

2. 全球環境及展望

2.1 外圍環境

在回顧期內，全球經濟環境因美國貿易政策的不確定性加劇而出現波動。美國政府在4月2日宣布實施對等關稅後引發市場震盪，投資者擔心保護主義抬頭會窒礙全球經濟增長並加劇美國通脹，同時政策不確定性上升亦將抑制投資活動。隨着對等關稅及各類行業性關稅相繼實施，美國平均有效關稅稅率估計將上升至約17%（圖2.1）。然而自對等關稅公告以來，環球金融市場仍繼續順暢運作，並未出現明顯的流動性緊張跡象。儘管有跡象顯示消費支出正在放緩，美國經濟仍持續展現韌性。

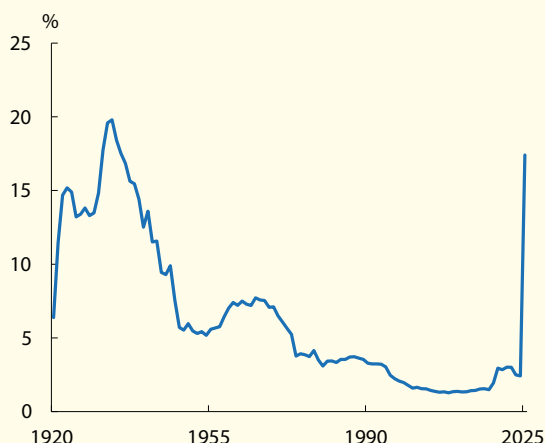
與此同時，市場對美國財政可持續性的憂慮日益加深。據美國國會預算辦公室推算，美國國會在7月通過的「大而美法案」將會為美國未來十年增加3.4萬億美元的基本赤字。加上穆迪在5月下調美國主權信用評級，以及市場對關稅推升通脹的憂慮，導致美國30年期國債收益率於5月升至5%以上，而收益率在9月初前仍徘徊於該水平。

關稅推升通脹的潛在風險促使美聯儲在減息上採取審慎態度，其政策利率自去年底起一直保持不變，直至9月才減息25個點子。相比之下，日本央行未來或會考慮上調政策利率。這種貨幣政策分歧可能會加劇資

金流的波動性。同時，一邊廂不確定性正在增加，另一邊廂環球市場依然表現暢旺，可能導致風險定價失衡，市場的波動性或會上升。

除宏觀經濟風險外，網絡風險已成為金融穩定方面日益令人擔憂的問題。影響金融機構的網絡事件越發頻繁，嚴重程度不斷上升，可能會削弱客戶信心，導致客戶驟然提取資金。專題1分析了網絡事件導致的投資基金流動性風險。

圖 2.1
美國平均有效關稅稅率

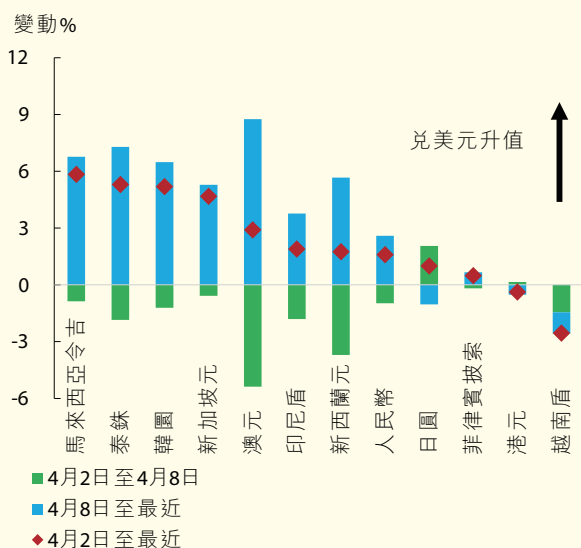


註：平均關稅稅率是基於截至9月4日的關稅措施，並按替代效應前的進口份額推算。實際關稅稅率或會因進口替代效應而減少。
資料來源：耶魯大學預算實驗室。

加劇的政策不確定性及貿易緊張局勢持續為亞太經濟體帶來重大阻力。雖然區內的國內生產總值增長在今年首兩季整體保持穩健，但這些經濟體內對外敞口較高的行業已出現受壓跡象。例如，出口訂單及投資等

高頻指標顯示，美國關稅及不確定性正拖累經濟活動。專題2分析區內綠地外商直接投資的最新趨勢與發展，並探討其政策啟示。區內金融及貨幣市場亦因應美國關稅政策反覆而起伏不定，但整體交易仍然有序。值得注意的是，在4月關稅公布後，受美元走弱及外匯對沖活動影響，區內若干貨幣於最近數月受到明顯升值壓力（圖2.2），加劇了關稅對當地出口商的影響。在此背景以及通脹壓力放緩下，區內多家央行已下調政策利率，並有央行表示全球貿易緊張局勢加劇是一項關鍵的下行風險。

圖 2.2
亞太地區：自4月2日以後的兌美元匯率變動

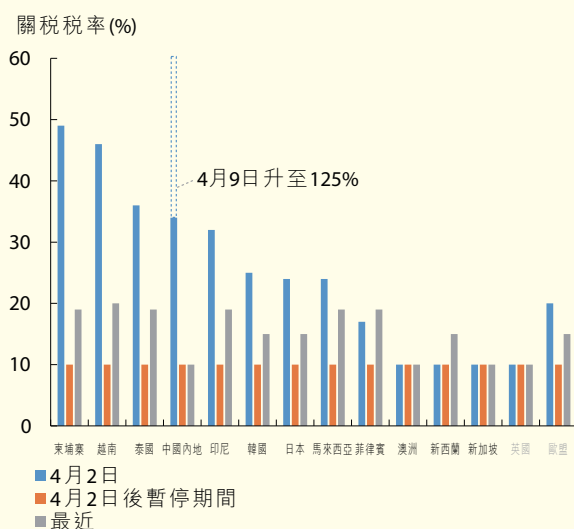


註：最近觀察數據為2025年8月25日。
資料來源：彭博及金管局職員計算數字。

8月初美國實施廣泛及針對不同經濟體的關稅措施可能進一步削弱區內經濟增長動力，並危及亞洲高度整合且具競爭力的供應鏈網絡。儘管亞洲多個經濟體已與美國達成貿易協議，但關稅稅率仍高於其他主要經濟體，以及對等關稅措施暫緩期間適用的10%單一

稅率（圖2.3）¹。此外，這些關稅的最終定案情況及其對更廣泛地區的潛在溢出效應仍存在相當大的不確定性。特別是，近期貿易協議中對本地附加值內容的重視可能會導致未來供應鏈進一步轉變，例如將生產集中於個別經濟體或更接近目標市場，這樣或會降低區內緊密整合的供應鏈所帶來的經濟效益及效率。

圖 2.3
亞太地區：自4月2日以後美國宣布或實施的對等關稅



註：最新數據基於截至2025年8月26日的資料。所示稅率未計及適用於各經濟體的40%轉口關稅，以及若干產品的豁免及關稅。非亞洲經濟體以灰色標示。
資料來源：彭博及白宮。

¹ 目前，美國僅與中國內地、歐盟、印尼、日本、巴基斯坦、菲律賓、南韓、英國及越南達成了貿易協議。

2.2 中國內地

經濟表現和政策回應

儘管外圍環境充滿挑戰，內地經濟仍展現韌性，於2025年上半年按年增長5.3%，有望實現全年5%左右的官方增長目標（圖2.4）。由於當局加強財政及貨幣政策支持，並重點促進消費，尤其是服務消費，所以內需進一步擴大。²雖然中美關稅大幅波動，但內地貨物出口增長較預期穩健，部分是基於訂單提前下達並發貨，以及出口市場多元發展。³

圖 2.4
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：國家統計局、CEIC及金管局職員估計數字。

在政策持續支持下⁴，內地經濟有望於2025年下半年進一步增長。其短期前景面臨多項不明朗因素及風險，包括美國進一步提高關稅及其對全球貿易的負面影響⁵，以及再度轉弱的內地房地產市場。市場對2025年內地經濟增長的最新預測介乎4.5%至5.0%之間。

整體消費物價指數(CPI)通脹率於2025年首八個月維持低迷，按年計平均為-0.1%，部分是受食品及能源價格下跌拖累。剔除食品及能源的核心CPI通脹率於近期有所微升，反映服務價格上漲。與此同時，整體失業率於8月微升至5.3%，其中16-24歲及25-29歲年齡組別的失業率因受到傳統畢業季節影響分別爬升至18.9%及7.2%。

資產及信貸市場

內地房地產市場於2025年第2季再度轉弱，此前兩個季度曾出現回穩跡象。一線城市樓價於第2季重現環比下滑態勢，二、三線城市樓價則進一步走低（圖2.5）。8月住宅銷售面積及房地產投資按年跌幅亦有所擴大，而土地出讓收入增長再次回軟（圖2.6）。

² 有關措施包括：(i) 擴大消費品以舊換新計劃，(ii) 5月下調存款準備金率及政策利率，(iii) 設立服務消費與養老再貸款，(iv) 部分地方政府提供育兒補貼，及(v) 簽證規定放寬、過境免簽及境外旅客購物離境退稅。

³ 與去年同期比較，由於美國加徵關稅，輸往美國的出口大幅下滑，而輸往東盟及歐盟經濟體的出口增長則大致保持穩健。

⁴ 有關政策包括消費品以舊換新計劃、全國範圍育兒補貼、逐步推行免費學前教育、新的擴大服務消費的政策措施，以及基礎設施建設，例如位於雅魯藏布江的全球最大水力發電大壩。當局亦承諾要綜合整治部分行業的「內卷式」競爭。

⁵ 事實上，儘管內地在特朗普首個總統任期內透過出口目的地多元化取得不俗的出口表現，但其他地區保護主義抬頭，加上「連結型」經濟體(connector economies)面臨的美國轉口關稅上漲，已引發了對貿易前景的憂慮。

圖 2.5
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格

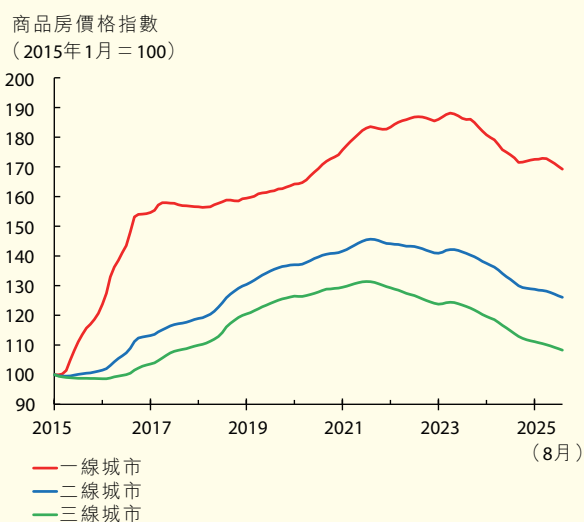
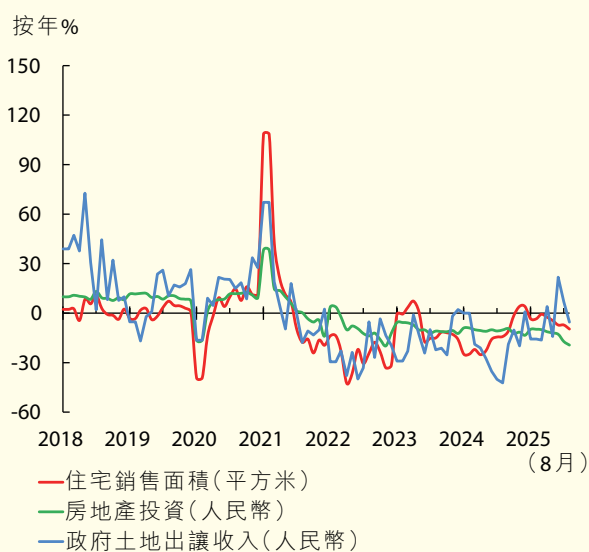


圖 2.6
中國內地：住宅市場活動



最近數月，當局透過優化有關政策，繼續加大力度推動房地產市場回穩。⁶政策官員重申，城鎮化正從快

速增長期轉向穩定發展期，相應城市發展正從大規模增量擴張轉向存量提質增效。因此，應加快構建房地產發展「新模式」，穩步推進城市更新。房地產市場的短期前景將取決於內地整體經濟前景及房地產市場政策回應。

內地銀行業整體風險在2025年上半年仍然受控。不良貸款率維持在低位(表2.A)。內地大型銀行的撥備覆蓋率(6月為249.2%)仍遠高於最低監管要求。隨着債券市場上升及國債收益率低企，人民銀行於7月初警示，對於債券投資較為激進的中小銀行應該關注債券面臨的利率及信用風險。

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(%)	2024年 6月	2024年 12月	2025年 6月
國有商業銀行	1.24	1.23	1.21
股份制商業銀行	1.25	1.22	1.22
城市商業銀行	1.77	1.76	1.76
農村商業銀行	3.14	2.80	2.77

資料來源：CEIC。

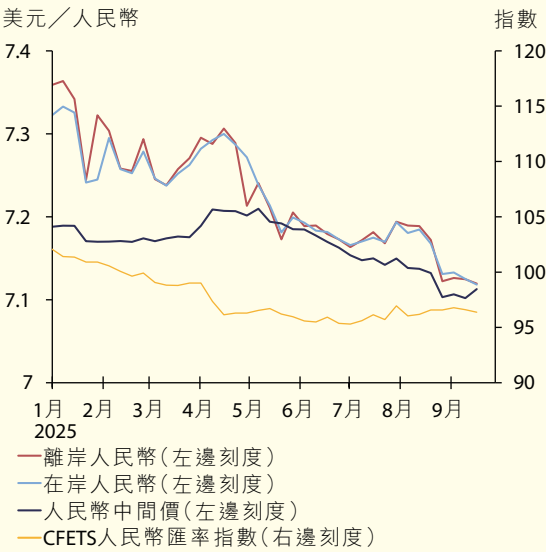
匯率及資金流指標

人民幣兌美元匯率的官方中間價及市價於4月至8月期間大致走強(圖2.7)，部分原因是美元疲軟。同期，人民幣對其他貨幣普遍走弱。人民銀行再次強調會保持人民幣匯率基本穩定及防範匯率超調風險。央

⁶ 部分具體措施包括：(i)降低融資成本，(ii)推出新融資模式，(iii)增加地方政府專項債券發行以支持閒置土地回購及保障性住房供給，(iv)確保「好房子」供應，(v)下達中央預算內投資城市更新專項800億元人民幣，及(vi)鼓勵擴充租賃住房供給。北京、上海和深圳最近亦放寬了購房限制。

行亦推出一系列新措施以推進人民幣國際化。⁷ 跨境資金流方面，隨着股市氣氛改善，內地債券市場在2025年首六個月持續錄得大幅淨流入後，於7月轉為淨流出(表2.B)。與此同時，境外投資者持債規模近期亦有所下降。

圖 2.7
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率以及 CFETS 人民幣匯率指數



註：「CFETS」指中國外匯交易中心。
資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

表 2.B
中國內地：跨境債券資金流指標

(十億人民幣)	2024 年	2025 年 上半年	25 年 3 月	25 年 4 月	25 年 5 月	25 年 6 月	25 年 7 月
北向債券通	492	296	81	109	-3	1	-53
全球通及 QFI	1135	853	234	193	140	68	-43
銀行間市場外資持有量變化	492	71	142	95	-96	-116	-304

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

資料來源：Wind、CFETS及金管局職員估計數字。

⁷ 近期的人民幣國際化舉措包括：(i) 人民銀行在今年的陸家嘴論壇宣布將設立國際運營中心，以推進數字人民幣及服務數字金融創新，及(ii)上海期貨交易所修訂其規則，准許國際投資者以外匯作為人民幣計價商品交易的抵押品，自8月8日起生效。

專題 1

評估網絡風險對金融穩定的影響：基於投資基金的實證分析

引言⁸

隨着全球金融體系日益數碼化及互聯互通，影響金融機構的網絡事故⁹發生的頻率及嚴重程度急劇上升，引發各方對金融體系的穩定性產生憂慮（國際貨幣基金組織，2024）。特別令人擔憂的是，網絡事故可能削弱客戶信心，並引發資金的突然撤回（稱為「網絡擠提」），從而加劇受這些事件影響的金融機構的流動性風險。

開放式投資基金尤其容易受到「網絡擠提」的影響，因為若投資者對基金管理公司在管理網絡風險方面的能力失去信心，他們可於短時間內贖回投資。然而，投資基金因為此類事故所面臨的資金流出程度尚缺乏實證研究，這可能是由於缺乏有關網絡事件的全面數據。本專題旨在透過實證研究探討網絡事故對投資基金資金流出的影響，並探討加強網絡安全防範能否減輕其流動性風險。

網絡事故及投資基金的數據

1) 網絡事故

由於缺乏單一且全面的網絡事故數據集，我們從多個資料來源編製了網絡事故的歷史紀錄。首先，我們匯總了四個在學術研究中常用的數據庫的數據：(a) Center for International & Security Studies at Maryland、(b) European Repository of Cyber Incidents、(c) Board Cybersecurity，以及(d) Center for Strategic and International Studies。由

於這些數據庫並非詳盡無遺，我們亦手動檢索了新聞報道及監管申報文件中的網絡事故。¹⁰綜合所有數據來源後，我們取得2013年至2024年期間在基金管理公司層面發生的72宗網絡事故樣本。我們的樣本包括36個主要基金管理公司，其於2024年合共管理着全球約50%的開放式股權基金資產。¹¹

2) 基金管理公司及其投資基金

基金管理公司的數據來自S&P Capital IQ。我們通過加權平均其在數據庫中對網絡安全措施及資訊科技基礎設施的得分來估算其網絡安全防範水平。分數越高表示網絡安全防範水平越佳。對於相應的投資基金，我們從晨星收集了資料。¹²我們的樣本涵蓋了3,910隻被動追蹤740個不同股票指數的開放式基金，其2024年的淨資產估計約為1.2萬億美元。¹³

⁸ 詳情請參閱梁栢豪等人(2025)：《評估網絡風險對金融穩定的影響：基於投資基金的實證分析》(英文版本)，金管局研究備忘錄，(即將刊發)。

⁹ 參考國際貨幣基金組織(2024)，這裡的「網絡事故」是指對資訊系統或其處理、儲存或傳輸的資訊造成負面影響的事故。

¹⁰ 新聞報道取自彭博、金融時報、路透社、華爾街日報、全國廣播公司商業頻道及雅虎財經。監管申報文件包括美國證券交易委員會的8-K表格及向美國當地機關提交的網絡事故報告。

¹¹ 該等基金管理公司的開放式股權基金淨資產於2024年估計為17.9萬億美元，而全球所有開放式股權基金的淨資產則為35.7萬億美元(美國投資公司協會，2025)。

¹² 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。

¹³ 投資基金可能具有多種特徵，這些特徵可能同時影響其資金流動。因此，本研究將樣本限於指數追蹤基金，以盡量減少遺漏變數的影響。

實證分析

實證分析分為兩個部分。第一部分我們研究了「網絡擠提」對投資基金的影響程度，並評估網絡安全防範水平在減輕其影響方面的有效性。第二部分則探討加強網絡安全防範能否降低網絡事故發生的概率。

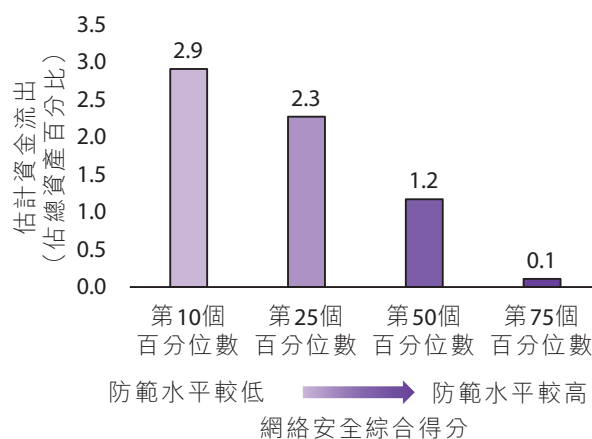
1) 「網絡擠提」的影響程度及網絡安全防範的減緩作用

為了估計「網絡擠提」對投資基金的影響程度及網絡安全防範水平的減緩作用，我們採用了固定效應模型進行迴歸分析。

結果顯示，如果網絡事故嚴重干擾基金管理公司的投資運作，投資基金會遭受「網絡擠提」。¹⁴ 擠提的嚴重程度主要取決於基金管理公司的網絡安全防範水平（圖 B1.1）。具體而言，防範水平較低的基金管理公司（即網絡安全綜合得分位於我們樣本的第 10 個百分位數）在發生網絡事故後，估計當周會面臨相當於其淨資產 2.9% 的資金流出。這一估計在經濟上具有顯著意義，因為它遠高於過去十年每周平均 0.2% 的資金流入。相比之下，防範水平較高的基金管理公司（網絡安全綜合得分處於第 50 個百分位數）估計面臨較小的資金流出，僅為 1.2%。

這些發現表明，加強網絡安全防範可以增強投資者對基金管理公司的信心，從而減少開放式基金在網絡事故中面臨的資金流出，並降低流動性風險。

圖 B1.1
按網絡安全防範水平分析網絡事故對資金流出的估計影響



註：每個棒條代表網絡安全綜合得分處於我們樣本基金中所指百分位數的投資基金的估計資金流出。分數越高表示網絡安全防範水平越高，反之亦然。
資料來源：金管局職員估計數字。

2) 網絡安全防範對網絡事故發生概率的影響

為了進一步研究加強網絡安全防範能否降低基金管理公司在未來一年遭遇網絡事故的概率¹⁵，我們採用了固定效應機率單位模型進行迴歸分析。

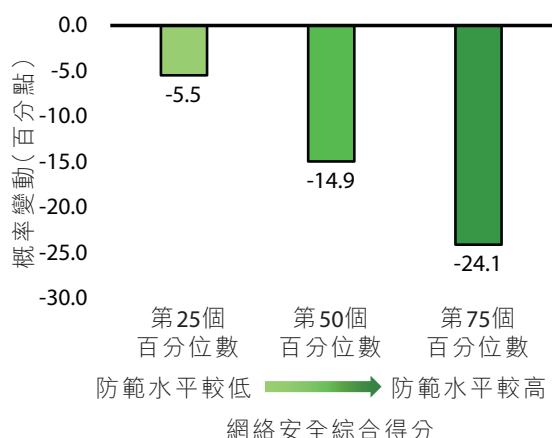
以防範水平較低的基金管理公司（網絡安全綜合得分位於第 10 個百分位數）為基準，結果顯示當網絡安全綜合得分上升時，發生網絡事故的概率會大幅下降（圖 B1.2）。具體而言，對於防範水平較高的基金管

¹⁴ 我們樣本中四分之三的網絡事故並未對基金管理公司的投資運作造成嚴重干擾，而是導致資料外洩及非投資運作中斷等其他影響。我們的分析表明，此類事故不會顯著導致其投資基金出現「網絡擠提」。

¹⁵ 在我們的樣本期內，基金管理公司一年內至少遭遇一宗網絡事故的平均概率約為 14%。對於網絡風險較高的基金管理公司，有關概率可高達 50%，即每兩年便會遭遇一宗網絡事故。

理公司(網絡安全得分位於第50個百分位數)，有關概率估計較基準下降14.9個百分點。這些發現表明，加強網絡安全防範可以顯著降低發生網絡事故的概

圖 B1.2
網絡事故發生概率相較防範水平較低基金管理公司的估計降幅



註：每個棒條代表網絡安全綜合得分位於我們樣本基金管理公司中所指百分位數的基金管理公司遭遇網絡事故的概率相較得分位於第10個百分位數的防範水平較低基金管理公司的估計降幅。分數越高表示網絡安全防範水平越高，反之亦然。
資料來源：金管局職員估計數字。

結論及啟示

總而言之，我們的實證分析揭示了「網絡擠提」對投資基金的影响程度。有關結果突顯了加強網絡安全防範在減少資金流出及降低網絡事故發生概率方面的重要性。

這些發現對金融穩定性具有三項重要的政策啟示。首先，鼓勵金融機構加強其網絡安全防範，從而提升其抵禦網絡風險及潛在影響的能力，這一點至關重要。其次，有必要加大對網絡相關流動性風險的監控力度，例如在網絡相關壓力情境下進行流動性測試。最後，網絡事故報告的資料來源分散零碎，對評估網絡風險對金融穩定的影响構成挑戰，這表明需要國際行動來加強及統一網絡事故的報告。

參考文獻

International Monetary Fund (IMF). (2024). Chapter 3: Cyber Risk: A Growing Concern for Macroeconomic Stability. Global Financial Stability Report.

Investment Company Institute.(2025). Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows First Quarter 2025.

專題 2

近期區內外商直接投資的發展：初步分析與政策啟示

引言

受美國廣泛加徵關稅影響，亞太地區經濟前景面對的不明朗因素及下行風險加劇，可能會削弱區內的綠地外商直接投資 (greenfield foreign direct investment)。¹⁶ 對外商直接投資的潛在干擾或會進而影響區內高度整合且具競爭力的供應鏈網絡，並阻礙區內經濟體實現綠色轉型及可持續增長的能力。

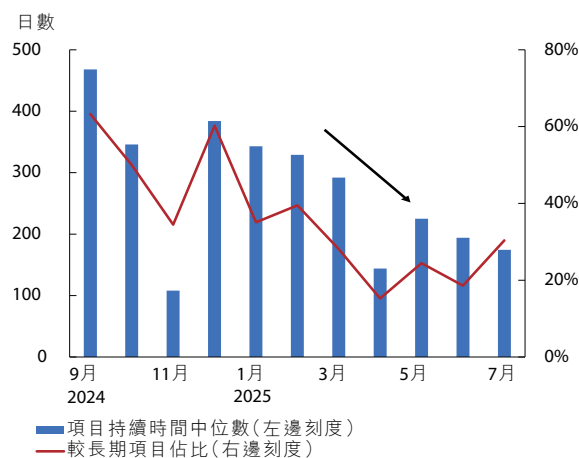
本專題旨在分析區內外商直接投資的最新趨勢與發展，並探討其政策啟示。由於官方的外商直接投資數據通常發佈頻率較低且較為滯後，因此我們利用穆迪 Orbis 跨境外商直接投資項目數據集，該數據源於全球範圍內的公告。這個結構化數據集包含外商直接投資項目的描述、持續時間、行業及動機等資訊，令我們能夠進行更細緻的分析，包括透過「文本分析」(textual analysis) 識別與綠色活動相關的外商直接投資項目。¹⁷

近期外商直接投資的發展

精細的項目層面外商直接投資數據顯示，最近數月美國加徵關稅帶來的高度不確定性已對區內外商直接投資相關的決策造成負面影響¹⁸，尤其是對較長期的項目。如圖 B2.1 所示，區內外商直接投資項目的持續

時間中位數，以及較長期的外商直接投資項目（即一年或以上）所佔的百分比自 2024 年底以來已大致下降。

圖 B2.1
按持續時間劃分的區內外商直接投資項目



註：較長期外商直接投資項目是指投資持續時間至少為一年的項目。為減少潛在偏差，投資持續時間少於7天的項目已被剔除。
資料來源：穆迪 Orbis 跨境投資數據及金管局職員計算數字。

按行業、投資來源地及動機分析，我們的外商直接投資數據亦揭示了 2025 年 1 月至 7 月期間一些有趣的觀察結果。

- 首先，以年率計按年比較，投向區內製造業的外商直接投資項目數量大致穩定。其中，來自美國、歐盟及世界其他地區的外商直接投資項目的減少，被區內彼此之間的外商直接投資項目的增加所抵銷（圖 B2.2）。這反映全球供應鏈可能進一步轉移。

¹⁶ 下文所述外商直接投資均指綠地外商直接投資。

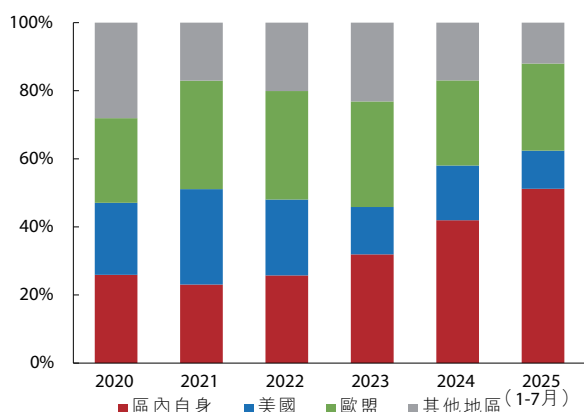
¹⁷ 詳情請參閱李怡達等人 (2025)《氣候相關因素對綠地外商直接投資的影響》(英文版本)，金管局研究備忘錄 2025/08。值得注意的是，由於數據不全，本專題分析聚焦於外商直接投資項目的數量而非投資金額。待有更完善的外商直接投資金額數據後，未來研究可進一步深化。

¹⁸ 本數據分析涵蓋的亞太經濟體包括：澳洲、中國內地、香港、印尼、日本、韓國、馬來西亞、新西蘭、菲律賓、新加坡及泰國。

- 其次，投向區內服務業的外商直接投資項目數量普遍下降；不過，以尋求市場為動機的外商直接投資項目佔比顯著上升。這部分反映面對貨物關稅上升，投資者對開發本地服務業市場潛力的興趣日益增長。
- 第三，我們的分析顯示，投向區內綠色相關的外商直接投資項目數量略有減少，儘管此類外商直接投資佔項目總數的比例本就相對較少。然而，來自區內自身的綠色相關的外商直接投資佔比明顯提升（圖 B2.3）。這些趨勢可能影響區內未來的綠色轉型及可持續增長。

圖 B2.2
按來源地劃分的區內製造業外商直接投資

佔製造業外商直接投資項目總數的比例



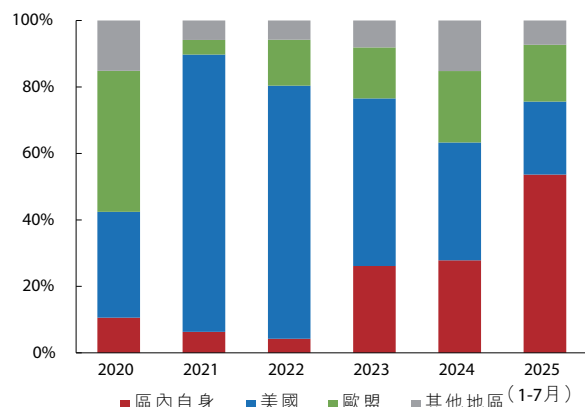
註：

- 「區內自身」指前述亞太經濟體；「歐盟」指歐洲聯盟；「其他地區」指世界其他地區。
- 數據表示項目數量的佔比而非金額的佔比。

資料來源：穆迪 Orbis 跨境投資數據及金管局職員計算數字。

圖 B2.3
按來源地劃分的區內綠色相關行業外商直接投資

佔綠色外商直接投資項目總數的比例



註：

- 「區內自身」指前述亞太經濟體；「歐盟」指歐洲聯盟；「其他地區」指世界其他地區。
- 數據表示項目數量的佔比而非金額的佔比。

資料來源：穆迪 Orbis 跨境投資數據及金管局職員計算數字。

政策啟示

鑑於全球貿易前景不明朗，區內經濟體應繼續優先推進區域融合，同時加強與各類環球夥伴的聯繫。正如區內彼此之間的製造業外商直接投資佔比上升（圖 B2.2）所顯示，通過區內自身投資聯動帶來的知識、技能與科技的轉移，對提升區內經濟前景至關重要。

此外，區內經濟體可藉收入水平的提升，加大力度刺激本土消費及服務業發展。通過利用投向區內服務業的外商直接投資，區內經濟體可投資數碼基建、整合人工智能並降低服務貿易壁壘，以促進服務業及現代服務貿易的發展。

外商直接投資亦是綠色轉型的重要推動因素，並有助促進相關技術外溢。我們的實證研究¹⁹將精細的外商直接投資數據與氣候政策公共數據庫結合分析。我們發現推廣氣候政策對綠色轉型具有關鍵作用，因為實施的氣候政策越多（尤其是涉及政府財政和嚴格監管的約束性政策），外來及對外綠色相關直接投資的增幅就越大。我們的研究亦揭示，綠色債券發行可以作為驅動因素，激勵綠色相關的對外直接投資，從而為其他經濟體帶來更多的綠色外溢效應。

結語

總而言之，我們的分析顯示，投向區內的外商直接投資已受到貿易環境的不明朗因素的影響，例如項目持續時間已縮短。儘管如此，外商直接投資仍是推進區域融合、發展本土服務業及實現區內綠色轉型的重要工具，其中旨在降低服務業壁壘及推廣氣候倡議的政策將發揮積極作用。

¹⁹ 詳情請參閱李怡達等人(2025)。