



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

2020年3月

本報告分析2019年8月底至2020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

2020年3月

目錄

1. 概論	4
2. 全球環境及展望	9
2.1 外圍環境	9
2.2 中國內地	16
3. 本港經濟	31
3.1 實體經濟活動	31
3.2 勞工市場狀況	32
3.3 通脹	33
4. 貨幣及金融狀況	39
4.1 匯率及資金流	39
4.2 貨幣環境及利率	40
4.3 股市	49
4.4 債券市場	51
4.5 物業市場	53
5. 銀行業的表現	56
5.1 盈利及資本額	56
5.2 流動性及利率風險	59
5.3 信貸風險	60
5.4 系統性風險	67
專題1 指數推動投資對新興市場經濟體的影響	13
專題2 內地企業權益下降背後的原因何在？	27
專題3 香港勞工市場的近期發展與短期展望	35
專題4 未來首次公開招股對香港銀行同業拆息的影響	45
專題5 金融科技的應用對銀行表現的影響——初步評估	71
詞彙	

1. 概論

自2020年初起爆發的冠狀病毒疫情，同時打擊需求及供應，對全球經濟構成有別於以往危機的挑戰。雖然主要央行及一些政府自3月初起已經推出刺激措施以制止疫情帶來的經濟衝擊，但金融市場依然波動，全球金融狀況亦有所收緊。

雖然外圍及本地環境存在不明朗因素，但香港外匯及貨幣市場繼續暢順有序運作。在港元匯率較強、總結餘維持穩定、以及存款總額溫和增長的情況下，回顧期內並未觀察到有明顯資金流出港元或香港銀行體系。貸款總額增長在2019年上半年溫和反彈後，於下半年增速放緩。住宅物業市場自2019年年中起大致回軟，走勢卻稍為反覆。

展望未來，香港銀行業仍將繼續面臨多項下行風險，包括來自於冠狀病毒擴散狀況、未來中美貿易關係、地緣政治的緊張局勢以及本地社會事件等的不明朗因素。鑑於企業槓桿水平及個人債務負擔持續上升，銀行應審慎評估其貸款組合的資產質素在這些風險因素可能加劇的情況下所受到的影響。

外圍環境

自2019年第4季以來，全球經濟增長初步呈現靠穩跡象，受惠於主要央行加大貨幣寬鬆政策力度、中美貿易緊張局勢緩和及英國「無協議脫歐」風險有所減退。不過，自1月下旬以來，全球冠狀病毒感染病例不斷增多，引起市場憂慮，並觸發環球金融市場大幅波動。為應對疫情不斷演變的風險，數間主要央行大幅減息及加大流動性工具，而一些政府亦推出針對措施支援實體經濟。不過，在信貸息差攀升及股票市場急挫下，全球金融狀況有所收緊。

展望未來，全球經濟前景的下行風險有所增加。冠狀病毒疫情會打擊全球經濟活動，而對經濟的衝擊程度將視乎疫情的嚴重性和持續性。中期而言，美國與其主要貿易夥伴之間的關係可能再度轉趨緊張，而英國脫歐之後與歐盟的貿易談判亦可能困難重重。

全球需求疲軟繼續拖累東亞地區¹經濟增長。東亞地區對美國、歐洲經濟體及中國內地等各個主要目的地的出口在2019年下半年仍然疲弱。該地區一些主要的電訊設備出口商近日公佈其收益有所增長，但科技產品週期是否廣泛地反彈仍有待觀察。金融市場對2019年12月公佈的中美第一階段貿易協議反應積極，貿易休戰一定程度上減少了全球貿易的不明朗因素。雖然如此，東亞地區將繼續面臨企業盈利疲軟及私人部門槓桿比率高企等不利因素。與此同時，冠狀病毒的爆發引發區內經濟可能在增長持續疲軟的情況下進一步受壓的憂慮。區內多個經濟體實施的旅行禁令可能打擊亞洲的旅遊業，尤其是較為依賴旅遊服務出口的經濟體。由於區內與中國內地的供應鏈密切相關，製造業可能亦會受疫情爆發影響。

¹ 東亞指下列七個經濟體：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

至於中國內地，由於內需及外需疲弱，2019年下半年的經濟增長繼續放緩。展望未來，雖然中美簽署第一階段貿易協議有助暫時減少內地經濟面臨的外部不明朗因素，但面對冠狀病毒爆發、經濟持續再平衡及全球經濟放緩的影響，下行壓力仍然存在。2019年12月召開的中央經濟工作會議將穩定經濟作為2020年的重點，並同時注重金融風險的控制。最新的共識預測表明，2020年內地經濟增長將放緩至5.2%。

於回顧期內，內地當局持續宣佈具有針對性的貨幣及財政政策，以支持民營部門尤其是小型民營企業。儘管有相關措施，一些傳媒報導及市場分析人士卻指出民營工業企業於近年可能面臨股東權益下降的情況，被視為是「民營部門倒退」的徵兆。專題2透過2018年上市公司數據研究內地工業企業權益變化的推動因素，發現民營企業或小型企業並沒有在本質上更容易遭受規模縮減或「倒退」。雖然研究發現負盈利是最大的推動因素，但其他因素，尤其是結構性因素，亦值得注意（詳情參閱專題2）。

本地經濟

本港經濟活動在2019年下半年顯著收縮。實質本地生產總值於過去三個季度持續下降，表示本港經濟已步入衰退。受此拖累，2019年全年經濟收縮1.2%，較2018年2.9%的增長為差，亦是自2009年以來首次錄得年度收縮。

本地需求放緩，尤其是私人消費縮減，是拖累2019年下半年本地生產總值的主要因素。本地社會事件嚴重影響消費活動，導致經濟前景疲弱，進而降低消費者及企業營商信心。隨着中美貿易摩擦再度加劇、全球經濟增長放緩以及訪港旅遊業嚴重倒退，香港的外貿表現繼續低迷。

鑒於經濟正面臨巨大阻力，政府於2019年8月至12月期間推出多輪刺激經濟的措施。為了讓銀行有更大空間加大力度支持本地經濟，以及幫助緩和經濟周期，金管局於10月14日公布將銀行的逆周期緩衝資本比率由2.5%下調至2.0%，從而可以讓銀行釋放2,000億至3,000億港元的額外放貸額度予企業，特別是中小型企業（中小企）。

預計2020年的經濟表現將面對很大的挑戰，而疫情最近亦帶來顯著的下行風險。由於零售、住宿服務、膳食服務、旅遊及運輸等行業在經歷社會事件造成的破壞之後仍未復甦，疫情將為這些行業帶來雙重打擊。然而，2020/21年度財政預算案中公布的一系列逆周期措施可為家庭及企業（特別是中小企）提供援助，當中包括向成年永久居民派發一次性現金及為企業在「中小企融資擔保計劃」下提供100%政府擔保的特惠低息貸款。² 金管局在2020年3月16日將銀行的逆周期緩衝資本比率由2.0%進一步下調至1.0%，將可讓銀行有更大空間加大力度支持本地經濟，尤其是因受疫情影響而短期內承受更大壓力的行業及人士。按本地生產總值組成部分分析，由於消費及營商信心脆弱，私人消費及投資將可能持續疲弱。雖然政府消費將支撐經濟增長，但隨着一些主要基建項目竣工，預計公共投資支出將相對低迷。外圍因素方面，預計中美首階段貿易協議短期內對本地經濟有輕微的正面影響。³ 然而，全球經濟增長及貿易活動疲弱將繼續拖累香港的外貿表現。尤其是冠狀病毒爆發可能導致區內的供應鏈斷裂及跨境經濟活動（例如旅遊業）放緩，進而限制香港的出口表現。政府預測2020年實質本地生產總值增長介乎-1.5%至0.5%之間，

² 預算案中的其他紓困措施包括寬減上限以內的薪俸稅及利得稅、寬減住宅物業差餉和商業登記費等。部分銀行亦推出短期紓困措施，例如提供物業按揭貸款「還息不還本」的安排及為中小企提供援助貸款。

³ 金管局內部分分析結果顯示，雖然中美貿易協議的實際結果受眾多因素影響，但在短期內應該會對香港名義本地生產總值帶來輕微的淨提振作用。主要原因是隨着不明朗因素減少，消費及投資會增加。不過，由於降低已開徵關稅的正面影響將會受到可能出現的貿易轉移（貿易不再通過香港）的負面影響抵銷，估計協議對貿易的潛在影響有限。

而國際機構及私營機構分析師的增長預測平均為-1.5%。這種疲弱的經濟前景受全球經濟增長放緩、中美貿易關係、中國內地的經濟表現以及本地社會事件等眾多不明朗因素及風險所影響。

勞工市場在2019年下半年及2020年年初面臨更大的壓力，總就業人數減少，失業率上升，實質薪金指數亦按年下跌。具體而言，失業率由2019年6月的2.8%多年低位上升至2020年2月的3.7%，部分反映社會事件和疫情爆發對零售、住宿及膳食服務行業的影響。展望未來，鑒於經濟前景疲弱及冠狀病毒爆發，失業率將進一步攀升。專題3將更詳盡探討勞工市場的近期發展及短期前景。

本地通脹壓力持續累積至2019年第3季，主要由於新鮮豬肉價格上漲的影響；其後經濟活動減弱，通脹動力亦逐漸放緩。由於經濟狀況疲弱、私人住宅租金整固以及進口通脹溫和，預計短期內通脹將有所緩和。市場共識預測2020年的整體通脹率將介乎0.6%至3.7%之間，政府預測基本通脹率為2.5%。

貨幣狀況及資金流動

受到股票相關的港元需求(包括首次公開招股)增加所支持，港元匯率自2019年10月中以來逐漸轉強。踏入12月份，港元匯率的上升動力進一步增強，部分原因是由於首次公開招股活動暢旺，部分則由於接年底時流動性收緊而促使港元短倉交易平倉所致。農曆新年假期過後，流動資金狀況有所舒緩，港元匯率靠近2月底時輕微走軟。整體而言，於回顧期內港元交易繼續暢順有序，並未觸發兌換保證。總結餘維持穩定於大約540億港元。

自2019年第4季以來，短期港元銀行同業拆息出現波動，反映季節性流動資金需求，以及首次公開招股等資本市場活動增多。專題4研究市場對未來首次公開招股活動的關注如何影響3個月香港銀行同業拆

息。與此同時，綜合利率從2019年7月底的0.94%逐漸上升至2020年1月底的1.01%，反映銀行繼續調高優惠存款利率以吸納存款資金。隨著一些銀行調高以最優惠貸款利率釐定的利率上限，新造按揭平均貸款利率上升至10月份的2.6%左右水平，但由於市場上的最優惠貸款利率自11月起下調，新造按揭平均貸款利率到2020年1月輕微下跌至2.5%左右水平。

在港元匯率較強、總結餘維持穩定、以及存款總額溫和增長的情況下，回顧期內並未觀察到有明顯資金流出港元或香港銀行體系。然而，我們需要監察在外圍環境不明朗的情況下，冠狀病毒疫情若進一步惡化所帶來的影響。香港具有龐大的外匯儲備及穩健的銀行體系，金管局有能力、資源及決心應對資金外流，以及維持香港貨幣及金融穩定。

於回顧期間，市場憧憬中美達成貿易協議，離岸及在岸人民幣匯率轉強，但2020年1月下旬以來由於冠狀病毒疫情爆發而面對轉弱壓力。在2019年較後時間，離岸人民幣對在岸人民幣大致呈現溢價，於2020年1月底折讓則短暫擴大，但差價按歷史標準而言仍屬溫和。香港的離岸人民幣資金池自上一個回顧期輕微下跌後略為回升。截至2020年1月底，人民幣客戶存款及存款證餘額增至6,374億元人民幣。香港的其他人民幣業務也有所增長，其中本港的人民幣銀行貸款及人民幣貿易結算業務錄得強勁增長。2019年全年的人民幣即時支付結算系統每日平均交易量維持在11,339億元人民幣的高位。儘管外圍環境存在不明朗因素，本港離岸人民幣業務預期將會受惠於內地資本帳持續開放、國際投資者增加人民幣資產配置，以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下深化區域經濟金融合作。

資產市場

本港股市在過去半年像過山車般大起大落。經過夏季大幅調整後，股市最初顯著收復失地，但在回顧期末

因冠狀病毒爆發而再次下挫。初期的反彈受惠於全球經濟衰退風險的減少，投資氣氛大為改善，各地股市大幅上升。全球經濟前景之所以有所好轉，一部分原因是主要央行貨幣寬鬆政策的滯後效應，令全球經濟增長靠穩。另一部分原因是全球兩個最大經濟體最終能避免了一場全面貿易戰。不過，展望未來，本港股市仍然存在極大的不明朗因素，尤其是全球健康危機，以及中美快將進入第二階段貿易談判，都會對內地宏觀經濟的表現產生很大的影響。

去年港元債券市場持續擴大，發行量穩定增長。去年下半年，港元債券收益率相對美元債券收益率迅速反彈，推動了投資債券的資金回流香港。與此同時，公營部門發行量大幅增加，令離岸人民幣債券市場迅速增長。隨著在岸市場與離岸市場之間的資金成本差異收窄，私營機構發行量亦錄得可觀增長。不過，鑒於中美貿易談判下一階段的不明朗以及疫情的影響，包括港元債券及人民幣債券在內的本地債券市場發展無疑將面對重大挑戰。

住宅物業市場自2019年年中起大致回軟，走勢卻稍為反覆。繼中美貿易摩擦再度加劇、本地社會事件及本港疲弱的經濟活動影響後，市場氣氛進一步受疫情所拖累。官方數據顯示平均每月成交量及二手市場樓價均較2019年5月的近期高位回軟。然而，地產代理的市場數據顯示二手市場的交投量於最近數周回升。儘管樓價略有下跌，但置業負擔能力仍然偏緊，樓價與收入比率及收入槓桿比率按歷史標準仍處於高位。

住宅物業市場前景受眾多如上所述的不明朗因素及風險所影響。例如，冠狀病毒的爆發，加上當前經濟衰退及失業率上升，或會壓抑住宅需求及新盤推售。市場情緒亦可能受全球經濟增長步伐及國際金融市場波動等一些外圍風險及不明確因素所影響。另一方面，低息環境或能為資產市場帶來支持，而根據2003年沙士過後的經驗，當疫情消退後，市場

活動可能會反彈。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。雖然2019年的住宅物業實際落成量較預測數字為低，但政府預計未來幾年仍有較多私人樓宇落成。⁴

銀行業表現

由於全球及本港經濟環境的不明朗因素增加，香港零售銀行的盈利在2019年下半年錄得輕微下降，整體稅前經營溢利較2018年同期溫和下跌1.5%。雖然淨利息收入在回顧期內錄得溫和增長，但貸款減值撥備和營運開支均有所增加，導致盈利受到遏抑。相應地，資產回報率在2019年下半年微跌至1.13%，較2018年同期的1.23%為低。

本地註冊認可機構的綜合總資本比率於2019年年底進一步上升至20.7%。自2019年第2季度以來，在本地經濟環境顯著惡化的情況下，為了讓銀行可以運用更大空間以支援企業（特別是中小企業），香港的逆周期緩衝資本比率在2019年10月由2.5%下調至2.0%及在2020年3月再進一步下調至1.0%。認可機構的流動性狀況整體穩健，第1類機構的平均流動性覆蓋比率與第2類機構的平均流動性維持比率於2019年第4季分別處於159.9%及56.3%的高位。此外，第1類機構的平均穩定資金淨額比率及第2A類機構的平均核心資金比率均遠高於法定最低水平。按歷史標準衡量，資產質素仍屬於健康水平。

銀行信貸增長在2019年上半年出現溫和反彈後，由於全球及本地經濟環境不明朗因素增加，於2019年下半年再度放緩。以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額增速經過在2019年上半年溫和增長至4.2%後，在下半年減慢至2.4%。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

⁴ 差餉物業估價署預計2020年至2021年每年的落成量約為20,000個單位，而過去十年（2010-2019年）每年平均落成量則為13,500個單位。

在2019年下半年分別增長2.5%及2.2%，較上半年4.5%及3.5%的增幅為低。儘管如此，2019年全年的總貸款增長為6.7%，仍高於2018年的4.4%增長。

與此同時，由於回顧期內的總貸款增長快於存款增長，所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由2019年上半年的74.5%上升至年底的75.4%。由於2019年下半年港元存款稍微減少，所有認可機構的港元平均貸存比率亦有所上升。然而，鑑於銀行體系的總結餘處於穩定水平及存款大致保持平穩，港元及銀行業的流動性狀況仍然維持穩健。同樣地，在回顧期內沒有出現顯示有大量資金流出港元或香港銀行體系的明顯跡象。

在市場整體發展方面，隨著香港金融管理局批出八張虛擬銀行牌照後，香港銀行業亦開始推出虛擬銀行服務。由於虛擬銀行在初期可能透過推出更便捷的產品及更具吸引力的存款利率以吸引新客戶，或令存款市場的競爭趨於激烈，從而對現有銀行的資金成本構成上行壓力。儘管短期影響或因為虛擬銀行現時的業務規模尚為有限而仍屬緩和，但其長遠影響則將可能取決於現有銀行會否嘗試在業務中加快金融科技應用以保持競爭力。專題5(參閱第71頁)的結果顯示，香港銀行採用金融科技的程度與其成本效益的改善及盈利水平的提升在統計學上具有相關性。

展望未來，香港銀行業仍將繼續面臨多項下行風險，包括來自於冠狀病毒擴散狀況、未來中美貿易關係、地緣政治的緊張局勢以及本地社會事件等的不明朗因素。鑑於企業槓桿水平及個人債務負擔持續上升，銀行應審慎評估其貸款組合的資產質素在這些風險因素可能加劇的情況下所受到的影響。

《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撰寫。

2. 全球環境及展望

在2019年年底，全球經濟活動出現靠穩跡象，令市場憧憬全球經濟復甦。然而，自2020年1月下旬以來，全球冠狀病毒感染個案不斷增加令復甦憧憬落空，投資者對全球經濟衰退的憂慮加深，觸發全球金融市場出現拋售。為應對經濟衝擊，自3月初以來主要央行及一些政府推出刺激措施。鑑於疫情擴散，全球經濟增長前景面臨的下行風險有所增加。

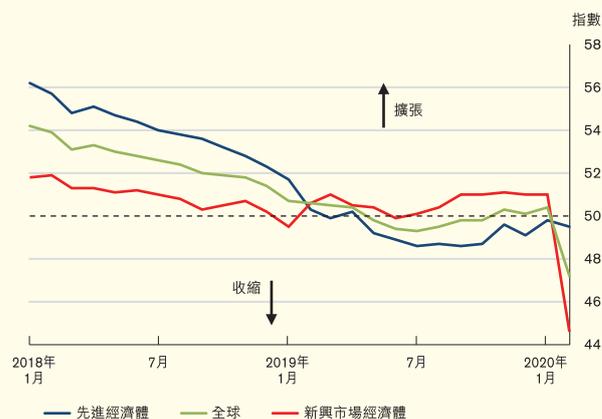
東亞方面，2019年下半年來全球需求疲弱令區內各經濟體的前景蒙上陰影。冠狀病毒爆發預期將在短期內拖累區內經濟增長，而旅遊業所受打擊尤其嚴重。另一方面，東亞地區亦繼續面對企業收益疲弱及私人部門槓桿比率偏高的挑戰。

至於中國內地，由於內需及外需疲弱，2019年下半年的經濟增長繼續放緩。展望未來，雖然中美簽署第一階段貿易協議有助暫時減少外圍不明朗因素，但面對冠狀病毒爆發、經濟持續再平衡及全球經濟放緩的影響，下行壓力仍然存在，而當局採取貨幣及財政政策應對將提供一定緩衝。

2.1 外圍環境

在持續的貿易緊張局勢及政策不明朗的影響下，製造業與投資持續疲軟，2019年下半年全球經濟增長仍然乏力。不過，經濟增長在最後一季初步呈現靠穩跡象（圖2.1），部份受惠於美聯儲及歐洲央行早前的寬鬆政策，以及全球貿易緊張局勢在中美「首階段」貿易協定簽署後有所緩和。

圖2.1
製造業採購經理指數



資料來源：CEIC。

然而，自1月底以來，全球冠狀病毒感染病例不斷增多，及其後對經濟帶來的衝擊，引起市場憂慮，全球金融市場出現拋售潮（圖2.2）。鑒於中國內地是全球主要出口目的地，而且在全球供應鏈中佔重要地位，當疫情對內地的生產活動構成干擾、並拖累其經濟增長時，將造成顯著的溢出效應，並有可能波及全球（圖2.3）。自二月底以來，冠狀病毒感染病例在中國內地以外地區激增，或會加劇供應鏈所受干擾，並帶來直接拖累當地經濟活動的風險。⁵

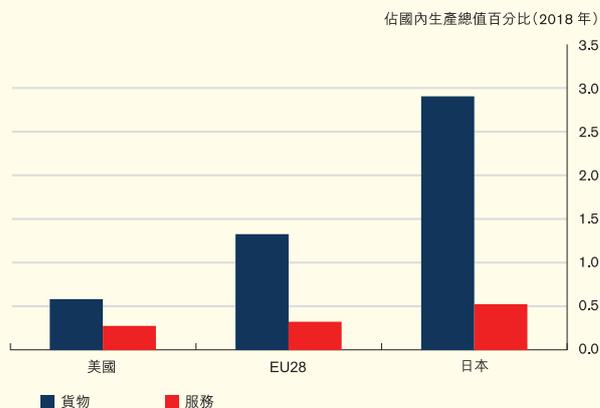
圖 2.2
摩根士丹利資本國際所有國家世界指數及彭博巴克萊全球企業債券指數期權調整利差



註：圖中所示的企業債券期權調整利差為彭博巴克萊全球企業平均期權調整利差，用於衡量一籃子全球投資級別固定利率公司債券在撇掉內嵌期權後的信貸利差。期權調整利差越小，反映公司債券市場的風險胃納越大。

資料來源：彭博。

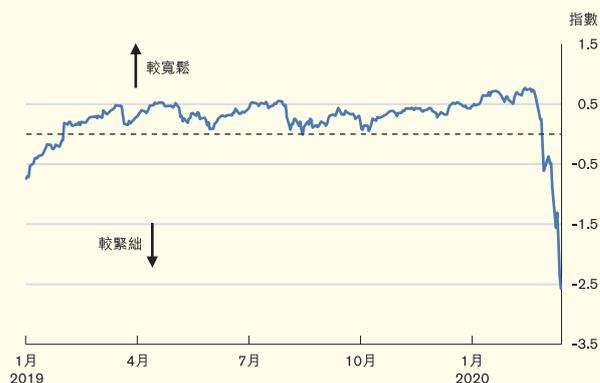
圖 2.3
2018年選定主要先進經濟體對中國內地的貨物及服務出口 (佔其國內生產總值百分比)



註：EU28是指歐盟及英國。
資料來源：CEIC、歐盟統計局、經合組織及金管局職員計算數字。

為應對疫情可能對經濟造成的潛在嚴峻衝擊，一些央行(包括美聯儲、加拿大銀行和英倫銀行)自3月初起減息，而一些政府亦推出針對性措施以支援家庭及企業。然而，金融市場仍面臨巨大的拋售壓力，導致全球金融狀況顯著收緊，繼而或會加劇全球經濟的下行壓力(圖2.4)。

圖 2.4
彭博先進經濟體金融狀況指數



註：彭博先進經濟體金融狀況指數是美國、英國及歐元區指數的簡單平均數。指數大於(少於)零表示金融狀況較全球金融危機前的平均水平寬鬆(緊縮)。

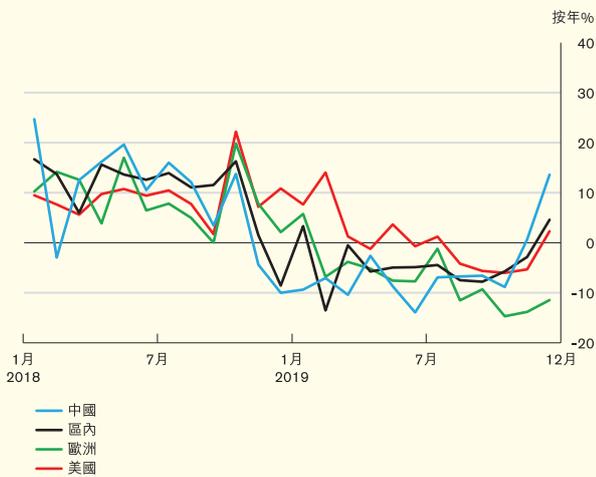
資料來源：彭博。

5 疫情可從多個渠道影響經濟。本地疫症爆發及其後的遏制疫情措施、社交疏離、收入減少及不確定性可嚴重打擊消費。企業方面，生產延誤及營業額減少可導致企業資金流出現問題，甚或觸發裁員及倒閉。

除了疫情的發展，其他下行風險及不明朗因素亦籠罩全球經濟前景。尤其是貿易緊張局勢方面，雖然中美達成第一階段貿易協議後政策風險有所下降，但由於仍有許多棘手的結構性問題有待解決，後續談判可能困難重重。歐洲方面，歐盟與英國的貿易談判預期不會順利，從而令英國脫歐後的不明朗因素持續。另外，油價自3月以來急劇下跌，將對主要石油出口新興經濟體構成壓力。

東亞方面，由於全球需求低迷，2019年下半年的實體經濟活動仍然乏力。東亞地區對美國、歐洲經濟體及中國內地等各個主要目的地的出口在2019年下半年依然疲弱（圖2.5）。儘管有初步跡象顯示區內科技產品的下行週期正見底回升，包括有區內大型電子產品公司稱其2019年底的盈利有所改善⁶，不過區內科技產品出口是否出現實質反彈仍有待觀察。

圖 2.5
東亞：對主要目的地的商品出口



資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

⁶ 例如三星電子及台積電等區內主要科技企業的財務報告均顯示2019年第4季的盈利較預期為佳。

持續疲軟的經濟增長及貿易不明朗因素亦困擾著投資者情緒，大多數東亞經濟體的固定資本投資總額在2019年出現下跌（圖2.6），長遠而言可能影響區內潛在經濟增長。為了在溫和通脹的環境下支撐經濟增長，印尼、菲律賓及韓國央行在2019年上半年降息後，於下半年再度調低政策利率，而泰國銀行亦自2015年以來首次調低政策利率。

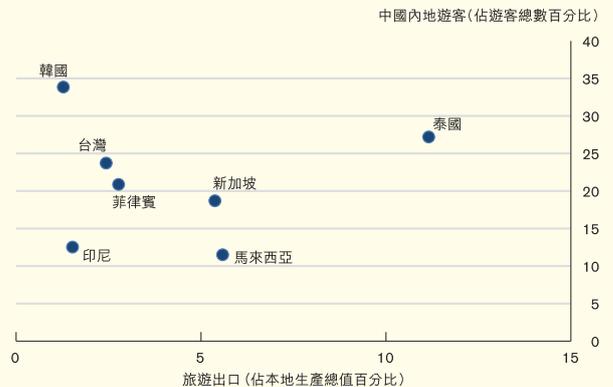
圖 2.6
東亞：固定資本形成總額



資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

冠狀病毒的爆發導致區內經濟體可能在增長持續疲軟的情況下進一步受壓的憂慮。由於區內多個經濟體對中國內地實施出入境限制，因此旅遊業首當其衝，尤其較依賴中國內地旅客及旅遊服務出口的經濟體在此次疫情中所受影響較大（圖2.7）。疫情持續並加劇亦會影響區內與中國內地密切相關的供應鍊。

圖 2.7
東亞：旅遊出口與中國遊客



註：截至2019年第3季數據。
資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

在短期內，此次疫情將會繼續影響經濟活動及投資者情緒。參考2003年沙士爆發的經驗，這些影響可能是短暫的，但實際情況將取決於疫情的嚴重程度、擴散範圍以及政府抑制疫情爆發的行動是否有效。與此同時，東亞各經濟體亦面臨多重阻力。

首先，儘管市場預期公司盈利會在短期內惡化（圖2.8），但全球寬鬆的貨幣狀況鼓勵追求收益率的活動，從而資產價格在沒有基本面支撐的情況被推高。因此，區內股市更容易受到投資者情緒轉變的影響。

圖 2.8
基準股票指數成份股的預期收益



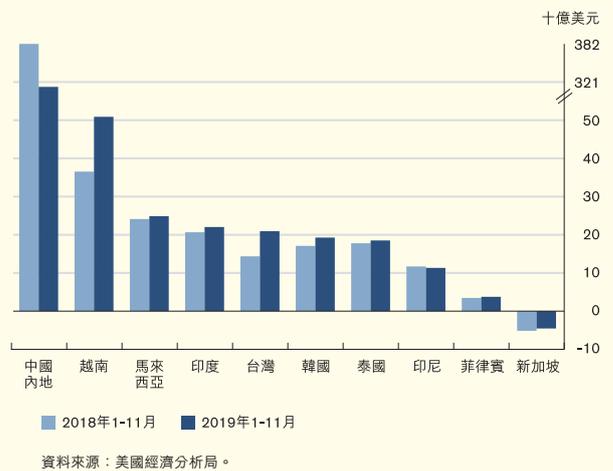
資料來源：彭博。

其次，公司盈利及經濟增長的疲軟可能導致區內的私人機構更難償還債務。雖然本地利率下降可以為負債的公司及家庭提供喘息空間，但亦可能埋下債務進一步累積的隱患。此外，如專題1所述，當有更多追蹤指數的資金流入區內金融市場，私人機構的債務積壓風險亦可能加劇，雖然這種影響有機會僅限於財務基礎較穩健的企業及其長期借款。

第三，就外圍因素而言，面對保護壁壘越趨強硬的美國貿易政策，東亞經濟體面對的風險亦可能會增加。儘管中美第一階段貿易協議近期取得進展，但由於兩國之間在貿易上的根本問題仍然存在，中美貿易緊張局勢仍然持續。由區內多個經濟體對美國的貿易順差

不斷增加（圖2.9）可見，跨國公司為規避關稅，可能會繼續在以中國為中心的供應鏈之外找尋更多供貨途徑。截至2019年11月，亞洲九個新興經濟體（不包括中國）對美國的累計貿易順差已增至約1,670億美元。如果對美國的貿易順差持續擴大，相關亞洲經濟體可能會成為貿易戰的下一個目標；例如美國政府已於2019年7月對越南的鋼鐵進口產品徵收高達456%的巨額關稅。⁷有鑒於此，儘管中美貿易休戰，區內貿易前景仍然極不明朗。

圖 2.9
對美國的貨物貿易順差



資料來源：美國經濟分析局。

⁷ 詳情可參閱美國商務部於2019年7月2日及2019年12月16日發佈的新聞稿。

專題 1 指數推動投資對新興市場經濟體的影響

引言

過去十年，國際金融市場一體化加劇令全球跨境證券投資資金流顯著增加。最近一項研究顯示，這些跨境投資資金流中，高達七成的資金流是由指數推動基金所推動。⁸ 指數推動基金不僅包括密切追蹤投資指數的基金（通常稱為被動式基金），亦包括參考投資指數進行主動管理的基金。⁹ 透過引入相關經濟體原本無法吸引或接觸的海外投資者，這些基金有助推動新興市場經濟體的金融市場發展。因而，此類基金使新興市場經濟體實現投資者基礎多元化，有助市場的長期增長及穩定。

不過，天下真的有免費午餐嗎？就被動式債券基金而言，市場憂慮此類基金投資可能會削弱它所投資企業債券發行人的財政紀律從而導致相關企業槓桿水平高企。¹⁰ 此外，有意見認為近年指數推動基金的增長加劇了全球證券投資資金流的波動，令本來已對環球因素十分敏感以及受其他共同因素所影響的新興市場經濟體更為脆弱。¹¹ 本專題就這兩個命題，評估指數推動投資對金融穩定的影響。

被動式債券基金及企業槓桿¹²

按照基準指數內成分債券在指數中的權重，被動式債券基金將其投資資金分配給相關債券。因此，相對於

主動式管理債券基金，被動式債券基金所採取的機械式投資決策或會令指數成分債券的發行人缺乏從基金投資者利益的角度行事的動力。¹³ 更糟糕的是，從金融穩定的角度來看，這種行為或會助長過度借貸，為全球金融危機後槓桿比率急劇上升的新興市場經濟體企業部門帶來重大的信用及償債能力風險（圖B1.1）。

圖 B1.1
新興市場經濟體的企業槓桿



利用各新興市場經濟體企業在一隻追蹤新興市場經濟體企業債券的主流指數內的權重作為它們的債券受被動式債券基金投資的估算，¹⁴ 我們發現此類投資的增加將推高相關債券的企業發行人的長期（而非短期）槓桿比率。圖B1.2中的藍色實心柱表示估算的影響。除了推動新興市場經濟體企業債券市場的發展外，因被動式債券基金所擴大的長期債券投資者基礎亦有利於新興市場經濟體企業的發展。

⁸ Raddatz, Schmukler and Williams (2017) 「International asset allocations and capital flows: The benchmark effect」, *Journal of International Economics*, 108(C)。

⁹ 研究亦發現，主動式基金的投資組合經理傾向於盡可能嚴格地「緊貼」相關基準指數，以減低基金經理短期表現不佳的職業風險。見Miyajima and Shim (2014) 「Asset Managers in Emerging Market Economies」, 《BIS Quarterly Review》, 2014年9月。

¹⁰ Sushko and Turner (2018) 「The implication of passive investing for securities markets」, 《BIS Quarterly Review》, 2018年3月。

¹¹ 國際貨幣基金組織《Global Financial Stability Report》2019年4月版第1章「Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle」。

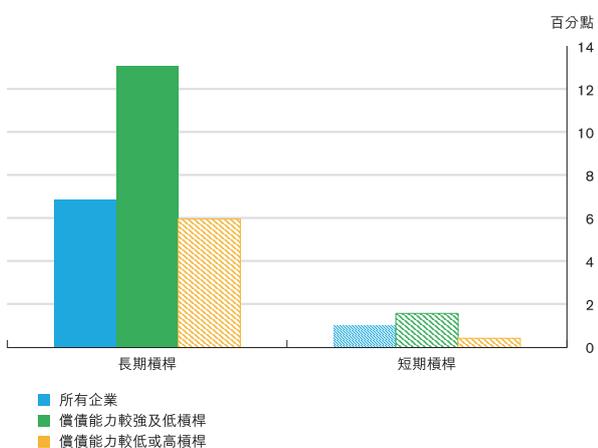
¹² Wu and Wong (2019), 「Does Passive Bond Investing Encourage Corporate Leverage in Emerging Market Economies?」《金管局研究備忘錄》, 2019/13。

¹³ 主動式管理基金的投資組合經理如果認為個別發行人過於進取，可以主動減持其發行的債券。

¹⁴ 這項研究選用摩根大通編制的新興市場公司債券多元分散指數 (CEMBI) 作分析。截至2017年底，CEMBI追蹤新興市場經濟體非金融企業發行的價值3,140億美元的美元計價債券，佔新興市場經濟體所有企業債券的49%。

我們同時發現上述的效應只對基本因素較穩健(尤其是償債能力較強及槓桿比率較低)的新興市場經濟體企業有著顯著的影響(圖B1.2中的綠色實心柱)。面對較高的財務困境成本,高槓桿或償債能力較差的企業似乎反而不會因被動式債券基金的投資而進一步陷入債務陷阱。總而言之,以上研究顯示被動式債券基金投資增長未必會大幅增加新興市場經濟體企業部門的償債能力風險。

圖B1.2
被動式債券基金投資對企業槓桿的影響



註：
 (1) 圖中數字是指CEMBI指數中企業權重增加0.1個百分點對樣本企業負債與股東權益比率的估計影響。
 (2) 償債能力較強(較差)的企業是指利息覆蓋率高於(低於)1的企業,而高(低)槓桿企業是指負債與股東權益比率高於(低於)樣本中位數的企業。
 (3) 實心柱代表10%水平的統計顯著性。

指數推動基金及資金流¹⁵

為了解指數推動基金的增長是否會令新興市場經濟體的證券投資資金流更為波動,我們必須審視指數推動基金相對其他所有不受任何限制的基金而言對外國證券投資(FPI)總資金流的波動性有何影響。首先,利用15個新興市場經濟體的股票投資為焦點作估算,我們發現FPI總資金流中受指數推動部份的波動性普遍低於不受限制的部份。因此,指數推動基金的較快增長很可能是減少而非增加FPI總資金流的波動性。

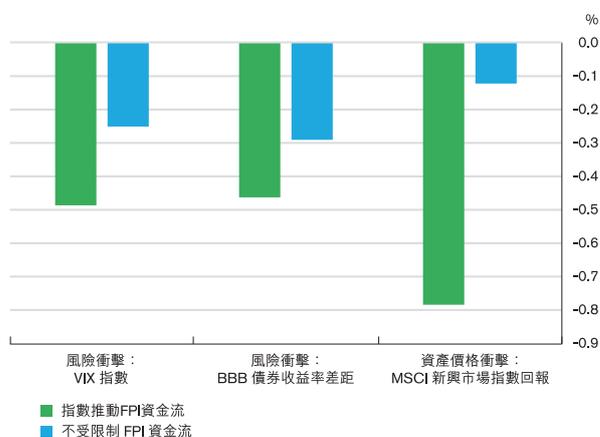
¹⁵ Lau, Sze and Wong (2020), 「Impacts of Benchmark-driven Investment on Volatility and Connectivity of Emerging Market Capital Flows」,《香港貨幣及金融研究中心工作論文》,03/2020。

不過,我們亦發現新興市場經濟體間,FPI總資金流中受指數推動部份的成對相關性通常遠高於不受限制的部份。這與吸收比率(用於衡量各經濟體風險承擔類似程度的統計指標)一致,其中前者的吸收比率遠高於後者,顯示受指數推動FPI資金流對比不受限制的更有可能具有共移性(圖B1.3)。事實上,受指數推動的FPI資金流估計對各種環球衝擊因素及新興市場經濟體常見的衝擊因素,例如VIX指數、BBB債券收益率差距和MSCI新興市場指數更為敏感(圖B1.4)。因此,儘管受指數推動的FPI資金流的波動性通常較低,其快速增長可能會令資金在市場極端不利環境下,突然大幅撤出新興市場經濟體(即所謂的「煞停」)的風險增加。

圖B1.3
FPI資金流的吸收比率



圖B1.4
FPI資金流對外部衝擊的敏感度



註：圖中數字為受指數推動及不受限制的FPI資金流受特定衝擊影響下變動的條件均值,並以它們各自持有投資額的百分比表示。

結論

指數推動基金在促進新興市場經濟體資本市場的發展發揮著越來越重要的作用。一方面，它們有助於投資者發掘新興市場經濟體快速增長所帶來豐厚回報的投資機會。另一方面，它們可用作新興市場經濟體尋找資金來源的有效機制。

對於決策者而言，這些基金的被動或機械性的投資行為有利亦有弊。其主要優點之一是可以普遍減低FPI資金流的波動性。不過，在經濟暢旺時期，這種行為往往會鼓勵企業過度借貸，並助長財政紀律寬鬆的企業借款人的增加。所幸的是，這種負面影響似乎僅限於財務基礎較穩健的企業及企業的長期借貸。¹⁶ 儘管如此，鑒於當前全球長期處於低息環境，許多新興市場經濟體的企業債務仍在不斷累積，尤其是FPI資金流可能在較以往更容易受到環球因素的衝擊下，指數推動投資對新興市場經濟體的影響值得密切留意。

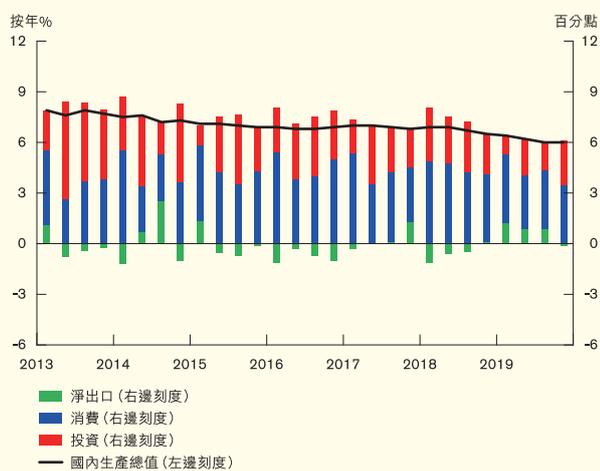
¹⁶ 為減少被動式債券基金的負面影響，越來越多的債券指數提供商採用替代加權方案，例如納入債券信用質素或期限風險等因素，而非只考慮債券的未償還總額作為其在指數中的權重。

2.2 中國內地

實體經濟

由於內需及外需疲弱，中國內地經濟增長於2019年下半年繼續放緩，實質國內生產總值按年增長率由第1季的6.4%及第2季的6.2%放緩至第3季及第4季的6.0%（圖2.10）。全年來看，實質經濟增長由2018年的6.7%放緩至2019年的6.1%，接近官方增長目標的下限。

圖 2.10
中國內地：各需求組成部份對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

在整體增長數字的背後，隨著消費者情緒轉弱，消費增長於下半年放緩。限額以上單位的零售銷售細分數據顯示，一些耐用品的銷售，特別是汽車及珠寶首飾，在下半年有所回落，而非耐用品的銷售情況則相對較好。¹⁷ 在主要細分行業普遍放緩的情況下，固定資產投資增長在下半年亦有所放緩。其中，房地產及基建投資在下半年顯著轉弱，儘管製造業投資在2019年最後幾個月隨著中美貿易談判取得進展而加速增長，但與上半年相比仍然疲軟（圖2.11）。鑑於中美達成初步貿易協議，進出口經歷前幾個季度收縮後於2019年年底反彈。然而，由於2019年年底的進

¹⁷ 限額以上單位包括主營業務收入為2,000萬元人民幣或以上的批發業企業、主營業務收入為500萬元人民幣或以上的零售業企業以及主營業務收入為200萬元人民幣或以上的住宿和餐飲業企業。

口增長速度遠高於出口增速，淨出口對整體增長的貢獻由前3季的正數轉為第4季的負數。

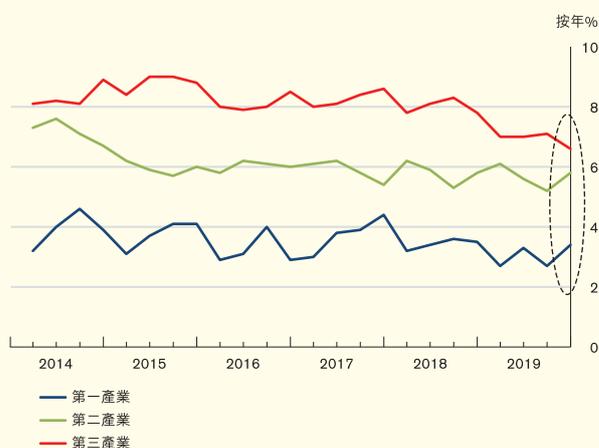
圖 2.11
中國內地：按行業劃分的固定資產投資



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

以增加值計算，第三產業在2019年下半年繼續表現良好，資訊科技及軟件等較高增加值細分行業穩健擴張，不過整體增長在年底亦有所放緩（圖2.12）。相比之下，製造業活動的業務擴張在第3季減慢，但在第4季有所回升，部分反映中美貿易談判取得進展。此外，高科技製造業在2019年下半年繼續保持良好增長。由於第三產業的增長進一步超過其他行業，第三產業在整體經濟增加值中的比重由2018年的53.3%小幅上升至53.9%。

圖 2.12
中國內地：按行業劃分的增加值增長



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，雖然中美簽署第一階段貿易協議有助暫時減少內地經濟面臨的外部不明朗因素，但在持續的經濟再平衡及全球經濟放緩的影響下，經濟下行壓力仍然存在。冠狀病毒爆發亦令內地經濟進一步受壓。短期內服務業，尤其是零售業、娛樂業、餐飲酒店業、運輸業和旅遊業將直接受到打擊，而交通運輸和勞工市場中斷所造成的間接影響也很可能會波及整體經濟。

面對內部及外部的不利因素，2019年12月舉行的年度中央經濟工作會議將穩定經濟作為2020年的重點，重申當局將保持積極的財政政策立場，並且注重政策效果和效率。與此同時，當局將繼續保持審慎的貨幣政策立場，降低企業融資成本，尤其是民營企業和小微企業的融資成本，在控制金融風險與支持經濟發展之間取得平衡。

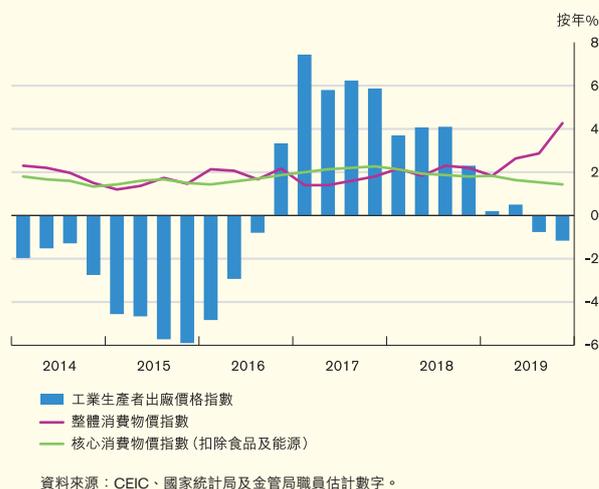
為減輕冠狀病毒爆發對經濟增長和金融穩定的潛在負面影響，中國人民銀行、中國銀保監會、財政部、中國證監會和國家外匯管理局等機構在2月初公布一系列措施，以增強市場信心並支持實體行業。主要措施包括保持銀行體系流動性合理充裕、為生產對抗冠狀病毒所需物資和設備的重點企業提供利息補助，以及鼓勵銀行向受疫情影響的企業，特別是小型企業，提供貸款支持。

大多數市場分析師預計，由於冠狀病毒爆發，中國內地今年第1季的經濟增長可能放緩，但對2020年全年經濟增長的負面影響則較為有限。最新的共識預測顯示，內地經濟增長將放緩至5.2%，較冠狀病毒爆發前下跌了0.7個百分點。

通脹壓力於回顧期內保持在溫和水平。整體消費物價按年通脹由2019年上半年的2.2%上升至下半年平均3.6%（圖2.13），主要原因是食品價格顯著上漲，特別是非洲豬瘟導致豬肉價格飆升。相比之下，在經濟疲弱的情況下，扣除食品及能源價格後的按年核心通脹由2019年上半年平均1.7%下降至下半年的1.5%。

至於生產方面，工業生產者出廠價格通脹於下半年錄得負值，平均按年通縮1.0%，反映工業活動疲弱。

圖 2.13
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹



資產市場

在未受2020年1月疫情打擊前，內地股市於2019年下半年穩步上揚。兩大主板在2019年下半年均錄得升幅，當中小型股表現優於大型股，上海A股指數上升2.4%，深圳A股指數上漲10.3%。此外，通常被稱為「中國納斯達克指數」的創業板指數更上漲了19%（圖2.14）。

圖 2.14
中國內地：內地股市指數及融資融券交易



股市暢旺，部分反映市場情緒在中美達成第一階段貿易協議後直到2019年年底有所改善，而MSCI指數提高A股權重亦令更多資金流入內地股票市場。此外，較高增加值製造商及服務供應商在近幾季的穩健擴張似乎亦為高科技企業及創新企業股價的上漲提供了支持。

隨著投資者風險胃納增加，融資融券餘額的規模（反映股市投資者槓桿的指標）到2019年年底達到一年高位。儘管如此，該規模仍然遠低於2015年年中市場震蕩之前的高位。

然而，2020年1月冠狀病毒的爆發導致內地股市在年初大幅上落。上海A股指數於農曆新年假期後2月3日股市重開當天下跌了7.7%，抹平了半年的漲幅，但隨後快速反彈，截至2月底回升5%。

儘管市場情緒在2019年下半年有所改善，投資者仍對表現不佳的公司的潛在風險保持警惕。在債券市場方面，雖然公司發行人的整體融資成本在2019年下半年小幅下跌，但收益率在不同信貸質素的發行人之間仍存在較大差距，特別是經過幾輪存款準備金率下調之後，信用評級較佳的企業發行人繼續享有相對較低的融資成本（圖2.15）。相比之下，評級較低的公司債券收益率雖然有所下降，但仍維持在較高水平。持續的收益利差很可能反映投資者終究擔憂在經濟放緩的情況下，財務狀況較弱的公司的償債能力會下降。

圖2.15
中國內地：5年期公司債券收益率

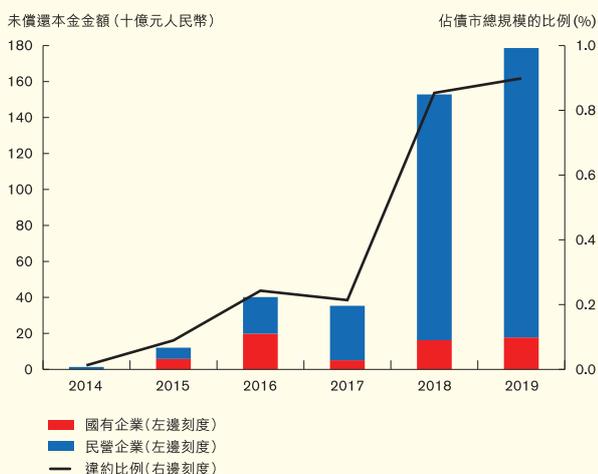


資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

事實上，在2019年下半年內有多達51家公司發行人出現債券違約。相比之下，上半年有46家，而2018年全年則只有54家。¹⁸ 2019年的違約債券規模增加至1,790億元人民幣，較2018年增長16.3%（圖2.16）。儘管如此，違約債券相較於整個市場（即違約債券佔非金融債務證券整體餘額的比重）仍然較低，只是從2018年的0.8%微升至2019年的0.9%。進一步的分析表明，2019年下半年的違約個案主要為評級較低的私人發行人，特別是多元化控股公司、礦業公司和建築公司。

¹⁸ 數據來自Wind，包括企業及公司債券、中期票據、短期商業票據及私人配售票據。

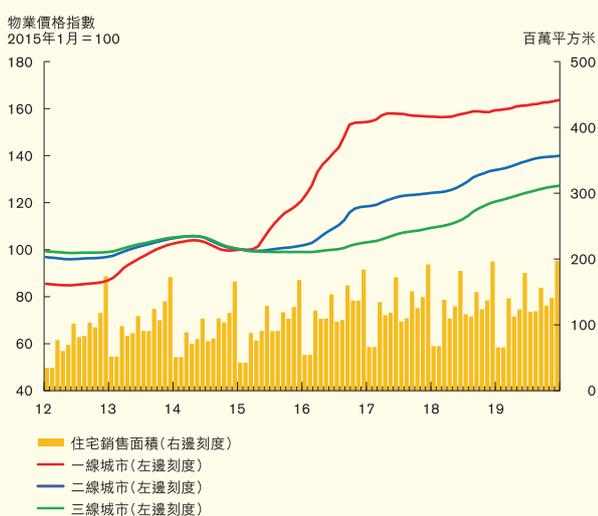
圖 2.16
中國內地：債券違約規模及比例



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

2019年下半年，內地房地產市場暢旺，內地樓價進一步小幅上漲（圖 2.17）。內地政府部門致力遏制與房地產市場相關的系統性風險，在全國各地尤其是主要城市繼續推行收緊措施，包括提高首付要求和限制房地產買賣。

圖 2.17
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

在較低級別的城市，由於房地產市場活躍，住房供應過剩的問題在相當大的程度上繼續受到控制。截至2019年12月，三線城市的庫存銷售比率降至13個月的水平，遠低於2015年年初31個月的最高位（圖 2.18）。

圖 2.18
中國內地：按城市等級劃分的庫存銷售比率



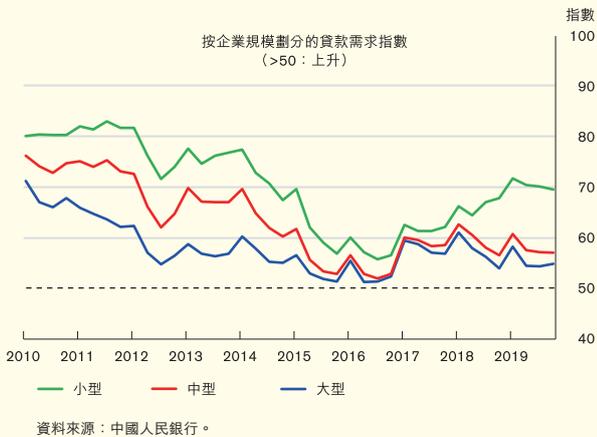
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

短期內，遏制投機性需求的措施（例如提高首付要求）大概保持不變，尤其是主要城市。於2019年12月，中央經濟工作會議重申「房住不炒」的原則。不過，對於個別較低級別的城市，由於近期經濟放緩，有報導指當地政府放寬了一些限制措施，例如放寬針對外來人才的住房限購。在供應方面，政府除了承諾加快建設保障性住房外，亦同時加快發展租賃市場，以更靈活的方式增加土地供應。

信貸分配及銀行資產質素

在2019年下半年，內地不同規模企業的貸款需求差異有所收窄。其中，大型企業的貸款需求在第4季輕微回升。相反，伴隨政府鼓勵銀行向小型企業借款人提供貸款，小型企業的貸款需求小幅下跌（圖 2.19）。

圖 2.19
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求指數



儘管如此，小型企業對銀行貸款的需求仍然強勁，表明最近幾個季度的整體正規信貸供應仍然低於小型企業的需求，而同時小型企業從非正規渠道所取得的信貸供應轉差。事實上，在持續的金融去槓桿期間，銀行減少參與影子銀行活動及理財產品的發行後，信託貸款及證券公司的受託管理基金等影子銀行活動於2019年進一步收縮(圖2.20)。

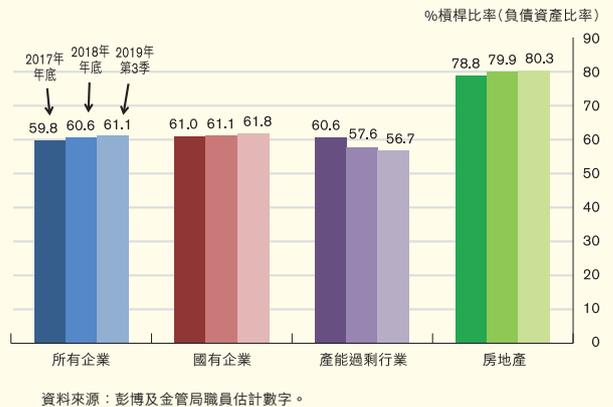
圖 2.20
中國內地：信託貸款及證券公司的受託管理基金的增長



為填補非正規信貸收緊所帶來的缺口，中國人民銀行去年多次降低存款準備金率，包括兩度針對合資格的小型銀行定向降準，以促進銀行向小微企業提供貸款(詳情請參閱財政及貨幣政策部份)。因此，授信額度低於1,000萬元的「最小型」公司的未償還銀行貸款在2019年增長了25%以上，而2018年為18%，2019年的增長幅度幾乎是整體貸款增幅的兩倍。反映貸款供應增加，「最小型」公司的平均借貸成本由2018年的7.39%降至2019年年底的6.70%。

雖然銀行對「最小型」公司的貸款增長進一步加速，但向企業部門批出的整體銀行貸款增長在2019年基本保持穩定，增幅約為11%。儘管除「最小型」公司之外無法取得關於其他不同規模企業的銀行信貸分布的進一步公開資料，根據對上市公司的數據分析，產能過剩行業在2019年首3季繼續去槓桿(圖2.21)，這或反映出銀行對償債能力較弱的企業借款人進一步收緊了貸款的審批標準。

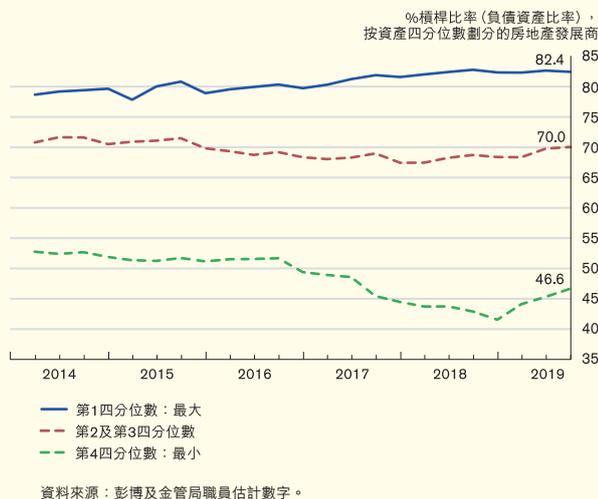
圖 2.21
中國內地：上市企業的槓桿比率



雖然產能過剩行業繼續去槓桿，但上市公司的整體槓桿比率仍維持在合理水平。這或反映到正在進行的結構性去槓桿舉措，相關舉措旨在維持經濟的整體槓桿比率，同時亦對諸如殭屍公司等效率較低的借款人去槓桿，並將財務資源重新分配予更高效率的市場實體。

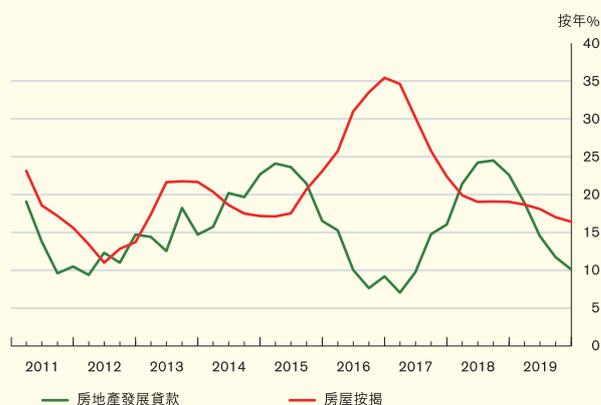
在高槓桿行業中，房地產與實體行業及金融行業環環相扣，因此對金融穩定性有重要意義。截至2019年第3季，房地產發展商的槓桿比率大致保持穩定（圖2.21）。進一步的分析表明，槓桿化主要集中在財務狀況通常較好的大型和中型發展商。小型發展商的槓桿比率仍相對較低，但由於小型發展商通常集中在較低級別的城市，而當地物業市場較為暢旺，因此小型發展商的槓桿比率自2018年年底以來反彈回升。鑒於小型發展商的財務狀況相對較弱，需要密切監控槓桿比率快速上升的情況（圖2.22）。

圖 2.22
中國內地：按企業規模劃分的房地產發展商的企業槓桿



儘管小型發展商的槓桿比率有所上升，整體房地產發展貸款的同比增長卻由2018年年底的22.6%進一步放緩至2019年12月的10.1%，主要原因是去年同期基數較高。按揭貸款增長率亦從2018年年底的19.0%放緩至2019年第4季的16.4%，可能反映有關的收緊措施（圖2.23）。銀行對於房地產市場的直接敞口風險，即房地產發展貸款及房屋按揭佔銀行貸款總額的合計比重，大致維持在28%左右的穩定水平。

圖 2.23
中國內地：房屋按揭及房地產發展貸款的增長



於回顧期內，銀行整體資產質素維持穩健。整體不良貸款率維持在2%以下，由2018年年底的1.83%微升至2019年第4季的1.86%。關注類貸款佔銀行貸款總額的比重於同期大致穩定，維持在3.0%左右的較低水平¹⁹（圖2.24）。

圖 2.24
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率



儘管如此，小型銀行似乎面臨一些壓力，部分原因是近期經濟放緩導致企業借款人特別是小型企業借款人的還債能力惡化。於回顧期內，農村商業銀行的不良

¹⁹ 根據中國銀行保險監督管理委員會的定義，關注類貸款是指儘管借款人目前有能力償還債務，但存在一些可能對償還產生不利影響因素的貸款。不良貸款包括被分類為次級、可疑或損失的貸款，此類貸款幾乎不可能獲悉數償還，銀行亦因而會遭受不同程度的損失。

貸款率維持在比較高的4%左右。城市商業銀行的不良貸款率於2019年年底約為2.30%左右，與同年6月份的水平相近，部分由於回顧期內尤其是第4季加快處置壞賬所致（圖2.25）。

圖 2.25
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



為遏制銀行體系面臨的潛在系統性風險，內地當局建立「四道防線」機制，以加強對小型銀行的監管，並完善銀行的危機管理²⁰。因此，雖然在2019年裏有三家小型銀行出現違約，但對整個銀行業穩定的相關影響相當有限。當中，在包商銀行被接管之後，銀行同業市場資金成本（如短期回購利率和上海銀行間同業拆放利率）有所上升，但幅度並不特別大。在中國人民銀行注入流動性之後，銀行同業市場資金成本很快下降。相比之下，市場對錦州銀行和恆豐銀行出現違約的反應似乎並不大。

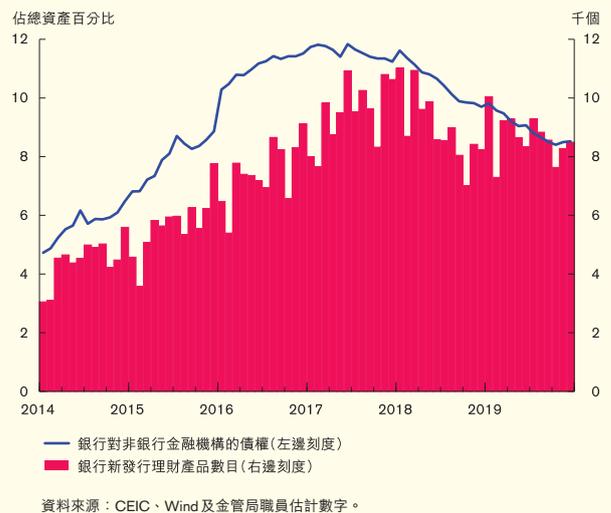
儘管小型銀行面對一定的資產質素壓力，內地銀行業的整體風險看來仍較為溫和。現時，內地銀行（尤其是具系統重要性銀行）的不良貸款率仍然維持在大致穩定的較低水平。此外，較高的撥備覆蓋率亦有助保護銀行免受日後的損失影響。截至2019年年末，銀行的撥備覆蓋率為186%，遠高於監管要求。儘管如

²⁰ 「四道防線」是指中國人民銀行所用的四種流動性管理工具，包括再貼現、流動性再貸款、常備借貸便利和存款準備金。這些工具有助於遏制小型銀行面臨的流動性風險並防止風險蔓延至整個銀行體系。

此，小型銀行仍需密切監督，主要是因為其借款人大多為容易受到冠狀病毒爆發不利影響的小型服務供應商及當地廠商。

於回顧期內，內地銀行業監管機構繼續限制銀行參與影子銀行業務，以遏制系統性風險。影子銀行活動於2019年下半年因此進一步收縮。其中，銀行對非銀行金融機構的債權佔銀行資產總額的比重到2019年年底已經連跌近八個季度（圖2.26）。隨著有關當局收緊影子銀行活動，銀行理財產品（影子銀行活動的主要資金來源）的發行於2019年下半年亦有所下降。

圖 2.26
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權佔銀行資產總額的比重及新發行的理財產品數目



匯率及跨境資本流動

在2019年前三季，鑑於市場憂慮中美貿易糾紛及經濟增長疲弱，在岸人民幣貶值了3.8%。然而，隨著中美兩國宣佈第一階段貿易協議，在岸人民幣匯率在最後一季上漲了2.7%，於2020年年初亦因為美國在1月中將中國剔除出匯率操縱國名單而進一步上升。不過，由於擔心冠狀病毒爆發會拖累中國經濟，美元兌人民幣匯率由1月17日的6.86跌至2月3日的7.02（圖2.27）。

圖 2.27
中國內地：在岸人民幣及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

相較於在岸人民幣，離岸人民幣於回顧期內大部分時間有較大的波動。由於冠狀病毒爆發，彭博提供的最新 2020 年第 2 季美元兌人民幣匯率的共識預測大致保持在 7.0 左右。

縱使 2019 年下半年外匯市場情緒有所改善，但仍有跡象表明資本外流有所增加，這或反映市場對經濟放緩的擔憂依然存在。剔除估值影響，2019 年的外匯儲備估算在上半年顯著增加，在下半年則稍微下降。人民銀行外匯佔款變動是衡量跨境資金流動的另一個常用指標，該指標亦顯示 2019 年上下半年有輕微的資本外流情況（圖 2.28）。儘管如此，與前幾年人民幣大幅貶值時相比，資本外流的壓力要小得多。2019 年全年來看，內地整體外匯儲備基本保持在 3 萬億美元以上。

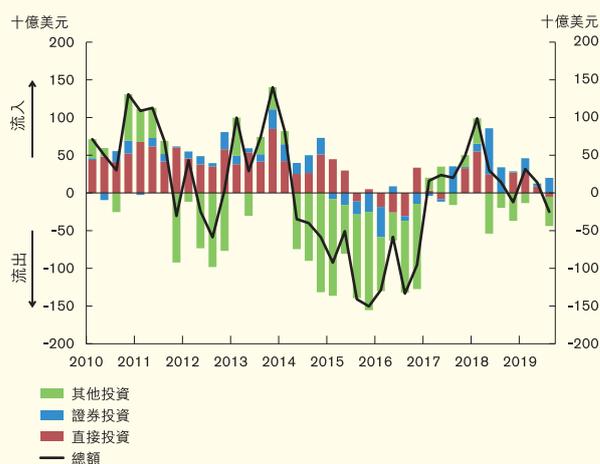
圖 2.28
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

國際收支平衡最新統計資料亦顯示，第 3 季的資本外流處於溫和水平（圖 2.29）。當中，透過其他投資的資金淨流出在回顧期內有所增加，主要原因是居民償還境外貸款較多以及貿易信貸淨流出增加。此外，由於非居民對內地的投資出現停滯，直接投資在連續 8 個季度錄得淨流入之後首次錄得淨流出。相反，證券投資的資金流入仍然強勁，原因是居民減少購買海外股票以及國際投資者增持內地股票。

圖 2.29
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

展望未來，資本流動在短期內或持續波動。一方面，中美第一階段貿易協議有助增強市場信心。事實上，較為近期的高頻數據顯示，於2019年最後兩個月及2020年首月，股票市場錄得大額淨流入，逆轉了早前因貿易糾紛引發市場波動而出現的資本外流情況（圖2.30）。此外，隨著MSCI指數在2019年2月下旬宣佈提高A股權重，彭博全球綜合債券指數自2019年4月1日起逐漸納入中國債券，以及內地金融市場進一步開放，短期內這些利好因素將繼續支持資本流入²¹。儘管如此，在冠狀病毒疫情的蔓延、下一階段的貿易談判、全球經濟放緩以及潛在的地緣政治風險等眾多不確定因素下，投資者情緒仍然受到困擾。

圖 2.30
中國內地：流入內地股票及債券的資金



財政及貨幣政策

至於貨幣政策方面，中國人民銀行在採取審慎立場的同時，亦繼續提升貨幣政策的傳導效率，在經濟放緩及冠狀病毒爆發期間致力降低融資成本，尤其是對民營企業和小微企業。繼8月17日完善貸款市場報價利率形成機制後，中國人民銀行兩度在9月和11月分別下調1年期貸款市場報價利率5個基點。相應地，截至2019年年底的1年期貸款市場報價利率為

4.15%，較形成機制完善之前下降16個基點。於回顧期內，中國人民銀行亦宣佈幾輪降準，向銀行體系釋放更多流動性。其中，中國人民銀行在9月除了對主要服務當地企業的特定城市商業銀行定向下調存款準備金率100個基點，亦同時全面下調存款準備金率50個基點。2020年1月，中國人民銀行宣佈再次全面下調存款準備金率50個基點，以紓緩春節前的流動性壓力，並進一步促進銀行向企業提供貸款。因應冠狀病毒爆發，中國人民銀行亦於2月初透過公開市場操作向銀行體系淨投放5500億元人民幣，並將7天及14天逆回購利率以及1年期貸款市場報價利率一併下調10個基點。

自2019年下半年以來，中國內地已進行幾輪降息和降準，因此即使面對2019年小型銀行信貸事件及2020年冠狀病毒爆發，銀行體系的整體流動性仍基本保持穩定。於回顧期內，金融機構的7天銀行間質押式回購加權利率（R007）和10年期中央政府債券收益率均有所下降（圖2.31）。

圖 2.31
中國內地：主要市場利率



²¹ 國家外匯管理局亦於2019年9月取消合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者的投資額度限制，而中國證券監督管理委員會其後宣佈取消證券公司和基金管理公司的外資股比限制，自2020年起分階段實施。

由於銀行間融資成本下降，2019年下半年非金融部門的加權平均銀行貸款利率亦有所下降。儘管如此，企業貸款的風險溢價仍維持於高位，部份原因是近來經濟放緩及中美貿易局勢緊張有可能導致企業借款人的還款能力下降(圖2.32)。

圖 2.32
中國內地：向非金融部門提供的加權平均銀行貸款利率(僅限一般貸款)與1年期中央政府債券收益率的利差



註：一般貸款指剔除按揭及票據融資的銀行貸款，是企業貸款的代理指標。
資料來源：CEIC、中國人民銀行及金管局職員估計數字。

為推進利率市場化和進一步降低實體部門的融資成本，中國人民銀行於2019年12月指示內地金融機構自2020年起須將現有貸款的參考利率由原本的貸款基準利率逐步改為貸款市場報價利率。此舉有助加快利率市場化的進程，有望改善貨幣政策傳導並更好地向實體行業傳導降息的政策效果。

財政政策方面，政府繼續採取積極的政策立場。於2019年，政府對內地企業實施的減稅降費合共約2.3萬億元人民幣。在對抗冠狀病毒爆發方面，政府亦宣佈為對防疫提供重點支持的企業提供利息補助，以及為企業減稅降費，尤其是小微企業。政府整體稅收的按年增長率由2018年的8.3%下降至2019年的1.0%，反映政府減輕企業稅費負擔措施的效果顯著。

儘管稅收收入增長大幅放緩，公共支出的按年增長仍然高企，2019年按年增長率為8.1%，縱使相較於

2018年的8.8%略為放緩。在採取這些積極舉措後，政府一般公共預算和政府性基金的支出與收入之間12個月的累計缺口於2018年升至佔國內生產總值的4.7%後，於2019年更進一步擴闊至5.6%(圖2.33)。

圖 2.33
中國內地：政府支出與收入的缺口



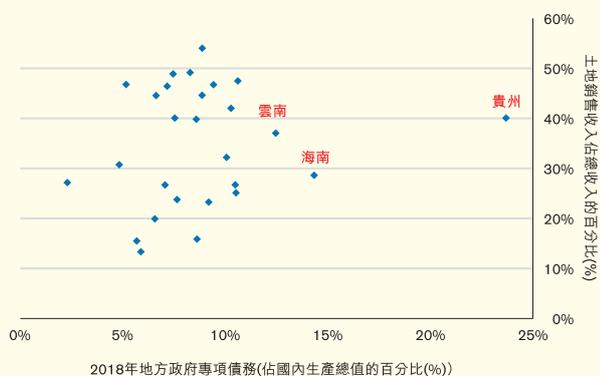
資料來源：Wind、財政部及金管局職員估計數字。

為填補資金缺口，地方政府加快專項債券的發行。其中，2019年新發行的專項債券達2.6萬億元人民幣，而2018年則為2萬億元人民幣。此外，財政部亦允許在2020年提前發行1萬億元人民幣的地方政府專項債券，以進一步推動公共支出。

在債券發行加速的情況下，地方政府債務餘額按年增加15%，於2019年年底達到21萬億元人民幣，而2018年的增長率則為12%。儘管如此，地方政府債務的整體風險仍然可控，因地方政府債務對國內生產總值的比率仍處於較低水平，雖然仍由2018年年底的20.4%輕微上升至2019年年底的21.5%。

然而，一些地方政府可能面臨融資壓力，因為作為地方政府主要收入來源的土地銷售收入的增長由2018年的25%大幅放緩至2019年的11%。事實上，我們的分析顯示一些地方政府，如貴州、海南和雲南可能對房地產市場變化較為敏感，因為其債務負擔相對較重且過往收入很大程度上倚賴土地銷售(圖2.34)。

圖 2.34
中國內地：2018 年土地銷售收入和地方政府專項債務



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

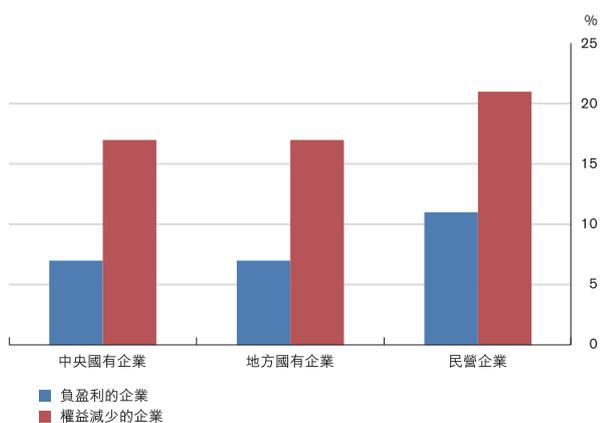
於回顧期內，內地當局繼續推出具針對性的貨幣及財政政策，以支持民營企業尤其是小型民營企業。但有媒體報導和市場分析師指出，儘管有上述舉措，民營工業企業或面臨股東權益下降的情況。專題2探討內地工業企業權益下降的原因，發現民營企業或小型企業並沒有在本質上更容易遭受規模縮減或「倒退」（詳情請參閱專題2）。

專題2 內地企業權益下降背後的原因何在？

引言

許多人認為在政府推動企業部門去槓桿及中美貿易關係緊張的背景下，2018年對內地企業而言是較為困難的一年。即使是作為優秀企業代表的上市公司，亦面臨嚴峻形勢。據公司年度報告顯示，2018年有相當部分的公司出現虧損及權益減少²²（圖B2.1）。

圖B2.1
2018年虧損企業及權益減少企業所佔百分比



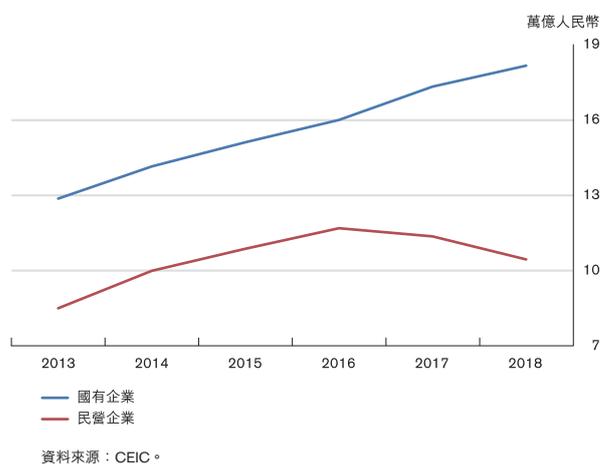
資料來源：Wind及金管局職員計算數字。

除了相當部分的企業出現虧損外，從圖B2.1亦可以觀察到兩個現象。首先，權益下降企業的數量明顯超過虧損企業的數量，表明應該有其他重要原因導致權益收縮。其次，平均而言，相較於國有企業，有更多的民營企業出現虧損及權益下降。這一發現似乎與使用匯總數據分析的一些研究結果相呼應，亦即自2017年以來，規模以上的民營工業企業的權益總額有所下降，而國有企業的權益總額卻繼續增加²³（圖B2.2）。

²² 相比之下，2017年的數目要小得多，對於民營企業而言尤其如是。具體而言，2017年中央國有企業、地方國有企業及民營企業出現虧損的百分比分別為6%、4%及3%，而出現權益減少的百分比則分別為12%、12%及7%。

²³ 參見唐建偉(2018)和張曉晶(2018)等人的研究。這些研究指出，民營企業資產減少的速度高於負債減少的速度，導致民營企業的槓桿率在2018年被動地增加。

圖B2.2
按公司類型劃分的所有者權益變化



資料來源：CEIC。

基於這些觀察，本研究嘗試回答以下問題：1) 內地企業權益下降，除了虧損外，還有甚麼其他原因？2) 出現權益下降的民營企業數量多於國有企業數量，這能否用所有制或企業規模去解釋？以及3) 內地企業權益減少產生何種影響？

從會計角度看權益的構成

為回答上述問題，我們首先研究影響企業權益的構成要素。其中，根據內地企業會計準則(PRC GAAP)，所有者權益的主要構成部分包括：

$$\text{權益總額} = \text{實收資本} + \text{資本公積} + \text{留存收益} + \text{其他綜合收益}$$

導致右邊構成部分發生變化的事項亦會導致權益改變²⁴。例如，企業盈利可以增加留存收益，從而提升所有者權益。實際上，影響權益總額的因素有很多，而盈虧只是其中之一。表B2.1中歸納出影響權益變動的主要事項。

²⁴ 嚴格來說，在內地企業會計準則之中，留存收益對應未分配利潤及盈餘公積兩個項目；在此為簡單起見，統稱為留存收益。

表 B2.1
影響權益構成部分的主要事項

	實收資本	資本公積	留存收益	其他綜合收益
發行新股	√	√		
股票回購	√	√		
盈虧			√	
股息分配			√	
同一控制下的併購		√		
可供出售的金融資產公允價值變動				√

表B2.1中所列出的前四個因素最為重要：新股發行、股票回購、當期損益及股息分配。已上市公司仍可透過在二級市場發行新股(增發)去增加實收資本和資本公積。回購的股票成為庫存股，會抵減所有者權益²⁵。本期出現淨盈利的話會令權益總額增加，出現淨虧損則會令權益總額減少。向股東分配股息會令權益總額減少。

其他事項雖然較不常見，但亦會影響權益總額。如果一間公司收購另一間公司，而收購方及被收購方都由同一第三方控制，則收購價格與被收購方可識別淨資產之間的差額將被計算入其他資本公積。在其他情況下，如果一間公司持有其他上市公司的股票並將相關股票歸類為可供出售的金融資產，則這些股票的市場價值增加將計入其他綜合收益，進而提升權益總額。

需要注意的是，該表格並未涵蓋所有影響權益變動的事項，特別是那些與此處所列的主要事項相比並不常見的事項²⁶。此外，表格並未列出可引致各權益構成部分重新分配但並不影響權益總額的事項。

²⁵ 企業可以出於不同目的而回購自身的股票，例如向員工提供股票獎勵，或者註銷相關股票以提升股價及投資者信心。無論最終目的是甚麼，回購的股票首先成為庫存股，令權益總額減少，然後企業再對庫存股採取進一步行動，以實現股票回購的最初目的。

²⁶ 其他事項包括股東捐贈、各類金融工具之間的重新分類、股份支付、將固定資產重新分類為投資物業、所投資公司的權益變動、發行永續債券或可轉換債券、以及外幣折算差額等。

驅動權益變動的因素：實證框架及結果

透過公司層面的同業比較分析，本文研究影響權益變動的相關事項對權益總額有何影響，以及所有制類型是否重要。本文研究採用2018年的上市工業企業資料。最終樣本²⁷包括2,158間企業，其中民營企業佔71%，中央國有企業佔11%，地方國有企業佔18%²⁸。回歸方程式如下所示：

$$\Delta \text{權益}_i = \beta_0 + \beta_1 * \text{所有制}_i + \beta_2 * \text{小型企業}_i + \beta_3 * \text{權益事項}_i + \beta_4 * \text{行業虛擬變數}_i + e_i$$

其中 $\Delta \text{權益} = (\text{權益}_{2018} - \text{權益}_{2017}) / \text{權益}_{2017} * 100$ 。所有制是一個向量，變數包括地方國有企業及民營企業虛擬變數。就此意義而言，參考群組是中央國有企業。小型企業是一個虛擬變數，對於小型企業²⁹等於1；之所以將其包括在內是因為小型企業往往被視為更脆弱，在不利條件下可能受到更大影響。權益事項是一個向量，變數在基準模型設定下包括四個主要因素(盈利、股息分配、增發及股票回購)，在替代模型設定下包括兩個其他因素(其他綜合收益及關聯方併購虛擬變數³⁰)。除關聯方併購虛擬變數外，所有影響權益變動的因素均以相對2017年年底權益總額的比例進行衡量。在全部模型設定中，行業固定效應均受到控制。

²⁷ 我們將ST(特別處理)股票排除在外，因為其指標數值往往異常並可能使結果偏斜。此外，數據以1%和99%的比率進行雙側縮尾處理，以盡量減少離群值的影響。

²⁸ 一小部分公司的所有制類型可能在期間發生變化。此處分類以2017年年底各公司的所有制類型為準。

²⁹ 小企業虛擬變數捕捉在所有企業中資產規模位於後25%的企業。

³⁰ 由於數據限制，此處採用關聯方併購作為同一控制下的併購的代理指標。

表 B2.2
影響權益變動的因素對權益總額的影響

	基準 – 完整樣本	附額外控制 – 完整樣本	附額外控制 – 權益減少之企業
小型企業虛擬變數	0.66 (1.37)	0.40 (0.85)	2.51*** (3.30)
地方國有企業虛擬變數	0.89 (1.13)	0.97 (1.27)	-0.14 (-0.12)
民營企業虛擬變數	1.24* (1.80)	0.87 (1.30)	-1.68 (-1.61)
盈利	1.03*** (58.90)	1.03*** (60.80)	0.83*** (40.38)
股息	-0.61*** (-9.48)	-0.64*** (-10.17)	-0.74*** (-7.12)
增發	0.71*** (56.69)	0.71*** (58.13)	0.09* (1.94)
股票回購	-0.89*** (-5.61)	-0.82*** (-5.32)	-0.46*** (-2.67)
其他綜合收益		1.65*** (8.89)	0.68*** (3.64)
關聯方併購		-3.57*** (-6.06)	-3.84*** (-4.85)
常數	-1.11 (-1.20)	-0.51 (-0.56)	-3.61** (-2.52)
樣本數目	2158	2158	435
調整後的 R 平方	0.787	0.799	0.830

註：括弧中為 t 統計量。
* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01

主要回歸結果如表 B2.2 所示。小型企業及民營企業虛擬變數的係數在統計上不顯著或為正值，表明小型企業或民營企業的性質不會對權益總額產生負面影響。所有重大權益事項的係數在統計上均為顯著，並且具有預期符號。盈利及增發會令權益增加³¹，而分配股息及回購股票會令權益減少。其他因素（如其他綜合收益及關聯方併購）對權益變動亦有顯著影響。

圖 B2.3
主要權益事項的貢獻率——完整樣本

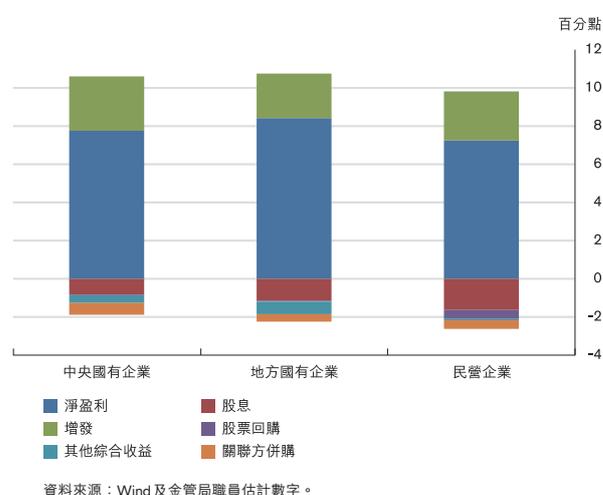
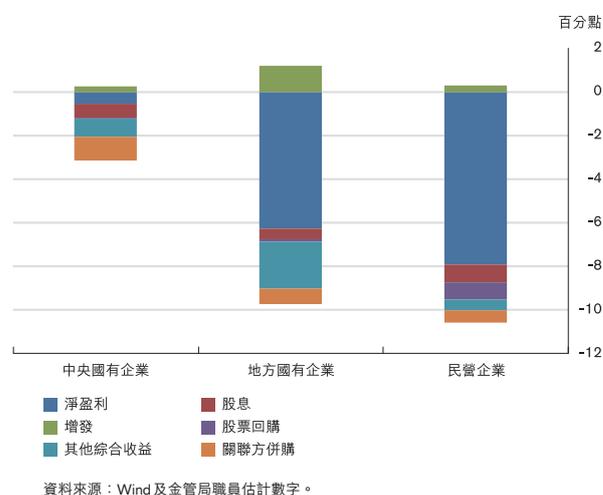


圖 B2.3 顯示基於完整樣本估計的（表 B2.2 第二欄）各個權益事項的平均貢獻率。該圖表明，對於所有三類企業，平均來說利潤是最大的權益影響因素，而增發的影響亦相當大。股息分配是造成權益減少的一個重要因素，而民營企業的股息分配在三類企業中似乎最多。研究亦發現，其他綜合收益會令權益減少，特別是就國有企業而言，這或表明國有企業的投资組合表現較差。相比之下，股票回購對民營企業的影響要大於國有企業，表明民營企業回購更多股票。其中一個可能原因是為了推高股價，假如民營企業將股票作為抵押以獲取外部資金。

圖 B2.4
重大權益事項的貢獻率——僅限權益減少企業



³¹ 確切地說，增發有三種方式：供股、公開招股和私人配售。此處回歸中的增發主要是私人配售，因為樣本中的公司很少採用其他兩種方式。

圖 B2.4 顯示權益因素對樣本的一個子群組的影響，相關樣本僅包括在 2018 年出現權益下降的企業（結果基於表 B2.2 第三欄）。整體而言，中央國有企業只有少量的權益減少，而負盈利亦只起輕微作用。相反，虧損是導致地方國有企業和民營企業權益下降的最大因素。除此之外，地方國有企業受其他綜合收益的負面影響更大，但增發獲得資金較多。相比之下，出現權益下降的民營企業從增發獲得的權益資金較少，而較多的股息分配及股票回購亦令權益下降。

結論

鑒於持續的國內結構性改革以及中美貿易糾紛，2018 年對中國內地企業而言是較為困難的一年。2018 年上市工業企業的數據顯示，內地上市公司整體繼續增長，但權益下降的企業所佔份額有所增加。透過探討影響企業權益變化的因素，兩個觀察結果得以顯現。

首先，上市公司的所有制或規模對企業權益下降並沒有顯著的邊際解釋力。這表明民營企業或小型企業並非如一些傳媒報導及市場分析師認為的在本質上更容易遭受規模縮減或「倒退」。

第二，這種權益減少對地方國有企業及民營企業的影響尤甚，而最主要因素是負盈利。儘管企業的盈利能力可能會因為政府推出的利率優惠或減稅降費等措施而有所改善，導致權益下降的較為結構性的因素亦不容忽視。例如，其他綜合收益的減少似乎是造成地方國有企業權益下降的第二重要原因，突顯投資於主營業務之外的企業的較低效率。相比之下，如果民營企業回購股票是為了推高股價從而維持股票抵押貸款，這亦可能令人關注。

需要注意的一點是，由於數據的限制，本研究僅包括上市公司樣本，而非上市公司的情況可能有所不同。例如，其他研究表明一些民營企業不再屬於規模以上

企業範圍³²，不排除當中原因可能是企業破產而非只是資產負債表收縮。因此，此處有關上市公司的研究結果可能無法推廣至內地所有工業企業。

參考文獻

丁安華。《招銀國際宏觀研究報告(2019年)》。

唐建偉。《如何看待中國企業槓桿率的新變化》。交通銀行金融研究中心。2018年(11月7日)。

張曉晶。《去槓桿政策轉向了嗎?》。國家金融與發展實驗室。2018年(11月1日)。

³² 例如，丁安華(2019)指出，自2017年以來，規模以上企業的數量減少，而被剔除出局的大多是民營企業。

3. 本港經濟

由於私人消費減弱、投資開支減少及出口表現欠佳，香港經濟在2019年下半年收縮，並且步入自2009年以來首次的衰退。預計2020年的經濟表現將面臨很大的挑戰，而冠狀病毒疫情最近亦帶來顯著的下行風險。經濟前景正受到全球經濟增長放緩、中美貿易關係、中國內地的經濟表現以及本地社會事件的發展等眾多不明朗因素及風險所影響。鑒於經濟面臨各種阻力，失業率於2020年將可能進一步攀升。預期本地通脹壓力將有所緩和，不過其前景面臨上行及下行兩方面的潛在風險。

3.1 實體經濟活動

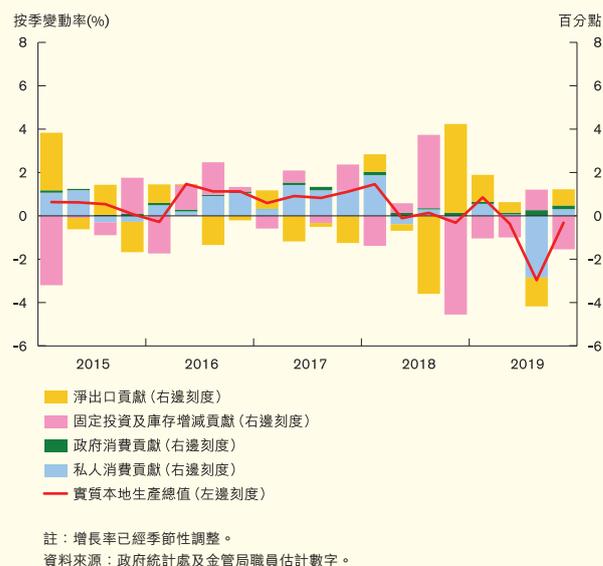
本港經濟在2019年下半年顯著收縮。按年比較，實質本地生產總值在第3季及第4季分別收縮2.8%及2.9%（表3.A）。受下半年經濟收縮拖累，全年經濟收縮1.2%，較2018年2.9%的增長為差，亦是自2009年全球金融危機以來首次錄得年度收縮。

表 3.A
實質本地生產總值增長

	按年增長率(%)	
	第1季	第2季
2018	第1季	4.5
	第2季	3.4
	第3季	2.6
	第4季	1.1
2019	第1季	0.7
	第2季	0.4
	第3季	-2.8
	第4季	-2.9
10年平均	(2009年第1季至2018年第4季)	
	2.8	

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

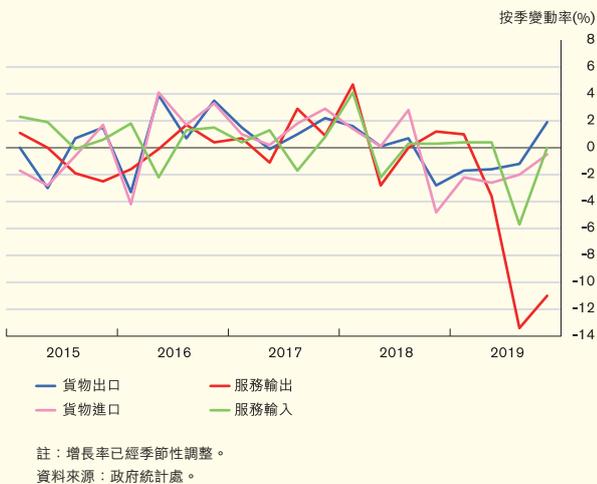


按季比較，經濟活動於下半年顯著放緩（圖 3.1）。具體而言，實質本地生產總值於第2季、第3季及第4季先後下跌0.4%、3.0%及0.3%，顯示經濟已步入衰退。本地方面，私人消費是拖累第3季本地生產總值的主要因素。本地社會事件嚴重影響消費活動，經濟前景因而轉弱並打擊消費者信心，所以私人消費在第3季起顯著收縮。³³ 由於經濟不明朗因素增加及營

³³ 香港城市大學編製的消費者信心指數於2019年第3季及第4季分別下跌至52.8及68.7，創下自2008年第4季有紀錄以來的最低水平。

商氣氛轉差，投資開支總額維持疲弱，並拖低第4季本地生產總值。³⁴ 外圍方面，隨着中美貿易摩擦加劇、全球經濟增長轉弱及訪港旅客人數急劇下跌，香港的外貿表現繼續低迷（圖3.2）。³⁵ 在服務輸出急劇收縮的影響下，淨出口在第3季拖低本地生產總值，在第4季卻為本地生產總值增長提供支持，部分反映貨物貿易差額有所改善。

圖 3.2
實質進出口



鑒於經濟正面臨巨大阻力，政府於2019年8月至12月期間推出多輪措施減輕市民的財政負擔、保障就業，並且支持企業，特別是支援中小型企業（中小企）以及受到嚴重衝擊的行業，例如零售、膳食服務、運輸及旅遊業。³⁶ 為了讓銀行有更大空間加大力度支持本地經濟及幫助緩和經濟周期，金管局於10月14日公布將銀行的逆周期緩衝資本比率由2.5%下調至2.0%，從而令銀行可釋放2,000億至3,000億港元的額外放貸額度予企業，包括中小企。

預計2020年香港的經濟表現將面臨很大的挑戰，而疫情最近亦帶來顯著的下行風險。由於部份行業在經歷社會事件造成的破壞之後仍未復甦，疫情將為這些行業帶來雙重打擊。然而，2020/21年度財政預算案中公布的一系列逆周期措施可為家庭及企業（特別是中小企）提供援助，其中包括向成年永久居民派發一次性現金及為企業在「中小企融資擔保計劃」下提供100%政府擔保的特惠低息貸款。³⁷ 金管局在2020年3月16日將銀行的逆周期緩衝資本比率由2.0%進一步下調至1.0%，將可讓銀行有更大空間加大力度支持本地經濟，尤其是因受疫情影響而短期內承受更大壓力的行業及人士。按本地生產總值組成部分分析，由於消費及營商信心脆弱，私人消費及投資將可能維持疲弱。雖然政府消費將支撐經濟增長，但隨着一些主要基建項目竣工，預計公共投資支出將相對低迷。外圍因素方面，預計中美首階段貿易協議短期內對本地經濟有輕微的正面影響。³⁸ 然而，全球經濟增長及貿易活動疲弱將繼續拖累香港的外貿表現。尤其是冠狀病毒爆發可能導致區內的供應鏈斷裂及跨境經濟活動（例如旅遊業）放緩，進而限制香港的出口表現。政府預測2020年實質本地生產總值增長介乎-1.5%至0.5%之間，而國際機構及私營機構分析師的增長預測平均為-1.5%。這種疲弱的經濟前景受到前面幾章所述的眾多不明朗因素及風險所影響。

3.2 勞工市場狀況

勞工市場在2019年下半年及2020年年初面臨更大的壓力。經季節性調整的失業率由2019年6月的2.8%多年低位上升至2019年12月的3.3%，並於2020年

³⁴ 採購經理指數自2018年4月以來一直處於收縮區間，在2020年2月更跌至33.1，為有紀錄以來的最低水平。

³⁵ 訪港旅客人數在2019年下半年按年急跌39.1%，其中內地訪港旅客人數大幅下跌(-40.8%)，而零售銷售量下滑亦反映旅客消費減少。

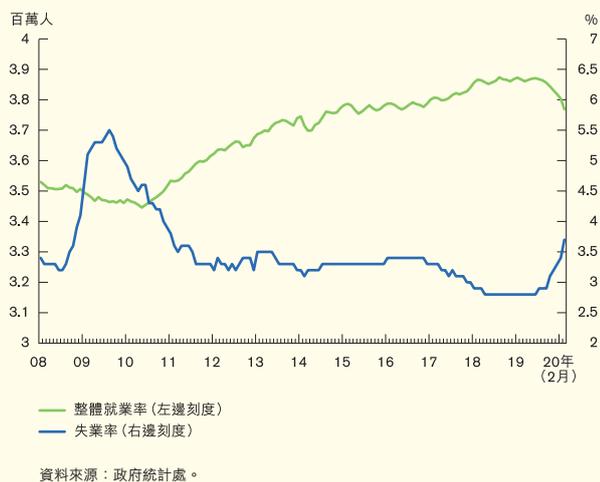
³⁶ 相關措施包括租金減免、為住宅及非住宅用戶提供電費補貼、在現行的中小企業融資擔保計劃下推出延遲償還本金的安排，以及推出新的九成信貸擔保產品等。

³⁷ 預算案中的其他紓困措施包括寬減上限以內的薪俸稅及利得稅、寬減住宅物業四季差餉和商業登記費等。部分銀行亦推出短期紓困措施，例如提供物業按揭貸款「還息不還本」的安排及為中小企提供援助貸款。

³⁸ 金管局內部分析結果顯示，雖然中美貿易協議的實際結果受眾多因素影響，但在短期內應該會對香港名義本地生產總值帶來輕微的淨提振作用。主要原因是隨着不明朗因素減少，消費及投資會增加。不過，由於降低已開徵關稅的正面影響將會受到可能出現的貿易轉移（貿易不再通過香港）的負面影響抵銷，估計協議對貿易的潛在影響有限。

2月進一步攀升至3.7%（圖3.3）。當中，零售、住宿及膳食服務業的失業率更升至6.1%的近十年高位，部分反映社會事件所造成的重創。³⁹ 隨着經濟動力減弱，整體就業人數於2019年下半年按年下跌0.5%並持續下降至2020年2月份的3,768,800人。其中，就業人數下降主要來自貿易、批發、零售、住宿、膳食服務及建造業。實質薪金在第3季亦按年下跌0.3%。展望未來，因應上述的疲弱經濟前景，勞工市場將會繼續面對更多挑戰，失業率很有可能進一步攀升。專題3將更詳盡探討勞工市場的近期發展及短期前景。

圖 3.3
勞工市場狀況



3.3 通脹

本地通脹壓力持續累積至2019年第3季，主要由於新鮮豬肉價格上漲的影響；其後經濟活動減弱，通脹動力亦逐漸放緩。按年比較，基本綜合消費物價指數於第3季增長3.3%，而增幅於第4季略為放緩至3.0%。反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率亦由2019年8月4.7%的高位回軟至2020年1月的2.1%。通脹動力放緩是由於多項消費物價指數組成項目所受的價格壓力有所減少。貿易商品方面，新鮮豬肉價格上漲導致基本食品通脹仍然明顯，不過

衣履等消費品及耐用物品的價格壓力仍然溫和。服務方面，隨着早前新簽訂的私人住宅租金增長放緩，消費物價指數租金組成項目的增長亦呈下降趨勢（圖3.5）。勞工成本壓力略為上升，但在最近幾個季度仍然維持在溫和水平（圖3.6）。

圖 3.4
反映消費物價通脹的不同指標



圖 3.5
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



³⁹ 此外，建造業失業率在2020年2月上升至6.8%。

圖 3.6
單位勞工成本



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

預計本地通脹壓力在短期內將有所緩和。本地方面，疲弱的經濟狀況及有所擴大的負產出缺口將繼續為本地通脹構成下行壓力。隨着私人住宅租金持續放緩，通脹中的房屋租金項目應進一步緩和。外圍方面，由於全球經濟增長疲弱及能源價格偏軟，預料進口通脹將保持溫和。市場共識預測 2020 年的整體通脹率將介乎 0.6% 至 3.7% 之間，而政府預測基本通脹率為 2.5%，整體通脹率為 1.7%。

此通脹前景受上行及下行兩方面的風險因素影響。一方面，鑒於估算的負產出缺口自 2019 年第 3 季以來已有所擴大，如果經濟惡化程度較預期嚴重（例如由於冠狀病毒的疫情持續），可能會進一步抑制通脹。另一方面，如果新鮮豬肉供應受阻的情況更嚴峻，將會為通脹帶來上行壓力。

專題3 香港勞工市場的近期發展與短期展望

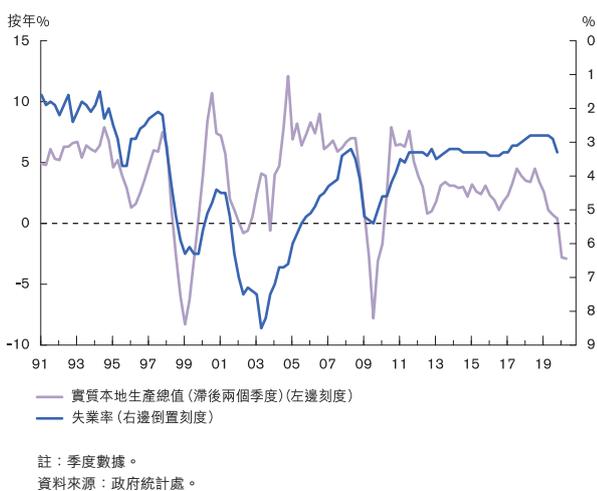
引言

儘管本港經濟明顯放緩，但2019年首9個月的失業率仍維持在2.8-2.9%的低位。隨着社會事件持續，失業率才較明顯地攀升至2019年底的3.3%。受冠狀病毒疫情影响，勞工市場在2020年將面臨更大的阻力。在此背景下，本專題分析勞工市場的近期發展及短期展望，包括探討為甚麼2019年頭三季整體勞工市場大致穩健（失業率幾乎沒有變化），以及這對未來發展有何啟示。本文亦檢視一些可能會導致失業率急劇上升的風險因素。

勞工市場近期發展

值得注意的是，部分由於調整勞工需求需要成本，所以失業率是一個滯後指標。事實上，失業率往往較實質本地生產總值的按年增長率滯後約兩至三個季度（圖B3.1）。這種滯後性質可以解釋為何當實質經濟活動在第3季急劇轉差時，失業率仍然低企於約2.9%。

圖 B3.1
實質本地生產總值增長率與失業率



勞工需求方面，雖然中美貿易局勢緊張及本地社會事件分別對貿易和零售及旅遊相關行業的就業情況構成

沉重打擊，但一些主要行業仍能支撐整體勞工市場。具體而言，金融、商業、公共行政、社會及個人服務業的就業人數在2019年仍然保持增長，部分抵銷了貿易及零售業就業人數下降的影響（圖B3.2）。儘管經濟步入衰退，香港的金融體系仍保持穩健，而且金融科技發展及新股發行方面的金融活動亦非常活躍。這些因素都可能有助支撐金融及商業服務行業的就業市場。此外，包括教育、醫療保健及社工活動在內的公共行政、社會和個人服務業對經濟周期的敏感度似乎較低。相關係數分析顯示，雖然許多行業的就業人數與實質本地生產總值高度相關，但公共行政、社會及個人服務業對經濟周期的反應則較為中性。換言之，即使經濟放緩，這些行業的就業人數亦可能不會受到很大的周期性影響。

圖 B3.2
2019年各行業就業人數變化

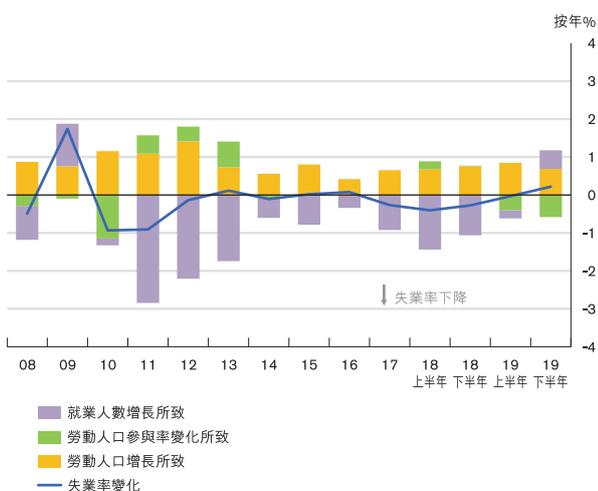


勞工供應方面，勞動人口參與率⁴⁰由2018年的61.2%下降至2019年的60.5%，為失業率上升提供緩衝。圖B3.3顯示影響失業率變化（藍線）的各項供求因素。如圖表所示，勞動人口參與率（綠色柱）對2019

⁴⁰ 勞動人口參與率是指15歲及以上陸上非住院人口在勞工市場所佔比例。

年的失業率構成下行壓力。⁴¹ 另一方面，就業人數於2019年上半年增加（紫色柱）亦有助壓抑失業率。然而下半年經濟顯著收縮，就業人數減少對失業率構成上行壓力。綜合而言，雖然經濟衰退期間就業人數減少，但較低的勞動人口參與率有助減輕2019年下半年失業率上升的壓力。

圖 B3.3
導致失業率變化的因素



註：期內平均數。供因素的分解並非精準。此處未顯示殘差。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

勞工市場結構的一些變化也值得留意。特別是自願兼職僱員所佔比例增加或有助公司留住員工。事實上，自僱人士及就業不足人士佔總就業人數的比例於近年分別下降至6%及1%，但自願兼職僱員人數則持續上升，成為總就業人口的第二大群組（2017年約7%）。⁴² 因此，公司或可透過調整兼職僱員的工作時間，從而留住或聘用更多員工。我們的計算顯示，每周平均工時有所減少，由2010年48小時的近年高位下跌至現時約44小時，部分反映現時就業人口中有更多兼職人士。

總括而言，在某些支撐就業的行業及勞動人口參與率下跌的帶動下，整體勞工市場在2019年大部分時間大致保持穩定，情況直至年底時才隨着本地社會事件而轉差。基於這些觀察，下文轉而討論勞工市場的短期展望。

勞工市場的短期展望

由於勞工需求進一步萎縮所帶來的負面影響會抵銷勞動力供應減少所提供的輕微緩衝，因此勞工市場將會承受更大的壓力，失業率在2020年或會進一步攀升。勞工需求方面，物流、零售及旅遊業的就業情況尚未從2019年的社會事件的影響中復甦，便在短期內再受到經濟衰退及冠狀病毒疫情的雙重打擊。這些行業的中小企尤其脆弱。此外，疫情波及各種本地及跨境的經濟及金融活動，因此其他行業亦將面臨更大的壓力，而勞工需求大幅減少將推高失業率。勞動力供應方面，勞動人口參與率下降應能繼續減輕失業率上升的壓力，然而其作用可能相對輕微及只是暫時性。事實上，私營機構分析師預測，失業率將由2019年的3.0%上升至2020年的3.1–4.7%。

這疲弱的勞工市場前景受多項不明朗因素及風險所影響。例如，由於受兩方面互相抵消的因素影響，自願兼職僱員的比例增加對失業率的影響並不明確。一方面，當經濟進一步下滑，若企業認為裁員相對容易，失業率可能會上升；另一方面，若企業認為調整人手或工時比即時裁員較為簡單，則失業率可能不會大幅攀升。

更重要的是，失業率在經濟震盪時期的上升幅度往往較歷史平均趨勢急劇。因此，我們必須留意勞工市場的非線性調整。特別是相關的急速調整很可能與經濟衰退、疫情或企業破產和結業有關。下文將詳細分析這些現象。

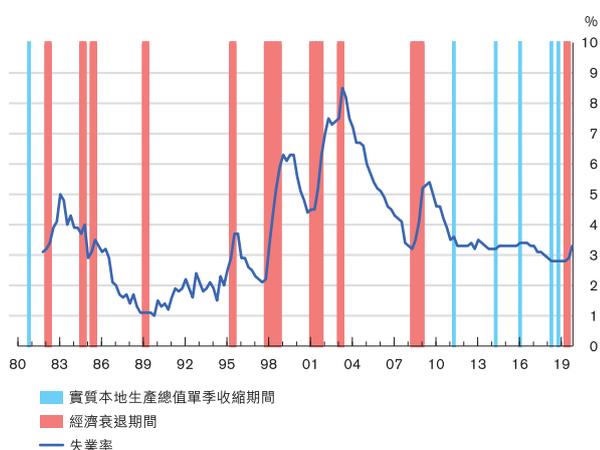
⁴¹ 由於人口淨移入以及自然人口增長（後者的影響較小），勞動人口近年穩定增長。隨着潛在勞工供應增加，失業率亦可能上升（圖中黃色柱）。

⁴² 就業形式包括全職僱員、就業不足僱員、自願兼職僱員、自僱人士、僱主及無酬家庭從業員。

經濟衰退

與單季的實質本地生產總值收縮相比，經濟衰退會導致失業率更急劇地上升（圖 3.4）。此外，經濟衰退越嚴重，失業率就越高（表 B3.A）。這與香港現時的情況頗為相關，因為經濟現已步入衰退，而貿易緊張局勢可能再現，以及本地社會事件及疫情亦可能在短期內持續。

圖 B3.4
經濟衰退與失業率



註：衰退是指實質本地生產總值連續兩季或以上錄得按季負增長。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

表 B3.A
經濟衰退與失業率

主要經濟衰退 (時期)	經濟衰退程度： 實質本地生產總值下降幅度	失業率變化 (百分點)
亞洲金融危機 (1997 年第 4 季至 1998 年第 4 季)	5 個季度 -9.0%	+3.8
全球金融危機 (2008 年第 2 季至 2009 年第 1 季)	4 個季度 -7.5%	+1.9
科網股泡沫爆破 (2001 年第 1 季至 2001 年第 4 季)	4 個季度 -1.1%	+1.9
沙士疫情爆發 (2003 年第 1 季至 2003 年第 2 季)	2 個季度 -2.5%	+1.1

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

疫情

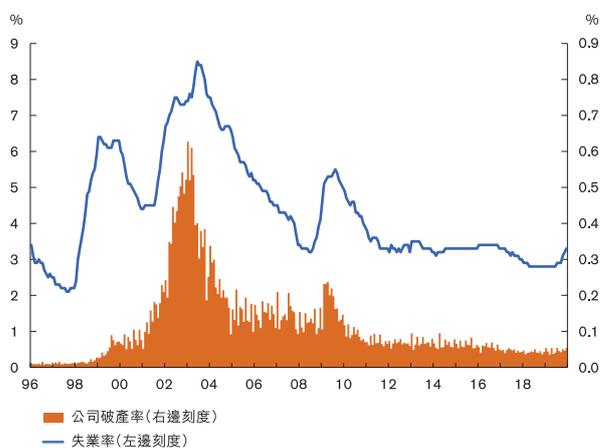
2003 年沙士時期的經驗顯示，失業率及就業不足率可能會隨着經濟活動突然下滑而急劇上升。當時的失業率由 2002 年 12 月的 7.4% 上升至 2003 年 6 月的 8.5% 高位（另見表 B3.A）。由於一些員工被暫時停職或被要求放無薪假，就業不足率亦由 3.1% 上升至 4.3%。

由於這次疫情的影響可能比沙士時期更大，因此失業率或會攀升得更快。箇中原因有兩個。首先，旅遊業在總就業人口所佔比例有所提高，由 2002-2003 年的 4.4% 上升至 2018 年的 6.6%。雖然近年零售業在總就業人口所佔比例大致維持在 8-9% 左右，但現時業界越來越倚賴旅客消費。因此，與沙士時期相比，這次疫情導致的訪港旅遊業惡化可能對就業情況產生更大的影響。其次，2003 年下半年推出「自由行」之後，訪港旅遊業及旅遊相關行業迅速復甦。然而現時再推出這類提振措施的可能性看來不大。當然，最終影響亦取決於疫情的持續時間及擴散程度。

公司破產及結業

公司破產及結業可能加劇職位流失，從而導致失業率迅速地攀升（圖 B3.5）。一些新聞報導指出，有零售店舖及小型企業正在結業或考慮在今年或租賃期結束後結業。相關風險似乎迫在眉睫。

圖 B3.5
公司破產率與失業率



資料來源：破產管理署及政府統計處。

儘管如此，當局已公布提供租金減免、在現行中小企業融資擔保計劃下推出延遲償還本金安排、推出新的（九成及百分百）信貸擔保產品，以及下調銀行的逆周期緩衝資本比率等多項紓困及流動性支援措施，應能為企業（尤其是中小企）乃至勞工市場提供一定支持。

結語

在某些支撐就業的行業及勞動人口參與率下跌的帶動下，整體勞工市場在2019年大部分時間大致保持穩定，情況直至年底時才隨着本地社會事件而轉差。隨着冠狀病毒的爆發以及經濟放緩的影響更為廣泛，失業率在短期內可能會進一步攀升。我們應密切監察經濟活動的發展、疫情以及企業破產和結業的情況，因為這些事件可能會導致失業率急劇上升。

關於我們的評估，有幾點值得注意。失業率可能低估了勞工市場的「不景氣」情況。例如，自願兼職僱員人數增加，而他們報稱為受僱人士，經濟放緩可能會令這種聘用形式更普及（例如，縮減工時以避免裁員）。雖然這或會抑制失業率上升，但工時及收入可能會出現更急速、更劇烈的下調。此外，企業亦可能會縮短營業時間或要求員工縮減工時或放無薪假，以應對整體需求下跌，而這種情況不會反映在失業率中（但會反映在就業不足率中）。

因此，僅以失業率作為衡量勞工市場「不景氣」的指標可能並不全面。為監察勞工市場狀況，我們應採取全面的方法，亦要審視就業不足率、勞工在不同就業形式之間的變動、平均工時、薪酬及收入，以及其他更為及時的指標（例如就業市場氣氛）。

4. 貨幣及金融狀況

港元匯率自10月份以來轉強，上升動力在12月份進一步增強，更令港元匯率於近幾個月一直保持在兌換保證範圍的強方。港元的強勁需求部分來自股票相關需求，部分則由於接近年底時流動性收緊而促使港元短倉交易平倉所致。整體而言，香港外匯及貨幣市場運作繼續暢順有序。儘管在不明朗的外圍環境下，冠狀病毒疫情觸動市場情緒可能會導致資金流波動加劇，但香港具有龐大的外匯儲備及穩健的銀行體系，因此有能力承受資金外流的壓力而不致影響本港的金融穩定。

4.1 匯率及資金流

受到股票相關的港元需求（包括首次公開招股）增加所支持，港元匯率自10月中以來逐漸轉強（圖4.1）。踏入12月份，港元的上升動力進一步增強，從12月中起至2月，港元匯率一直處於兌換保證範圍的強方。港元匯率走強，部分原因是首次公開招股活動暢旺，部分則由於接近年底時流動性收緊而促使港元短倉交易平倉所致。農曆新年假期過後，流動資金狀況有所舒緩，港元匯率略為回軟，在2月28日收報7.7956。

整體而言，於回顧期內，港元交易繼續暢順有序。由於在回顧期內並未觸發強方或弱方兌換保證，總結餘維持不變，約為540億港元（圖4.2）。

圖4.1
港元匯率

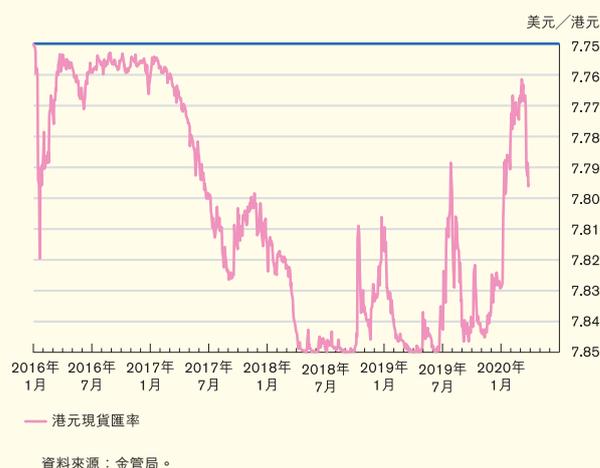
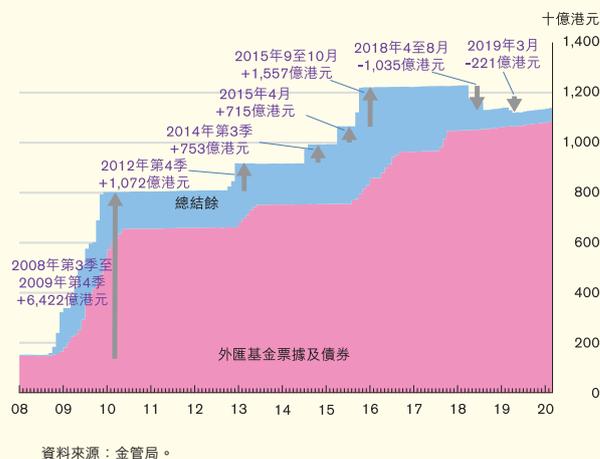


圖4.2
總結餘及外匯基金票據及債券



港元的名義有效匯率指數大致跟隨美元變動，於回顧期內微升（圖 4.3）。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小因而對港元實質有效匯率指數影響有限，港元實質有效匯率指數的走勢大致跟隨名義有效匯率指數的走勢。

圖 4.3
名義及實質有效匯率



在衡量香港的資金流時，必須區分兩個截然不同但又相互關聯的資金流概念：(1) 港元資金流；及(2) 跨境資金流。港元資金流著重於資金流的貨幣層面，有助評估特別是在聯繫匯率制度下的貨幣穩定性。另一方面，跨境資金流著重於透過香港銀行體系，資金於地域間的流動，這有助評估香港整體金融體系的穩定性。

兩個資金流概念需要不同的監察指標。在監察港元資金流時，需要關注港元匯率及總結餘。如果公眾或投資者將其港元資產大量轉為外幣資產，對港元的需求就自然會下降，並導致港元匯率轉弱。在聯繫匯率制度下，如果港元匯率轉弱至 7.85 港元兌 1 美元的弱方兌換保證匯率，金管局就會隨時準備因應銀行要求買入港元，總結餘繼而減少。自 2019 年 4 月以來，總結餘大致維持不變，而且港元匯率最近幾個月處於兌換保證範圍的強方，因此回顧期內並未觀察到有明顯資金流出港元。

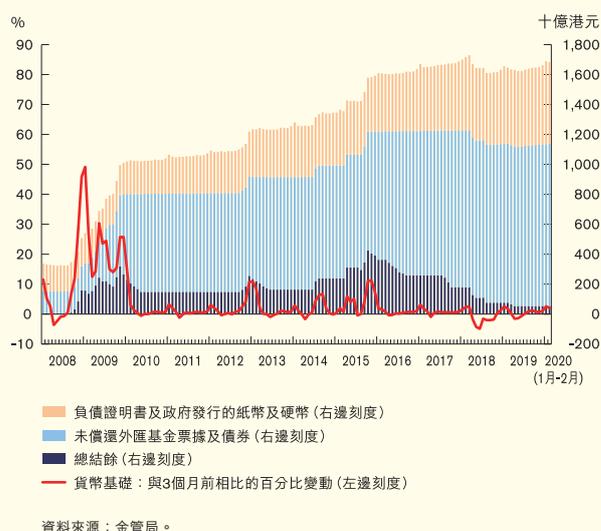
在監察跨境資金流動時，香港的銀行存款總額則是個有用的指標。當香港銀行體系有大量資金外流時，銀行存款必然減少。於回顧期內，存款總額以溫和速度增長，這顯示沒有出現明顯的跨境資金外流。⁴³

香港外匯及貨幣市場運作繼續暢順有序，這顯示冠狀病毒疫情對本港貨幣環境的影響仍然有限。不過，我們需要密切監察冠狀病毒疫情爆發帶來的風險。香港具有龐大的外匯儲備及穩健的銀行體系，金管局有能力、資源及決心應對資金外流並維持香港貨幣及金融穩定。

4.2 貨幣環境及利率

儘管外圍環境不明朗及本地經濟放緩，但回顧期內香港的貨幣環境仍相對寬鬆。港元貨幣基礎仍然龐大，自 6 月底以來上升 4.0% 至 2020 年 1 月底的 16,894 億港元（圖 4.4）。由於在此期間並未觸發兌換保證，因此總結餘大致不變，約為 540 億港元。貨幣基礎的其他組成部份，包括未償還外匯基金票據及債券、負債證明書，以及政府發行的流通紙幣及硬幣，則穩步上升。

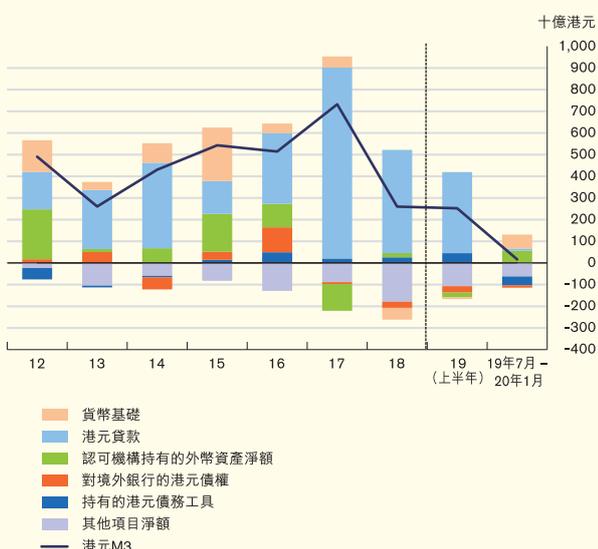
圖 4.4
貨幣基礎的組成部份



⁴³ 有關回顧期內香港存款增長的詳細分析，請參閱第 4.2 節。

在回顧期內，廣義的港元貨幣供應指標大致保持穩定。港元廣義貨幣供應（港元M3）在2019年上半年增長3.5%，其後在2019年6月底以來的七個月期間微升0.2%。對應資產分析顯示，港元M3自6月底以來的增長，主要反映銀行的淨外幣資產增加，以及貨幣基礎上升（經負債證明書及政府發行的流通紙幣及硬幣上升）所致（圖4.5）。自6月底以來的七個月期間，港元存款（港元M3的主要組成部分）大致維持不變（圖4.6）。在港元存款中，定期存款繼續溫和增長，部份反映港元存款利率上升。

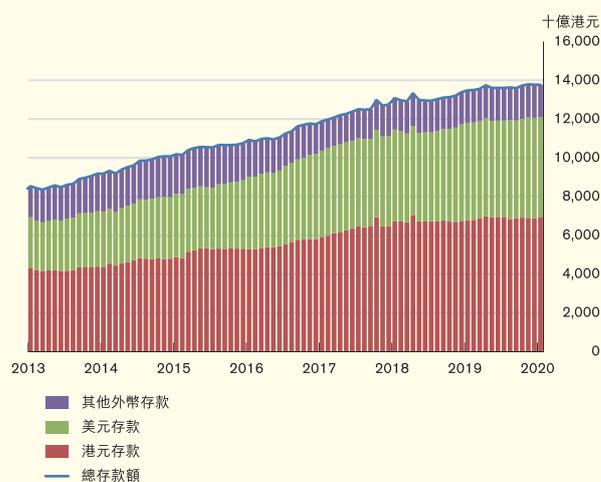
圖4.5
港元M3及對應資產變動



註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款。
資料來源：金管局職員估計數字。

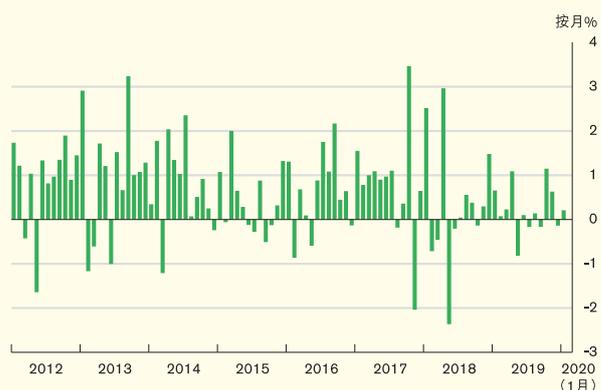
自2019年6月底以來的七個月期間，外幣存款溫和增長2.3%（圖4.6），主要由美元存款推動，於這段期間增加3.5%。其他外幣存款同期則下跌1.0%，當中人民幣存款以港元計價錄得輕微下跌。整體而言，認可機構的存款總額自6月底以來穩步增長1.2%。受存款總額增加所支持，香港的廣義貨幣供應量總額亦以相對穩定的速度上升，貨幣供應量總額M2及M3自6月底以來分別增加1.6%及1.5%（圖4.7）。由於按月貨幣統計數字或會受到各種短期因素（例如季節性與公開招股相關資金需求，以及營商與投資相關活動）影響而出現波動，因此應小心詮釋統計數字。

圖4.6
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

圖4.7
廣義貨幣供應總量(M2)



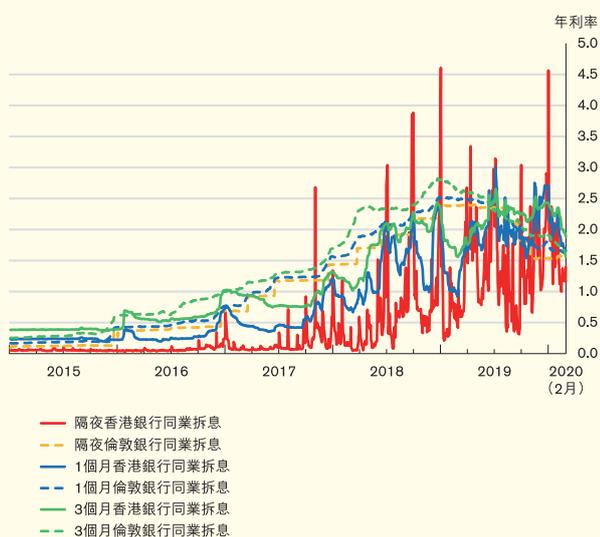
資料來源：金管局。

雖然貨幣環境保持相對寬鬆，但短期港元銀行同業拆息出現波動，反映季節性流動資金需求，以及2019年第4季以來資本市場活動增多，特別是香港股市的首次公開招股活動變得活躍，香港銀行同業隔夜拆息在10月下旬及11月中旬間出現較大波動（圖4.8）。⁴⁴於回顧期內，其他短期香港銀行同業拆息普遍上升。大型新股上市認購會對隔夜拆息造成顯著壓力，專題4以實證分析顯示，市場對未來首次公開招股活動的關注亦會影響3個月香港銀行同業拆息。若市場參與者會預先估計大型新股上市的未來截止認購日期，從

⁴⁴ 根據港交所資料，本港股市於10月和11月總共集資超過1,670億港元。

而事先準備中期資金作提前部署的話，這個情況就會出現。

圖 4.8
港元與美元銀行同業拆息



資料來源：CEIC 及金管局。

至於港元收益率曲線，它跟隨美元收益率曲線向下移。相較於 2019 年 6 月底，10 年期香港政府債券收益率下跌 60 個基點，至 2020 年 2 月 28 日的 1.04%（圖 4.9）。與此同時，3 年期香港政府債券收益率於同期下跌 50 個基點至 1.00%。

圖 4.9
政府債券收益率、綜合利率及新造按揭平均貸款利率



資料來源：金管局及職員估計數字。

至於零售層面，反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率由 2019 年 7 月底的 0.94% 逐漸上升至 2020 年 1 月底的 1.01%。該上升主要反映銀行繼續調高優惠存款利率以吸納存款資金，港元加權存款利率因而上升。

於 2019 年 10 月底，美國聯邦基金利率目標範圍下調後，多間零售銀行將其最優惠貸款利率調低 12.5 個基點。因此，零售銀行的最優惠貸款利率目前處於 5.00% 至 5.50% 的範圍。按揭貸款方面，就香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款而言，主要銀行調高以最優惠貸款利率釐定的利率上限，因此 10 月份新造按揭的平均貸款利率上升至 2.63% 左右。⁴⁵ 市場上的最優惠貸款利率自 11 月以來下調，平均按揭貸款利率隨之略為下降至 2020 年 1 月的 2.53%。

因應冠狀病毒疫情對美國經濟活動構成不斷變化的風險，以及支持美國聯儲局達至其政策目標，聯儲局於 3 月 3 日（美國時間）和 3 月 15 日（美國時間）將聯邦基金利率的目標區間下調共 150 基點至 0-0.25 厘。雖然香港銀行同業拆息長遠而言跟隨美元利率變動，但短期香港銀行同業拆息或會受到可能影響港元需求的本地因素所影響，例如本港的新股上市活動。銀行體系總結餘自 2018 年 4 月以來減少，香港銀行同業拆息對於港元資金供求變化的敏感度或有所增加。但這並不代表目前 540 億港元的總結餘水平不足以應付銀行間支付結算的需求。事實上，香港的銀行同業市場一直有序運作。倘若流動性短期緊絀，銀行可以使用金管局為銀行提供的流動資金安排。

⁴⁵ 由用以計算按最優惠貸款利率釐定上限的息差收窄所反映。

離岸人民幣銀行業務

鑑於中美貿易衝突可能加劇，離岸及在岸人民幣匯率在2019年8月下旬及9月份顯著轉弱，離岸人民幣兌美元於9月2日跌至7.19的十年低位（圖4.10）。踏入10月份市場憧憬中美恢復貿易談判，人民幣貶值趨勢逆轉，離岸及在岸人民幣在第4季轉強，並在中美簽署第一階段貿易協議之後，於2020年1月中一度升穿6.9水平。不過，自1月底以來，由於冠狀病毒疫情爆發，離岸及在岸人民幣再度面臨轉弱的壓力。離岸人民幣對在岸人民幣在5月至8月大多時間呈現折讓，在2019年較後時間則大致呈現溢價，於2020年1月底折讓則短暫擴大，但兩者差價按歷史標準而言仍屬溫和。

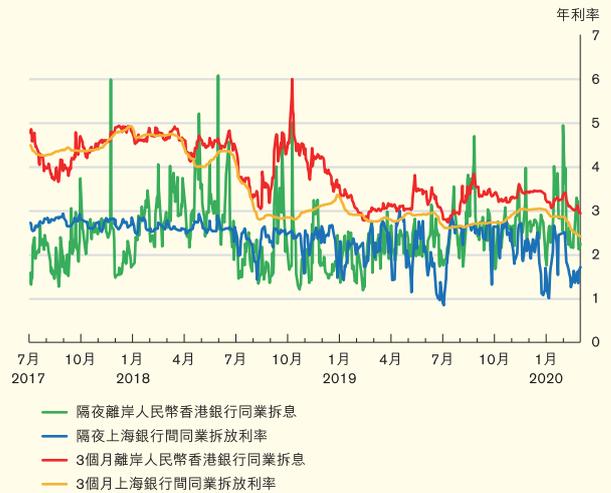
圖4.10
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

儘管人民幣匯率出現波動，離岸人民幣銀行同業市場的流動性狀況大致保持穩定。於回顧期內，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息繼續徘徊在3-4%之間（圖4.11）。隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息在8月下旬及11月下旬因為摩根士丹利國際資本(MSCI)的A股調整，及於2020年1月底靠近農曆新年假期時出現短暫波動。

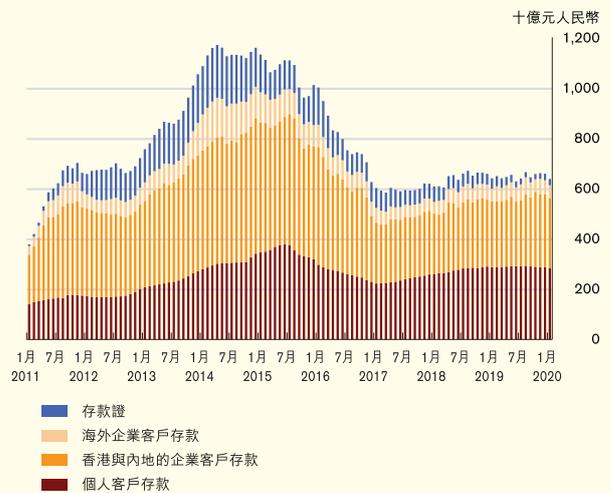
圖4.11
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC。

香港的離岸人民幣資金池在上個回顧期內輕微下跌，其後略有回升。自6月底以來的七個月期間，人民幣客戶存款及存款證餘額恢復1.5%的輕微增長，截至2020年1月底達到6,374億元人民幣（圖4.12及表4.A）。其中，人民幣客戶存款在此期間增長1.4%，主要受公司客戶存款增加所帶動。與此同時，隨著2019年第4季人民幣存款證發行量增加，存款證餘額錄得5.6%的溫和增幅，而上一個回顧期內則錄得急跌。

圖4.12
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

表 4.A
離岸人民幣銀行業務統計

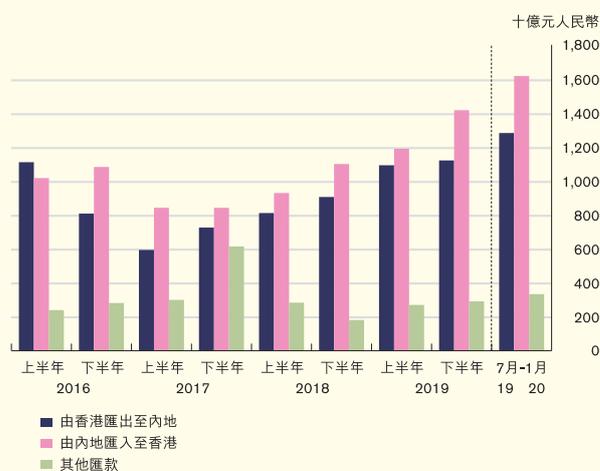
	2018年12月	2020年1月
人民幣存款及存款證(十億元人民幣)	657.7	637.4
其中：		
人民幣存款(十億元人民幣)	615.0	612.5
人民幣存款佔存款總額(%)	5.2	5.0
人民幣存款證(十億元人民幣)	42.7	24.9
未償還人民幣貸款(十億元人民幣)	105.6	161.2
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	200	203
應付海外銀行的金額(十億元人民幣)	80.4	84.5
應收海外銀行的金額(十億元人民幣)	132.8	161.1
	2018年	2019年
香港人民幣貿易結算(十億元人民幣)	4,206.2	5,376.3
其中：		
由內地匯入至香港(十億元人民幣)	2,027.0	2,604.1
由香港匯出至內地(十億元人民幣)	1,715.3	2,211.7
香港人民幣即時支付結算系統的交易額 (期內每日平均數額；十億元人民幣)	1,010.1	1,133.9

資料來源：金管局。

隨著香港離岸人民幣資金池的穩定增長，本港的人民幣銀行貸款出現顯著反彈。自2019年6月底開始的七個月期間，人民幣銀行貸款餘額錄得45.5%的強勁增長，至2020年1月底的1,612億元人民幣。香港的人民幣貿易結算亦有所增長。自7月以來的七個月期間，本港銀行處理的交易額增長24.6%，至32,311億元人民幣，主要受到匯入香港的匯款帶動(圖4.13)。

整體而言，香港人民幣資金池為大量人民幣支付及融資中介活動提供充足支持。2019年全年，人民幣即時支付結算系統每日平均交易量保持在高位，由2018年的10,101億元人民幣上升至2019年的11,339億元人民幣。

圖 4.13
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

香港離岸人民幣市場的前景在未來一段時間將繼續受到內地宏觀金融狀況、外圍宏觀經濟環境以及中美貿易談判進展的影響。不過，本港離岸人民幣業務預期將會受惠於內地資本帳持續開放、國際投資者增加人民幣資產配置、以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下深化區域經濟金融合作。

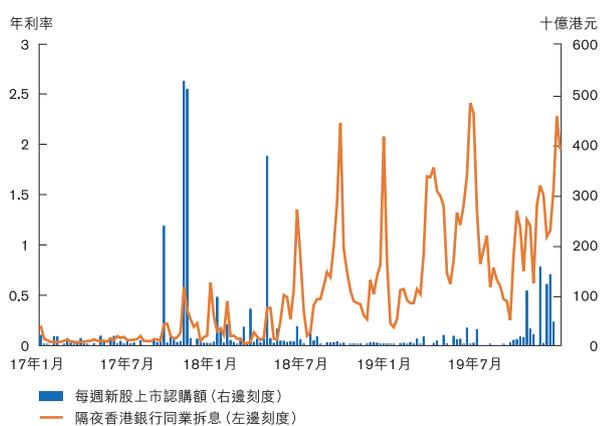
專題 4

未來首次公開招股對香港銀行同業拆息的影響

引言

香港作為領先的國際金融中心，具備完善的金融基建及國際網絡，因此能成為主要的離岸集資中心，尤其是首次公開招股方面的集資。⁴⁶ 眾所周知，大型新股上市認購會對短期香港銀行同業拆息造成顯著壓力，尤以截止認購日期前後為甚。圖 B4.1 顯示，部分隔夜香港銀行同業拆息的抽升與大型新股上市的截止認購日期脗合。⁴⁷ 然而，未來的首次公開招股（例如仍處於早期申請階段的新股）對較長期限利率的影響則較少談及。本專題以近年在認購期開始之前已廣受市場關注的大型新股為例，探討這一問題。

圖 B4.1
首次公開股招股認購額（於截止日期）與隔夜香港銀行同業拆息



註：基於每週數據。
資料來源：金管局職員估計數字。

衡量市場對未來首次公開股股招股關注度

市場參與者可能預先估計未來大型新股上市的截止認購日期，透過中期借貸作提前部署，因此，未來的新股上市可能會影響較長期的香港銀行同業拆息。舉例而言，若銀行預計在兩個半月內有大型新股上市，銀行可為審慎起見以3個月期融資較早獲取資金，而非在臨近截止認購日期之前才進行融資。因此，在考慮到銀行預期資金的需求及其對未來利率的預期，較長期的香港銀行同業拆息在首次公開招股認購期之前上升的情況並不少見。

為了衡量市場對未來首次公開股股招股關注度，我們點算新股上市認購期開始之前，特定關鍵詞在本地中文媒體出現的次數，透過文本分析構建「未來首次公開招股新聞」的代理指標。如果某宗新股上市消息受到傳媒廣泛報導及關注，可以想像這是一個前瞻性的信號，表示投資者對該公司趨之若鶩，促使市場參與者提前準備資金，從而推高較長期的香港銀行同業拆息。

在決定用於衡量市場關注度而最為適切的關鍵詞時，我們選用「上市申請」這一關鍵詞以反映中期而言首次公開招股認購情況。其基本原理主要基於圖 B4.2 中所示的一般上市過程時間表。正常情況下，當一間公司向香港聯合交易所（聯交所）呈交其上市申請後，會將申請版本上傳至香港交易及結算所有限公司（港交所）網站。本地傳媒很快會加以報導，有關新聞則會出現「上市申請」的關鍵詞。^{48, 49} 若申請成功，首次公開招股認購的截止日期平均為登載申請版本之後約 100 個公曆日。

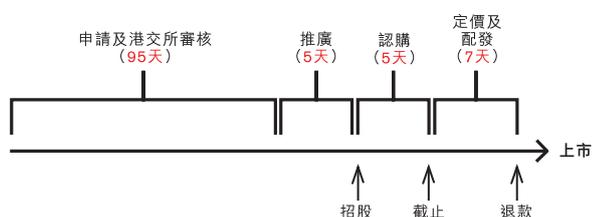
⁴⁶ 例如安永會計師事務所的《全球首次公開招股趨勢報告》指出，2019 年全年，以首次公開招股數量及集資額計算，港交所主要證券交易所名列首位。

⁴⁷ 自 2018 年 4 月觸發弱方兌換保證以來，銀行體系總結餘從一、兩年前的 2,000 多億港元水平逐步下降到目前的 540 億港元，隔夜香港銀行同業拆息對於港元資金需求變化的敏感度亦有所增加，波動性因而加劇，如圖表 B4.1 所示。

⁴⁸ 在包含關鍵詞「上市申請」的新聞中，設置布林檢索以剔除包含「證監會」、「啤殼」及「貪污」等關鍵詞的新聞，因為關於「上市申請」的某些新聞可能只涉及監管及執法事宜，而非真正與新股上市申請有關。

⁴⁹ 在某些情況下，傳媒可能會透過市場或行業得悉上市申請消息，因此會在相關資料登載之前報導公司的上市申請。

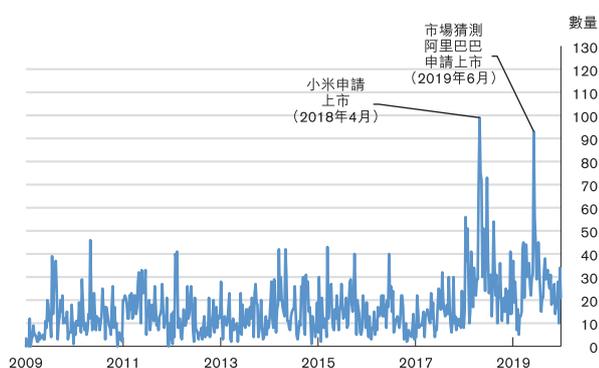
圖B4.2
在香港聯交所上市的過程



註：天數以平均值表示。
資料來源：港交所，並且包括金管局職員估計數字。

從2009年1月至2019年12月期間的新聞中，我們點算並匯總每星期新聞關鍵詞次數，並得出圖B4.3所示「未來首次公開招股新聞」按週計的時間序列。如圖所示，包含「上市申請」的新聞數量在2018年4月及2019年6月兩度急升。2018年4月出現的急升，反映小米在港交所修訂上市規則，容許公司以同股不同權方式上市之後呈交上市申請，而2019年6月出現的急升則反映市場猜測阿里巴巴可能在香港二次上市。

圖B4.3
「未來首次公開招股新聞」，基於包含「上市申請」關鍵詞的新聞數量



資料來源：金管局職員估計數字。

實證模式

我們構建以週作頻次的回歸模型，以評估這一個以新聞數量計算的代理指標如何對3個月香港銀行同業拆息變動構成影響。⁵⁰ 這個模型亦考慮影響香港銀行同

⁵⁰ 雖然3個月香港銀行同業拆息可能受到流動性問題的影響，或會影響「未來首次公開招股新聞」的經濟意義，然而我們亦將3個月香港銀行同業拆息替換為以遠期匯率引伸的3個月利率，發現實證結果仍大致有效。

業拆息變動的其他因素，包括以下提及的主要因素。⁵¹

- **美國利率**：這採用與香港銀行同業拆息相同期限的倫敦銀行美元同業拆息。在聯繫匯率制度下，香港的利率應大致追隨美國相應的利率。因此，預期美國利率將對香港銀行同業拆息構成正相關影響。⁵²
- **總結餘**：用於表示銀行業流動性的代理指標。當銀行業流動性短缺時，香港銀行同業拆息會面臨上行壓力。因此，預期總結餘對港元利率會構成負相關影響。
- **季結效應**：眾所周知，季結使香港銀行同業拆息面臨資金壓力。由於市場參與者可能在季結前一段時間早已準備資金，因此這個模型包含了幾個領先的季結虛擬變量。
- **「未來首次公開招股新聞」**：如上所述，這是用於表示未來首次公開招股市場關注度的新聞數量代理指標。若市場參與者早在大型新股實際上市之前提前融資部署資金，這會對較長期的香港銀行同業拆息構成正相關影響，而短期拆息則無甚影響（但會受其他短期流動性需求影響）。

實證結果及展示

為檢驗未來首次公開招股的市场關注度對香港銀行同業拆息的影响，圖B4.4顯示不同期限的香港銀行同業拆息，對每100則含有「上市申請」的新聞所構成的變動。如圖所示，3個月香港銀行同業拆息對未來首次公開招股新聞的反應最大。具體而言，如果某宗首次公開招股被傳媒報導100次，該模型預測3個月

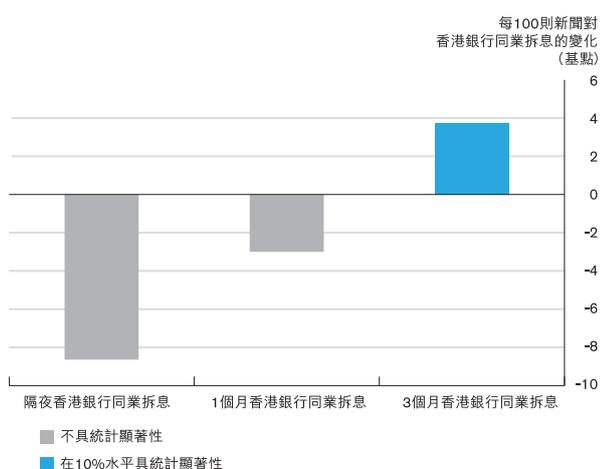
⁵¹ 該模型是Leung and Ng (2008) 在「首次公開招股活動對港元銀行同業市場的影響」(金管局研究備忘錄 11/2008) 中所用類似模型的擴展。

⁵² 該模型亦包括一個誤差修正項，以反映香港銀行同業拆息於長期而言向倫敦銀行同業拆息靠攏。這個滯後一週的誤差修正項，純粹是相同期限的香港與倫敦銀行同業拆息息差。

香港銀行同業拆息將上升3.7個基點。另一方面，這個「未來首次公開招股新聞」的指標似乎對其他短期香港銀行同業拆息無甚影響，這是由於其影響在統計上不顯著。研究結果與圖B4.2概述的典型首次公開招股過程時間表一致。

「未來首次公開招股新聞」對3個月香港銀行同業拆息構成顯著影響，這顯示市場參與者預先估計未來大型新股上市的截止認購日期，透過中期借貸作提前部署。為展示如何應用該模型追蹤新股上市活動前後的利率變動，我們以近年兩宗大型新股上市(小米和阿里巴巴)為例，對3個月香港銀行同業拆息進行歸因分析。

圖 B4.4
「未來首次公開招股新聞」對香港銀行同業拆息的估計影響

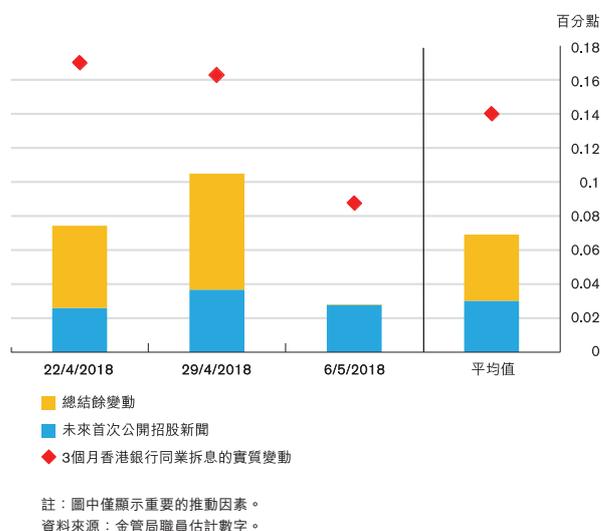


資料來源：金管局職員估計數字。

小米的個案：於2018年4月，港交所修訂上市規則，容許公司以同股不同權方式上市。其後小米向港交所呈交上市申請。小米是首家在香港以同股不同權方式上市的公司，其上市受到市場及傳媒的極大關注，這可從圖B4.3中「未來首次公開招股新聞」急升看到。與每週約10則新聞的長期平均水平相比，「未來首次公開招股新聞」的數量在2018年4月顯著地飆升，其中大多數與小米上市有關。

事實上，圖B4.5的歸因分析表明，「未來首次公開招股新聞」(藍色柱)在此期間是推高3個月香港銀行同業拆息的主要因素之一。須注意的是，其他市場因素亦起到推動作用。尤其是於2018年4月港元觸發弱方兌換保證(橙色柱)以致總結餘減少，亦為香港銀行同業拆息構成上行壓力。

圖 B4.5
於2018年4月小米申請上市期間，導致3個月香港銀行同業拆息變動的因素

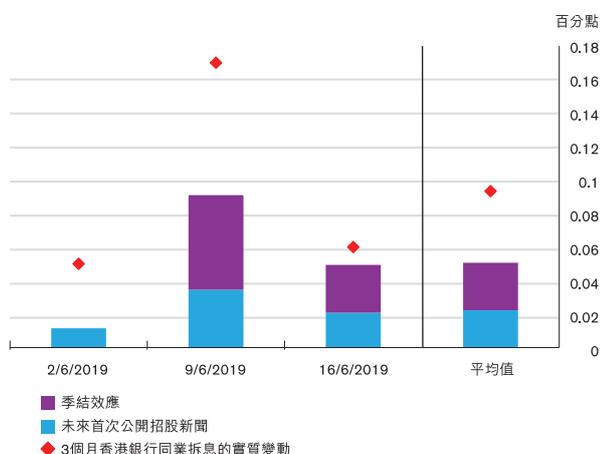


註：圖中僅顯示重要的推動因素。
資料來源：金管局職員估計數字。

阿里巴巴的個案：阿里巴巴據報於2019年6月呈交在香港二次上市的申請，當時預計將於2019年下半年上市。阿里巴巴是中國科技領域領先的企業集團，由於阿里巴巴名氣甚高且規模龐大，因此市場及傳媒關注阿里巴巴回歸中國，並預期其在香港上市。相應而言，圖B4.3所示的「未來首次公開招股新聞」數量亦在6月傳出上市消息之前就開始增多。

在圖B4.6的歸因分析中，亦能觀察到「未來首次公開招股新聞」對3個月香港銀行同業拆息有顯著的影響，顯示有關阿里巴巴可能在香港上市的新聞是推高3個月香港銀行同業拆息(藍色柱)的主要因素之一。由於阿里巴巴上市的傳聞是接近6月底，所以圖B4.6亦反映半年結的資金需求為另一個重要推動因素(紫色柱)，這是因為銀行需要準備橫跨半年結的資金。

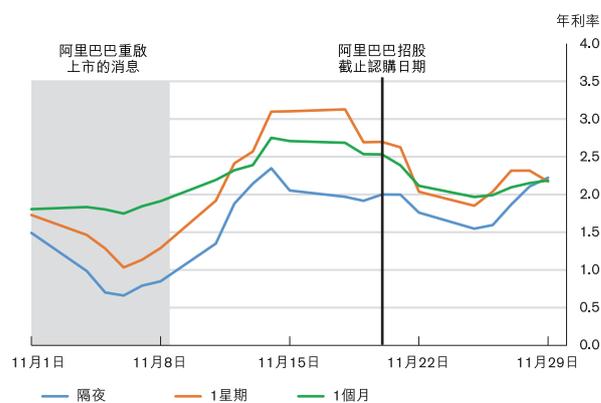
圖 B4.6
2019年6月市場預期阿里巴巴上市，導致3個月香港銀行同業拆息變動的因素



註：圖中僅顯示重要的推動因素。
資料來源：金管局職員估計數字。

儘管本專題著重分析未來首次公開招股新聞的市場關注度對中期銀行同業拆息有何影響，但必須再次指出，大型首次公開招股的確會顯著地影響短期香港銀行同業拆息。阿里巴巴在11月份迅速重啟其首次公開招股，但由於相關消息在11月第一個星期才被披露，市場參與者事先或未能作充分準備。⁵³ 隨著11月20日首次公開招股截止日期臨近，短期資金的需求顯著增加，導致較短期香港銀行同業拆息明顯上升(圖B4.7)。

圖 B4.7
2019年11月隔夜、1星期及1個月香港銀行同業拆息



資料來源：金管局及金管局職員估計數字。

結語

本專題構建了一個建基於新聞數量的代理指標，以評估市場對未來首次公開股息的關注度。以近年兩宗首次公開招股為例，實證模型進一步表明，除了影響銀行同業拆借市場的其他因素外，「未來首次公開招股新聞」亦能部分解釋3個月香港銀行同業拆息的變動。這顯示市場參與者會在未來大型首次公開招股之前積極準備資金。因此，本專題有助深入了解影響中期利率的因素以及市場參與者的流動性管理方式。

⁵³ 圖 B4.3 中的「未來首次公開招股新聞」數量在11月並無明顯上升。這可能是因為市場參與者早已消化阿里巴巴申請上市的消息，而在此期間對其他上市申請亦沒有特別關注。詳細翻閱新聞檔案可以發現，當時大多數關鍵詞是「上市聆訊」及「阿里巴巴路演」，而非用於構建「未來首次公開招股新聞」指標的主要關鍵詞「上市申請」。

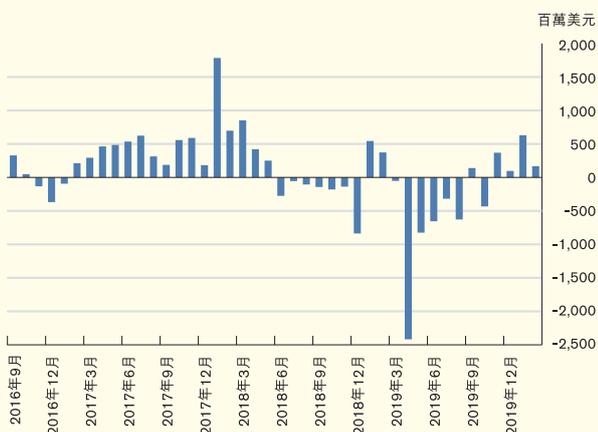
資產市場

香港股市受惠於全球經濟前景轉好及中美貿易緊張局勢緩和，於2019年年中大幅調整後曾出現反彈，但又因冠狀病毒的爆發而急速下跌。在資金淨流出減少的情況下，港元債券市場保持穩定增長，而離岸人民幣債券市場在經歷三年的收縮之後，亦於2019年恢復增長。隨着經濟活動減弱、社會事件持續以及冠狀病毒爆發，住宅物業市場自2019年年中起大致回軟，走勢卻稍為反覆。

4.3 股市

隨着環球股市上揚，本港股市在2019年夏季大幅調整後顯著反彈，主要基於兩個原因。首先，受惠於主要央行寬鬆政策的滯後效應，全球經濟於去年最後一季的增長逐步穩定（第2.1節），避免了硬著陸。同時，雖然內地經濟進一步放緩，但其放緩步伐較預期可控。其次，中美貿易談判的成果備受市場歡迎。中美兩國成功達成共識，暫時擱置多項有爭議性的問題，避免了一場全面貿易戰的爆發，從而消除了市場最大的恐懼。於回顧期內，雖然市場情緒因地緣政治風險而波動，但不足以抵消有利形勢的積極發展。隨着冠狀病毒在回顧期末爆發，形勢急轉向下，疫症對全球經濟造成巨大衝擊。因病毒蔓延和大流行的風險加劇，全球股市暴跌，並出現巨大波動，本港股市在早前的大部份升幅亦因而消失。

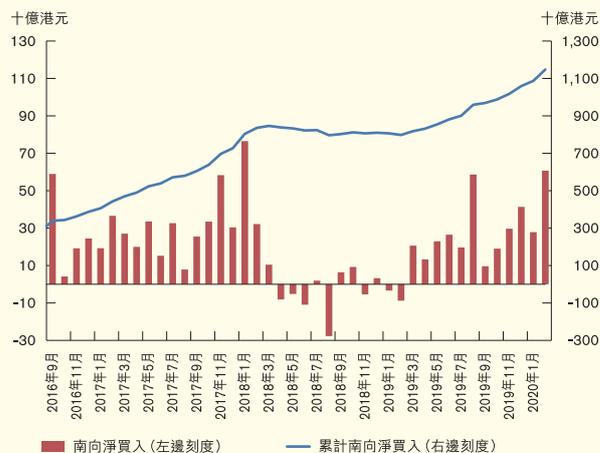
圖 4.14
香港的股票市場基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

香港的淨資金流入於回顧期末漸漸回升至正數（圖4.14）。在過去六個月，透過滬港通及深港通的南向淨買入資金額持續增長，截至2月底累計增加43.9%至11,476億港元（圖4.15）。

圖 4.15
透過股市互聯互通機制的淨流動



註：南向淨買入指滬港通及深港通淨買入的總和。
資料來源：CEIC、港交所及金管局職員估計數字。

整體而言，本地股市錄得輕微上升，表現與大部分主要市場相若。2019年9月至2020年2月，恒生指數及恒生中國企業指數（又稱H股指數）分別微升1.58%及2.17%，而摩根士丹利國際資本世界指數錄得0.12%的增幅（圖4.16）。期權引伸波幅於回顧期間大致穩定，但於期末因冠狀病毒的爆發而急升。以標準普爾500為基準的偏斜指數於回顧期內大幅上漲，反映投資者對美國股市持續的上漲感到越來越不安，

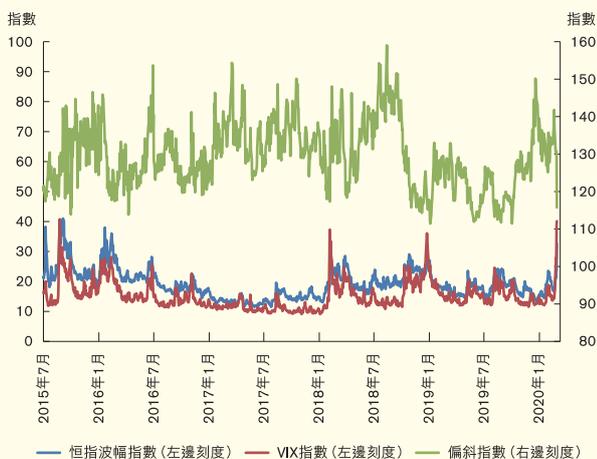
從而推高對沖下跌風險的成本(圖4.17)。⁵⁴但隨著美國股市於期末大幅調整，偏斜指數亦大幅下滑。

圖4.16
股票價格及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源：彭博。

圖4.17
恒指及標普500的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博。

⁵⁴ 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。隨著偏斜升至100以上，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>。

在一級市場上，香港的首次公開招股在2019年錄得持續增長。全年共有183宗首次公開招股，籌集資金總額為3,129億港元，增長9.2%。香港交易所(港交所)的新股上市集資額亦連續第二年位居全球之冠(圖4.18)。上述增長很大程度上得益於內地一間大型資訊科技公司在港交所尋求二次上市，這主要歸功於容許雙重股權結構上市的規則修訂。受惠於雙重股權結構作為吸引更多同類型公司來港上市的重要「催化劑」，預期香港將於年內繼續引領全球首次公開招股市場。

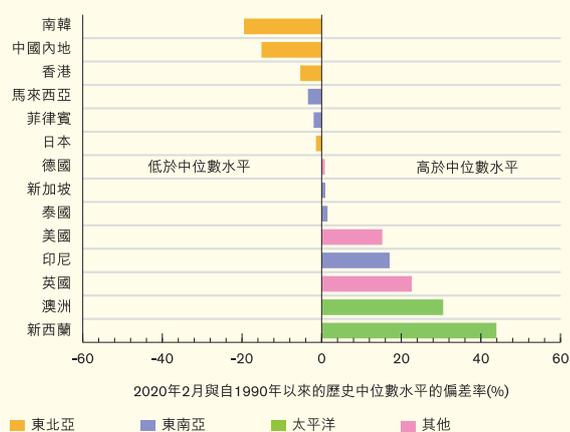
圖4.18
香港首次公開招股市場



資料來源：港交所。

展望未來，本港股市的前景充滿不明朗因素。鑒於現時內地企業佔本港股市的市值超過三分之二，本港股市的表現很大程度上取決於這些企業在冠狀病毒流行下，全球經濟大幅放緩時的表現。儘管主要央行已削減利率並隨時準備提供更多流動性支持，投資者對於貨幣寬鬆政策能否解決廠商所遇到的運作困難以及消費者所面對的實際問題存謹慎的態度。新一輪貿易談判的不明朗因素將會令情況更為複雜。新一輪貿易談判必然將重點放在更為棘手及更為敏感的問題上，包括5G技術、網絡安全及國有企業補貼。另外，國際上亦有很多不明朗的因素，包括美伊關係緊張、英國與歐盟貿易關係以及美國總統選舉。因此，儘管本港股市在估值方面仍具吸引力，在未來一段時期內市場依然會非常波動(圖4.19)。

圖 4.19
亞太區及其他主要市場的經週期性調整市盈率



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

圖 4.20
港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收益率

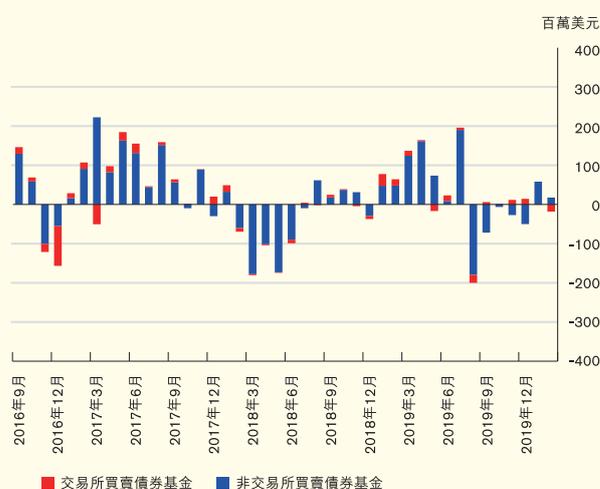


資料來源：ICE Data Indices及金管局。

4.4 債券市場

港元債券市場於2019年持續擴大，發行量穩定增長，主權及非主權債券收益率從去年9月開始顯著反彈，直至回顧期末因冠狀病毒爆發使經濟增長的風險增加才向下急速調整。早前收益率的反彈是跟隨美國國債收益率的上升，因當時市場日漸預期美聯儲並無進一步放寬貨幣政策的迫切需要（圖4.20）。由於港美主權債券的負收益率差距收窄，而其非主權債券的正收益率差距仍然顯著，國際投資者的投資取向漸漸由觀望轉為入市。相應地，年底的資金淨流出有所減少，反映市場對港元債券的需求有所增加（圖4.21）。

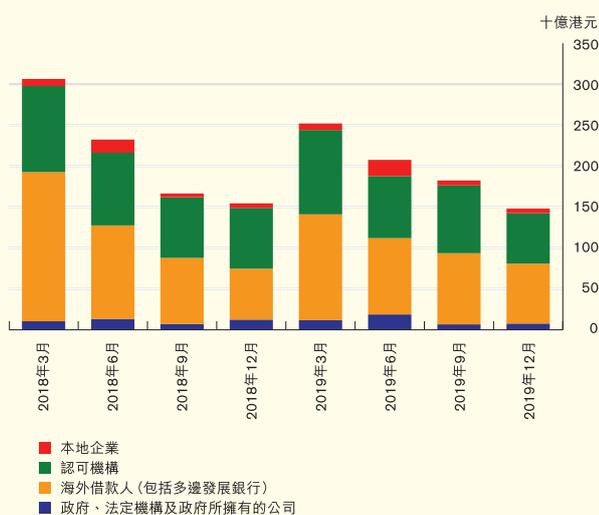
圖 4.21
交易所買賣及非交易所交易買賣的香港債券基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

港元債券新發行量在2019年按年增加2.2%至41,840億港元，主要是由於外匯基金發行量的增幅高達5.0%，多於本地私營機構及海外借款人發行量的跌幅（圖4.22）。

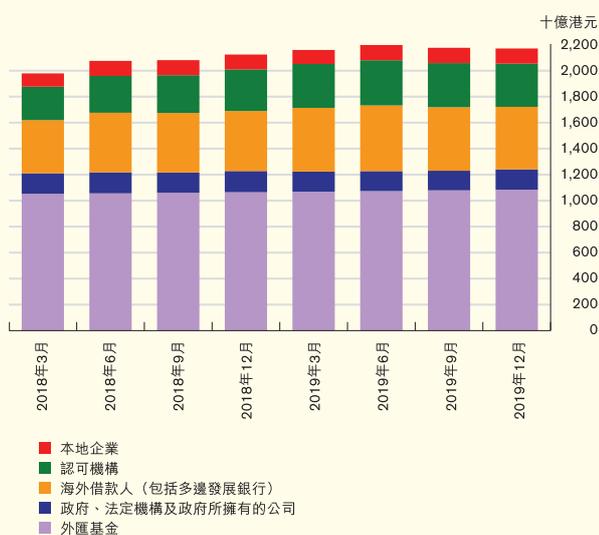
圖 4.22
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債券



資料來源：金管局。

因此，未償還港元債券金額上升，12月底達到 21,659 億港元 (圖 4.23)，按年升幅是 2.2%。該金額相當於港元 M3 的 29.1% 或銀行業以港元計值資產的 22.9%。其中，多邊發展銀行等海外借款人的未償還債券跟去年相比上升 4.1% 至 4,797 億港元。與此同時，本地私營機構的未償還債券亦上升 3.4% 至 4,481 億港元，源於認可機構及本地公司未償還債券的增長。

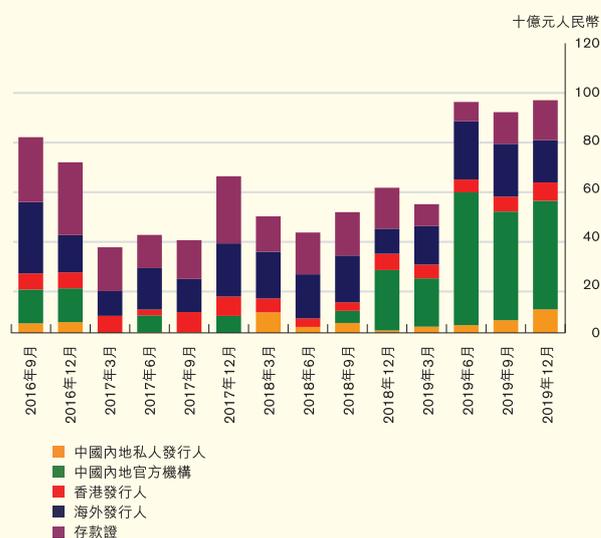
圖 4.23
未償還的港元債券



資料來源：金管局。

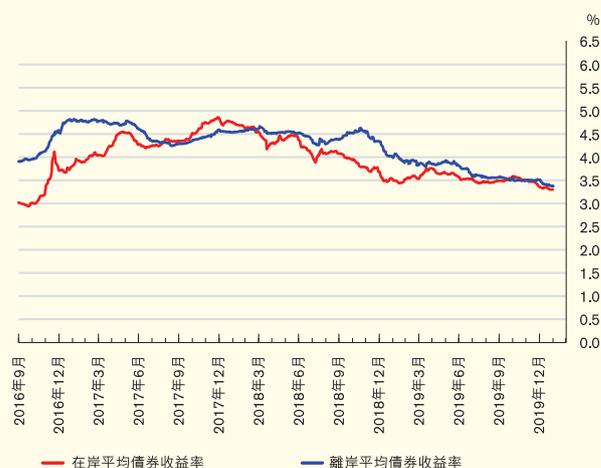
香港離岸人民幣債券市場持續擴大。2019 年新發行的債券總額增長 68.6%，至 3,370 億元人民幣，主要由內地官方機構債券發行量的攀升所帶動 (圖 4.24)。除了公營部門，包括內地、香港及海外公司在內的私人發債機構發行的債券增加了 21.3%，至 1,250 億元人民幣，足以抵消市場上發行的存款證總額下降 30.2% 的影響。新債券發行量增加，部分原因是回顧期內在岸與離岸的債券收益率趨於一致，因此在岸市場與離岸市場之間的資金成本差異收窄 (圖 4.25)。

圖 4.24
在香港新發行的離岸人民幣債券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

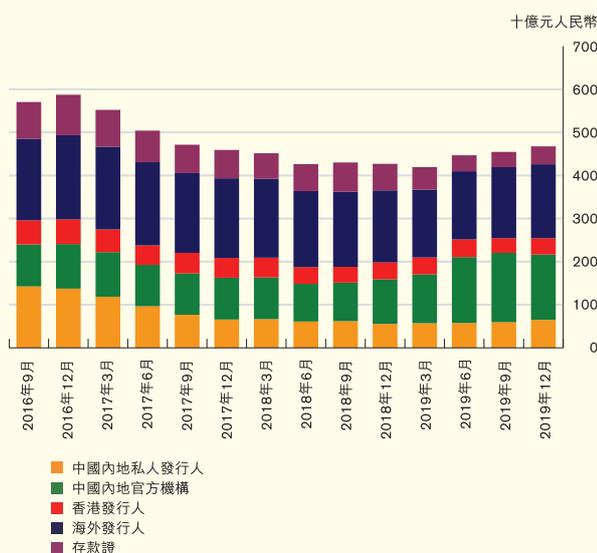
圖 4.25
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



資料來源：彭博、恒生指數有限公司及中央國債登記結算有限責任公司。

由於新發行量急劇增長，截至2019年12月底，離岸人民幣債券的未償還總額錄得9.0%的增幅，至4,680億元人民幣，扭轉了三年以來的跌幅（圖4.26）。

圖 4.26
在香港未償還的離岸人民幣債券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

鑒於冠狀病毒的爆發以及中美貿易談判，港元及離岸人民幣債券市場的短期發展前景面對相當大的不明朗因素。為了全力抗疫，內地政府採取了強力的應對措施，很多經濟活動因而停頓。內地經濟可否迅速復甦仍言之過早，因為疫情已演變成大流行。現時，儘管推行了進一步寬鬆的貨幣及財政政策，投資者卻因上述不明朗的因素而卻步。展望未來，之前受阻的長期投資項目能否因第一階段中美貿易協議而開展，關鍵亦取決於其所屬行業。受政府保護或嚴格管制的行業，尤其是被認為具有戰略意義或與科技相關的行業，仍有可能繼續面對不少的不明朗因素。在此背景下，此類借款人及貸款人將繼續在資本市場謹慎行事。因此，在可預見的將來，本港債券市場的發展仍充滿挑戰。

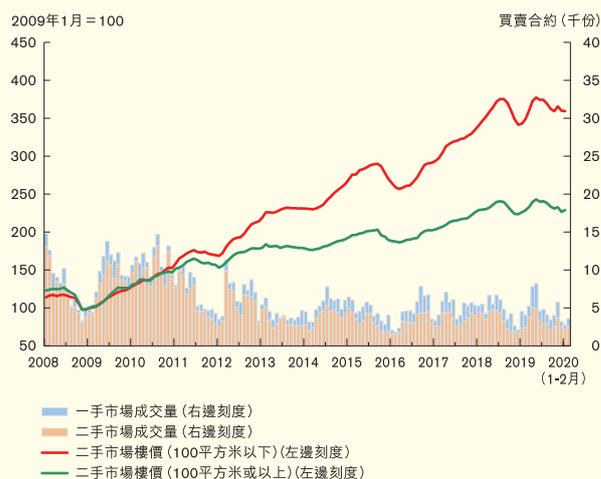
4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場自2019年年中起大致回軟，走勢卻稍為反覆。繼中美貿易摩擦再度加劇、本地社會事件及本港疲弱的經濟活動影響後，市場氣氛進一步受冠狀病毒爆發所拖累。⁵⁵ 2019年下半年住宅成交量較上半年下跌27%，平均每月成交量降至約4,200宗（圖4.27）。2020年初，農曆新年的節日效應及冠狀病毒的爆發進一步抑制樓市活動。然而，地產代理的市場數據顯示二手市場的交投量於最近數周回升。

二手市場樓價自2019年6月以來亦有所回軟。其中大型單位（實用面積100平方米或以上）價格下跌速度較中小型單位（實用面積小於100平方米）略快。整體而言，樓價在6月至12月期間下跌3.8%，但2019年全年仍錄得5.4%的增長，較2018年1.9%的增幅為高（圖4.27）。近期的疫情進一步壓抑樓價。2020年3月初的中原城市領先指數較2019年年底下跌約2%。

圖 4.27
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。

⁵⁵ 儘管如此，市場氣氛在10月中旬修訂按揭保險計劃（按保計劃）後曾短暫改善。具體而言，自2019年10月16日起，按保計劃就已落成住宅物業，上調其中合資格物業的價格上限。詳情請參閱香港按揭證券有限公司公佈的《按揭保險計劃的修訂》新聞稿。

儘管樓價回軟，但置業負擔能力仍然偏緊。2019年第4季的樓價與收入比率達17.9，而1997年的峰值為14.7。此外，第4季的收入槓桿比率為80.9%，遠高於其長期平均值（圖4.28）。⁵⁶由於物業租金亦從近期8月份的高位回落，買租價差於2019年下半年仍然高企（圖4.29）。⁵⁷另一方面，住宅租金回報率維持在2.1—2.5%的低位。

圖4.28
置業負擔能力指標



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

圖4.29
買租價差



註：該指標按一個50平方米單位的平均置業成本與相應租賃成本的比率計算。
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。

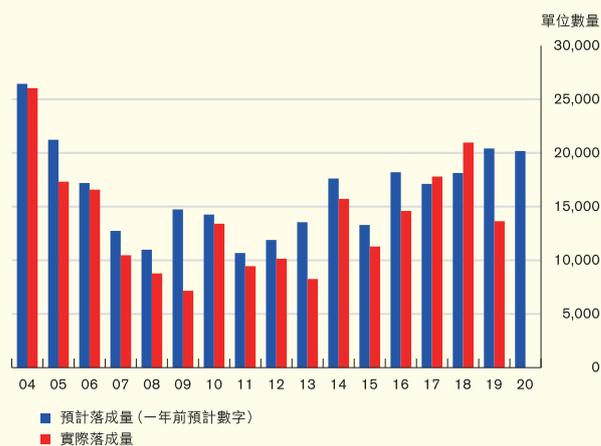
⁵⁶ 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。另一方面，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

⁵⁷ 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

儘管樓市面對一定的下行壓力，但金管局自2009年以來推行的宏觀審慎監管措施有助鞏固銀行業抵禦物業市場衝擊的能力。新造平均按揭成數在2020年1月為52.6%，而採取相關措施之前的比率則為64%。供款與收入比率亦維持在大約36%的低位。鑒於2020年年初冠狀病毒的爆發，多家銀行推出一些紓緩措施，包括住宅按揭貸款暫緩償還本金，以減輕個別借款人的財政困難。

住宅物業市場前景受眾多如前面幾章所述的不明朗因素及風險所影響。例如，冠狀病毒的爆發，加上當前經濟衰退及失業率上升，或會壓抑住宅需求及新盤推售。市場情緒亦可能受全球經濟增長步伐及國際金融市場波動等一些外圍風險及不明確因素所影響。另一方面，低息環境或能為資產市場帶來支持，而根據2003年沙士過後的經驗，當疫情消退後，市場活動可能會反彈。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。雖然2019年的住宅物業實際落成量較預測數字為低（圖4.30），但政府預計未來幾年仍有較多私人樓宇落成。⁵⁸

圖4.30
預測及實際私人住宅落成量



資料來源：運輸及房屋局及差餉物業估價署。

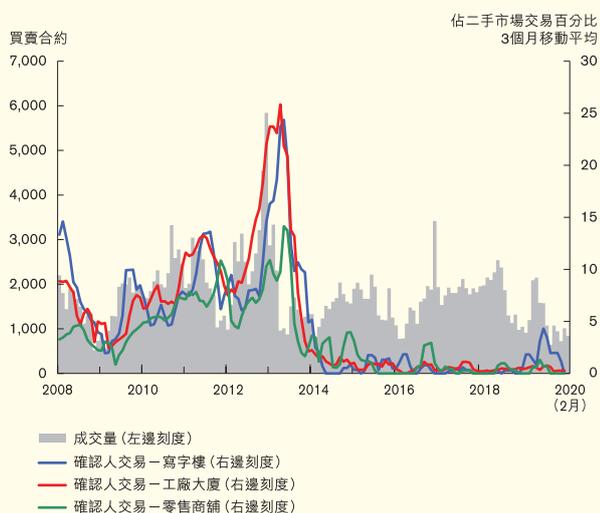
⁵⁸ 差餉物業估價署預計2020年及2021年每年的落成量約為20,000個單位，而過去十年（2010-2019年）每年平均落成量則為13,500個單位。

非住宅物業市場

隨着營商環境轉差，非住宅物業市場在2019年下半年表現變得疲弱。平均每月成交量從第3季的1,098個單位進一步縮減至最後一季的914個單位，創下自2016年首季以來的三年新低（圖4.31）。確認人交易量仍處於低位，反映投機活動淡靜。由於經濟環境欠佳，非住宅物業價格普遍受壓（圖4.32）。租金水平亦錄得不同程度的跌幅（圖4.33），其中商舖租金自2019年7月起累計下跌6.1%，部份反映有商場業主向最近幾個月經營活動受影響的租戶提供租金寬減。整體租金回報率於2020年1月維持在2.7–3.0%的低位。

工商物業市場的前景在短期內充滿挑戰。假若本地經濟活動持續疲弱，商業單位的空置率可能會進一步上升，對價格及租金構成下行壓力。此外，由於冠狀病毒的爆發及訪港旅遊業表現疲弱，零售物業市場將面臨更大壓力。

圖4.31
非住宅物業成交量

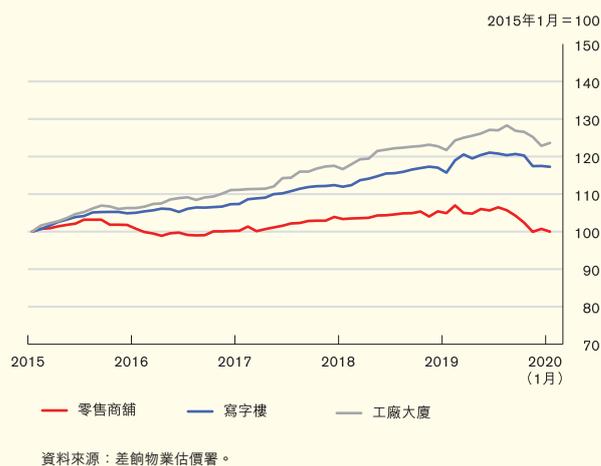


資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖4.32
非住宅物業價格指數



圖4.33
非住宅物業租金指數



5. 銀行業的表現

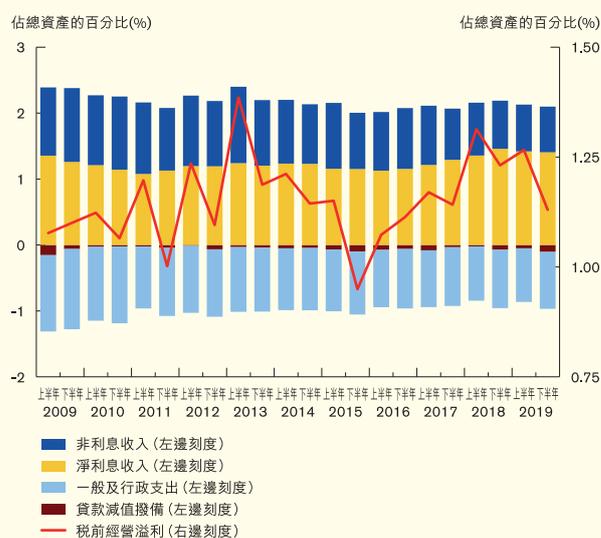
由於全球及本港經濟環境的不明朗因素增加，香港零售銀行的盈利在2019年下半年錄得輕微下降。雖然如此，香港銀行業的資本及流動性狀況按國際標準衡量依然強勁及穩健。按歷史標準衡量，資產質素仍屬健康水平。雖然貸款總額增速在去年下半年有所放緩，但於回顧期內仍快於同期的存款增長。相應地，所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率及港元貸存比率均有上升。然而，鑑於銀行體系的總結餘處於穩定水平及存款大致保持平穩，銀行業的流動性狀況維持穩健。展望未來，香港銀行業仍將繼續面臨多項下行風險，包括來自於冠狀病毒擴散狀況、未來中美貿易關係、地緣政治的緊張局勢以及本地社會事件等的不明朗因素。鑑於企業槓桿水平及個人債務負擔持續上升，銀行應審慎評估其貸款組合的資產質素在這些風險因素可能加劇的情況下所受到的影響。

5.1 盈利及資本額

盈利

2019年下半年，零售銀行整體稅前經營溢利⁵⁹較2018年同期輕微下跌1.5%。相應地，資產回報率在2019年下半年微跌至1.13%，較2018年同期的1.23%為低（圖5.1）。雖然零售銀行的淨息差由2018年下半年的1.67%略為收窄至2019年同期的1.63%（圖5.2），但零售銀行的淨利息收入在回顧期內繼續錄得溫和增長。然而，零售銀行的貸款減值撥備和營運開支均有所增加，導致盈利出現輕微下降。

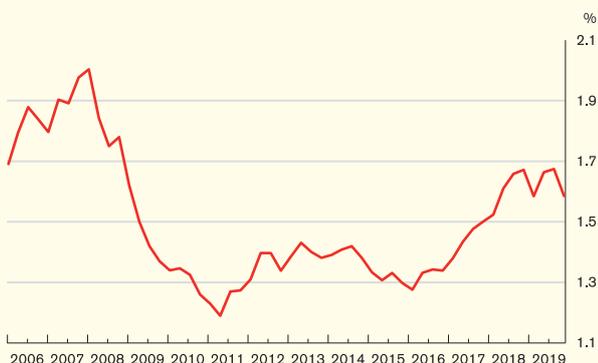
圖 5.1
零售銀行盈利



註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

⁵⁹ 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

圖 5.2
零售銀行的淨息差



註：按季度年率計數字。
資料來源：金管局。

儘管美國聯邦基金目標利率在2019年下半年下調三次各25個基點，但港元批發資金市場至今尚未出現顯著的下行壓力。相反，受多項本地因素（包括季節性資金需求、因大型首次公開招股而增加的流動資金需求，以及較為緊絀的銀行同業市場流動性狀況）的影響，短期限的港元銀行同業拆息率自2019年第4季開始一直呈上升趨勢。與此同時，於回顧期內，較長期限的港元銀行同業拆息率大致保持穩定，截至2019年年底的三個月香港銀行同業拆息保持在2.43%，接近六個月前的水平（圖5.3中的藍線）。

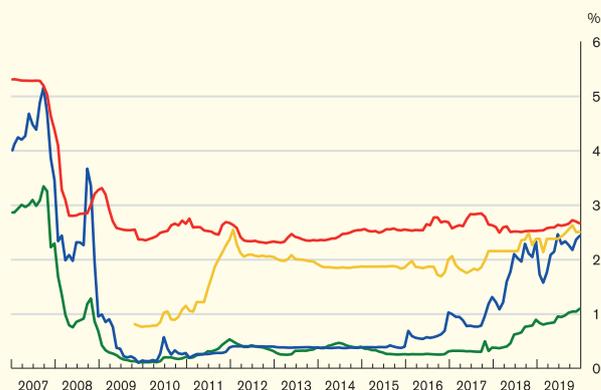
至於零售層面，由於港元儲蓄存款利率仍接近零水平，零售銀行在美國調低政策利率後追隨減息的空間有限。⁶⁰ 另一方面，由於在回顧期內銀行體系的港元流動資金趨緊，各銀行繼續爭相吸納長期穩定的存款資金。⁶¹ 反映港元存款的加權資金成本增加，綜合利率（衡量零售銀行平均港元資金成本的指標）由六個月前的0.95%逐漸上升至2019年底的1.09%，然而按歷史標準衡量仍處於較低水平（圖5.3中的綠線）。⁶²

⁶⁰ 從過往經驗可見，香港的零售銀行通常會在美国聯邦基金目標利率變動前後調整其港元儲蓄存款利率及相應的最優惠利率。在全球金融危機之後，儲蓄存款利率已下降至歷史新低，接近零利率水平。2015年年底至2018年期間，美國九度加息，但本地零售銀行僅在2018年9月下旬調高過一次儲蓄存款利率及最優惠利率。實際上，在2019年10月下旬美國減息之後，幾家零售銀行再次下調儲蓄存款利率。

⁶¹ 從港元貸存比率的上升趨勢可見一斑（見圖5.10）。

⁶² 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。

圖 5.3
利率

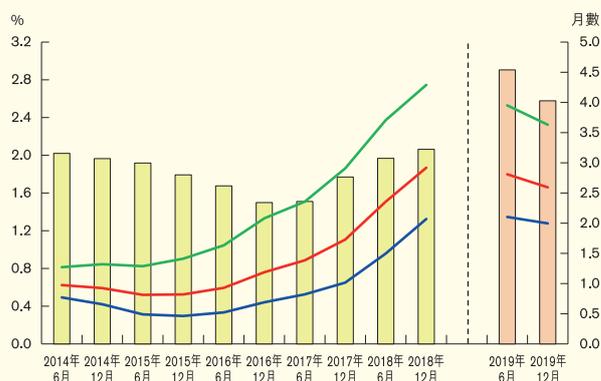


— 綜合利率(a)
— 3個月香港銀行同業拆息(a)
— 以最優惠貸款利率為基準的平均按揭利率(b)
— 以香港銀行同業拆息為基準的平均按揭利率(b)

註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

從更全面的角度而言，鑑於本港持牌銀行的美元資金成本下跌抵消了其港元資金成本的輕微上升，因此本港持牌銀行的平均整體港元及美元資金成本在2019年下半年微跌14基點（圖5.4）。於回顧期內，銀行的淨利息收入受惠於其整體資金成本的輕微下降，以及港元銀行同業拆息率處於相對較高水平，並為同期銀行業盈利提供支持。

圖 5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



■ 平均期限 (右邊刻度)
— 存款資金成本 (左邊刻度)
— 非存款市場資金成本 (左邊刻度)
— 整體資金成本 (左邊刻度)

1. 自2019年6月起，所有須遵守本地新的銀行帳內的利率風險框架的持牌銀行將根據新框架提交申報表，而獲豁免的持牌銀行將繼續根據現有的利率風險框架提交申報表。整體資金成本和期限已按此兩類持牌銀行相關數字作加權平均值計算得出。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作直接比較。

資料來源：金管局。

展望未來，多項外圍及本地環境的下行風險因素將繼續令銀行的盈利前景蒙上陰影。相關因素包括來自冠狀病毒擴散狀況、未來中美貿易關係走向以及地緣政治緊張局勢的加劇等的不確定性。這些風險因素的加劇或會打擊已經疲弱的全球經濟增長動力，並減少對銀行信貸的需求。鑑於主要央行廣泛採取寬鬆的貨幣政策，全球的低利率環境有可能延續，這或對銀行未來的淨息差構成壓力。⁶³

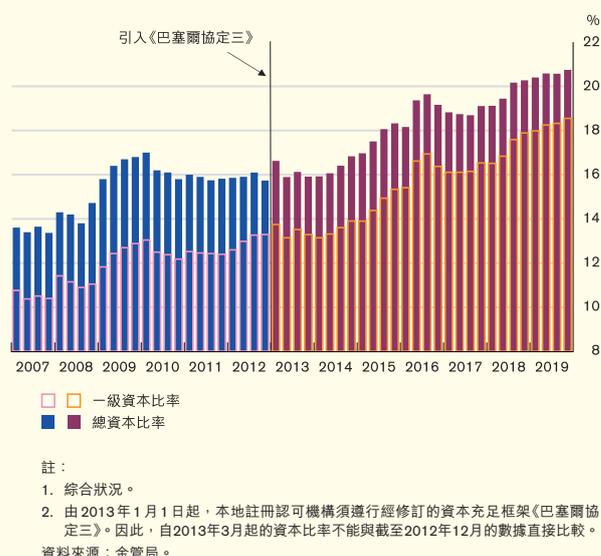
在本地層面，自2019年年中起的本地社會事件繼續打擊商業投資及市場信心。在經濟環境已經疲弱的背景下，如果情況在未來持續甚至進一步加劇，或會令信貸需求前景及銀行資產質素轉差。

在市場整體發展方面，隨著香港金融管理局批出八張虛擬銀行牌照後，香港銀行業開始推出虛擬銀行服務。由於這些新的市場參與者可能透過推出更便捷的產品及更具吸引力的存款利率以吸引新客戶來提高其市場佔有率，這可能對現有銀行的融資成本構成上行壓力。儘管短期影響或因為虛擬銀行現時的業務規模尚為有限而仍屬緩和，但其長遠影響則可能取決於現有銀行會否加快金融科技應用以保持競爭力。專題5的結果顯示，香港銀行採用金融科技的程度與其成本效益的改善及盈利水平的提升在統計學上具有相關性。

資本額

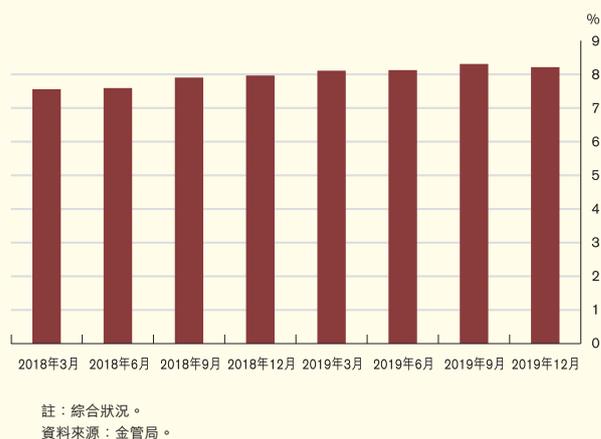
香港銀行業的資本額仍然穩健，並遠高於最低國際標準。截至2019年底，本地註冊認可機構的綜合總資本比率進一步上升至20.7%（圖5.5）。一級資本比率亦增加至18.5%，其中16.5%為普通股權一級（CET1）資本。

圖 5.5
本地註冊認可機構資本額



除了風險為本的資本充足比率外，還有《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，用以限制銀行體系過度的槓桿。⁶⁴本地註冊認可機構的槓桿比率於2019年月底維持在8.2%的穩健水平，超過3%的法定最低水平（圖5.6）。

圖 5.6
本地註冊認可機構的槓桿比率



⁶³ 在冠狀病毒擴散狀況持續及金融市場波動加劇的背景下，部分主要央行（包括美聯儲及英倫銀行）在三月減低政策利率和公布支持貸款措施。

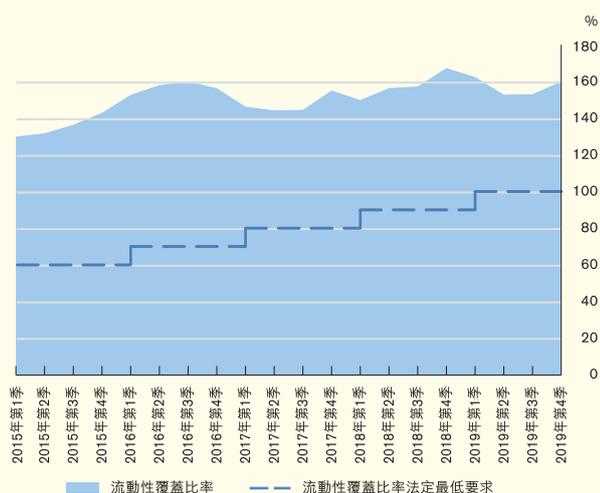
⁶⁴ 槓桿比率按一級資本與風險承擔計量的比率計算，其中，風險承擔計量包括資產負債表內以及資產負債表外的風險承擔。詳情可參閱巴塞爾銀行監管委員會公佈的《巴塞爾協定三》槓桿比率框架 (https://www.bis.org/basel_framework/standard/LEV.htm)。

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」⁶⁵ 要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率由2019年第2季的152.8%上升至2019年第4季的159.9%（圖5.7），遠高於100%的法定最低要求。第2類機構的平均流動性維持比率亦由2019年第2季的54.6%，溫和上升而2019年第4季的56.3%左右，亦遠高於25%的法定最低要求。

圖5.7
流動性覆蓋比率



註：
1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。
資料來源：金管局。

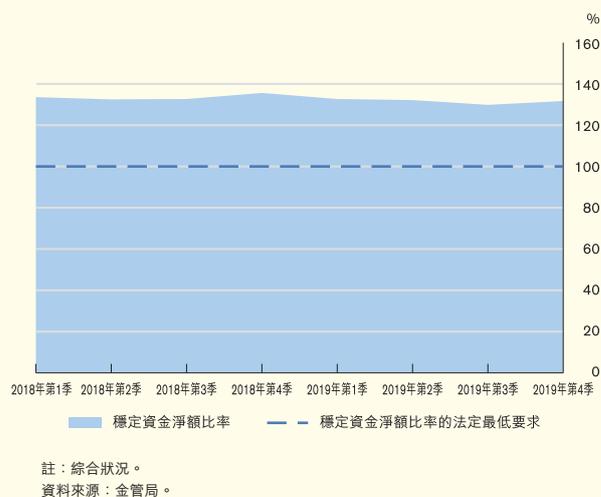
穩定資金淨額比率⁶⁶作為《巴塞爾協定三》流動性標準的其中一項，顯示認可機構的資金狀況穩定。第1類

⁶⁵ 《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高質素流動資產，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」。

⁶⁶ 在香港，第1類機構須遵循穩定資金淨額比率；而指定為第2A類機構的第2類機構須遵循有關在本港適用的核心資金比率規定。根據《銀行業（流動性）規則》，第1類機構須時刻維持不少於100%的穩定資金淨額比率。第2A類機構在2019年1月之後的每個公曆月，均須維持平均不少於75%的核心資金比率。詳情請參閱《銀行業（流動性）規則》（香港法例第155Q章）。

機構的平均穩定資金淨額比率於2019年第4季維持在131.7%的高水平（圖5.8），遠高於法定最低要求的100%水平。第2A類機構的平均核心資金比率維持在134.5%的高水平，亦超過2019年適用的75%的法定最低要求。認可機構流動性充裕及資金狀況穩健，表明香港銀行業能夠承受多種流動性衝擊。

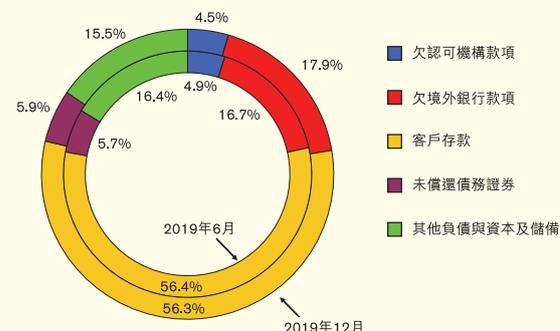
圖5.8
穩定資金淨額比率



註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

客戶存款仍是認可機構的主要資金來源，反映銀行體系維持穩定的資金結構。在2019年年底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例基本保持不變，由6個月前的56.4%微跌至56.3%（圖5.9）。

圖5.9
所有認可機構的負債結構

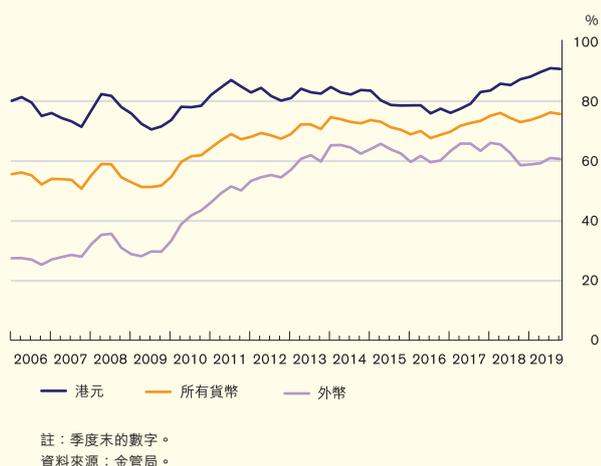


註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。
資料來源：金管局。

所有認可機構的平均港元貸存比率由2019年6月底的89.3%上升至2019年年底的90.3% (圖 5.10)，原因是回顧期內港元貸款及墊款水平保持大致穩定而存款則輕微下跌。⁶⁷ 與此同時，由於外幣貸款增速高於存款增速，平均外幣貸存比率亦於同期由58.9%上升至60.4%。整體而言，所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由2019年6月底的74.5%上升至同年年底的75.4%。

鑑於銀行體系的總結餘自2019年4月以來保持穩定，及存款大致保持平穩，在回顧期內並沒有出現有大量資金流出港元或香港銀行體系的明顯跡象。

圖 5.10
所有認可機構的平均貸存比率



利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔於2019年第4季維持於相對較低水平。我們估計假設在港元及美元利率上升200個基點的衝擊下，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，會相當於其於2019年底資本基礎總額的1.56% (圖 5.11)。⁶⁸

⁶⁷ 儘管港元貸存比率達到自金融危機以來的高位，但若計及認可機構自身的資本及儲備作為衡量資金流動性的更廣泛標準，則銀行體系的流動性狀況仍屬穩健。截至2019年年底，經調整的港元貸存比率(包括客戶存款、資本及儲備、認可資本工具，以及其他資本工具作為分母)為76.3%。

⁶⁸ 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減輕。

圖 5.11
港元及美元利率衝擊對本地註冊持牌銀行的影響



註：
1. 利率衝擊指港元及美元利率曲線均有200個基點的平行式上升對機構利率風險承擔的衝擊。在2019年年底，本地註冊持牌銀行的利率敏感資產、利率敏感負債及利率敏感資產負債表外持倉，大部份均以港元或美元計價。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳⁶⁹的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。
3. 由2019年6月起，利率風險承擔已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作嚴格比較。
資料來源：金管局。

5.3 信貸風險

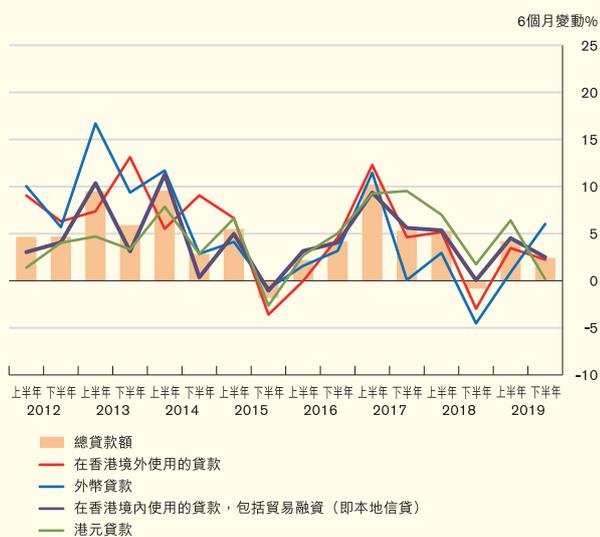
概述

在中美貿易關係緊張、全球經濟放緩及持續的本地社會事件的背景下，銀行信貸增長在2019年上半年出現溫和反彈後，於下半年出現放緩。

以半年計，貸款增長(以所有認可機構的貸款及墊款總額變動衡量)在2019年上半年溫和增長4.2%，其後在下半年放緩至2.4% (圖 5.12)。貸款增長減慢的原因是本地貸款(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額的增長於本回顧期內均呈現放緩趨勢所致。本地貸款及在香港境外使用的貸款在2019年下半年分別增長2.5%及2.2%，較上半年4.5%及3.5%的增幅為低。儘管如此，2019年全年的貸款總額增長仍溫和上升至6.7%，較2018年全年的4.4%為高。

⁶⁹ 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構只須填報銀行帳的持倉。其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

圖 5.12
貸款增長



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

資料來源：金管局。

鑑於營運環境的不明朗因素增加，銀行對短期信貸需求前景的預期變得較為分歧。金管局 2019 年 12 月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，預期未來 3 個月貸款需求將會增加及需求將會下跌的受訪認可機構的比例分別增加至 18% 及 14%，而這兩項比例在 2019 年 6 月均為 5%，只有 68% 的認可機構預期貸款需求維持不變（表 5.A）。

表 5.A
預計未來 3 個月貸款需求

佔受訪機構總數的百分比(%)	2019 年 3 月	2019 年 6 月	2019 年 9 月	2019 年 12 月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	9	5	14	18
保持平穩	86	91	41	68
略為下降	5	5	45	14
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

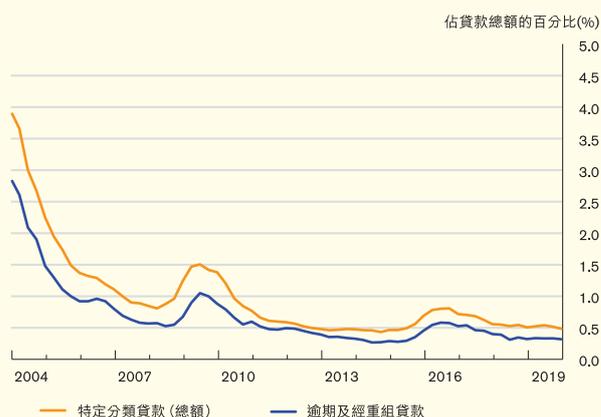
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

銀行貸款組合的資產質素於 2019 年下半年維持穩健。所有認可機構的總特定分類貸款比率在 2019 年年底維持於同年 6 月底的 0.57% 水平，而逾期及經重組貸款比率由 2019 年 6 月底的 0.39% 下降至同年

底的 0.35%。就零售銀行而言，總特定分類貸款比率和逾期及經重組貸款比率分別輕微下降至 0.48% 及 0.32%（圖 5.13）。這兩個比率按歷史標準衡量均屬低水平。

圖 5.13
零售銀行的資產質素



註：

1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 2015 年 12 月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由 2015 年 12 月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行主要境外附屬公司。

資料來源：金管局。

個人貸款⁷⁰

以半年計，個人貸款增長由 2019 年上半年的 6.7% 溫和減慢至下半年的 5.6%。在個人貸款的構成部分中，私人貸款的增長顯著放緩，足以抵消了按揭貸款增長的輕微加速（表 5.B）。

表 5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	2017 年		2018 年		2019 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	4.1	3.8	4.2	4.5	4.7	5.3
私人貸款	7.2	12.4	7.5	2.6	11.0	6.1
其中：						
信用卡墊款	-7.8	11.0	-5.0	10.6	-3.8	4.1
其他私人用途貸款	11.9	12.7	10.7	0.9	14.5	6.6
個人貸款總額	5.0	6.5	5.3	3.9	6.7	5.6

註：由 2018 年 12 月起，個人貸款的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。表中所示的自 2019 年上半年起增幅數字，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至 2018 年下半年的歷史增幅，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。

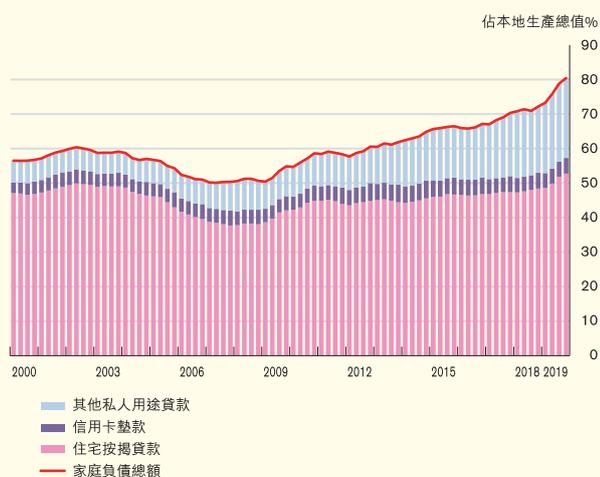
資料來源：金管局。

⁷⁰ 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，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於 2019 年年底，個人貸款佔本地貸款的比例為 31.8%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

雖然家庭負債增長在下半年有所放緩，但由於香港經濟在第三季開始顯著收縮，名義本地生產總值下跌，令家庭負債佔本地生產總值的比率由2019年第2季的75.8%進一步上升至2019年第4季的80.4%（圖5.14）。值得注意的是，儘管經濟活動在經濟衰退期間可能會快速放緩，但家庭的債務未必需要在短期內清償。所以，在經濟下行期間，家庭負債的調整通常較本地生產總值的調整為緩慢。相應地，家庭負債佔本地生產總值的比率於短期內可能維持在高位。該比率的未來趨勢將取決於未來經濟情況，以及銀行與家庭之間相應的還款安排。

近年來，其他私人用途貸款一直是家庭負債增加的其中一個原因，但在去年下半年增幅有所減慢。此類貸款大部分為私人銀行和財富管理客戶貸款，主要以金融資產（包括股票、基金、債券等）作抵押。從日常監管工作中，金管局留意到銀行已對這類貸款採取審慎的信貸風險管理措施，包括為各類金融資產抵押品訂立審慎的最高貸款與估值比率、實行有效的追加保證金安排和強制平倉機制等。金管局認為這類貸款的信貸風險屬可控水平。雖然如此，金管局會繼續透過包括對認可機構進行現場審查的監管措施密切關注這些貸款涉及的信貸風險。

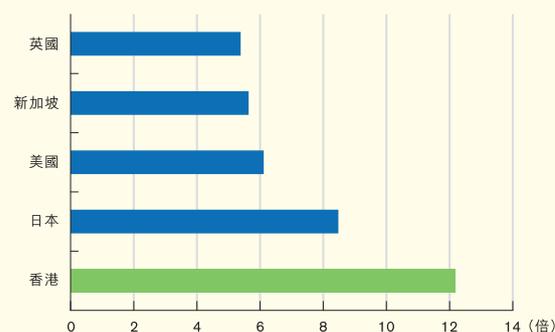
圖 5.14
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份



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4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。

另外，雖然家庭負債佔本地生產總值的比率一直廣泛用於評估家庭部門的財務狀況，但全面評估需要額外考慮家庭的整體資產負債狀況，包括資產水平及資產與負債的結構。根據我們估計，2018年香港的家庭資產淨值對負債比率是12.2倍（英國：5倍；新加坡：6倍；美國：6倍；日本：8倍）（圖5.15）。此外，2018年香港家庭部門的安全資產對負債比率仍維持在3.04倍的高位（美國：1倍；英國：1倍；新加坡：1倍；日本：3倍）（圖5.16）。這兩個比率均處於較高水平，亦高於其他大多數發達經濟體，表明香港家庭整體財務狀況穩健，有強大的緩衝，可抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

圖 5.15
家庭資產淨值對負債比率



註：日本的數字為截至2017年年底的數字，其他地區的數字則為截至2018年年底的數字。
資料來源：金管局職員估計數字，以及其他經濟體的統計機構或中央銀行數字。

圖 5.16
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，僅包括存款。日本的數字為截至2017年年底的數字，其他所有報告的數字則為截至2018年年底的數字。
資料來源：金管局職員估計數字，以及其他經濟體的統計機構或中央銀行數字。

銀行的按揭貸款組合仍保持穩健，於2019年第4季，拖欠比率徘徊在0.03%的低水平。新批按揭的平均按揭成數先由2019年第2季的47.5%下跌至第3季的46.2%，於最後一季則回升至50.9%（圖5.17）。該比率溫和上升，部分由於香港按揭保險有限公司在2019年10月下旬宣布放寬其按揭保險計劃下的合資格物業價格上限所致。然而，該數字仍遠低於金管局實施第一輪逆周期宏觀審慎監管措施前（即2009年9月）所錄得的64%。

圖 5.17
新造按揭貸款的平均按揭成數及個人債務負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的平均按揭利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

與此同時，新造按揭的償債指數⁷¹由2019年第2季的48.9進一步攀升至第4季的53.1（圖5.17中的紅線）。

儘管美國在2019年下半年三度減息，但由於本地利率（特別是香港銀行同業拆息）受前面已作討論的數項本地因素支持而維持在較高水平，至今仍未跟隨其對應的美元利率的下降步伐，因此對個人債務負擔的影響於目前階段或者有限。

與此同時，如果本港經濟狀況進一步惡化，未來失業率顯著上升（見專題(3)），家庭收入或會下跌，從而

⁷¹ 償債指數上升顯示個人收入下降、利率上升或住戶取用的平均按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警個人貸款的資產質素轉差。

大幅削弱個人債務負擔能力。一項敏感度測試顯示，若個人收入下跌10%而其他條件不變，該指數可能會由目前的53.1水平，顯著上升至59.0。⁷²因此，銀行應對個人債務負擔上升所帶來的風險保持警惕。

在本地經濟疲弱的背景下，破產申請宗數呈現上升趨勢，但按歷史標準衡量仍屬低水平。無抵押個人貸款的信貸風險於回顧期內維持可控。於2019年第4季，按年率計的信用卡撇帳比率略為上升至1.57%，而拖欠比率於2019年年底亦稍微上升至0.25%（圖5.18）。

圖 5.18
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。

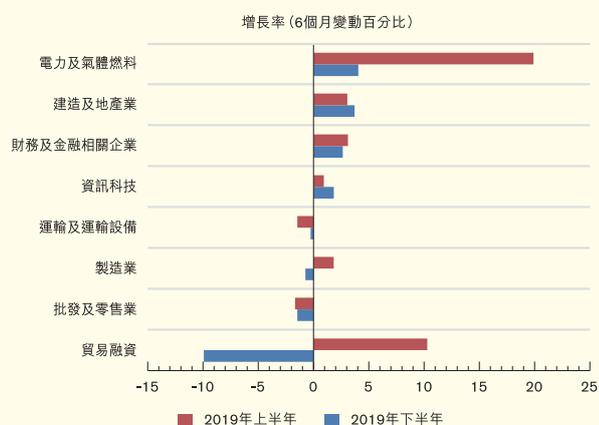
公司貸款⁷³

本地公司貸款（包括貿易融資）的增幅在2019年下半年減慢至1.1%，部分反映外圍及本地商業環境低迷的情況下信貸需求疲弱。按行業分析，主要經濟部門的貸款增長均出現顯著減慢或保持疲弱的狀況。部分反映去年5月以來中美貿易糾紛再度升級的影響，貿易融資經過於2019年上半年強勁反彈之後，於下半年再度下跌（圖5.19）。

⁷² 個人收入下跌10%的假設與亞洲金融危機期間出現的衝擊相若。

⁷³ 不包括銀行同業貸款。於2019年年底，公司貸款佔本地貸款的比例為68.1%。

圖 5.19
個別行業的本地企業貸款增長



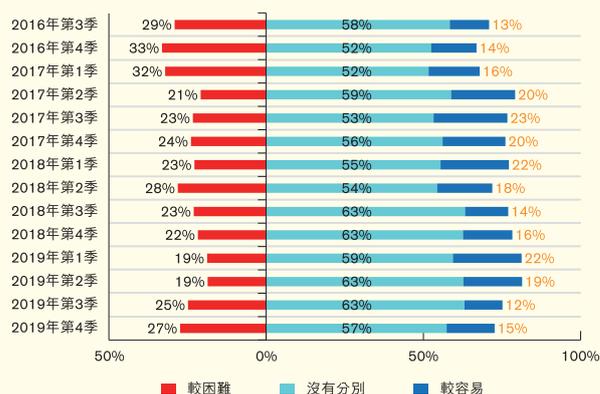
資料來源：金管局。

2019年第4季就中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，相對於2019年較早前的調查，中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感與6個月前相比繼續略為轉差（圖5.20）。具體而言，有27%的受訪者認為銀行貸款批核的取態與6個月前相比「較困難」，高於第3季的25%及第2季的19%。不過這百分比仍然低於2016年下半年至2017年年初的高位。雖然受訪者對銀行貸款批核取態的觀感轉差，較少受訪者認為銀行收緊已批出的貸款。第4季，在已獲批貸款的受訪者中，認為銀行對其貸款的取態有所收緊的中小企佔14%，低於第3季的32%（圖5.21）。

政府亦推出各種紓緩措施支援中小企及整體經濟發展。香港按揭證券公司在中小企融資擔保計劃下，分別於2019年9月、2019年12月及2020年2月推出「八成信貸擔保產品」下的新紓緩措施、「九成信貸擔保產品」及「百分百擔保特惠貸款」，為中小企的融資需要提供更多支援。香港銀行的逆周期緩衝資本（CCyB）比率亦在2019年10月中旬由2.5%調低至2.0%及在2020年3月中旬再進一步下調至1.0%，讓銀行有更大空間加大力度支持本地經濟，有助緩和

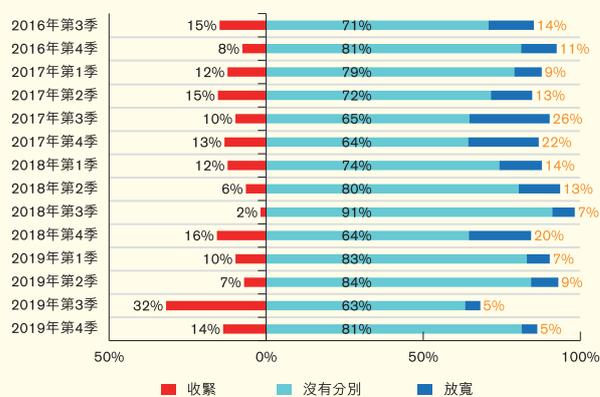
經濟週期的影響。事實上，不少銀行亦推出針對個別行業中小企的紓緩措施，以協助抵禦爆發冠狀病毒的影響。⁷⁴

圖 5.20
中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感（較6個月前的改變）



資料來源：金管局。

圖 5.21
中小企表示銀行就已批出貸款取態的改變



註：僅包括已獲批貸款的受訪者。

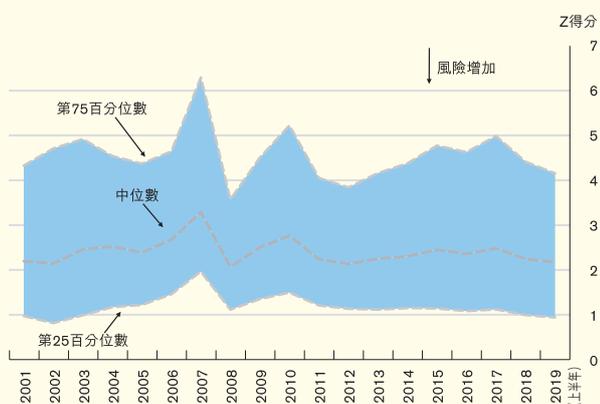
資料來源：金管局。

部分指標顯示，在全球及本地經濟環境疲弱的情況下，銀行公司貸款的信貸風險略為轉差。根據在香港上市的所有非金融類公司的會計數據，Altman的Z得分（一項衡量非金融類公司違約風險的指標）的中

⁷⁴ 出入口行業方面，銀行延長貿易融資還款期配合被疫情拖長的貿易周期，並容許客戶申請把貿易融資額度暫時轉為現金透支額度，讓客戶可以更靈活調配資金。運輸業方面，銀行已經向部分受影響客戶包括的士和小巴營運商安排還息不還本安排或貸款展期，協助它們渡過目前的困難。

位數及第75百分位數在2019年上半年均進一步下跌，反映這些公司的財務狀況略為轉差（圖5.22）。

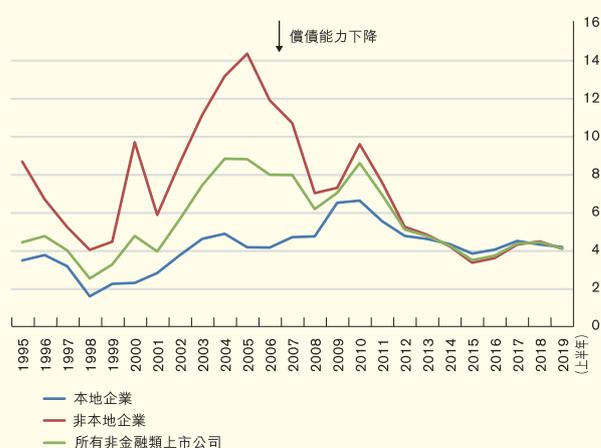
圖5.22
香港非金融類上市公司的Altman的Z得分



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2020年2月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博彙編的估算值進行計算。

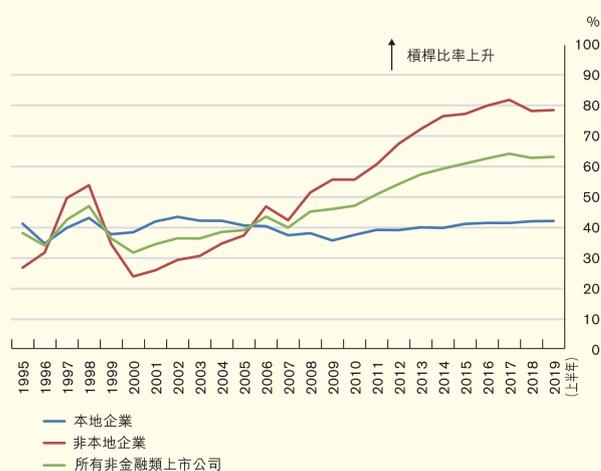
在本港上市的所有非金融類公司的加權平均利息覆蓋率略有下跌（圖5.23中的綠線），顯示其違約風險有所上升，部分原因是其償債能力輕微下降。雖然本地及非本地公司的利息覆蓋率均下跌，但整體利息覆蓋率下跌主要是由非本地公司（紅線）的下跌所帶動。與此同時，一項作為衡量企業槓桿的常用指標，加權平均負債與股東權益比率在2019年上半年相較於6個月前大致穩定，持續處於偏高水平（圖5.24中的綠線）。

圖5.23
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2020年2月底止的資料計算。
5. 根據2019年1月生效的《香港財務報告準則第16號》，公司作為承租人須將其原來匯報的租金開支，改動為於使用權資產折舊支出及租賃負債利息支出項目之下匯報。因此，就2019年上半年而言，經調整的息税前利潤及利息支出總額均以減去租賃負債利息支出的數值作計算，以便與過往數據作比較。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖5.24
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2020年2月底止的資料計算。
5. 根據《香港財務報告準則第16號》，公司作為承租人亦須在資產負債表上確認期限超過12個月的營運租約產生的負債承擔。具體而言，因營運租約產生的負債承擔應在「租賃負債」項目之下匯報。因此，就2019年上半年而言，若某上市公司有匯報「租賃負債」項目，其經調整的負債則會以借款總額減去租賃負債總額的數值作計算，以便與過往數據作比較。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

展望未來，市場氣氛及營商信心在中美簽署首階段貿易協議以及主要央行廣泛採用寬鬆貨幣政策之後有所改善，但經濟前景仍受多項下行風險因素影響，包括冠狀病毒的爆發狀況、中美未來貿易談判走向仍然不明朗、地緣政治緊張局勢加劇以及持續的本地社會事件。若相關風險進一步加劇及引發市場氣氛急劇轉向，這可能導致經濟下行及金融狀況大幅收緊。此狀況一旦發生會使公司（尤其是槓桿比率較高的非本地公司）的償債能力面臨考驗。因此，銀行應持續審慎管理其公司貸款的信貸風險。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

於2019年年底，銀行業的內地相關貸款總額由2019年6月底的45,680億港元（佔總資產的17.1%）微跌0.1%至45,640億港元（佔總資產的16.8%）（表5.C）。其中貿易融資貸款於去年年底較六個月前顯著下跌14.3%。其他非銀行類客戶風險承擔則增長2.6%至15,470億港元（表5.D）。

表 5.C
中國內地相關貸款

十億港元	2019年3月	2019年6月	2019年9月	2019年12月
中國內地相關貸款	4,415	4,568	4,625	4,564
中國內地相關貸款 (不包括貿易融資)	4,103	4,227	4,296	4,271
貿易融資	312	341	330	292
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,873	1,897	1,923	1,880
本地註冊認可機構*	1,896	1,920	1,983	1,959
本地註冊認可機構設於 中國內地的銀行附屬公司	646	750	720	725
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,811	1,858	1,906	1,836
中國內地民營企業	1,230	1,276	1,286	1,288
非中國內地企業	1,375	1,433	1,433	1,440

註：

- * 包括在本地註冊認可機構的內地分行入賬的貸款。
- 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

表 5.D
其他非銀行類客戶風險承擔

十億港元	2019年3月	2019年6月	2019年9月	2019年12月
可轉讓債務工具及其他資產 負債表內的風險承擔	1,039	1,069	1,102	1,125
資產負債表外的風險承擔	409	439	452	421
總計	1,448	1,508	1,554	1,547

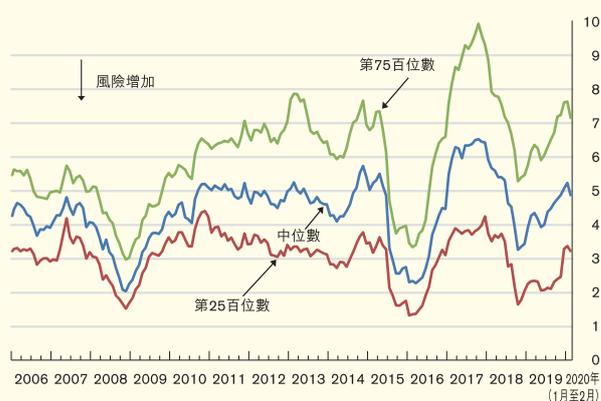
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

所有認可機構⁷⁵的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率由2019年6月底的0.70%微升至2019年年底的0.75%。儘管資產質素略為下降，但該比率仍低於2016年3月所錄得的近期高位0.89%，故此相關的信貸風險應屬可控。

然而，一項根據市場資料計算並具前瞻性的指標顯示，內地企業的違約風險於回顧期內進一步改善。違約距離指數⁷⁶在2019年下半年持續呈現改善趨勢（圖5.25），主要原因是投資者對中美可能達成首階段貿易協議的預期令內地股市氣氛造好。不過，由於市場參與者漸趨擔心冠狀病毒的爆發及其對金融市場和經濟帶來的負面影響，上述指數自2020年2月以來呈現初步惡化的跡象。

圖 5.25
內地企業的違約距離指數



註：違約距離指數乃根據上海證券交易所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

鑑於內地經濟面臨來自中美下一階段貿易談判及近期疫情的影響等不明朗因素構成的下行風險，銀行應對其內地相關貸款的信貸風險管理保持警惕。

⁷⁵ 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

⁷⁶ 違約距離是根據市場資料計算的違約風險指標，基礎是來自 R. Merton (1974) 的「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第 29 期，第 449 至 470 頁所提出的架構，其中指出股價、股市波幅及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

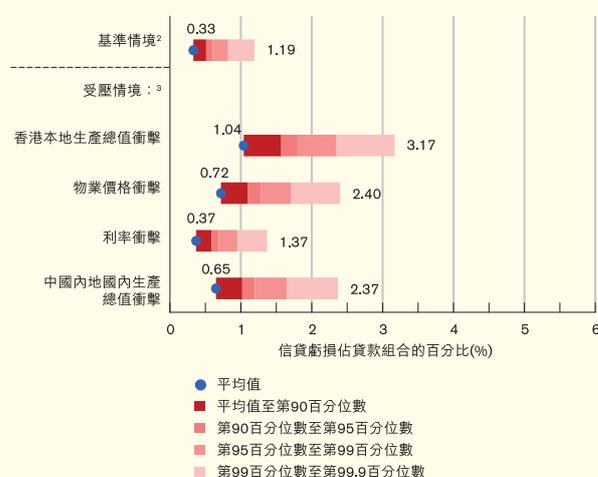
信貸風險宏觀壓力測試⁷⁷

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，應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖 5.26 使用截至 2019 年第 4 季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊⁷⁸ 下，零售銀行於 2021 年第 4 季的模擬信貸虧損比率。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的信貸虧損比率（置信水平為 99.9%）介乎 1.37%（利率衝擊）至 3.17%（香港本地生產總值衝擊）之間，幅度雖然顯著，但仍低於亞洲金融危機後錄得的 4.39% 的估算貸款虧損。

為加入香港爆發冠狀病毒的潛在影響於壓力測試中，2020 年第 1 季度的實質本地生產總值將假設進一步收縮，與經歷非典型肺炎疫症對經濟的影響程度相若。在此情況下，受壓信貸虧損將介乎 1.30%（平均值）至 3.95%（置信水平為 99.9%）不等。這意味著即使香港本地生產總值受到冠狀病毒爆發的影響，銀行的信貸虧損亦不會顯著增加。

圖 5.26
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值¹



註：
 1. 有關評估將 2019 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。
 2. 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
 3. 受壓情境：
 香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於 2020 年第 1 季至 2020 年第 4 季連續 4 季各自分別減少 2.7%、2.4%、1.7% 及 1.6%。
 物業價格衝擊：香港的實質物業價格由 2020 年第 1 季至 2020 年第 4 季連續 4 季各自分別減少 4.4%、14.5%、10.8% 及 16.9%。
 利率衝擊：實質利率（香港銀行同業拆息）於第 1 個季度（即 2020 年第 1 季）上升 300 基點，於第 2 及 3 個季度保持不變，於第 4 個季度（即 2020 年第 4 季）則再上升 300 基點。
 中國內地國內生產總值衝擊：年度實質國內生產總值按年增長率於 1 年內放緩至 4%。
 資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 系統性風險

隨著中美簽署首階段貿易協議及各主要央行廣泛採用寬鬆貨幣政策後，全球經濟增長於本年年初呈現回穩跡象。但全球經濟前景仍面臨多項下行風險，包括冠狀病毒擴散狀況、未來中美貿易關係走向，以及地緣政治緊張局勢加劇等不確定因素。鑑於外圍環境極其不明朗以及本地社會事件持續，香港銀行業將面臨多方面的挑戰。

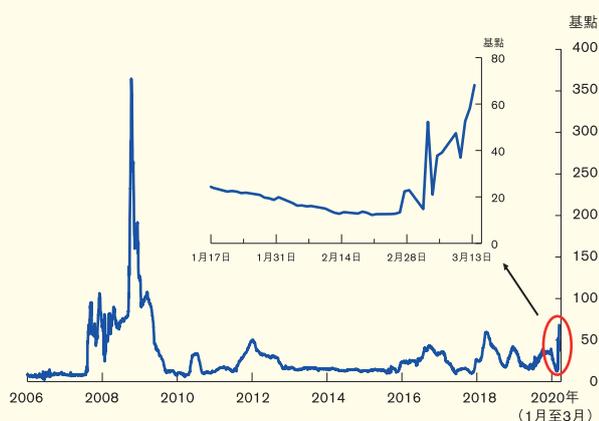
由於爆發冠狀病毒會壓抑受影響國家的經濟活動，並通過全球供應鏈進而影響這些國家的貿易夥伴，這已經增加全球經濟前景的不確定因素。事實上，近期對於全球冠狀病毒確診數字快速上升的憂慮已經令市場重新評估全球經濟增長前景，從而導致投資者風險承受能力顯著降低及風險溢價快速上升。而金融市場的避險情緒高漲亦導致短期美元融資市場出現收緊狀

⁷⁷ 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，該模型公式詳情載於黃學元等人 (2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第 2 期，第 1 號，第 3 至 23 頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

⁷⁸ 除中國內地國內生產總值衝擊外，有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

況，這可反映在3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差⁷⁹（為反映短期美元融資市場中系統流動性風險的常用指標）自三月上旬起顯著擴大（圖5.27）。若冠狀病毒爆發狀況將會更嚴重地削弱全球經濟增長前景，則可能進一步加劇金融市場的波動及導致金融狀況出現急劇緊縮。

圖 5.27
3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差



資料來源：彭博。

與此同時，中美貿易關係的未來走向仍是一項需要密切注視的重要風險因素。雖然貿易關係的緊張局勢在中美簽署首階段貿易協議之後有所舒緩，但兩大經濟體之間的未來貿易關係仍然相當不明朗，實際情況仍然取決於雙方能否兌現承諾以及未來協議的談判步伐。若兩大經濟體之間的貿易糾紛再度升級，則可能令已經惡化的經濟狀況進一步受壓及對企業的財務狀況產生嚴重不利的影響，尤其業務重心處於中美兩國的企業將首當其衝。

若上述的外部風險一旦出現，同時本地社會事件規模擴大以及冠狀病毒在香港進一步擴散，這數項因素的

配合有可能導致香港經濟陷入全面衰退的狀況。鑑於本港個人債務負擔及企業槓桿水平持續上升，這狀況會對銀行的資產質素構成重大挑戰。雖然信貸風險宏觀壓力測試結果顯示香港銀行業應能承受嚴重的經濟衝擊，銀行仍應審慎評估其資產質素在此嚴重不利情況下可能受到的影響。

與英國脫歐有關的地緣政治風險亦應受到密切監察。雖然英國國會已通過《脫歐協議法案》，但英國與歐盟仍需就人員、服務及資本的自由流動進行談判並達成新的貿易協議，因此「硬脫歐」的風險仍未完全消散。英國與歐盟之間的貿易談判能否在11個月的過渡期結束之前（即2020年年底）完成，目前尚未明朗。鑑於英國銀行體系在傳輸國際銀行資金流方面擔當著極為重要的角色，一旦談判破裂，可能對全球金融穩定性產生重大影響。且由於香港銀行業對英國及歐元區銀行有重大的直接風險承擔，倘若英國銀行體系出現任何急劇的銀行資金流變動，將會對香港銀行業造成溢出風險。

香港的逆周期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際協定的《巴塞爾協定三》標準的一部份，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。香港一直透過分階段實施安排按《巴塞爾協定三》的實施時間表逐步實施CCyB，而CCyB已於2019年1月1日全面實施。⁸⁰

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標（表5.E），包括「緩衝資本參考指引」（根據信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距，為CCyB比率提供指引的衡量標準）⁸¹。釐定香港適用的CCyB比率然而並非機械式的過程，金融管理專員除參考緩衝

⁷⁹ 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部份與每日隔夜利率指數掛鉤。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差額進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動性風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動性風險溢價應該很小。因此，倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動性風險。

⁸⁰ 在《巴塞爾協定三》分階段實施安排下，2016年1月1日開始實施的CCyB比率的上限為0.625%，其後每年加0.625個百分點，直至2019年1月1日達到2.5%為止。

⁸¹ 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。

資本參考指引外，還會參考多項指標（「全面參考指標」）。⁸²

鑑於香港經濟環境在2019年下半年有所轉差，金融管理專員於2019年10月14日宣佈將CCyB比率由2.5%下調至2.0%，讓銀行有更大空間大力支持本地經濟。

就最新情況而言，基於2019年第4季數據計算所得的緩衝資本參考指引表明CCyB應為1.75%（向下調整至最接近的25基點的倍數後）⁸³。然而，根據所有可得數據作出的預測顯示，在取得所有2020年第1季的相關數據後，緩衝資本參考指引很大可能反映CCyB比率會處於較低水平。此外，從一系列全面參考指標，以及在2020年3月作出決定時可取得的所有相關資料顯示，自爆發冠狀病毒以來，香港經濟環境進一步惡化。基於全球疫情擴散相關的最新形勢，以及由此對全球經濟活動會產生的負面影響，金融管理專員認為現階段適宜將CCyB比率由2.0%進一步下調至1.0%，讓銀行有更大空間加大力度支持本地經濟，尤其因受疫情影響而承受大壓力的行業及人士。⁸⁴

金融管理專員會繼續密切監察香港的信貸及經濟狀況，並會每季或更頻密地檢討CCyB比率。

表 5.E：
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2019年 7月9日	2019年 10月14日	2020年 1月29日	2020年 3月16日
經發佈CCyB比率	2.5%	2.0%	2.0%	1.0%
生效日期	09/07/2019	14/10/2019	29/01/2020	16/03/2020
緩衝資本參考指引	2.0%	2.5%	0.9%	1.9%
巴塞爾共用參考指引	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	1.5%	2.0%	0.3%	1.2%
綜合CCyB指引	2.0%	2.5%	0.9%	1.9%
CCyB參考上限	無	無	無	無
主要差距指標				
信貸／本地生產總值差距	9.1%	11.2%	19.4%	21.2%
物業價格／租金差距	6.7%	8.4%	2.9%	5.7%
主要壓力指標				
3個月香港銀行同業拆息 利率與無風險利率指標 的息差*(百分點)	0.22%	0.27%	0.37%	0.38%
特定分類貸款比率季度 變動(百分點)	0.02%	0.02%	-0.02%	-0.03%

註：

- 各項CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發布日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據（有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1）。如果有CCyB發布，發布日期會顯示於相應列項。如果沒有CCyB發布，列項則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。
- *金管局已檢討適當的無風險利率指標（先訂定為「3個月隔夜指數掉期利率」），並決定將銀行同業風險息差的定義修訂為3個月香港銀行同業拆息與3個月外匯基金票據收益率的息差，此修訂自2017年4月起生效。

資料來源：金管局。

表 5.F 載列銀行業的主要表現指標。

⁸² 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

⁸³ 根據金管局《監管政策手冊》單元CA-B-1第3.2.5節，CCyB比率會以25基點的倍數表示（不作四捨五入）。因此，緩衝資本參考指引會發放以25基點的倍數將現有CCyB調高或調低的訊息。

⁸⁴ 有關此決定的進一步詳情及考慮因素，可參閱2020年3月16日向認可機構發出的CCyB公布（<https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-functions/banking-stability/ccyb/>）。

表 5.F
銀行業的主要表現指標¹(%)

	12/2018	9/2019	12/2019
利率			
1個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數)	1.63	2.03	2.16
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	2.16	2.32	2.30
最優惠貸款利率 ³ 與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	3.50	3.10	2.88
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)	2.97	2.81	2.74
綜合利率 ^{4,5}	0.89	1.02	1.09
所有認可機構			
資產負債表狀況⁶			
存款總額	2.1	-0.1	1.3
港元	-0.7	-1.0	0.0
外幣	5.2	0.8	2.7
貸款總額	0.3	1.7	0.7
本地貸款 ⁷	1.3	1.9	0.6
在香港境外使用的貸款 ⁸	-2.1	1.4	0.8
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-6.2	-5.7	7.8
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	4.2	1.2	-0.4
資產質素			
估貸款總額百分比 ⁹			
合格貸款	98.13	98.13	98.10
需要關注貸款	1.32	1.32	1.33
特定分類貸款 ¹⁰ (總額)	0.55	0.56	0.57
特定分類貸款(淨額) ¹¹	0.26	0.25	0.28
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.36	0.40	0.35
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額) ¹²	0.55	0.71	0.75
流動性比率(綜合)			
流動性覆蓋比率—適用於第1類機構(季度平均數)	167.3	153.0	159.9
流動性維持比率—適用於第2類機構(季度平均數)	54.3	54.5	56.3
穩定資金淨額比率—適用於第1類機構	135.6	129.9	131.7
核心資金比率—適用於第2A類機構	134.3	132.9	134.5
零售銀行			
盈利			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率(有關年度截至該月止以年率計)	0.05	0.06	0.08
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	1.62	1.64	1.63
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	38.7	38.0	39.5
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.02	0.02	0.03
信用卡貸款			
拖欠比率	0.21	0.23	0.25
撇帳率—按季年率計	1.53	1.76	1.64
—有關年度截至該月止以年率計	1.51	1.58	1.57
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率(綜合)			
普通股權一級資本比率	16.0	16.3	16.5
一級資本比率	17.9	18.3	18.5
總資本比率	20.3	20.6	20.7
槓桿比率	8.0	8.3	8.2

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付息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，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網頁。
- 2019年6月起，綜合利率已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此自2019年6月起有關數字不能直接與以往月份的數字相比。
- 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5 金融科技的應用對銀行表現的影響——初步評估

引言

近年來，隨著金融科技⁸⁵的迅速發展，全球的金融行業亦展現相應特徵，包括實行更大程度的數碼化，及推出各種新科技應用及解決方案。金管局最近的一項研究⁸⁶發現，本港銀行業亦積極配合金融科技發展的趨勢。其中大多數受訪的現有銀行都採取務實策略和實質措施，來推動其業務營運中應用金融科技創新。⁸⁷此外，虛擬銀行的發展亦有望在香港帶動更廣泛的金融創新和促進「普及金融」。

由於銀行業對金融科技有濃厚興趣，並逐漸將其應用至更多範疇，金融科技在各類金融服務中的影響正日益顯現。然而，因為銀行在不同業務範疇仍處於各種數碼化的轉型階段，因此雖然金融科技的應用已帶來初步回報，但大多數受訪銀行認為於現階段評估該應用在達致其主要目標的成效仍言之尚早。

本專題嘗試透過運用銀行資產負債表數據及其在調查中所述的金融科技應用狀況作一項核對檢查，以此衡量金融科技的應用對銀行表現的影響，從而了解現有銀行是否已從金融科技創新的應用中受惠。

衡量金融科技應用狀況對銀行表現的影響

按照推斷，金融科技的應用及數碼化轉型應能使銀行提升效率、擴大客源及增加商機。若然如此，在其他條件相同的情況下，我們預期當某銀行在業務營運中更廣泛地採用金融科技時，這會導致其營運效率及盈利表現有所提升。

由於我們很難透過傳統的資產負債表數據去衡量銀行對金融科技的應用程度，因此本專題會應用在上述金管局的研究中受訪銀行的調查回應，以評估現有銀行採用金融科技的情況。⁸⁸具體而言，金融科技的應用程度是根據該銀行在其所有金融服務及營運項目中，已經運用金融科技創新的業務數目作比例計算。根據定義，若某間銀行該指標的數值為100%，表示該銀行已在其所有金融服務及營運中均有採用金融科技。

為評估銀行採用金融科技的影響，我們審視了銀行應用金融科技的情況與銀行表現兩個指標之間的關係，亦即2017年第1季至2019年第2季期間銀行的成本與收入比率及資產回報率的累積變動。⁸⁹前一個指標是在衡量銀行成本效益時常用的指標，而後者則衡量銀行的盈利能力。這兩個指標是根據銀行向金管局提交的監管數據而構建，反映其香港辦事處的業務狀況。

⁸⁵ 根據金融穩定委員會的定義，金融科技界是指「科技帶來的金融服務創新，能創造新的業務模式、應用、程序或產品，從而為金融市場、金融機構或金融服務的提供方式帶來重大影響」。

⁸⁶ 金管局在2019年7月進行一項名為「金融科技創新對香港銀行業影響研究」的調查，向市場參與者收集與整個行業有關的質性資料，深入了解香港銀行業金融科技發展的重要趨勢及發展。詳細信息請參閱Wong和Ho(2020)，「The Impact of Fintech Innovations on the Hong Kong Banking Industry」，香港貨幣及金融研究中心工作論文，即將出版。

⁸⁷ 調查結果顯示，現有銀行正逐步採納金融科技，並且在幾乎所有類別的金融服務中逐步應用金融科技創新。而大多數受訪銀行（其中70%至100%）表示它們已經或正在計劃於其不同業務範疇中應用金融科技創新。

⁸⁸ 該項調查合共有45間認可機構參與。我們從收集的調查回應中構建了一個包括37間現有銀行的樣本，涵蓋各類銀行及業務活動，就香港的市場參與者而言具有廣泛代表性。其中18間是零售銀行，其餘19間是海外大型銀行的香港分行，其母公司都是具全球系統重要性的金融機構或中資銀行。截至2019年6月底，這37間現有銀行業務規模合計，分別佔香港銀行業資產總額的1約四分之三，及佔客戶存款總額的80%以上。此外，本次調查亦涵蓋近期獲發銀行牌照的8間虛擬銀行。

⁸⁹ 我們在本專題的分析中選擇使用指標的累積變動，是因為應用金融科技所產生的效果可能需要較長時間才能充分體現。我們亦已就其他可能的期間作類同分析，結果質性相似。

圖 B5.1 及 B5.2 分別顯示銀行應用金融科技的情況與其成本效益及盈利能力變動之間的散佈圖。圖中的每個點代表對指定銀行的觀察。由於虛擬銀行尚未開始全面運作，從而並無任何資產負債表數據，因此是次分析並未包括虛擬銀行。從圖中可見，已較廣泛地採用金融科技的香港銀行，通常會錄得較大幅度的累積成本與收入比率下跌及累積資產回報率增長。

圖 B5.1
銀行成本效益與其金融科技應用狀況的關係

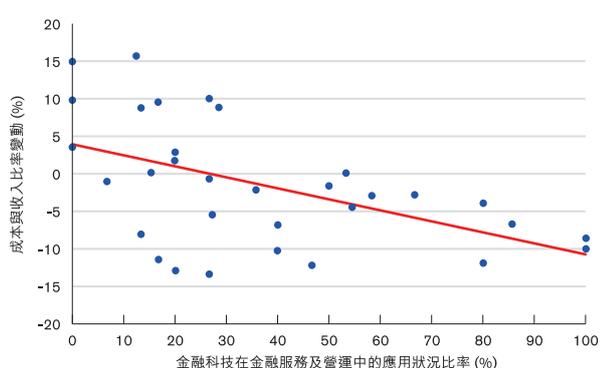
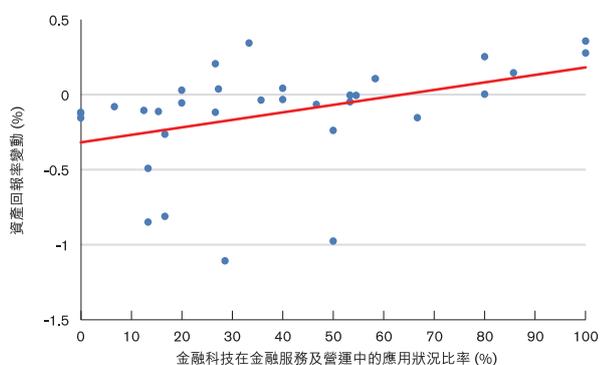


圖 B5.2
銀行盈利能力與其金融科技應用狀況的關係



此外，我們使用簡單的普通最小平方方法回歸模型，對銀行金融科技應用狀況的兩個表現指標進行回歸分析。⁹⁰ 本項研究亦加入幾個控制變量，包括銀行規模（以銀行總資產的自然對數表示）、業務特徵（以銀行的貸款與資產比率及存款與資產比率表示），以及銀行組別（以虛擬變量表示；如果某間銀行是零售銀行，則相關虛擬變量的值為 1，否則為 0）。我們藉此

⁹⁰ 為確保估算結果不受離群值的影響，我們在第 5 個百分位數及第 95 個百分位數處修整解釋變量。

能對來自於這些變量的差異而可能會產生的任何影響作出控制，從而分離出來自金融科技應用狀況的影響。估算結果如表 B5.A 所示。

表 B5.A
金融科技應用狀況對銀行表現的影響估算

解釋變量	(1)	(2)
	△ 成本與收入比率	△ 資產回報率
金融科技應用狀況	-0.167*** (0.002)	0.005** (0.030)
銀行總資產的自然對數	2.652** (0.044)	0.029 (0.553)
存款與資產比率	-0.218* (0.052)	-0.005 (0.374)
貸款與資產比率	0.110 (0.418)	0.005 (0.419)
標誌該銀行為零售銀行的虛擬變量	5.475 (0.146)	0.113 (0.645)
恆數	-5.095 (0.481)	-0.476 (0.103)
樣本數目	33	33
R ²	0.498	0.199

註：***, **, * 分別表示估算係數有 1%、5% 及 10% 的統計顯著水平。其中的假設檢定使用穩健標準誤差計算。

估算結果表明，銀行的成本與收入比率及資產回報率變動與其應用金融科技的狀況在統計學上具有相關性。具體而言，在其他條件相同的情況下，若某香港銀行的應用金融科技程度較樣本平均值高出 10%，這通常會與兩項變動特徵同時出現，包括該銀行的成本與收入比率的累積下跌幅度額外增多 1.67% 和資產回報率的累積上升幅度額外增加 0.05%。⁹¹ 考慮到樣本期內成本與收入比率及資產回報率累積變動的平均值分別為 -1.56% 及 -0.13%，該影響幅度在經濟意義上亦屬顯著。⁹²

⁹¹ 由於各間銀行所採用的特定金融科技策略和部署金融科技創新的類型各有不同，從而使金融科技應用對不同銀行產生的實際全面影響可能存在相當大的差異，因此本專題的估算影響須要小心解讀。

⁹² 作為參考，在樣本期內，成本與收入比率及資產回報率累積變動的中位數分別為 -2.2% 及 -0.06%。

結論

雖然在目前階段難以確定金融科技應用的全面影響，本分析發現香港銀行金融科技的應用狀況與其成本效益及盈利等表現的改善具有正面相關性。⁹³ 這或意味著香港銀行可以透過在其業務營運中積極利用金融科技創新以保持競爭力，而此影響在全球經濟增長疲弱及持續的低利率環境背景下尤具意義。

然而，由於銀行業在應用金融科技方面仍處於進行階段，新的挑戰及風險可能會隨著金融科技的快速發展而出現。與此同時，虛擬銀行及金融科技公司的未來發展可能會帶來嶄新的金融服務提供方式，從而導致銀行業務模式出現巨大變化。因此，我們在未來須要繼續作進一步研究並密切關注有關議題。

⁹³ 瑞銀 (2016) 「Global banks: Is Fintech a threat or an opportunity?」的研究透過應用模擬分析方法亦得出類似結論。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

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付息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，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本（如員工及租務支出）、信貸成本及對沖成本。

兌換保證

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

兌換範圍

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

外匯基金票據及債券

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

貨幣基礎

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

©2020 香港金融管理局

本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站 www.hkma.gov.hk 查閱。

香港金融管理局

香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓

電話: (852) 2878 8196

傳真: (852) 2878 8197

電郵: publicenquiry@hkma.gov.hk

www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522 (網上版)