。

² 金管局亦已提醒置業人士在利用建築期付款方式購買一手樓花時，應留意樓價或利率調整的風險。尤其是這些買家在其後安排按揭時，物業的估值可能會較為保守，或買家在利率上升的情況下未必能通過壓力測試。

非住宅物業市場在上半年出現調整，部分反映營商環境困難。隨着交投減少，商業及工業樓宇的價格下跌或反覆橫行，租金則維持疲軟。非住宅物業市場的前景在短期內仍然充滿挑戰。例如，政府發放消費券應有助刺激本地消費，從而為零售物業提供一定支持，惟入境旅遊停滯將繼續構成拖累。由於空置率高企及未來數年新供應增加，辦公室的租金及資本價值亦可能繼續受壓。

銀行業表現

在2022年上半年本港爆發第五波疫情的背景下，零售銀行的盈利由於非利息收入減少及貸款減值撥備增加而有所減少。2022年上半年，零售銀行整體稅前經營溢利較2021年同期下跌19.5%。資產回報率相應地在2022年上半年下跌至0.54%，而2021年同期為0.69%。特定分類貸款比率在同期亦輕微上升，但按歷史及國際標準計仍然維持在健康的水平。

在港元銀行同業拆息受美元加息帶動呈現上升壓力的情況下，零售銀行的港元資金成本亦有上升，但依然處於相對寬鬆水平。

然而，在穩健資本及流動性的狀況下，香港銀行業依然保持穩健。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2022年第2季末處於19.8%的高位，遠高於國際最低要求。第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率於2022年第2季分別為154.9%及58.4%，遠高於其法定最低要求。同時，最新的銀行穩定資金淨額比率亦繼續遠高於法定最低要求。

部分反映本地第五波疫情及全球供應鏈中斷帶來的不利影響，2022年上半年的銀行信貸增長緩和。以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額經過於2021年下半年輕微下跌0.6%（不包括2021年6月底的新股認購貸款）後，在本年上半年增長0.8%。貸款總額

增長緩和，其中主要由於在香港境外使用的貸款在2022年上半年溫和下降，部分抵銷了同期本地信貸（包括在香港使用的貸款及貿易融資）的溫和增長。

自疫情爆發以來，金管局連同銀行業已推出各種支援措施，旨在維持穩定的銀行信貸供應，從而支援有需要的企業（尤其是中小企）及個人客戶渡過難關。專題4分析該等支援措施能否及在甚麼程度上支持香港的銀行貸款。分析尤其集中探究兩項主要支持措施的作用，包括(i)釋放逆周期緩衝資本及(ii)中小企融資擔保計劃。研究結果顯示，該等措施不僅在經濟受壓期間可以有效支持貸款，我們也發現廣泛性類別措施（例如釋放逆周期緩衝資本）與針對性類別措施（例如中小企融資擔保計劃）之間具有互補作用，可提高政策措施的整體效果。

展望未來，下行風險因素，包括美國隨後加息的步伐及幅度、本地疫情的變化及地緣政治風險對經濟帶來的不確定性增加，可能對銀行管理其信貸風險構成挑戰。尤其是第五波疫情爆發以來，部分家庭及企業的償債能力轉弱，銀行應審慎評估利率急劇上升對其貸款組合的潛在影響。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局經濟研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

全球通脹壓力持續加劇，並進一步擴大至食品和能源以外的價格。即使面對經濟增長放緩，各國央行仍要推行貨幣緊縮政策以維持通脹預期穩定。在回顧期內，全球利率上升，加上增長減慢，加劇了全球金融穩定性的下行風險。

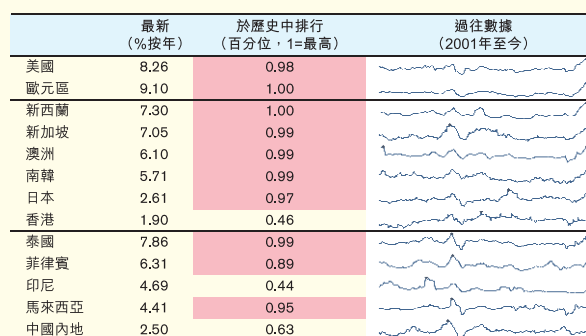
新興亞洲方面，預期區內貨幣政策正常化的步伐將較美國緩慢，加上區內貨幣對美元的息差持續收窄，可能導致債券資金進一步流出及利率回升，或會對負債的公司構成較大負擔。同時，如果中國內地因疫情再次實施封鎖措施，可能會在貿易及供應鏈等方面影響區內經濟。

受Omicron疫情爆發、房地產市場低迷及全球不確定性增加影響，中國內地的實質國內生產總值增長在2022年第二季顯著放緩。預計內地經濟將在包括推動基建投資等多項政策的支持下於2022年下半年逐步復甦，但由於房地產市場持續疲弱等因素，內地經濟增長仍然面臨很大阻力。

2.1 外部環境

回顧期內，全球價格壓力持續加劇，並廣泛擴展至其他商品和服務。除了食品和能源價格自俄烏衝突後上升外，全球供應鏈瓶頸持續使製造業原料成本高企。同時勞動市場緊張帶動工資強勁增長，加上房屋租金上漲（如在美國），支撐服務業通脹。故此，美國、歐元區和部分亞洲經濟體的通脹率升至數十年來的最高水平（圖2.1）。

圖 2.1
選定經濟體的整體消費物價指數通脹率



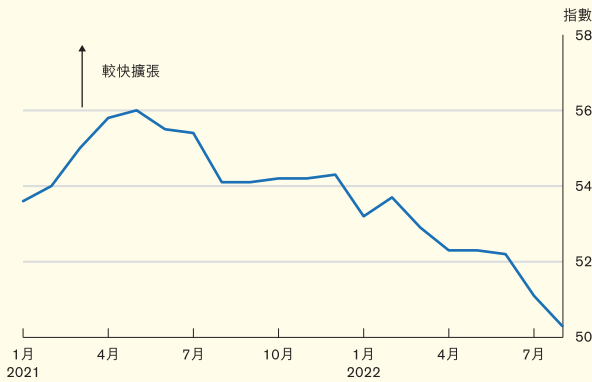
註：最新數據在澳洲和新西蘭為2022年第二季；香港、日本、馬來西亞及新加坡為2022年7月；其他則為2022年8月。排名百分位數高於0.75會以紅色顯示。

資料來源：CEIC。

就此，各主要央行進一步收緊貨幣政策，以維持通脹預期穩定。當中，美聯儲自3月起把政策利率上調共300個基點，步伐明顯較之前的加息週期為快。而歐洲央行亦在第三季上調政策利率125個基點，是十多年來首次開展加息周期。加息所引致的全球金融狀況收緊，加上通脹對私人消費的負面影響，以及中國內地近期實施的新冠疫情防控措施對全球供應鏈所產生

的漣漪效應，令全球製造業生產受壓（圖 2.2）。鑑於全球貨幣政策提前收緊以及料將持續的供應鏈困境，國際貨幣基金組織在 7 月下調 2022 年全球增長預測 0.4 個百分點至 3.2%，較 2021 年的 6.1% 顯著放緩。

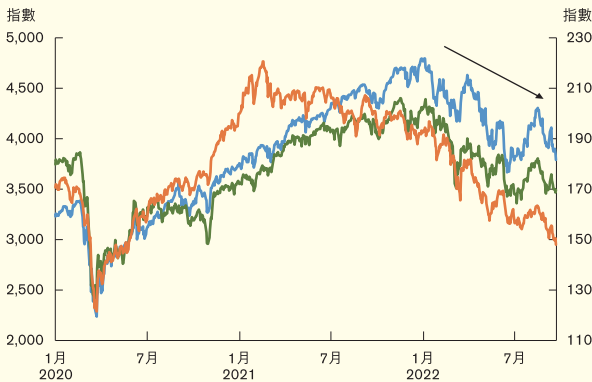
圖 2.2
標普全球製造業採購經理指數



資料來源：CEIC。

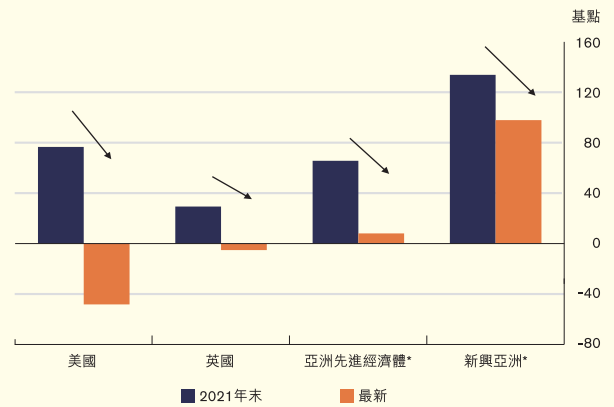
隨着全球增長動力放緩及通脹持續攀升，金融市場在滯脹憂慮下出現顯著的調整。主要股市指數抹去不少自疫後復甦以來累積的漲幅（圖 2.3）。與此同時，自 2021 年底以來，多個經濟體的主權債收益率曲線已大幅趨平，甚至出現倒掛，部分反映市場對短期增長前景的悲觀情緒（圖 2.4）。

圖 2.3
選定主要股市指數



資料來源：彭博。

圖 2.4
選定經濟體十年期和兩年期主權債收益率的息差



註：(*)各成員經濟體息差的簡單平均值。「亞洲先進經濟體」包括澳洲、香港、日本、新西蘭、新加坡及南韓。「新興亞洲」包括中國內地、印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國。印尼和馬來西亞採用3年期基準收益率，是出於沒有2年期收益率數據。最新數據截至 2022 年 9 月 21 日。

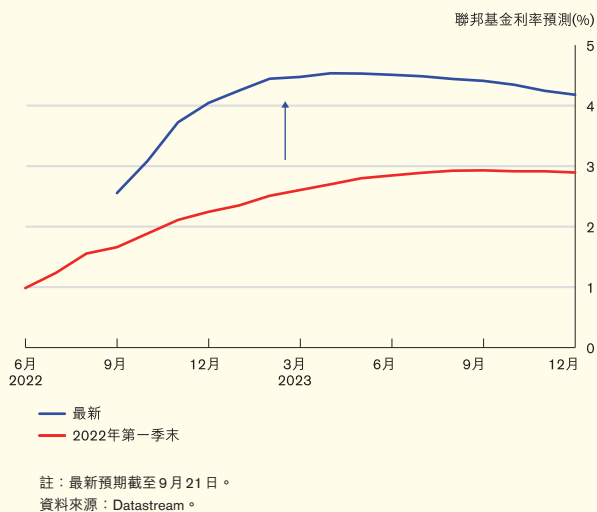
資料來源：Datastream。

展望未來，由於眾多不利全球經濟的因素仍會持續，故此全球增長前景風險仍偏向下行。因素之一，是服務業通脹往往有更大的慣性，而收緊貨幣政策對紓緩供應鏈瓶頸所引致的成本壓力作用亦有限。這會增加主要央行為維持通脹預期穩定而加息至更具限制性水平的風險，即使其代價會是拖低增長和就業。

舉例來說，市場預計美國將集中在近期收緊貨幣政策（圖 2.5）。到 2023 年第二季，聯邦基金有效利率將達至 4.5%，遠高於美聯儲假設的 2.5% 中性利率。³ 在勞動市場情況強勁、本地銀行體系的槓桿水平普遍偏低、私營機構的資產負債表自疫情以來有所改善，以及沒有出現重大的宏觀金融失衡情況下，即使美國經濟出現衰退，亦應只會是「淺衰退」。儘管如此，一旦美國經濟增長出現放緩，對全球經濟的影響仍會相當顯著。

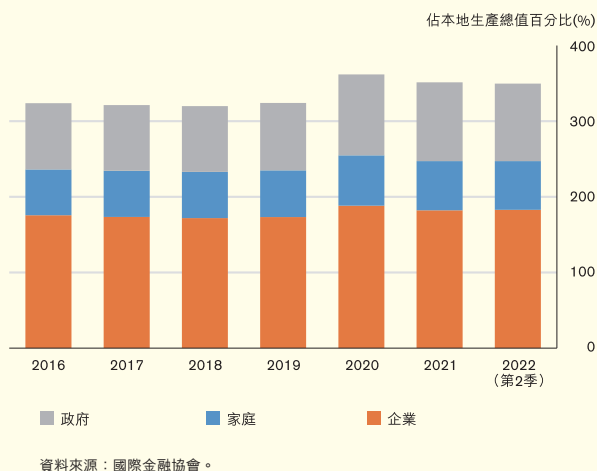
³ 指美聯儲在 2022 年 9 月聯邦公開市場委員會預測材料所報告的長期聯邦基金利率的中位數預測。

圖 2.5
聯邦基金期貨引伸利率走勢



全球金融狀況迅速收緊，亦可能會觸發低利率時期所累積的脆弱點，繼而引發系統性動蕩。例如，在歐元區內，由於歐洲央行的政策立場轉趨鷹派，幾個債務負擔沉重的周邊國家（如意大利和希臘）的主權債息差自2022年初以來一直在擴大，促使央行設立「防金融碎片化」工具（傳導保護機制），有條件地遏制主權債息差過度上升。全球而言，借貸成本上升可能對債務人的還款能力構成挑戰，而預期的全球增長放緩或會窒礙甚至逆轉近期全球債務對本地生產總值比率的下降趨勢（圖 2.6）。

圖 2.6
按部門劃分的全球債務對本地生產總值比率



新興亞洲方面，在出口增長減弱的情況下，2022年上半年經濟維持溫和增長（圖 2.7）。同時，由於商品價格急升和供應瓶頸持續，大部分經濟體的通脹壓力亦有所增加。儘管區內多家央行已收緊貨幣政策應對通脹壓力升溫，但區內的加息路徑仍然較美聯儲溫和（圖 2.8），加上對美元的息差持續收窄，導致區內的債券資金顯著流出及貨幣貶值（圖 2.9）。專題 1 討論在金融狀況收緊及對銀行企業貸款組合資產質素的影響下，新興亞洲企業的美元債券融資將如何受開放式基金大量資金流出所影響。

圖 2.7
新興亞洲：出口增長

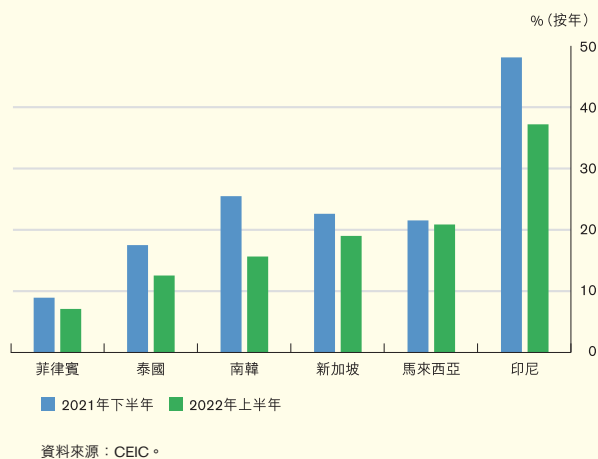


圖 2.8
新興亞洲及美國市場的政策利率走勢

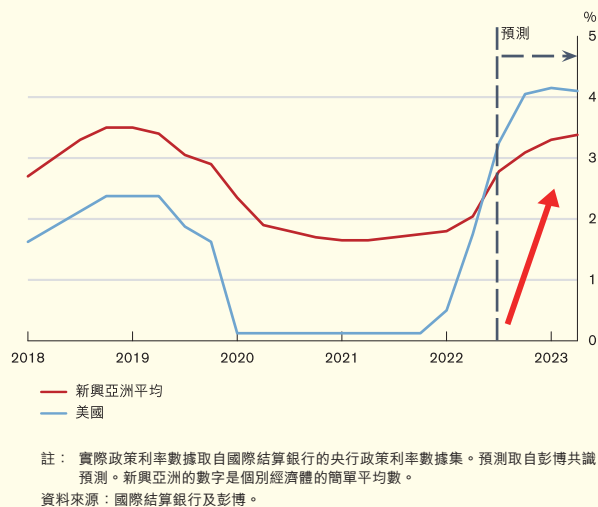
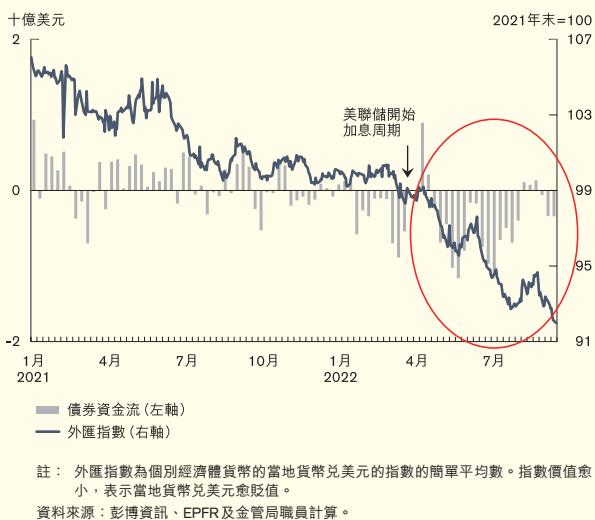
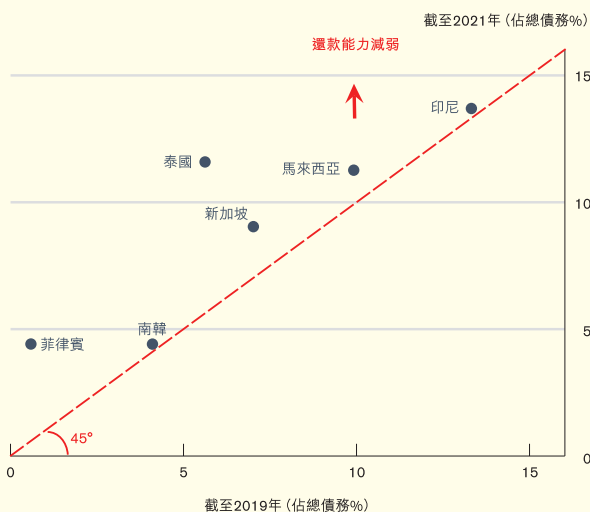


圖 2.9
新興亞洲：債券資金流及外匯指數



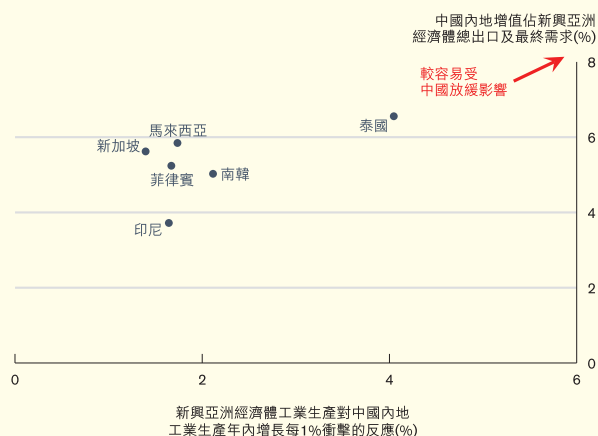
除了自疫情爆發以來物業價格顯著上漲的地區有房地產市場出現調整風險外，金融緊縮帶來的不利因素，加上高通脹引致生產成本上漲而壓抑利潤，均可能對區內債務沉重的公司的還款能力構成挑戰。就此而言，值得注意的是，自疫情爆發以來，利息覆蓋率較弱（即不足1）的公司所佔的債務比例有所增加（圖 2.10），而全球金融狀況收緊將令這些公司未來發展面對更大的阻力。

圖 2.10
新興亞洲：利息覆蓋率低於 1 的非金融上市公司的債務



中國內地經濟可能放緩將多方面為區內經濟構成進一步阻力。首先，作為區內出口的主要目的地（2021年輸往中國內地的出口佔新興亞洲經濟體整體出口約五分之一），中國內地需求減弱將使區內出口增長放緩。第二，由於中國內地是主要生產中心，若疫情再度爆發並實施封鎖措施，將可能令全球及地區供應瓶頸惡化。這些因素疊加會打擊亞洲經濟體，特別是那些(1)工業生產對內地生產較為敏感的經濟體（圖 2.11 中的水平軸）；及(2)當地最終需求及總出口較依賴中國內地增值的經濟體（圖 2.11 的縱軸）。

圖 2.11
中國內地經濟放緩可引致的風險

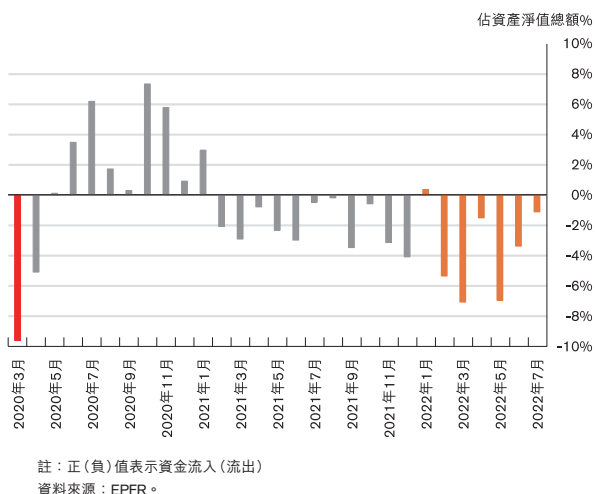


專題 1 評估新興亞洲美元企業債券市場的脆弱性： 開放式基金的角度

引言

隨着主要先進經濟體收緊貨幣政策及全球經濟前景轉弱，繼 2021 年全年合計開放式基金的資金從新興亞洲經濟體⁴溫和流出後，資金流出的速度於 2022 年上半年有所加快（圖 B1.1）。資金大量流出引發市場對這些新興亞洲經濟體金融穩定性風險的擔憂和其對全球的影響。

圖 B1.1
自 2020 年 3 月以來開放式基金在新興亞洲經濟體的每月資金流



在過去幾年環球流動資金充裕的情況下，大量資金透過開放式基金流入債券市場，部分新興亞洲企業透過發行美元債券，建立了巨大的槓桿，當資金從開放式基金撤走，尤其會對這些新興亞洲企業造成困難。一如 2020 年 3 月，當大量資金突然流走，企業的美元融資成本會被推高，並削弱其再融資的能力。此外，如果企業因未能進行債券再融資而須轉求銀行信貸，資金流出帶來的震盪則可能溢出至銀行業。儘管如此，開放式基金所持美元債券的數據參差不齊，使此

類系統性風險的審查窒礙難行（國際結算銀行，2020 年）。

在此背景下，本專題使用我們的最新數據，說明這些系統性影響。借鑑 2020 年 3 月的事件，我們評估當資金大規模從開放式基金流出的情況下，新興亞洲企業及其銀行貸款人如何受到影響，並根據評估為新興亞洲經濟體提出政策建議，以在全球貨幣環境進一步收緊的情況下保障金融穩定。

開放式基金投資於新興亞洲美元企業債券的程度

我們的最新數據涵蓋 11,395 個以美元計值的非股權開放式基金，以及這些基金持有總部位於新興亞洲經濟體的 11,123 家非金融類上市公司發行的美元債券⁵。當中我們發現開放式基金是新興亞洲美元企業債券的重要持有人，截至 2021 年 3 月底，開放式基金持有該等美元債券未償還總額約 15%。⁶

此外，我們發現債務負擔較大的企業發行的美元債券較多由開放式基金持有。⁷截至 2021 年 3 月底，債務負擔較大的企業所發行的美元債券中約 18% 由開放式基金持有，相對於債務負擔較少的企業的 11% 為高。這意味着，在開放式基金投資撤出的時候，債務負擔較大的企業的融資狀況可能會受到更大的打擊。

⁴ 這些包括中國內地、印度、印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國及越南。

⁵ 開放式基金樣本取自晨星，佔全球非股權開放式互惠基金及交易所買賣基金的 72%。晨星的數據供應來源並不保證其提供的所有資料的準確性、完整性或時間性，亦不會就這些資料的使用負責。

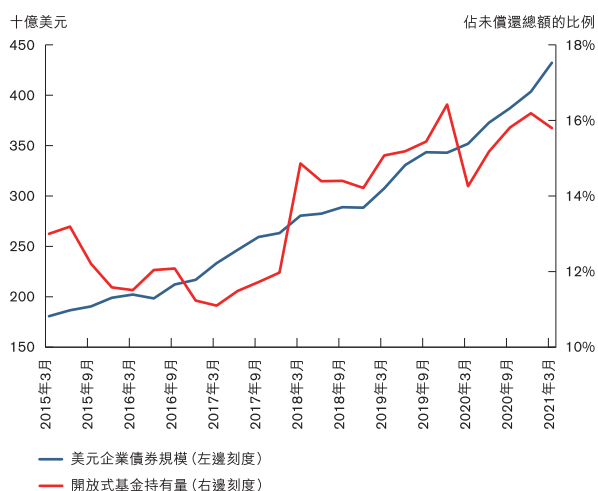
⁶ 開放式基金投資於美元企業債券的比重在已發展亞洲亦顯著上升，達到未償還總額的 9%。開放式基金於其他地區的投資佔比雖然維持在相對較高的水平，但近年來一直處於輕微下降趨勢（如北美：45% 和歐洲：22%）。

⁷ 如果企業的資產負債比率高於樣本中位數，我們將其歸類為「債務負擔較大」；否則為「債務負擔較小」。如果使用其他指標（例如利息覆蓋率和美元負債是否在 12 個月內到期）作分類，結果依然適用。

當開放式基金資金流入美元債券市場，企業槓桿會否提升？

在過去幾年，開放式基金對美元債券的投資日益增加，新興亞洲企業可受惠於債券需求增加和資金成本下降，繼而提高了他們在發行新債券方面的誘因，從而逐漸提升槓桿。我們的數據顯示，隨着開放式基金的投資佔新興亞洲美元企業債券的比重增加（紅色線，圖B1.2），這些債券在2015年第1季至2021年第1季增長超過一倍（藍色線，圖B1.2）。

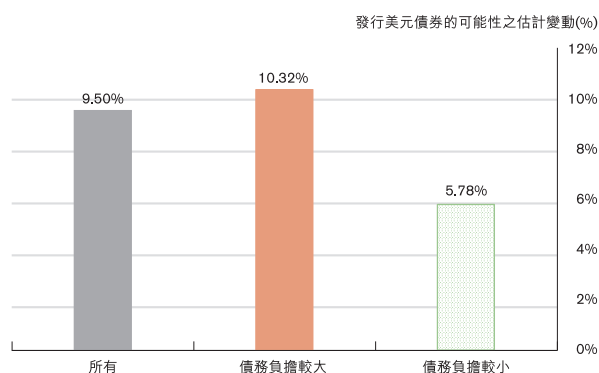
圖B1.2
新興亞洲美元企業債券的規模及開放式基金的投資



註：此圖表顯示新興亞洲美元企業債券的未償還金額（藍色）及開放式基金於當中的投資佔未償還總額的百分比（紅色）。
資料來源：晨星、彭博、Refinitiv、Dealogic及金管局職員估計數字。

此外，我們的實證分析顯示，開放式基金對這些未償還美元債券的投資增加，會提高新興亞洲企業（尤其是債務負擔較大的企業）發行新債券的可能性。以開放式基金於2019年投資的平均季度增長8.27%作參考，考慮到有關升幅，估計企業在下一季發行新美元債券的可能性會提升9.50%（灰色棒，圖B1.3）。對於債務負擔較大的企業而言，發行新債券的可能性更將進一步顯著上升10.32%（橙色棒，圖B1.3）。

圖B1.3
因應開放式基金投資於2019年的平均季度增長，企業發行新美元債券的可能性之估計變動



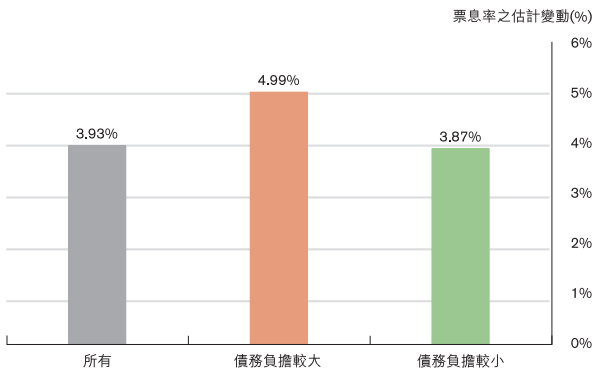
註：
(1) 該棒形圖顯示了2019年開放式基金投資的平均季度增長對所有企業（灰色）、債務負擔較大的企業（橙色）及債務負擔較小的企業（綠色）發行新美元債券可能性的影響；及
(2) 實色棒形表示10%的顯著性差異水平。
資料來源：金管局職員估計數字。

開放式基金的變現是否會增加新興亞洲企業的美元資金壓力？

雖然開放式基金的投資在正常時期為新興亞洲企業提供更多資金機會，但亦可能會在受壓時期突然倒退，從而使這些企業面臨巨大的資金壓力。在2020年第1季，開放式基金將所持約14%的新興亞洲美元企業債券變現。通過使用這種變現規模，我們可以推斷在2020年3月的事件中資金撤出如何影響這些企業的融資成本和發行新債券可能性。

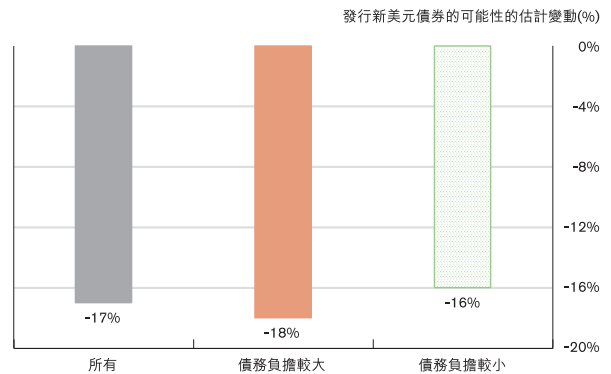
首先，開放式基金的變現可能導致新興亞洲企業的美元融資成本飆升。具體而言，我們的結果顯示，2020年第1季的變現使同期的美元企業債券發行的票息率上調了3.93個百分點（灰色棒，圖B1.4），相當於較2019年第4季的平均水平上升58%。債務負擔較大的企業的升幅更為顯著，其票息率在此受壓期間躍升4.99個百分點（橙色棒，圖B1.4）。

圖B1.4
因應開放式基金於2020年第1季變現的票息率之估計變動



註：
(1) 該棒形圖顯示了2020年第1季開放式基金變現對所有企業(灰色)、債務負擔較大的企業(橙色)和債務負擔較小的企業(綠色)發行的美元債券的票息率的影響；以及
(2) 實色棒形表示10%的顯著性差異水平。
資料來源：金管局職員估計數字。

圖B1.5
企業因應開放式基金在2020年第1季變現而發行新美元債券的可能性的估計變動



註：
(1) 該棒形圖顯示了2020年第1季開放式基金變現對所有企業(灰色)、債務負擔較大的企業(橙色)和債務負擔較小的企業(綠色)在2020年第2季發行新美元債券的可能性的估計影響；以及
(2) 實色棒形表示10%的顯著性差異水平。
資料來源：金管局職員估計數字。

其次，開放式基金的變現也可能導致新發行活動收縮。我們的結果顯示，開放式基金在2020年第1季的變現，將所有企業在2020年第2季發行新美元債券的可能性降低了17% (灰色棒，圖B1.5)。⁸ 同樣，債務負擔較大的企業所受的影響較大，其發行新債券的可能性減少18% (橙色棒，圖B1.5)。

總而言之，考慮到(i)在市場受壓前，開放式基金對債務負擔較大的企業的投資較大，以及(ii)開放式基金變現對其融資成本及發行新債券的能力的估計影響較大，因此開放式基金的變現可能會對這些企業構成更大的再融資挑戰。為了應對美元債券發行活動的不足，這些企業可能需要尋求其他資金來源，這可能會造成不利影響並蔓延至更廣泛的金融體系，例如銀行貸款人。

開放式基金的變現會否對銀行業造成不利影響？

對於新興亞洲企業，銀行貸款是另一個與債券發行規模相若的美元融資主要來源。⁹ 如果企業決定用銀行信貸來彌補債券發行量的不足，銀行業也可能會間接受到開放式基金變現的影響。特別是，考慮到債務負擔較大的企業在取得債券再融資時面對較大困難而有更迫切的需要尋求銀行信貸，這可能會令銀行作為貸款人面臨更大的信貸風險。

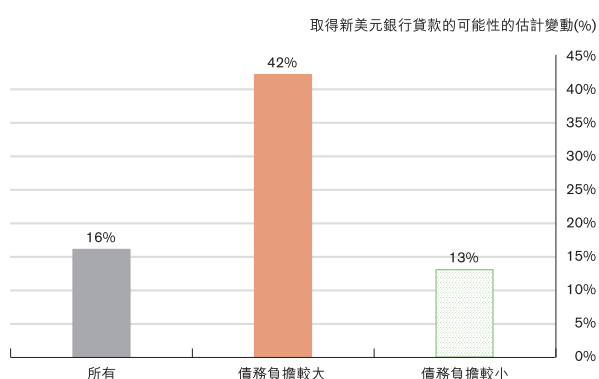
具體而言，我們的實證結果顯示，在開放式基金於2020年第1季變現後，企業在2020年第2季尋求美元銀行貸款的可能性提高了16% (灰色棒，圖B1.6)。¹⁰ 此外，債務負擔較大的企業所受的影響更為顯著，在相同情況下，尋求美元貸款的可能性提高了42% (橙色棒，圖B1.6)。

⁸ 這與2020年第2季新發行的美元債券按年下跌25%一致。

⁹ 我們的數據顯示，截至2019年第4季，新興亞洲企業的美元借款中有54%來自銀行貸款，其餘則來自發行債券。

¹⁰ 這與2020年第2季新獲取的美元銀行貸款按年增長32%一致。

圖 B1.6
企業因應開放式基金在 2020 年第 1 季變現而取得新美元銀行貸款的可能性的估計變動



註：

- (1) 該棒形圖顯示了 2020 年第 1 季開放式基金變現對所有企業 (灰色)、債務負擔較大的企業 (橙色) 和債務負擔較小的企業 (綠色) 在 2020 年第 2 季取得新美元銀行貸款的可能性的估計影響；以及
- (2) 實色棒形表示 10% 的顯著性差異水平。

資料來源：金管局職員估計數字。

此外，對銀行業的影響也可能會蔓延至其他地區。我們最新的數據顯示，新興亞洲企業的美元銀行貸款中有六成來自總部位於已發展市場的銀行¹¹，意味不利影響可能會蔓延至發達市場。

結論及意義

總括而言，我們的研究結果發現開放式基金是新興亞洲美元企業債券的主要持有者之一。雖然開放式基金的投資比重不斷增加，使這些企業在過去幾年發行了更多美元債券，但一旦開放式基金撤回投資，槓桿風險的增加可能會使企業變得非常脆弱。

我們的實證分析顯示，在 2020 年 3 月的事件中，開放式基金的變現導致企業的美元融資成本飆升，並削弱了其通過美元債券市場進行再融資的能力，尤其是債務負擔較大的企業。我們更發現，鑑於這些企業難以透過債券再融資，因此更大可能向銀行貸款，從而使銀行的企業貸款面臨更高的信貸風險。

展望未來，先進經濟體的貨幣政策持續正常化，將進一步收緊環球金融狀況。加上全球經濟前景黯淡，這可能會加劇開放式基金資金流的波動，並令金融體系更加脆弱。因此，有迫切需要密切監察，並採取政策應對潛在系統性風險。就此而言，我們的調查結果有兩項政策建議：

- (i) 訂立政策加強開放式基金流動性管理，可能有助緩解美元企業債券的變現情況，減輕在受壓時期對新興亞洲企業的后續影響；以及
- (ii) 儘管銀行可能會向企業借款人提供貸款，以幫助緩解他們因開放式基金資金快速流出而產生的財務壓力，但銀行必須密切監察公司貸款組合的資產質素。

參考

國際結算銀行 (2020 年)。“US dollar funding: an international perspective”, *BIS CGFS Papers*, No. 65.

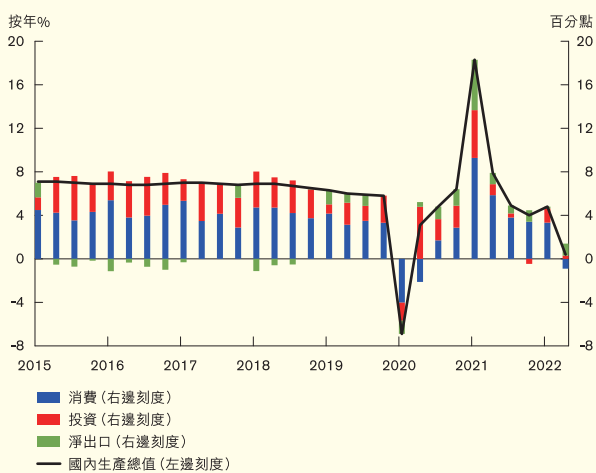
¹¹ 雖然該等銀行的貸款人可以是在新興亞洲經濟體經營的外國銀行分行，但該等分行的美元資金通常來自其母公司或美國分行 (國際結算銀行，2020 年)。

2.2 中國內地

實體經濟

在Omicron疫情爆發、房地產市場低迷及外部不確定因素增加(如俄羅斯與烏克蘭的衝突及美國貨幣政策正常化)的情況下，中國內地的國內生產總值增長由第1季的按年4.8%放緩至第2季的按年0.4%。整體而言，內地經濟於2022年上半年按年增長2.5%，低於2022年約5.5%的官方增長目標(圖2.12)。

圖 2.12
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻

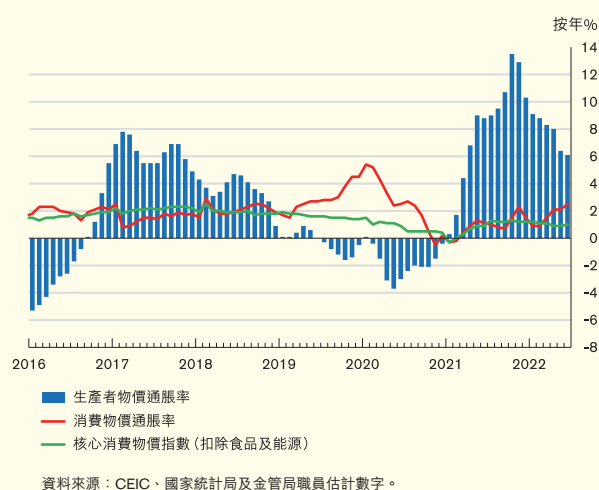


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，於疫情受控及實施多輪政策支持之後，內地經濟有望於下半年持續復甦。根據最新的共識預測，2022年內地經濟預計將增長3.7%。然而，經濟前景仍面臨若干挑戰。國內方面，由於物業項目延遲交付導致按揭還款受到抵制，購房者信心仍然疲弱，短期內房地產市場活動的低迷可能會持續。消費(尤其是與面對面服務有關的消費)將可能繼續受到疫情未來發展的不確定性及相關的社交距離措施影響。外部方面，全球能源短缺，通脹飆升所導致的貨幣政策提前正常化，以及曠日持久的俄烏衝突所引起的全球需求疲軟均可能損害出口表現。為便於監測內地的經濟表現，專題2介紹了一個使用季度及月度宏觀經濟指標的國內生產總值增長即時預測模型。

在全球通脹飆升的情況下，中國內地的生產者物價通脹率於2022年上半年維持在相對較高的水平(圖2.13)。儘管如此，生產者物價通脹率轉嫁至消費物價通脹率的情況有限，整體消費物價通脹率於2022年6月維持按年上升2.5%的溫和水平，部分反映食品價格(如豬肉價格)的低迷，及國內需求在房地產市場下行及新型冠狀病毒疫情反復爆發下疲軟。最新的共識預測預計，內地的消費物價於2022年全年將溫和上升2.4%。

圖 2.13
中國內地：消費物價及生產者物價通脹率

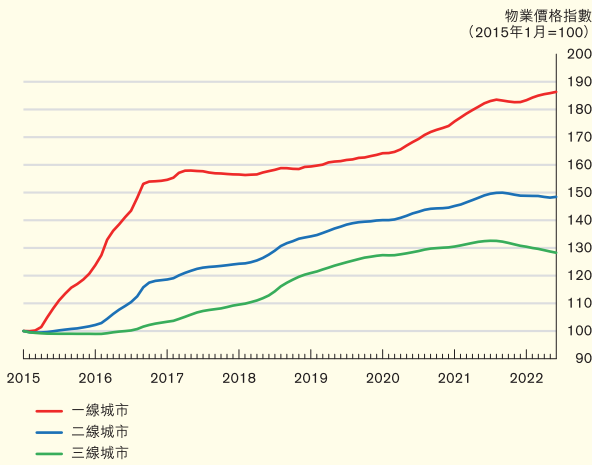


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

資產及信貸市場

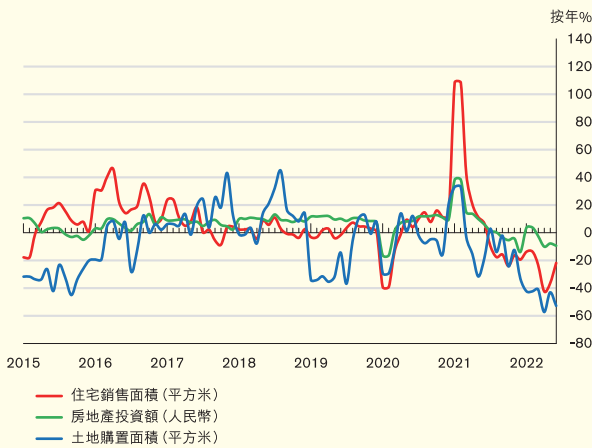
2022年上半年，在房地產開發商融資困難及新型冠狀病毒疫情再度爆發的情況下，內地房地產市場持續低迷。除一線城市外，大多數城市的房價疲軟(圖2.14)，而住宅銷售面積按年顯著下降(圖2.15)。因此，各線城市的庫存銷售比率有所上升，三線城市的庫存銷售比率於2022年6月飆升至53個月的歷史高位(圖2.16)。

圖 2.14
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格



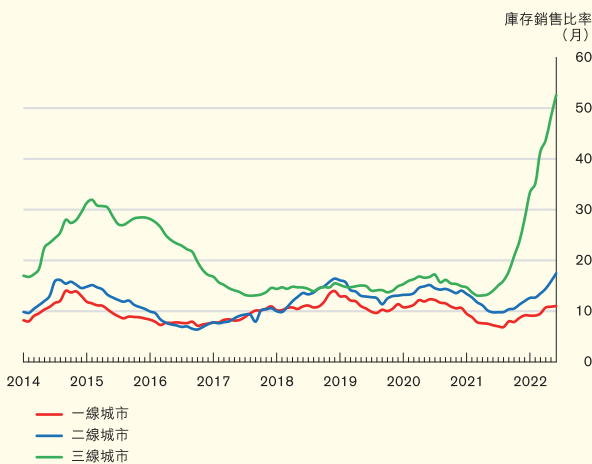
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

圖 2.15
中國內地：住宅銷售面積、房地產投資及土地購置



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

圖 2.16
中國內地：按城市等級劃分的庫存銷售比率

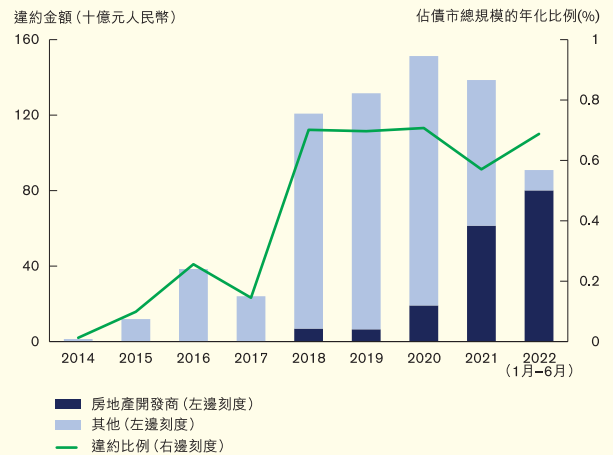


資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

為穩定房地產市場，內地當局加強了支持措施。在需求方面，當局下調按揭貸款基準利率(即5年期貸款市場報價利率)及首套住房按揭貸款利率下限，同時放寬不同城市的購房限制及首付比例。在供應方面，為緩解房地產開發商面臨的融資困難，當局鼓勵銀行區分項目層面的風險與公司層面的風險，以避免盲目撤回對開發商的貸款。於購房者抵制償還按揭貸款以應對項目延遲交付之後，為加強他們的信心，當局亦承諾促進房屋交付，並設立為2,000億元人民幣的基金，同時強調地方政府有責任確保物業交付。雖然市場於6月伴隨着積壓的需求被釋放而出現一些暫時企穩的跡象，但在購房者信心減弱的情況下，該趨勢是否會持續仍不明朗。

流動資金壓力在房地產市場低迷的情況下加劇，2022年上半年內地房地產開發商於在岸市場的違約額達到了約800億元人民幣。然而，在岸債券市場的年化整體違約率於2022年上半年仍然維持在約0.7%的低位，其中房地產開發商佔違約總額的約88% (圖 2.17)。

圖 2.17
中國內地：在岸債券違約規模及比例

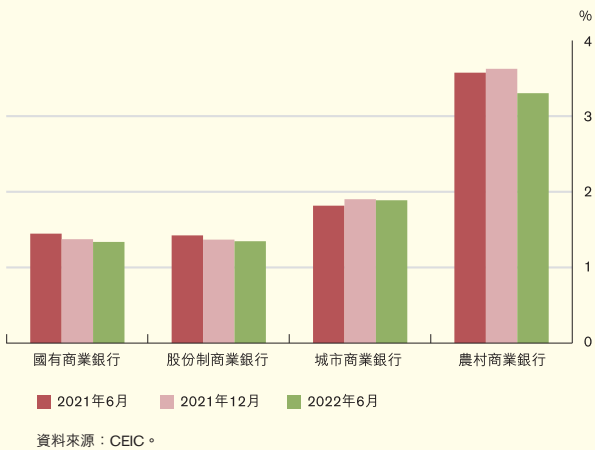


註：同一債券的重複違約僅計算一次。數據涵蓋在銀行間市場及交易所上市的企业及公司債券、中期票據、短期商業票據及私人配售票據。

資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

銀行業整體風險仍然可控。國有銀行的不良貸款率依然較低，從2021年底的1.37%進一步下降至2022年6月的1.34%（圖2.18）。此外，內地大型銀行的撥備覆蓋率由2021年底的239%改善至2022年6月的245%，遠高於監管要求。但是，在經濟及房地產市場持續低迷的情況下，若干小型銀行面臨的資產質量壓力不應被忽略。例如，儘管農村商業銀行的不良貸款率於今年上半年內呈下降趨勢，但於2022年6月仍保持在3.3%的較高水平。

圖 2.18
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



匯率及跨境資本流動

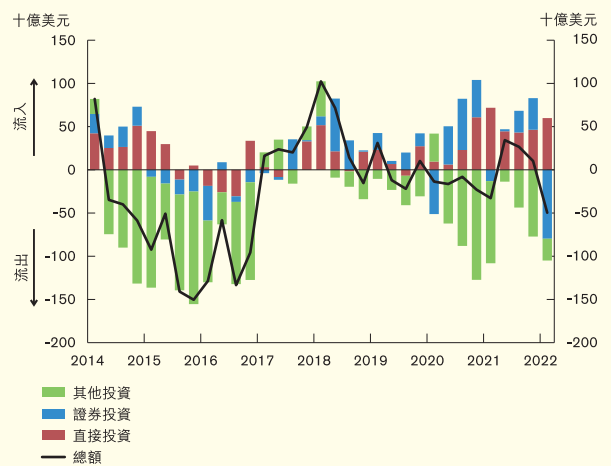
自美國3月底加息後，在岸人民幣兌美元的升值趨勢逆轉，於此後幾個月顯著走軟。離岸人民幣的匯率走勢較在岸人民幣弱，5月在岸人民幣與離岸人民幣的價差於短期內顯著擴大至超過500點（圖2.19）。為穩定人民幣匯率，中國人民銀行於4月25日宣布將外匯存款準備金率從9%下調100個基點至8%，並於9月5日宣布再次下調200個基點至6%，以向市場提供更多外匯流動性。

圖 2.19
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率



在中美息差擴大的情況下，最新的國際收支平衡統計數字顯示，2022年第1季錄得資本淨流出，這主要受國內居民增持外國債券及股票以及外國投資者拋售境內債券所推動（圖2.20）。同時，由於外國對內地直接投資超過內地居民的對外直接投資，直接投資淨流入保持強勁並進一步回升。

圖 2.20
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



展望未來，雖然受惠於中國內地穩健的經濟基本面及金融市場的進一步開放，內地經濟長遠而言將繼續吸引外國投資者，但在中美息差擴大、中國內地增長前景的不確定性及地緣政治緊張局勢加劇的情況下，短期跨境資本流動的波動性可能會增加。

貨幣及財政政策

鑑於經濟面臨下行壓力，當局加大政策支持力度以穩定增長，包括於5月底公布的一項涵蓋六個領域（如促進基礎設施投資、穩定供應鏈及支持中小企業）33項措施的刺激方案，和於8月底宣布的19項接續政策以提供更多資金和援助。

在貨幣政策方面，中國人民銀行：(i) 於2022年4月25日將存款準備金率下調25個基點；(ii) 分別於2022年5月20日和8月22日將5年期貸款市場報價利率下調15個基點，並於8月22日將1年期貸款市場報價利率下調5個基點以刺激投資需求；及(iii) 於2022年8月15日將1年期中期借貸便利及7天期逆回購利率各下調10個基點。此外，中國人民銀行宣布其將擴大結構性貨幣工具的使用，包括定向降準，以支持向小微企業發放銀行貸款。在一系列寬鬆措施下，企業貸款加權平均利率由2021年的4.6%下降至2022年第2季的4.2%，反映實體經濟融資成本有所下降。

在財政政策方面，當局在範圍和規模上均加大了政策支持力度。最新的主要寬鬆措施包括進一步削減零售及服務行業的稅項1,420億元人民幣、汽車購置稅600億元人民幣，以及從9月起對中小微製造企業共涉及4,400億元稅費的緩繳期限繼續延長4個月。此外，政策性銀行已將基礎設施貸款授信額度增加8,000億元人民幣，並發行金融債券3,000億元人民幣用於為基礎設施項目提供資金，且計劃再增發3,000億元相同用途的債券。政府亦強調提高財政政策成效的重要性，尤其是用足用好地方政府專項債券發行所籌集的資金，以刺激國內需求。政府隨後在8月宣布增發5,000億元人民幣地方政府專項債券。

儘管實施了更積極的財政政策，地方政府債務的整體風險仍然受控，而2022年6月底內地地方政府債務餘額對國內生產總值的比率維持在30%的低水平，較去年年底輕微上升。然而，房地產市場低迷可能會影響相對較依賴土地銷售的地區（如海南、黑龍江及寧夏）的部分地方政府的財務狀況。為更好地支持地方政府財政支出，中國人民銀行宣布於年底前向中央政府上繳超過一萬億元人民幣的利潤，有關利潤將用於向地方政府（尤其是是面臨財政困難的地方政府）進行轉移支付。

專題 2

中國內地國內生產總值增長的即時預測

引言

在新型冠狀病毒感染病例回升及房地產行業下行的情況下，中國內地經濟於最近幾個季度面臨強大阻力。鑑於中國內地對全球經濟的重要性，準確掌握內地經濟的現狀實屬有用。考慮到國內生產總值僅每季提供一次，且在發布方面有一定的滯後性，本專題介紹一種即時預測內地國內生產總值增長的方法。該方法結合季度及月度數據，使用被多家央行採用的不受限混頻數據採樣 (U-MIDAS) 模型¹²。

方法及數據

具體而言，我們的 U-MIDAS 回歸採用以下形式，並且每次回歸僅包含一個特定的月度指標：

$$y_t^{(Q)} = \alpha + \sum_{i=1}^p \beta_i y_{t-i}^{(Q)} + \psi(L)x_{j,t}^{(M)} + u_t$$

其中， $y_t^{(Q)}$ 是季度國內生產總值增長， $x_{j,t}^{(M)}$ 表示第 t 季度第 j 個月的月度經濟序列。 $\psi(L) = \sum_{k=0}^q \psi_k L^k = \psi_0 + \psi_1 L + \dots + \psi_q L^q$ ， L^k 是滯後算子，因此 $L^k x_t^{(M)} = x_{t-k}^{(M)}$ 。 p 和 q 是滯後階數，其可能隨着各個指標而變化¹³。

該模型包括六個類別的內地經濟活動指標，涵蓋：(1) 問卷調查、(2) 製造業活動、(3) 房地產行業表現、(4) 國際貿易、(5) 零售銷售及 (6) 其他活動¹⁴。該等指標詳列於表 B2.1。

表 B2.1

U-MIDAS 模型所用的月度指標

指標	通常發布日期
問卷調查	
1. 製造業採購經理人指數	當月月末
2. 製造業採購經理人指數：生產	當月月末
3. 非製造業採購經理人指數	當月月末
4. 非製造業採購經理人指數：建築業	當月月末
5. 財新製造業採購經理人指數	次月第 1 日
6. 財新服務業採購經理人指數	次月第 1 日
製造業	
7. 電力產量	次月第 15 日
8. 粗鋼產量	次月第 15 日
9. 鋼鐵產量	次月第 15 日
10. 水泥產量	次月第 15 日
11. 工業產量	次月第 15 日
房地產業	
12. 房屋新開工面積	次月第 15 日
13. 商品房銷售面積	次月第 15 日
國際貿易	
14. 出口	次月第 7 日
15. 進口	次月第 7 日
16. 貿易順差	次月第 7 日
17. 主要港口集裝箱吞吐量	次月第 15 日
零售銷售	
18. 零售銷售	次月第 15 日
19. 零售銷售：消費品	次月第 15 日
其他	
20. 公路貨運量	次月第 15 日
21. 核心消費物價指數	次月第 10 日

資料來源：Wind、中華人民共和國交通運輸部及金管局職員估計數字。

為取得可靠及準確的結果，我們的國內生產總值增長即時預測設定為六套指標預測結果的加權平均值，而每個回歸的權重乃根據其預測的準確度釐定¹⁵。圖 B2.1 概述我們國內生產總值增長即時預測的整個流程。

¹² U-MIDAS 由 Foroni *et al.* (2015) 提出。它是一個強大的國內生產總值預測工具，被多家央行採納（請參閱 Anesti *et al.* (2017) 和 Chikamatsu *et al.* (2018) 的資料）。

¹³ 最佳滯後期乃根據貝葉斯信息量準則釐定。

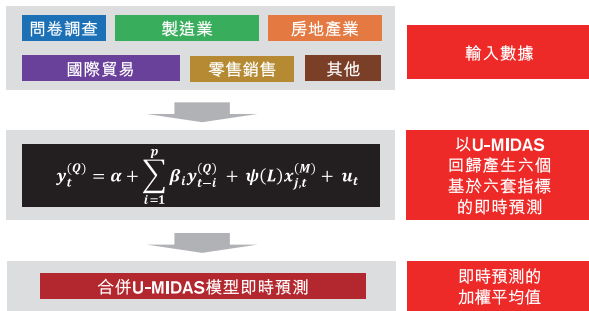
¹⁴ 效仿 Bok *et al.* (2018) 及 Chikamatsu *et al.* (2018)，金融變量不包括在模型中。

¹⁵ 採用反向均方誤差（即權重取決於模型的均方預測誤差 (MSFE)）。具體而言，於時間 t 分配至指標 i 的權重計算如下：

$$w_{i,t} = \frac{1/MSFE_{i,t}}{\sum_{j=1}^N 1/MSFE_{j,t}}$$

其中 N 是指標總數。

圖 B2.1
中國內地國內生產總值增長的即時預測流程

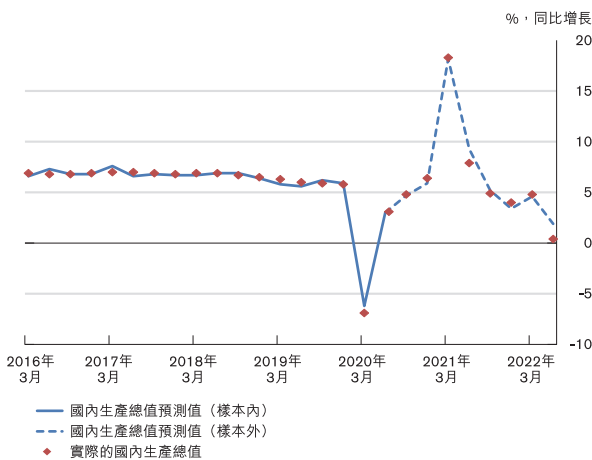


全部數據樣本分為兩個子區間。合併U-MIDAS模型使用2015年1月至2020年6月的第一個子區間進行估計，以納入新冠病毒的首次爆發。樣本隨後滾動擴展至第二個子區間（2020年7月至2022年6月），以便進行樣本外評估。

即時預測結果

圖B2.2將我們的即時預測結果與自2016年開始的實質國內生產總值增長進行比較¹⁶。該圖顯示，我們的樣本內及樣本外預測緊密追蹤國內生產總值增長。特別是我們的預測把握到了由於新冠病毒出現所導致的2020年第1季的驟降及第二年的經濟復甦。

圖 B2.2
樣本內及樣本外的中國內地國內生產總值增長即時預測

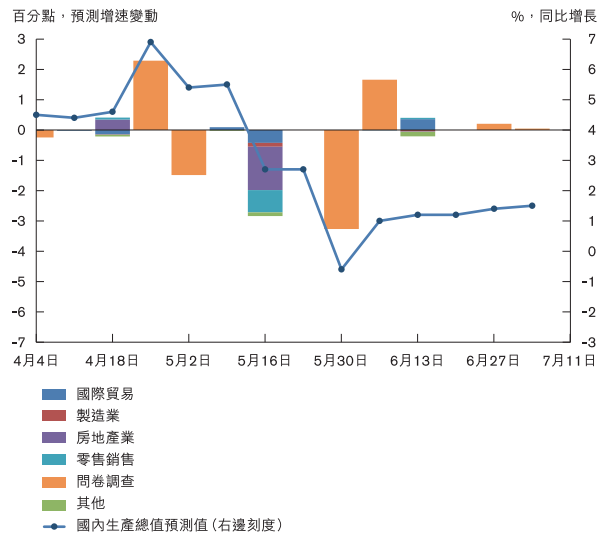


註：虛線顯示結果為樣本外區間內進行的估計，而實線為樣本內區間的估計。
資料來源：Wind、中華人民共和國交通運輸部及金管局職員估計數字。

¹⁶ 由於大部分最佳滯後期為12個月，我們的預測始於2016年第1季。

合併U-MIDAS模型即時預測方法的另一個優點是它使我們能夠了解導致即時預測發生改變的背後因素。例如，我們對2022年第2季國內生產總值增長的即時預測於4月及5月有所下調，主要是由於Omicron爆發及封城後問卷調查數據、房地產行業表現、零售銷售及國際貿易顯著惡化。其後，在放寬新冠病毒限制措施的情況下，問卷調查及國際貿易數據反彈支撐了國內生產總值增長回升（圖B2.3）。我們的預測顯示，內地國內生產總值增長將於第3季有所改善，但在經濟面臨阻力的情況下，增長仍然疲軟。

圖 B2.3
2022年第2季中國內地國內生產總值增長即時預測的變動情況及影響因素



註：
(1) 藍點是指基於截至當時可得信息的每週即時預測。導致預測變動的相關要素以堆疊的彩色條表示，每種顏色表示六套指標之一。
(2) 預測始於本季且包括直至官方國內生產總值發布為止的四個月。
資料來源：Wind、中華人民共和國交通運輸部及金管局職員估計數字。

圖B2.3表明，我們即時預測的準確度往往會隨着新的官方國內生產總值數據發布日期臨近且納入了更多可得信息而提高。誠如樣本外預測結果顯示，我們的即時預測通常在正式數據發布之前一個月便會趨近於實際的國內生產總值增長。

結論

本專題介紹了一種基於21個月度指標追蹤中國內地經濟表現的國內生產總值增長即時預測模型。我們的即時預測模型於全部樣本期內展現出良好的預測力，亦似乎能夠明確展示影響中國內地經濟表現的關鍵因素，包括房地產行業放緩、零售銷售惡化及市場情緒受挫。

參考文獻

Anesti, N., Hayes S., Moreira A., and Tasker J. (2017). "Peering into the present: the Bank's approach to GDP nowcasting.", *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 57(2), 122-133.

Bok, B., Caratelli, D., Giannone, D., Sbordone, A. M., & Tambalotti, A. (2018). "Macroeconomic nowcasting and forecasting with big data", *Annual Review of Economics*, vol. 10(1), 615-643.

Chikamatsu K., Hirakata N., Kido Y., and Otaka K. (2018). "Nowcasting Japanese GDPs.", *Bank of Japan Working Paper Series*, No. 18-E-18.

Forni, C., Marcellino, M. G., and Schumacher, C. (2015). "Unrestricted Mixed Data Sampling (MIDAS): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials." *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, vol. 178(1), 57-82.

3. 本港經濟

隨着本港疫情回穩及各項支援措施帶動本地需求，香港經濟繼第1季急劇收縮後，於第2季環比有所改善。然而，主要由於貨物出口下跌，整體經濟活動仍較去年疲弱。展望未來，經濟復甦仍將面臨環球經濟前景惡化等多重挑戰。失業率在近月回落，並於短期內可能進一步下降。儘管外圍價格急升，但由於本地成本壓力受控，本地通脹仍然溫和。

3.1 實體經濟活動

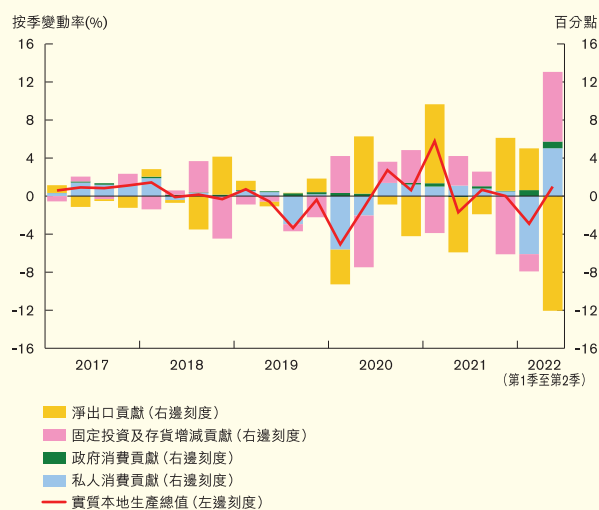
香港經濟在上半年環比有所改善，然而整體經濟活動仍較去年同期疲弱。按季比較，實質本地生產總值繼第1季在本地第五波疫情影響下廣泛收縮2.9%後，於第2季回升1.0%（表3.A及圖3.1）。隨着本地疫情回穩，加上失業率下降和新一輪消費券計劃的推出，私人消費在第2季回升。營商氣氛好轉亦帶動整體投資開支反彈。¹⁷ 外圍方面，由於外圍需求放緩，以及在疫情下跨境運輸受阻¹⁸，香港貨物貿易表現於上半年轉差（圖3.2）。雖然服務貿易仍遠低於疫情前的水平，但相繼地已有所回穩，某程度上受惠於訪港旅客人次稍升。¹⁹ 然而，按年比較下，實質本地生產總值在第2季再度下跌（表3.A），主要反映外圍不利因素。

表3.A
實質本地生產總值增長

		經季節性調整的 按季增長率(%)	按年增長率(%)
2021	第1季	5.8	8.0
	第2季	-1.7	7.6
	第3季	0.7	5.4
	第4季	0.0	4.7
2022	第1季	-2.9	-3.9
	第2季	1.0	-1.3

資料來源：政府統計處。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻



註：增長率經季節性調整。

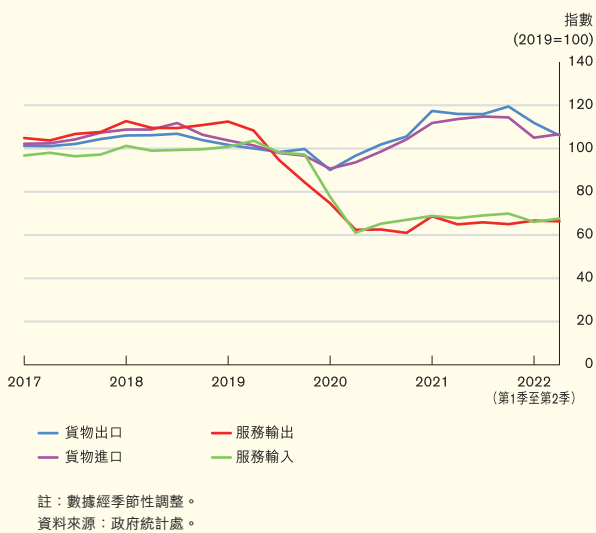
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

¹⁷ 採購經理指數自2022年4月起重回擴張區間，並於5月升至54.9，為近十年來最高水平。

¹⁸ 自2022年1月底起，本地第五波疫情令內地與香港之間的跨境貨運服務受阻，並導致延誤及運輸成本上升。當中，跨境陸運貨物受阻對香港供應鏈產生了連鎖效應，部分由於陸運無法與海運或空運無縫連接。這進一步增加了貿易成本，並拖累貿易量。

¹⁹ 政府自5月起撤銷非香港居民入境限制，並自7月起暫緩航班熔断機制。海外抵港人士的檢疫規定亦在8月和9月先後作出調整。訪港旅客總數由1月至4月約16,200人次上升至5月至7月約107,900人次。不過，訪港旅客人次仍遠低於疫情前的水平。

圖 3.2
進出口量



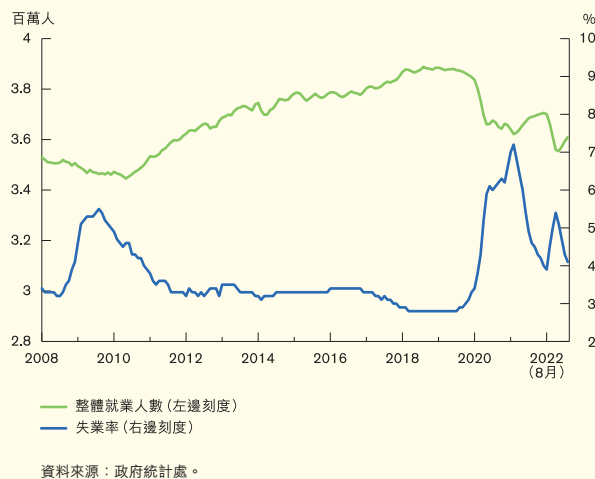
香港經濟前景於短期內仍面臨不少挑戰。雖然勞工市場的改善及第二階段消費券的發放²⁰將有助支持私人消費及推動整體經濟復甦，但金融狀況收緊可能會抑制經濟增長。此外，環球增長前景轉差，可能會繼續拖累香港的出口表現。²¹鑑於上半年經濟表現較預期遜色，政府和私營機構分析員將2022年香港經濟增長的預測分別下調至-0.5%至0.5%以及0%。此經濟前景亦受疫情、主要央行貨幣政策正常化的步伐，以及地緣政治的憂慮等其他風險和不明朗因素所影響（見前章所述）。

3.2 勞工市場狀況

勞工市場在2022年年初惡化後，於過去數月有所改善，部分是受惠於社交距離措施逐步放寬及「2022保就業」計劃等多項政策措施。經季節性調整的失業率從4月5.4%的近期高位下降至8月的4.1%（圖3.3），

而且所有主要經濟行業的失業率均錄得跌幅。²²整體就業人數和勞動人口參與率自6月起有所回升，惟仍低於疫情前的水平。網上招聘廣告的數據亦顯示職位空缺有所增加。隨着本地經濟活動回升，勞工市場的壓力在短期內可望進一步緩和。

圖 3.3
勞工市場情況



3.3 通脹

雖然本地通脹壓力在近期輕微升溫，但仍屬溫和（圖3.4）。按年比較，基本綜合消費物價指數在第1季及第2季分別上升1.6%及1.7%，並在8月上1.8%。²³反映通脹動力的按三個月以年率計的基本通脹率亦有所上升。隨着進口價格持續上升（圖3.5），基本食品和能源相關項目的價格升幅更為顯著。此外，隨着本地疫情回穩帶動消費需求回升，衣履和外出用膳價格亦有所增長。相比之下，綜合消費物價指數的房屋租金項目大致平穩，因而限制了整體通脹動力（圖3.6）。實質單位勞工成本在第1季及第2季亦有所放緩（圖3.7）。

²⁰ 政府已於8月開始發放第二階段電子消費券（5,000港元）。財政司司長表示，預期整個消費券計劃將促進消費，並長遠為實質本地生產總值增長帶來1.2個百分點的提振作用。

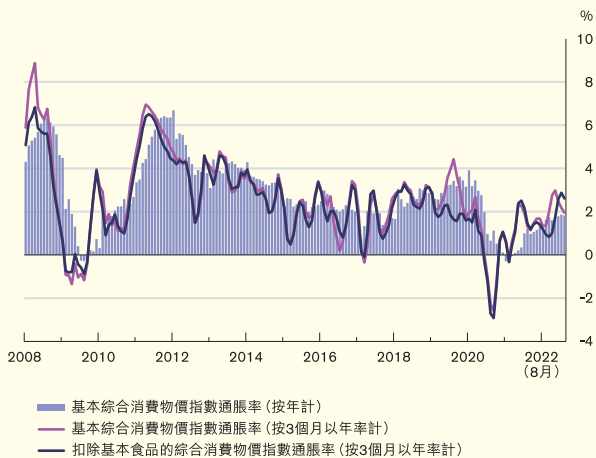
²¹ 不過，隨着本地疫情轉趨穩定，跨境交通受阻的情況可能會逐步緩和，為對外貿易帶來舒緩作用。

²² 例如，餐飲服務業失業率由4月的12.9%顯著下降至8月的6.7%，而建造業失業率則下降2.3個百分點至8月的6.4%。

²³ 連同政府一次性紓困措施的影響，2022年8月的按年計整體通脹率為1.9%，而在第1季及第2季均為1.5%。

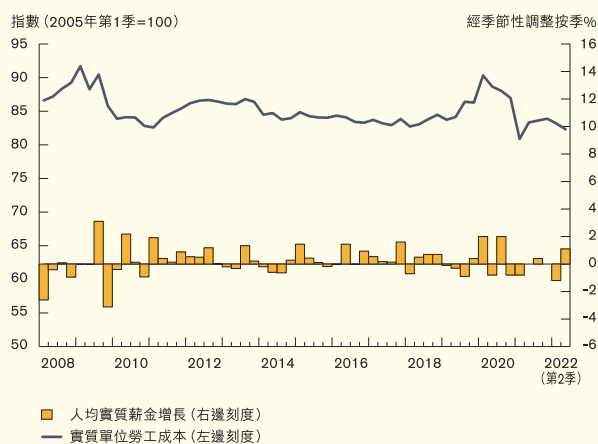
本港經濟

圖 3.4
反映消費物價通脹的不同指標



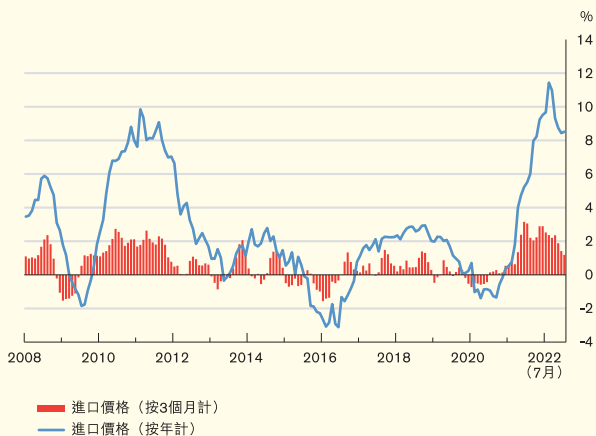
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.7
單位勞工成本



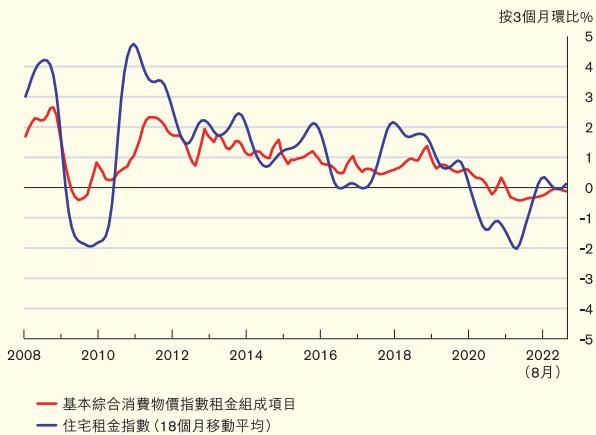
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.5
香港進口價格



資料來源：政府統計處。

圖 3.6
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

雖然預料外圍價格壓力在短期內仍會持續高企，但由於新簽訂的私人住宅租金早前放緩，加上本地勞工成本受控，本地通脹應會保持溫和。政府維持2022年的基本通脹率預測於2.0%及整體通脹率預測於2.1%，而最新市場共識預測的整體通脹率為2.1%。

4. 貨幣及金融狀況

香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息的負息差在2022年上半年擴闊導致套息活動增加，加上本地股票市場表現疲弱，令港元於回顧期內走弱。雖然5月至8月期間弱方兌換保證被觸發31次及香港銀行同業拆息有所上升，但香港的貨幣環境依然寬鬆。整體而言，港元外匯及貨幣市場交易繼續暢順有序。展望未來，包括美國貨幣政策正常化步伐、疫情發展以及持續的地緣政治緊張局勢在內的多方面不明朗因素，可能會加劇資金流波動。然而，香港擁有充足的外匯儲備及健全的銀行體系，有能力抵禦資金流出而不致影響貨幣及金融穩定。

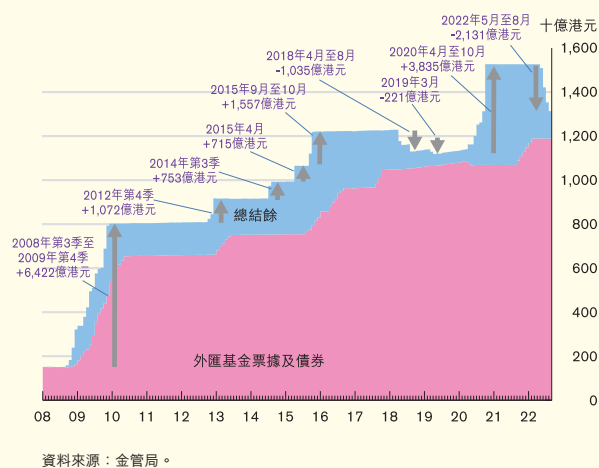
4.1 匯率及資金流

香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息的負息差在今年上半年擴闊，導致套息活動增加，加上本地股票市場表現疲弱，令港元自4月底以來走弱。回顧期內，港元兌美元在7.814至7.850區間內徘徊（圖4.1），弱方兌換保證被觸發31次。自5月11日（美國時間）首次觸發弱方兌換保證後，金管局按照聯繫匯率制度（聯匯制度）的設計，應銀行要求，合共買入2,131億港元（截至8月底）。因此，銀行體系的總結餘從2月底的3,376億港元減少至8月底的1,250億港元（圖4.2）。

圖 4.1
港元匯率

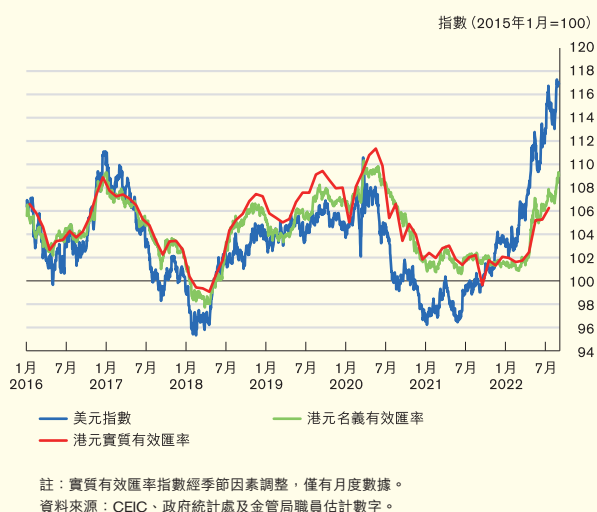


圖 4.2
總結餘及外匯基金票據及債券



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

圖 4.3
名義及實質有效匯率



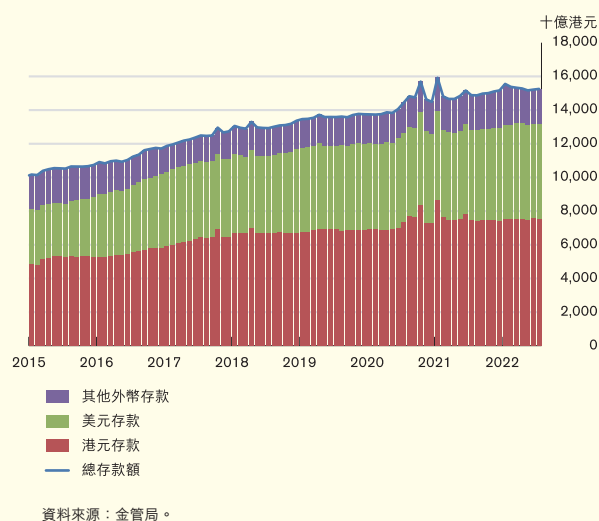
展望未來，包括美國貨幣政策正常化步伐、疫情發展以及持續的地緣政治緊張局勢在內的多方面的不明朗因素，可能會加劇資金流波動。隨着美元拆息高於港元拆息的差距拉闊，市場出現更多套息交易。根據聯匯制度的設計及運作，隨着弱方兌換保證被觸發，資金流出港元體系，利率自動調節機制會發揮作用。港元拆息會逐步上升，抵銷套息交易的誘因並減慢資金從港元市場流出，最終令港元穩定在7.75至7.85的兌換保證範圍內。事實上，金管局多年來在金融及銀行體系建立了強大的緩衝和抗震能力。香港外匯儲備充裕，金管局絕對有能力及決心，繼續維持聯匯制度，以及香港的貨幣及金融穩定。

4.2 貨幣環境及利率

儘管弱方兌換保證被觸發，金管局因應銀行要求而購入港元，香港的貨幣環境在回顧期內仍保持寬鬆，港元貨幣基礎在2022年8月底為19,303億港元，仍處於可觀水平。

2022年首七個月，認可機構的存款總額溫和增長0.6%，其中港元存款增長1.6%，外幣存款則微跌0.3%（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。

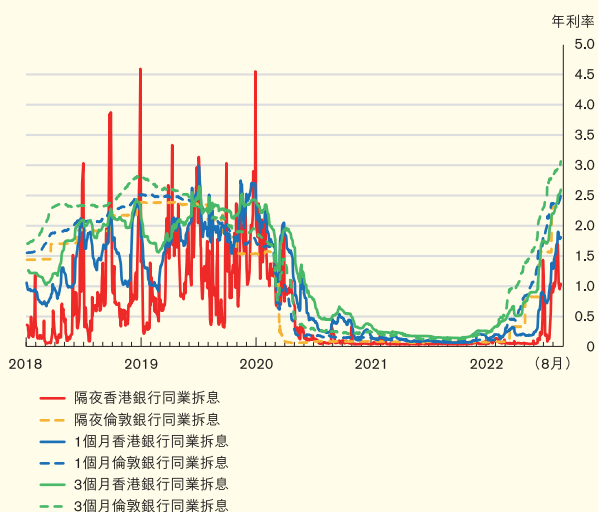
圖 4.4
按貨幣劃分的認可機構存款



整體而言，香港的銀行同業市場交易繼續暢順有序。在美國持續加息的背景下，香港銀行同業拆息上升，其與倫敦銀行同業拆息的負息差在較近期收窄（圖4.5）。新造按揭的平均貸款利率由2022年1月的1.56%上升至2022年7月的2.31%，主要反映香港銀行同業拆息上升。在9月份美聯儲上調其政策利率後，部分銀行將其最優惠貸款利率上調12.5個基點，為2018年以來首次上調。部分銀行近月亦提高以香港銀行同業拆息為基礎的新批按揭利率上限。

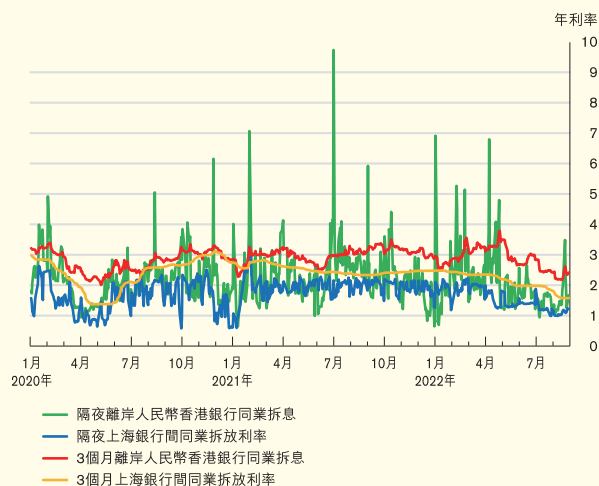
貨幣及金融狀況

圖 4.5
港元與美元銀行同業拆息



資料來源：CEIC 及金管局。

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。

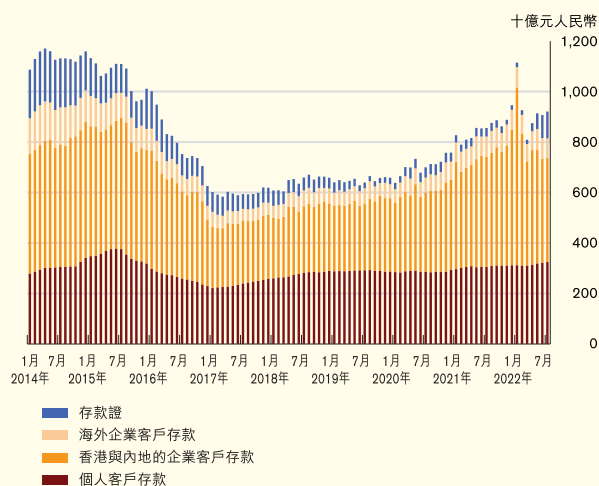
展望未來，由於預期美聯儲將會繼續以急促的步伐推進貨幣政策正常化，根據聯匯制度的設計和預期運作，金管局或會應銀行要求而購入更多港元，而總結餘可能會進一步下跌。雖然港元銀行同業拆息走勢一般會跟隨美元利率走勢，但香港銀行同業拆息追上美元利率的速度和幅度，仍取決於本地市場對港元資金的供求情況。至於銀行的商業利率，銀行將根據自身的資金成本結構和其他相關考慮，決定是否調整利率、調整利率的時機以及調整的幅度。

離岸人民幣銀行業務

回顧期內，離岸人民幣同業市場的流動性狀況繼續保持穩定。²⁴ 雖然隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息因偶爾的外匯結算資金需求，以及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 4.6）。另一方面，3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息相對保持穩定，並在整個回顧期內徘徊在 3% 附近。

於回顧期內，香港的離岸人民幣資金池整固。今年截至 7 月底，人民幣客戶存款及存款證餘額減少 2.6% 至 9,199 億元人民幣（圖 4.7 及表 4.A）。主要受企業資金流向所帶動，人民幣客戶存款下跌 12.2%。另一方面，隨着人民幣存款證發行額增加，存款證餘額增加 494.0%。

圖 4.7
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

²⁴ 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第 2.2 章。

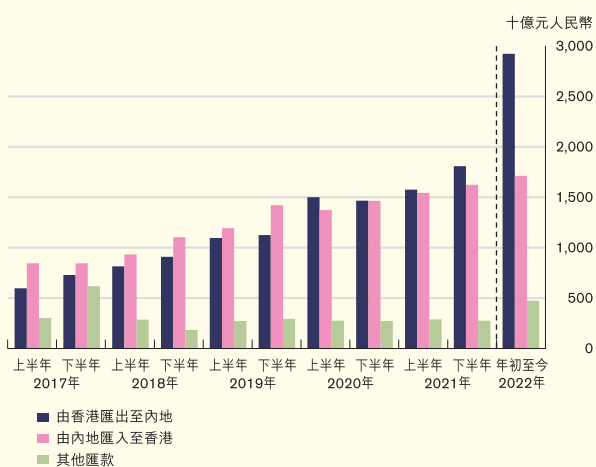
表 4.A
離岸人民幣銀行業務統計

	2021年12月	2022年7月
人民幣存款及存款證(十億元人民幣)	944.7	919.9
其中：		
人民幣存款(十億元人民幣)	926.8	813.7
人民幣存款佔存款總額(%)	7.5	6.2
人民幣存款證(十億元人民幣)	17.9	106.2
未償還人民幣貸款(十億元人民幣)	163.6	172.5
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	212	211
應付海外銀行的金額(十億元人民幣)	102.9	117.4
應收海外銀行的金額(十億元人民幣)	100.4	130.0
	2022年1月至7月	
香港人民幣貿易結算(十億元人民幣)	5,090.0	
其中：		
由內地匯入至香港(十億元人民幣)	1,705.9	
由香港匯出至內地(十億元人民幣)	2,913.8	
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)	1,669.5	

資料來源：金管局。

儘管人民幣資金池整固，但離岸人民幣銀行業務的其他方面仍繼續增長。2022年首七個月人民幣貸款餘額增長5.4%。香港的人民幣貿易結算亦繼續增長。2022年首七個月，本港銀行處理的交易額達50,900億元人民幣(圖4.8)，較去年同期的40,200億元人民幣增長26.6%。香港的人民幣資金池繼續支持大量人民幣支付及融資交易。2022年首七個月，人民幣即時支付結算系統的平均每日成交量維持於16,695億元人民幣的高水平，而2021年同期為15,312億元人民幣。

圖 4.8
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

展望未來，金管局與中國人民銀行簽訂的優化貨幣互換協議，以及金管局的優化人民幣流動資金安排，將進一步支持和深化香港的人民幣資金池。同時，與內地持續加強的互聯互通機制(包括最近公布的互換通和南北雙向的滬港通、深港通、債券通和跨境理財通)，以及計劃把債務工具中央結算系統(CMU)現代化以發展為亞洲主要的國際中央證券託管平台(ICSD)，將為境外投資者提供便捷及安全的渠道，通過兩地基礎設施機構的連接，進行人民幣資產交易。透過這些措施，香港已準備就緒，把握內地資本賬持續開放以及「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所帶來的機遇。

資產市場

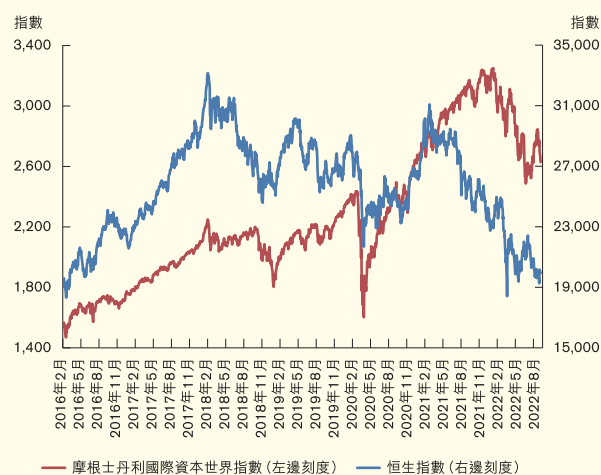
在疫情持續、美國前置式貨幣緊縮政策，以及全球經濟受到俄烏衝突影響的情況下，本港股市跟隨全球股市下跌，並於2022年3月下跌至六年低位，且在整個回顧期內持續波動。儘管市況波動，但香港的港元及離岸人民幣債券市場在2022年上半年繼續擴張。由於物業市場氣氛隨着利率上升而轉趨審慎，住宅物業市場在第2季回穩後，於近期有所回軟。

4.3 股市

隨着全球股票市場下跌，本港股市於2022年3月大幅下跌，並於3月15日跌至18,415點的六年低位（圖4.9）。在疫情持續、美國前置式貨幣緊縮政策，以及全球經濟受到俄烏衝突影響的情況下，主要及本地股市在整個回顧期內持續波動。標普500指數及恒生指數的期權引伸波幅均上升至高於過去10年的平均水平（圖4.10）。反映投資者對沖股市下跌風險意願的偏斜指數攀升，並於2022年4月達到近期高位，其後有所回落。²⁵

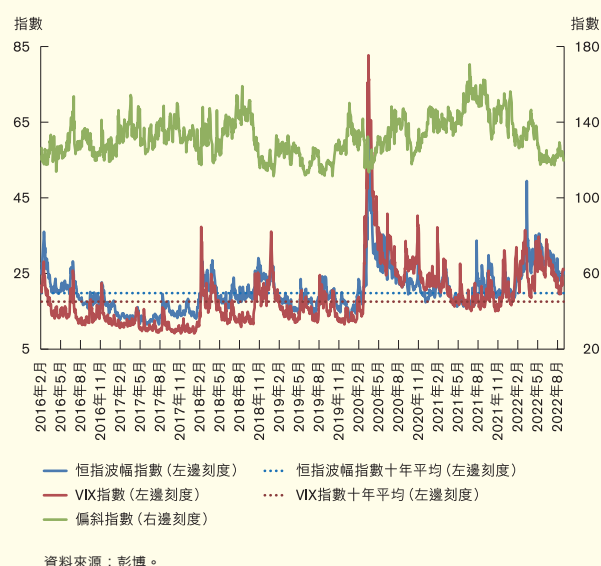
整體而言，恒生指數由2022年2月底至8月底下跌12.1%，同期摩根士丹利國際資本世界指數則錄得11.8%的跌幅。

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。

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

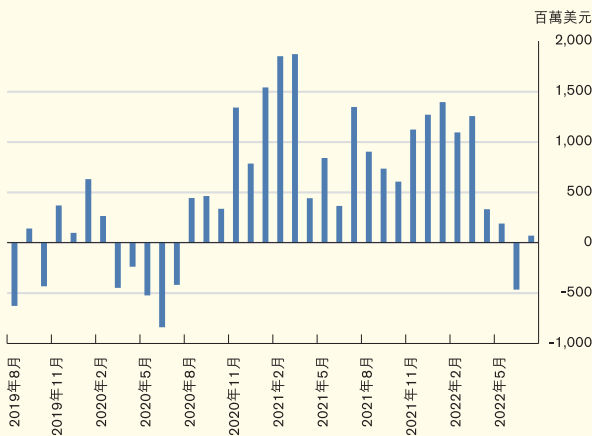


資料來源：彭博。

²⁵ 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。指數值為100，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>。

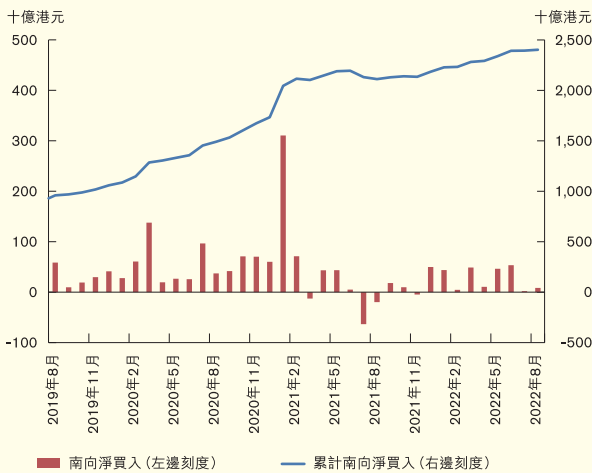
隨着港股市場波動，股票市場基金的資金淨流入亦有所放緩（圖 4.11），2022 年 2 月至 7 月的資金淨流入總額為 24.697 億美元。與此同時，經港股通南向的買盤相對保持穩定，在 2022 年 2 月底至 8 月底期間錄得 1,696 億港元的淨流入。於回顧期內，淨買入資金額累計增加 7.6% 至 24,026 億港元（圖 4.12）。

圖 4.11
股票市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

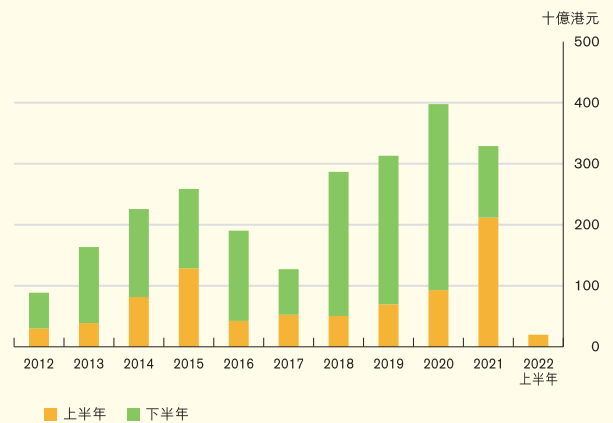
圖 4.12
透過港股通南向的淨買入



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

地緣政治及全球宏觀經濟環境的不明朗因素亦令全球一級市場活動放緩。在香港，2022 年上半年透過新股上市籌集的資金較 2021 年上半年減少 90.7%，主要受 2021 年上半年新股認購活躍的高基數效應所影響（圖 4.13）。然而，尋求在香港上市的需求並沒有減少，截至 2022 年 6 月底，香港交易所正在處理共 189 宗公司上市申請。

圖 4.13
香港的首次公開招股市場

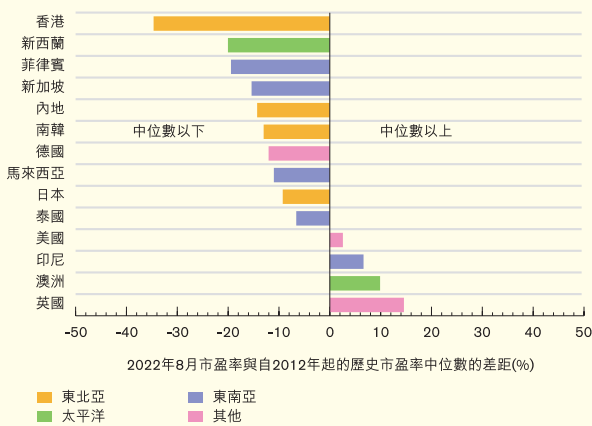


資料來源：香港交易所。

本地股市前景受到外圍環境的不利因素所影響。地緣政治緊張局勢持續，對全球經濟增長放緩和通脹壓力的擔憂，以及主要央行收緊貨幣政策，均可能影響企業盈利的長期前景。美元在 2022 年 7 月達到 20 年高位後持續走強，可能會進一步加重擁有大量美元債務的企業的債信負擔。本地方面，香港疫情的不確定性仍是未來的一個風險因素。

從正面的角度分析，內地貨幣和財政政策對其經濟的支持，以及合資格交易所買賣基金 (ETF) 由 2022 年 7 月 4 日起納入互聯互通計劃，均可能改善香港股市的市場情緒。與歷史水平和主要股票市場相比，現時香港股市的經週期性調整市盈率均較低，港股較低的估值某程度上或有助減輕未來不利因素的影響（圖 4.14）。

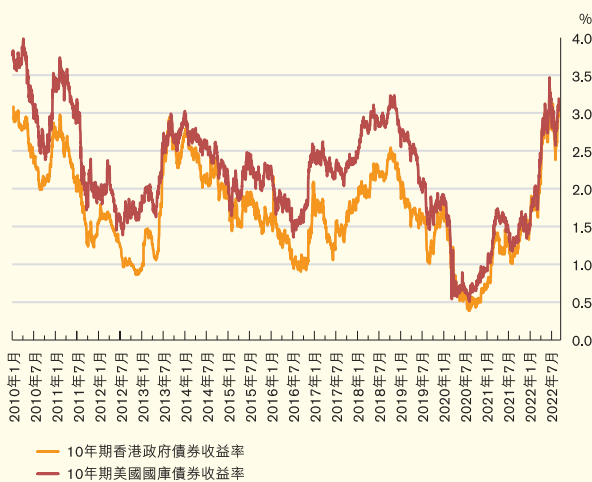
圖 4.14
亞太區及其他主要市場經週期性調整市盈率



4.4 債券市場

在債券收益率急升的情況下，港元債券市場在2022年上半年溫和增長。美國在通脹壓力下加息，令10年期美國國債收益率在2022年6月14日創下11年的新高。在通脹壓力持續但同時憂慮美國經濟增長放緩的情況下，美國國債收益率繼續在近期高位徘徊。跟隨10年期美國國債收益率的走勢，港元10年期政府債券的收益率在2022年6月15日升至3.34%的歷史高位，其後持續波動（圖4.15）。

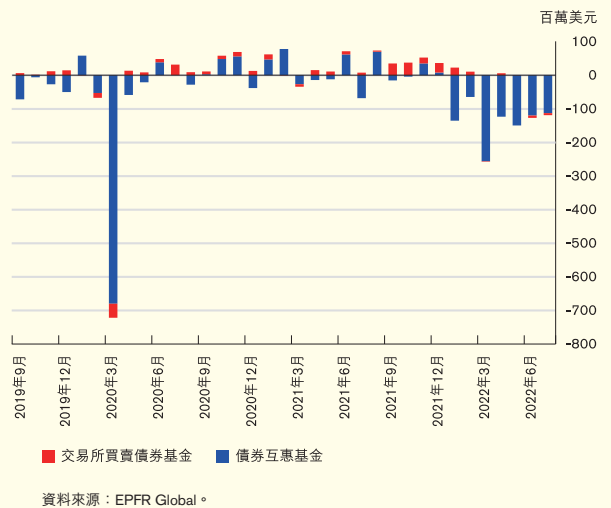
圖 4.15
10年期香港政府債券與美國國庫債券的收益率



註：在機構債券發行計劃下，10年期香港政府債券收益率的每日數字由2010年1月11日開始提供。
資料來源：彭博及金管局。

隨着債券收益率上升，香港錄得債券資金淨流出。在2022年2月至7月期間，香港錄得8.253億美元的債券資金淨流出（圖4.16），由債券互惠基金資金淨流出所帶動。

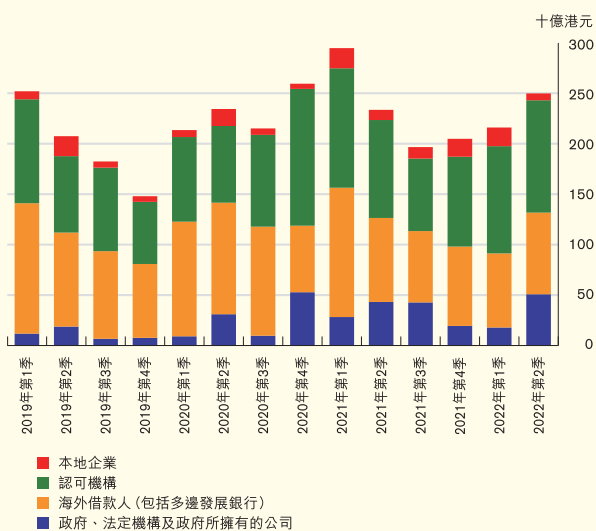
圖 4.16
交易所買賣債券基金及債券互惠基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

2022年上半年，港元債券總發行量較上年同期上升8.4%至23,526億港元，主要由外匯基金票據及債券發行量上升14.9%所帶動。就非外匯基金票據及債券而言，政府及法定機構債券發行量在上半年維持相對穩定，包括香港政府於2022年5月18日發行的首批200億港元綠色零售債券，其總數為687億港元（圖4.17）。與去年同期相比，認可機構及本地公司發行的港元債券亦維持穩定，而海外借款人的發行量在2022年上半年則顯著減少。

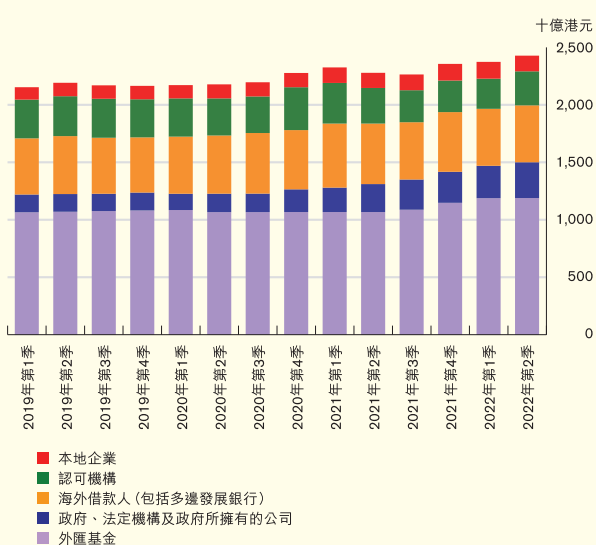
圖 4.17
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債券



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。

截至2022年6月底，未償還港元債券金額按年增長6.5%至24,286億港元（圖4.18）。該金額相當於港元M3的29.5%或銀行業以港元計值資產的24.1%。其中政府部門非外匯基金票據及債券的未償還金額按年上升27.9%至3,112億港元，而外匯基金票據及債券的未償還金額則增長11.4%至11,904億港元。

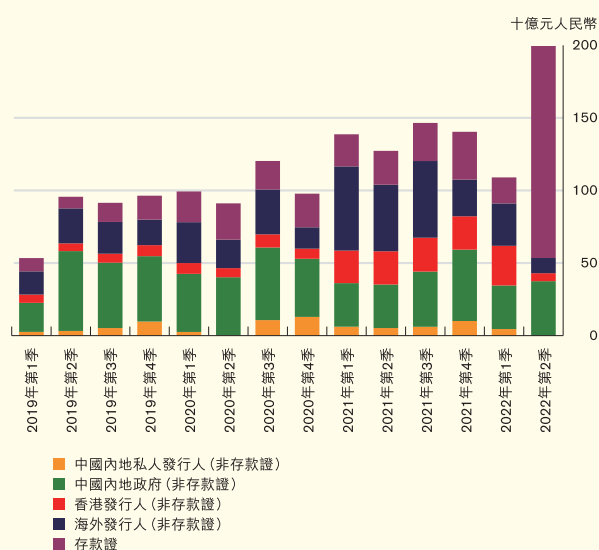
圖 4.18
未償還港元債券（按發行人劃分）



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

香港離岸人民幣債券市場在2022年上半年繼續擴張。2022年上半年債券新發行量按年上升16.4%至3,095億元人民幣（圖4.19）。增長主要是因為2022年第2季存款證發行量較2021年第2季上升五倍至1,460億元人民幣。存款證發行量的增加抵銷了私營發行人非存款證發行量在同一季度顯著放緩的影響。同時，2022年上半年內地政府的非存款證發行量按年增長12.5%至675億元人民幣。

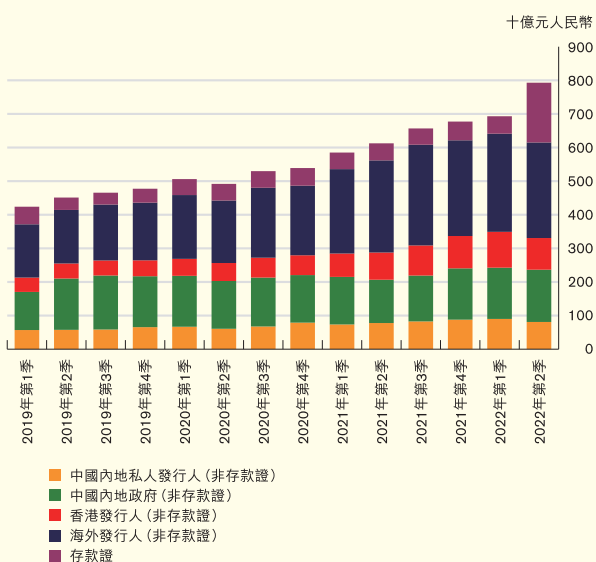
圖 4.19
在香港新發行的離岸人民幣債券量



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。

因此，截至2022年6月底，離岸人民幣債券的未償還總額錄得29.4%的按年增幅，至7,928億元人民幣（圖4.20）。

圖4.20
香港的未償還離岸人民幣債券



展望未來，香港的債券市場將面對多項挑戰。主要央行大幅加息以及對全球經濟增長放緩的擔憂，可能會使企業在舉債時更為謹慎。同時，儘管內地貨幣和財政政策對其經濟的支持有助改善市場氣氛，但內地經濟面臨下行壓力、離岸人民幣匯率波動，以及債券違約率上升的風險持續，均可能為離岸人民幣債券市場的前景帶來不明朗因素。

於回顧期內，政府推出政策措施促進香港債券市場的發展。其中，財政司司長在《2022至23財政年度政府財政預算案》中宣布把債務工具中央結算系統(CMU)發展成為亞洲主要的國際中央證券託管平台。有關發展包括金管局旨在提升CMU的系統及服務的三年優化計劃，將有助加強香港作為債券中心的地位。²⁶

²⁶ 有關詳情，請參閱《匯思》文章：2022年6月13日的「推動CMU發展 提升IFC地位」及2022年7月4日的「香港離岸人民幣業務再添新動力」。

此外，政府最近成功推出首批綠色零售債券，令香港的綠色金融產品更為多元化，鞏固香港作為首要綠色金融樞紐的地位。香港債券市場蓬勃發展，將有助維持香港作為國際金融中心的領先地位。

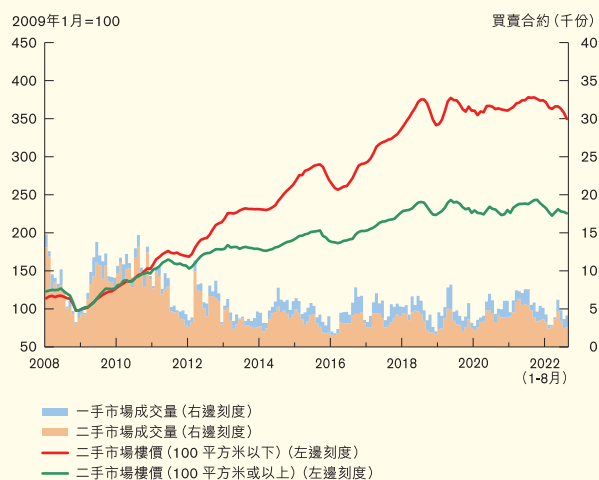
4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場繼第1季放緩後，於第2季回穩。隨着本地第五波疫情緩和，參觀單位（俗稱睇樓）和交投活動在市場氣氛改善及積壓需求獲得釋放下均有所回升。地產發展商亦恢復推售新項目，並以具競爭力的定價策略促銷。因此，每月平均成交量從第1季3,352宗的低位上升至第2季的4,975宗（圖4.21）。最近，市場氣氛隨着加息憂慮而轉趨審慎，住宅每月平均成交量於7月和8月回落至3,904宗。

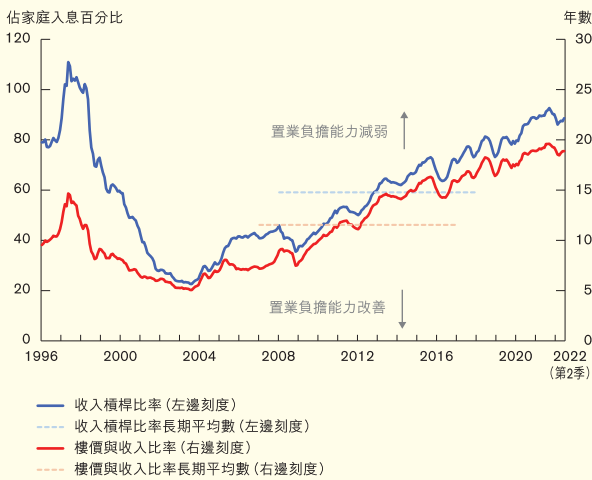
二手市場樓價繼第1季下跌3.2%後，於第2季輕微回升0.2%。按面積劃分，大型單位（實用面積100平方米或以上）的價格回升速度較中小型單位（實用面積小於100平方米）為快，部分反映本地家庭升級換樓的需求（圖4.21）。最近的市場資料顯示，住宅價格在7月和8月再度回落。

圖4.21
住宅物業價格及成交量



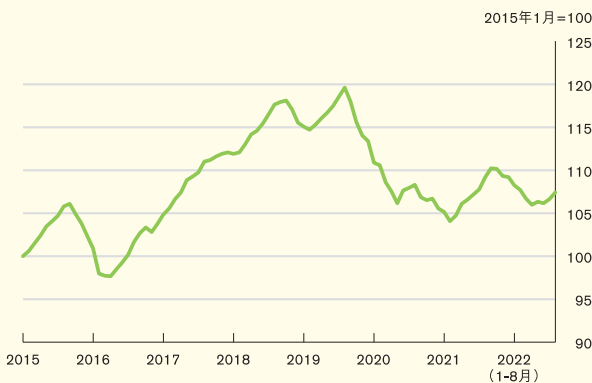
置業負擔能力在上半年雖然有所改善，但仍然偏緊。與去年第4季比較，今年第2季的樓價與收入比率稍微回落至18.8，仍屬偏高水平，而1997年的峰值約為15。收入槓桿比率亦回落至87.9，惟仍遠高於其長期平均值（圖4.22）。²⁷ 另一方面，住宅租金在5月至8月反覆回升1.4%，結束截至4月為止連續七個月約4%的跌勢（圖4.23）。²⁸ 住宅租金收益率於7月維持在2.0–2.5%的低位。

圖 4.22
置業負擔能力指標



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 4.23
住宅物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

²⁷ 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。

²⁸ 市場資料顯示，租賃市場部分受到內地學生的需求所支持。

隨着一個月香港銀行同業拆息上升，本地按揭利率自6月起攀升，令借款人的供款負擔有所增加（另見第4.2節）。為應對較高的流動資金成本，部分銀行在近月亦上調了以香港銀行同業拆息為基礎的按揭計劃（俗稱H按）的鎖息上限，並於9月上調最優惠利率。市民在作出置業、按揭或其他相關決定時，應審慎評估及管理相關風險。²⁹ 然而，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。2022年7月的新造按揭成數為56%，仍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37%的低水平，而借款人須通過壓力測試，以確保他們有能力承擔因利率上升而引致的額外供款。³⁰ 此外，超過一半的私人住宅物業於2021年底並無任何未償還按揭。³¹ 在按揭利率面對上升壓力下，專題3探討如何以機器學習的技術，預測住宅按揭貸款的信貸質素惡化情況。

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。其中，本地疫情拖延，加上按揭利率上升，可能會抑制置業需求，而市場對環球經濟前景的憂慮以及美國加息步伐的不確定性將繼續拖累樓市氣氛。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供應量仍會維持在高位。³²

²⁹ 金管局亦已提醒置業人士在利用建築期付款方式購買一手樓花時，應留意樓價或利率調整的風險。尤其是這些買家在其後安排按揭時，物業的估值可能會較為保守，或買家在利率上升的情況下未必能通過壓力測試。

³⁰ 考慮到目前的利率環境和按息走勢，以及按息過往的長期平均水平，金管局認為適宜將物業按揭貸款利率壓力測試要求由300基點下調至200基點，並於2022年9月23日即時生效。此水平已經足夠確保銀行按揭業務風險得到妥善管理。詳情請參閱金管局於2022年9月23日發出的「物業按揭貸款」新聞稿。

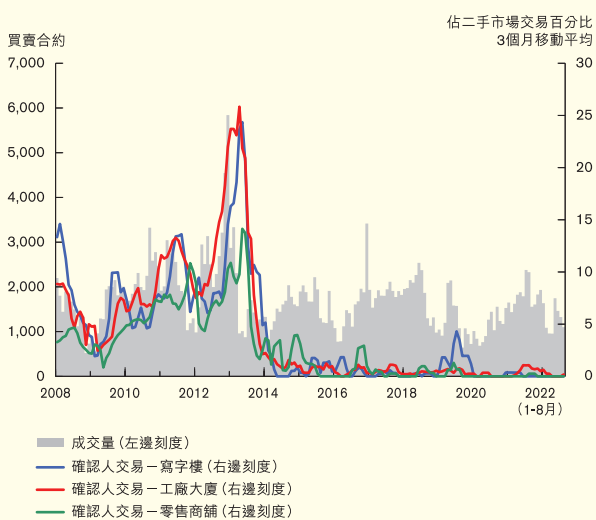
³¹ 請參閱2022年3月的《金管局貨幣及金融穩定情況半年度報告》中「專題4：利用成交大數據監察香港非銀行機構提供的住宅按揭貸款」。2021年人口普查統計數據亦顯示，66%的自置居所住戶並無按揭。

³² 房屋局於2022年6月底估計，未來三至四年一手私人住宅單位總供應量將維持在98,000個的高位。為加快土地房屋供應，政府亦已於2022年7月成立「土地及房屋供應統籌組」及「公營房屋項目行動工作組」，以精簡發展程序及釋放土地的發展潛力。

非住宅物業市場

在本地第五波疫情及相關限制措施下，非住宅物業市場於上半年出現調整。期內每月平均成交量下跌至約1,300宗，投機活動亦維持淡靜（圖4.24）。零售商舖的售價在艱難的營商環境下再次回軟，而寫字樓和分層工廠大廈的售價則反覆橫行（圖4.25）。租賃市場方面，商業樓宇的租金維持疲軟（圖4.26）。非住宅物業的整體租金收益率在7月份維持在2.5–2.9%的低位。

圖4.24
非住宅物業成交量



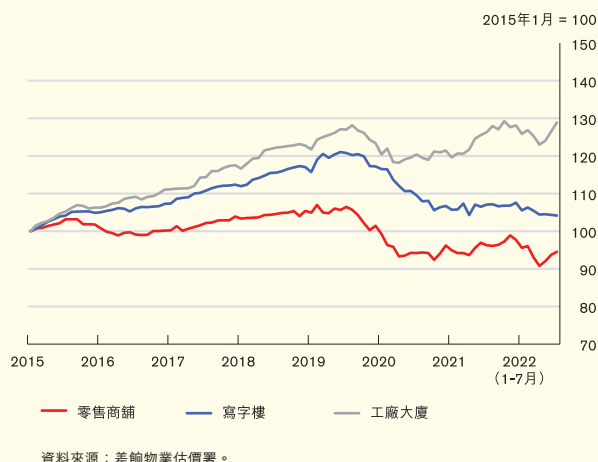
資料來源：土地註冊處、中原地產代理有限公司。

圖4.25
非住宅物業售價指數



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

圖4.26
非住宅物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

非住宅物業市場的前景在短期內仍然充滿挑戰。例如，政府發放消費券應有助刺激本地消費，從而為零售物業提供一定支持，惟入境旅遊停滯將繼續拖累其前景。由於空置率高企及未來數年新供應增加，辦公室的租金及資本價值亦可能繼續受壓。

專題3 利用數據科學評估銀行的按揭信貸風險

引言

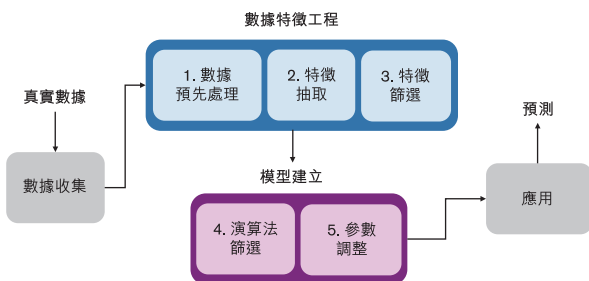
在香港，住宅按揭貸款對銀行及借款人而言，均屬於重要的貸款類別。截至2022年6月，其佔在香港使用的貸款及本地家庭債務分別達24%及70%。儘管金管局自2009年起實施數輪宏觀審慎措施後，住宅按揭拖欠比率一直處於約0.01%至0.05%的極低水平，但監管機構仍必須密切監察住宅按揭貸款的信貸風險，特別是考慮到按揭利率在美聯儲積極加息的情況下所面對的上升壓力。在此背景下，本專題探討運用機器學習技術預測住宅按揭貸款的信貸惡化情況，以促進風險監控。

數據及方法

金管局於2019年4月啟動「細緻數據匯報計劃」(Granular Data Reporting programme, 簡稱GDR計劃)，參與的認可機構須每月向金管局匯報交易層面的住宅按揭貸款數據。GDR計劃分階段推出，所有金管局的住宅按揭調查涵蓋的認可機構，均自2020年7月開始匯報所有未償還住宅按揭貸款的交易層面紀錄。³³ 截至2022年5月，GDR數據集包含超過598,000筆未償還的住宅按揭貸款，涉及約678,000個借款人。此數據集非常詳細，每筆所匯報的住宅按揭貸款均涵蓋約200個獨特的數據欄。

我們探討運用機器學習技術，以GDR數據集建立模型，以助預測住宅按揭貸款的技術性拖欠情況，而技術性拖欠的貸款為那些通過利用GDR數據集所匯報的資料識別出來的逾期超過90天的貸款。³⁴ 值得注意的是，GDR數據集目前並未包含任何延遲償還本金措施的資料，因此利用GDR數據集所識別出來的技術性拖欠貸款可能包括已享用認可機構在新冠病毒疫情期間為協助緩解借款人現金流壓力而提供的延遲償還本金措施的住宅按揭貸款。³⁵ 要建立優質的機器學習模型，研究員需要在圖B3.1概述的典型機器學習流程的每個步驟作出有根據的決定。³⁶ 特別是由於沒有單一的機器學習演算法能夠在不同種類的數據中均能發揮最好的效果，而且某些演算法的表現極為倚賴超參數的調節，因此研究員通常都會在應用機器學習技術時遇到從廣泛的演算法中作出選擇及調整模型超參數的挑戰。³⁷ 為應對這些挑戰，本專題採用了最先進的自動化機器學習(AutoML)方法，此方法會把演算法選擇和超參數調整的過程自動化。視乎工具的選擇，常見的AutoML流程涉及三個階段的自動化

圖 B3.1
典型的機器學習流程



資料來源：Elishawi et al. (2019)。

³³ 在GDR計劃和住宅按揭調查涵蓋的認可機構的住宅按揭貸款約佔銀行業所有住宅按揭貸款的99%。

³⁴ 我們通過「欠款日數」數據欄來識別出現技術性拖欠的住宅按揭貸款。對於欠缺「欠款日數」數據欄資料的住宅按揭貸款，我們使用其「期初未償還金額」及「期末未償還金額」來推斷該筆貸款是否已連續三個月逾期。

³⁵ 有關延遲償還本金措施的詳情，請參閱金管局於2020年4月3日發布的新聞稿《金管局與銀行業合力抗疫支持經濟》(<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2020/04/20200403-4/>)。

³⁶ Elishawi R, Maher M, Sakr S (2019). "Automated Machine Learning: State-of-the-art and Open Challenges", *arXiv.org*, 1906.02287.

³⁷ Feurer, M., Klein, A., Eggenberger, K., Springenberg, J., Blum, M., & Hutter, F. (2015). "Efficient and robust automated machine learning", In *Advances in neural information processing systems* (pp. 2962-2970).

(如圖 B3.2 所示)，每個階段會進行重複優化，以獲取最佳效果。^{38 及 39}

圖 B3.2
常見的自動化機器學習流程



資料來源：Truong et al. (2019)。

在數據輸入項方面，我們使用 2020 年 7 月至 2022 年 5 月期間所匯報的 GDR 數據。與其他大數據一樣，GDR 數據（尤其是在計劃初期所匯報的數據）的數據質量並非完美。在數據處理方面，我們並沒有完全依賴 AutoML，而是利用我們在住宅按揭貸款及 GDR 數據集的領域知識進行部分數據特徵工程。首先，我們會剔除部分數據欄，而這些被剔除的數據欄於大部分住宅按揭貸款交易均資料不全或無法作出合理的推算。第二，我們將不同但相關的數據欄中所匯報的不完整資料合併，以推算缺失的資料或建立新的變量。完成上述的數據處理步驟後，我們餘下 37 個變量，當中包含與貸款特徵、借款人及按揭物業相關的資料。我們亦加入若干宏觀經濟指標作為交易層面數據的補充資料。我們的預測模型所用的解釋變量載列於表 B3.1。

表 B3.1
預測模型中的解釋變量

分類	數據欄／變量
借款人資料	初始供款與入息比率、就業狀況、固定收入比例*、與香港的聯繫*、個人／企業借款人*、婚姻狀況、大型企業指標、借款人和擔保人數量*、每月總收入*、出生年份
GDR	批核依據、期末未償還金額、二按指標、衡平法按揭指標、利率上限：參考利率、利率類別、初始貸款金額（港元等值）、最新更新的按揭成數、初始按揭成數、按揭保險計劃指標*、抵押品數量*、其他抵押品、還款頻率、參考利率、貸款剩餘年期、員工貸款指標、初始貸款年期、擔保*、其他抵押品*、融資類別、按揭現金回贈
物業特徵	車位、抵押價值、用途、抵押物業的初始價值、貸款初始日的出租狀況、實用面積、建築物類型
住屋市場指標	中原城市領先指數、中原經紀人指數、中原估值指數、私人住宅落成量、美聯 35 房地產交易、房地產市場情緒指數、差餉物業估價署住宅物業價格、差餉物業估價署住宅物業租金、利嘉閣參觀單位預約宗數、私人住宅銷售成交宗數
宏觀經濟及金融指標	一個月香港銀行同業拆息、實際按揭利率、恒生指數、香港經濟政策不確定性指數、恒指波幅指數、通脹率、家庭收入中位數、採購經理指數、最優惠利率、零售額及零售量、港股成交額、失業率

註：標註*的數據欄是通過將不同但相關的數據欄中所匯報的資料合併而建立的。

為了進行監督式機器學習演算法，我們根據每筆住宅按揭貸款交易在匯報日的三個月後有否出現拖欠情況而編配一個「拖欠」或「健康」的標籤。在確認出所有技術上屬於拖欠的住宅按揭貸款後，我們從 GDR 數據集隨機提取部分健康貸款作為樣本。所提取的健康貸款數目是屬於技術性拖欠的住宅按揭貸款的四倍。此抽樣過程旨在解決「拖欠」及「健康」兩個類別的貸款之間的失衡情況，以確保我們的模型能夠掌握拖欠貸款的特點。總體而言，我們的數據樣本包含了 56,212 個獨特的住宅按揭貸款，並在整個採樣期擁有約 847,000 個記錄。為確保受訓模型能夠有效地應用到之前未遇過的數據上，我們把該等交易樣本分為兩個組別，其中 80% 的獨特住宅按揭貸款用作培訓組別，其餘則用作測試組別。

³⁸ Truong, A., Walters, A., Goodsitt, J., Hines, K., Bruss, C. B., Farivar, R. (2019). "Towards Automated Machine Learning: Evaluation and Comparison of AutoML Approaches and Tools", *arXiv.org*, 1908.05557.

³⁹ AutoML 工具的例子包括 DataRobot、H2O AutoML、AutoKeras、Auto-Weka、Azure ML 及 Auto-sklearn。

當數據準備就緒，我們便開始進行 AutoML 流程，當中，一系列的預設演算法配合不同的超參數會被應用到培訓組別的數據去訓練出超過 100 款模型。⁴⁰ 而測試數據會自動地被用作評估各培訓模型的表現。透過金管局開發的內部數據科學實驗室的運算能力，整個 AutoML 流程可在約 600 分鐘內完成。

實證結果

我們會使用運算所得出的不同評估指標，比較所有受訓模型的表現。鑑於受訓模型的目標是處理一個二元分類問題（即預測住宅按揭貸款在三個月後會否出現拖欠），因此一個稱為「area under the curve of receiver operating characteristic」（又名「AUC」）的評估指標可用作選擇最佳模型。表 B3.2 展示了各模型類別中利用 AUC 作評估而選出的最佳受訓模型。如上表所示，最佳的模型是其中一個堆疊集成模型，其 AUC 為 0.9388。根據文獻基準，該模型可視為表現優秀。⁴¹

所選定的模型可用於適時了解認可機構的住宅按揭貸款的信貸風險趨勢。圖 B3.3 將模型預測，與利用 GDR 數據確認出的技術性拖欠貸款的實際數字進行比較。如該圖所示所選定的模型在預測三個月後出現技術性拖欠的貸款總數方面表現相當良好。在第五波新冠病毒疫情令經濟惡化及按揭利率面對着上升壓力的情況下，所選定的模型預測出現技術性拖欠的貸款或有所增加，但仍會處於較低水平。

⁴⁰ 在整個 AutoML 流程中，100 個基礎模型透過使用五倍的交叉驗證和多款機器學習演算法進行培訓，當中包括分佈式隨機森林、廣義線性模型、梯度提升機器、XGBoost 梯度提升機器和深度神經網絡。此外，亦有利用 100 款基礎模型訓練出的幾款堆疊集成模型。

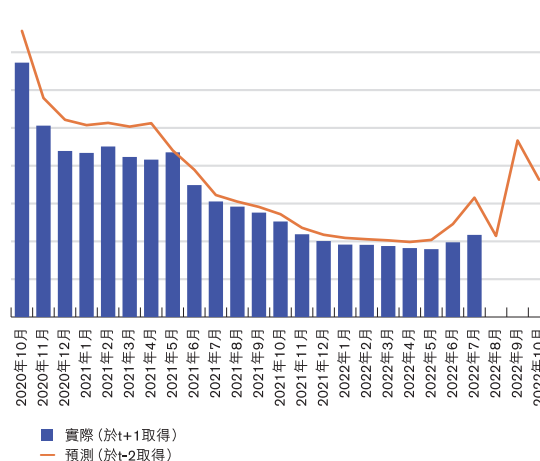
⁴¹ 理論上，完美的模型的 AUC 為 1。文獻指出，AUC 達 0.9 和 0.8 的模型，可以分別被界定為優秀和良好的模型。詳情請參閱 Hosmer Jr, D. W., Lemeshow, S., Sturdivant, R. X. (2013). *Applied Logistic Regression* 398. John Wiley & Sons.。

表 B3.2
各類別最佳受訓模型的主要評估指標

模型類別	AUC	精準召回 AUC
深度神經網絡	0.8980	0.5785
分佈式隨機森林	0.9116	0.7123
梯度提升機器	0.9322	0.7563
廣義線性模型	0.8184	0.4182
堆疊集成模型 1	0.9388	0.7837
堆疊集成模型 2	0.9373	0.7697
XGBoost 梯度提升機器	0.9325	0.7587

資料來源：金管局職員估計數字。

圖 B3.3
模型預測與技術性拖欠實際數字的比較



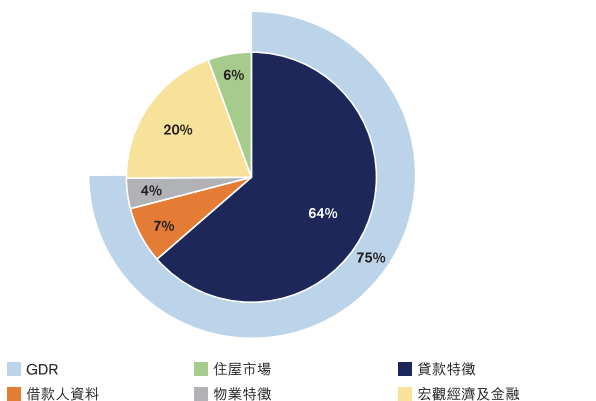
資料來源：金管局職員估計數字。

我們亦嘗試通過「逆向工程」來識別對我們模型預測影響最大的因素。我們所選定的模型指出，預測技術性拖欠所用的資料當中，有 75% 是來自 GDR 數據集（圖 B3.4）。在所有 GDR 變量中，與貸款特徵相關的變量（例如按揭成數、年期及未償還金額）被視為重要的影響因素。我們所選定的模型強調的其他有影響性的 GDR 變量包括供款與入息比率和借款人的就業和收入資料。在宏觀經濟及金融數據方面，實際按揭利率是最重要的影響因素。我們的研究結果與英倫銀行在 2019 年進行的類似研究一致。⁴² 此外，我們的研究強調按揭成數及供款與入息比率是影響貸款拖欠

⁴² Bracke, P., Datta, A., Jungm C., Sen, S. (2019). "Machine Learning Explainability in Finance: an Application to Default Risk Analysis", *Bank of England Staff Working Paper No. 816*.

狀況的部分主要原因，因此我們的研究結果確認金管局的宏觀審慎措施可以透過設定這些比率的限制來控制相關的信貸風險。

圖 B3.4
輸入變量的重要性 (按類別劃分)



註：
 1. 變量的重要性是利用變量剔出損失來衡量，而變量剔出損失是指當某變量從模型剔出時所導致的模型表現損失；剔出損失越大，則表示該變量越重要。
 2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於100%。
 資料來源：金管局職員估計數字。

結論

總括而言，本專題嘗試利用 AutoML 技術開發一套工具以協助進行認可機構的住宅按揭貸款組合的風險監察。具體而言，我們所訓練的模型能夠預測三個月後的住宅按揭貸款拖欠情況。通過「逆向工程」，我們也發現，GDR 數據為預測住宅按揭貸款的技術性拖欠提供了寶貴資訊，當中，貸款特徵是最重要的資訊類別。

儘管我們的受訓模型表現良好，但值得注意的是，我們的實驗性模型亦有其局限。具體而言，鑑於 GDR 數據集所涵蓋的時期較短及數據質量不完善，我們的模型可能無法掌握不同經濟周期的結構性變化及所有重要的貢獻因素。儘管如此，使用 AutoML 技術使我們可以隨着 GDR 數據質素和覆蓋時期的改善而輕易地改良模型，經改良後的模型可被用作一個輔助工具，並為住宅按揭貸款信貸惡化提供預警信號。

5. 銀行業表現

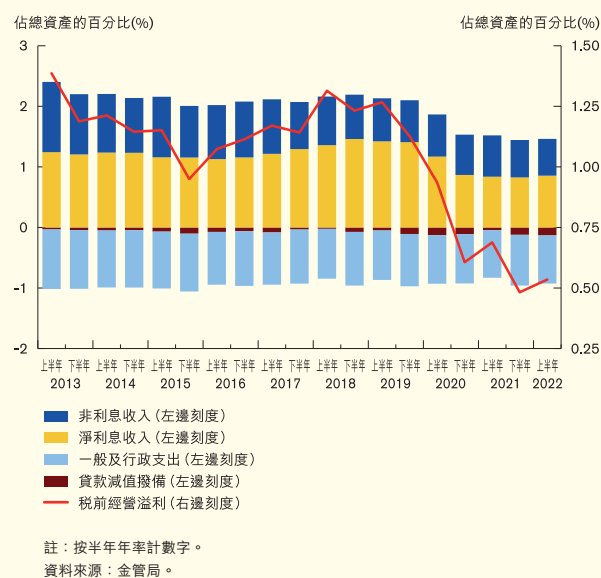
在2022年上半年本港爆發第五波新冠病毒疫情的背景下，零售銀行的盈利有所減少及資產質素輕微轉差。儘管如此，在穩健資本及流動性的狀況下，香港銀行業依然保持穩健。在港元銀行同業拆息受美元加息帶動呈現上升壓力的情況下，零售銀行的港元資金成本亦有上升，但依然處於相對較低水平。展望未來，多項下行風險因素，包括美國隨後加息的步伐及幅度、本地疫情的變化及地緣政治風險等對經濟帶來的不確定性增加，可能對銀行管理其信貸風險構成挑戰。尤其是第五波疫情爆發以來，部分家庭及企業的償債能力轉弱，銀行應審慎評估利率急劇上升對其貸款組合的潛在影響。

5.1 盈利及資本額

盈利

2022年上半年，零售銀行⁴³ 整體稅前經營溢利較2021年同期下跌19.5%。資產回報率在2022年上半年亦相應地下降至0.54%，而2021年同期為0.69%（圖5.1）。盈利減少是由於非利息收入減少及貸款減值撥備增加的幅度，足以抵銷了淨利息收入輕微增加所帶來的正面影響。

圖 5.1
零售銀行盈利

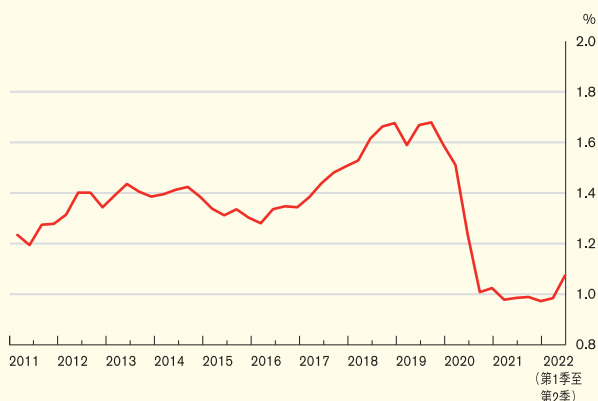


受惠利率環境呈現上升趨勢的背景下，零售銀行在2022年上半年的淨息差略有改善。淨息差由去年同期的0.98%上升至本年上半年的1.03%（圖5.2）。

⁴³ 除非另有說明，本章所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

銀行業表現

圖 5.2
零售銀行的淨息差

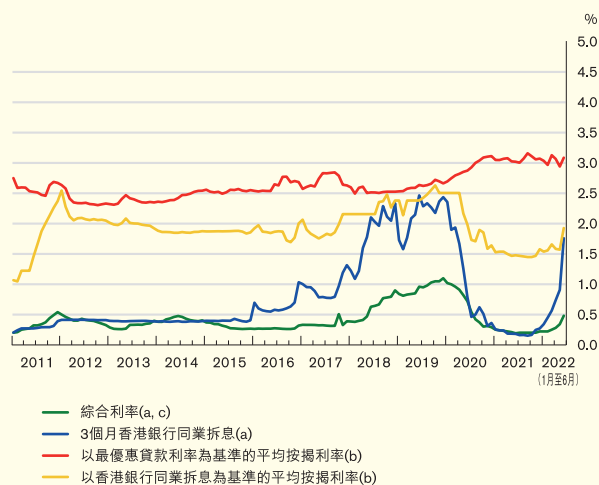


註：按季度年率計數字。
資料來源：金管局。

大致反映美國利率上升帶動，港元銀行同業流動性在弱方兌換保證被觸發後顯著減少，香港銀行同業拆息於2022年第2季顯著上升。⁴⁴ 其中，3個月香港銀行同業拆息在第1季溫和上升30基點後，於第2季大幅上升120基點至2022年6月底的1.75%（圖5.3中的藍色線）。

至於零售層面，基於香港銀行同業拆息呈現上升趨勢，部分零售銀行已開始推出具吸引力的定期存款利率，以獲取更多長期港元穩定資金。但迄今為止港元資金成本總額的升幅仍然相對溫和。具體而言，綜合利率（衡量零售銀行平均港元資金成本的指標）於過去六個月上升26基點至2022年6月底的0.47%（圖5.3中的綠色線）。

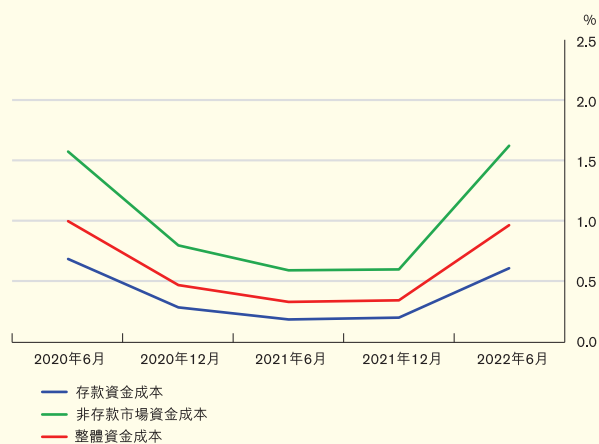
圖 5.3
利率



註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
(c) 自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2022年上半年上升62基點（圖5.4中的紅色線）。

圖 5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本



註：自2019年6月起，所有須遵守本地新的銀行帳內的利率風險框架的持牌銀行已根據新框架提交申報表，而獲豁免的持牌銀行則繼續根據現有的利率風險框架提交申報表。整體資金成本已按此兩類持牌銀行相關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。

⁴⁴ 自2022年5月以來，弱方兌換保證多次被觸發，導致總結餘顯著減少。詳情請參閱第4.1章。

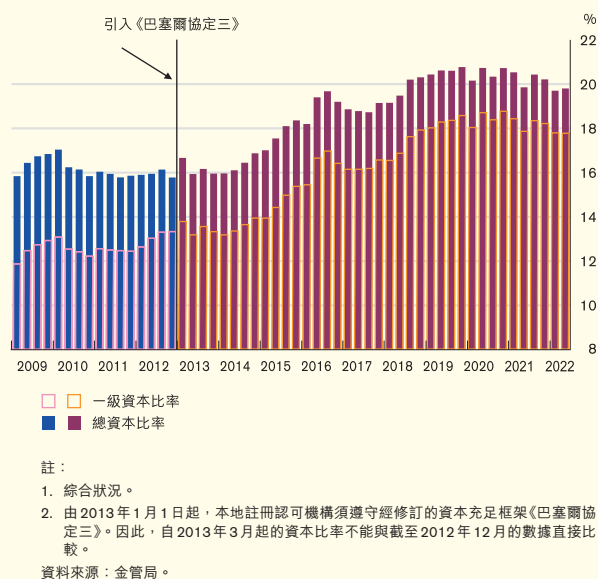
香港銀行同業拆息的上升速度超過香港銀行整體資金成本，這或有助提高銀行以香港銀行同業拆息為基準的資產的息差。然而，由於大部分以香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款已達到其以最優惠貸款利率為基準的利率上限，淨息差的改善程度可能因此被部分抵銷。⁴⁵ 雖然多間銀行已經在今年9月下旬上調其最優惠貸款利率，但上調的幅度仍相對較細。鑑於最優惠貸款利率未來上升的步伐及規模受銀行自身的資金成本架構及其他相關考慮因素影響而仍存在不確定性，銀行資金成本的持續上升趨勢可能會限制淨息差的整體改善空間。

銀行的盈利前景將受到多項不明朗因素影響。就外圍環境而言，先進經濟體貨幣政策緊縮步伐的不確定性及俄烏衝突所產生的持續地緣政治風險，或令全球增長前景蒙上陰影，並可能抑制貸款需求。就本港狀況而論，雖然利率提升將有利銀行淨息差表現，但在美國更積極加息的情況下，本地利率快速上升可能對銀行管理其貸款組合的信貸風險構成挑戰。倘該等不明朗因素進一步加劇，導致貸款顯著減少及資產質素轉差，則可能會對銀行的盈利能力構成壓力。

資本額

香港銀行業的資本額仍然穩健，並遠高於最低國際標準。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2022年6月底為19.8%（圖5.5），遠高於8%的國際最低要求。期內一級資本比率為17.7%，而普通股權一級（CET1）資本比率為15.8%。此外，本地註冊認可機構的非風險為本槓桿比率⁴⁶於2022年6月底錄得7.7%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」⁴⁷ 要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率自2021年第4季的151.9%上升至2022年第2季的154.9%（圖5.6），遠高於100%的法定最低要求。同期，第2類機構的平均流動性維持比率為58.4%，亦遠高於25%的法定最低要求。

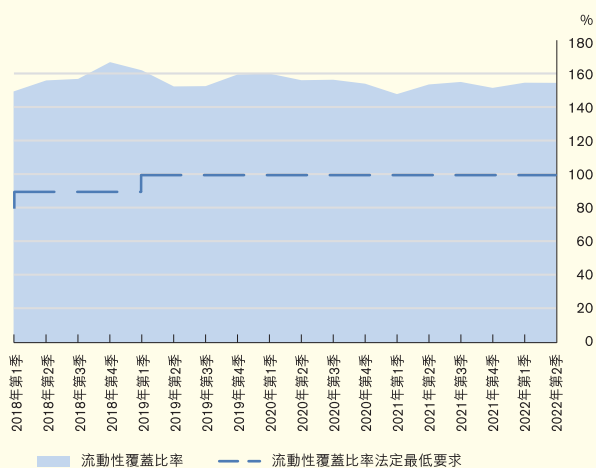
⁴⁵ 以香港銀行同業拆息為基準的按揭通常設有與最優惠貸款利率掛鈎的利率上限作為保障（利率上限通常設定為最優惠貸款利率減去若干固定息率的水平）。市場資料顯示，自2022年6月以來，很多零售銀行已調高新造按揭貸款的相關利率上限，這可能反映該等銀行面對融資成本上升的壓力。

⁴⁶ 《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，目的是為防止銀行體系過度槓桿。詳情請參閱《銀行業（資本）規則》（香港法例第155L章）。

⁴⁷ 《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」。

銀行業表現

圖 5.6
流動性覆蓋比率

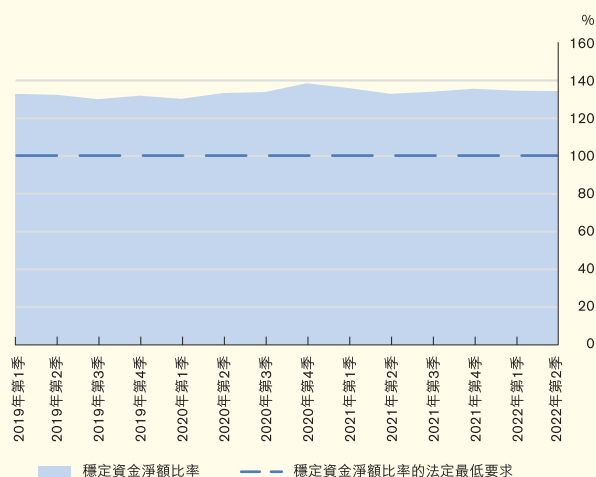


註：

1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。

資料來源：金管局。

圖 5.7
穩定資金淨額比率



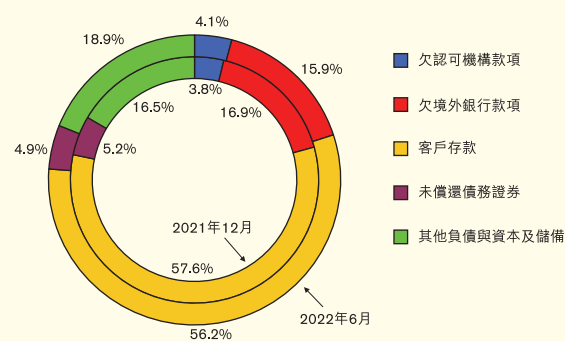
註：綜合狀況。

資料來源：金管局。

最近期的「穩定資金淨額比率」⁴⁸亦反映認可機構的資金狀況穩定。第1類機構的平均穩定資金淨額比率於2022年第2季維持在134.1%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147.7%的高水平，高於75%的法定最低要求。認可機構充足的流動性及穩定資金狀況表明，香港銀行業能夠承受流動性衝擊。

於2022年6月底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例由六個月前的57.6%小幅下降至56.2%(圖5.8)。儘管出現輕微下降，但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。

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。

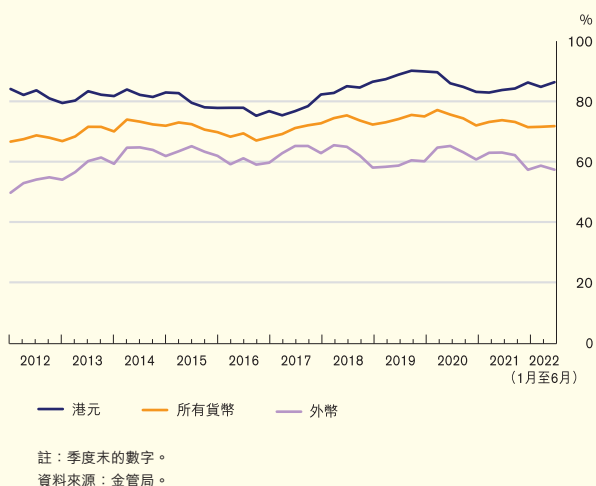
資料來源：金管局。

⁴⁸ 《巴塞爾協定三》的平均穩定資金淨額比率要求銀行在資產組合和表外業務中保持穩定的資金狀況。在香港，第1類機構須遵守平均穩定資金淨額比率規定，而被指定為第2A類機構的第2類機構須遵守本地的核心資金比率規定。詳情請參閱《銀行業(流動性)規則》(香港法例第155Q章)。

銀行業表現

銀行業以所有貨幣計算的平均貸存比率由六個月前的71.8%微升至今年6月底的72.1%（圖5.9）。該貸存比率上升是由於回顧期內港元貸款的增幅略高於港元存款的增幅，導致港元貸存比率略微上升所帶動。與此同時，平均外幣貸存比率保持與六個月前相若的水平。

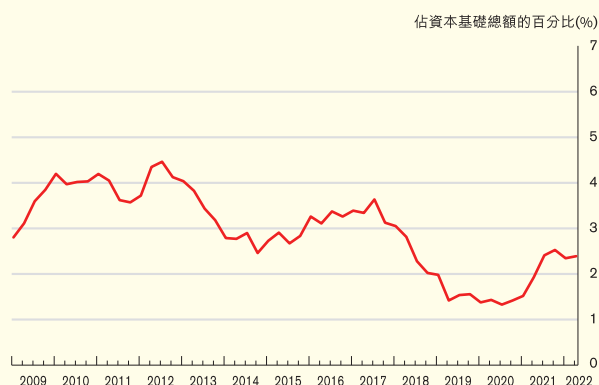
圖 5.9
所有認可機構的平均貸存比率



利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔水平在2022年第2季仍處於相對較低的水平。假設在港元及美元利率上升200基點的衝擊下，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2022年6月底資本基礎總額的2.39%（圖5.10）。⁴⁹

圖 5.10
港元及美元利率衝擊對本地註冊持牌銀行的影響



註：
1. 利率衝擊指港元及美元利率曲線均有200基點的平行式上升對機構利率風險承擔的衝擊。在2022年6月底，本地註冊持牌銀行的利率敏感資產、利率敏感負債及利率敏感資產負債表外持倉，大部分均以港元或美元計價。
2. 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。⁵⁰
3. 由2019年6月起，利率風險承擔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。

5.3 信貸風險

概述

反映本地第五波新冠病毒疫情爆發及環球供應鏈受壓的不利影響，2022年上半年的銀行信貸增長仍然緩慢。以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額經過於2021年下半年輕微下跌0.6%後（不包括2021年6月底的新股認購貸款），在2022年上半年增長0.8%（圖5.11）。⁵¹

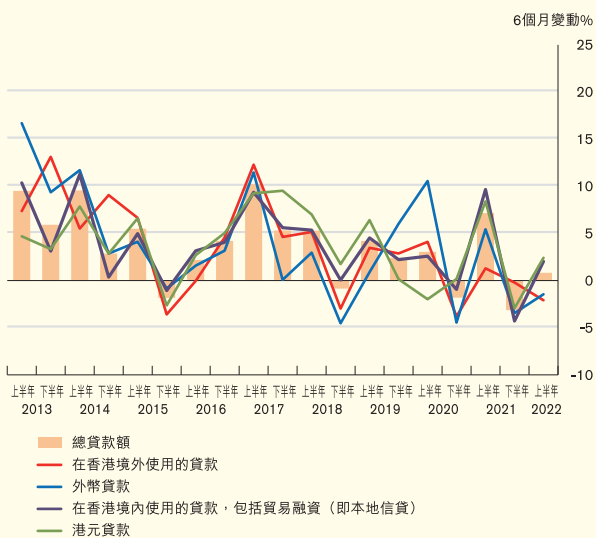
貸款總額增長緩慢是由於2022年上半年在香港境外使用的貸款下降了2.3%，部分抵銷了本地貸款（包括在香港使用的貸款及貿易融資）在回顧期內2.1%的溫和增長。

⁴⁹ 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。

⁵⁰ 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構只須填報銀行帳的持倉。其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

⁵¹ 若將2021年6月底的新股認購貸款包括在內，銀行信貸在2021年下半年會減少3.1%。

圖 5.11
貸款增長



註：由 2018 年 12 月起，在香港境內／境外使用的貸款的數字已作出重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。圖中所報告的自 2019 年起的 6 個月變動百分比，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至 2018 年下半年的歷史變動百分比，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。

資料來源：金管局。

信貸需求前景在短期內很可能保持穩定。根據金管局 2022 年 6 月的「信貸狀況展望意見調查」所顯示，70% 的受訪認可機構預期未來三個月貸款需求將維持不變，該比例與六個月前相同（表 5.A）。

表 5.A
預計未來 3 個月貸款需求

佔受訪機構總數的百分比 (%)	2021 年 9 月	2021 年 12 月	2022 年 3 月	2022 年 6 月
顯著增加	3	0	0	0
略為增加	30	23	20	20
保持平穩	60	70	60	70
略為下降	7	7	20	10
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

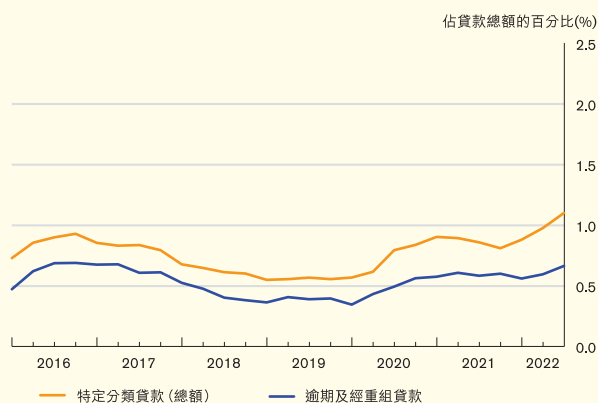
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

在本地經濟轉差及部分內地房地產企業出現債務問題的影響下，銀行貸款組合的資產質素於 2022 年上半年輕微轉差。具體而言，所有認可機構的總特定分類貸款比率由 2021 年 12 月的 0.88% 上升至 2022 年 6 月的 1.10%，而所有認可機構的逾期及經重組貸款比

率亦由 0.56% 微升至 0.66%（圖 5.12）。雖然特定分類貸款比率有所上升，銀行業的資產質素按歷史和國際標準衡量仍然保持在健康的水平。

圖 5.12
所有認可機構的資產質素⁵²



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

在第五波本地疫情下，家庭負債在 2022 年上半年增長 0.7%，較 2021 年下半年的 4.4% 增幅明顯放緩（表 5.B）。數據明細顯示，鑑於 2022 年上半年住宅物業交易減少，住宅按揭貸款的增長率減慢至 2.1%。個人貸款則轉為下跌 2.5%。

表 5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年
住宅按揭貸款	4.7	5.5	3.5	4.7	4.0	5.7	2.1
私人貸款	11.2	5.9	-2.4	2.2	5.3	1.6	-2.5
其中：							
信用卡墊款	-3.8	4.1	-9.0	0.0	-0.4	8.1	-5.3
其他私人用途貸款	14.9	6.2	-1.1	2.6	6.4	0.4	-2.0
個人貸款總額	6.8	5.6	1.5	3.9	4.4	4.4	0.7

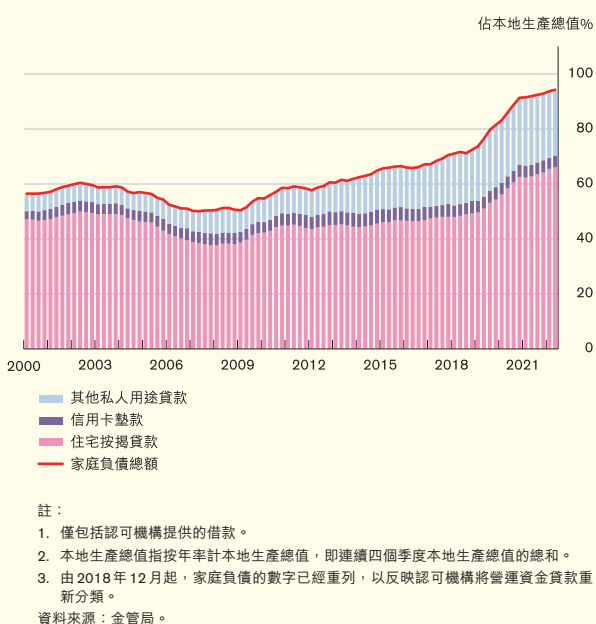
資料來源：金管局。

⁵² 由本期開始，該圖會展示所有認可機構的資產質素相關數字，以代替過往期數展示的零售銀行的資產質素相關數字。零售銀行的總特定分類貸款比率在 2022 年上半年上升至 1.05%，而逾期及經重組貸款比率亦微升至 0.58% 的水平。

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 2022 年 6 月底，個人貸款佔本地貸款的比例為 34.1%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

儘管2022年上半年家庭負債增長放緩，家庭負債佔本地生產總值的比率相比2021年下半年的92.9%仍稍為上升至2022年上半年的94.3%（圖5.13）。這主要是由於在第五波本地疫情爆發的背景下，香港的名義本地生產總值於同期下跌所致。事實上，家庭負債佔本地生產總值的比率與2021年下半年相比上升1.4個百分點，當中有0.8個百分點是受名義本地生產總值收縮影響而推高，而家庭負債增加對推高比率的影響則佔較小的部分（0.6個百分點）。

圖 5.13
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



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

因此，若要全面及客觀評估家庭負債的風險，就需要參考其他不同的因素，包括實際的供款與入息比率及家庭的資產狀況。事實上，銀行新批按揭貸款的平均供款與入息比率一直處於健康水平，2022年7月份數字為36.5%。家庭淨資產亦處於高水平，2020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11.3倍及2.96倍的高位（圖5.14及5.15），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。

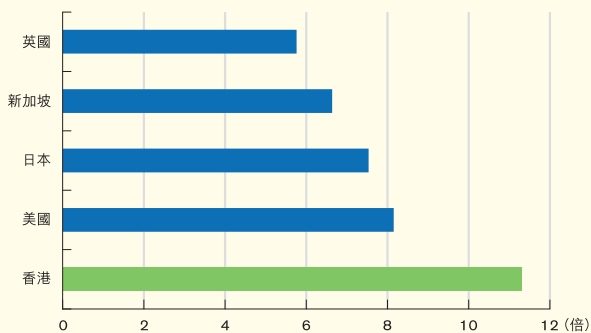
金管局一直密切監察家庭負債，並定期向銀行收集數據。大部分家庭負債為受宏觀審慎政策框架規管的住宅按揭貸款，以及有金融資產作抵押，為財富管理客戶提供的貸款。考慮到以上因素，以及家庭資產淨值維持在較高水平，金管局認為家庭資產負債情況仍然健康，相關信貸風險在控制範圍內。

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。

銀行業表現

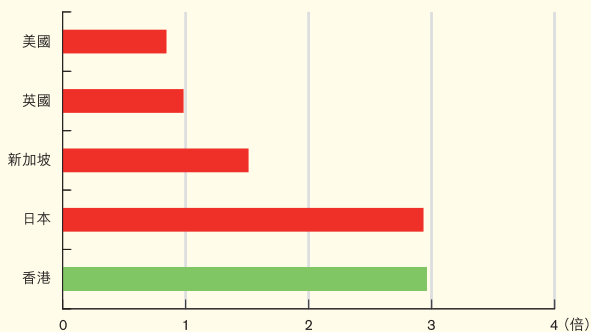
圖 5.14
選定經濟體的家庭資產淨值對負債比率



註：日本及香港的數字為截至2020年年底的數字，其他經濟體的數字則為截至2021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 5.15
選定經濟體的家庭安全資產對負債比率

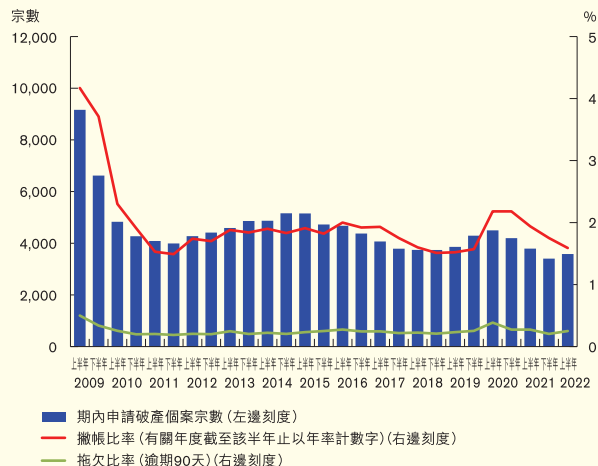


註：安全資產包括存款以及硬幣和紙幣(如有數據)。就香港而言，安全資產僅包括存款。日本及香港的數字為截至2020年年底的數字，其他經濟體的數字則為截至2021年年底的數字。

資料來源：經選定經濟體的統計機構或中央銀行以及金管局職員估計數字。

就無抵押個人貸款方面，相關的信貸風險於回顧期內保持受控。儘管於2022年上半年本地失業率明顯上升，但同期破產申請個案的增幅仍屬緩和(圖5.16)。按年率計的信用卡撇帳比率由2021年第4季的1.75%下跌至2022年第2季的1.59%，而同期的拖欠比率輕微上升至0.25%。

圖 5.16
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案

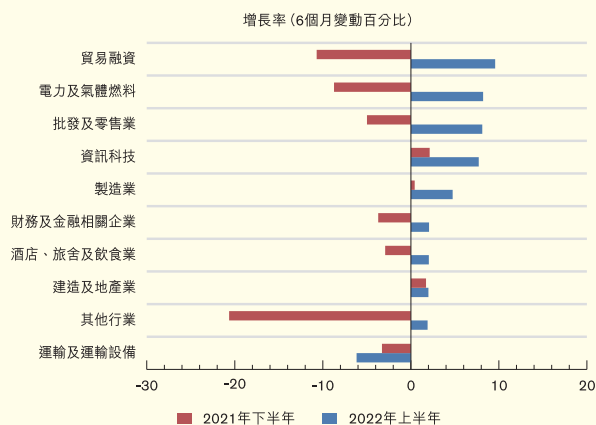


資料來源：破產管理署及金管局。

公司貸款⁵⁴

本地公司貸款於2021年下半年減少3.5%(不包括2021年6月底的新股認購貸款)後，於2022年首六個月按半年計反彈3.0%。除運輸業的貸款以外，大多數經濟行業的貸款增長較六個月前加快(圖5.17)。

圖 5.17
個別行業的本地公司貸款增長



資料來源：金管局。

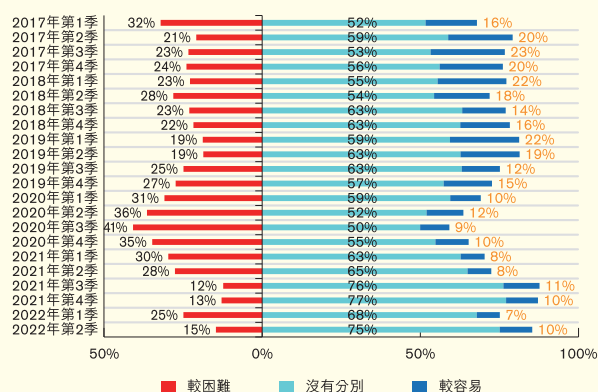
⁵⁴ 不包括銀行同業貸款。於2022年6月底，公司貸款佔本地貸款的比例為65.9%。

自新冠病毒疫情爆發以來，金管局連同銀行業已推出各種支援措施，旨在維持穩定的銀行信貸供應，從而支援有需要的企業（尤其是中小企）及個人客戶渡過難關。專題4分析該等支援措施能否及在甚麼程度上支持香港的銀行貸款。分析尤其集中探究兩項主要支持措施的作用，包括(i)釋放逆周期緩衝資本(CCyB)及(ii)中小企融資擔保計劃。研究結果顯示，該等措施不僅在經濟受壓期間可以有效支持貸款，我們也發現廣泛性措施（例如釋放逆周期緩衝資本）與針對性措施（例如中小企融資擔保計劃）之間具有互補作用，可提高政策措施的整體效果。這結果支持相關政策制定者在經濟危機期間應同時部署不同類別的政策措施，以維持穩定的信貸供應。

中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，中小企對銀行貸款批核取態的觀感在2022年第2季有所改善，認為銀行貸款批核取態與6個月前相比「較困難」的受訪者比例為15%，顯著低於前一季的25%（圖5.18）。而在已獲批貸款的受訪者中，有7%表示銀行的取態於第2季有所收緊，與前一季的8%相若（圖5.19）。

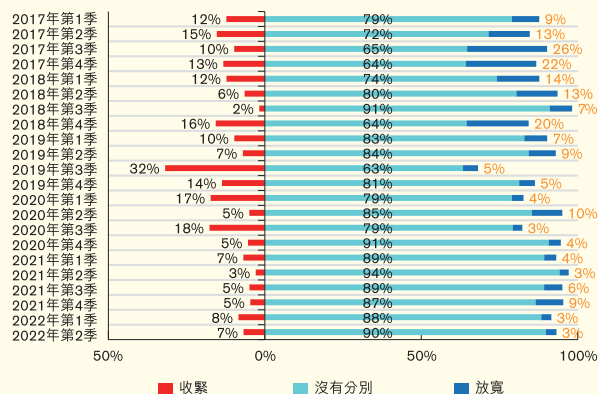
鑑於中小企所面臨的持續挑戰，金管局於2022年9月宣布「預先批核還息不還本」計劃延長至2023年1月底。計劃同時提供選項，讓有能力和有意願的借款企業，以自願方式選擇在未來一年恢復償還按原定還款計劃應償還本金金額的20%。綜合「還息不還本」計劃及銀行在疫情爆發後推出的其他措施，截至2022年7月底，銀行共批出超過98,000宗「還息不還本」及其他延長貸款還款期等個案，涉及金額合共超過一萬億港元。此外，香港按揭證券有限公司將「中小企融資擔保計劃」下的「八成信貸擔保產品」、「九成信貸擔保產品」及「百分百擔保特惠貸款」的還息不還本安排的最長期限延長至共36個月，同時提供一個為期一年的部分本金還款選項，讓有意願和有能力的借款企業逐步回復正常還款。截至2022年7月底，「百分百擔保特惠貸款」已批出超過53,000宗申請，涉資約990億港元。金管局以確保銀行體系穩健為前提，將不時檢討進一步延長各項措施的方案。

圖5.18 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5.19 中小企表示銀行就已批出貸款取態的變動

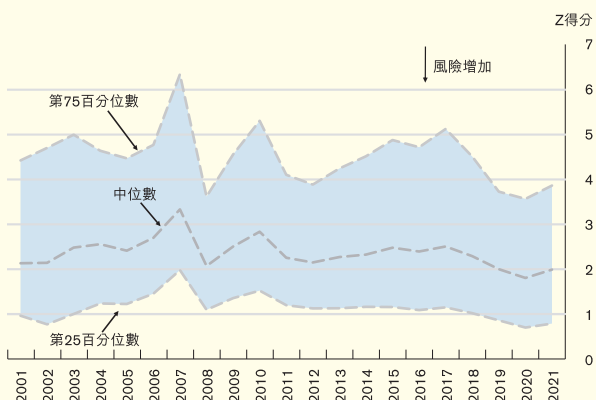


註：數據僅包括已獲批貸款的受訪者。
資料來源：金管局。

2021年顯著的經濟復甦為許多企業的財務健康狀況提供了恢復空間。根據在香港上市的非金融類公司最新的會計數據顯示，Altman的Z得分（一項衡量非金融類公司違約風險的指標）在2021年普遍上升，反映了這些企業的違約風險普遍有所降低（圖5.20）。該違約風險下降可部分歸因於企業的償債能力呈現顯著改善。這可反映在本地及非本地公司的加權平均利率覆蓋比率均有所上升（圖5.21）。

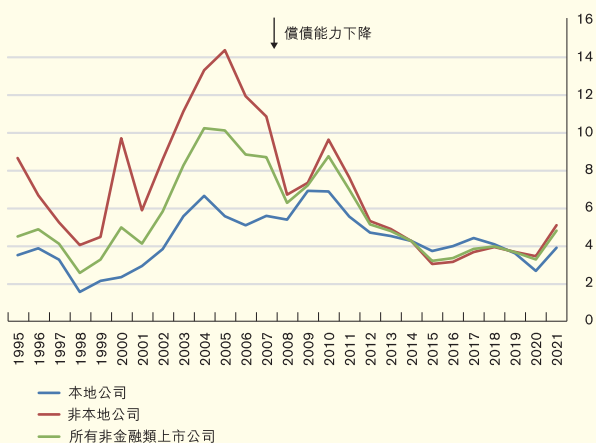
銀行業表現

圖 5.20
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 2022 年 8 月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博彙編的估值值進行計算。

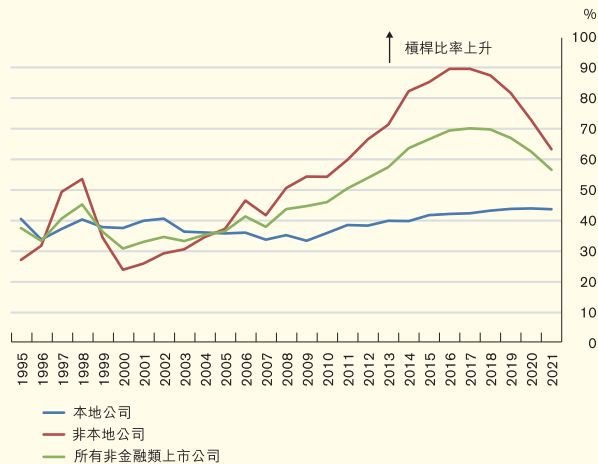
圖 5.21
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率



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 2022 年 8 月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

同時，香港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）亦溫和下降（圖 5.22）。該下降主要由非本地企業（圖 5.22 中的紅色線）所帶動，而本地企業的槓桿比率則大致保持穩定（圖 5.22 中的藍色線）。

圖 5.22
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 2022 年 8 月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

然而，由於會計數據的時間滯後性質，於 2022 年上半年發生的本地第五波疫情及供應鏈受壓的不利影響尚未反映在企業的財務基礎及因此而受影響的違約風險中。此外，鑑於美國利率快速上升，本地利率將預期會跟隨，這可能會進一步對企業償還貸款的能力構成壓力。銀行應對其企業貸款的信貸風險保持警惕。

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 2021 年 12 月底的 47,250 億港元（佔總資產的 15.8%）增加 1.7% 至 2022 年 6 月底的 48,060 億港元（佔總資產的 15.7%）（表 5.C）。其他非銀行類客戶風險承擔則下跌 2.6% 至 19,360 億港元（表 5.D）。

表 5.C
內地相關貸款

十億港元	2021年9月	2021年12月	2022年3月	2022年6月
中國內地相關貸款	4,918	4,725	4,881	4,806
中國內地相關貸款 (不包括貿易融資)	4,511	4,410	4,495	4,429
貿易融資	407	315	385	377
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,824	1,678	1,771	1,719
本地註冊認可機構*	2,233	2,172	2,208	2,231
本地註冊認可機構設於 中國內地的銀行附屬公司	861	875	901	855
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	2,010	1,846	1,961	1,955
中國內地民營企業	1,484	1,473	1,500	1,475
非中國內地企業	1,425	1,405	1,419	1,375

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	2021年9月	2021年12月	2022年3月	2022年6月
可轉讓債務工具及其他資產 負債表內的風險承擔	1,481	1,497	1,481	1,424
資產負債表外的風險承擔	526	490	514	512
總計	2,006	1,987	1,995	1,936

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。

所有認可機構⁵⁵的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率由2021年年底的0.86%上升至2022年6月的1.50%。

鑑於內地多個省份反復出現新冠病毒感染個案，加上房地產市場表現疲弱，內地經濟可能因此面臨經濟阻力，銀行應繼續對內地相關貸款的信貸風險管理保持警惕。

信貸風險宏觀壓力測試⁵⁶

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，應能抵禦嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖 5.23 使用截至2022年第2季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊⁵⁷下，零售銀行於2024年第2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0.79% (利率衝擊) 至1.66% (香港本地生產總值衝擊) 之間。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的信貸虧損比率 (置信水平為99.9%) 介乎2.55% (利率衝擊) 至4.76% (香港本地生產總值衝擊) 之間，幅度雖然顯著但未達至造成重大系統性風險的水平。另外，鑑於香港於2022年上半年已經歷嚴重的經濟衰退，而從這低基數上再出現本地生產總值急劇下降的可能性極微，因此發生如此極端情況的機率非常低。⁵⁸

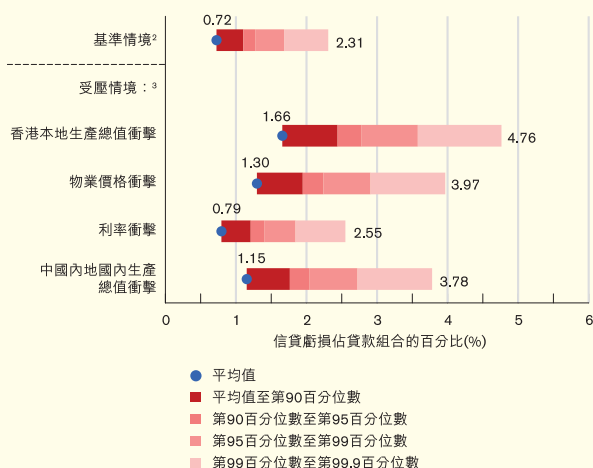
⁵⁵ 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

⁵⁶ 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一個經修訂的模型公式計算得出，該模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁。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。

⁵⁷ 除中國內地國內生產總值衝擊外，有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

⁵⁸ 若假設香港本地生產總值會承受相若於亞洲金融危機期間所見的衝擊時，模型結果顯示，估算的信貸虧損比率有少於0.1%機會達到高於在亞洲金融危機後錄得的估算虧損水平 (即約4.5%)。

圖 5.23
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值¹



註：

- 有關評估將2022年第2季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙特卡羅(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於2022年第3季至2023年第2季連續四季各自分別減少2.7%、2.4%、1.7%及1.6%。
 - 物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2022年第3季至2023年第2季連續4季平均而言每季減少約12%。
 - 利率衝擊：實質利率(香港銀行同業拆息)於第1個季度(即2022年第3季)上升300基點，於第2及3個季度保持不變，於第4個季度(即2023年第2季)則再上升300基點。
 - 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2022年第3季起的4個季度為2%。

資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 系統性風險

在2022年上半年發生的本地第五波新冠病毒疫情對香港經濟產生嚴重不利影響。然而，部分反映多項公營部門的紓緩措施獲延長或加強的政策效應，香港銀行業的系統性風險於回顧期內仍然維持受控。

儘管如此，在美國加息步伐不明確以及俄烏局勢帶來的地緣政治風險等各種下行風險因素的影響下，全球經濟前景仍然非常不明朗。加上本地疫情反覆可能對經濟帶來影響，這對本港銀行在多方面仍構成挑戰。

尤其是，美國未來加息政策的步伐及幅度的不確定性是其中一項要注意的主要風險因素。美國面對持續的通脹壓力令市場憂慮美聯儲需要將利率上調至更具限制性的水平以控制通脹預期。⁵⁹ 此情況一旦發生，全

⁵⁹ 有關主要先進經濟體的最新通脹壓力的更多背景，請閱覽第2.1章。

球金融狀況的急速收緊有可能加劇區內出現大量資本流出的風險，從而可能觸發區內利率急速攀升。

雖然利率上升有利銀行的淨息差表現，但亦會引致融資條件惡化及對借款人(尤其是槓桿水平偏高的借款人)的償債能力構成壓力，進而不利於銀行貸款的信貸質素。銀行應審慎評估利率急速上升對其貸款組合資產質素的潛在影響。

就本地層面而言，雖然疫情於第2季已呈現較穩定的跡象，但基於疫情在未來仍存在不確定性，營商環境及經濟狀況仍然面對挑戰。這可能會削弱商業信心，並延遲企業營收的復甦。銀行應留意本地疫情的最新狀況及其可能對企業借款人財務基礎帶來的影響。

地緣政治風險，尤其是持續的俄烏衝突，亦值得密切關注。雖然香港銀行對該兩個地區的直接風險承擔有限，俄烏衝突對香港銀行帶來的直接影響應屬輕微，但銀行亦可能透過貸款予在俄烏地區有重大業務連繫的借款人所產生的間接風險而受到虧損。此外，衝突延長或進一步升級可能會加劇供應鏈受壓情況和壓抑營商氣氛，進一步加強上述其他下行風險因素的不利影響。

儘管如此，香港銀行業穩健的資本及流動性，應能提供強大緩衝以抵禦上述風險因素帶來的衝擊。

香港的逆周期緩衝資本

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運用，以便銀行能繼續提供信貸，藉以支持實體經濟。最新在2022年8月2日公布，適用於香港的CCyB比率為1.0%。⁶⁰

⁶⁰ 詳情請參閱於2022年8月2日向認可機構發出的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.E），包括「緩衝資本參考指引」（根據信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距，為CCyB比率提供指引的衡量標準）。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）⁶² 和其他所有相關資料。

就最新情況而言，基於2022年第1季數據計算所得的緩衝資本參考指引表明CCyB應為0%。根據作出決定時所有可得數據作出的預測顯示，在取得2022年第2季所有相關數據後，緩衝資本參考指引很可能繼續反映CCyB比率處於相若水平。

從一系列全面參考指標，以及在2022年7月作出決定時可取得的所有相關資料顯示，最新的經濟指標顯示香港的經濟活動在2022年第2季回穩，但有關全球及本地經濟環境的不明朗因素仍然偏高。因此，金管局認為現階段較適宜將CCyB比率維持在目前的水準不變（即1.0%），並繼續密切觀察相關情況。

表 5.E
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2022年 1月28日	2022年 5月5日	2022年 8月2日
經發佈CCyB比率	1.0%	1.0%	1.0%
生效日期	28/01/2022	05/05/2022	02/08/2022
緩衝資本參考指引	1.6%	1.2%	0.0%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	0.8%	0.5%	0.0%
綜合CCyB指引	1.6%	1.2%	0.0%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	10.7%	11.2%	19.8%
物業價格／租金差距	4.7%	3.6%	1.7%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率 與無風險利率指標的息差 (百分點)	0.08%	0.32%	0.59%
特定分類貸款比率季度變動 (百分點)	-0.03%	0.05%	0.10%

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）。如果有CCyB發布，發布日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發布，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。

資料來源：金管局。

表5.F載列銀行業的主要表現指標。

⁶¹ 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。

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

表 5.F
銀行業的主要表現指標¹(%)

	6/2021	3/2022	6/2022
利率			
1 個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數)	0.09	0.20	0.31
3 個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	0.18	0.41	0.88
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)	4.91	4.80	4.69
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)	4.82	4.59	4.12
綜合利率 ⁴	0.18	0.24	0.47
所有認可機構			
資產負債表狀況⁵			
存款總額	+3.4	+1.1	-0.7
港元	+4.8	+2.2	+0.1
外幣	+2.0	+0.0	-1.5
貸款總額	+4.3	+1.2	-0.4
本地貸款 ⁶	+5.9	+2.0	+0.1
在香港境外使用的貸款 ⁷	+0.3	-0.6	-1.7
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-4.5	-9.7	+8.1
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	+2.5	-0.5	-1.2
資產質素			
估貸款總額百分比 ⁸			
合格貸款	97.66	97.37	97.11
需要關注貸款	1.48	1.66	1.79
特定分類貸款 ⁹ (總額)	0.86	0.98	1.10
特定分類貸款 (淨額) ¹⁰	0.47	0.56	0.63
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	0.59	0.59	0.66
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率 (總額) ¹¹	0.84	1.15	1.50
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)	154.0	155.0	154.9
流動性維持比率 — 適用於第 2 類機構 (季度平均數)	58.1	58.7	58.4
穩定資金淨額比率 — 適用於第 1 類機構	132.6	134.3	134.1
核心資金比率 — 適用於第 2A 類機構	142.7	148.2	147.7
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)	0.05	0.13	0.13
淨息差 (有關年度截至該月止以年率計)	0.98	0.98	1.03
成本與收入比率 (有關年度截至該月止)	51.9	54.7	53.9
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.04	0.04	0.05
信用卡貸款			
拖欠比率	0.27	0.26	0.25
撇帳率 — 按季年率計	1.87	1.50	1.88
— 有關年度截至該月止以年率計	1.94	1.50	1.59
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	15.9	15.8	15.8
一級資本比率	17.8	17.8	17.7
總資本比率	19.8	19.7	19.8
槓桿比率	7.9	7.7	7.7

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

疫情支援措施對銀行貸款的影響： 香港下調逆周期緩衝資本比率和貸款擔保計劃的經驗

引言⁶³

為了應對新冠病毒疫情造成的經濟影響，多個地區都實施了近乎史無前例的大量政策措施，以支持全球信貸繼續穩定流動。在香港，金管局聯同銀行業亦推出一系列措施以支持銀行提供貸款予本地經濟。⁶⁴ 迄今為止的發展已顯示這些措施有助於限制疫情所造成的經濟影響。然而，這些措施在甚麼程度上支持銀行貸款，以及政策間的互補作用能否提高整體成效，都是值得探討的重要政策問題。

在此背景下，本專題旨在分析兩項主要支援措施：(i) 下調逆周期緩衝資本比率(CCyB)及(ii) 中小企融資擔保計劃(SFGS)對香港銀行借貸的影響。具體而言，我們運用雙重差分法模型(difference-in-differences)於一個包括17家本地註冊持牌銀行在2018年第1季至2021年第3季期間數據的樣本進行分析，以識別上述政策的成效。

兩項措施的概覽

我們首先概述本專題所評估的兩項政策措施，並將在之後的部分討論它們在支持銀行貸款方面的角色。

CCyB是一項宏觀審慎措施，旨在要求銀行積存額外的銀行緩衝資本。這些緩衝資本可於其後經濟下行時被「釋放」，以吸收虧損及支持銀行繼續提供借款予實體經濟。鑑於2019年年底起本港經濟環境轉差，以

及2020年年初爆發的新冠病毒，金管局於2019年10月和2020年3月分兩次把香港適用的司法管轄區CCyB比率由2.5%下調至1%。⁶⁵

而SFGS則是由政府擁有的香港按揭證券有限公司所管理的一系列持續融資擔保計劃，旨在協助中小企及非上市公司獲取信貸。為了應對經濟危機，政府分別推出了九成信貸擔保產品(SFGS90)及特別百份百擔保特惠計劃(SFGS100)。當中，SFGS100旨在促進銀行向受疫情重創的中小企放貸。鑑於SFGS100佔銀行新造擔保貸款的主要份額，我們在此專題將主要分析SFGS100的成效。⁶⁶

實證分析及主要結果

我們的實證分析包括三個部分。首先，我們評估在疫情爆發後，來自銀行資產負債表特徵因素的限制會否使該銀行比其他同業較大幅度減少(或較小幅度增加)貸款。評估這方面的意義在於，該結果能反映金管局所採取的政策措施(例如釋放CCyB措施)，是否有效地針對那些限制了銀行放貸能力的痛點。這亦為我們在分析的第二部分評估釋放CCyB的成效提供了基礎。最後，我們亦會審視SFGS的成效，評估它能否引導銀行向受疫情重創的借款人提供貸款，作為有效的互補支援措施。

⁶³ 詳情請參閱Wong et al. (2022)：《應對2019冠狀病毒的支援措施對銀行貸款的影響：香港下調逆周期緩衝資本比率和貸款擔保計劃的經驗》，金管局研究備忘錄，2022/03(英文版本)。

⁶⁴ 金管局網頁(<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-regulatory-and-supervisory-regime/riding-out-the-covid-19-challenge/>)概述了在香港推行的各項銀行業相關支援措施。一般而言，這些措施可大致被分為加強銀行借貸能力的措施(例如：推出釋放逆周期緩衝資本(CCyB)、減少監管儲備、推出現有貸款還息不還本計劃)；以及鼓勵銀行向特定借款人(例如受疫情重創的中小企)提供貸款的措施(例如中小企融資擔保計劃)。

⁶⁵ 香港適用的司法管轄區CCyB比率於2019年10月14日由2.5%下調至2%，並於2020年3月16日進一步下調至1%。這兩次下調釋放的銀行放貸能力估算為高達8,000億港元。

⁶⁶ 下文SFGS及SFGS100兩詞通用。

I. 識別在危機期間限制香港銀行貸款能力的因素

我們首先評估在危機期間特定的資產負債表因素有否限制了銀行貸款能力。具體而言，我們推測在危機前屬於信貸損失吸收能力較低（即緩衝資本比率較低）或流動性緩衝較薄弱（即流動資產比率較低）的銀行，在危機期間可能會較其同業縮減更多貸款。這部分反映他們對信貸風險及流動資金風險惡化的擔心。我們運用雙重差分法回歸模型於每項暴露變數進行實證分析⁶⁷，對資產負債表因素較受限制的銀行組別和其他銀行組別的貸款增長作出比較。表B4.1概述了模型的主要特點，及上述兩個限制因素對應的暴露變數的定義。

表 B4.1
雙重差分法模型的主要特點

識別銀行資產負債表限制因素的模型

$$\Delta y_{i,t} = \beta_1 Post_t \times \text{受限制}(k)_i + \text{控制變數} + \text{銀行固定效應} + \text{時間固定} \quad (1)$$

效應 + 誤差

就下列各銀行資產負債表的因素 k ：

當銀行的對應暴露變數在 2018 年第 3 季至 2019 年第 2 季期間的平均值低於四分位數時，受限制 $(k)_i = 1$

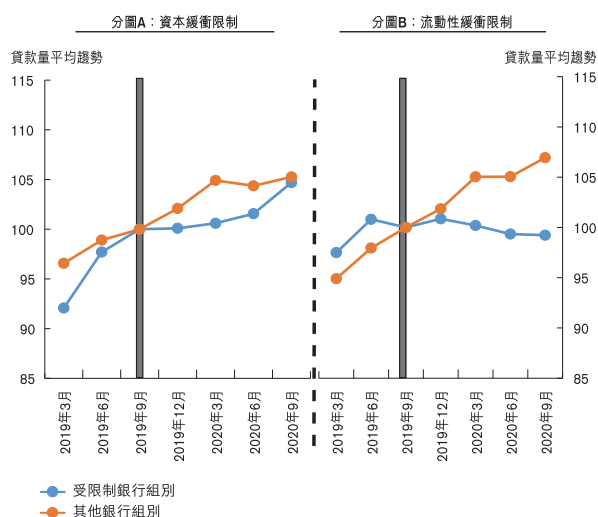
因素 k	暴露變數
(緩衝資本比率) $L.capbuffer_i$	銀行普通股權一級資本比率減去銀行分別面對的觸動監管比率水平
(流動資產比率) $L.liqbuffer_i$	銀行持有的流動資產對負債的比率

$\Delta y_{i,t}$ 是第 i 家銀行在第 t 季貸款總額的按年增長率。
 $Post_t$ 為區分經濟危機前後時段的虛擬變數，從 2019 年第 4 季⁶⁸起為 1，否則為 0。模型亦包括了銀行固定效應及多項銀行資產負債表的控制變數，以控制銀行間的差異。⁶⁹ 模型中亦加入了時間固定效應，以反映其他隨時間變化的共同因素的影響。

β_1 反映了較受限制銀行組別在危機期間的平均貸款增長，與其他銀行同業作比較時，有否及在甚麼程度

上存在差別。⁷⁰ 與我們的推測一致，我們大致上發現當使用資本緩衝或流動性緩衝作為限制因素時， β_1 的系數為負數並具統計顯著性。這結果亦和我們在圖 B4.1 的觀察一致：該圖顯示受限制組別和其他銀行組別，在估算樣本期間分別的平均貸款量趨勢（其中分圖 A 和分圖 B 的限制因素分別為資本緩衝和流動性緩衝）。綜合而言，在危機前屬於資本緩衝或流動資產比率較同業相對低的銀行，其貸款能力可能會在危機期間面對較大的限制。

圖 B4.1
受限制組別和其他銀行組別的平均貸款趨勢



註：
1. 分圖 A 和分圖 B 展示的對應資產負債表限制因素分別為資本緩衝限制和流動性緩衝限制。
2. 我們以各銀行在 2019 年第 3 季的貸款額為基準（即每家銀行的 2019 年第 3 季度 = 100），然後分別計算較受限制組別及其他銀行組別的平均貸款額。
資料來源：金管局職員估計數字。

II. 評估釋放 CCyB 措施的政策效果

基於上述的分析結果，一個接續問題是支援措施（例如釋放 CCyB 措施）是否有助於緩解銀行面對那些限制貸款能力的因素。其中，釋放 CCyB 措施應能緩解銀行面對的資本空間限制，特別是在危機前資本緩衝水平相對較低的那些銀行。⁷¹

⁶⁷ 雙重差分法模型假設及估計在經濟危機期間，實驗組別（即相對較受限制的銀行組別）的平均貸款會有別於對照組別（其他同業銀行組別）。

⁶⁸ 因為香港經濟在 2019 年第 4 季已經步入衰退，我們將危機期間的時段設定在 2020 年第 1 季（即全球疫情爆發）的前一個季度開始。

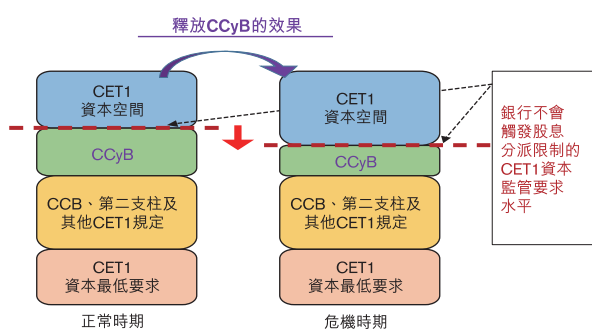
⁶⁹ 控制變數包括銀行規模、不良資產比率、流動資產比率、資產回報率及貸款佔資產比率。算式 (2) 使用相同的控制變數。

⁷⁰ 值得注意的是，算式 (1) 中 β_1 吸收了危機期間資產負債表限制因素 k 的影響及支援措施的政策影響。我們將進一步在算式 (2) 中識別上述兩項影響。

⁷¹ 在研究備忘錄版本中，根據類似方法，我們沒有發現證據顯示釋放 CCyB 有助於緩解銀行的流動性限制。

圖B4.2顯示釋放CCyB措施對銀行普通股權一級資本持有率的即時效果。簡而言之，釋放CCyB措施實際上會降低銀行的監管資本水平要求（即紅線降低）。因此，銀行資產負債表內的某部分資本額會從屬於「監管資本要求」（即釋放CCyB後綠色格會縮小）轉移至銀行不會觸發股息分派限制的可動用資本空間（即藍色格擴大）。因此，釋放CCyB措施為銀行提供了額外的資本空間，降低日後銀行出現未能達到資本監管水平要求（可能導致股息分派限制等監管後果）的風險。這措施有助於釋除在危機前資本緩衝相對較低銀行的擔憂，因此有利於支持這些銀行繼續提供信貸。

圖B4.2
釋放CCyB措施對銀行普通股權一級資本狀況影響的分析圖



註：CET1及CCB分別指普通股權一級資本及防護緩衝資本。其他規定包括適用於指定系統重要性認可機構的較高吸收虧損能力規定。

由於釋放CCyB措施的時間幾乎與危機時期同時發生，因此我們參考Saporta (2021)的方法，透過利用銀行間基於香港CCyB比率變動而產生的不同程度降低資本要求的效果，來識別釋放CCyB措施的成效。⁷²在CCyB框架下，當某司法管轄區降低CCyB比率時，銀行資本要求能降低的程度是根據銀行在該司法管轄區對私營機構的信用風險承擔（以風險加權金額計）所計算。因此，當香港CCyB比率下調時，來自香港的信用風險承擔佔其所有司法管轄區總信用風險

⁷² 應用該方法的其中一個益處是，即使與危機期間同期發生，但我們仍能區分資本限制和釋放CCyB對銀行貸款的影響。請參閱Saporta (2021), “Emerging prudential lessons from COVID Stress”, 英倫銀行於2021年7月21日舉行的網上研討會演講辭。

承擔比例較高的銀行，其資本要求能降低的程度將會大於同業。⁷³

因此，我們設定了一個新的暴露變數 ($HKRWA_{i,19Q3}$)，以量度第*i*家銀行截至2019年第3季時（即香港首次下調CCyB比率前），對香港私營機構信貸的風險加權資產佔其對所有司法管轄區總信貸的風險加權資產之比例。我們也修改算式(1)的模型以加入量度釋放CCyB措施的暴露變數進行估算：

$$\Delta y_{i,t} = \beta_1 Post_t \times L.capbuffer_i + \beta_2 Post_t \times HKRWA_{i,19Q3} + \beta_3 Post_t \times L.capbuffer_i \times HKRWA_{i,19Q3} + \text{控制變數} + \text{銀行固定效應} + \text{時間固定效應} + \text{誤差} \quad (2)$$

在此模型中，我們關注的估算參數是 β_2 及 β_3 。若 β_2 是正數，將代表在危機時期，較受惠於釋放CCyB措施的銀行會相對而言比起其他銀行提供較多貸款，從而達到措施的預期政策效果；而若 β_3 也為正數時，則表示釋放CCyB措施的政策效果對較受資本限制組別的銀行而言會更顯著。

由於釋放CCyB措施的一個主要目標是支援本港實體經濟，我們也會估算它對本地非金融業相關貸款（此後稱為本地貸款）以及其中對本地公司貸款的影響。估算結果呈列於表B4.2。以下為三個值得留意的重要發現：

- (i) 在本地貸款方面（第1欄），證據顯示在危機期間， $HKRWA_{i,19Q3}$ 較高的銀行的本地貸款增長會高於同業（即 β_2 為正數及具統計顯著性）。因此，釋放CCyB能達到預期的政策效應。
- (ii) 就本地公司貸款而言，有證據顯示較受資本限制的銀行組別，在危機期間的本地公司貸款增長會相對較低（即第2欄 β_1 為負數及具統計顯著性）。

⁷³ 理論上，我們亦需考慮其他司法管轄區CCyB比率在相近時期的變化及其對銀行的影響。然而，由於是次分析樣本中的銀行對其他在相近時間有降低CCyB的地區的風險承擔並不重大，所以我們在分析中主要關注香港CCyB的變化。

而更值得注意的是，釋放CCyB有助緩解這些銀行面對的資本空間限制，從而幫助它們能夠提供貸款予本地企業（即 β_3 為正數及具統計顯著性）。

(iii) 如第3和第4欄所示，較受資本限制的銀行組別在危機期間會傾向運用從CCyB比率下調所釋放的額外資本空間，向信用風險較低的公司提供貸款（即向非受重創的經濟行業放貸）。相反，在向受重創行業提供的貸款上，我們沒有找到具統計顯著性的估算結果。這可能反映了銀行在危機期間對信貸風險的不確定性有所憂慮。

表 B4.2
估計釋放CCyB措施對銀行提供本地貸款的影響

	(1)	(2)	(3)	(4)
按年增長 $\Delta y_{i,t}$	本地貸款	公司貸款	非受重創行業	受重創行業
$Post \times L_{capbuffer} (\beta_1)$	-0.047 (0.095)	-0.413** (0.176)	-0.440** (0.1716)	-0.080 (0.391)
$Post \times HKRWA (\beta_2)$	0.125* (0.071)	-0.0007 (0.111)	0.179 (0.134)	-0.345** (0.147)
$Post \times HKRWA \times L_{capbuffer} (\beta_3)$	0.083 (0.124)	0.576** (0.227)	0.627*** (0.222)	0.108 (0.493)
控制變數	有	有	有	有
銀行固定效應	有	有	有	有
時間固定效應	有	有	有	有

註：

- 受重創的經濟行業包括批發和零售業、貿易行業、運輸業、酒店、住宿及餐飲服務業。
- 括號內展示穩健標準誤差數字。***、**、*表示估計系數分別有1%、5%及10%的統計顯著水平。

III. 評估SFGS的政策效果

如前文所述，SFGS旨在鼓勵銀行向受疫情影響的公司（尤其是中小企）提供貸款，以紓緩其現金流壓力及財務負擔。

理論上，向獲批核的貸款提供政府擔保將降低銀行面對的信貸風險（其程度則視乎政府擔保額而定）。因此，若貸款受擔保計劃保障，銀行向受重創行業放貸的憂慮將會減少。故此，我們推測較多貸款受SFGS支持的銀行，將相對地較願意在危機期間向受重創行業的公司借款人（以擔保貸款的模式）提供貸款。

我們再次採用雙重差分法模型（類似算式(1)）以估算SFGS的政策效果。我們會檢視較受SFGS支持的銀行組別（以 H_SFGS_i 表示）與其他銀行組別，在向受重創行業放貸上是否存在差異。⁷⁴

估算結果列於表B4.3。我們發現在危機期間，較多貸款受SFGS支持的銀行組別向受重創行業提供貸款的按年升幅，較其他銀行組別高出8個百分點（第1欄）。同時，向受重創行業提供的貸款佔其貸款總額的比例，亦較其他銀行組別高出約1.7個百分點（第2欄）。結果顯示，SFGS有效支持提供予受重創行業的銀行信貸供應。SFGS鼓勵了銀行向受重創行業提供更多貸款，和釋放CCyB措施發揮了互相補足的作用。

表 B4.3
估計SFGS對銀行向受重創行業放貸的影響

	(1)	(2)
變數	受重創行業貸款增長 (按年增長)	受重創行業 貸款額的比例
$Post \times H_SFGS_i (\beta_1)$	0.080** (0.040)	0.017*** (0.007)
控制變數	有	有
銀行固定效應	有	有
時間固定效應	有	有

註：括號內展示穩健標準誤差。***、**、*表示估計系數分別有1%、5%及10%的統計顯著水平。

結論

我們從此分析中獲得三個重要的政策啟示。首先，釋放CCyB能有效地加強銀行在危機時期提供貸款的能力，從而達到其作為逆周期工具的政策目標。第二，香港的經驗突顯了維持足夠的可釋放緩衝資本的優勢，用於抵禦發生預料之外的系統性衝擊。這支持了即使在沒有發生過度信貸增長的期間，仍可能需要設定高於零的中性CCyB比率的觀點。最後，研究結果顯示廣泛性措施（例如釋放CCyB）和針對性措施（例如SFGS）之間具有互補作用，有助提升政策措施的整

⁷⁴ 具體而言，我們修改了算式(1)，以 $\beta_1 Post_t \times H_SFGS_i$ 取代 $\beta_1 Post_t \times Constrained(k)_i$ ，區分較受惠於SFGS的銀行和其他銀行。 H_SFGS_i 是一個虛擬變數，如截至2020年第2季銀行*i*批核的新SFGS貸款佔未償還公司貸款金額的比例高於或等於上四分位數，則取值為1，否則為0。

銀行業表現

體效果。這結果支持相關政策制定者在經濟受壓期間應同時部署不同類別的政策措施，以維持穩定的信貸供應。

詞彙

總結餘

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

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的主要消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元利率敏感負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債（如港元不計息活期存款）。綜合利率是根據佔銀行體系港元客戶存款主要份額的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本（如員工及租務支出）、信貸成本及對沖成本。

兌換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兌換為外幣，或將外幣兌換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兌7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兌換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兌換範圍

由弱方及強方兌匯保證匯率為上下限的美元兌港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

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

貨幣供應

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

©2022 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

ISSN 2222-1522 (網上版)