

4. 貨幣及金融狀況

4.1 匯率及資金流

於回顧期內，港元兌美元在 7.8080 至 7.8471 之間徘徊（圖 4.1）。2026 年 3 月初，中東衝突帶來的不確定性觸發港元短倉平倉，一度帶動港元轉強。然而，港元利率低於美元利率所引發的套息交易隨後令港元轉弱。市場波動主要受與港股通南向交易及其他資本市場活動相關的資金流所帶動。

由於回顧期內未有觸發兌換保證，銀行體系總結餘大致維持不變，於 2026 年 8 月底為大約 542 億港元。銀行之間的日常運作以及結算活動繼續暢順有序（圖 4.2）。

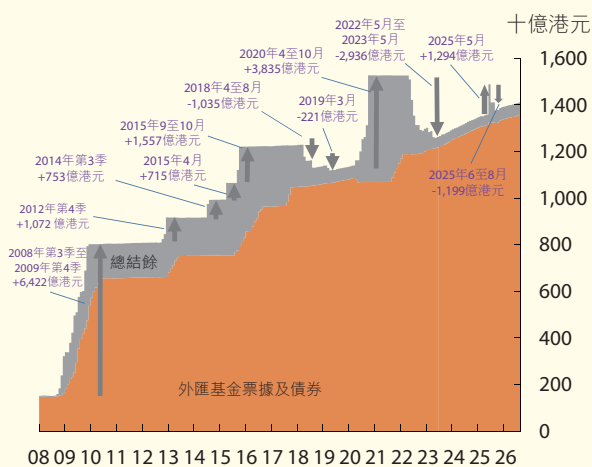
展望未來，地緣政治風險升溫、中東的軍事衝突持續、美國貿易政策的不明朗因素，以及對人工智能投資熱潮可持續性的擔憂，或會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及穩健的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下應對這些衝擊。

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。

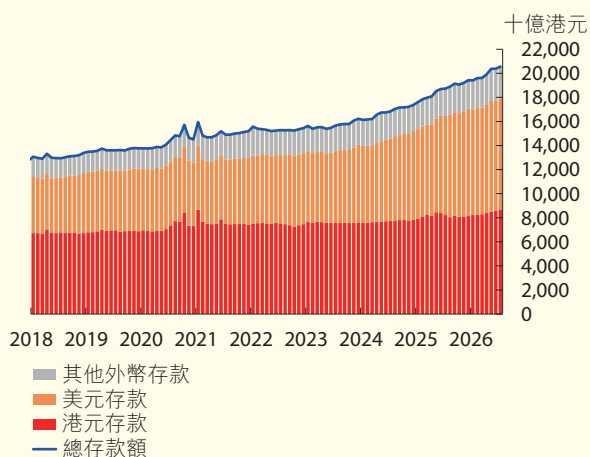
4.2 貨幣環境及利率

於回顧期內，香港的貨幣環境保持寬鬆。截至 2026 年 8 月底，港元貨幣基礎仍然龐大且大致穩定，為 20,803 億港元。

在2026年首七個月，認可機構的存款總額增加5.8%。其中，港元存款及外幣存款分別增加6.2%及5.5%（圖4.3）。由於貨幣統計數字或會受到各種短期因素（例如季節性資金需求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。

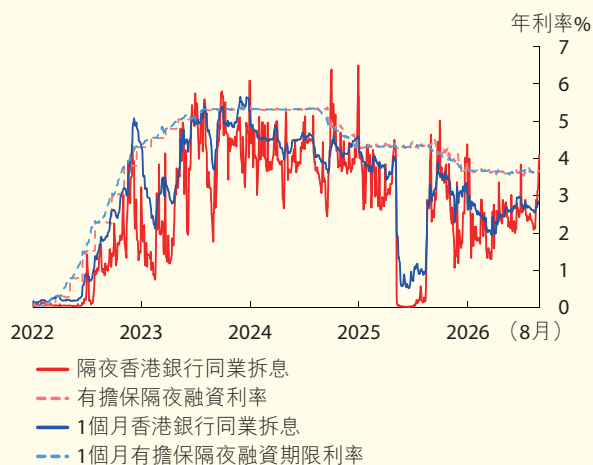
整體而言，香港的銀行同業市場交易繼續暢順有序。根據聯繫匯率制度的預期及設計，香港銀行同業拆息整體跟隨美元利率²³，同時短期利率亦受本地港元資金供求情況影響。短期香港銀行同業拆息於2026年3月初回落，其後普遍回升（圖4.4），反映季節性及資本市場相關的資金需求變化。

圖 4.3
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

圖 4.4
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，本地銀行的最優惠利率於回顧期內維持不變，介乎5.00%至5.50%不等，在美聯儲於9月加息後亦未有調整。同時，新造按揭的平均貸款利率於2026年1月至7月期間維持在3.26%。銀行會因應資金供求情況、現行利率水平及本身的資金成本結構等因素，評估調整存款及貸款利率的理據及幅度。

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，從而協助銀行有效部署，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」，有需要時可隨時使用金管局的各項流動資金安排。

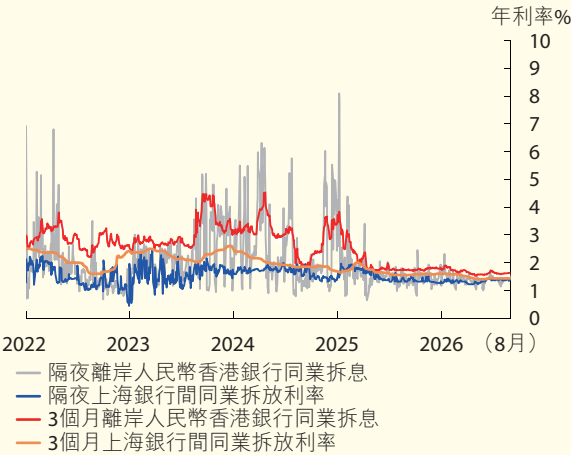
²³ 美元倫敦銀行同業拆借利率自2023年7月1日起已停止使用，由「有擔保隔夜融資利率」取而代之作為參考利率。

此外，金融基建的改善可提升港元銀行同業市場的運作效率及韌性。專題2探討Fast Interface for New Issuance (FINI) 如何減少首次公開招股相關的銀行同業資金轉撥，從而緩和大型新股認購對隔夜香港銀行同業拆息的影響。

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。²⁴ 3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息自2025年4月起保持在2%以下。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2%以下（圖4.5）。離岸人民幣銀行同業市場的流動性狀況整體維持穩定。

圖 4.5
隔夜及 3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價

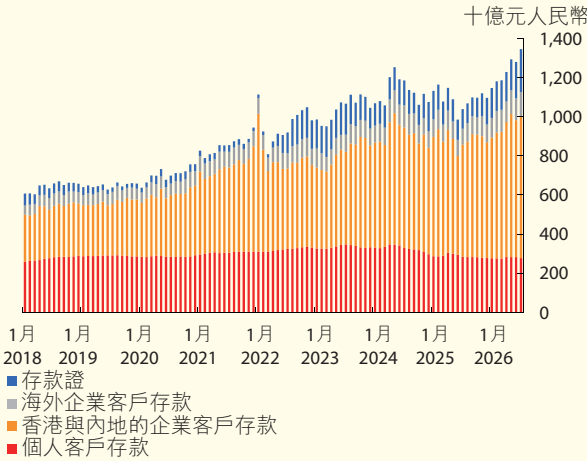


資料來源：CEIC 及財資市場公會。

2026年首七個月，香港的離岸人民幣流動資金池有所擴大。於2026年7月底，人民幣客戶存款及存款證餘額增加22.7%至13,452億元人民幣（圖4.6及表4.A）。其中，主要受企業客戶存款增加所帶動，人民

幣客戶存款總額上升17.2%。人民幣存款證餘額同期增加60.8%。

圖 4.6
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

	2025年12月	2026年7月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	1,096.8	1,345.2
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	960.1	1,125.4
人民幣存款佔存款總額（%）	5.5	6.4
人民幣存款證（十億元人民幣）	136.7	219.8
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	935.0	1,077.8
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	210	208
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	134.5	179.0
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	134.8	172.8
2026年1月至7月		
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	8,178.5	
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	2,648.0	
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	4,740.1	
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）	2,471.4	

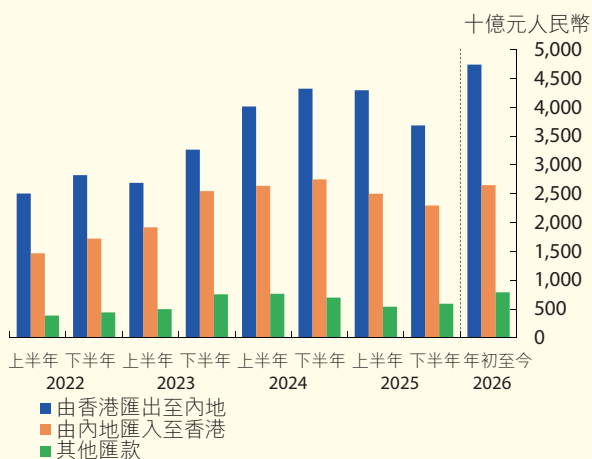
資料來源：金管局。

至於其他人民幣業務，2026年首七個月的人民幣整體貸款餘額增長15.3%。2026年首七個月，香港銀行處理的人民幣貿易結算金額達81,785億元人民幣（圖4.7），較2025年同期的85,680億元人民幣下跌4.5%。儘管如此，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。2026年首七個月，

²⁴ 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第2章2.3節。

人民幣即時支付結算系統的日均成交額維持在24,714億元人民幣的高水平，2025年同期則為27,597億元人民幣。

圖 4.7
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。為支持在實體經濟中更廣泛地使用人民幣，金管局「人民幣業務資金安排」於2026年7月擴容優化，總額度由2,000億元人民幣增加至5,000億元人民幣，同時增設9個月、2年及3年期限。「人民幣業務資金安排」的不斷升級擴容，旨在適時提供充足的人民幣流動性以滿足市場發展需要，協助銀行拓展人民幣業務，支持在實體經濟中更廣泛地使用人民幣，並將離岸人民幣資金輻射至世界各地。

金管局將研究推出7天離岸人民幣流動資金投標機制，以新增一個支持銀行短期人民幣資金需求的渠道。金管局亦將研究發行離岸人民幣短期債務工具的可行性，進一步完善離岸人民幣利率曲線，並推進建立離岸人民幣及印尼盾的雙邊貨幣交易框架。

在產品方面，中國內地與香港不斷升級及拓展兩地一系列互聯互通計劃，²⁵將拓闊人民幣產品以及資產配置和相關流動性與風險管理工具的種類。這將進一步促進兩地市場之間的雙向流動。

在金融基建方面，中國外匯交易中心和香港交易所共建香港電子固定收益及貨幣交易平台（交易平台），以進一步深化兩地金融市場的合作，鞏固提升香港國際金融中心及離岸人民幣業務樞紐的地位。²⁶

憑藉這些發展，香港將在支持內地資本帳戶開放及「粵港澳大灣區」合作等方面繼續發揮獨特作用。

²⁵ 金管局聯同中國人民銀行（人民銀行）、香港證券及期貨事務監察委員會（香港證監會）於2026年7月7日宣布一系列新措施，以支持香港固定收益和貨幣市場以及離岸人民幣市場建設。詳情請參閱2026年7月7日的新聞稿《支持香港固定收益和貨幣市場、離岸人民幣市場建設的新措施》。

²⁶ 詳情請參閱2026年7月7日的新聞稿《中國人民銀行、香港金融管理局、香港證券及期貨事務監察委員會關於在港建設交易平台的聯合公告》。

資產市場

4.3 股市

環球股市於回顧期內大幅波動（圖4.8）。摩根士丹利國際資本世界指數於3月大幅下挫，當時中東軍事衝突觸發油價飆升，引發市場對通脹壓力上升及環球經濟前景惡化的擔憂。其後，緊張局勢出現緩和跡象，減輕市場對能源供應長期受阻的憂慮，環球股市有所回升。美國企業的強勁盈利以及市場對人工智能發展持續抱持樂觀態度進一步支持了是次回升。然而，市場對龐大人工智能資本開支可持續性的關注，觸發人工智能相關硬件及基礎設施公司於7月遭拋售，令環球股市再度出現波動。

圖 4.8
摩根士丹利國際資本世界指數及油價

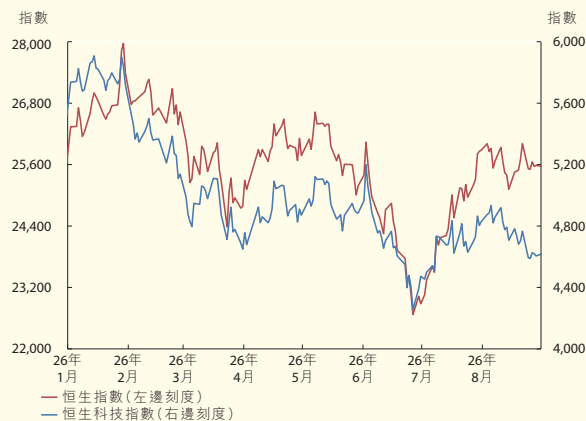


資料來源：彭博及美國能源資訊局。

相比之下，香港股市於第2季表現較弱，主要反映科技板塊表現遜色，²⁷拖累市場情緒（圖4.9）。本港股市於7月顯著反彈，惟與環球股市相比，其表現差異仍然明顯。整體而言，摩根士丹利國際資本世界

指數由2026年2月底至8月底上升9.0%，而恒生指數同期下跌4.0%。

圖 4.9
恒生指數及恒生科技指數

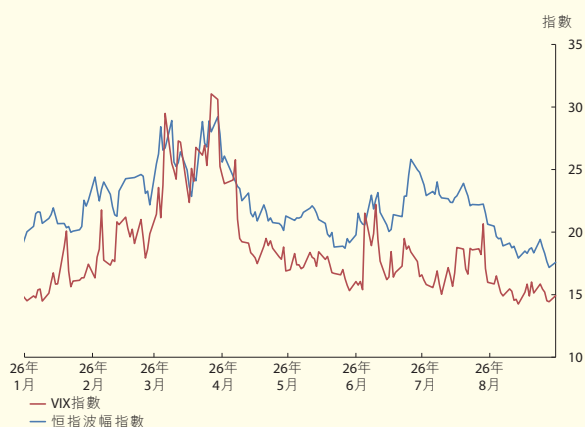


資料來源：彭博。

於回顧期內，受中東衝突及人工智能資本支出趨勢相關的不明朗因素影響，標普500指數以及恒生指數的期權引伸波幅均見波動（圖4.10）。

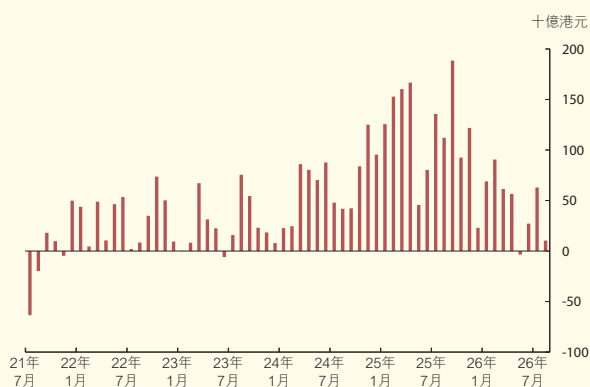
²⁷ 恒生科技指數於第2季下跌3.8%。同期，摩根士丹利國際資本世界資訊科技指數上升33.5%。值得注意的是，恒生科技指數側重於內地主要互聯網平台公司，人工智能硬件及半導體公司的佔比較小。相比之下，摩根士丹利國際資本世界資訊科技指數則主要涵蓋發達市場的半導體、人工智能基礎設施及硬件公司。

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)



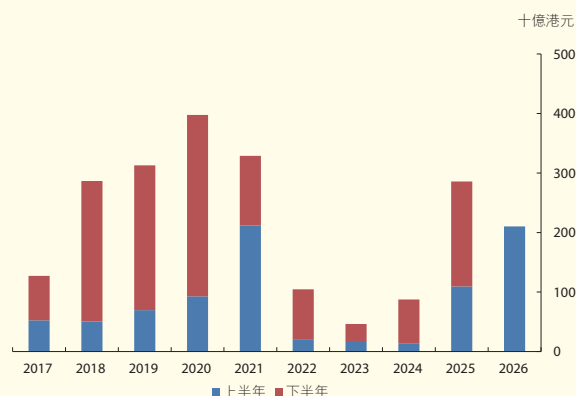
回顧期內，資金持續透過港股通流入香港股市，2026年2月底至8月底期間中國內地投資者的淨買入額達2,147億港元(圖 4.11)。

圖 4.11
滬深港通(南向交易)的淨買入



香港首次公開招股活動持續活躍。2026年上半年的首次公開招股集資總額達2,102億港元，較2025年同期增長92.1%(圖 4.12)。此金額為歷年同期第二高，得益於來自各行各業的公司來港上市。

圖 4.12
香港首次公開招股市場



展望未來，環球股市前景仍然存在高度不確定性，並取決於多項因素。

首先，中東衝突仍是主要風險來源，因其結果尚未明朗。任何不利發展均可能再次引發市場對全球能源供應衝擊的擔憂，令通脹前景及環球經濟展望蒙上陰霾。這可能進一步影響市場情緒，改變市場對利率走勢的預期，從而對環球股市構成壓力。

其次，儘管人工智能的前景持續提振市場情緒，相關企業的盈利能否支持目前的高估值仍存在不確定性，尤其是考慮到其龐大的資本開支。若收入未能達到市場預期，這些企業的股價或會面臨急劇調整的風險，進而引發更廣泛的市場波動。對債務融資的依賴日益增加，亦可能進一步放大此類脆弱性，尤其是在融資條件收緊的情況下。

第三，儘管美聯儲及歐洲央行近期通過加息來應對通脹壓力，未來利率走勢仍存在不確定性。美聯儲及歐洲央行重新評估其貨幣政策框架，特別是淡化前瞻性指引，進一步增加利率不確定性。利率走勢的不確定性上升，或會加劇股票估值的波動。

第四，持續的地緣政治及貿易緊張局勢，可能繼續促使投資者尋求分散投資，推動全球資金流向轉變，從而加劇市場波動。

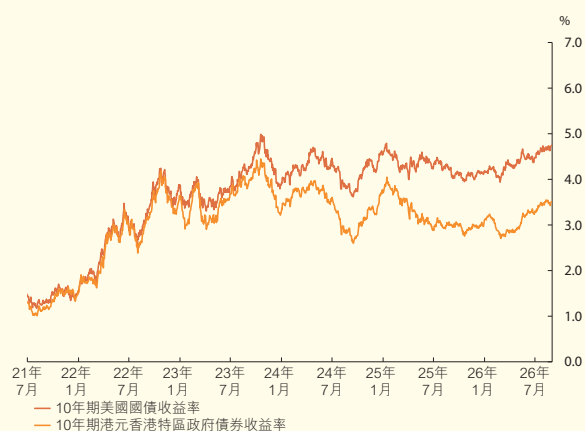
就香港而言，鑑於中國內地企業在香港股市中佔據重要比重，市場情緒亦會受中國內地的經濟增長及科技發展影響。

4.4 債券市場²⁸

於回顧期內，美國長期國債收益率上升（圖 4.13）。這上升是由於中東軍事衝突導致油價波動，導致通脹憂慮升溫，加上政府債務及赤字上升，對美國長期財政可持續性構成風險而帶來上行壓力。

在香港，10年期港元香港特別行政區（香港特區）政府債券的收益率亦上升，但仍顯著低於美國10年期國債收益率。港元企業債券的平均收益率亦上揚（圖 4.14），然而，仍低於年期相近美元企業債券的收益率。

圖 4.13
美國 10 年期國債及 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，其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。

圖 4.14
美元及港元企業債券的平均收益率



註：1. 港元企業債券的平均收益率以 ICE 美國銀行港元本地新興市場非主權指數為代表，其涵蓋企業及半政府實體發行的港元債券。2. 美元企業債券的平均收益率以 ICE 美國銀行 3-5 年期美國廣泛市場非主權指數為代表，其涵蓋在美國發行的、剩餘年期為 3 至 5 年的企業及半政府實體美元債券。3. 截至 2026 年 8 月底，該兩項指數的平均有效存續期分別為 3.6 年及 3.5 年。

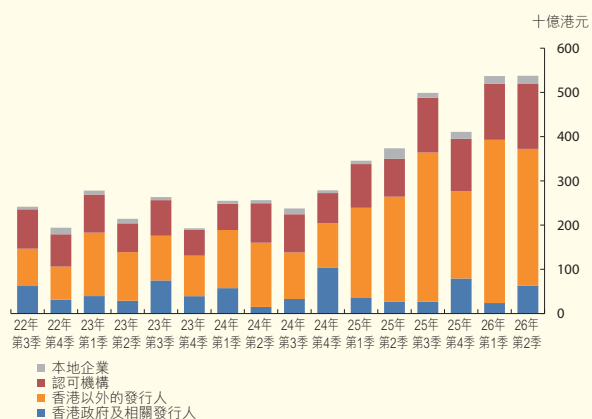
資料來源：ICE Data Indices 及彭博。

儘管環球金融市場波動，高收益債券的平均息差依然偏緊，低於歷史平均水平，這是環球債券市場中一個令人困惑的現象。專題 3 探討此現象與私募債權市場迅速增長的關係，並討論其對金融穩定的啟示。

²⁸ 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。未償還總額是根據個別債務證券的到期日，以及在資料充足時考慮其提前贖回情況作出估算。估算數字或會被高估。所有債務證券數字或會有修訂。

2026年上半年，港元債務證券總發行金額按年增加11.6%至31,569億港元。這主要由非外匯基金票據及債券帶動，其中香港以外的發行人是增幅的主要來源。具體而言，非外匯基金票據及債券的港元債務證券發行金額按年飆升49.4%至10,746億港元（圖4.15）。

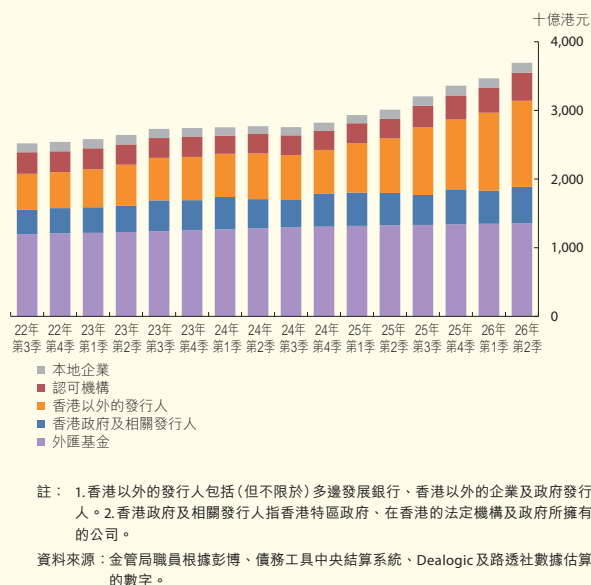
圖 4.15
非外匯基金票據及債券的港元債務證券發行金額



註：1. 香港以外的發行人包括（但不限於）多邊發展銀行、香港以外的企業及政府發行人。2. 香港政府及相關發行人指香港特區政府、在香港的法定機構及政府所擁有的公司。
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。

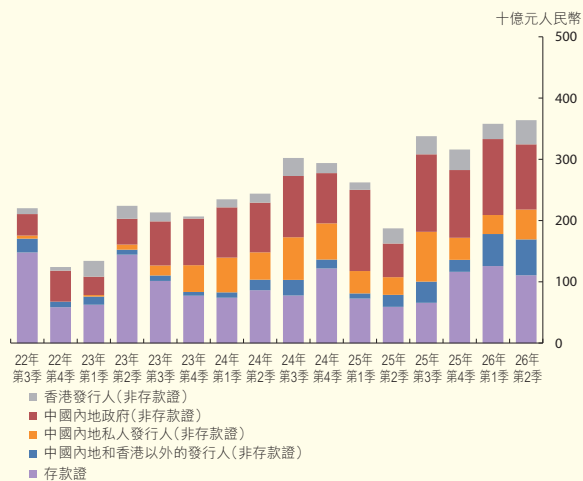
於2026年6月底，未償還港元債務證券金額按年增加22.7%至36,941億港元（圖4.16），其中非外匯基金票據及債券的港元債務證券未償還金額按年上升38.7%至23,376億港元。

圖 4.16
未償還港元債務證券（按發行人劃分）



於2026年上半年，在香港發行的離岸人民幣債務證券發行金額按年上升60.5%至7,219億元人民幣（圖4.17），各發行人組別均錄得增長。

圖 4.17
在香港發行的離岸人民幣債務證券發行金額



展望未來，港元利率相對美元利率較低的情況或會繼續支持港元債市活動，惟該趨勢的持續性取決於美元利率走勢及港元資金流向。長遠而言，公開市場持續進行大規模發行，加上地緣政治爭端持續之下投資者

對多元幣種配置的需求增加，或有助深化港元債券市場，並擴大發行人與投資者基礎。

就離岸人民幣債務證券而言，受惠於中國內地適度寬鬆的貨幣政策，預期人民幣融資成本較低的情況在短期內將持續。與此同時，推進人民幣國際化的政策措施，加上由於人民幣債券波動性較低而帶來的持續多元化配置需求，將進一步支持香港離岸人民幣債券市場的發展。

回顧期內有多項政策措施出台，以推動香港債市的發展。相關措施涵蓋綠色及可持續金融、科技創新以及市場基建改善。

於2026年5月29日，國家財政部首次在香港發行人民幣綠色主權債券，規模為60億元人民幣。是次發行受到市場熱烈歡迎，完善了香港離岸人民幣債券的收益率曲線，為國際資金提供新的投資標杆，吸引更多跨境人民幣融資和交易在港進行。

於2026年6月5日，金管局宣布已成立代幣化債券專家小組，匯聚具備相關經驗和關注香港代幣化債券市場發展的行業代表，進一步推動代幣化債券在香港的應用及擴展潛力。

於2026年6月11日，香港按揭證券有限公司宣布，在其300億美元中期債券發行計劃下，成功為總額約120億港元等值的首批公募數碼債券定價。是次發行在發行當時為全球規模最大的數碼債券發行，凸顯了

相關市場的充裕流動性和機構投資者加速認受數碼債券的趨勢。此外，當中發行的5年期港元債券在發行當時為年期最長的港元數碼債券，為港元債券市場設立新基準。

於2026年6月29日，財經事務及庫務局（財庫局）與金管局聯合公布，已完成就促進分布式分類帳技術（DLT）在香港固定收益市場進一步應用所進行的首階段檢視。檢視結果顯示目前香港的法律及監管環境經已足夠靈活以支持代幣化債券的發行。下一階段將展開法例檢視工作，以推動固定收益市場及數字資產領域更廣泛應用DLT。

於2026年7月7日，金管局聯同中國人民銀行（人民銀行）、香港證券及期貨事務監察委員會（香港證監會）宣布一系列新措施，以支持香港固定收益和貨幣市場以及離岸人民幣市場建設。²⁹同日，三家機構聯合公布，歡迎中國外匯交易中心和香港交易所共建香港電子固定收益及貨幣交易平台，以進一步深化兩地金融市場的合作，鞏固提升香港國際金融中心及離岸人民幣業務樞紐的地位。

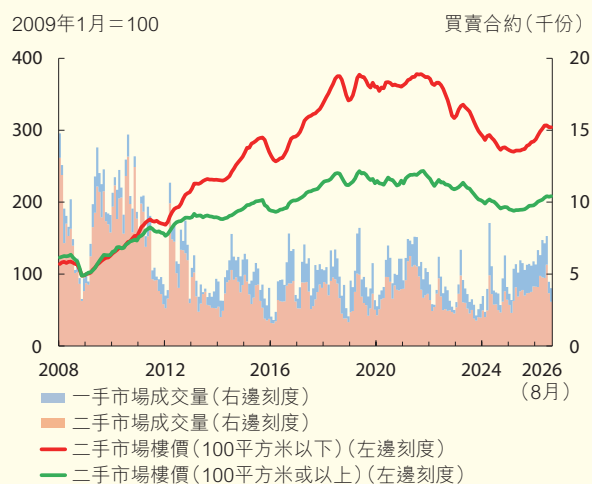
²⁹ 具體措施包括：i) 歡迎兩地金融基礎設施機構合作共建香港固定收益及貨幣電子交易平台；ii) 進一步優化擴容「債券通」（南向通）的安排；iii) 支持境外投資者使用通過「債券通」（北向通）持有的在岸國債和政策性金融債作為香港期貨結算所和聯交所期權結算所的履約抵押品；iv) 優化「債券通」（北向通）的安排；v) 優化「互換通」的安排；及vi) 支持在香港推出5年期離岸人民幣國債期貨。詳情請參閱<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2026/07/20260707-3/>。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場在2026年上半年維持暢旺，並在隨後數月轉趨平穩。受惠於活躍的二手市場交投及發展商推出的多個新樓盤項目銷情理想，住宅物業每月平均成交量於2026年上半年顯著上升至6,802宗，較2025年下半年的5,648宗增長20.4%（圖4.18）。踏入第3季，住宅市場活動有所整固，成交量於8月回落至4,019宗。

圖 4.18
住宅物業價格及成交量



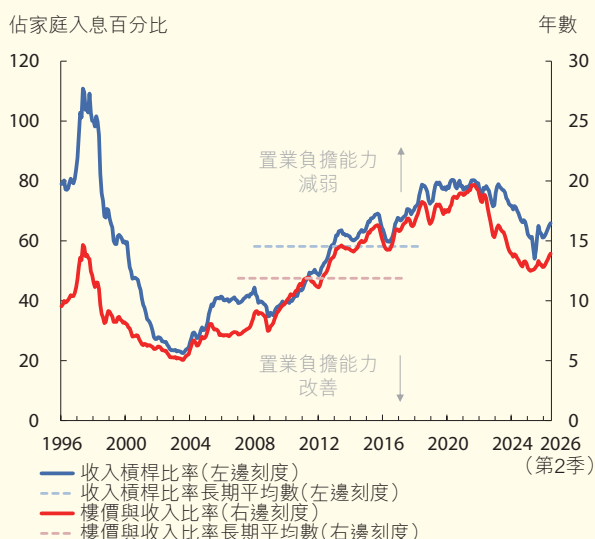
因應市場反應理想及未售庫存減少³⁰，發展商已逐漸削減新樓盤的折扣優惠。與此同時，二手樓價升幅加快，於2026年首八個月上升7.0%。中小型單位（實用面積少於100平方米）的價格升幅略高於大型單位

³⁰ 根據房屋局的資料，截至2026年6月底，已落成但未售出的單位約有19,000伙，較2025年12月底的23,000伙有所回落。

（實用面積100平方米或以上）（圖4.18）。地產代理編製的最新市場數據顯示，樓價於9月初維持穩健。

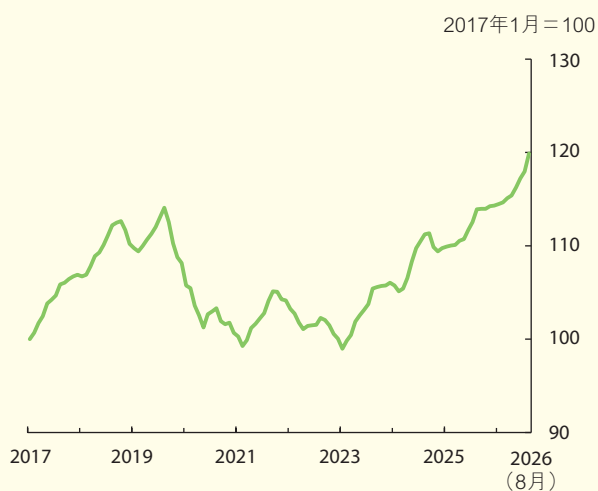
2026年上半年，樓價升幅大於家庭收入增長，因此置業負擔能力有所下降。具體而言，樓價與收入比率由第1季的13.0年輕微上升至第2季的13.7年。收入槓桿比率亦微升至65.1%（圖4.19）。³¹租賃市場方面，房屋租金於今年首八個月繼續穩步上升4.9%，達至歷史高位（圖4.20）。住宅租金收益率於7月維持在3.0%的溫和水平。

圖 4.19
置業負擔能力指標



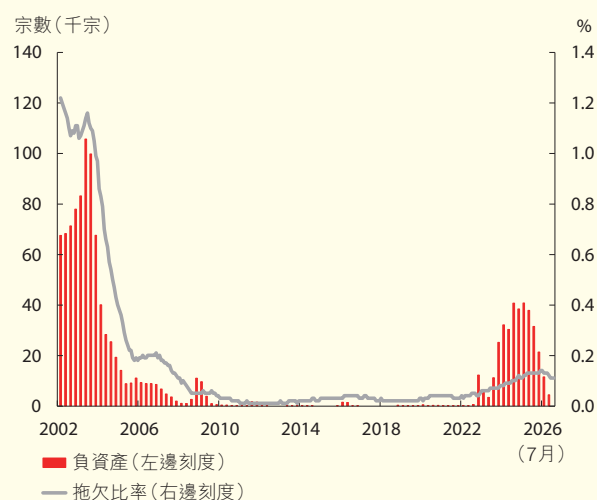
³¹ 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。值得注意的是，收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限。

圖 4.20
住宅物業租金指數



隨着樓價上升，負資產住宅按揭貸款宗數由2026年3月底的11,424宗，進一步減少至6月底的4,356宗（圖 4.21）。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。與此同時，整體按揭貸款拖欠比率於2026年7月下降至0.11%的極低水平³²，顯示與銀行住宅按揭貸款相關的系統風險在各方面均得到妥善管理。

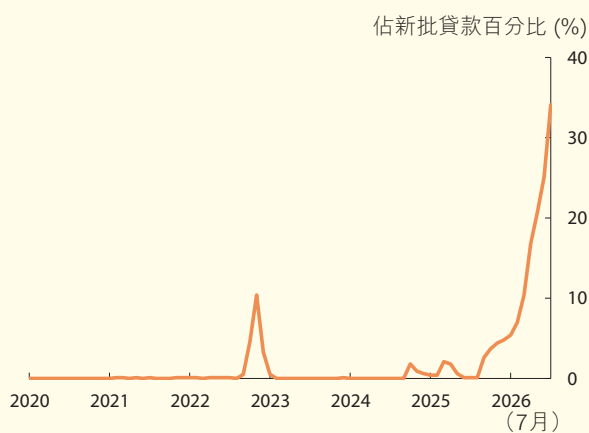
圖 4.21
負資產及按揭貸款拖欠比率



金管局會繼續密切留意市場發展，並就住宅按揭貸款制定合適的監管要求，以保障銀行體系穩定。新造按揭的平均按揭成數和供款與入息比率維持平穩，於2026年7月分別為61%和39%。另一方面，因應市場對未來利率走勢的預期，定息按揭計劃作為抵禦利率波動風險的工具，廣受置業人士歡迎，其所佔比例由1月的5.4%顯著上升至7月的34.1%（圖 4.22）。金管局認為香港銀行體系繼續有充裕的緩衝應對樓市的潛在風險與挑戰。

³² 由於負資產住宅按揭貸款涉及的金額的跌幅大於負資產住宅按揭貸款拖欠金額的跌幅，負資產住宅按揭貸款的拖欠比率於2026年6月底上升至1.25%。

圖 4.22
定息按揭計劃的所佔比例



資料來源：金管局。

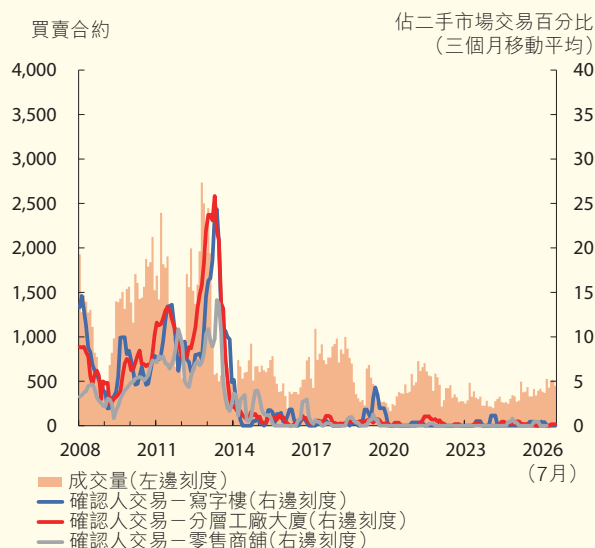
住宅物業市場前景仍受不明朗因素影響，包括美國利率走勢的不確定性，於短期內或會繼續拖累住宅市場氣氛。另一方面，本地經濟強韌，加上人才及留學生持續淨流入，應能繼續為房屋需求提供支持。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求關係，而政府已覓得足夠土地，可滿足未來十年的房屋供應目標，並會在讓市場平穩發展的前提下審慎推售土地。³³

商用物業市場

隨着佔用率改善，商用物業³⁴市場呈現企穩跡象。2026年首七個月的每月平均成交量進一步增加至455宗，而反映投機活動的確認人交易則維持淡靜（圖4.23）。同時，寫字樓價格於近月輕微上升，零售商舖及分層工廠大廈的價格跌幅亦有所收窄（圖4.24）。租賃市場方面，寫字樓及工廠大廈的租金大

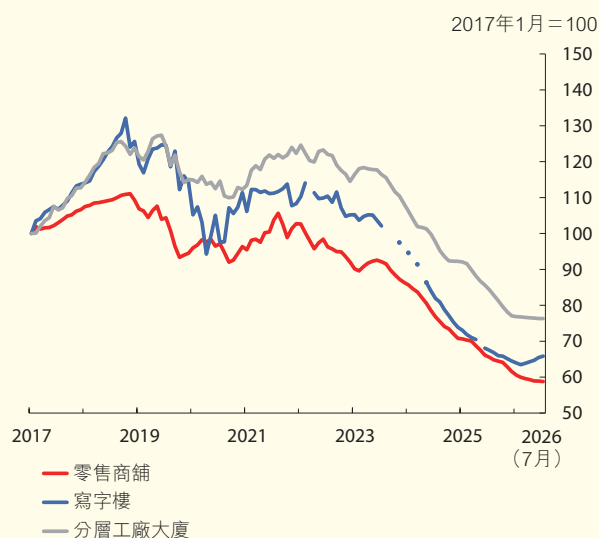
致平穩，而零售商舖的租金則仍然偏軟，儘管零售業務收益有所改善（圖4.25）。整體而言，各類商用物業的租金收益率於7月微升至3.9%–4.4%。

圖 4.23
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 4.24
商用物業售價指數

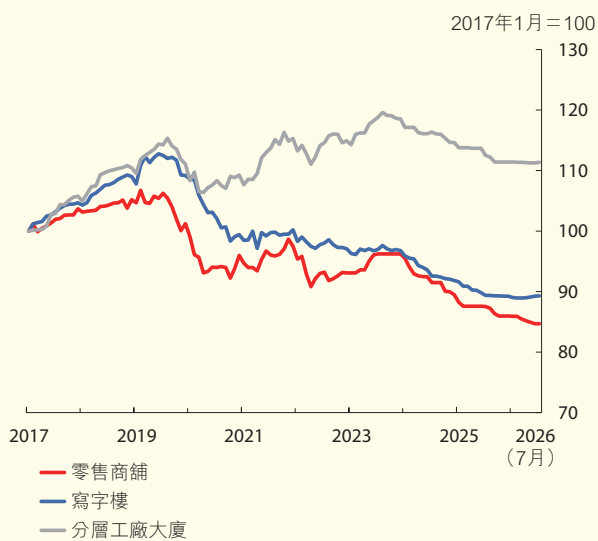


註：由於沒有充足的成交資料作分析，故未能編製個別月份的寫字樓售價指數。
資料來源：差餉物業估價署。

³³ 根據《長遠房屋策略》2025年周年進度報告，2026–27至2035–36年度的十年總房屋供應目標為420,000個單位，包括294,000個公營房屋單位及126,000個私營房屋單位。

³⁴ 商用物業包括寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈。

圖 4.25
商用物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

商用物業市場的短期前景不一。在金融及保險業的租賃需求帶動下，核心地區的甲級寫字樓應會有所回穩，惟部分非核心地段的寫字樓空置率或會繼續面臨壓力。與此同時，電商競爭及消費模式轉變或會繼續對零售商舖構成挑戰。因應這些情況，政府已宣布多項措施提振商用物業市場，包括於2026–27年度暫停推售一般商業用地。

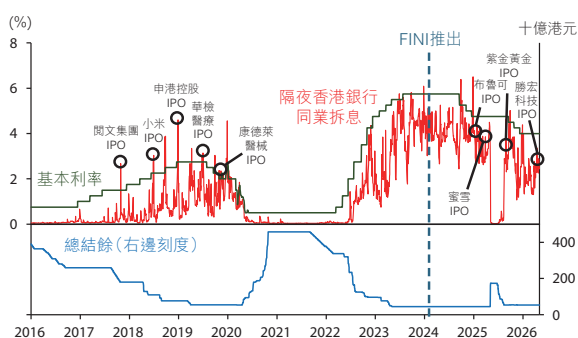
專題 2

FINI 與首次公開招股期間港元銀行同業市場的關係

引言³⁵

香港的大型首次公開招股(IPO)過往帶來龐大的短期資金需求，並間中對港元銀行同業拆息構成上行壓力。在舊有的IPO結算安排下，代表IPO認購人的銀行(中介銀行)須將全數認購金額轉入代表發行人收集資金的銀行(收款銀行)。對於獲大幅超額認購的IPO，這一過程或會產生大量短期的銀行同業支付流，令流動性狀況收緊，引發隔夜HIBOR飆升，如圖B2.1所示。

圖 B2.1：
隔夜香港銀行同業拆息，附 IPO 標註



資料來源：金管局、香港交易所、彭博。

於2023年11月22日，香港交易所推出名為FINI的現代化數碼IPO結算平台。FINI旨在透過減少銀行同業資金轉帳，並盡量縮減凍結資金的金額及時間，以舒緩IPO相關流動性壓力。本專題利用港元即時支付結算(RTGS)系統的交易數據，以及IPO和貨幣市場數據，評估FINI有否減低IPO活動對港元銀行同業市場的影響。

FINI 如何改變 IPO 結算流程

在FINI推出前，中介銀行須在認購期內將全數認購金額轉帳至收款銀行。未動用的認購款項會在配發結果確定後，透過另一輪銀行同業轉帳予以退還。此類來回轉帳對流動性的影響在香港尤為顯著，因為香港的IPO常獲大幅超額認購。對於大型IPO而言，這些支付流量可能相當龐大，並會被凍結達數個營業日。

FINI在三個重要方面改變了IPO結算流程：

- **減少銀行同業轉帳：**FINI取消了在認購階段進行全額銀行同業資金轉帳的要求。在新制度下，銀行同業轉帳只會在配發結果確定後方會進行，並根據實際配發金額而定。對於大幅超額認購的IPO而言，實際分配數量往往較認購總數小數個數量級。這既消除了預先轉帳全數認購金額，亦免除了後續的退款轉帳。
- **減少凍結資金的規模：**在FINI推出前，銀行同業資金安排是為了確保認購有足夠資金支持。FINI改為引入銀行內部預先融資要求。對於大幅超額認購的IPO，這一要求可以經壓縮的方式滿足，相對於認購金額顯著減少了凍結資金的規模。

³⁵ 詳情請參閱張仲廉等人(2026)《數碼化招股平台與首次公開招股期間港元銀行同業市場的關係》(英文版本)，金管局研究備忘錄，04/2026。

- **縮短結算周期：**透過數碼化及精簡端對端IPO結算流程，FINI將結算周期由一般三至六個營業日縮減至短短一個營業日。

我們利用2016年1月至2025年12月的每日IPO、RTGS及貨幣市場數據，研究FINI是否減少了IPO相關的銀行同業轉帳及儲備集中情況，以及是否減輕了IPO認購對銀行同業拆息的影響。

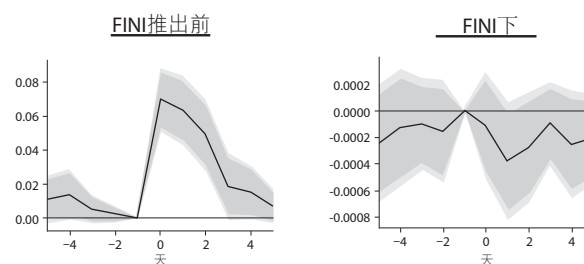
FINI減少了IPO相關的銀行同業轉帳

RTGS交易數據顯示，與FINI推出前相比，IPO相關的銀行同業轉帳量下降了99.4%。這表明新的結算安排已大致消除過往與IPO資金轉帳及退款相關的龐大跨行支付流。

銀行同業轉帳的減少亦反映在銀行間儲備結餘的分布。在FINI推出前，大型IPO認購往往會將儲備結餘由中介銀行轉移至收款銀行，暫時性增加銀行體系內流動資金的集中程度。這種集中情況亦有可能會令有流動性需求的銀行資金狀況收緊。

為量化這一效應，我們構建了銀行儲備結餘的每日赫芬達爾——赫希曼指數(HHI)，並估算其對IPO認購金額的動態反應。認購金額以總結餘為基準，以衡量IPO活動所產生的資金轉帳壓力相對於銀行體系內可用銀行同業流動資金的規模。結果顯示，在FINI推出前，大型IPO會在數日內顯著提高儲備結餘集中度。相反，在FINI下，所估算的影響在統計上並不顯著(圖B2.2)。

圖B2.2：
儲備結餘集中度(HHI)對IPO認購的反應



註：HHI的取值範圍介乎0至1之間。深色及淺色陰影區域分別顯示90%及95%信賴區間。

資料來源：金管局職員計算數字、香港交易所網站、彭博、港元RTGS。

FINI舒緩了IPO對隔夜香港銀行同業拆息的影響

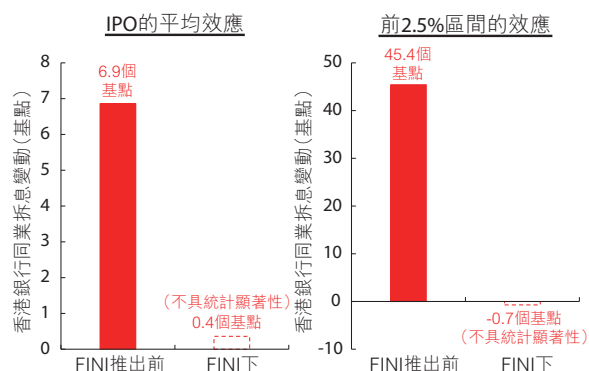
我們隨後利用迴歸分析，研究銀行同業轉帳及儲備集中度的減少是否減輕了IPO認購對隔夜香港銀行同業拆息的影響。

我們發現，在FINI推出前，IPO認購對隔夜香港銀行同業拆息具有顯著的正面影響。³⁶平均而言，相當於總結餘規模的IPO認購金額增加，伴隨着隔夜香港銀行同業拆息上升6.9個基點，而在上尾情境(以分位數迴歸的第97.5個百分位數衡量)下，其影響更可達約45個基點(圖B2.3)。

³⁶ 該迴歸控制了影響香港銀行同業拆息的其他因素，包括相關美國利率、價外美元兌港元風險逆轉、總結餘變動、本地市況及季節性資金需求。

這一效應在FINI推出後大幅減弱。雖然IPO認購對隔夜香港銀行同業拆息的估算影響仍為正面，但在FINI下已不再具有統計顯著性。這表明FINI已有效舒緩了過往與IPO資金轉帳相關的短期流動性壓力。³⁷

圖 B2.3：
IPO認購對隔夜香港銀行同業拆息的估算影響



註：估算影響已按IPO認購金額增加一個總結餘的基準進行換算。實色表示在10%顯著性水平下具統計顯著性。空心棒條表示不具統計顯著性。前2.5%區間的效應以分位數迴歸的第97.5個百分位數進行量化。

資料來源：金管局職員計算數字、香港交易所網站、彭博。

上述發現符合一個簡單的概念機制：在總儲備水平既定的情況下，儲備結餘分布越不均衡，銀行同業市場的緊張程度便越高，並對隔夜銀行同業拆息構成上行壓力。FINI透過降低IPO所引致的儲備集中度，防止了中介銀行出現暫時性流動性短缺，從而穩定隔夜香港銀行同業拆息，並舒緩短期融資緊張情況。

結論及啟示

總括而言，我們的分析顯示FINI已顯著改善IPO期間港元銀行同業市場的運作。FINI的推出大幅減少了IPO相關的銀行同業資金轉帳，緩和了銀行之間儲備結餘的集中度，並顯著削減大型IPO認購對隔夜香港銀行同業拆息的影响。

這些結果闡釋了結算設計如何能夠限制大型金融交易對貨幣市場的溢出效應，亦表明FINI已增強香港承接大型且獲大幅超額認購的IPO的能力，不會遭遇舊有安排下所觀察到的短期流動性大幅波動。

參考文獻

張仲廉、陸尚勤、葉健楠(2026)。數碼化招股平台與首次公開招股期間港元銀行同業市場的關係(英文版本)。金管局研究備忘錄，04/2026。

香港交易所(2020)。FINI概念文件：現代化香港市場首次公開招股程序。

Keung, C.(2019). Effect of initial public offerings on short-term interbank rates. *Economic Letter* No. 2019/12.

梁偉耀、吳凱特(2008)。首次公開招股活動對港元銀行同業市場的影響(英文版本)。金管局工作論文編號08/11。

³⁷ 進一步分析顯示，只有IPO認購金額超過總結餘時，有關效應才具有統計顯著性。此外，IPO對銀行同業拆息的相關效應大致僅限於極短的期限。有關效應對隔夜期限較為明顯，對一星期香港銀行同業拆息程度較輕，對一個月或更長期限則不具統計顯著性。在FINI下，一星期期限所受的較小影響亦大幅減低，而一個月及更長期限的香港銀行同業拆息則維持基本不受影響的情況。這表明IPO相關的流動性壓力主要影響較短期間。

專題 3

高收益債券息差收窄與較弱借款人轉向私募債權之間的關聯

引言³⁸

息差，即債券相對於基準利率的額外收益，是金融市場中一項重要指標。高收益債券市場出現了一個令人困惑的現象：儘管環球金融市場波動較大，平均息差依然偏緊，並低於其歷史平均水平。本專題深入探討這一問題並討論其對金融穩定的影響。

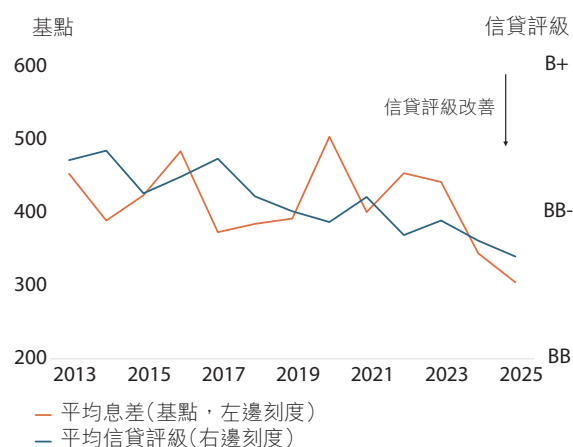
一般而言，息差收窄可受發行人質素改善或投資者對風險資產的強勁需求所帶動。然而，私募債權市場的快速擴張提供了另一種合理的解釋。對於無法從傳統銀行貸款及公開債券市場融資的企業而言，私募債權已成為一個重要資金來源。此外，度身訂造的貸款條款、更大的靈活性、更快的執行速度以及較低的披露要求，亦會吸引企業透過私募債權獲取資金。據觀察，私募債權已佔據中端貸款市場的顯著份額，尤其是財務狀況較弱的借款人。隨着風險較高的高收益債券發行人將其借貸轉向私募債權市場，高收益債券發行人組成的相應變化可能會促成息差收窄。

在此背景下，本專題探討三個問題。首先，高收益債券息差收窄與發行人信貸質素改善有多大關聯？其次，這種改善是否與私募債權市場的增長有關？若有，相關程度如何？第三，企業轉向私募債權後，是否有跡象顯示其傾向承擔較高風險？對於最後一個問題，我們透過研究企業的槓桿水平進行評估。我們亦將討論對金融穩定方面的啟示。

發行人組成改善與高收益債券息差收窄

圖B3.1顯示按發行年份劃分的高收益債券平均息差（橙線），由2013年的454個基點下降至2025年的304個基點。這一下行趨勢與有關債券的平均信貸評級改善（藍線）相關。³⁹這種高度的關聯促使我們探討高收益債券發行的整體信貸質素隨時間改善的來源。

圖B3.1：
高收益債券平均息差及發行人平均信貸評級



註：本圖顯示各年度發行的高收益債券的加權平均信貸評級和加權平均發行息差。信貸評級被轉換為數值標度以計算平均評級，其中1對應高收益市場中的最高評級（BB+），而13則對應所報告的最低評級（D）。平均數值評級隨後轉換回字母評級以在圖表中顯示。發行息差以基點計量，代表高收益債券收益率相對於相關基準利率的收益率差距。

資料來源：Dealogic及金管局職員估計數字。

³⁸ 詳情請參閱Wu, Lam and Dong (2026)：《高收益債券息差收窄與較弱借款人轉向私募債權之間的關聯》（英文版本），香港貨幣及金融研究中心工作論文，即將發佈。

³⁹ 高收益債券發行信貸質素改善亦反映於新發行債券的評級組別分佈。具體而言，在我們的數據樣本中，BB評級（高收益債券市場中的最高評級組別）發行的佔比由2013年的57%上升至2025年的71%。同期，B評級（中等評級組別）及CCC+或以下（最低評級區間）發行的佔比分別由36%下降至28%及由7%下降至1%。

風險較高的高收益債券發行人將借貸轉向私募債權市場

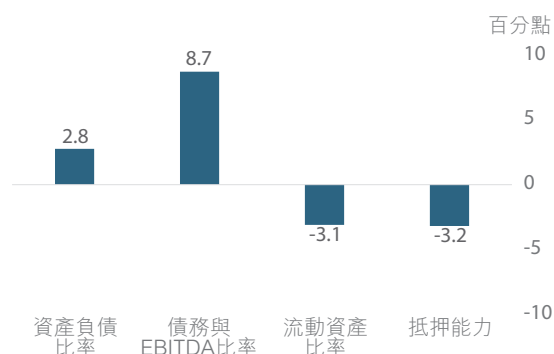
我們假設風險較高的高收益債券發行人傾向轉向私募債權市場融資，從而改變高收益債券發行人的組成，並推動平均息差收窄。這一假設得到以下事實的支持：私募債權市場的平均槓桿水平（以債務與息稅折舊及攤銷前盈利(EBITDA)比率計量）顯著高於高收益債券市場，令私募債權對風險較高的企業尤具吸引力。

為驗證這一假設，我們從高收益債券的總樣本中識別出亦曾使用私募債權融資的高收益債券發行人（「雙重借款人」）。⁴⁰ 然後，我們使用一組滯後的企業特徵估算私募債權借貸的概率。⁴¹ 具體而言，為檢視風險較高的高收益債券發行人是否傾向於從私募債權市場借貸，我們的模型納入了槓桿水平（以資產負債比率或債務與EBITDA比率計量）、流動性（以流動資產比率計量）及抵押能力（可抵押資產⁴²佔總資產比率）等指標。相關估算控制了其他企業層面及行業層面的因素。

估算結果（圖B3.2）支持我們的假設。具體而言，在其他條件相同的情況下，槓桿較高、流動性較低及抵押能力較低的高收益債券發行人，在統計學上有更高概率從私募債權市場借貸。⁴³ 我們亦觀察到，這些企業進入私募債權市場後，其高收益債券發行額有所減

少。⁴⁴ 綜合而言，這些研究結果顯示部分風險較高的高收益債券發行人可能會將部分借貸從高收益債券市場轉向私募債權市場。

圖B3.2：選定財務指標與高收益債券發行人從私募債權市場借貸的概率之間的估算關係



註：本圖顯示基於邏輯迴歸模型的估算平均邊際影響，即每個財務指標增加一個標準差時，高收益債券發行人成為雙重借款人的預測概率的平均變化（以百分點計）。所有估算結果在10%顯著性水平下均具統計顯著性。

資料來源：金管局職員估計數字。

私募債權獲取對風險承擔的影響

我們接下來透過檢視企業的槓桿水平，探討涉足私募債權市場的高收益債券發行人會否承擔更高風險。為此，我們將企業首次私募債權借貸前後的資產負債率變化，與同期並無從私募債權市場借貸的類似高收益債券發行人的變化進行比較。

⁴⁰ 我們使用睿勤及Capital IQ的資訊進行企業匹配及財務數據提取，以識別相關發行人。經考慮財務數據可得性後，估算樣本包含563家高收益債券發行人，其中91家被歸類為雙重借款人。估算樣本涵蓋2013年至2025年期間。

⁴¹ 我們使用邏輯迴歸模型進行估算。

⁴² 定義為固定資產及無形資產（不包括商譽）。

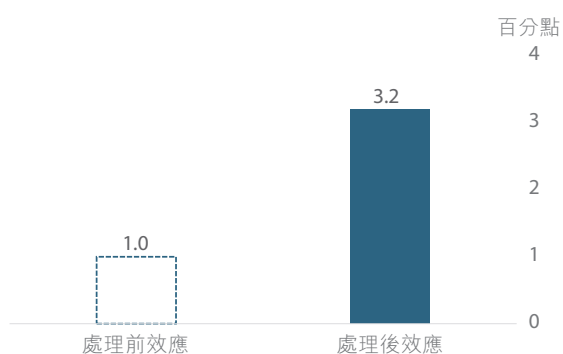
⁴³ 在雙重借款人中，B類別及CCC+或以下類別的發行佔比分別為39%及6%，而其他高收益債券發行人的相應佔比則分別為28%及3%。這進一步支持了雙重借款人的風險較高的觀點。

⁴⁴ 具體而言，樣本中雙重借款人的平均每年高收益債券發行額在進入私募債權市場前為6.33億美元，進入後則下降至5.12億美元。雙重借款人在高收益債券發行總額中的佔比由2013年的35%下降至2025年的24%。

具體而言，我們估計了一個交錯雙重差分模型，⁴⁵ 其中「雙重借款人」從其首次使用私募債權融資的年份起構成處理組。在每一年，對照組由未曾涉足私募債權的企業組成。⁴⁶

估算結果（圖 B3.3）表明，在涉足私募債權後，雙重借款人的資產負債率的增幅較其他高收益債券發行人高出 3.2 個百分點。這相當於雙重借款人在涉足私募債權市場前平均資產負債率的約 7.8%。這一發現表明，私募債權市場較為寬鬆的借貸條件，可能推動了部分風險較高的高收益債券發行人進行融資，導致槓桿水平上升。

圖 B3.3：進入私募債權市場對企業資產負債率的估算處理效應



註：本圖顯示根據基於 Callaway 及 Sant' Anna (2021) 估計量的交錯雙重差分設計，相對於並無涉足私募債權的高收益債券發行人，進入私募債權市場對雙重借款人的資產負債率的估算處理效應（以百分點計）。處理後及處理前的效應分別反映雙重借款人在首次觀察到在私募債權借貸後及之前各年的平均處理效應。實心棒條表示估算結果在 10% 顯著性水平下具統計顯著性。

資料來源：金管局職員估計數字。

結論

本研究有兩項金融穩定方面的啟示。首先，高收益債券的平均息差是監測風險較高企業脆弱性的傳統關鍵指標。然而，高收益債券發行人組成的變化，即風險較高的發行人將借貸轉向私募債權市場，表明在詮釋這一指標時應保持審慎。其次，我們發現高收益債券發行人在進入不甚透明的私募債權市場後槓桿水平有所上升，凸顯了加強該行業風險監測的必要性。⁴⁷

⁴⁵ 交錯雙重差分法適用於不同單位在不同時間接受處理的情況。在這種設定下，傳統的雙向固定效應估計量可能存在偏差，因為它可能將新接受處理的單位與已接受處理的單位進行比較，因此需要採用專門的估計量處理有關偏差。本研究採用 Callaway 及 Sant' Anna (2021) 提出的估計量。有關 Callaway 及 Sant' Anna (2021) 估計量的詳情，可參閱 Callaway, B. and Sant' Anna, P.H.C. (2021) "Difference-in-Differences with multiple time periods", *Journal of Econometrics*, 225(2), 200-230.

⁴⁶ 該組別包括後續成為「雙重借款人」但當前尚未進入私募債權市場的企業，以及從未涉足私募債權的企業。

⁴⁷ 金融穩定理事會 (2026), "Report on Vulnerabilities in Private Credit"