



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

2025年3月

本報告分析2024年8月底至2025年2月底期間的統計資料。

# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

## 2025年3月

### 目錄

<b>1. 總結及概述</b>	<b>3</b>
<b>2. 全球環境及展望</b>	<b>9</b>
2.1 外圍環境	9
2.2 中國內地	11
<b>3. 本港經濟</b>	<b>20</b>
3.1 實體經濟活動	20
3.2 勞工市場狀況	22
3.3 通脹	22
<b>4. 貨幣及金融狀況</b>	<b>27</b>
4.1 匯率及資金流	27
4.2 貨幣環境及利率	28
4.3 股市	33
4.4 債券市場	35
4.5 物業市場	37
<b>5. 銀行業表現</b>	<b>42</b>
5.1 盈利及資本額	42
5.2 流動性及利率風險	44
5.3 信貸風險	45
5.4 風險及穩健性	52
專題1 人工智能會否導致投資者作出相似的投資決定及在市場壓力下集體出售資產？人工智能驅動的投資基金的實證分析	14
專題2 利用社交媒體大數據及生成式人工智能追蹤中國內地房地產市場情緒	18
專題3 貿易文件數碼化對本港經濟的潛在影響	24
專題4 利用生成式人工智能工具監察全球銀行業的系統性風險：基於業績電話會議紀錄數據的分析	56

### 詞彙

# 1. 總結及概述

儘管全球經濟增長相對穩定，但隨着特朗普就任美國總統，世界正面臨越趨不明朗的政策及經濟前景。隨着貿易摩擦升溫，美國與各經濟體互相加徵關稅增加了美國通脹上行風險及美國經濟下行風險，使美國利率前景的不確定性有所上升。對新興亞洲而言，這些不確定因素對區內經濟及資金流構成顯著挑戰。

香港的外匯及銀行同業市場交易繼續暢順有序。於回顧期內，存款總額錄得增長，而銀行信貸總額則有所下跌，部分反映高息環境引致信貸需求疲弱。與此同時，住宅物業市場在2024年第3季表現淡靜，但自9月減息周期開始後略見回穩。展望未來，與美國貿易政策及利率走勢的不確定因素，可能為香港銀行業帶來多方面的挑戰。銀行須保持警惕，並審慎評估這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

## 外圍環境

在新一屆美國政府上任後，美國貿易政策的不確定性顯著上升。鑑於加徵關稅，美國通脹前景的上行風險有所增加。與此同時，美國與各經濟體互相加徵關稅增加了美國經濟增長的下行風險。這些發展加劇了美國聯邦儲備局（美聯儲）減息步伐的不確定性。

同時，各主要經濟體之間的人工智能發展競賽變得激烈，市場還擔憂投資基金日益採用人工智能可能會增加金融市場的波動，因為在市場受壓期間，這些基金可能更容易集體出售資產。專題1展示我們透過內部應用生成式人工智能來探討這一問題。

亞洲新興市場方面，美國貿易政策及美聯儲減息步伐的不確定性增加，均拖累該區域的經濟前景。自2024年11月美國總統選舉以來，亞洲貨幣面臨下行壓力，促使區內多家央行出手干預，以防貨幣過度貶值。隨着貿易衝突風險增加，區內經濟前景下行風險有所上升，原因在於對出口的依賴增加、財政緩衝減少，加上區內央行行為免引發資金流動，減息空間受限。

中國內地方面，受惠於2024年9月以來推出的政策「組合拳」，經濟增長於2024年第4季回升。因擔憂關稅上調而提前下達的訂單，有助增加中國內地第4季的貨物出口。房地產市場亦出現若干回穩跡象（專題2利用金管局內部的生成式人工智能構建一項嶄新

的指數，以追蹤內地房地產市場情緒)。2024年全年經濟增長5%，與官方目標一致。

踏入2025年，官方經濟增長目標連續第三年定為約5%。不過，經濟前景仍面臨包括政策不確定性增加及貿易保護主義上升(例如美國上調關稅)等多重挑戰及不明朗因素。對此，當局承諾將採取更加積極的財政政策與適度寬鬆的貨幣政策、加強超常規逆周期調節，支持民營企業以及擴大內需(特別是消費)。

## 本港經濟

香港經濟於2024年下半年維持溫和增長，實質本地生產總值於第3季及第4季分別按年上升1.9%及2.4%。隨着跨境金融活動改善及訪港旅遊業持續復甦，服務輸出按季有所改善。貨品出口增長較2024年上半年有所減慢，部分是由於一些主要市場經濟環境放緩。本地方面，投資開支於下半年整體有所改善，儘管於第4季隨着樓宇及建造活動收縮而稍為下跌。同時，雖然市民消費模式的改變持續對私人消費構成壓力，但於第4季已略見回穩跡象。實質本地生產總值繼2023年增長3.2%後，在2024年全年錄得2.5%的升幅。

展望未來，預期香港經濟將於2025年進一步溫和增長。儘管商品出口可能會受貿易衝突加劇所影響，但預料訪港旅遊業將受惠於內地當局的惠港政策以及政府致力振興本港旅遊業的措施而持續復甦，並為服務輸出提供支持。專題3分析了貿易文件數碼化對香港的潛在經濟效益，即透過提升貿易生態系統的效率，進一步鞏固香港作為國際貿易樞紐的地位。此外，內地積極提振經濟的政策將有助加強本港的營商信心，從而推動私人投資。然而，私人消費的復甦步伐或會繼續受限於市民消費模式的轉變。在此背景下，政府預測2025年全年實質本地生產總值增長介乎2%至3%，此增長前景受眾多風險及不明朗因素所影響，包括全球增長前景、美國貿易政策，以及美聯儲減息步伐。

勞工市場保持穩健，失業率於2025年2月維持在3.2%的低位。展望未來，預期持續的經濟增長將支撐勞工需求，但部分行業或會面臨與貿易緊張局勢升溫相關的風險。

物價方面，儘管房屋租金上升構成一定的上行壓力，基本通脹率在過去數月仍然保持在溫和的水平。展望未來，整體通脹應會維持在較低水平。雖然全球大宗商品市場的發展面臨不確定因素，但外圍價格壓力應維持可控，並可緩和本地成本在經濟持續增長下所面臨的上行壓力。

## 貨幣狀況及資金流動

港元於2024年9月底轉強，主要受到中國內地公布一系列經濟刺激措施後，本地股市活動激增的支持。港元在2025年初回軟，其後隨着本地股市的強勁表現而回升。由於自2023年5月以來並未觸發兌換保證，銀行體系總結餘變動不大，於2025年2月底為447億港元。此外，銀行之間的日常運作以至結算活動繼續暢順有序。

香港的銀行同業市場交易亦繼續暢順有序。由於股市活躍及季末資金需求旺盛，短期香港銀行同業拆息在2024年9月底一度收緊，及至年底前因流動性緊張而再次上升，並於2025年初隨着季節性流動性緊張情況緩解而回落。零售業務方面，隨着美國政策利率下調，多家銀行於2024年9月至12月期間三次下調其最優惠貸款利率，合共下調62.5個基點。於回顧期末，市場上的最優惠貸款利率介乎5.25%–5.75%不等。與此同時，新造按揭的平均貸款利率由2024年7月的4.14%下降至2025年1月的3.51%。銀行將根據同業市場的資金供求情況、同業利率水平及其自身的資金成本結構等因素，決定調整其貸款及儲蓄利率的時機和幅度。

繼2024年上半年擴張後，香港的離岸人民幣(CNH)資金池於回顧期間略有減少，人民幣客戶存款及存款

證餘額於2025年1月底減少至11,318億元人民幣。人民幣貸款餘額及人民幣貿易結算額繼續穩步增長。2024年人民幣即時支付結算(RTGS)系統的日均成交額維持在30,975億元人民幣的高水平。

展望未來，香港離岸人民幣生態圈的持續發展將進一步鞏固香港作為離岸人民幣業務樞紐的領先地位。在流動性方面，金管局在2025年2月新推出的人民幣貿易融資流動資金安排將透過為銀行提供穩定且成本較低的人民幣資金來源，支持貿易融資服務，進一步增強香港離岸人民幣市場的流動性。在產品方面，內地與香港不斷升級及拓展兩地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及風險管理工具的種類，進一步促進兩地市場之間的雙向流動。在金融基建方面，迅清結算有限公司(迅清結算)與香港交易及結算所有限公司(香港交易所)在2025年3月簽署合作備忘錄，深化雙方在優化香港資本市場的交易後證券基礎設施的合作，並在擴大內地債券作為抵押品的使用等領域展開探索和合作。金管局與中國人民銀行(人民銀行)正積極推動兩地快速支付系統(即內地的網上支付跨行清算系統(IBPS)與香港的轉數快(FPS))的互聯，推動兩地更廣泛的經濟合作與交流。憑藉這些發展，香港將在支持內地資本帳戶開放、「粵港澳大灣區」倡議及「一帶一路」倡議等方面繼續發揮獨特作用。

## 資產市場

受惠於內地的支持政策，加上美聯儲四年多以來首度減息，香港股市於2024年9月至10月初顯著上揚。雖然本港股市隨後有所回落，但得益於近期中國在人工智能方面取得的進展所帶動的正面市場情緒，本港股市自2025年1月中以來表現強勁。由2024年8月底至2025年2月底，恒生指數大幅上升27.5%，表現優於同期溫和上升3.9%的摩根士丹利國際資本世界指數。

儘管美聯儲於2024年9月減息，但由於市場對新一屆美國政府下通脹風險上升的擔憂，美國10年期國庫票據收益率扭轉了下行趨勢，在9月中旬開始上升。然而，由於經濟數據疲弱引發了市場對美國經濟前景的擔憂，收益率在2025年2月顯著下降。10年期港元香港特別行政區政府債券的收益率呈現相若走勢。港元企業債券的平均收益率亦跟隨相似期限的美國國庫票據收益率變動，並自2024年以來保持着狹窄的收益率差。儘管利率波動，2024年新發行的港元債務證券以及在香港新發行的離岸人民幣債務證券繼續穩步增長。

展望未來，外圍環境的發展將持續影響本港股市的表現。新一屆美國政府的財政及貿易政策的變動可能會導致通脹風險不確定性增加，從而影響美國未來的利率走勢。這或會對環球金融市場的資金流向產生重大

影響。此外，貿易緊張局勢可能再度升溫，以及地緣經濟碎片化加劇，皆可能對包括香港股市在內的環球金融市場構成下行風險。債務證券市場方面，主要先進經濟體的利率走勢在短期內將繼續影響港元債務證券的發行。同時，中國內地在2025年實施的適度寬鬆的貨幣政策可能有利於香港離岸人民幣債務證券的發行。

回顧期內推出的多項政策措施推動了本港債券市場發展。這些措施包括香港按揭證券有限公司發行第二批基建貸款抵押證券、廣東省人民政府首次在香港發行離岸人民幣債券，以及金管局推出「數碼債券資助計劃」以促進數碼證券市場發展，並鼓勵資本市場更廣泛運用代幣化技術。此外，香港債務工具中央結算系統和澳門中央證券託管系統的直接聯網於2025年1月正式啟動，將提供一個跨區的投融资渠道，讓兩地投資者能更便捷、高效地參與雙方的債券市場。

住宅物業市場繼2024年第3季表現淡靜後，於第4季有所回穩，主要受惠於9月減息周期啟動。其中，住宅每月平均成交量由第3季的3,408宗上升至第4季的5,033宗，而二手樓價亦在第4季回穩及輕微回升。2024年全年合計，住宅物業的總成交量按年大幅增長23.5%至53,099宗。然而，在發展商以具競爭力的定價策略推銷新樓盤下，住宅物業價格全年下跌7.1%。踏入2025年，成交量在首兩個月輕微回落，反映市場對美聯儲減息步伐放緩的憂慮，以及假

期效應，導致市場氣氛轉趨疲弱。樓價亦於同期輕微下跌1.6%。然而，政府在2025–26年度《財政預算案》中宣布調整樓價較低物業的印花稅後，樓市於3月初轉趨活躍。

因應最新市場發展及考慮到銀行體系的穩定，金管局於2024年10月16日宣布進一步修訂物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施，並即日生效。具體而言，所有物業的按揭成數上限及供款與入息比率上限已分別統一為七成及五成，回復至2009年開始實施逆周期措施以前的水平。

為協助於2021年至2023年選擇了建築期付款的樓花住宅物業用家完成交易，並在銀行物業按揭貸款業務風險得到妥善管理的前提下，金管局亦於2024年12月4日推出一次性特別安排，容許銀行向合資格用家提供最高八成的按揭成數，並以六成作為供款與入息比率上限的物業按揭貸款。儘管推出了相關措施，按揭貸款的平均按揭成數及供款與入息比率仍維持穩定，而金管局亦認為香港銀行體系仍然有充裕的緩衝去應對樓價一旦出現大幅調整的挑戰。

住宅物業市場的短期前景受多項不明朗因素及風險所影響。一方面，一手市場的現有存貨，加上美聯儲減息步伐的不確定性增加，可能在短期內繼續對樓價構成下行壓力。另一方面，政府持續實施招商引資和吸引人才的政策，應可為房屋需求提供一定支持。長遠而言，住宅物業市場的前景將取決於房屋供求缺口。根據政府預測，未來幾年私人住宅供應量仍會維持充裕。

商用物業市場於2024年下半年持續低迷，各類物業的成交量偏低，價格及租金亦持續疲弱。預料市場的短期前景仍將面臨挑戰。其中，由於空置率持續高企，加上遙距工作普及，寫字樓物業或會繼續受到顯著壓力。同時，零售商舖或會繼續受旅客及居民消費模式轉變的影響。然而，內地當局推出的一系列支持香港旅遊業的措施，加上內地的經濟刺激措施，均可望為市場紓緩一定壓力。考慮到寫字樓空置率近年處於高水平及未來幾年的供應仍相對充足，政府在2025–26年度《財政預算案》中宣布於來年暫停推售商業用地，並考慮將部分商業用地改劃作住宅用途，以及提供更多用途上的彈性。

## 銀行業表現

零售銀行的稅前經營溢利在2024年下半年按年增長10.9%，帶動資產回報率由2023年同期的0.99%升至1.05%。盈利增加主要是反映持有作交易的投資收入與來自外匯和衍生工具的業務收入均有增加，以及貸款減值撥備減少。上述因素有助抵銷了零售銀行的淨利息收入因淨息差收窄而下跌的影響。

鑑於信貸需求在當前利率仍然處於相對較高水平的背景下維持疲弱，認可機構的貸款及墊款總額在2024年下半年輕微減少0.9%。信貸減少主要是反映本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款均有所下跌。與此同時，認可機構的特定分類貸款比率上升至2024年底的1.96%，接近2%的長期平均水平，但銀行業整體資產質素維持可控。

整體而言，基於其充裕的資本及流動性狀況，香港銀行業仍保持穩健及韌性。本地註冊認可機構的總資本比率在2024年底處於21.8%的高位，遠高於8%的

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2024年第4季分別為178.4%及67.0%，遠高於法定最低要求。

為加強我們應用監察工具分析銀行業系統性風險及新興風險因素，專題4介紹了一個利用生成式人工智能工具從銀行業績電話會議紀錄中提取有用見解的框架。專題顯示該框架能夠識別全球銀行業面臨的重要及新興風險。我們最新的評估顯示，地緣政治及信貸風險是當今全球銀行業更加關注的兩項重要風險因素，可能表示有需要對這兩方面進行更密切的監察。

展望未來，包括與美國貿易政策以及利率走勢不明朗等多項下行因素，將為香港銀行業帶來多個方面的挑戰。銀行須保持警惕，並審慎評估這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

《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

---

隨着美國新一屆政府對主要貿易夥伴加徵關稅，全球貿易環境面臨更大的政策不確定性。美國與各經濟體互相加徵關稅增加了美國通脹上行風險及經濟下行風險，使美國利率前景的不確定性有所上升。

美國貿易及貨幣政策前景的不確定性為亞洲新興經濟體帶來日益上升的壓力。考慮到有關經濟體對出口的依賴增加、疫情相關支出令財政緩衝有所減少，以及貨幣政策操作空間有限，區內經濟前景正面對強大阻力。

中國內地方面，受惠於2024年9月以來推出的政策「組合拳」，經濟增長於2024年第4季回升。2025年的官方經濟增長目標連續第三年定為約5%。不過，經濟前景仍面臨包括政策不確定性增加及貿易保護主義上升（例如美國上調關稅）等多重挑戰及不明朗因素。對此，當局承諾將採取更加積極的財政政策與適度寬鬆的貨幣政策、加強超常規逆周期調節，支持民營企業以及擴大內需（特別是消費）。

### 2.1 外圍環境

全球經濟繼續穩步增長。美國經濟較其他主要先進經濟體的增長相對強勁，亞太地區則繼續成為全球經濟增長的主要動力。

然而，隨着美國新一屆政府上任，全球增長前景面臨更多不確定因素。尤其是美國貿易政策的不確定性已超越2018–2020年中美貿易衝突期間的水平（圖表2.1）。關稅上調<sup>1</sup>亦同時增加了美國通脹前景的上行風險及其經濟增長前景的下行風險。

---

<sup>1</sup> 美國新一屆政府於2025年2月及3月對從中國內地進口的商品加徵合共20%的關稅。此外，對所有進口鋼鐵及鋁材，與及從墨西哥和加拿大進口的商品徵收25%的關稅。美國政府還威脅對向美國商品徵稅的國家施加新的對等關稅，與及從歐元區進口的商品徵收25%的關稅。

**圖 2.1**  
美國貿易政策不確定性指數



資料來源：Economic Policy Uncertainty。

美聯儲自2024年累計減息100個基點後，於2025年1月及3月的聯邦公開市場委員會(FOMC)會議上維持政策利率不變。雖然最新的FOMC點陣圖顯示2025年減息共50個基點，但最新的聯邦基金期貨顯示，市場現時預期2025年約有兩至三次各25個基點的減息，較2月份預期僅減息一次為多，反映市場對經濟增長的憂慮加深。

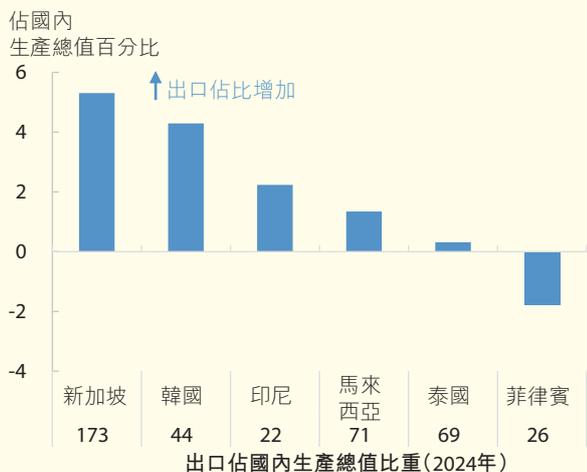
與此同時，各主要經濟體之間的人工智能發展競賽變得激烈，市場還憂慮投資基金日益採用人工智能可能會增加金融市場的波動，因為在市場受壓期間，這些基金可能更容易集體出售資產。專題1展示了我們透過內部應用生成式人工智能來探討這一問題。

美國貿易政策及美聯儲減息步伐的不確定性增加，正在拖累亞洲新興經濟體的經濟前景。自2024年11月美國總統選舉以來，區內貨幣普遍走弱，儘管自2025年初迄今已經收復部分損失。韓國尤其受到影響，但不僅是因為外部壓力，亦與韓國國內政治紛爭有關。區內其他貨幣，例如印尼盾及馬來西亞令吉，最近數月也面臨下行壓力。為防止貨幣過度貶值，區內多家央行已採取行動支持其貨幣。

有別於2018年，區內現在處於更為脆弱的狀況去面對潛在的「特朗普2.0」貿易戰：

- 對出口的依賴增加，出口佔國內生產總值比重超過「特朗普1.0」期間的水平，因此經濟體對外部衝擊的脆弱性上升(圖2.2)。
- 疫情相關支出減少了區內許多經濟體的財政緩衝，限制了政府應付貿易相關衰退的能力。
- 美聯儲減息步伐的不確定性繼續限制區內央行實施減息的空間，因一旦減息，可能引發區內貨幣貶值及資金流波動。

**圖 2.2**  
亞洲新興市場：出口佔國內生產總值比重的變化  
(2016-17 年平均對比 2023-24 年平均)



註：出口佔國內生產總值比重的計算方式為： $(\text{名義商品及服務出口} / \text{名義國內生產總值}) \times 100\%$ 。出口及國內生產總值數字均取自以開支面編製的國內生產總值帳目。2024年數字為2023年第4季至2024年第3季的總和。

資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

**圖 2.3**  
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：國家統計局、CEIC及金管局職員估計數字。

## 2.2 中國內地

### 經濟表現和政策回應

中國內地的實質國內生產總值按年增長率由2024年第3季的4.6%回升至第4季的5.4% (圖 2.3)。具體而言，當局自2024年9月底以來推出包括貨幣寬鬆、財政支持、房地產市場刺激及資本市場措施的政策「組合拳」，提振了內需<sup>2</sup>。因擔憂關稅上調而提前下達的訂單，亦有助增加中國內地第4季的貨物出口。2024年全年實質經濟增長率為5%，與官方增長目標一致。

展望未來，隨着當局承諾將採取更積極的財政政策與適度寬鬆的貨幣政策、加強超常規逆周期調節，支持民營企業以及擴大內需 (特別是消費)，預計2025年中國內地經濟將持續復甦。然而，2025年經濟前景仍面臨多重挑戰及不明朗因素，部分原因在於外圍環境充滿挑戰 (例如美國政策不確定性上升、特朗普政府加徵關稅以及其他地區貿易保護主義抬頭)。2025年3月召開的「兩會」<sup>3</sup>將2025年官方增長目標連續第三年定為約5%，而市場最新共識預測2025年內地經濟將會增長4.5%。

<sup>2</sup> 該等政策包括降低存款準備金率及政策利率、地方政府存量隱性債務置換計劃、大規模設備更新及消費品以舊換新計劃，以及推出證券、基金、保險公司互換便利和中央銀行股票回購、增持專項再貸款，以提升資本市場流動性。

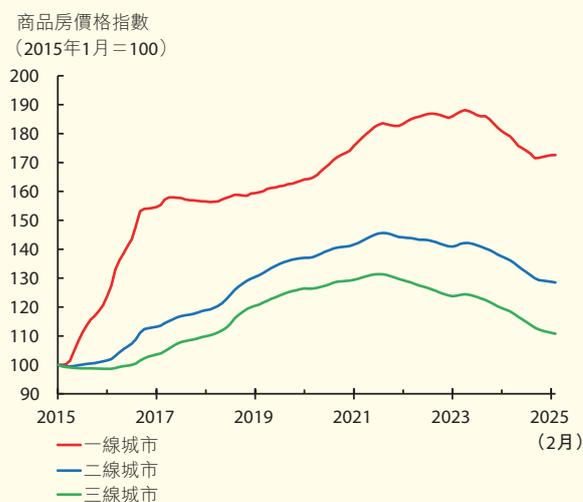
<sup>3</sup> 當局在政府工作報告中顯著加強了財政政策支持力度，將2025年赤字率目標從2024年的3%提高至創紀錄的約4%，同時增加了財政支出和政府債券發行規模。

因食品及能源價格大致緩和，整體消費物價指數(CPI)通脹率於2024年下半年及2025年年初輕微下降。剔除食品及能源價格的核心通脹率在同期亦維持疲軟<sup>4</sup>。整體失業率於2025年2月小幅上升至5.4%，其中16-24歲及25-29歲年齡組別的失業率分別為16.9%及7.3%。

### 資產及信貸市場

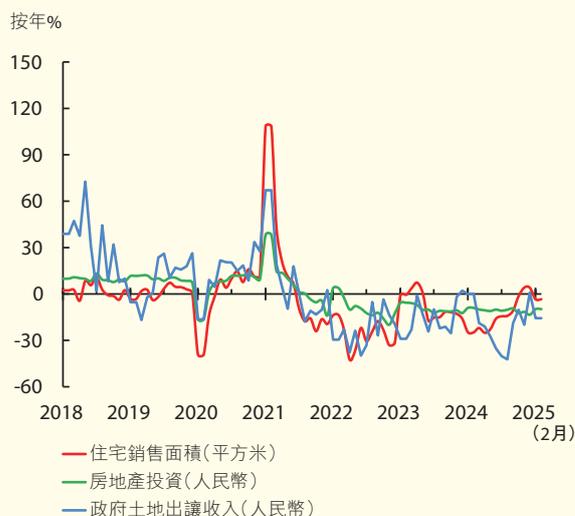
由於需求疲軟且供應充足，房地產市場於2024年第3季仍然疲弱，但自2024年9月推出一系列政策措施後，已出現更多回穩跡象。當局特別提出要促進房地產市場「止跌回穩」，並實施更全面的措施以降低融資成本、放寬限購及減少庫存<sup>5</sup>。因此，樓價於2024年年底以來出現回穩跡象，尤其是一二線城市(圖2.4)。住宅銷售面積於2024年11月和12月亦恢復按年正增長，但在2025年初略微下降。同時，房地產投資等上游活動仍然疲弱(圖2.5)。專題2利用金管局內部的生成式人工智能構建了一項嶄新的指數，以追蹤內地房地產市場情緒。

**圖 2.4**  
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 2.5**  
中國內地：住宅市場活動



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

<sup>4</sup> 鑑於市場對通縮風險的憂慮，人民銀行表示，將把促進物價合理回升作為把握貨幣政策的重要考量。內地當局亦強調，2025年將致力實現消費價格的合理回升。

<sup>5</sup> 這些措施包括降低按揭利率、首付比例及房地產相關稅費，增加對「白名單」項目及人民銀行再貸款機制的融資支持(後者有助去庫存)，容許地方政府專項債券用於土地儲備和收購商品房作為保障性住房，以及加力實施城中村和危舊房改造。

銀行業整體風險仍然受控，平均不良貸款率在2024年下半年普遍稍為下降(表2.A)。同時，債券市場回升及國債收益率下降，促使人民銀行加強與市場的溝通，以遏制羊群效應可能引發的金融風險<sup>6</sup>。當局亦宣布了一項規模共達10萬億人民幣的債務置換計劃，以在未來數年內置換地方政府隱性債務，此舉將減輕地方政府的財政壓力，並降低地方政府融資平台的債務風險。

**表 2.A**  
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率

不良貸款率(%)	2023年 12月	2024年 6月	2024年 12月
國有商業銀行	1.26	1.24	1.23
股份制商業銀行	1.26	1.25	1.22
城市商業銀行	1.75	1.77	1.76
農村商業銀行	3.34	3.14	2.80

資料來源：CEIC。

### 匯率及資金流指標

在岸人民幣(CNY)及離岸人民幣(CNH)兌美元於2024年10月至12月期間走軟，導致與基本穩定的人民幣中間價之間的差距擴大(圖2.6)。這部分反映了美元走強，最初是由於市場預期美國將會「更長時間維持高息」，隨後則由於市場擔憂美國上調關稅帶來的影響。人民幣兌美元自2025年1月中旬以來大致走強。與此同時，人民銀行重申保持人民幣匯率基本穩定的目標，並承諾堅決防範匯率超調風險以及堅決對擾亂市場秩序行為進行處置<sup>7</sup>。跨境資金流方面<sup>8</sup>，內地岸債券市場最近數月大致錄得淨流入，而隨着到期債券金額超過淨買入金額，境外投資者持債規模在回顧期間的大部分時間內有所下降(表2.B)。

**圖 2.6**  
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

**表 2.B**  
中國內地：境外資金流指標

(十億人民幣)	2024年 下半年	2024年	24年 10月	24年 11月	24年 12月	25年 1月	25年 2月
北向債券通	69	492	-40	14	38	24	84
全球通及QFI	459	1135	50	32	57	69	149
銀行間市場外資持有量 變化	-148	492	-142	-102	15	-23	70

註：資金流以「北向債券通」、「全球通」及「QFI」的淨買入衡量。「全球通」及「QFI」分別指內地銀行間債券市場直接投資計劃及合格境外投資者計劃。

資料來源：Wind、CFETS及金管局職員估計數字。

<sup>6</sup> 鑑於近期政府債券市場持續供不應求，人民銀行於2025年1月10日宣布階段性暫停在公開市場買入國債。

<sup>7</sup> 人民銀行及國家外匯管理局於2025年1月13日將企業和金融機構的跨境融資宏觀審慎調節參數由1.5上調至1.75，實際上放寬離岸美元融資限制。

<sup>8</sup> 「北向股票通」的每日交易數據自2024年8月19日起不再公開。同時，內地股價於2024年9月至10月急升，但其後有所整固。當局於2025年1月23日宣布有關推動保險資金及公募基金等中長期資金投資A股的措施。

## 專題 1

# 人工智能會否導致投資者作出相似的投資決定及在市場壓力下集體出售資產？ 人工智能驅動的投資基金的實證分析

### 引言<sup>9</sup>

人工智能<sup>10</sup>的廣泛應用正在改變金融市場的運作方式，例如投資基金現在可利用人工智能來預測資產價值及評估市場情緒，以指導其投資決策。雖然運用人工智能可以提高營運效率並促進進階的數據分析，但亦可能引發金融穩定方面的擔憂，其中一個特別的擔憂是運用相似人工智能模型的基金可能會做出相似的投資決策，在市場受壓期間，這可能導致這些基金集體出售類似的資產，從而加劇資產價格的順周期變動。

為了研究這個問題，我們首先需要確定投資基金是否及如何將人工智能應用於其投資策略。這些資訊通常僅在基金的發售章程中披露。然而，全球投資基金數量龐大<sup>11</sup>，使得手動查閱所有文件十分具有挑戰性。

本專題描述為了克服這一挑戰，我們如何利用生成式人工智能來分析基金的發售章程，並識別使用人工智能的投資基金。正如下一節所詳述，我們的方法是一種實用且高效的方式，用於識別在決策過程中利用人工智能的投資基金，並對其人工智能驅動的投資策略進行分類。通過比較人工智能驅動的投資基金與非人工智能驅動的投資基金的投資組合變化，我們以實證方式檢驗了使用人工智能會否導致投資基金作出相似的投資決策，並在市場受壓期間集體出售資產。

### 利用生成式人工智能識別人工智能驅動的投資基金及策略

#### 1) 人工智能驅動的投資基金

我們從晨星獲取了一個大型樣本，涵蓋了主動式管理的開放式股權基金，佔2023年這些基金市場總資產約70%。我們亦從晨星文檔庫下載了這些基金的發售章程，並分四個步驟對其進行分析<sup>12</sup>：

- i. **關鍵字篩選**：我們建立了一個與各種人工智能子領域相關的關鍵字庫<sup>13</sup>。發售章程中包含至少一個關鍵字（例如：人工智能、機器學習、自然語言處理、深度學習、強化學習、決策樹等）的開放式基金會被選中進行下一步分析，而其餘的基金則被假定為沒有使用人工智能。
- ii. **發售章程內容刪節**：對於每個獲選的開放式基金，我們對其發售章程進行刪節，僅保留包含關鍵字的頁面，以及緊接着的前一頁和後一頁，以確保完整擷取包含關鍵字的句子<sup>14</sup>。
- iii. **利用生成式人工智能的章程內容分析**：我們將每份經刪節的發售章程導入ChatGPT-4o-latest。然後，我們指示它將相應的開放式基金分類為是否運用人工智能來指導其投資決策，並從發售章程中提取相關句子作為佐證。

<sup>9</sup> 詳情請參閱梁栢豪等人（即將刊發）：《人工智能應用對金融穩定性的影響：基於生成式人工智能識別的人工智能驅動投資基金的實證分析》（英文版本），香港貨幣及金融研究中心工作論文。

<sup>10</sup> 人工智能通常指由機器模擬人類智能，涵蓋多個子領域，包括機器學習、自然語言處理和生成式人工智能。

<sup>11</sup> 根據晨星的數據，目前全球共有278,660隻仍然營運中的主動式管理開放式基金。

<sup>12</sup> 晨星的數據提供者不保證其提供的任何資訊的準確性、完整性或及時性，並對其使用不承擔任何責任。

<sup>13</sup> 每份發售章程所使用的語言有所不同，合共涉及28種語言。為了促進有效分析，我們使用了與每份發售章程語言相匹配的關鍵字。

<sup>14</sup> 刪節處理對於後續基於生成式人工智能的分析而言至關重要，因為整份發售章程的字數往往超過了進行本研究時所有可用的生成式人工智能模型的處理能力，行業術語中稱之為「上下文窗口」。

iv. 生成式人工智能與手動驗證：我們將每個分類及其相應的佐證句子導入 Claude 3.5 Sonnet，並指示它評估該分類是否與該佐證句子相符。任何被視為不可接納的分類隨後交由手動評估。

這種方法使我們能夠識別出總共 4,827 隻使用人工智能來指導其投資決策的開放式基金，佔 2023 年全球主動式管理的股權互惠基金總資產約 1%。

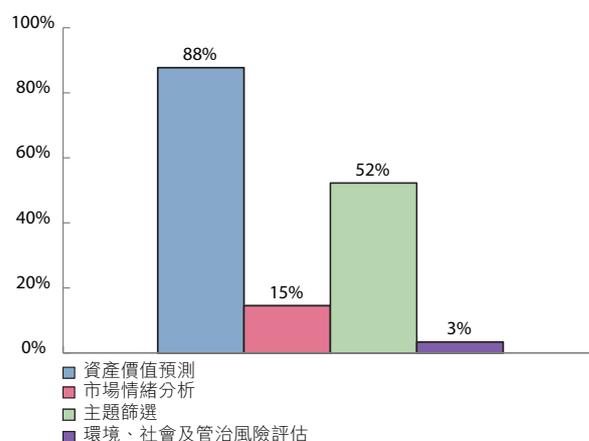
## 2) 人工智能驅動的投資策略

在識別出人工智能驅動的開放式基金後，我們指示 ChatGPT-4o-latest 分析佐證句子，以確定每個人工智能驅動的開放式基金的人工智能驅動投資策略。這些策略總結如下：

- i. 資產價值預測：開放式基金可能會使用機器學習技術來預測資產價值，通常是為了識別被低估的資產。
- ii. 市場情緒分析：開放式基金可能會利用自然語言處理技術來評估來自新聞和社交媒體的市場情緒，通常是為了追蹤特定資產的走勢。
- iii. 其他策略：此類別包括主題篩選和環境、社會及管治風險評估。就前者而言，開放式基金可能會應用自然語言處理技術來分析書面文件，以識別與特定的投資主題（例如：可持續能源、人工智能及半導體等）相符的資產。就後者而言，開放式基金可能會使用相同的技術來評估這些資產的環境、社會及管治風險。

在我們的樣本中，一些人工智能驅動的開放式基金採用了多於一種上述的策略。在這些人工智能驅動的開放式基金中，88% 的樣本將人工智能應用於資產價值預測（圖 B1.1，藍色棒），使其成為最受歡迎的策略。其次是主題篩選（綠色棒）、市場情緒分析（粉色棒）及環境、社會及管治風險評估（紫色棒）。

圖 B1.1  
人工智能驅動的投資策略比例



註：

i. 每個棒條代表截至 2023 年底，採用相應人工智能驅動投資策略的人工智能驅動開放式基金在總淨資產中的比例；

ii. 各比例的總和可能超過 100%，因為一隻開放式基金可能採用多種策略。

資料來源：晨星及金管局職員估計數字。

## 人工智能對金融穩定影響的實證評估

為了研究人工智能對金融穩定的影響，我們比較了 2022 年 1 月至 2024 年 6 月期間從晨星獲取的人工智能驅動和非人工智能驅動的開放式基金的每月投資組合變化。為了避免因使用人工智能以外的差異而造成比較失真，我們將 2,698 隻人工智能驅動的開放式基金與 2,374 隻具有相似特徵的非人工智能驅動的開放式基金進行了配對<sup>15</sup>。

### 1) 開放式基金使用人工智能是否會導致它們作出相似的投資決策？

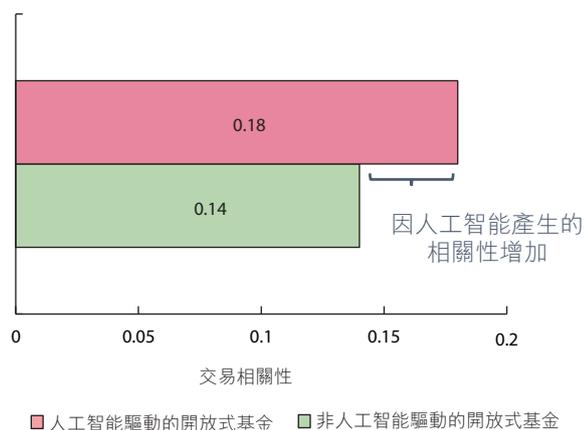
我們通過分析開放式基金的交易相關性來衡量它們之間投資決策的相似程度。具體而言，開放式基金之間較高的交易相關性反映它們對相同資產的持有量調整更為相似，反之亦然。

我們發現使用人工智能會導致更為相似的投資決策。

<sup>15</sup> 每隻人工智能驅動的開放式基金都與一隻於同一年成立、具有相同投資重點且資產規模最為接近的非人工智能驅動的開放式基金配對。

具體而言，人工智能驅動的開放式基金之間的交易相關性(圖B1.2，粉色棒)估計為0.18，這比非人工智能驅動的開放式基金之間觀察到的0.14相關性高出近三分之一。

**圖B1.2**  
人工智能驅動與非人工智能驅動開放式基金的估計交易相關性



註：  
i. 每個棒條代表通過固定效應迴歸模型估計的開放式基金投資決策的交易相關性，顏色表示相應的開放式基金類型；  
ii. 每單位的交易相關性等於當其他同類開放式基金的資產持有量變化為1個百分比時，該開放式基金的同一資產持有量所產生的1個百分比變化；  
iii. 棒條為實色表示估計相關性在1%水平上具統計顯著性。  
資料來源：晨星及金管局職員估計數字。

## 2) 開放式基金使用人工智能是否會導致它們在市場壓力下集體出售資產？

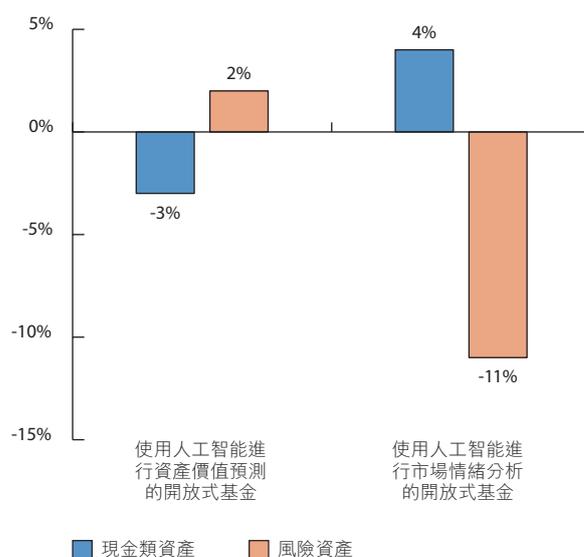
儘管我們觀察到人工智能驅動的開放式基金之間存在較高的交易相關性，但它們的集體行為在市場受壓期間不一定會導致它們同時地出售資產，因為不同的人工智能驅動策略可能對股市周期有不同的反應。例如，使用人工智能進行資產價值預測的開放式基金可能會專注於識別市場底部，以便於逢低買入。相反，使用人工智能進行市場情緒分析的開放式基金則可能會旨在追蹤下行的市場趨勢，並採取風險規避的策略。正如上述推測，我們的分析顯示人工智能驅動的開放式基金對市場壓力的反應不一。具體而言：

i. 使用人工智能進行資產價值預測的開放式基金：在市場受壓期間，這些基金通常使用其現金類資產(圖B1.3，左側藍色棒)來購買風險資產(左側橙色棒)，以實現逢低買入的策略。

ii. 使用人工智能進行市場情緒分析的開放式基金：在市場受壓期間，這些基金通常規避風險，將資金重新配置到現金類資產(右側藍色棒)，並減少對風險資產的投資(右側橙色棒)。它們的資產出售規模也被發現較非人工智能驅動的開放式基金大5倍以上。<sup>16</sup>

這些發現表明，使用人工智能並不一定會在市場受壓期間導致開放式基金集體出售資產，因為這些開放式基金對市場壓力的反應很大程度取決於它們在投資策略中對人工智能的具體使用。具體而言，只有使用人工智能來進行市場情緒分析的開放式基金更容易加劇市場壓力。重要的是，其對市場的反應估計較非人工智能驅動的開放式基金更為劇烈。

**圖B1.3**  
在市場受壓時期開放式基金的資產持倉變動百分比



註：  
i. 每個棒條代表在市場受壓期間，通過固定效應迴歸模型估計的各類開放式基金資產持有量的百分比變化，顏色表示相應的資產類別；  
ii. 如果某月份的芝加哥期權交易所市場波幅指數超過樣本期的上四分位數，則該月被歸類為市場受壓時期，主要涵蓋主要經濟體近期的利率上調；  
iii. 現金類資產包括貨幣、定期存款、存款證、貨幣市場基金及美國國債，而風險資產則包括股票、企業債券及非貨幣市場互惠基金；  
iv. 棒條為實色表示估計百分比變動在1%水平上具統計顯著性。  
資料來源：晨星及金管局職員估計數字。

<sup>16</sup> 這一差異被估計為在1%水平上具統計顯著性。至於使用人工智能進行主題篩選或環境、社會及管治風險評估的開放式基金，估計數據顯示它們的投資決策彼此之間並不相關，且對市場壓力亦不敏感。一個可能的原因是這些策略專注於多樣化的投資主題或環境、社會及管治風險，而且按理對股市周期相對較不敏感。因此，這些策略導致了這些開放式基金之間的投資決策各不相同。

## 結論及啟示

總而言之，我們的分析證實了以下推測：如果開放式基金將人工智能應用於相同的投資策略，則人工智能會導致它們作出相似的投資決策。然而，在市場受壓期間，這些策略並不一定會導致開放式基金集體出售資產，因為它們對市場狀況的反應存在顯著差異。

這些發現在金融穩定方面帶來兩項重要的啟示。首先，儘管人工智能在金融市場的廣泛應用可能成為金融穩定風險的潛在來源，但評估這些風險時還應考慮其多樣化應用之間的細微差異。其次，由人工智能驅動的順周期投資策略，如市場情緒分析，應當予以更密切的監察，因其可能對市場動態產生更大的不利影響。

與此同時，本專題展示了生成式人工智能在改善金融風險監測方面的潛力。特別是，借助其在文本分析方面的強大能力，生成式人工智能可有效擷取與金融穩定風險相關的重要定性資訊。這些資訊可與定量數據互相補充，從而有助更全面地評估金融穩定。

## 專題 2

# 利用社交媒體大數據及生成式人工智能 追蹤中國內地房地產市場情緒

### 引言

繼內地當局加大政策支持力度後，中國內地房地產市場近期已出現若干回穩跡象。然而，復甦的可持續性仍不確定，很大程度上取決於置業人士的情緒。我們利用金管局首個內部生成式人工智能應用程式構建了一項嶄新的基於社交媒體大數據的每日指數，用以追蹤內地房地產市場情緒<sup>17</sup>。這個內部生成式人工智能名為SARA (Secured A.I. Research Assistant)，基於開放源碼模型構建，主機完全設置在金管局辦公場地，確保安全、私隱及可控。SARA亦切合我們的研究要求，擅長理解及分析中文內容。

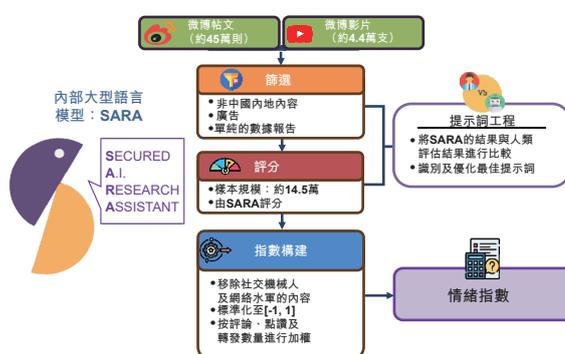
### 數據及研究方法

圖 B2.1 闡釋了我們的工作流程。我們首先以網頁抓取方式從中國內地主要社交媒體平台「微博」收集帖文及影片數據，隨後利用SARA將影片內容轉為文本，並過濾如廣告等不相關的內容。第三步，利用SARA進行情緒分析，指示SARA扮演房地產市場分析師的角色，並對每則社交媒體帖文在0至10分之間進行評分。在這一評分體系中，0分代表非常悲觀，10分則代表非常樂觀。基於這一精細的評分體系，我們得以捕捉用戶表達的多種情緒。評分後，我們移除由可疑社交機械人及網絡水軍發佈的帖文，以減少情緒偏差<sup>18</sup>。最後，經過考量每則帖文的影響力

(基於評論、點讚及轉發數量計算)，情緒指數被標準化至介乎-1至1之間。透過整合這些步驟，我們得以生成每日情緒指數。

在整個過程中，我們採用人工抽查的方式，以確保研究結果準確可靠。具體而言，我們使用兩組隨機樣本，每組600則帖文，將SARA的評估與人類分析師的評估進行比較。在原始數據篩選方面，SARA展現出良好的分類表現，樣本整體準確率(即正確識別結果佔樣本總數的比例)超過80%。在情緒評估方面，平均而言，SARA的評分與人類評分成正比。

圖 B2.1  
生成式人工智能驅動的房地產市場情緒指數構建流程



資料來源：金管局職員製作的圖解。

### 追蹤中國內地房地產市場情緒

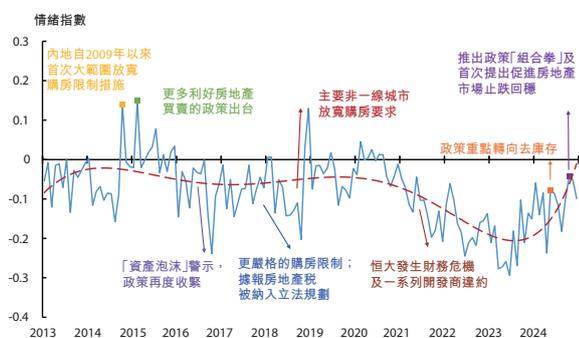
圖 B2.2 中的藍線畫出了由生成式人工智能驅動的情緒指數，該指數有效捕捉了主要事件帶來的情緒變化。具體而言，該指數在利好事件(如重大寬鬆

<sup>17</sup> 詳情請參閱吳璋、鄭建森、吳凱特、王譯萱(2025)《利用生成式人工智能及社交媒體數據構建中國內地房地產市場情緒指數》，金管局研究備忘錄2025/05。

<sup>18</sup> 具體而言，我們會將出現以下行為的帳戶標記為可疑帳戶：(i) 於創建當日發布超過5則帖文；(ii) 於任何一日凌晨2時至6時之間(即普通人非活躍時段)發布超過5則帖文；或(iii) 在5秒內發布相同內容的帖文。

政策) 後顯著上升。例如，自 2009 年以來內地首次大範圍放寬購房限制措施並出台促進房地產市場交易的利好政策後，該指數於 2014 年底及 2015 年初 (見黃色及綠色標記) 大幅上升。另一方面，在不利事件發生後，該指數會下降。例如，該指數於 2021 年下跌 (見棕色箭頭)，反映特定開發商違約風險上升等潛在因素。在近期示例中，該指數在 2024 年 9 月內地當局推出政策「組合拳」後得以改善，其後於 2024 年底左右有所整固。

**圖 B2.2**  
由生成式人工智能驅動的中國內地房地產市場情緒指數



註：數據已轉換為月度頻率。紅色虛線表示情緒指數的 12 個月移動平均值。  
資料來源：微博、SARA 及金管局職員估計數字。

除了內地整體房地產情緒指數外，我們還利用生成式人工智能的強大理解及推理能力，構建了區域情緒指數。據我們所知，這種精細的情緒指數對這一領域的研究具有創新貢獻。我們發現生成式人工智能不僅能在帖文未直接提及城市名稱時正確推斷所涉及的城市，還能在提及多個城市時辨別討論的對象城市<sup>19</sup>。

如圖 B2.3 所示，我們的城市級情緒指數在各線城市上顯示出類似的周期模式。然而，我們亦觀察到在某些特定時期存在差異。例如，一、二線城市的情緒於 2015 年初因全國範圍的寬鬆政策 (如降低首付比例及提供稅費優惠) 而有所提升；相比之下，三、四線城市的情緒在同期走軟，大致由於其庫存銷售比率較高。隨後，三、四線城市的情緒急劇上升，這次急升正值棚戶區改造及貨幣化安置大規模實施之時，同時各地因城施策，推出了據報使三、四線城市最為受益的政策。一線城市的情緒在新一輪支持措施推出後於 2024 年底大幅上升，而餘下各線城市的指數則相對偏軟。

**圖 B2.3**  
按城市等級劃分的由生成式人工智能驅動的房地產市場情緒指數



註：數據已轉換為月度頻率。所有序列均使用 12 個月移動平均值進行平滑處理以便觀察。  
資料來源：微博、SARA 及金管局職員估計數字。

## 結語

總括而言，我們基於社交媒體大數據，並透過生成式人工智能所建構的這項情緒指數，無論在整體或城市級層面，均能有效捕捉中國內地房地產市場的情緒。因此，我們的研究有助於更好地識別市場趨勢、理解其複雜發展情況，以及察覺和應對新興風險。

<sup>19</sup> 詳情請參閱前述吳璋等人 (2025) 的研究。

## 3. 本港經濟

香港經濟在2024年下半年繼續溫和增長，服務輸出按季改善。展望未來，商品出口可能因貿易衝突加劇而面臨挑戰，而訪港旅遊業則在各項旅遊相關支持措施的推動下預計會持續改善。儘管本地消費可能繼續受壓，但內地積極提振經濟的政策將有助加強本港的營商信心。香港經濟前景受多項外圍風險及不明朗因素影響，包括全球增長前景、美國貿易政策，以及美聯儲的減息步伐。與此同時，失業率繼續維持在低位，顯示勞工市場穩健。雖然住宅租金上升為通脹帶來一定的上行壓力，但本地通脹保持溫和。

### 3.1 實體經濟活動

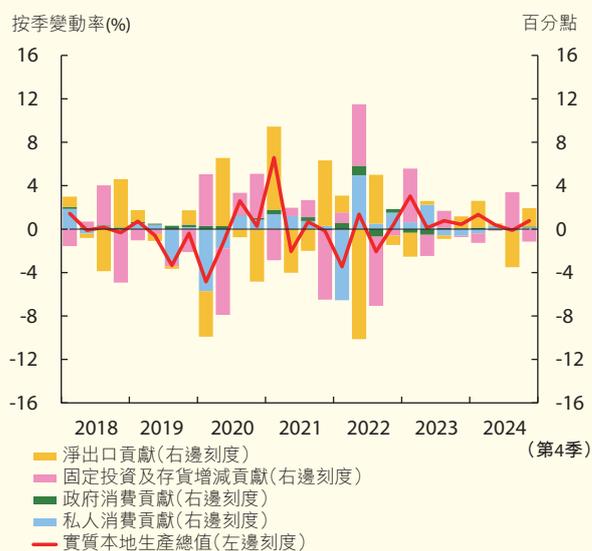
本港經濟在2024年下半年保持溫和增長，實質本地生產總值於第3季及第4季分別按年上升1.9%及2.4%（表3.A）。經季節性調整後，實質本地生產總值於第3季按季輕微收縮0.1%，隨後於第4季溫和增長0.8%（圖3.1）。

表 3.A  
實質本地生產總值增長

		按年增長率(%)	經季節性調整的按季增長率(%)
2023	第1季	+2.7	+3.1
	第2季	+1.6	+0.1
	第3季	+4.2	+0.8
	第4季	+4.3	+0.4
2024	第1季	+2.8	+1.3
	第2季	+3.1	+0.4
	第3季	+1.9	-0.1
	第4季	+2.4	+0.8

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

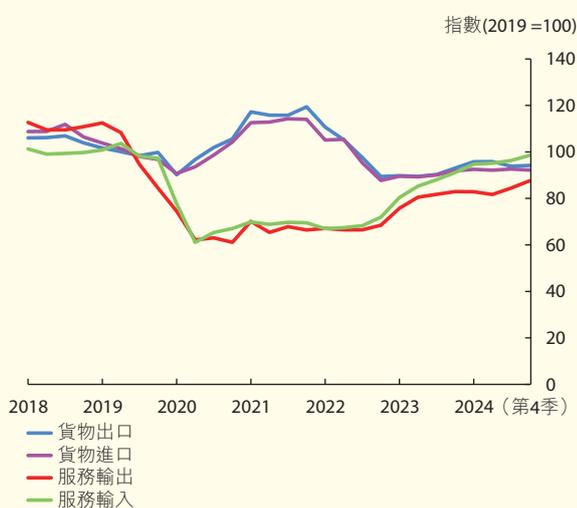


註：增長率經季節性調整。

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

外圍方面，2024年下半年服務輸出有所回升，主要受跨境金融活動改善及訪港旅客人數穩步上升所帶動<sup>20</sup>。相比之下，貨物出口增長則因部分主要市場經濟環境放緩而有所減慢（圖3.2）。本地方面，私人消費於第4季略見回穩跡象，惟受本地居民消費模式轉變的持續影響而仍然疲弱。投資開支在2024年下半年整體有所改善，儘管於第4季在樓宇及建造活動減少下輕微下跌。實質本地生產總值繼去年增長3.2%後，在2024年全年錄得2.5%的增幅。

圖 3.2  
進出口量



註：數據經季節性調整。  
資料來源：政府統計處。

展望未來，本港經濟預期將保持溫和增長。外圍環境方面，貿易衝突風險升溫可能對貨品出口增長構成阻力，但電子產品的持續需求或可抵銷部分影響<sup>21</sup>。專題3評估了貿易文件數碼化對香港的潛在經濟效益，即透過提升香港貿易生態系統的效率，從而鞏固其作為國際貿易樞紐的競爭力。同時，受惠於政府致力振興香港旅遊業<sup>22</sup>及內地當局的旅遊相關支持政策<sup>23</sup>，訪港旅遊業可望進一步改善。本地方面，內地積極提振經濟的政策將有助加強本港的營商信心<sup>24</sup>，從而推動私人投資。雖然本地居民消費模式的轉變可能繼續局限私人消費的復甦步伐，但穩健的勞工市場應可抵銷部份影響。

<sup>20</sup> 2024年訪港旅客人數約為4,500萬人次，相當於2019年水平的80%。2024年香港居民出境人數約為1.05億人次，較2019年疫情前的相應水平高出11%。

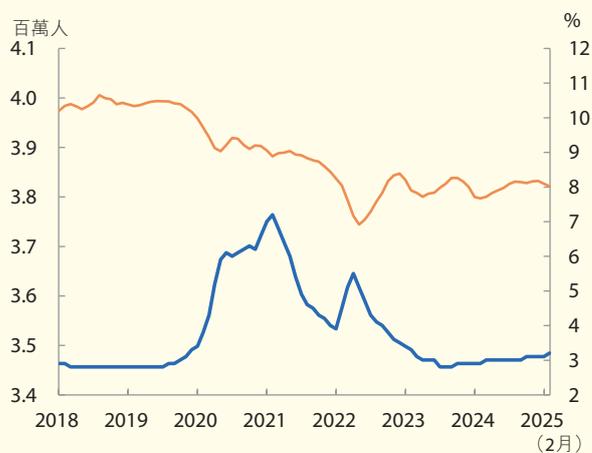
<sup>21</sup> 香港貿易發展局預測，香港2025年商品出口將溫和增長4%。  
<sup>22</sup> 政府在2024年12月30日公布《香港旅遊業發展藍圖2.0》，當中提出旅遊業的四大發展策略，包括(i)發展具本港及國際特色的旅遊產品及項目；(ii)開拓多元化客源市場；(iii)推動智慧旅遊；及(iv)提升服務質素和配套。  
<sup>23</sup> 中央政府於2024年12月1日起恢復深圳市戶籍居民「一簽多行」個人遊簽注，並將新安排擴展至深圳居住證持有人。  
<sup>24</sup> 採購經理指數於2024年10月至2025年1月處於擴張區間（高於50），但隨後因貿易摩擦升溫於2月下跌至49的水平。

政府預測，2025年全年實質本地生產總值增長介乎2%至3%。<sup>25</sup>此增長前景受前面幾章所述的風險及不明朗因素所影響，尤其是與全球增長前景、美國貿易政策以及美聯儲減息步伐相關的因素。

### 3.2 勞工市場狀況

勞工市場持續穩健，失業率自2024年3月以來維持在3.0%–3.2%的低位。勞動人口規模自2024年8月以來大致保持穩定，惟仍低於疫情前的水平（圖3.3）。展望未來，經濟持續增長會為勞工需求提供支持，但部分行業可能會受貿易緊張局勢升溫所影響。與此同時，政府的多項吸引人才措施及輸入勞工計劃<sup>26</sup>，將繼續紓緩不同行業的人力需求問題<sup>27</sup>。

圖3.3  
勞工市場狀況



— 勞動人口(左邊刻度)  
— 失業率(右邊刻度)

資料來源：政府統計處。

### 3.3 通脹

過去幾個月消費物價通脹率維持溫和。按年比較，基本綜合消費物價指數在2024年第3季及第4季分別輕微上升1.1%及1.2%，並在2025年1月及2月合計上升1.3%（圖3.4）。組成項目細分顯示，房屋租金項目繼續逐漸上升，反映前幾季新簽訂私人住宅租金上漲帶來的影響。與此同時，來自食品價格的上行壓力繼續減退，而能源相關項目的價格則維持受控。

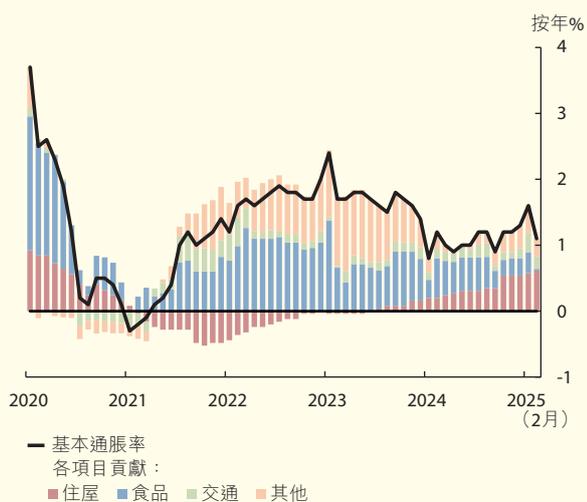
<sup>25</sup> 私營機構分析師對2025年香港實質本地生產總值增長的共識預測平均為2.2%。

<sup>26</sup> 政府在2024年度《施政報告》中宣布透過擴大合資格大學名單、延長簽證年期及優化評審準則，優化「高端人才通行證計劃」及「優秀人才入境計劃」。此外，政府亦已暫免在港就讀全日制非本地本科生參與兼職工作的限制。在2025–26年度《財政預算案》中，政府宣布了更多的吸引人才措施，包括邀請頂尖及領軍人才通過「優秀人才入境計劃」來港發展，以及容許具專業技術資格及經驗的年輕非學位專才通過「輸入內地人才計劃」和「一般就業政策」來港，投身人力短缺的技術工種。

<sup>27</sup> 截至2025年2月底，各項計劃共收到超過45萬宗申請，當中逾29萬宗獲批，並有超過19.6萬名人才已攜同家人抵港，超越政府最初定下於2023至2025年三年內共輸入10.5萬名人才的目標。

展望未來，預料整體通脹將會維持溫和。雖然全球大宗商品市場的發展面臨不確定因素，但外圍價格壓力應維持受控，並可緩和本地成本在經濟持續增長下所面臨的上行壓力。政府預計2025年的基本通脹率及整體通脹率分別為1.5%及1.8%。<sup>28</sup>

圖 3.4  
基本消費物價通脹及其組成項目



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

<sup>28</sup> 市場共識預測2025年的整體通脹率為1.8%。

## 專題3 貿易文件數碼化對本港經濟的潛在影響

### 引言

供應鏈格局不斷變化，突顯香港作為國際金融和貿易中心，需要維持其競爭優勢。普遍認為，透過貿易數碼化提升貿易生態系統及降低貿易成本，是促進貿易增長的重要策略。然而，貿易流程 — 尤其在海運方面 — 仍高度依賴紙本文件，阻礙了貿易數碼化進程。這主要是由於現有法律尚未賦予數碼版貿易文件與實體版本同等的法律效力。<sup>29</sup> 因此，若干關鍵貿易文件，例如提單（一種在航運中具法律約束力的文件，賦予持有人對相應貨物的擁有權），必須在整個貿易流程中以實體紙本形式交付予各方。<sup>30</sup>

聯合國國際貿易法委員會（貿易法委員會）於2017年發布《電子可轉讓紀錄示範法》（《示範法》）邁出了貿易數碼化的重要一步。《示範法》是一個標準法律框架，旨在透過允許可轉讓文件電子紀錄的合法使用，

促進無紙化貿易。為與這一國際標準接軌，政府在2025–26年度《財政預算案》中宣布將就《示範法》研究相關本地法例的修訂，並在2026年將法例修訂建議提交立法會。

在此背景下，本專題評估貿易文件數碼化對本港經濟的潛在影響。具體而言，我們嘗試量化直接淨節省的貿易成本<sup>31</sup>，並進一步估計因淨節省成本而可能帶來的貿易價值增長。

### 貿易文件數碼化的成本效益分析

#### 效益：

貿易文件數碼化的主要直接效益在於降低貿易成本，因為使用數碼文件可簡化貿易各個環節（例如銷售、保險、支付及融資、關務）的行政工作。<sup>32</sup> 就香港而言，考慮到相關法例修訂影響的是航運中的可轉讓貿易文件，我們假定僅有與海運及河運貿易業務相關的成本會降低。

<sup>29</sup> 空運及陸運的重要貿易文件（即空運提單及貨運單）性質上為不可轉讓。因此，其數碼化不受現有法律框架限制。事實上，空運提單的數碼化早於2010年就已開始。根據國際航空運輸協會的最新可得數據，香港的電子空運提單滲透率截至2020年12月已超過80%。

<sup>30</sup> 根據國際商會的數據，一宗典型航運貿易交易涉及約40種貿易文件，其中約20%屬可轉讓，因此需以紙本形式提交。其中部分可轉讓貿易文件（例如提單、匯票及承付票）在貿易流程的多個環節廣泛使用。其他可轉讓貿易文件包括船舶交貨單、倉庫收據、大副收據、海事保險單及貨物保險證明書。

<sup>31</sup> 我們的方法參考了英國政府數碼、文化、媒體及體育部(2022)的研究，名為“Impact assessment of the Electronic Trade Documents Bill”。

<sup>32</sup> 根據聯合國電子貿易文件項目的估計，紙張處理成本約佔總貿易價值的5%至10%，其中至少50%的成本可透過數碼化予以節省。

貿易及物流行業以及其他多項研究亦指出其他重要效益<sup>33</sup>，包括：更安全高效的貿易融資支付流程、減少欺詐和人為失誤風險、提升客戶體驗，以及減少紙張和速遞服務的使用帶來的環境效益。然而，這些效益目前難以量化，因此排除在此成本效益分析之外。

### 成本：

正如許多其他數碼轉型過程一樣，相關企業在轉用數碼貿易文件時會產生一定的過渡成本。這些成本包括開發新的內部流程、員工培訓、技術升級以及熟悉新法規和指引的相關費用。<sup>34</sup>

### 淨效益：

淨效益，即淨節省成本，是基於一系列有理據的假設，透過比較上述直接效益及成本的貨幣化價值進行估算。我們進一步使用兩組有關香港數碼化進程的不同假設，對淨效益進行敏感度分析，而該數碼化進程是以企業採用數碼貿易文件系統的比率衡量。具體而言，我們假設在基準情景下，數碼貿易文件的採用率

按照全球行業目標設定的步伐，即於2031年達50%，並於2033年達100%。<sup>35</sup>我們亦考慮了一個數碼化進程較慢的情景，並假設數碼貿易文件的採用率僅達到行業目標情景的一半。

基於2027至2036年的10年評估期及4%的實質社會折現率<sup>36</sup>，相關結果於表B3.1概述。我們的估算表明，相關法例修訂推動的貿易文件數碼化有望於未來10年總計實現現值164億港元至349億港元的淨節省成本<sup>37</sup>，相當於平均每年本地生產總值的0.05%至0.11%。

**表 B3.1**  
貿易文件數碼化的估計淨效益

基於不同數碼化進程的情景	2027至2036年間的淨節省成本總額	平均佔每年本地生產總值的百分比
行業目標情景：於2031年達50%，於2033年達100%	349億港元	0.11%
數碼化進程較慢的情景：於2031年達25%，於2033年達50%	164億港元	0.05%

註：淨節省成本金額以2025年的現值計算。  
資料來源：金管局職員估計數字。

### 對潛在貿易流量增長的估算

較低的貿易成本可提升香港港口的競爭力，並增加中小企進軍全球市場的機會，從而提升經香港的貿易量。為估算貿易價值的潛在增長，我們遵循國際商會

<sup>33</sup> 包括(i)亞洲開發銀行(2023)，“ADB Briefs - Driving digitalisation of global trade: UNCITRAL Model Law on Electronic Transferable Records”；(ii)歐洲復興開發銀行(2023)，“Enabling digital trade through legal reform”；及(iii)英聯邦秘書處(2022)，“Quantitative analysis of the move to paperless trade”。

<sup>34</sup> 此分析排除了難以量化的成本，例如目前紙本貿易流程涉及的速遞公司的潛在收入損失，以及區塊鏈或其他數碼平台的能源消耗增加產生的環境成本。

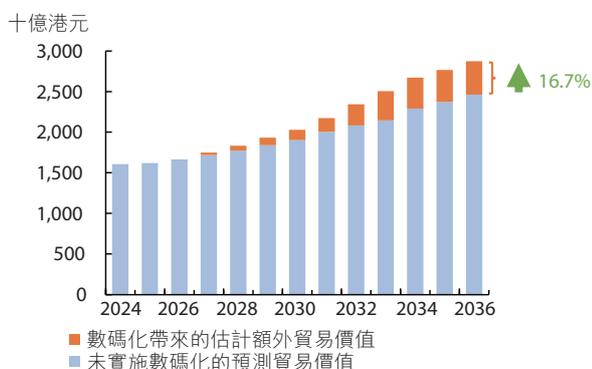
<sup>35</sup> 數碼貨櫃運輸協會(Digital Container Shipping Association, DCSA)是一家推動貨櫃航運業標準化和數碼創新的非牟利機構。其九家主要海運承運人成員於2023年2月訂立行業目標，致力於2028年實現50%的提單數碼化，並於2030年達100%。

<sup>36</sup> 2018年至2026年的香港政府工作項目通常採用4%的實質社會折現率。詳情請參閱<https://www.legco.gov.hk/yr07-08/chinese/fc/pwsc/papers/p08-31c.pdf>；[https://www.eeb.gov.hk/sites/default/files/en/node67/Study\\_on\\_the\\_Feed-in\\_Tariff\\_Rates\\_for\\_RE\\_in\\_HK.pdf](https://www.eeb.gov.hk/sites/default/files/en/node67/Study_on_the_Feed-in_Tariff_Rates_for_RE_in_HK.pdf)

<sup>37</sup> 香港的淨節省成本估算與英國的估算相若，後者在最佳估計情景下，於10年評估期所得的估計淨節省成本約為11.37億英鎊。

對同一問題的研究<sup>38</sup>，採用貿易成本彈性的概念，該概念衡量貿易流量對貿易成本變動的反應。根據相關文獻，貿易成本彈性通常估計介乎四至十之間，具體取決於所使用的數據來源及估算技術。<sup>39</sup>基於這一估計範圍，我們遵循亞太經社會—世界銀行貿易成本數據庫採用的方法，並假設我們研究適用的彈性為八。所得結果表明，貿易文件數碼化帶來的貿易成本淨減少，在基準情景中可使香港的航運貿易價值於2036年增長16.7%（圖B3.1）。

**圖 B3.1**  
香港航運貿易的預測價值



註：未實施貿易文件數碼化的香港航運貿易直至2029年的預測價值乃基於共識預測及國際貨幣基金組織的預測值。對於後續年份，預測價值按相應的10年滾動平均增長率計算。

資料來源：金管局職員估計數字。

值得注意的是，我們的估算僅保守評估貿易文件數碼化可能帶來的直接可量化經濟效益，並未計及目前難以量化的一系列重要間接效益。這些效益包括透過簡化銀行信貸評估流程提升中小企獲得貿易融資的機會，透過採用香港的新世代金融基建（如商業數據通）推動更多創新貿易融資解決方案發展，以及透過使用Ensemble項目下的代幣化技術實現無縫貿易結算。

### 結語

我們的研究表明，海運貿易流程的數碼化有望為香港經濟帶來顯著的直接和間接效益。此項評估由於數據限制而存在一定的局限性，除未計及上述間接效益外，本研究亦依賴一項簡化假設，即所節省的成本與貿易商品價值成正比，而不是與貿易次數成正比，原因是未能取得香港港口處理的航運貿易次數的數據。

<sup>38</sup> 國際商會(2021)，“G7: Creating a modern digital system”。

<sup>39</sup> 請參閱(i) Simonovska及Waugh，“The elasticity of trade: Estimates and evidence”，*Journal of International Economics* 92.1 (2014): 34–50；及(ii)亞太經社會—世界銀行貿易成本數據庫：Explanatory Note for Users (2017年7月)。

## 4. 貨幣及金融狀況

港元於2024年9月底轉強，主要受到中國內地公布一系列經濟刺激措施後，本地股市活動激增的支持。港元在2025年初回軟，其後隨着本地股市的強勁表現而回升。香港銀行同業拆息(HIBOR)整體追隨美元利率，同時短期利率亦受本地供求情況影響。短期香港銀行同業拆息在2024年9月底由於股市活躍及季末資金需求旺盛而一度收緊，及至年底前因流動性緊張而再次上升，並於2025年初隨着季節性流動性緊張情況緩解而回落。自2024年6月底以來的七個月內，存款總額錄得增長，而銀行信貸則有所下跌，部分反映高息環境引致信貸需求疲弱。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，美國及其主要貿易夥伴之間的貿易摩擦升溫，及美國利率前景的不確定性增加，或會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及穩健的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下抵禦資金流波動。

### 4.1 匯率及資金流

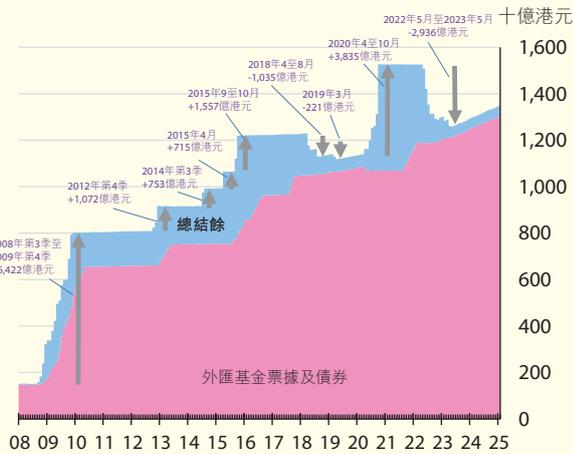
港元於2024年9月底轉強，主要受到中國內地公布一系列經濟刺激措施後，本地股市活動激增的支持。港元在2025年初回軟，其後隨着本地股市的強勁表現而回升。於回顧期內，港元兌美元在7.7622至7.8010區間內徘徊(圖4.1)。由於自2023年5月以來並未觸發兌換保證，銀行體系總結餘變動不大，於2025年2月底為447億港元。此外，銀行之間的日常運作以至結算活動繼續暢順有序(圖4.2)。

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，自2024年9月底走強，其後至回顧期末保持平穩(圖 4.3)。與此同時，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，美國及其主要貿易夥伴之間的貿易摩擦升溫，及美國利率前景的不確定性增加，或會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及穩健的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下抵禦資金流波動。

**圖 4.3**  
名義及實質有效匯率



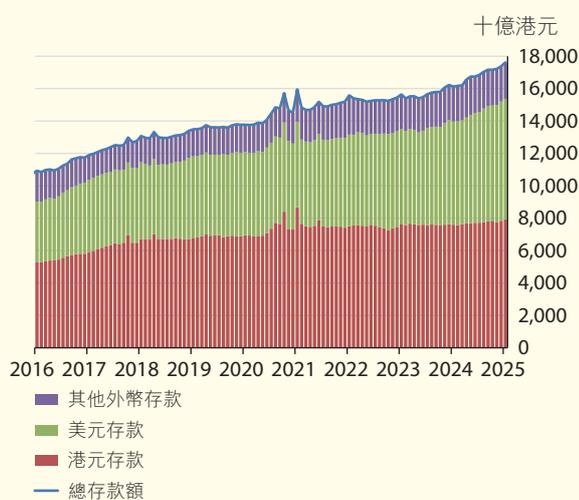
註：實質有效匯率指數經季節因素調整，並僅有月度數據。  
資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

## 4.2 貨幣環境及利率

於回顧期內，香港的貨幣環境保持寬鬆。截至2025年2月底，港元貨幣基礎仍然龐大且大致穩定，為19,759億港元。

自2024年6月底以來的七個月期間，認可機構的存款總額增加5.2%。其中，港元及外幣存款分別增加3.0%及7.1%(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。

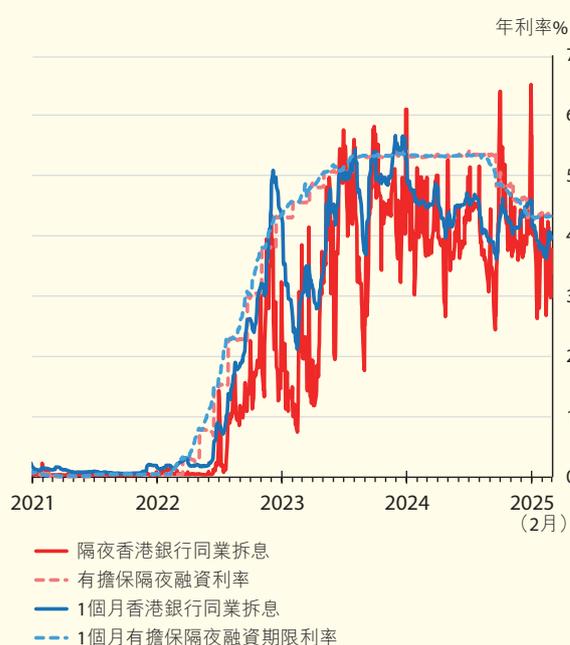
**圖 4.4**  
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

整體而言，香港的銀行同業市場於回顧期內交易繼續暢順有序。根據聯繫匯率制度的預期及設計，港元銀行同業拆息整體跟隨美元利率<sup>40</sup>，同時短期利率亦受本地供求情況影響。由於股市活躍及季末資金需求旺盛，2024年9月底短期香港銀行同業拆息一度收緊。因應資本市場轉趨暢旺令支付流量增加，金管局短暫延長即時支付結算系統(RTGS)的運作時間，以作預防措施，容許銀行有更多時間處理支付交易及較後時段的客戶資金流。2024年年底前，短期香港銀行同業拆息因流動性緊張而上升，並於2025年1月初隨着短暫的季節性流動性緊張情況緩解後回落(圖4.5)。

**圖 4.5**  
香港銀行同業拆息及美元有擔保隔夜融資利率



資料來源：彭博及金管局。

至於零售業務方面，隨着美國政策利率下調，多家銀行於2024年9月至12月期間三度下調其最優惠貸款利率，合共下調62.5個基點。於回顧期末，市場上的最優惠貸款利率介乎5.25%–5.75%不等。與此同時，新造按揭的平均貸款利率由2024年7月的4.14%下降至2025年1月的3.51%。銀行將因應同業市場的資金供求情況、同業利率水平及本身的資金成本結構等因素，決定調整其貸款及儲蓄利率的時機及幅度。

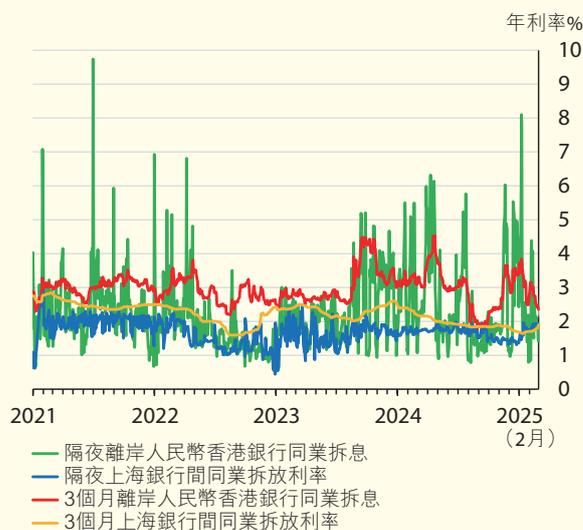
<sup>40</sup> 美元倫敦銀行同業拆借利率自2023年7月1日起已停止使用，由「有擔保隔夜融資利率」(SOFR)取而代之作為參考利率。

短期內，港元利率或維持在較高水平。金管局一直與銀行保持溝通，要求銀行做好流動性管理工作，包括與大型客戶密切溝通，掌握其對港元收付的計劃和安排並作好部署，避免不必要地囤積大量港元。金管局又提醒銀行毋需擔心所謂「標籤效應」，在有需要時可隨時使用金管局的各類流動資金安排。最近有銀行使用金管局的貼現窗，正好顯示銀行已逐步適應新的市場變化，善用這些流動資金管理工具。

### 離岸人民幣銀行業務

於回顧期內，離岸人民幣同業市場繼續正常運作。<sup>41</sup>由於融資需求增加，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息在2024年11月升至超過3%。雖然隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息出現若干波動，但大多數時間維持在6%以下（圖4.6）。於回顧期內，離岸人民幣銀行同業市場的流動性狀況整體維持穩定。

圖 4.6  
隔夜及 3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC及財資市場公會。

繼2024年上半年擴張後，香港的離岸人民幣資金池於回顧期間略有減少。自2024年7月底以來的六個月內，人民幣客戶存款及存款證餘額減少4.5%，截至2025年1月底為11,318億元人民幣（圖4.7及表4.A）。其中，人民幣客戶存款總額下降6.7%，主要是由於個人客戶存款減少。人民幣存款證餘額則有所增長，於同期增加13.2%。

<sup>41</sup> 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第2章2.2節。

**圖 4.7**  
香港的人民幣客戶存款及存款證



資料來源：金管局。

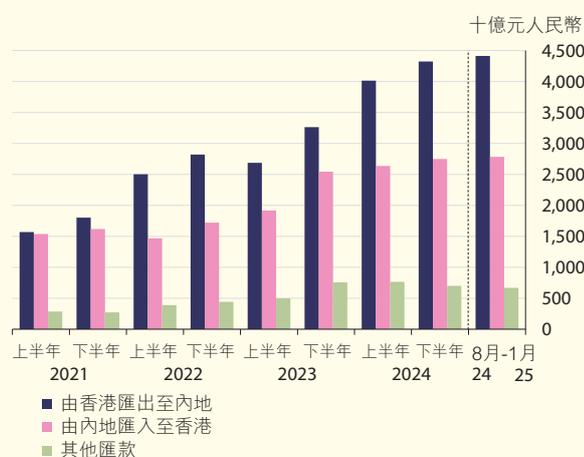
**表 4.A**  
離岸人民幣銀行業務統計

	2023年12月	2025年1月
人民幣存款及存款證 (十億元人民幣)	1,045.3	1,131.8
其中：		
人民幣存款 (十億元人民幣)	939.2	986.8
人民幣存款佔存款總額 (%)	6.3	6.0
人民幣存款證 (十億元人民幣)	106.1	145.0
未償還人民幣貸款 (十億元人民幣)	441.2	744.9
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	208	206
應付海外銀行的金額 (十億元人民幣)	121.7	143.3
應收海外銀行的金額 (十億元人民幣)	114.5	119.9
	2023年	2024年
香港人民幣貿易結算 (十億元人民幣)	11,668.6	15,184.6
其中：		
由內地匯入至香港 (十億元人民幣)	4,462.9	5,384.5
由香港匯出至內地 (十億元人民幣)	5,951.2	8,336.3
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)	2,063.6	3,097.5

資料來源：金管局。

其他離岸人民幣業務繼續增長。自2024年7月起的六個月期間，人民幣整體貸款餘額增長27.4%。香港的人民幣貿易結算額亦繼續增長。2024年7月底至2025年1月底期間，本港銀行處理的交易金額達78,657億元人民幣(圖4.8)，較去年同期的69,431億元人民幣增長13.3%，其中匯出至內地的貿易匯款增幅超過匯入香港的貿易匯款。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。2024年全年，人民幣即時支付結算系統的日均成交額維持在30,975億元人民幣的高水平，2023年則為20,636億元人民幣。

**圖 4.8**  
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

展望未來，香港離岸人民幣生態圈的持續發展將進一步鞏固香港作為離岸人民幣業務樞紐的領先地位。在流動性方面，金管局在2025年2月新推出的人民幣貿易融資流動資金安排將透過為銀行提供穩定及成本較低的人民幣資金來源，支持貿易融資服務，進一步增強香港離岸人民幣市場的流動性。在產品方面，內地與香港不斷升級及拓展兩地間的一系列互聯互通計劃<sup>42</sup>，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及風險管理工具的種類，進一步促進兩地市場之間的雙向流動。在金融基建方面，迅清結算<sup>43</sup>與香港交易所在2025年3月簽署合作備忘錄，深化雙方在優化香港資本市場的交易後證券基礎設施的合作，並在擴大內地債券作為抵押品的使用等領域展開探索和合作。金管局與人民銀行正積極推動落實兩地快速支付系統（即內地的網上支付跨行清算系統（IBPS）與香港的轉數快（FPS）的互聯，推動兩地更廣泛的經濟合作與交流。憑藉這些發展，香港將在支持內地資本帳戶開放、「粵港澳大灣區」倡議及「一帶一路」倡議等方面繼續發揮獨特作用。

<sup>42</sup> 金管局聯同人民銀行宣布新措施，以進一步深化香港和內地金融市場互聯互通，強化香港作為全球離岸人民幣業務樞紐的地位。詳情請參閱2025年1月13日的新聞稿《深化香港和內地金融合作的新措施》。（<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2025/01/20250113-4/>）

<sup>43</sup> 迅清結算於2024年10月註冊成立，為外匯基金的全資附屬公司，協助金管局執行債務工具中央結算系統的營運。

## 資產市場

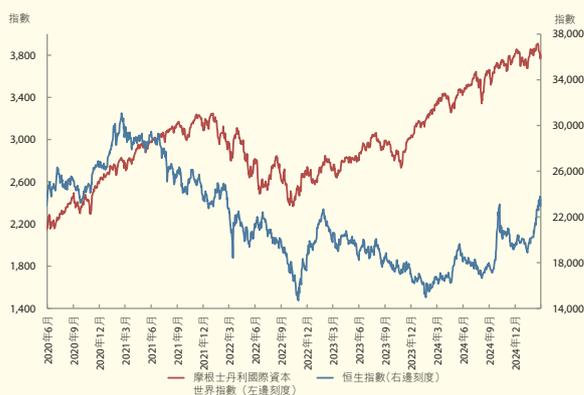
受惠於內地的支持政策、美聯儲四年多以來首度減息，以及近期中國在人工智能方面取得的進展所帶動的正面市場情緒，香港股市在回顧期內錄得顯著增幅。儘管利率波動，2024年新發行的港元債務證券以及在香港新發行的離岸人民幣債務證券繼續穩步增長。2024年9月進入減息周期後，樓價出現回穩跡象，但商用物業市場仍然受壓。

### 4.3 股市

受惠於內地的支持政策、加上美聯儲四年多以來首度減息，香港股市於2024年9月至10月初顯著上揚（圖4.9）。雖然本港股市隨後有所回落，但得益於近期中國在人工智能方面取得的進展所帶動的正面市場情緒，本港股市自2025年1月中以來表現強勁。與此同時，環球股市在回顧期內大部分時間呈上升趨勢，其後在2月下旬因市場擔憂經濟前景以及美國貿易政策的影響下，出現顯著調整。由2024年8月底至2025年2月底，恒生指數大幅上升27.5%，表現優於同期溫和上升3.9%的摩根士丹利國際資本世界指數。

隨着恒生指數急升，本港股市的波動率在2024年10月初回升（圖4.10中的藍線）。標普500指數期權引伸波幅表現波動，並在12月中因市場憂慮美國2025年減息步伐放緩而一度顯著上升。與此同時，儘管錄得大幅波動，偏斜指數仍然維持高位，反映出投資者在擔憂資產估值過高的情況下，對股市出現急劇調整的可能性保持謹慎態度<sup>44</sup>。

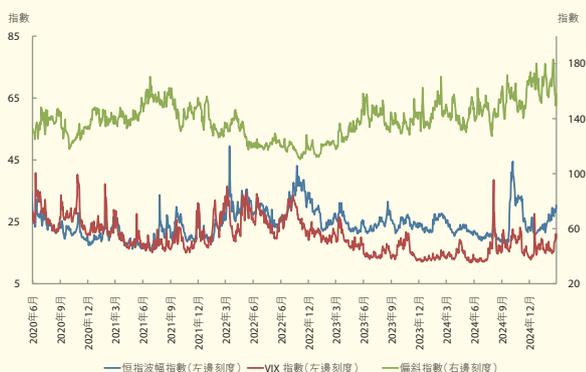
圖 4.9  
恒生指數及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源：彭博社。

<sup>44</sup> 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>。

**圖 4.10**  
恒指波幅指數及標普 500 指數的期權引伸波幅 (VIX 指數)，以及偏斜指數



資料來源：彭博社。

2024年8月至2025年1月期間，本港股市錄得股票市場基金淨流入，淨流入額為41.879億美元(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。

港股通於2024年8月底至2025年2月底錄得穩定的淨流入，內地投資者的淨買入額達6,250億港元(圖4.12)。自滬深港通推出以來的南向累計淨買入額於回顧期內增加18.6%，截至2025年2月底達39,769億港元。

**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。

香港一級市場活動於2024年下半年顯著回升。首次公開招股融資總額在2024年全年較2023年增長89%，達875億港元(圖4.13)，令香港成為2024年全球四大新股市場之一。

2024年10月，香港交易及結算所有限公司與證券及期貨事務監察委員會發佈聯合聲明，宣布優化新上市申請審批流程時間表(包括加快已於中國內地上市的合資格公司在港申請上市)，為準申請人及其顧問在制定上市計劃方面提供更大的確定性和透明度。

**圖 4.13**  
香港首次公開招股市場



資料來源：香港交易及結算所有限公司。

外圍環境的發展將持續影響本港股市的表現。新一屆美國政府的財政及貿易政策的變動可能會導致通脹風險不確定性增加，從而影響美國未來的利率走勢。這或會對環球金融市場的資金流向產生重大影響。此外，貿易緊張局勢可能再度升溫，以及地緣經濟碎片化加劇，皆可能對包括香港股市在內的環球金融市場構成下行風險。

#### 4.4 債券市場<sup>45</sup>

儘管美聯儲於2024年9月減息，是四年多來的首次，但由於市場對新一屆美國政府下通脹風險上升的擔憂，美國10年期國庫票據收益率扭轉了下行趨勢，並在9月中旬開始上升（圖4.14）。然而，由於經濟數據疲弱引發了市場對美國經濟前景的擔憂，收益率在2025年2月顯著下降。10年期港元香港特別行政區政府（香港特區政府）債券的收益率呈現相若走勢。

**圖4.14**  
美國10年期國庫票據及10年期港元香港特區政府債券的收益率

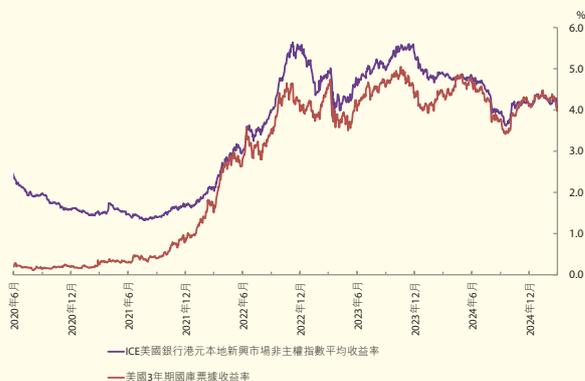


註：自2025年1月15日開始，10年期港元香港特區政府債券的收益率是指在基礎建設債券計劃及政府可持續債券計劃下發行的10年期港元基準債券的收益率。在此日期之前，該收益率是指在政府債券計劃下發行的10年期港元基準債券的收益率。

資料來源：彭博及金管局。

港元企業債券的平均收益率亦跟隨相似期限的美國國庫票據收益率變動，並自2024年以來保持着狹窄的收益率差（圖4.15）。

**圖4.15**  
美國3年期國庫票據及港元企業債券的收益率



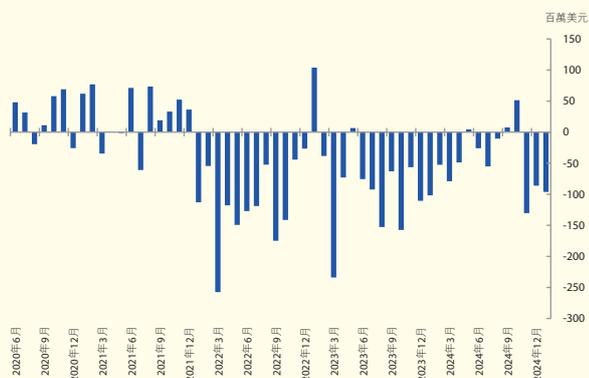
註：ICE美國銀行港元本地新興市場非主權指數涵蓋企業及半政府實體發行的港元債券，指數反映港元企業債券收益率的變動。ICE美國銀行港元本地新興市場非主權指數的平均有效存續期約為3年。

資料來源：ICE Data Indices及彭博。

<sup>45</sup> 在此部分中所報告的債務證券數字包括票據、債券、可轉讓存款證、商業票據、債權證、資產抵押證券以及通常在金融市場交易的類似債務工具。未償還債務證券金額的數字是根據已發行的個別債務證券的到期日所估算。如果有足夠的資訊，該估計會考慮債務證券提前贖回的情況。未償還債務證券金額的數字或會被高估。所有債務證券數字或會有修訂。

於2024年8月至2025年1月期間，債券市場基金在香港錄得淨流出（圖4.16）。

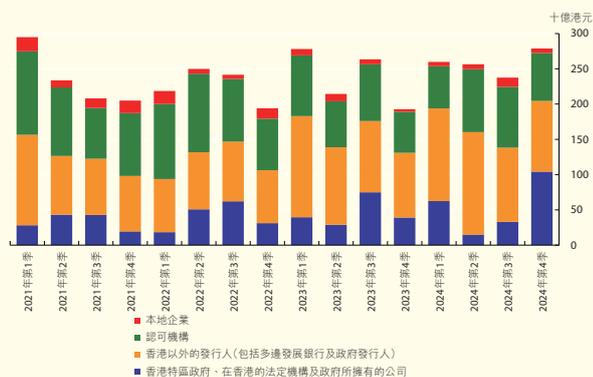
**圖4.16**  
債券市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

2024全年的港元債務證券總發行金額按年增加4.2%至51,351億港元。非外匯基金票據及債券的港元債務證券的發行金額按年上升8.8%至10,325億港元（圖4.17）。

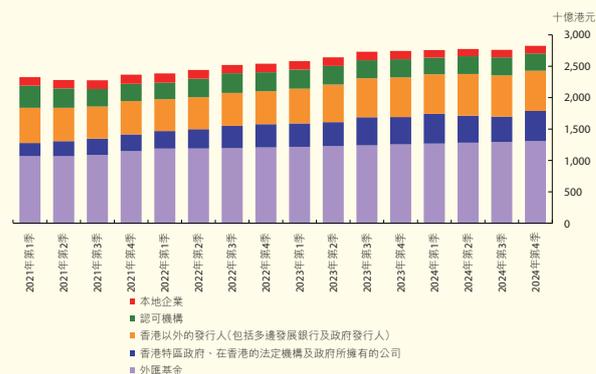
**圖4.17**  
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債務證券



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。

未償還港元債務證券金額按年增加3.0%，於2024年底達到28,251億港元（圖4.18）。該金額相當於港元M3的33.3%或銀行業以港元計值資產的28.2%。與此同時，非外匯基金票據及債券的港元債務證券未償還金額按年增加2.1%，於2024年底達到15,184億港元。

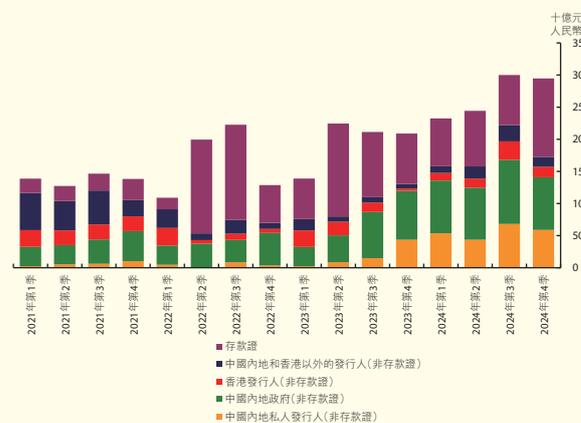
**圖4.18**  
未償還港元債務證券（按發行人劃分）



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。

在香港發行的離岸人民幣債務證券在2024年的發行額按年增加36.7%，至10,716億元人民幣（圖4.19），主要是由存款證以外的債務證券帶動；這類債務證券的發行額按年上升79.4%至7,108億元人民幣。截至2024年底，在香港發行的離岸人民幣債務證券未償還總額按年上升36.0%，至12,644億元人民幣。

**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。

港元債務證券市場的短期前景將繼續受到主要先進經濟體的利率走勢影響。港元企業債券與美國國庫票據之間的收益率差在近期收窄（見圖 4.15），或會為港元債券發行提供支持。

同時，香港的離岸人民幣債務證券市場將受到中國內地及美國的貨幣政策，以及人民幣匯率的影響。特別是，中國內地在 2025 年實施的適度寬鬆的貨幣政策可能有利於香港離岸人民幣債務證券的發行。

回顧期內推出的多項政策措施推動了本港債券市場發展。2024 年 9 月 11 日，香港按揭證券有限公司宣布成功發行第二批基建貸款抵押證券，總值約 4.233 億美元。是次發行進一步支持香港發展為基建融資中心，推動市場資金流入高質量的基建項目，並拓展亞洲的資產證券化市場。

此外，廣東省人民政府於 2024 年 9 月 20 日首次在香港發行 50 億元人民幣的離岸人民幣債券。是次發行進一步強化香港作為全球離岸人民幣業務樞紐的地位，有助穩慎紮實推進人民幣國際化，推動粵港澳大灣區更好發揮高質量發展動力源作用。

2024 年 11 月 28 日，金管局推出在 2024 年《施政報告》中公布的「數碼債券資助計劃」，旨在促進數碼證券市場發展，並鼓勵資本市場更廣泛運用代幣化技術。

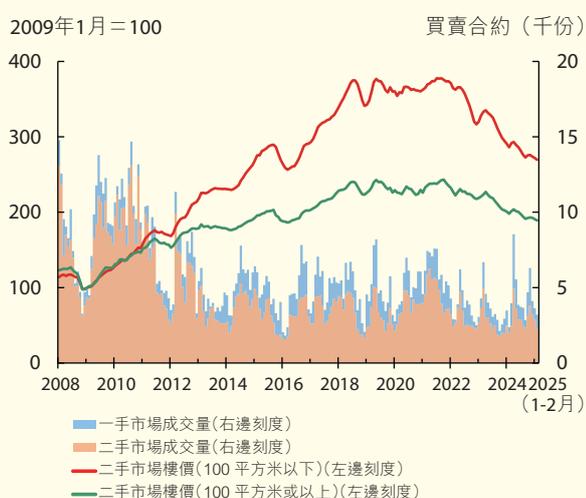
為促進港澳兩地債券市場發展，金管局與澳門金融管理局（澳門金管局）於 2025 年 1 月 21 日聯合宣布，迅清結算有限公司（外匯基金附屬公司）負責營運的債務工具中央結算系統與澳門中央證券託管結算一人有限公司（澳門金管局屬下附屬公司）負責營運的中央證券託管系統，正式啟動直接聯網。港澳債券市場基礎設施的互聯互通將提供一個跨區的投融資渠道，讓兩地投資者能更便捷、高效地參與雙方的債券市場。直接聯網也標誌着港澳金融合作新的里程碑，發揮港澳自身優勢，是大灣區協同發展的重要體現。

## 4.5 物業市場

### 住宅物業市場

住宅物業市場在 2024 年第 3 季表現疲軟，但自 9 月減息周期啟動後略見回穩。隨着市場氣氛改善，參觀單位（俗稱睇樓）活動及市場交投均有所增加，而發展商亦加快推出新樓盤。因此，住宅物業每月平均成交量由第 3 季的 3,408 宗顯著上升至第 4 季的 5,033 宗。2024 年全年合計，住宅物業總成交量由去年的 43,002 宗大幅回升至 53,099 宗（圖 4.20）。

**圖 4.20**  
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。

在發展商持續以具競爭力的價格促銷新樓盤下，二手樓價於 2024 年下半年繼續受壓，儘管大型單位（實用面積 100 平方米或以上）及中小型單位（實用面積小於 100 平方米）的價格於年底均有靠穩跡象（圖 4.20）。2024 年全年合計，住宅物業價格下跌 7.1%，是連續第三年錄得下跌。踏入 2025 年，樓價於首兩個月錄得 1.6% 的輕微跌幅，而同期的成交量亦隨着市場氣氛回軟而輕微下跌，部分反映市場對美聯儲減息步伐放緩的憂慮，以及假期效應的影響。然而，政府在 2025-26 年度《財政預算案》中宣布調整樓價較低物業的印花稅後<sup>46</sup>，樓市於 3 月初轉趨活躍。

<sup>46</sup> 政府在 2025-26 年度《財政預算案》中宣布將徵收 100 港元印花稅的物業價值上限由 300 萬港元提高至 400 萬港元，並由 2025 年 2 月 26 日起生效。

儘管置業負擔能力仍然偏緊，但於 2024 年下半年進一步改善。樓價與收入比率在 2024 年 12 月底下降至 13.4，反映期內樓價下調。同時，收入槓桿比率亦隨着利率下降而輕微放緩至 65.8%，儘管仍高於其長期平均值（圖 4.21）。<sup>47</sup> 租賃市場方面，房屋租金在 2024 年全年上升 3.4%，並於 2025 年初繼續上揚（圖 4.22），推動住宅租金收益率於 2025 年 1 月上升至 3.2%。

**圖 4.21**  
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。

<sup>47</sup> 樓價與收入比率指一般 50 平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率指一般 50 平方米單位（以 20 年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局宏觀審慎監管措施設定的上限要求。

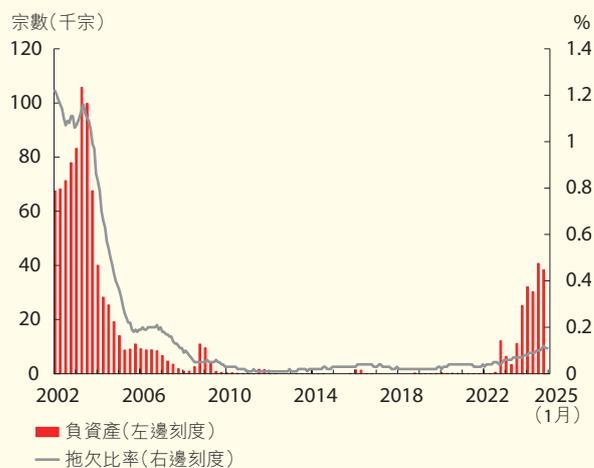
圖 4.22  
住宅物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

隨着樓價變動，負資產住宅按揭貸款宗數繼2024年9月底上升至40,713宗後，於12月底回落至38,389宗（圖4.23）。這些個案主要涉及銀行職員的住宅按揭貸款或按揭保險計劃的貸款，而這類貸款的按揭成數一般較高。此外，整體按揭貸款拖欠比率於2025年1月仍維持在0.12%的低位<sup>48</sup>，反映與銀行住宅按揭貸款相關的系統性風險在銀行審慎的審批標準下得到妥善管理。另一方面，自2024年9月美國開啟減息周期以來，本港主要銀行已將其最優惠利率合共下調62.5個基點。因此，新造貸款的平均按揭利率回落至2025年1月的約3.51%，減輕了按揭借款人的供款負擔（另見第4.2節）。

圖 4.23  
負資產及按揭貸款拖欠比率



資料來源：金管局。

因應市場最新發展，金管局認為在繼續維持銀行體系穩定及物業按揭貸款風險得到妥善管理的前提下，有空間進一步修訂物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎措施。於2024年10月16日，金管局把所有物業的按揭成數上限及供款與入息比率上限分別劃一為七成及五成。<sup>49</sup>儘管相關修訂實施後，新造按揭的平均按揭成數及供款與入息比率於2025年1月仍分別維持在約61%及40%。金管局認為香港銀行體系仍然有充裕的緩衝去應對樓價一旦出現大幅調整的挑戰。

<sup>48</sup> 負資產住宅按揭貸款的拖欠比率於2024年12月底亦維持在0.15%的低位。

<sup>49</sup> 相關調整於2024年10月16日起生效並包括：(i) 所有住宅物業，不論物業的價值及是否自用，按揭成數上限統一為七成；(ii) 以「資產水平」為審批基礎的物業按揭貸款的按揭成數上限由六成提升至七成；(iii) 非自用物業的供款與入息比率上限由四成調升至五成；及(iv) 取消按揭申請人在申請按揭時如有就其他按揭物業作出借貸或擔保，須調低所適用的按揭成數上限及供款與入息比率上限10個百分點的要求。詳情請參閱金管局於2024年10月16日發出的《物業按揭貸款的審慎監管措施》通告。

為進一步協助於2021年至2023年選擇了建築期付款的樓花住宅物業用家完成交易，並在銀行物業按揭貸款業務風險得到妥善管理的前提下，金管局亦於2024年12月4日推出一次性特別安排，容許銀行向合資格用家提供最高八成的按揭成數，並以六成作為供款與入息比率上限的物業按揭貸款。<sup>50</sup>金管局會繼續密切留意市場發展，並會因應物業市場的最新情況，推出合適措施保障銀行體系穩定。

住宅物業市場前景受眾多不明朗因素及風險所影響。一方面，一手市場累積的存貨<sup>51</sup>（圖4.24），加上與美聯儲減息步伐相關的不明朗因素增加，短期內或會繼續對樓價構成壓力。另一方面，政府持續實施招商引資和吸引人才的政策<sup>52</sup>，應可為房屋需求提供一定支持。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口，而政府預計未來幾年私人住宅落成量仍會維持充裕。<sup>53</sup>

圖4.24  
已落成樓盤未售出單位



資料來源：房屋局

### 商用物業市場<sup>54</sup>

商用物業市場在2024年下半年仍然疲弱。期內每月平均成交量由2024年上半年的264宗增加至292宗，但仍屬較低水平。同時，投機活動亦持續低迷（圖4.25）。鑑於市場氣氛淡靜，寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈的價格在2024年全年及2025年1月持續下跌（圖4.26）。租賃市場方面，三類商用物業的租金仍然疲軟（圖4.27），但整體租金收益率於2025年1月微升至3.4%–3.9%。

<sup>50</sup> 這項特別安排涵蓋於2021年1月1日至2023年12月31日簽訂臨時買賣合約並且以建築期付款的自用樓花住宅物業，同時申請按揭時的物業估價須低於成交價。詳情請參閱金管局於2024年12月4日發出的《物業按揭貸款的審慎監管措施》通告。

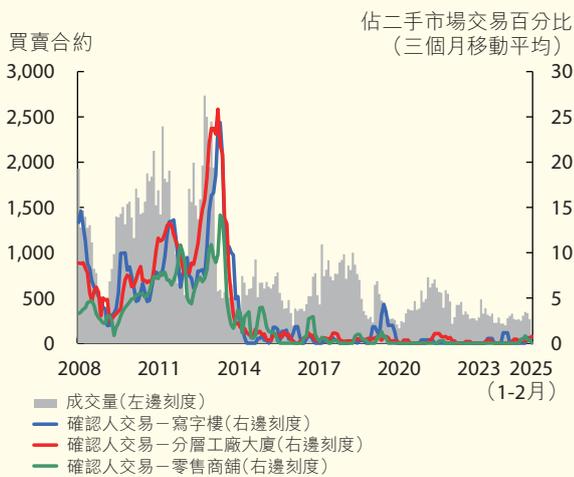
<sup>51</sup> 截至2024年年底，已落成但仍未售出的單位達27,000伙。若計及仍未落成但已獲發預售樓花同意書及正在申請預售樓花同意書的樓盤，一手市場的待售存貨於2024年年底約為46,000伙。

<sup>52</sup> 政府在2024年《施政報告》中宣布優化各項人才計劃及新資本投資者入境計劃。自2024年10月16日起，投資於成交價5,000萬港元或以上的單一住宅物業可計入新資本投資者入境計劃的合資格投資金額內，房地產投資獲計算入投資總額上限為1,000萬港元。此外，多項優化措施，包括放寬淨資產評估和計算要求，以及容許透過申請人全資擁有的合資格私人公司的投資計入合資格投資金額內，已於2025年3月1日生效。

<sup>53</sup> 房屋局於2024年年底估計，未來三至四年一手私人住宅單位潛在供應量將維持在約107,000伙的高位。

<sup>54</sup> 商用物業指寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈。

**圖 4.25**  
商用物業成交量



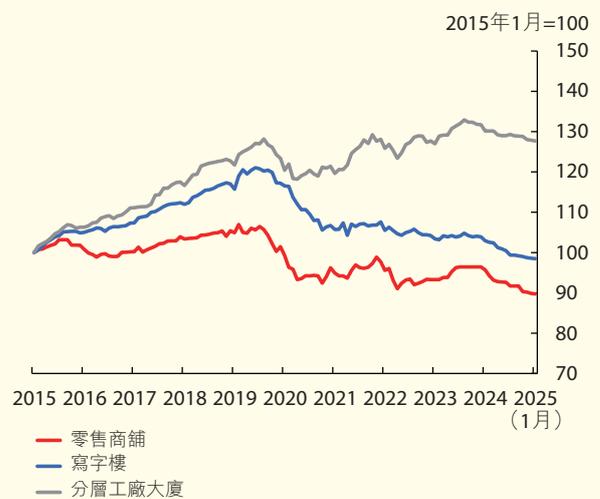
資料來源：差餉物業估價署及中原地產代理有限公司。

**圖 4.26**  
商用物業售價指數



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

**圖 4.27**  
商用物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

展望未來，預料商用物業市場將會繼續面臨挑戰，尤其是寫字樓物業，反映寫字樓空置率在近年充足的供應下維持高企<sup>55</sup>，以及遙距工作日趨普及。此外，旅客及居民消費模式的轉變或將持續，對零售商舖的表現構成壓力。然而，內地當局推出了一系列支持措施以提振香港的旅遊業<sup>56</sup>，加上內地的經濟刺激措施，均可望為市場提供一些支持。考慮到寫字樓空置率近年處於高水平及未來幾年的供應仍相對充足，政府在2025-26年度《財政預算案》中宣布於來年暫停推售商業用地，並考慮將部分商業用地改劃作住宅用途，以及提供更多用途上的彈性。

<sup>55</sup> 測量公司的數據顯示，甲級寫字樓空置率於2025年2月維持在13.3%的高位。

<sup>56</sup> 這些措施包括恢復「一簽多行」個人遊簽注、增加「個人遊」計劃的適用城市數目，以及提高內地旅客的免稅購物額度。

## 5. 銀行業表現

零售銀行的盈利在2024年下半年較2023年同期有所上升。鑑於信貸需求在利率仍然處於較高水平的背景下維持疲弱，銀行信貸於回顧期內溫和減少。特定分類貸款比率在2024年下半年有所上升，但銀行業整體資產質素維持可控。整體而言，基於其充裕的資本及流動性緩衝，香港銀行業仍保持穩健及韌性。展望未來，與美國貿易政策以及美國利率未來走向相關的不確定因素，可能會對香港銀行業帶來多個方面的挑戰。銀行須保持警惕，並審慎評估這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

### 5.1 盈利及資本額

#### 盈利

在2024年下半年，零售銀行<sup>57</sup>整體稅前經營溢利較2023年同期增長10.9%。這主要反映持有作交易的投資收入與來自外匯和衍生工具業務的收入均有增加。貸款減值撥備減少亦對盈利改善有所貢獻(圖5.1)。上述因素有助抵銷了淨利息收入的下降，而零售銀行的淨息差由2023年下半年的1.73%收窄至2024年下半年的1.54%(圖5.2)。整體而言，零售銀行的資產回報率於2024年下半年上升至1.05%，2023年同期則為0.99%。

就2024年全年而言，零售銀行整體稅前經營溢利增加8.4%，而資產回報率亦由2023年的1.06%上升至1.12%。

圖 5.1  
零售銀行盈利

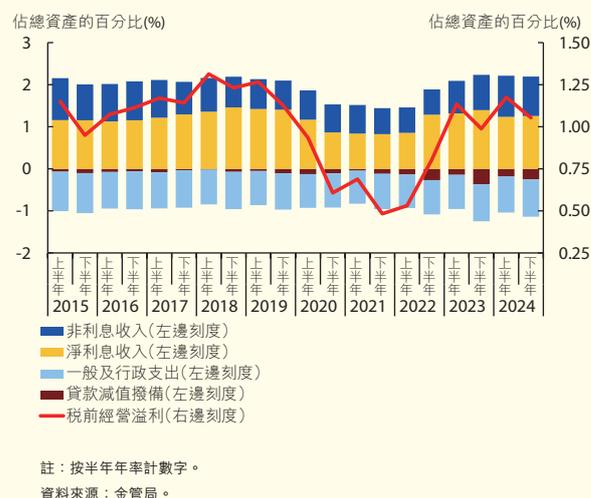


圖 5.2  
零售銀行淨息差



<sup>57</sup> 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。

香港銀行同業拆息於回顧期內大致跟隨美元利率的下行趨勢，但在2024年底因季節性資金需求導致較短期市場（例如3個月香港銀行同業拆息）出現短暫的流動性收緊狀況。整體而言，3個月香港銀行同業拆息在2024年下半年下跌38個基點，至2024年底為4.37%（圖5.3中的藍線）。

在零售層面，隨着最優惠貸款利率及香港銀行同業拆息下降，銀行亦調整港元儲蓄及定期存款利率。鑑於批發及零售資金成本均有下降，綜合利率（零售銀行港元資金平均成本的衡量指標）於2024年12月底下降至2.24%（圖5.3中的綠線）。

圖 5.3  
利率



註：

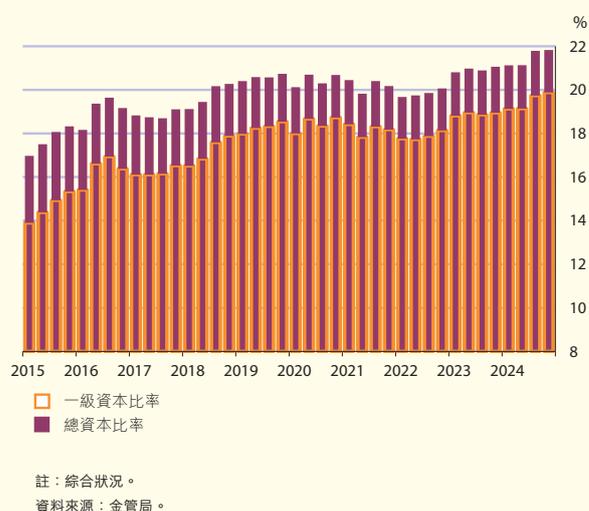
- (a) 期末數字。
- (b) 新批貸款的期內平均數字。
- (c) 由2019年6月起，綜合利率已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作嚴格比較。

資料來源：金管局及職員估計數字。

## 資本額

香港銀行業的資本維持充裕。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2024年底處於21.8%的高位（圖5.4），遠高於8%的國際最低標準。一級資本比率及普通股權一級(CET1)資本比率分別為19.9%及17.9%。此外，本地註冊認可機構的非風險為本槓桿比率<sup>58</sup>於2024年底錄得8.0%的穩健水平，超過3%的法定最低水平。

圖 5.4  
本地註冊認可機構的資本狀況



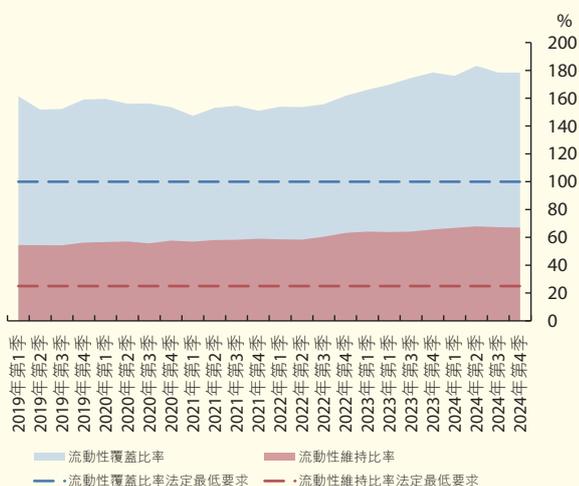
<sup>58</sup> 《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，目的是為防止銀行體系過度槓桿。詳情請參閱《銀行業（資本）規則》（香港法例第155L章）。

## 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」<sup>59</sup> 要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。2024年第4季，第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率分別為178.4%及67.0%（圖5.5），遠高於100%及25%的相應法定最低要求。

圖 5.5  
流動性覆蓋比率及流動性維持比率

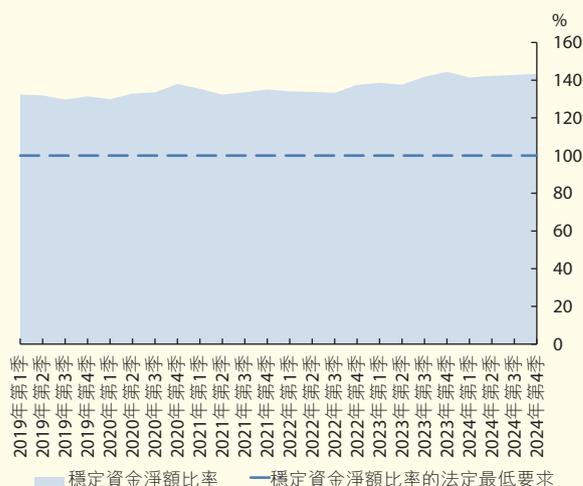


註：  
1. 綜合狀況。  
2. 季度平均數字。

資料來源：金管局。

認可機構的資金狀況亦維持穩定。第1類機構的平均穩定資金淨額比率在2024年12月底維持於143.4%（圖5.6），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於186.7%，遠高於75%的法定最低要求。香港銀行業穩健的流動性及資金狀況表明，其能夠承受流動性衝擊。

圖 5.6  
穩定資金淨額比率

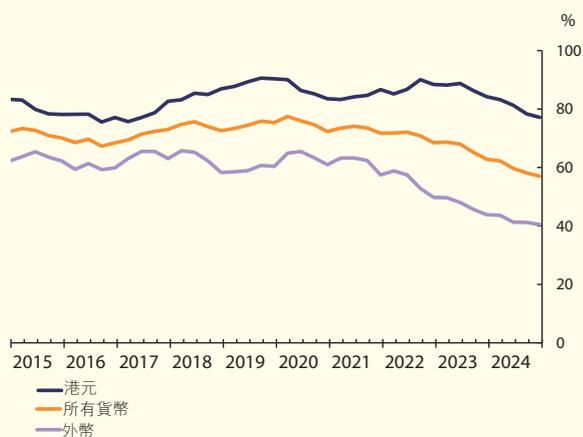


註：綜合狀況。  
資料來源：金管局。

所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由2024年6月底的59.7%進一步下跌至2024年底的57.0%（圖5.7）。該比率下跌的原因是存款總額有所增加，而同期貸款總額則有所減少。截至2024年底，港元及外幣貸存比率分別下跌至77.1%及40.5%，而六個月前分別為81.3%及41.3%。

<sup>59</sup> 《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」。

**圖 5.7**  
認可機構的平均貸存比率



註：季末數字。  
資料來源：金管局。

### 利率風險

本港銀行的利率風險承擔水平在 2024 年 12 月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<sup>60</sup>，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為相當於其在 2024 年 12 月底資本基礎總額的 2.75%<sup>61</sup>。該影響程度相對溫和，顯示香港銀行業具備良好條件抵禦利率上升衝擊。

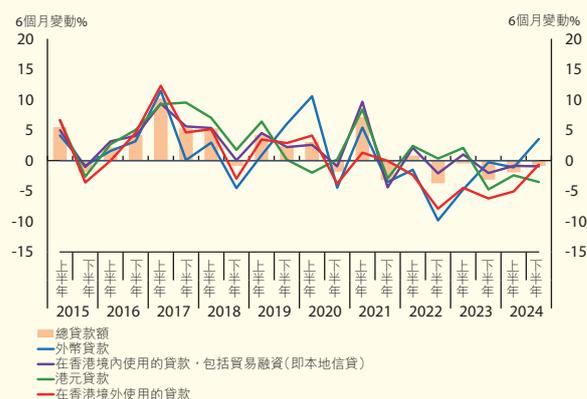
## 5.3 信貸風險

### 概述

信貸需求在 2024 年維持疲弱。認可機構的貸款及墊款總額經過在 2023 年減少 3.6% 後，在 2024 年減少了 2.8%。

以半年計，認可機構的貸款及墊款總額在 2024 年下半年減少 0.9%，上半年則為減少 1.9% (圖 5.8)。貸款總額下跌是由於本地貸款 (包括在香港境內使用的貸款及貿易融資) 及在香港境外使用的貸款均有所減少。具體而言，本地貸款及在香港境外使用的貸款於 2024 年下半年分別下跌 0.9% 及 0.7%。

**圖 5.8**  
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 年起的六個月變動百分比，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。

<sup>60</sup> 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。

<sup>61</sup> 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。若有採取緩和措施，有關影響將會減輕。

自2024年9月起美國減息周期開始以來，銀行對短期內信貸需求的預期略為好轉。根據金管局2024年12月的「信貸狀況展望意見調查」，預期未來三個月貸款需求增加的受訪認可機構比例由2024年6月時的7%上升至20%（表5.A），而預期貸款需求下降的比例則由17%下降至7%。

**表 5.A**  
預計未來三個月貸款需求

佔受訪機構總數的百分比 (%)	2024年		
	6月	9月	12月
顯著增加	0	0	0
略為增加	7	23	20
保持平穩	77	73	73
略為下降	17	3	7
顯著下降	0	0	0
總計	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

銀行業的資產質素於回顧期內有所轉差，但維持可控。認可機構的總特定分類貸款比率由2024年6月底的1.89%上升至2024年底的1.96%，接近2%的長期平均水平。認可機構的逾期及經重組貸款比率亦由2024年6月底的1.52%上升至2024年底的1.55%（圖5.9）。

**圖 5.9**  
認可機構的資產質素



註：特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。

資料來源：金管局。

## 個人貸款<sup>62</sup>

家庭負債在2024年上半年維持穩定後，於下半年增長0.6%（表5.B）。數據明細顯示，住宅按揭貸款的增長率在2024年下半年放緩至0.6%。同期，私人貸款繼2024年上半年收縮1.7%後，上升0.5%。

**表 5.B**  
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

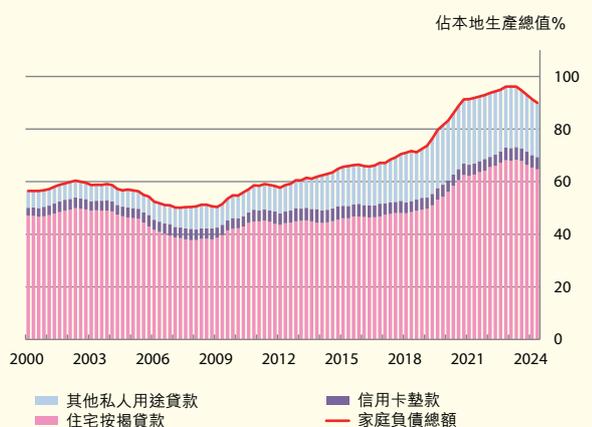
(%)	2021年		2022年		2023年		2024年	
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年
住宅按揭貸款	4.0	5.7	2.1	1.9	2.6	0.8	0.8	0.6
私人貸款	5.3	1.6	-2.5	-2.2	1.4	-0.3	-1.7	0.5
其中								
信用卡墊款	-0.4	8.1	-5.3	14.4	0.2	10.5	-5.3	6.7
其他私人用途貸款	6.4	0.4	-2.0	-5.1	1.6	-2.6	-0.9	-1.0
個人貸款總額	4.4	4.4	0.7	0.7	2.2	0.5	0.0	0.6

資料來源：金管局。

家庭負債佔本地生產總值的比率由2024年上半年的90.0%下跌至2024年下半年的87.8%（圖5.10）。在此期間，家庭負債佔本地生產總值的比率下降2.2個百分點，當中2.7個百分點的跌幅是由香港名義本地生產總值的增長所帶動，而家庭負債的增長一定程度上將該比率的跌幅抵銷0.5個百分點。

<sup>62</sup> 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2024年12月底，個人貸款佔本地貸款的比例為37.3%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

**圖 5.10**  
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



註：

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

資料來源：金管局。

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；及(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，2025年1月的平均數字為39.5%。家庭資產淨值也維持在高位。2023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9.5倍及3.0倍的高位(圖5.11及5.12)，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，並定期向銀行收集相關數據。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，金管局自2009年起實施多輪逆周期宏觀審慎監管措施後，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<sup>63</sup>。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、以及在有需要時實行有效的追加保證金和強制平倉的機制等。

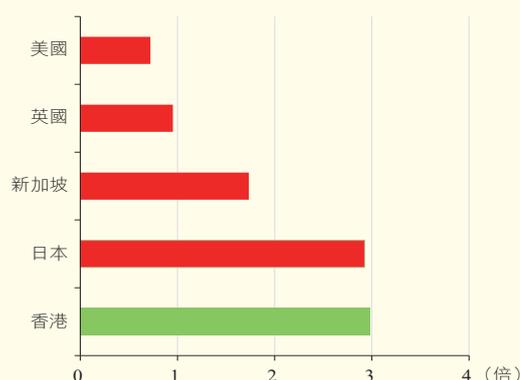
此外，金管局也要求銀行在批核信用卡及個人無抵押貸款時，須採用審慎的標準。銀行在審批信貸申請時，須了解借款人的信貸及財務狀況，仔細評估他們的還款能力。銀行同時須採取有效的貸後監控，包括定期對貸款組合進行資產質素評估。

**圖 5.11**  
選定經濟體的家庭資產淨值對負債比率



註：新加坡及美國的數字為截至2024年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2023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 5.12**  
選定經濟體的家庭安全資產對負債比率

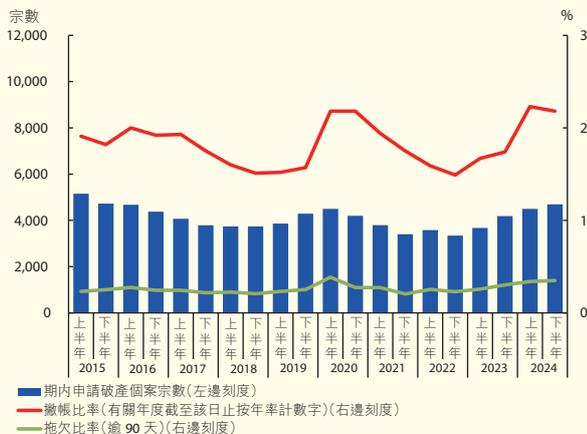


註：安全資產包括存款以及硬幣和紙幣（如有數據）。就香港而言，安全資產僅包括存款。新加坡及美國的數字為截至2024年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2023年年底的數字。  
資料來源：選定經濟體的統計機構或中央銀行，以及金管局職員估計數字。

就無抵押個人貸款方面而言，信貸風險在回顧期內保持受控。破產申請個案在2024年下半年期間較六個月前增加4.3%。按年率計的信用卡撇帳比率由2024年第2季的2.23%微跌至2024年第4季的2.18%（圖5.13）。拖欠比率大致維持不變，於2024年12月為0.35%。

<sup>63</sup> 金管局於2024年10月因應市場發展而決定修訂物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施，這些修訂將住宅物業的最高按揭成數和供款與入息比率上限回復至2009年開始實施逆周期措施以前的水平。詳情請參閱2024年10月16日的新聞稿《物業按揭貸款逆周期宏觀審慎監管措施》(<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2024/10/20241016-4/>)。金管局於2024年12月進一步推出一性按揭貸款特別安排，容許放寬最高按揭貸款成數和供款與入息比率上限的監管要求，以協助於2021至2023年選擇了建築期付款的樓花住宅物業用戶完成物業交易。詳情請參閱2024年12月4日的新聞稿《樓花住宅物業按揭貸款特別安排》(<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2024/12/20241204-5/>)。

**圖 5.13**  
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案

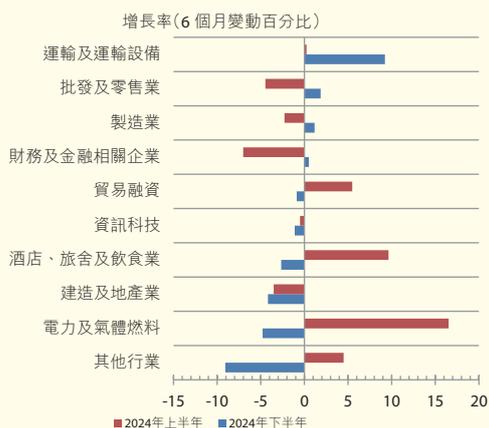


資料來源：破產管理署及金管局。

### 公司貸款<sup>64</sup>

本地公司貸款持續收縮，繼 2024 年上半年下跌 1.4% 後，於下半年收縮 1.8%。其中，向電力及氣體燃料業、建造及地產業發放的貸款下跌，而向運輸及運輸設備業、批發及零售業及製造業發放的貸款則有所上升（圖 5.14）。

**圖 5.14**  
個別行業的本地企業貸款增長



資料來源：金管局。

中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，中小企貸款狀況大致保持穩定，70% 的受訪者認為銀行在 2024 年第 4 季貸款批核的取態「沒有分別」或「較容易」（圖 5.15）。

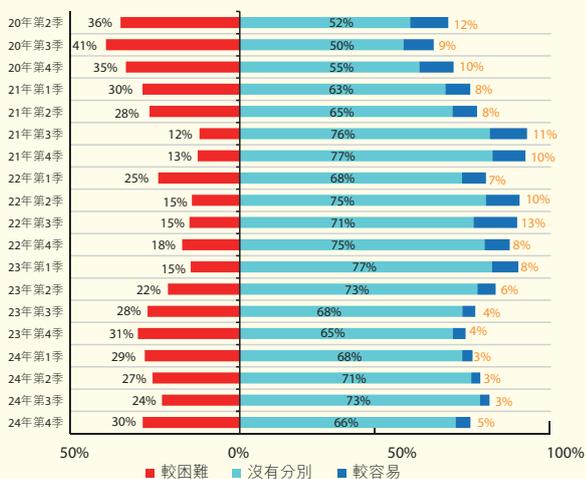
同時，在已獲批貸款的受訪者中，0% 表示銀行在 2024 年第 4 季對其貸款的取態有所「收緊」，較前一季的 1% 進一步下降（圖 5.16）。貸款收緊的含義包括各種可能的措施或安排（例如降低備用信貸額和貸款額、信貸利率上升、增加抵押品要求或縮短貸款年期等），因此，受訪者表示銀行對其貸款的取態並不直接反映銀行實際對中小企的貸款投放。

金管局鼓勵銀行在符合審慎風險管理的大原則下，以包容的態度支持面對資金周轉壓力的企業的融資需求。為更好地支持中小企適應市場及經營環境轉變，金管局和銀行業於 2024 年 10 月推出五項新措施，協助中小企持續發展和升級轉型。「中小企融資專責小組」<sup>65</sup> 的 18 家參與銀行於 2025 年 2 月進一步宣佈，所有成員銀行已一致同意透過合作機制，為遇到財政困難的中小企紓緩資金壓力。

<sup>64</sup> 不包括銀行同業貸款。於 2024 年底，公司貸款佔本地貸款的比例為 62.7%。

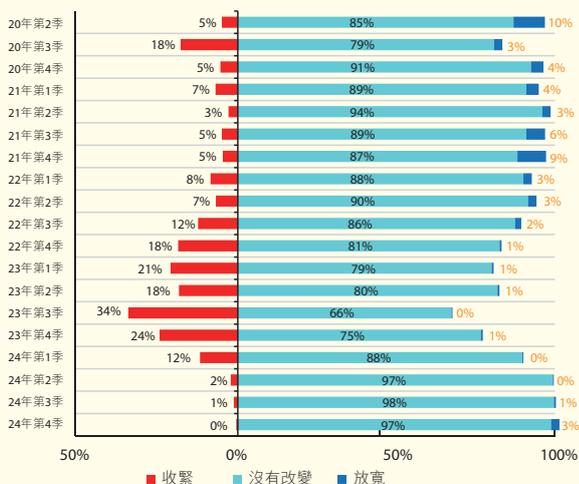
<sup>65</sup> 「中小企融資專責小組」由金管局和香港銀行公會於 2024 年 8 月共同成立，旨在從個案及行業層面進一步推動支持中小企相關工作。

**圖 5.15**  
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。

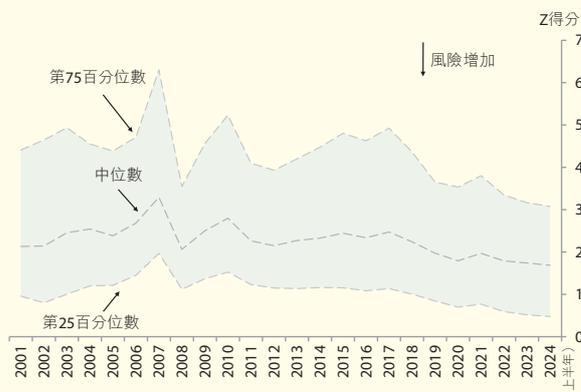
**圖 5.16**  
中小企表示銀行就已批出貸款取態的變動



註：僅包括已獲批貸款的受訪者。  
資料來源：金管局。

部分信貸風險指標顯示上市公司的財務狀況有轉差的跡象。根據在香港上市的所有非金融類公司截至2024年上半年的會計數據顯示，Altman的Z得分(一項衡量非金融類公司違約風險的指標)輕微下跌(圖5.17)。

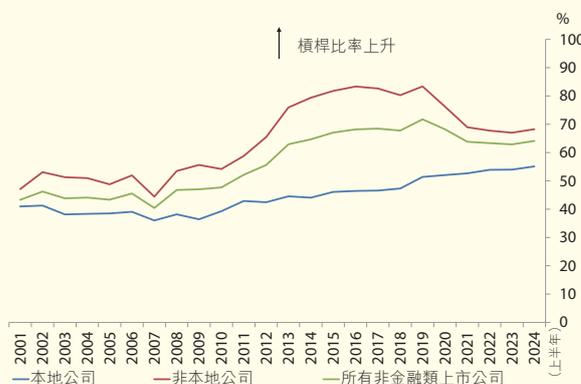
**圖 5.17**  
香港非金融類上市公司的Altman的Z得分



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2025年2月中旬止的資料計算。  
資料來源：金管局職員根據彭博彙編的估算值進行計算。

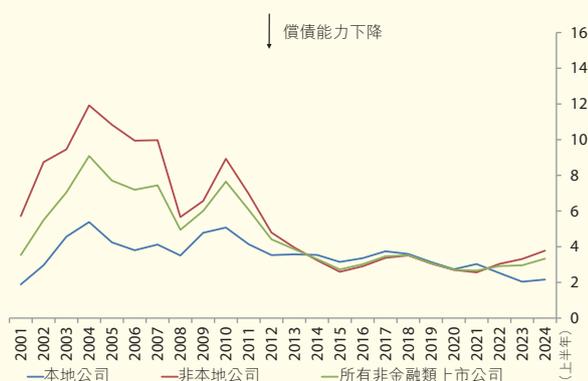
此外，加權平均負債與股東權益比率反映企業槓桿在2024年上半年有所上升(圖5.18)。不過，加權平均利息覆蓋比率反映企業償債能力有所改善(圖5.19)。

**圖 5.18**  
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2025年2月中旬止的資料計算。  
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

**圖 5.19**  
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率



註：

1. 加權平均數。
2. 利息覆蓋率按息税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2025年2月中旬止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

### 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2024年6月底的40,420億港元(佔總資產的13.0%)減少4.5%至2024年12月底的38,590億港元(佔總資產的12.1%)(表5.C)。其他非銀行類客戶風險承擔減少0.2%至19,960億港元(表5.D)。認可機構的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率<sup>66</sup>由2024年6月底的2.78%下跌至2024年底的2.38%。

**表 5.C**  
內地相關貸款

十億港元	2024年 6月	2024年 9月	2024年 12月
中國內地相關貸款	4,042	3,988	3,859
中國內地相關貸款(不包括貿易融資)	3,797	3,762	3,636
貿易融資	245	226	223
按認可機構的類別劃分：			
境外註冊認可機構	1,373	1,343	1,285
本地註冊認可機構*	1,886	1,860	1,799
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行 附屬公司	783	785	774
按借款人的類別劃分：			
中國內地國有企業	1,779	1,761	1,690
中國內地民營企業	1,196	1,184	1,110
非中國內地企業	1,067	1,043	1,059

註：

1. \*包括在本地註冊認可機構的內地分行入帳的貸款。
2. 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	2024年 6月	2024年 9月	2024年 12月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的 風險承擔	1,466	1,549	1,440
資產負債表外的風險承擔	534	545	556
總計	<b>2,000</b>	<b>2,094</b>	<b>1,996</b>

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。

<sup>66</sup> 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

### 信貸風險宏觀壓力測試<sup>67</sup>

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受嚴重的宏觀經濟及企業衝擊。表 5.E 使用截至 2024 年第 4 季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊<sup>68</sup>和一種企業衝擊下，零售銀行於 2026 年第 4 季的模擬信貸虧損比率。根據在受壓情況下的估算，在各種假定的衝擊後兩年內，預期平均信貸虧損將處於溫和水平，介乎 0.99% (物業價格衝擊及利率衝擊) 至 1.39% (香港本地生產總值衝擊) 之間。

考慮到尾端風險，於 99% 的置信水平下，銀行信貸虧損的風險值在五類受壓情境下都會上升，介乎 2.59% (物業價格衝擊) 至 3.47% (香港本地生產總值衝擊) 之間。

**表 5.E**  
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值<sup>1</sup>

情境	估計信貸虧損 (佔貸款組合的百分比)	
	平均值	於 99% 的置信 水平下的風險值
基準情境 <sup>2</sup>	0.76	2.02
受壓情境 <sup>3</sup>		
香港本地生產總值衝擊	1.39	3.47
物業價格衝擊	0.99	2.59
利率衝擊	0.99	2.61
中國內地國內生產總值衝擊	1.26	3.12
企業衝擊	1.37	3.33

註：

- 有關評估將 2024 年第 4 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自 2025 年第 1 季開始連續四個季度每季分別減少 3.2%、3.6%、9.3% 及 9.4%。
  - 物業價格衝擊：香港的實質物業價格由 2025 年第 1 季開始連續四個季度平均而言每季減少 12%。
  - 利率衝擊：實質利率自 2025 年第 1 季開始連續四個季度分別上升 0.1、0.9、1.8 及 3.2 個百分點。
  - 中國內地國內生產總值衝擊：實質國內生產總值按年平均增長率由 2025 年第 1 季起連續四個季度為 2%。
  - 企業衝擊：假設在香港上市的公司發生流動性及盈利衝擊，具體而言所有公司的短期債務在第一年無法展期，同時所有公司的收入在受壓期間的第一年按年減少 50%。這些衝擊對公司違約概率中位數的估算影響會作為壓力測試的輸入值。

資料來源：金管局職員估計數字。

## 5.4 風險及穩健性

如前文所述，香港銀行業於回顧期內仍然保持穩健。然而，若干下行風險因素，包括美國與其重要貿易夥伴之間貿易緊張局勢的不確定因素，以及美國通脹的潛在上行風險令市場對未來美國減息步伐的擔憂有所增加，將可能對香港銀行業構成挑戰。

首先，銀行在信貸風險管理方面應保持警惕，尤其是面對全球貿易衝突可能會加劇。近期公布的美國貿易關稅及其貿易夥伴相應的報復性措施，增加了全球貿易的不確定因素。這將無可避免地使全球增長前景蒙上陰影，並削弱營商信心，從而可能對企業盈利造成負面影響及考驗它們的償債能力。

<sup>67</sup> 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據《貨幣與金融穩定情況半年度報告》(2023 年 9 月) 專題 4 中一個經優化的框架計算得出。本報告中的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

<sup>68</sup> 相關衝擊是參考過往觀察到的極端事件進行調校：例如，香港本地生產總值衝擊的情境複製了 2019 年第 3 季至 2020 年第 2 季間經濟顯著下行的情況。

此外，部份基於新一屆美國政府的貿易和移民政策，市場對美國通脹上升風險和經濟增長下行風險的擔憂有所增加，並加劇了對未來美國減息步伐和幅度的不確定性。與美國利率未來走向以及其對本港利率影響的不確定性上升，可能會對銀行在管理融資成本方面構成挑戰。

儘管如此，香港銀行業的穩健資本及流動性狀況，應能提供強大緩衝以抵禦相關風險因素帶來的衝擊。

為加強我們應用監察工具分析銀行業系統性風險及新興風險因素，專題4介紹了一個利用生成式人工智能工具從銀行業績電話會議紀錄中提取有用見解的框架。分析顯示該框架能夠識別全球銀行業面臨的重要及新興風險。根據我們最新的評估顯示，地緣政治風險及信貸風險是當前全球銀行業更加關注的兩項重要風險因素，可能表示有需要對這兩方面進行更密切的監察。

### 香港的逆周期緩衝資本

逆周期緩衝資本 (CCyB) 是國際協定的《巴塞爾協定三》標準的一部分，目的是提升銀行業對系統性風險的抵禦能力。該緩衝可於經濟不景氣時下調，以便銀行能繼續提供信貸，藉以支持實體經濟。2024年10月18日公布的最新適用於香港的CCyB比率為0.5%<sup>69</sup>。

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標(表5.F)，包括初始參考計算值(IRC)得出的「緩衝資本參考指引」。IRC是一項為計算CCyB比率提供參考的衡量標準，綜合以下數據而定出：(i) 信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距；(ii) 住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距<sup>70</sup>；及(iii) 正值中性CCyB<sup>71</sup>。然而，釐定香港適用的CCyB比率並非機械式的過程，金融管理專員除參考緩衝資本參考指引外，還會參考多項指標(全面參考指標)和其他所有相關資料<sup>72</sup>。

<sup>69</sup> 詳情請參閱2024年10月發給認可機構的CCyB公布(<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-legislation-policies-and-standards-implementation/countercyclical-capital-buffer-ccyb/>)。

<sup>70</sup> 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。

<sup>71</sup> 本港現時的正值中性CCyB為1%，自2024年4月1日起生效，是IRC的下限，有助確保提供足夠緩衝，以應付可能出現的外來系統衝擊。根據正值中性CCyB的方法，若有關當局判斷風險水平並無偏高或偏低，便會致力達致一個正值的CCyB目標。詳情請參閱[https://www.bis.org/publ/bcbs\\_n130.htm](https://www.bis.org/publ/bcbs_n130.htm) (英文版)。

<sup>72</sup> 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利、資產質素及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

根據基於2024年第3季數據所作的最新評估，以及根據經修訂IRC公式計算所得的正值中性CCyB<sup>73</sup>，IRC為1%。根據作出決定時所有可得數據作出的預測顯示，在取得2024年第4季所有相關數據後，IRC較大可能應為1%。

經同時參考一系列全面參考指標和在2025年3月作出決定時可取得的所有相關資料，定量指標顯示本地經濟過熱風險受控。然而，考慮到兩個主要差距指標的近期趨勢，去槓桿化和物業市場的調整可能仍然持續。因此，金融管理專員認為適宜將CCyB比率維持在當前水平。

**表 5.F**  
香港適用的CCyB比率相關資訊

	24年第三季	24年10月18日	25年第一季
經發佈CCyB比率	0.5%		
生效日期	24年10月18日		
初始參考計算值	1.00%	1.00%	1.00%
巴塞爾共用參考指引	0.00%	0.00%	0.00%
物業緩衝資本指引	0.00%	0.00%	0.00%
綜合CCyB指引	0.00%	0.00%	0.00%
正值中性CCyB	1.00%	1.00%	1.00%
<b>主要差距指標</b>			
信貸／本地生產總值 差距	-32.8%	-35.2%	-37.9%
物業價格／租金差距	-21.5%	-25.6%	-29.2%

註：

- 各項CCyB指引的數值以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發佈日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據（有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1）。如果有CCyB發布，發布日期會顯示於相應欄頂。如果沒有CCyB發布，欄頂則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。
- 根據自2024年4月1日起生效的經修訂CCyB框架，2.5%的上限適用於綜合CCyB指引，而非巴塞爾共用參考指引及物業緩衝資本指引（有關公式及解釋的詳情，請參閱《監管政策手冊》單元CA-B-1）。

資料來源：金管局。

表5.G 載列銀行業的主要表現指標。

<sup>73</sup> 根據於2024年4月1日生效的最新CCyB框架，IRC會取兩項組成項目的較高值，分別為i) 根據信貸與本地生產總值差距及樓價與租金差距定出的綜合CCyB指引；及ii) 為IRC設定下限的正值中性CCyB。

**表 5.G**  
**銀行業的主要表現指標<sup>1</sup>(%)**

	12/2023	9/2024	12/2024
<b>利率</b>			
1個月香港銀行同業拆息 <sup>2</sup> (季度平均數)	5.19	4.19	4.32
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	5.34	4.36	4.34
最優惠貸款利率 <sup>3</sup> 與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	0.69	1.66	1.16
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)	0.54	1.49	1.13
綜合利率 <sup>4</sup>	2.94	2.35	2.24
<b>所有認可機構</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>5</sup></b>			
存款總額	+2.8	+2.5	+1.2
港元	+0.5	+1.3	+0.4
外幣	+4.8	+3.5	+1.9
貸款總額	-1.0	-0.2	-0.7
本地貸款 <sup>6</sup>	-0.1	-0.8	-0.1
在香港境外使用的貸款 <sup>7</sup>	-3.5	+1.7	-2.3
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-2.5	+4.8	+2.4
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	+2.5	+6.7	+1.4
<b>資產質素</b>			
佔貸款總額百分比 <sup>8</sup>			
合格貸款	96.41	96.00	95.90
需要關注貸款	2.03	2.01	2.14
特定分類貸款 <sup>9</sup> (總額)	1.57	1.99	1.96
特定分類貸款(淨額) <sup>10</sup>	0.83	1.17	1.21
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	1.24	1.64	1.55
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額) <sup>11</sup>	2.58	2.79	2.38
<b>流動性比率(綜合)</b>			
流動性覆蓋比率 — 適用於第1類機構(季度平均數)	178.5	178.4	178.4
流動性維持比率 — 適用於第2類機構(季度平均數)	65.7	67.3	67.0
穩定資金淨額比率 — 適用於第1類機構	144.4	142.8	143.4
核心資金比率 — 適用於第2A類機構	169.4	184.3	186.7
<b>零售銀行</b>			
<b>盈利</b>			
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)	0.26	0.19	0.22
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	1.67	1.50	1.52
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	38.9	38.3	39.2
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.08	0.11	0.11
信用卡貸款			
拖欠比率	0.30	0.35	0.35
撤帳率 — 按季年率計	1.98	2.33	2.30
— 有關年度截至該月止以年率計	1.74	2.25	2.18
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率(綜合)</b>			
普通股權一級資本比率	17.2	18.0	17.9
一級資本比率	18.9	19.7	19.9
總資本比率	21.1	21.8	21.8
槓桿比率	7.9	8.0	8.0

註：

- 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
- 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
- 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
- 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元利率敏感負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債(如港元不計息活期存款)。詳情載於金管局網站。
- 季度變動。
- 在香港使用的貸款及貿易融資。
- 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
- 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構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

# 利用生成式人工智能工具監察全球銀行業的系統性風險： 基於業績電話會議紀錄數據的分析

### 引言<sup>74</sup>

生成式人工智能是一項強大且高效的工具，能夠分析大量非結構性文本數據。此工具對監察全球金融市場風險而言頗為實用，因為來自市場參與者的文本資訊（例如業績電話會議紀錄）可以提供及時且重要的見解，以啟示重要的及新興的風險因素。分析此類資訊可能有助於彌補傳統監察方法基於主要依賴較為滯後的定量數據而出現的不足。

在此背景下，本專題展示了一個應用大型語言模型來分析銀行業績電話會議紀錄內容的框架<sup>75</sup>，用作分析有關全球銀行業所面對的重要及新興的風險因素。

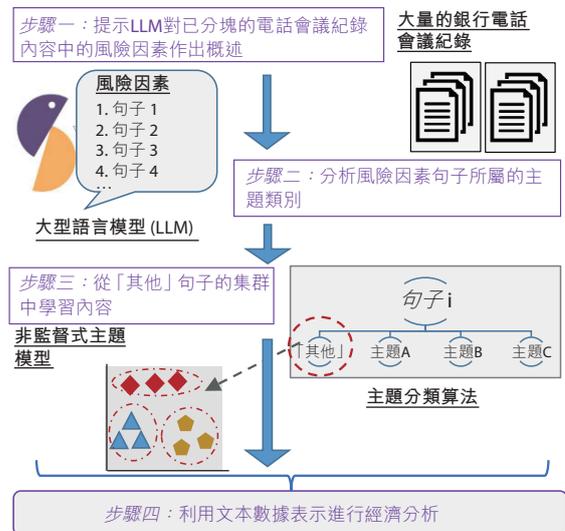
我們應用該框架識別了在 2020 年至 2023 年期間發生的三次銀行業受壓事件的關鍵風險因素。我們得出的結果顯示，該框架識別的關鍵風險因素與相關事件的實際風險驅動因素一致。此外，我們發現該框架能夠在財務指標於受壓事件期間尚未出現轉差時，已提供相關的早期預警訊息。這顯示該框架能有效監察全球銀行業面對的系統性風險。

最後，通過應用該框架分析 2024 年下半年的銀行業績電話會議紀錄，我們會檢視全球銀行業近期的風險狀況。

### 文本紀錄數據及分析框架概述

我們利用生成式人工智能工具分析了 2019 年至 2024 年間全球約 520 家上市商業銀行逾 11,600 份業績電話會議紀錄<sup>76</sup>。這些紀錄包含適時且豐富的定性資訊，包括銀行當前的業務表現、前景，以及銀行管理層、市場分析師和投資者關注的風險。

圖 B4.1：  
基於生成式人工智能的監察框架示意圖



註：「其他」表示由主題分類算法劃分至「其他」組的風險概述語句。

<sup>74</sup> 詳情請參閱 Wong et al. (2025)：《利用生成式人工智能工具監察全球銀行業的系統性風險：基於業績電話會議紀錄數據的分析》，金管局研究備忘錄，（即將刊發）。

<sup>75</sup> 文本紀錄記載了上市銀行董事會與投資者、分析師及傳媒召開業績電話會議討論某一財務期間財務表現的內容。本分析使用的紀錄數據來自標普 Capital IQ。

<sup>76</sup> 樣本銀行總部位於北美、亞太及歐洲地區的比例分別為約 42%、25% 及 21%。

圖B4.1展示的示意圖概括了該框架涉及的關鍵步驟。其可大致分為四個步驟：文本概述、主題分類、主題學習、定量分析。

第一步，大型語言模型<sup>77</sup>會擷取會議紀錄中有關風險的討論。大型語言模型能夠在保留關鍵資訊的前提下，將冗長的紀錄濃縮為更短、更結構化及更易讀的格式。為引導大型語言模型生成輸出符合格式的結果，我們設計了特別提示模板，指示大型語言模型根據紀錄生成最多七個有關風險討論的語句，這些輸出結果有助於後續步驟的分析。

第二步，我們使用主題分類算法將風險概述語句劃分至37個特定主題，由此我們得以衡量不同風險主題在業績電話會議紀錄中被提及的頻率。由於一個風險語句可能涉及多個主題<sup>78</sup>，因此，當滿足若干條件下，一個語句最多可劃分至37個預先界定主題中的三個<sup>79</sup>。這37個預先界定主題可進一步歸入13個更廣泛的風險類別（例如，「資金成本」及「利率前景」主題歸入「利率風險」類別），以便詮釋。不符合37個預先界定的特定主題的風險語句，均會被歸入「其他」類別及會在第三步被用作進一步的主題學習。

接下來，由非監督主題模型分析「其他」風險語句，以識別任何未涵蓋在預先界定風險主題中的新興風險主題。概括而言，主題模型會識別具相似語境的語句集群，以便根據集群內語句的特徵抽取出具意義的主題標籤<sup>80</sup>，由此生成的主題標籤有助我們識別全球銀行業面臨的新興風險因素。

最後，按風險主題分類的所有風險語句（即步驟二和三的輸出結果）能用於定量評估有關風險主題在全球銀行業隨時間變化的重要性和趨勢，以及風險主題彼此之間的相互聯繫。

### 基於全球銀行業近年面對的受壓事件衡量框架的有效性

我們將該框架應用於2021年下半年至2024年下半年期間，涵蓋全球銀行業的三次特定受壓事件，即(i)2022年上半年的俄烏衝突，(ii)2023年上半年的美國銀行業動盪事件，及(iii)以美國為總部的銀行對商用物業的風險敞口帶來的壓力。

<sup>77</sup> 相關分析應用了金管局內部大型語言模型作分析。

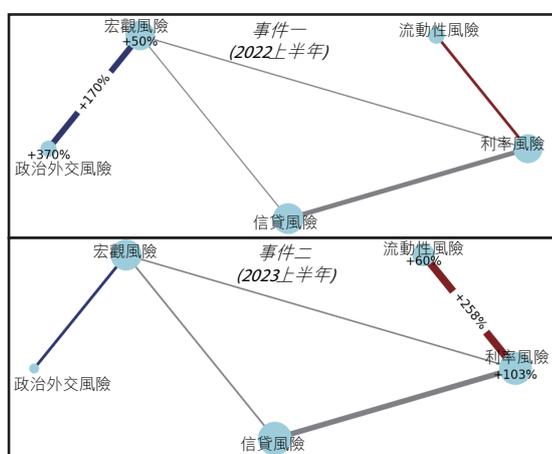
<sup>78</sup> 例如，風險概述語句「主要受俄烏戰爭影響，在能源及食品價格上漲的帶動下，短期內通脹壓力仍然顯著」同時涉及政治外交風險及宏觀風險。

<sup>79</sup> 具體而言，如果語句與某一預先界定主題的相似性分數超過一定臨界值，則算法會將該語句劃分至該主題。

<sup>80</sup> 例如，可應用文字雲及大型語言模型標註技術，為這些潛在集群生成主題標籤。

圖 B4.2 概述了該框架的結果，分別展示前兩次事件所識別的關鍵風險主題及其互相關聯的簡化網絡圖<sup>81</sup>。圖中，節點越大代表會議紀錄中反映的風險主題重要性越高（以會議紀錄中提及有關風險的次數相對於 2021 年下半年的相應水平衡量），而線條越粗則代表有關的風險主題彼此間的關聯性越強（以會議紀錄中同時提及二者的次數衡量）。

**圖 B4.2：**  
兩次近期受壓事件所識別的關鍵風險因素及其互相關聯



註：節點及邊線上報告的數字分別表示會議紀錄中提及的次數相對於 2021 年下半年相應水平的變動百分比。  
資料來源：金管局職員根據標普 Capital IQ 紀錄數據所作的估計。

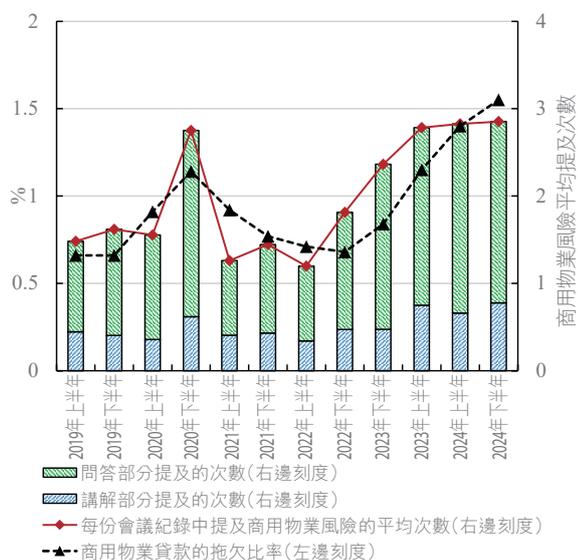
i.) 我們發現在事件一（即 2022 年上半年的俄烏衝突）期間的紀錄中對政治外交風險的提及次數大幅增加（較 2021 年下半年相應水平激增 3.7 倍）。重要的是，對政治外交風險的關注程度增加與宏觀風險密切相關，可反映在會議紀錄中同時提及二者的句子次數有顯著增加（即上圖中的藍色邊線）。上述發現恰與當時銀行業對於地緣政治緊張局勢拖累全球經濟增長及通脹的憂慮加劇一致。

ii.) 就事件二而言，隨著全球利率在 2023 年上半年已經快速上升至頗高水平，利率風險被識別為銀行業的一項關鍵風險因素。此外，對利率風險的關注程度增加與流動性風險密切相關，同時提及二者的句子次數激增 2.6 倍（即下圖中的紅色邊線）。這一結果顯示，隨著矽谷銀行倒閉事件發生，市場在高息環境下對銀行業資金及流動性狀況的關注增加。

除識別會議紀錄中的關鍵風險因素外，我們的框架亦能夠出現受壓事件中提供具可靠性的早期預警訊號。為顯示這一點，我們探討了美國銀行業就商用物業風險敞口帶來的壓力為例。圖 B4.3 顯示了以美國為總部的上市銀行（即美資銀行）的業績電話會議紀錄中提及商用物業風險的平均次數，如何隨時間變化。

<sup>81</sup> 為便於說明，與金融穩定性風險監察較少關聯的若干標準風險因素（如盈利風險及業務增長風險）未包含於此簡化網絡圖內。

**圖 B4.3：**  
美資銀行每份會議紀錄提及商用物業風險的平均次數



資料來源：金管局職員根據標普 Capital IQ 紀錄數據及聯邦儲備經濟數據所作的估計。

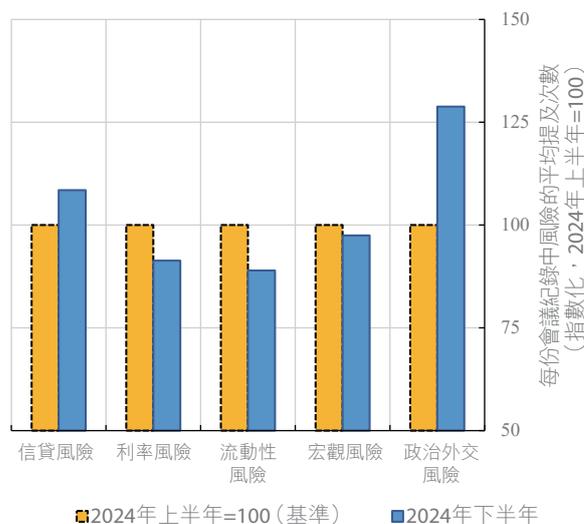
兩個結果值得留意。首先，隨着美國貨幣政策利率自 2022 年 3 月起迅速上升，2022 年下半年會議紀錄中提及商用物業相關風險的次數顯著上升（圖 B4.3 中的紅線），表明此風險已經快速成為一個重要的關注點。重要的是，該框架能夠在美資銀行的商用物業貸款拖欠比率出現轉差之前已提出警示訊號，顯示該框架可就新興的風險提供可靠的早期預警。

其次，有關商用物業的討論增加主要來自會議紀錄中的問答部分。這表明該框架能夠有效擷取更廣泛的資訊（例如分析師及投資者的觀點和評估），而不僅限於銀行管理層所提供的資訊，這可為監察銀行業面臨的潛在風險及脆弱點提供及時和有價值的見解。

### 基於 2024 年下半年數據的最新評估

在本節中，我們將該框架應用於 2024 年下半年的業績電話會議紀錄，以識別全球銀行業面臨的重要風險及趨勢。<sup>82</sup> 圖 B4.4 展示了前文探討的五個主要風險主題於 2024 年上半年至下半年間的平均提及次數的變動。圖中數字均以 2024 年上半年的相應值為基準。

**圖 B4.4**  
基於 2024 年下半年會議紀錄數據的最新評估



資料來源：金管局職員根據標普 Capital IQ 會議紀錄數據所作的估計。

我們的最新評估顯示，對利率風險及流動性風險的關注程度在 2024 年下半年略有下降，部分反映多個主要先進經濟體的央行於同一期內開始下調其貨幣政策利率。

<sup>82</sup> 評估所使用的紀錄包括了截至 2024 年 12 月 28 日為止可收集的在 2024 年 7 月至 12 月舉行的會議的紀錄數據。

然而，我們注意到對信貸風險的關注程度有所增加。這可能反映儘管政策利率已有下降，但潛在的「更長時間維持高息」環境可能會持續對借款人的償債能力構成壓力。

此外，電話會議紀錄顯示政治外交風險有跡象再次成為重要憂慮，這可能反映對包括在2024年底美國總統選舉結果及新一屆美國政府下可能對美國外交政策（尤其是有關貿易及地緣政治問題有關的政策）的潛在影響等不確定因素。

### 結論

本專題展示了一個監察全球銀行業面臨的風險可行框架，其中透過利用生成式人工智能工具從銀行業績電話會議紀錄中擷取實用資訊。結果顯示，該框架能夠識別銀行所面臨的重要及新興的風險。此外，框架亦顯示地緣政治風險及信貸風險是最近期全球銀行業更關注的兩項重要風險因素，或反映有需要對這兩項風險進行更密切的監察。

儘管前述顯示該框架在監察系統性風險方面頗為實用，但我們亦有需要認清生成式人工智能工具的局限性（包括其「黑箱」性質）<sup>83</sup>。因此，為減低潛在的模型風險問題，此類生成式人工智能工具應與傳統監察工具結合使用。

---

<sup>83</sup> 由於大型語言模型在內容生成方面帶有概率性，這意味着它們可能會發生「幻覺」問題，即大型語言模型可能會生成不真實或不符合上下文的未來事件內容，而非僅總結給定的輸入資料。

---

# 詞彙

---

## 總結餘

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

## 認可機構

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

## 最優惠貸款利率

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

## 負債證明書

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

## 綜合消費物價指數

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

## 綜合利率

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

## 兌換保證

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

## 兌換範圍

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

## 外匯基金票據及債券

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

## 貨幣基礎

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

## 貨幣供應

在整個經濟體系內的貨幣總量。香港貨幣供應量的指標有3個：貨幣供應M1是指市民持有的法定貨幣（包括紙幣及硬幣）與持牌銀行客戶的活期存款。貨幣供應M2是指貨幣供應M1所包括的項目，再加上持牌銀行客戶的儲蓄及定期存款，以及由持牌銀行發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。貨幣供應M3是指貨幣供應M2所包括的項目，再加上有限制牌照銀行及接受存款公司的客戶存款，以及由這兩類機構發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。

## 名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

©2025 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](http://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](mailto:publicenquiry@hkma.gov.hk)

**[www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)**