

4. 貨幣及金融狀況

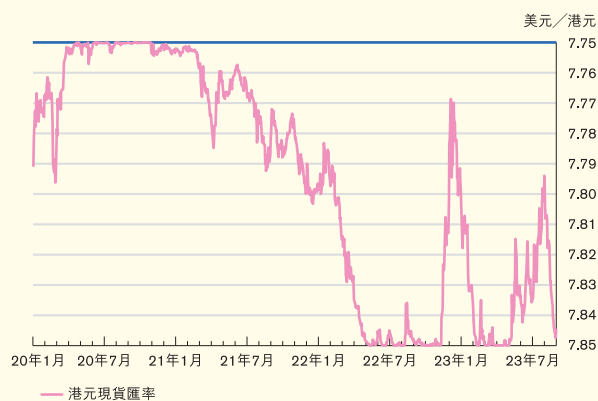
自3月至5月初，港元一直貼近弱方兌換保證水平，其後有所轉強，主要受上市公司派發股息及企業半年結的資金需求所帶動。接近8月底時，在香港股市的疲弱氣氛下，港元再度貼近弱方兌換保證水平。香港銀行同業拆息普遍走高，半年結後仍維持在較高水平，至回顧期結束前有所回落。存款總額於回顧期內維持穩定，並沒有顯著跡象顯示資金流出本港銀行體系。整體而言，港元外匯及貨幣市場交易繼續暢順有序。展望未來，包括美國貨幣政策前景、內地經濟復甦步伐、全球經濟環境以及持續的地緣政治緊張局勢在內的不明朗因素，可能會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及健全的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下抵禦資金流波動。

4.1 匯率及資金流

自3月至5月初，港元匯率貼近弱方兌換保證水平，反映市場對美國政策利率「更長時間維持高息」的預期，以及對本地股市的審慎態度。其後於5月初至7月，主要受上市公司派發股息以及企業半年結的資金需求所帶動，港元匯率有所轉強。接近8月底時，在香港股市的疲弱氣氛下，港元再度貼近弱方兌換保證水平。回顧期內，港元兌美元在7.7940至7.8500區間內徘徊（圖4.1）。

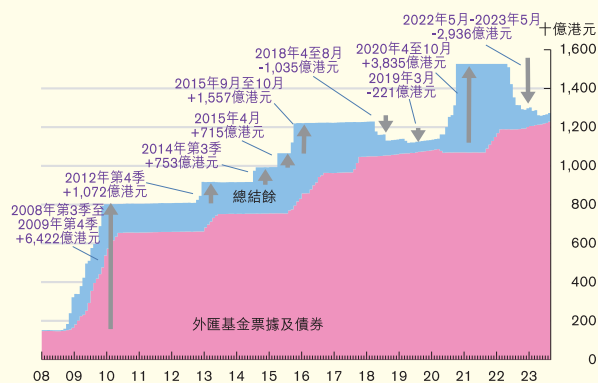
弱方兌換保證在4月被觸發5次，及在5月初被觸發1次。在弱方兌換保證下，金管局合共買入324.5億港元。相應地，銀行體系的總結餘從2月底的771億港元減少至8月底的449億港元。銀行之間的日常運作及結算活動繼續暢順有序（圖4.2）。

圖4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

圖4.2
總結餘及外匯基金票據及債券



資料來源：金管局。

港元名義有效匯率指數大致跟隨美元走勢，在回顧期內走強（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。

展望未來，資金流向仍然受美國政策利率前景、內地經濟復甦步伐、全球經濟環境以及地緣政治緊張局勢等不明朗因素影響。然而，憑藉充足的外匯儲備及健全的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下抵禦資金流動。

圖 4.3
名義及實質有效匯率

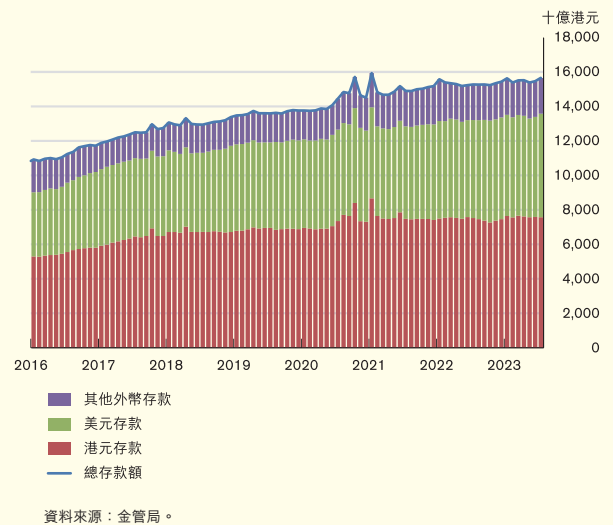


4.2 貨幣環境及利率

回顧期內，儘管弱方兌換保證被觸發以及美國持續收緊貨幣政策，但港元貨幣基礎仍然龐大而且大致穩定，截至2023年8月底為18,763億港元。

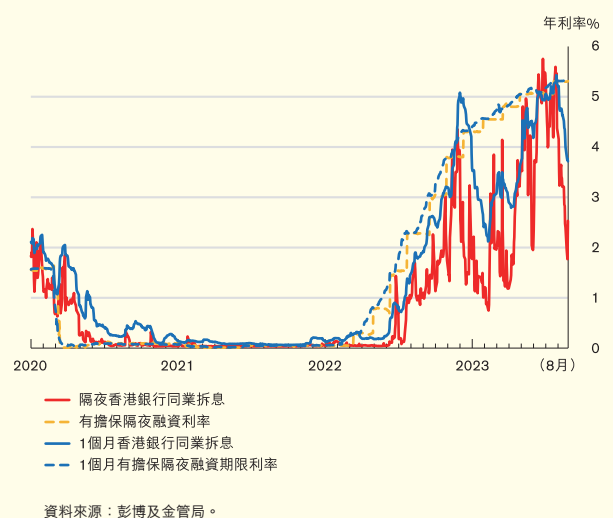
2023年首七個月，認可機構存款總額增長1.4%，並沒有顯著跡象顯示資金流出本港銀行體系。其中，港元存款增加1.5%，外幣存款增加1.4%（圖 4.4）。須注意的是，由於貨幣統計數字或會受到各種短期因素（例如季節性與公開招股相關資金需求，以及營商與投資相關活動）影響而出現波動，因此適宜觀察較長期趨勢。

圖 4.4
按貨幣劃分的認可機構存款



於回顧期內，按照聯匯制度的設計及運作，隔夜及1個月香港銀行同業拆息普遍趨近美元相應的利率²³（圖 4.5）。隨着美國政策利率連續上調以及市場預期美國政策利率「更長時間維持高息」，香港銀行同業拆息普遍走高，各年期利率曾在6月至8月初期間一度升至5%以上，至回顧期結束前有所回落。香港銀行同業拆息除了受美元拆息走勢影響外，亦受到本地港元融資市場供求的影響。事實上，香港銀行同業市場在回顧期內出現較大波動，部分反映總結餘的減少。

圖 4.5
香港銀行同業拆息及美元有擔保隔夜融資利率



²³ 美元倫敦銀行同業拆息自2023年7月1日起已停止使用，由「有擔保隔夜融資利率」(SOFR) 取而代之作為參考利率。

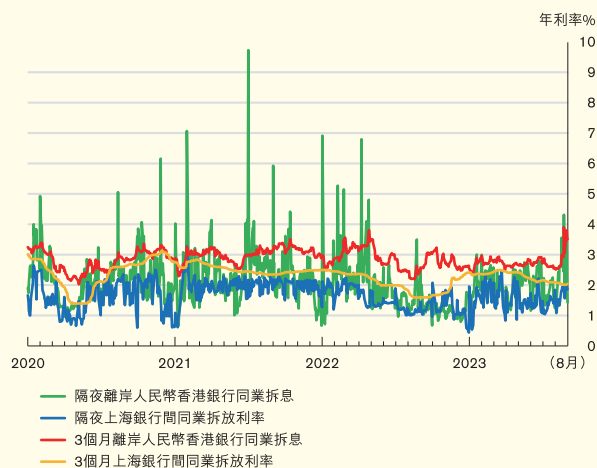
至於零售業務方面，隨着美國政策利率上調，多家銀行在2023年5月至7月期間兩度上調最優惠貸款利率，合共上調25個基點。具體而言，這些銀行在5月初將最優惠貸款利率上調12.5個基點後，在7月下旬再另外上調12.5個基點。於回顧期末，市場上的最優惠貸款利率介乎5.875%至6.375%不等。相應地，新造按揭的平均貸款利率亦由2023年1月的3.50%微升至2023年7月的3.57%。銀行會因應本身的資金成本結構及其他有關的考慮，決定調整存貸息率的時機及幅度。

展望未來，港元拆息在往後一段日子可能仍會處於較高的水平並不時出現較大幅度的波動。金管局一直與銀行保持溝通，要求銀行做好流動性管理工作，包括與大型客戶密切溝通，掌握其對港元收付的計劃和安排並作好部署，避免不必要地「關住」大量港元。金管局又提醒銀行毋需擔心所謂「標籤效應」，在有需要時可隨時使用金管局的各類流動資金安排。

離岸人民幣銀行業務

離岸人民幣同業市場於回顧期內繼續正常運作。²⁴ 由於離岸人民幣銀行同業市場流動性狀況保持穩定，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息繼續徘徊在3%左右。隔夜人民幣香港銀行同業拆息大多數時間維持在3%以下（圖4.6）。

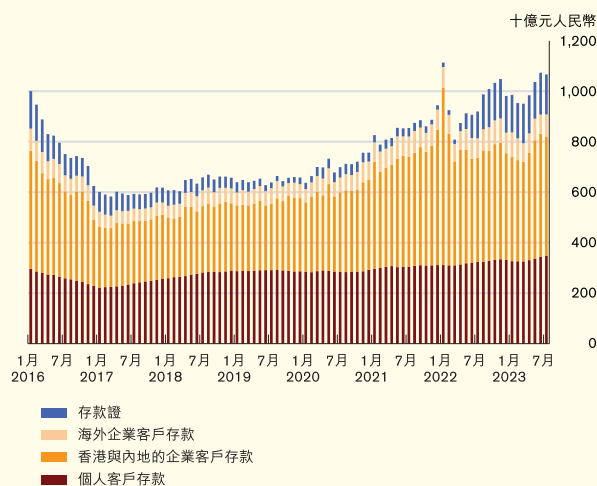
圖 4.6
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC。

2023年首七個月，香港的離岸人民幣流動資金池進一步擴張，人民幣客戶存款及存款證餘額溫和增長8.7%，截至2023年7月底達10,670億元人民幣（圖4.7及表4.A）。其中，主要受公司客戶存款帶動，人民幣客戶存款增長8.6%。隨着人民幣存款證發行量繼續增加，存款證餘額同期增加9.1%。

圖 4.7
香港的人民幣客戶存款及存款證



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。

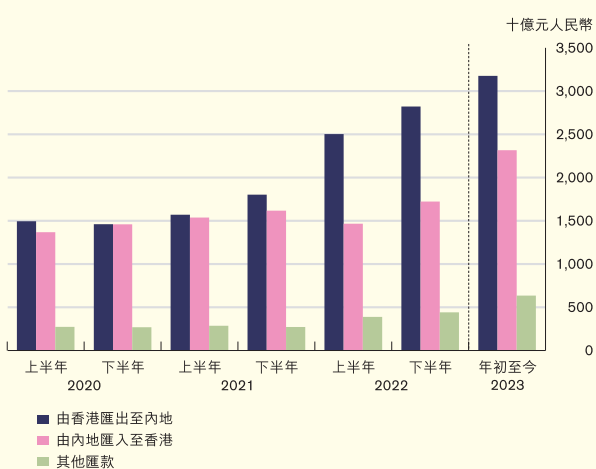
表 4.A
離岸人民幣銀行業務統計

	2022年12月	2023年7月
人民幣存款及存款證(十億元人民幣)	981.7	1,067.0
其中：		
人民幣存款(十億元人民幣)	835.9	907.9
人民幣存款佔存款總額(%)	6.1	6.3
人民幣存款證(十億元人民幣)	145.8	159.1
未償還人民幣貸款(十億元人民幣)	191.7	333.6
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	211	210
應付海外銀行的金額(十億元人民幣)	130.8	138.8
應收海外銀行的金額(十億元人民幣)	138.8	168.3
	2023年1月至7月	
香港人民幣貿易結算(十億元人民幣)	6,126.4	
其中：		
由內地匯入至香港(十億元人民幣)	2,315.6	
由香港匯出至內地(十億元人民幣)	3,175.9	
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)	1,704.0	

資料來源：金管局。

其他離岸人民幣業務繼續增長，2023年首七個月的人民幣貸款餘額增長74.0%。香港的人民幣貿易結算亦繼續增長，在2023年首七個月期間，本港銀行處理的交易額達61,264億元人民幣(圖4.8)，較去年同期的50,900億元人民幣增長20.4%。香港擁有龐大的人民幣資金池，而香港銀行業擁有出色能力及廣泛網絡，能夠繼續支持大量人民幣支付及融資交易。2023年首七個月，人民幣即時支付結算系統的每日平均交易量高達17,040億元人民幣，而2022年同期為16,695億元人民幣。

圖 4.8
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

展望未來，香港離岸人民幣生態圈持續發展，將進一步鞏固香港作為離岸人民幣業務樞紐的領先地位。在流動性方面，與中國人民銀行簽訂的優化貨幣互換協議將透過金管局設立的人民幣流動資金安排，為離岸市場提供所需的流動性支持，從而為金融機構拓展人民幣相關活動及服務提供良好的環境。在產品方面，不斷升級及拓展內地與香港之間的一系列互聯互通計劃，包括互換通、南北雙向的滬港通、深港通、債券通和跨境理財通等，將拓闊人民幣產品以及資產配置和風險管理工具的種類，促進兩地市場之間的雙向流動。在金融基建方面，債務工具中央結算系統(CMU)亦正進行重大修訂，以提升其營運能力及產品種類，以更好支持人民幣債券發行及相關託管服務的增長。憑藉這些發展，香港將在支持國家資本帳戶開放、綠色金融市場發展、「一帶一路」及「粵港澳大灣區倡議」等方面繼續發揮獨特作用。

資產市場

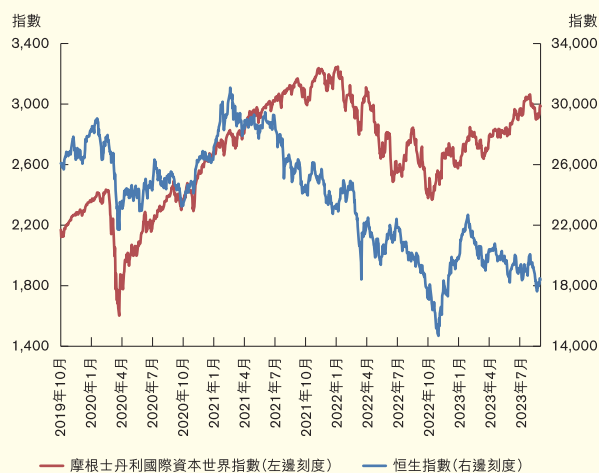
與科技股引領的環球股票市場上揚相比，香港股市於回顧期內的表現因為對內地經濟復甦步伐的憂慮而蒙上陰影。在穩定發行的支持下，本地債券市場在2023年上半年繼續錄得穩健增長。繼第1季顯著復甦後，住宅物業市場在其後幾個月有所回軟，主要反映市場氣氛在本地按揭利率進一步攀升下而轉趨審慎。

4.3 股市

在市場從2023年3月發生的美國及瑞士銀行業問題穩定下來後不久，恒生指數在5月份顯著下跌，並在市場憂慮內地經濟復甦步伐而持續下行的趨勢。這與科技股引領的環球股市上揚形成對比。整體而言，恒生指數由2023年2月底至2023年8月底下跌7.1%，同期摩根士丹利國際資本世界指數則錄得10%的升幅（圖4.9）。

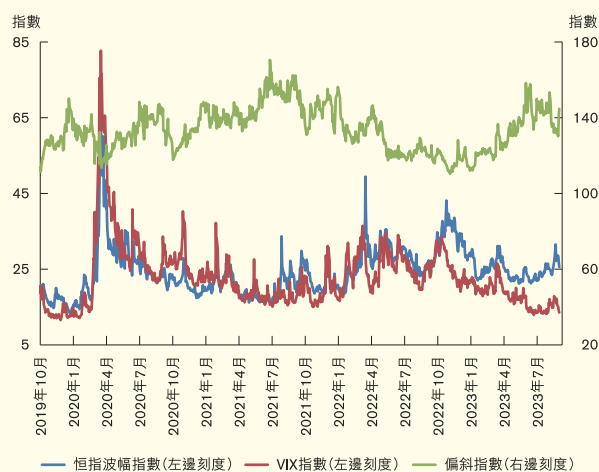
跟隨環球股市的正面表現，以標普500指數期權引伸波幅衡量的市場波動率顯著下降，並一度下降至2020年3月金融市場動盪以來的最低水平（圖4.10）。儘管本港股市表現相對低迷，但其波動性亦呈下降趨勢，其後在回顧期末上升。與此同時，衡量投資者對沖股市下跌風險意願的偏斜指數有所上升，表明在當前市場波動較小的情況下，投資者或對股市突然調整的風險持審慎態度。²⁵

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：彭博社。

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

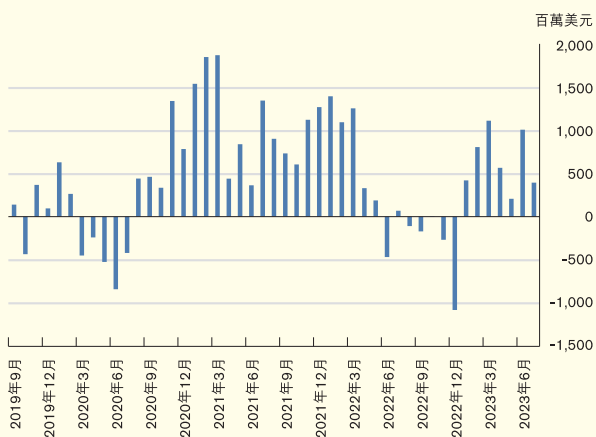


資料來源：彭博社。

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。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率微不足道。隨着偏斜指數升至100以上時，標普500指數回報分布的左尾權重增加，表明發生異常負回報的概率變得更加顯著。詳情請參閱<https://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/volatility-indicators/skew>。

2023年2月至7月期間，股票市場基金在香港錄得資金淨流入，總額達40.913億美元（圖4.11）。

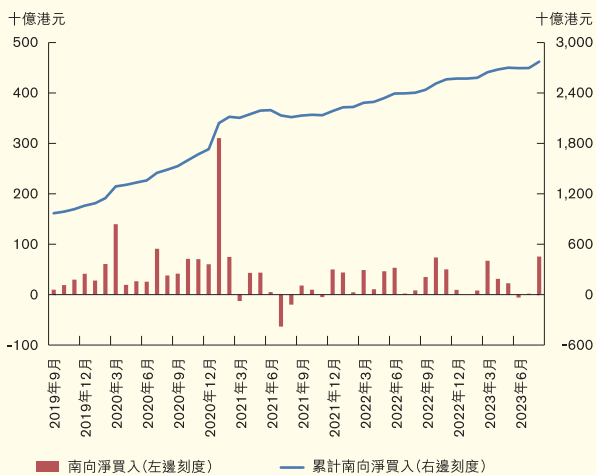
圖4.11
股票市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

與此同時，內地投資者從2023年2月底至8月底透過滬深港通（南向交易）對香港股市的淨投資額達1,925億港元（圖4.12），累計淨買入增加7.5%至2023年8月底的27,729億港元。

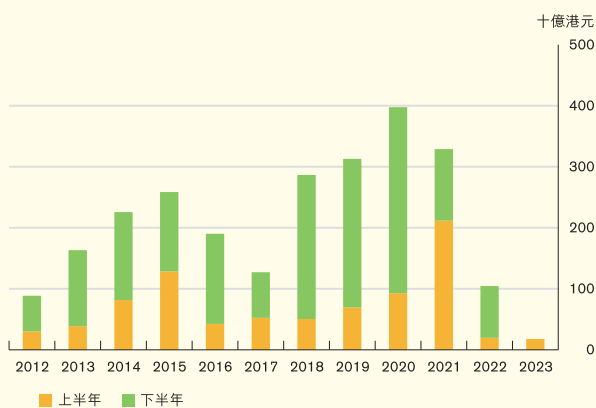
圖4.12
滬深港通（南向交易）的淨買入



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

在全球首次公開招股活動在經濟前景不明朗及貨幣狀況收緊而表現低迷的情況下，2023年上半年香港首次公開招股籌集的資金額按年下跌9.9%（圖4.13）。同時，在香港交易所降低特專科技公司上市門檻（即港交所主板上市規則第18C章）後，首宗相關上市申請已於2023年6月提交。²⁶ 長遠而言，新的上市制度預計將吸引更多具增長潛力的特專科技公司來港上市。

圖4.13
香港的首次公開招股市場



資料來源：香港交易所。

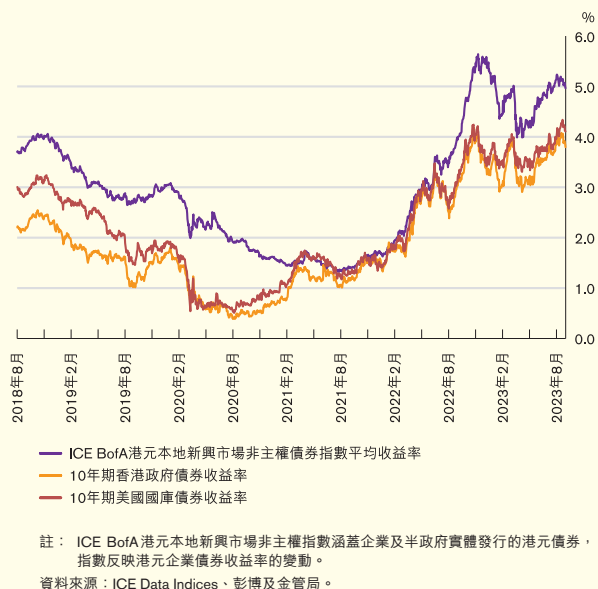
本港股市前景將受多項風險因素影響。在下行風險方面，全球經濟放緩、「更長時間維持高息」的環境以及地緣政治緊張局勢升級，均可能會抑制市場情緒及企業長期前景。從有利因素來看，內地當局或會推出進一步的政策措施支持內地經濟復甦，可能有助提振本港股市的情緒。

²⁶ 特專科技公司指主要從事應用於相關特專科技行業中（例如先進硬件、新能源、環境保護等）可接納領域的科學及／或技術的產品及／或服務的研發，以及其商業化及／或銷售的公司。

4.4 債券市場²⁷

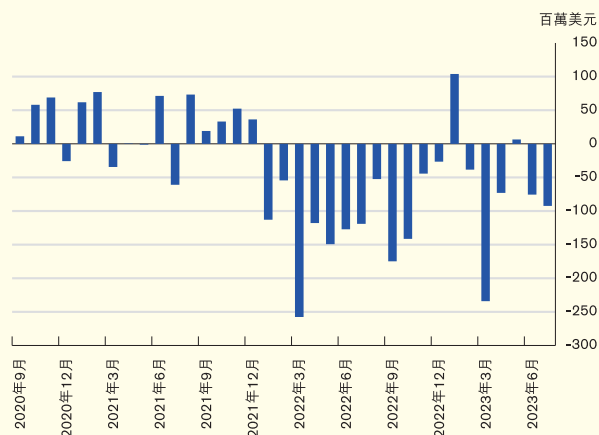
美國國債收益率隨着美國銀行業出現問題於2023年3月顯著下跌，其後在5月因應解決美國債務上限問題的期限臨近而回升。儘管美國兩黨於5月27日就提高政府債務上限達成協議，美國10年期國債收益率隨着市場注意力重新轉向美國進一步加息的可能性而繼續維持在4%附近。香港的債券收益率跟隨美國債券收益率的走勢，其中港元企業債券收益率較4月初的近期低位錄得較大幅度上升（圖4.14）。

圖4.14
10年期美國國債、10年期香港政府債券及港元企業債券的收益率



在近期美國及瑞士銀行業問題引致全球企業債券基金在2023年3月大幅流出的同時，債券基金亦在香港錄得顯著資金淨流出，其後有所緩和（圖4.15）。

圖4.15
債券市場基金在香港的淨流量



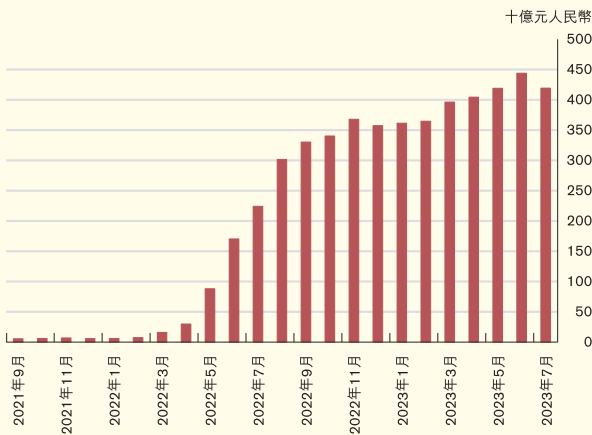
資料來源：EPFR Global。

內地投資者繼續透過南向債券通投資本港債券市場。合資格內地投資者透過南向債券通CSD-CSD結算通，並由上海清算所結算而持有的債券的餘額穩步增長。上海清算所是內地負責處理與香港債務工具中央結算系統(CMU)的南向債券通CSD-CSD結算通交易的其中一間中央證券託管機構(CSDs)。²⁸ 截至2023年7月底，相關債券餘額已達4,191億元人民幣，較2023年1月底的3,614億元人民幣增長16%（圖4.16）。

²⁷ 在此部分中所報告的債務證券數字包括票據、債券、可轉讓存款證、商業票據、次級債券、資產抵押證券以及通常在金融市場交易的類似債務工具。

²⁸ 根據現時南向債券通的安排，內地機構投資者可以透過交易通或CSD-CSD結算通投資合格債券。在交易通下，內地投資者可以直接與香港做市商交易任何合格債券。在CSD-CSD結算通下，合資格的內地投資者可以透過內地中央證券託管機構投資存放於CMU的債務證券。具體而言，包括上海清算所在內的內地的中央證券託管機構已在金管局CMU開立名義持有人帳戶，為合資格的內地投資者結算交收「南向通」交易，並持有有關的CMU債券。同時，合資格的內地投資者（或指定託管人）在內地的中央證券託管機構開立帳戶，記錄其透過南向債券通CSD-CSD結算通投資的債券餘額。圖4.16僅涵蓋透過上海清算所進行的CSD-CSD結算通交易，並不代表內地投資者透過南向債券通持有的債券總額，但該圖可能有助展示南向債券通活動變化的趨勢。

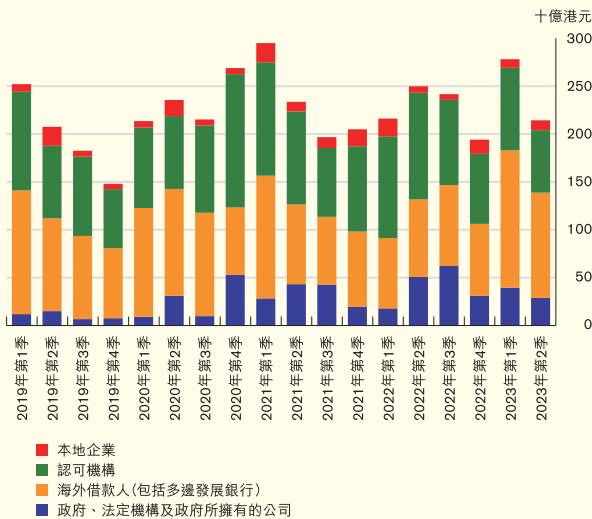
圖 4.16
合資格內地投資者透過南向債券通 CSD-CSD 結算通
並由上海清算所結算而持有的債券餘額



註：相關數字為合資格內地投資者透過南向債券通 CSD-CSD 結算通，並由上海清算所結算而持有的債券餘額，並不代表內地投資者透過南向債券通持有的債券總額。數字根據資料來源以人民幣呈列。
資料來源：上海清算所。

儘管利率高企，2023年上半年港元債務證券總發行量仍按年增長4.8%至24,653億港元，主要由包括多邊發展銀行在內的海外借款人發行量的增加所支持（圖 4.17）。

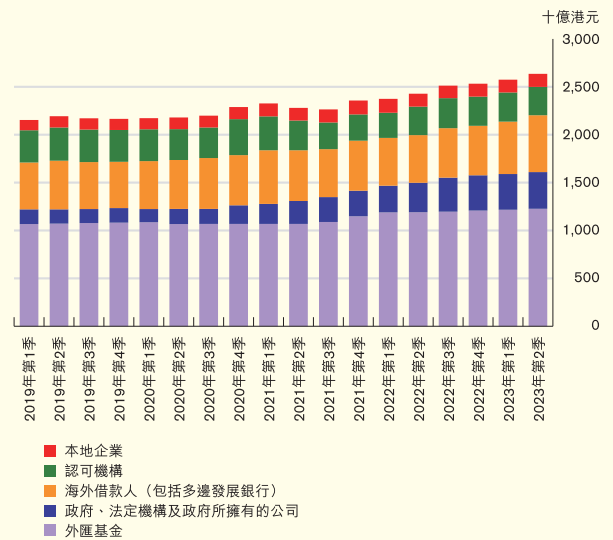
圖 4.17
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債務證券



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

隨着港元債務證券發行量增加，截至2023年6月底的未償還港元債務證券金額按年增加8.5%至26,352億港元（圖 4.18）。該金額相當於港元M3的32%或銀行業以港元計值資產的25.3%。其中非外匯基金票據及債券的未償還港元債務證券金額按年上升13.7%至14,081億港元。

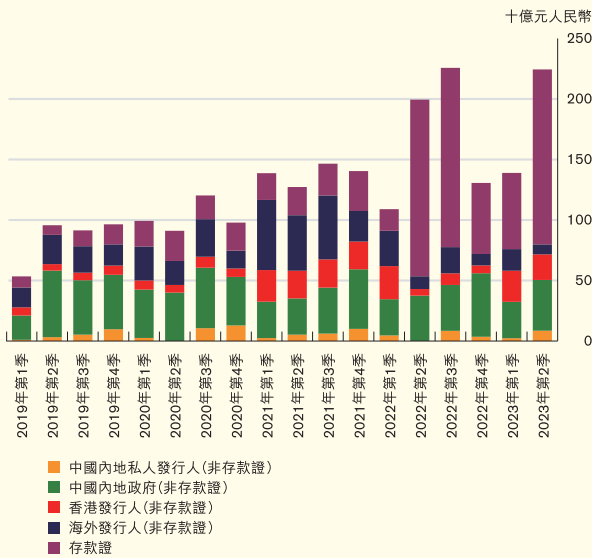
圖 4.18
未償還港元債務證券（按發行人劃分）



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

香港離岸人民幣債務市場在2023年上半年亦繼續擴張。2023年上半年的新發行總量較上年同期增加17.8%至3,634億元人民幣，主要受益於活躍的離岸人民幣存款證發行（圖 4.19）。

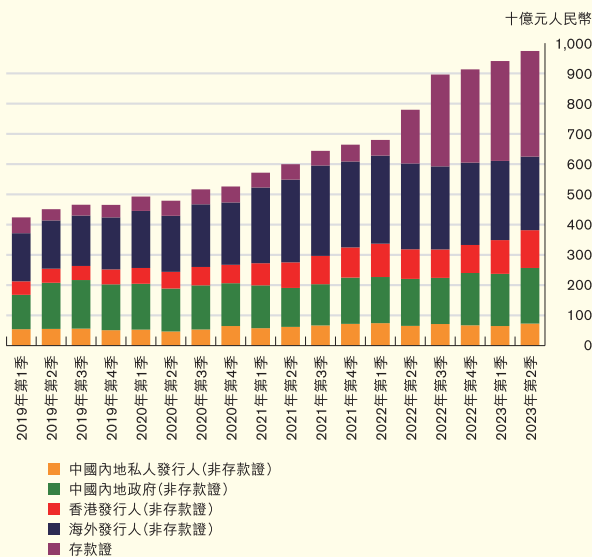
圖 4.19
在香港新發行的離岸人民幣債務證券



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

相應地，截至2023年6月底，離岸人民幣債務證券的未償還總額按年上升24.9%至9,742億元人民幣（圖4.20）。

圖 4.20
在香港發行的離岸人民幣債務證券未償還總額



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。

本地債券市場的前景在短期內將繼續取決於全球經濟及利率前景。與此同時，人民幣匯率走勢及內地經濟復甦步伐的不確定性可能會影響香港的離岸人民幣債務市場活動。

於回顧期內，當局推出多項政策措施以推動本地債券市場發展。其中，香港按揭證券有限公司於2023年5月30日宣布，成功在基建融資證券化先導計劃下發行首批基建貸款抵押證券，總值為3.644億美元。此次成功發行標誌着香港發展基建融資證券化平台，邁出重要一步。

此外，此次發行包含1億美元可持續融資票據，並且符合國際資本市場協會的綠色債券原則、社會責任債券原則和可持續發展債券指引，標誌着香港對綠色及可持續發展的承擔。

為進一步推動香港綠色及可持續債券市場的發展，香港政府於2023年6月1日宣布在政府綠色債券計劃下成功發售接近60億美元等值的美元、歐元及人民幣綠色債券。相關債券亦包括香港政府發行的首批10年期人民幣綠色債券，有助延長離岸人民幣收益率曲線以及進一步豐富離岸人民幣產品選擇，有序推進人民幣國際化。

同樣，為推動創新科技在債務市場的應用，政府於2023年初發行全球首批由政府發行的代幣化綠債。專題3分析全球代幣化債券市場的發展情況，並評估債券代幣化對發行人及投資者的潛在好處。

專題 3

評估債券代幣化的好處

引言²⁹

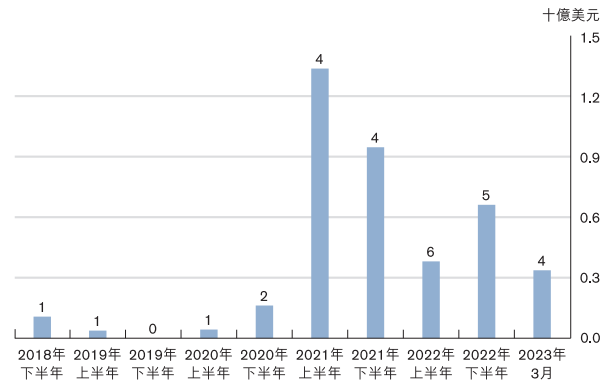
債券代幣化³⁰是全球債券市場中一個快速發展的創新成果。自2018年世界銀行發行全球首隻代幣化債券以來，全球各地已發行數十隻代幣化債券，當中包括香港政府於2023年初首次發售的全球首隻由政府發行的代幣化綠債。

透過將發行及交易流程引入數碼平台，債券代幣化可以提升發行效率及增加市場流動性。然而，可能由於對這個發展中的市場缺乏全面數據，代幣化可以在何種程度上為發行人和投資者帶來好處，尚未得到實證研究。因此，本專題旨在對全球代幣化債券市場作全新分析，並討論我們就債券代幣化好處的實證研究結果。

代幣化債券市場有何最新發展？

我們使用全新數據集，涵蓋自2018年以來23個不同發行人發行的28隻代幣化債券。³¹ 研究發現，截至2023年3月底，全球代幣化債券的發行總額已達39億美元，其中九成是在2021年之後發行（圖B3.1）。就發行金額而言，金融業是最大的債券發行人，當中大多是銀行、資產管理公司、金融交易所或專業金融服務提供者（圖B3.2）。世界銀行及香港政府等公營機構亦有發行代幣化債券。就地區分佈而言，大部分（約70%）是亞洲機構發行，其餘則主要是歐洲機構發行。

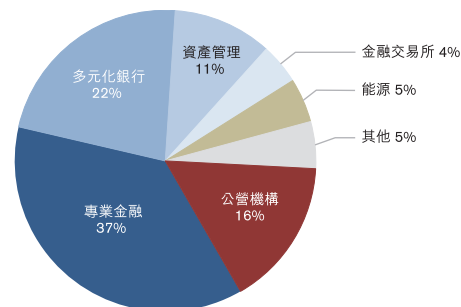
圖 B3.1
全球代幣化債券發行總量



註：該棒形圖顯示截至2023年3月底全球代幣化債券的發行總量（y軸）及交易數量（棒形上方的數字）。

資料來源：彭博、Refinitiv Eikon及金管局職員估計數字。

圖 B3.2
代幣化債券發行金額比例（按發行人類別劃分）



註：該圖形顯示自2018年以來各類發行人在全球代幣化債券發行金額中所佔比例。

資料來源：彭博、Refinitiv Eikon及金管局職員估計數字。

綜上所述，雖然債券代幣化仍處於發展早期階段，但一些亞洲及歐洲的機構已採取行動擁抱這一創新成果。下一節研究代幣化可以在多大程度上使債券市場的發行人及投資者受惠。

代幣化對債券發行人及投資者有利嗎？

理論上，代幣化可以透過運用智能合約來實現發行、利息支付及本金償還等多步驟過程的自動化，以提升發行效率。發行人亦可以按較低的收益率發行代幣化債券，因為投資者或會青睞其獨特之處，例如更快的

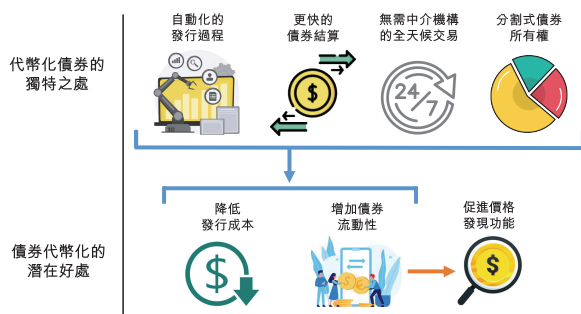
²⁹ 詳情請參閱梁栢豪等人（即將刊發）。「評估債券代幣化的好處」（英文版本）。金管局研究備忘錄。

³⁰ 債券代幣化是指在數碼平台以代幣形式記錄債券的實益權益。

³¹ 該數據集是根據彭博及Refinitiv Eikon的數據構建。該樣本可以代表全球發行量的情況，可媲美由來自標普全球評級（代幣化債券的主流評級機構之一）的Damak等人（2023）所取得的樣本。為進一步驗證樣本的代幣化性質，我們參考發行人或第三方專家刊發的眾多新聞、新聞稿、報告、公告及其他官方文件，當中包括國際資本市場協會（2023）。

結算週期、無需中介機構的全天候交易，以及容許極小額交易的分割式債券所有權。此外，代幣化可以增加市場流動性，因為代幣化債券的上述特點可以降低交易成本並擴大投資者基礎。由於理論上代幣化債券能以更大的流動性進行交易，亦可能促進同一發行人發行的傳統債券的價格發現功能（圖 B3.3）。

圖 B3.3
說明代幣化債券的獨特之處及潛在好處



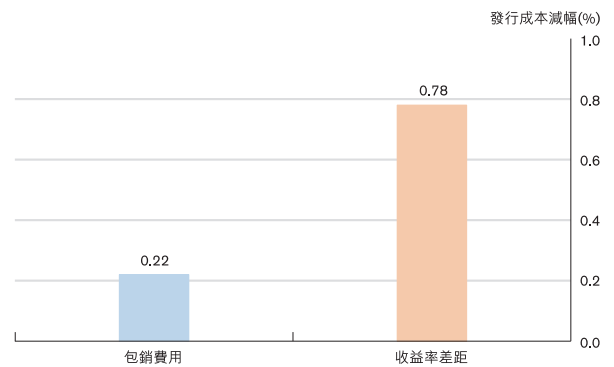
為了實證檢驗這些潛在好處的經濟重要性，我們將每隻代幣化債券與同一發行人發行的最相似的傳統債券進行配對，以控制債券特徵（例如到期日及發行日期）的差異。³² 這確保代幣化債券與傳統債券之間發行成本或流動性的估計差異可以歸因於債券代幣化。下面列出這兩個潛在好處的估計結果。

a) 提升債券發行效率

傳統的債券發行涉及多個中介機構，例如包銷商，他們收取服務費用。相比之下，代幣化實現手動流程自動化，並減省文書工作，從而降低債券發行的營運成本，包括包銷費用。我們的實證研究結果證實這一猜想，表明發行代幣化債券的包銷費用較傳統債券的包銷費用為低，兩者差距平均相當於債券面值的0.22個百分點（藍色柱，圖 B3.4）。

理論上，如果投資者青睞代幣化債券的獨特之處，發行人或能以較低的收益率發行代幣化債券。我們的實證結果表明，相較於最相似的傳統債券，投資者認識到代幣化的好處，在投資代幣化債券時願意接受低0.78個百分點的收益率差距（橙色柱，圖 B3.4）。

圖 B3.4
債券代幣化提升效率的估計結果



註：
(i) 該棒形圖顯示代幣化之下包銷費用及收益率差距的估計減幅；及
(ii) 所有估計數字均具有10%的統計顯著水平。
資料來源：金管局職員估計數字。

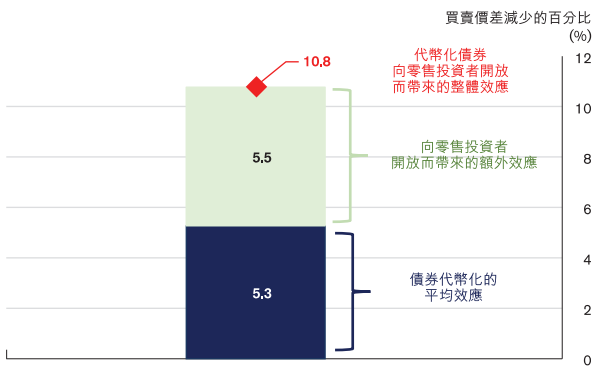
b) 增加二級市場債券流動性

代幣化債券在二級市場上可能較傳統債券表現出更大的流動性，因為前者可以更快結算，無需中介機構即可交易，並且可以分割為極小的交易數額，從而降低入市門檻。此外，對於向零售投資者開放的債券，流動性改善的程度可能更大，因為他們或更能從較低的入市門檻中受惠。

我們以債券的買賣價差去衡量債券的流動性。價差越低，流動性越高，反之亦然。我們的實證結果表明，代幣化債券的買賣價差平均較傳統債券窄5.3%（藍色條，圖 B3.5）。如果零售投資者可以購買這些債券，我們的估計結果發現買賣價差的減幅可能會翻倍至10.8%（紅點，圖 B3.5）。

³² 代幣化債券發行人發行了6,090隻傳統債券。相較於我們樣本中的代幣化債券，這些傳統債券在關鍵債券特徵上表現出高度的異質性。我們的配對程序將異質性降低至學術文獻中廣泛接受的水平。有關配對程序的詳情，請參閱金管局研究備忘錄。

圖 B3.5
債券代幣化增加流動性的估計結果



註：

- (i) 該棒形圖顯示代幣化之下，按債券投資者基礎劃分的債券買賣價差的估計減幅；及
(ii) 所有估計數字均具有 1% 的統計顯著水平。

資料來源：金管局職員估計數字。

代幣化亦可促進價格發現過程，以增加傳統債券的市場流動性。由於代幣化債券的交易流動性較大，更有利於提供更為翔實的價格。若同一發行人發行的傳統債券流動性較差，代幣化債券有助揭示其公允價值。我們的實證研究結果表明，代幣化可從這渠道帶來顯著好處。特別是，我們發現，發行人發行代幣化債券後，傳統債券的平均買賣價差將會減少 8.5%。

結論及意義

總括而言，本專題表明代幣化可以降低債券發行人的包銷費用及借貸成本，從而為其營運帶來顯著好處。代幣化亦可以增加二級市場債券的流動性，使債券投資者受惠，對於向零售投資者開放的債券而言尤其如此。

這些結果對全球債券市場的發展具有兩個重要啟示。首先，可以考慮在債券發行中更廣泛使用代幣化，以提升債券市場效率及增加流動性。其次，可制訂政策擴大代幣化債券市場的投資者基礎，為釋放代幣化的潛在好處鋪路。雖然本專題所用的樣本已代表市場狀況，但由於代幣化債券市場仍在發展中，樣本仍然較小，讀者應審慎詮釋我們的研究結論。

參考文獻

Damak, M., Birry, A., Schmaus, M. W. & Guadagnuolo, L. (2023, February 27). Digital bonds: The disruption is underway. S&P Global Ratings.
<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/230227-digital-bonds-the-disruption-is-underway-12651017>

International Capital Market Association (2023). New FinTech applications in bond markets.
<https://www.icmagroup.org/market-practice-and-regulatory-policy/fintech-and-digitalisation/fintech-resources/new-fintech-applications-in-bond-markets/>

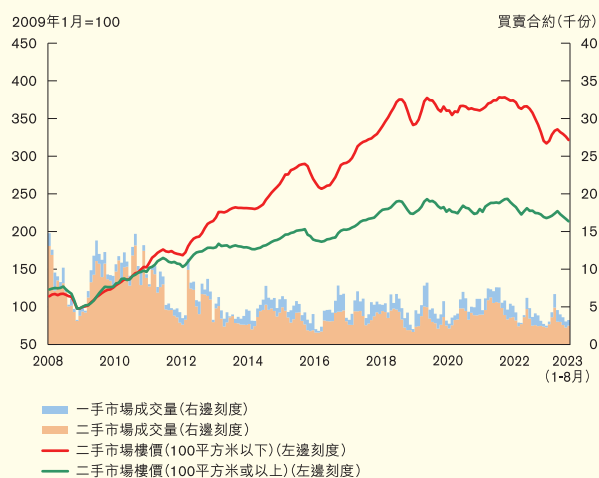
4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場經歷2023年第1季的強勁復甦後有所回軟。受惠於年初本港與內地全面恢復通關，樓市氣氛有所改善，二手市場參觀單位（俗稱睇樓）活動在2023年第1季回升。隨着積壓需求得到釋放，發展商亦加快推出新樓盤，並以具競爭力的定價策略刺激銷情。然而，受本地按揭利率攀升所影響，市場氣氛於第1季後有所減弱。其中，緊接着美聯儲連續多次加息，各大銀行在2023年5月及7月分別上調最優惠利率各12.5個基點。³³此外，部分銀行亦於2023年9月進一步調高以銀行同業拆息為基礎（俗稱H按）的新造按揭貸款的鎖息上限。雖然二手市場睇樓活動繼2023年第1季後明顯放緩，但發展商仍大致活躍，繼續推售新樓盤。整體而言，住宅每月平均成交量由第1季的4,674宗回落至4月至8月的3,702宗，主要反映二手市場交投量下跌（圖4.21）。

二手樓價繼2023年第1季上升5.3%後，在4月至8月期間下跌3.7%，部分反映業主在面對發展商的新樓盤競爭下，更願意降低叫價。按面積劃分，大型單位（實用面積100平方米或以上）的價格回調速度較中小型單位（實用面積小於100平方米）略快（圖4.21）。最近的市場資料顯示，樓價在2023年9月初進一步放緩。

圖4.21
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。

置業負擔能力在2023年上半年仍然偏緊。由於家庭收入增長超過樓價增長，樓價與收入比率在第2季略為回落至15.9，惟仍與1997年約為15的高水平相若。收入槓桿比率亦維持在77.4%的高位，遠高於其長期平均值，主要反映按揭利率上升的影響（圖4.22）。³⁴隨着經濟活動陸續復常，住宅租金在農曆新年過後穩步增長，於2023年2月至8月期間錄得6.8%的升幅（圖4.23）。³⁵與此同時，住宅租金收益率亦由1月的2.5%微升至7月的2.6%。

³³ 於2023年6月，部分銀行據報為爭取市場份額，向新造按揭客戶提供更高的現金回贈。作為監管機構，金管局一直要求銀行以審慎原則經營按揭業務，包括以審慎方式釐定相關利率和優惠，使其業務可長期持續，並有足夠利潤承受經濟轉差時可能面對的壞帳風險。

³⁴ 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。

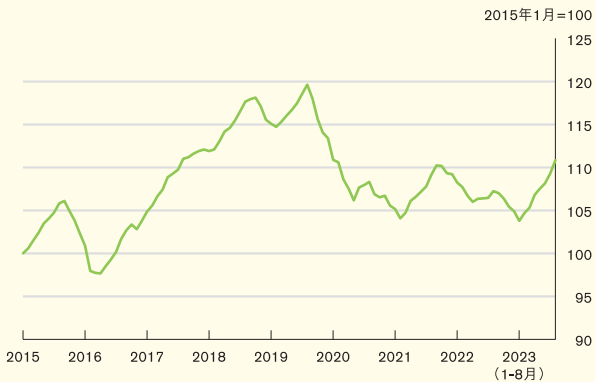
³⁵ 有市場分析人士認為海外專才回港及非本地學生的住宿需求增加亦有助帶動住宅租金上升。

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。

綜合各方面的考慮，金管局於2023年7月7日宣布放寬物業按揭貸款逆周期宏觀審慎監管措施。這是自2009年金管局實施相關措施以來，首次放寬針對住宅物業的措施。是次放寬修訂於同日生效後，市民購置物業將可以承造較高成數的按揭貸款。³⁶ 金管局會繼續密切留意市場發展，並推出合適措施，確保銀行

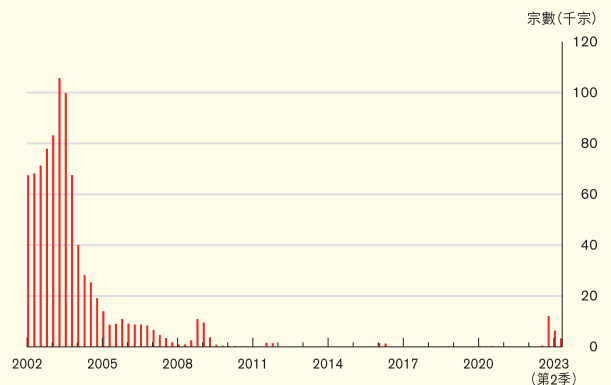
³⁶ 詳情請參閱金管局於2023年7月7日發出的《物業按揭貸款的審慎監管措施》通告。經考慮金管局物業按揭貸款逆周期宏觀審慎措施的修訂，以及其自身的業務狀況及風險，香港按揭保險有限公司（按揭保險公司）亦於同日宣布修訂已落成住宅物業的按揭保險計劃，並於9月宣布該計劃將涵蓋樓花住宅物業，以進一步協助市民置業安居。詳情請參閱按揭保險公司分別於2023年7月7日及2023年9月22日發出的《按揭保險計劃的修訂》新聞稿。

物業按揭貸款風險得到妥善管理，從而保障銀行體系穩定。³⁷

宏觀審慎措施放寬後，平均新造按揭成數大致維持穩定，於2023年7月約為53%，較2009年首次推出逆周期宏觀審慎措施之前的64%為低。此外，按揭借款人的平均供款與入息比率維持在低於40%的水平，且須通過壓力測試，以確保他們有能力承擔因利率上升而引致的額外供款。

負資產住宅按揭貸款宗數由2022年第4季末的12,164宗減少至2023年第2季末的3,341宗（圖4.24），主要反映今年上半年樓價上升。這些個案涉及銀行職員的住屋按揭貸款或按揭保險計劃的貸款，而這類貸款的按揭成數一般較高。截至2022年底，超過一半的私人住宅單位並無任何未償還按揭，加上按揭貸款拖欠比率於2023年7月維持在0.07%的極低水平，反映與銀行住宅按揭貸款相關的系統性風險已從多方面得到妥善管理。金管局提醒市民大眾，置業是人生的重要決定，在作買樓決定時，市民應該量力而為，審慎管理當中的財務風險。

圖 4.24
負資產住宅按揭貸款



資料來源：金管局。

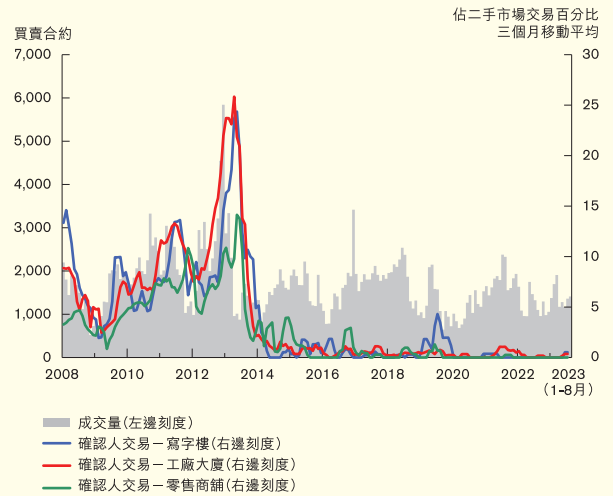
³⁷ 自2009年實施物業按揭貸款逆周期措施以來，金管局一直密切監察樓價走勢、樓市成交量、本地經濟狀況和外圍環境等一系列因素，評估樓市的情況，適時調整這些措施，以確保銀行妥善管理按揭貸款業務涉及的風險，並有足夠能力應對樓價一旦出現大幅調整的挑戰。

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。具體而言，按揭利率上升、環球經濟前景轉差以及短期更多的私人住宅供應均可能會繼續影響樓市氣氛。另一方面，本地經濟狀況改善，加上政府招商引資及吸引人才的政策，或會為房屋需求提供一定支持。長遠而言，樓市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。³⁸

非住宅物業市場

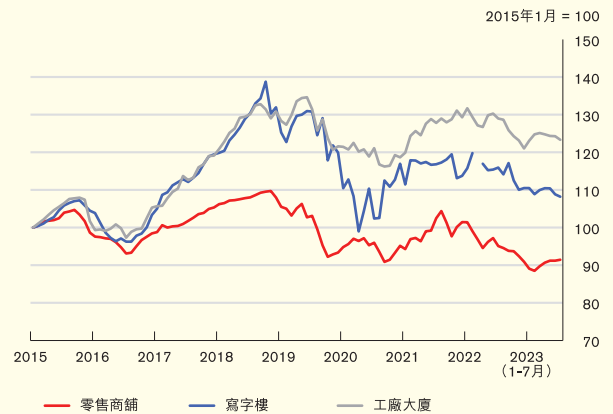
隨着本地經濟活動恢復，非住宅物業市場於2023年上半年有所回穩。期內每月平均成交量上升至1,433宗，投機活動則維持疏落（圖4.25）。商業及工業樓宇的價格亦初步從低位回穩（圖4.26）。租賃市場方面，零售物業及分層工廠大廈的租金逐漸回升，而寫字樓的租金則在空置率仍然高企的情況下持續偏軟³⁹（圖4.27）。整體而言，非住宅物業的整體租金收益率微升至2023年7月的2.8%–3.2%。

圖4.25
非住宅物業成交量



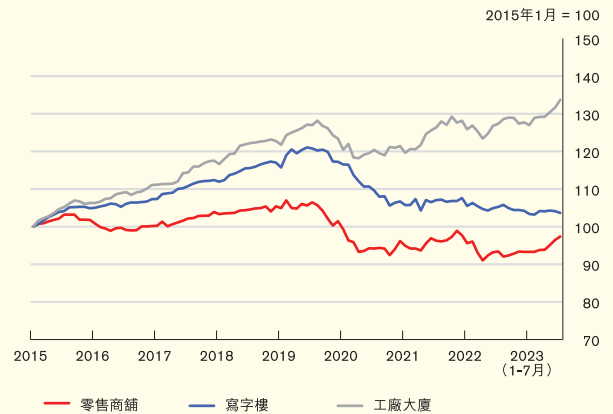
資料來源：土地註冊處、中原地產代理有限公司。

圖4.26
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4.27
非住宅物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

³⁸ 房屋局於2023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105,000伙的高位。為善用市場力量、促進公私營協作，鼓勵私人發展商參與興建資助出售單位，房屋局亦於2023年6月推出私人興建資助出售房屋先導計劃（「樂建居」），以加強建屋能力、節省項目發展時間，及釋放私人土地的發展潛力。

³⁹ 差餉物業估價署的數字顯示，截至2022年底，寫字樓的空置率高達14.4%，創下自1998年以來的新高。測量公司的數據亦顯示甲級寫字樓空置率由2022年12月的12.1%上升至2023年6月的12.6%。

貨幣及金融狀況

非住宅物業市場的短期前景會因應物業的類別而異。例如，本地消費進一步改善及訪港旅遊業復甦預計會為零售商鋪提供支持。另一方面，全球經濟放緩及金融狀況進一步收緊，或會繼續削弱營商及投資氣氛，從而拖累商用物業的需求。高企的空置率及未來更多的新增供應亦可能對寫字樓的資本價值構成下行壓力。

考慮到新冠疫情過後非住宅物業價格的調整、息口上升的環境以及上述其他相關因素，金管局亦對非住宅物業按揭的逆周期宏觀審慎措施作出調整。自2023年7月7日起，非住宅物業的按揭成數上限由五成提升至六成。⁴⁰

⁴⁰ 詳情請參閱金管局於2023年7月7日發出的《物業按揭貸款的審慎監管措施》通告。