



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9月

本報告分析2020年2月底至2020年8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9月

### 目錄

<b>1. 概論</b>	<b>4</b>
<b>2. 全球環境及展望</b>	<b>9</b>
2.1 外圍環境	9
2.2 中國內地	16
<b>3. 本港經濟</b>	<b>26</b>
3.1 實體經濟活動	26
3.2 勞工市場狀況	27
3.3 通脹	28
<b>4. 貨幣及金融狀況</b>	<b>34</b>
4.1 匯率及資金流	34
4.2 貨幣環境及利率	35
4.3 股市	40
4.4 債券市場	42
4.5 物業市場	45
<b>5. 銀行業的表現</b>	<b>48</b>
5.1 盈利及資本額	48
5.2 流動性及利率風險	50
5.3 信貸風險	52
5.4 系統性風險	60
專題1 現金贖回會否加劇ETF資金外流？	13
專題2 追蹤中國內地經濟狀況的日度指數	23
專題3 利用網上招聘廣告大數據分析香港勞工需求	30
專題4 新型冠狀病毒疫情對香港非金融類公司流動資金狀況及償債能力風險的影響	63

### 詞彙

# 1. 概論

新型冠狀病毒疫情下，全球經濟正遭遇前所未有的衝擊。當前的經濟衰退是自大蕭條以來最為嚴重，而復甦前路亦相當不明朗。雖然大規模的財政及貨幣寬鬆政策紓緩了疫情對經濟及金融狀況的影響，但債務積累及「長期低息」貨幣政策所產生的潛在長遠副作用有待觀察。

香港外匯及貨幣市場運作繼續暢順有序。鑑於強方兌換保證多次被觸發，而存款總額於2020年首七個月亦有所增長，在回顧期內並沒有明顯跡象顯示有大量資金流出港元或香港銀行體系。上半年總貸款增長略有上升，而住宅物業市場的活動於第2季亦有所回升，但於7月至8月再度放緩。

展望未來，由於受疫情及中美緊張關係升溫因素的影響，全球和本地經濟復甦路徑仍存在巨大的不確定性，這將繼續對香港銀行業構成重大挑戰。由於這些風險因素可能持續存在，尤其是在經濟衰退可能削弱企業及家庭還款能力的情況下，銀行應仔細評估對其貸款組合資產質素的長遠影響。

## 外圍環境

2020年上半年，各地為遏制新型冠狀病毒疫情實施封鎖及社交隔離措施，令實體經濟活動停擺，全球經濟陷入衰退。前所未有的財政及貨幣寬鬆政策相繼出台，雖然有助減輕經濟衰退的影響並阻止金融狀況無序收緊，但同時亦推動金融市場強勁反彈，這與疲弱的經濟前景似乎有所脫節。

展望未來，高度的不確定性將繼續為全球前景蒙上陰霾。在缺乏醫學突破的情況下，各地當局均需在重啟經濟與防範疫情捲土重來之間取得謹慎平衡。同時，全球地緣政治的不確定性亦顯著增加。在此背景下，金融市場可能面臨波幅加劇的風險。長遠而言，為應對疫情而採取的政策措施亦有可能加劇全球債務積累，而「長期低息」貨幣政策所帶來的潛在副作用亦有待觀察。

東亞方面<sup>1</sup>，實體經濟活動於2020年上半年急跌。儘管自6月以來出現見底的跡象，但仍需更多數據確認經濟會否持續復甦。金融市場方面，避險需求急升引發區內歷來大規模證券投資外流，導致債券、股票及交易所買賣基金(ETFs)被大量拋售。專題1顯示，現金持有量較低的股票ETFs在面臨巨大的贖回壓力時更易引發拋售，並有可能加劇金融市場的衰退。於3月至4月經歷急劇的資金外流及美元資金壓力之後，區內金融市場隨著市場情緒改善及各大央行實施大規模寬鬆措施而趨於穩定。展望未來，儘管區內政府已實施財政及貨幣政策支持，但隨著疫情持續，推行支持政策的能力及持續性將受到關注。同時，自新型冠狀病毒疫情爆發以來，區內企業貸款還款能力顯然已有所減弱，令市場進一步擔憂企業財務健康狀況。

<sup>1</sup> 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。

在中國內地，由於新型冠狀病毒爆發，經濟於第1季大幅下滑，但於第2季開始重拾增長。經濟復甦主要由逐步復工復產後的投資強勁回升所帶動。展望未來，復甦能否持續，很大程度取決於疫情及中美關係緊張的發展。最新的共識預測表明，2020年中國內地經濟將增長2.1%。

鑑於疫情的發展及全球經濟復甦存在相當大的不確定性，中國政府未有設定今年的經濟增長目標，而是更強調穩定經濟及就業。為方便更好地監測經濟表現，專題2介紹一項日度綜合經濟狀況指數，該指數密切追蹤內地經濟活動，較傳統的宏觀指標更及時。我們的日度指數顯示中國內地經濟在近期繼續有所改善，但波動性增加。此外，我們的指數顯示，儘管經濟正在復甦，但經濟活動的增長速度仍未回到2019年的水平。

## 本港經濟

受新型冠狀病毒疫情影響，香港經濟衰退於2020年上半年進一步加劇。按年比較，上半年實質本地生產總值下跌約9%，為有記錄以來的最大跌幅。貿易、零售及旅遊相關行業遭受的衝擊最為嚴重，其經濟活動錄得雙位數的跌幅。按季比較，實質本地生產總值於第1季收縮5.5%，為歷來最大的環比跌幅，於第2季大致維持在該較低的水平。疫情衝擊消費、投資及對外貿易，並導致旅遊業停頓，令幾乎所有的本地生產總值組成部分都受影響。然而，由於中國內地的生產活動大致恢復，貨物貿易於第2季稍微回升。

政府為應對疫情，迅速推出歷來最大規模的紓困措施，為企業及個人提供支援，並保障就業，當中包括10,000港元的現金發放計劃及透過「保就業」計劃提供的工資補貼。金管局亦從三方面入手，支援銀行體系為實體經濟提供支持。第一、與銀行業界積極協調，以紓緩企業及家庭的資金壓力。第二、釋放緩衝以加強銀行的信貸能力。第三、確保銀行體系有充裕

的流動性，能夠應付其日常需要並支持本地經濟活動。

鑑於疫情持續，本地經濟在2020年餘下時間的表現仍將面臨很大的挑戰。儘管如此，公共需求增加（例如政府消費）及當局推行大規模紓困措施將為本地經濟提供一定程度的支持。面臨多項不利因素下，政府及私營機構分析師已分別將其對2020年全年實質本地生產總值增長的預測調低至介乎-6%至-8%以及-6.8%（平均值）。這種疲弱的經濟前景受到上述的眾多風險及不明朗因素所影響。

勞工市場於2020年首7個月承受巨大的壓力。失業率於7月升至6.1%，超越2008年全球金融危機後5.5%的高位。就業不足率亦有所上升。勞工需求方面，專題3利用更及時的網上招聘廣告大數據分析最近的勞工需求變化。結果顯示，職位空缺最近仍處於較低水平。展望未來，政府推出的「保就業」計劃應有助保留就業機會，但鑑於經濟前景疲弱，勞工市場將會繼續面對挑戰。

隨着經濟衰退加劇，本地通脹壓力進一步減弱。按年基本通脹率由第1季的2.9%降至第2季的1.8%，並在7月進一步下降至0.2%。由於本地經濟狀況疲弱，早前新簽訂的私人住宅租金下降，以及在全球需求低迷下進口通脹溫和，預計本地通脹在短期內將進一步減弱。政府將其2020年的基本通脹率及整體通脹率預測分別下調至1.8%及0.8%。而最新的市場共識預測2020年的整體通脹率為0.9%。

## 貨幣狀況及資金流動

港元匯率自3月起轉強。受股票相關的港元需求以及港元與美元的正息差所引發的套息交易所支持，港元匯率於4月轉強至7.7500的水平。強方兌換保證於4月21日至4月27日期間合共被觸發六次。其後，受股票相關需求，包括新股集資活動、滬港通及深港

通下的南向資金流入，以及股息派發所支持，港元匯率維持偏強於接近7.75水平，強方兌換保證於6月4日至9月22日期間再被觸發44次。儘管新型冠狀病毒疫情導致市場波動，但港元交易繼續暢順有序。

因強方兌換保證被觸發以及減發外匯基金票據，總結餘由2月底的543億港元增至9月24日的2,425億港元，在這情況下，港元銀行同業拆息大致跟隨美元利率下降。綜合利率由2019年底的1.09%降至8月底的0.41%，反映零售銀行批發資金成本下降，以及主要零售銀行下調定期存款利率。於首七個月，新造按揭平均貸款利率亦由2.53%降至1.79%，主要由於1個月香港銀行同業拆息下跌。儘管美聯儲於3月下調美國聯邦基金利率目標範圍，但於整個回顧期內，主要零售銀行的最優惠貸款利率維持不變於5.00%至5.50%之間。

回顧期內強方兌換保證多次被觸發，這反映流入港元的資金增加。此外，存款總額於2020年首七個月有所增長，可見香港銀行體系沒有出現大規模的跨境資金外流。新型冠狀病毒疫情持續、中美關係緊張、以及不斷演變的地緣政治衝突或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，因此能夠承受資金流波動的壓力。

由於新型冠狀病毒爆發及美元資金緊張，離岸及在岸人民幣自3月份以來有所貶值，兌美元匯率於5月底一度觸及7.19的十年低位。此後，隨著美元轉趨疲弱，加上對中國經濟復甦的正面情緒，在岸及離岸人民幣均見轉強。整體而言，隨著人民幣貶值壓力紓緩，在岸與離岸人民幣的差價由折讓變為輕微溢價，而兩者差價按歷史標準而言仍屬溫和。回顧期內，香港的離岸人民幣流動資金池繼續擴張。人民幣客戶存款及存款證餘額於7月底增長至6,992億元人民幣。至於其他人民幣業務方面，香港的人民幣銀行貸款及人民幣貿易結算均進一步增長，人民幣即時支付結算系統每日平均交易量於2020年首七個月維持在高

位，達12,011億元人民幣。內地資本帳持續開放、國際投資者對人民幣資產需求增加，以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作增加，預期將進一步推動香港離岸人民幣業務。

## 資產市場

本港股市在過去半年像過山車般大起大落。由於新型冠狀病毒爆發，本港股市初期隨全球股票市場下跌。各國政府對經濟活動的“大封鎖”令市場陷入對全球經濟衰退的擔憂，致使恒指於3月下旬跌至三年多以來的新低。儘管疫情尚未完全受控，但受惠於全球主要央行的積極應對，和各國政府所採取的史無前例的財政刺激措施，本港股市和其他股市一同回升。自3月下旬以來，全球大部分股市已收復失地，摩根士丹利國際資本世界指數於回顧期末創下新高，儘管恒生指數自三月的年內低位回升，但於回顧期內仍下跌了4.2%。

與2019年下半年相比，隨著發行量穩定增加，本地債券市場在2020年上半年溫和增長。主要央行為應對新型冠狀病毒疫情推出大規模的貨幣寬鬆政策，令港元主權債券及非主權債券的收益率隨美國國債收益率下跌，於3月均大幅跌至紀錄新低。隨著全球政府因應疫情所採取的金融及財政刺激政策的不斷出台，市場對於經濟復甦的樂觀預期支撐股市於第二季反彈，債券收益率也相應回穩。

然而，展望未來，本地股票及債券市場前景依舊不明朗。疫情下全球及本地經濟發展的不確定性，以及中美兩國緊張局勢的升溫及其對香港構成的潛在影響，可能會損害企業的經營活動、盈利以及信貸質素，這些因素或將影響在今年餘下時間內股票及債券市場的投資情緒。

住宅物業市場於第1季表現淡靜，隨後於第2季有所回升，部分受低息環境及本地新型冠狀病毒疫情暫趨

穩定所支持。住宅成交量於接近年中時顯著增加。二手市場樓價由去年5月的高位下跌4.7%後，於今年3月至6月期間回升約2.2%。隨着本地感染個案於7月再度上升，樓市活動於7月至8月期間有所減弱。

住宅物業市場前景受上述眾多不明朗因素及風險所影響。一方面，新型冠狀病毒疫情持續，加上經濟衰退加劇以及失業率上升，均會遏抑住宅需求。住宅物業市場的氣氛亦可能受中美關係緊張等一些外圍風險及不確定性因素所影響。另一方面，長期超低利率將繼續是支撐資產價格的一個因素。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。根據最新落成量數據，私人樓宇供應並未受到疫情所干擾。截至7月底，有超過11,000個單位落成，已達到政府2020年預測數字的一半以上。

非住宅物業市場於上半年進一步放緩。鑑於疫情及持續升溫的地緣政治緊張局勢將繼續影響營商信心，非住宅物業市場預期會持續受壓。考慮到非住宅物業價格走勢、交投量、經濟基調和外圍環境等因素，金管局認為現時適合放寬適用於非住宅物業的逆周期宏觀審慎監管措施。自2020年8月20日起，非住宅物業按揭貸款的適用按揭成數上限上調10個百分點。<sup>2</sup>

## 銀行業表現

由於在新型冠狀病毒疫情期間全球經濟環境惡化，銀行業於2020年上半年的盈利亦有所減少。2020年上半年的稅前經營溢利與2019年同期相比下跌20.0%。盈利減少主要是由於淨利息收入減少及貸款減值撥備增加，足以抵銷非利息收入的輕微增長。因此，資產回報率於2020年上半年下降至0.95%，而2019年同期為1.27%。

儘管在經濟衰退加劇的情況下，銀行業的資產質素略有轉差，但以歷史及國際標準衡量仍屬穩健。考慮到新型冠狀病毒疫情發展的高度不確定性，倘若疫情的威脅持續對借款人的還款能力構成壓力，則資產質素可能會進一步轉差。

銀行業的資本及流動性狀況維持穩健，為銀行在抵禦資產質素可能轉差時提供強大的緩衝。在2020年第2季末，本地註冊認可機構的綜合總資本比率處於20.7%的高位。就流動性狀況而論，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2020年第2季分別處於156.5%及57.2%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。

儘管2020年上半年全球經濟環境持續惡化，但總貸款增長速度略有上升。以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額於2019年下半年增長2.4%後，於2020年上半年增長微升至3.0%。同期，香港境外使用的貸款增長由2019年下半年的2.2%上升至2020年上半年的4.2%，本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）的增長大致維持在2.6%。外幣貸款增長在同一期間快速上升，部分反映在3月中旬前後全球美元流動性壓力驟升導致企業對銀行的美元貸款出現強勁需求。

上半年港元及銀行業的流動性狀況維持穩健。由於回顧期內的總貸款增長略快於存款增長，所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由2019年下半年的75.3%上升至2020年6月底的76.0%。由於港元存款增加及貸款稍微減少，所有認可機構的港元平均貸存比率亦下降。

新型冠狀病毒疫情爆發及因此而衍生的防疫措施導致公司收入銳減，為其帶來巨大的現金流壓力。公司流動資金狀況轉差可能會對其償債能力產生不利影響，

<sup>2</sup> 詳情請參閱金管局於2020年8月19日發出的「非住宅物業按揭貸款的審慎監管措施」通告。

從而令其償付能力面臨考驗。根據在香港上市的本地非金融類公司的會計數據，專題4分析在經濟衰退引致公司收入急劇減少的情況下，對公司的流動資金狀況及違約風險的影響。該項分析顯示，在疫情下，儘管本港公司普遍會因收入的下降使其現金緩衝淨值減少，從而導致違約風險有所增加，但各個行業之間受影響的嚴重程度存在差異。分析亦發現，在面對收入下跌衝擊的情景下，公司的短期債務能否展期，會是影響其流動資金狀況及違約風險的其中一項關鍵決定因素，這表明，在現時的經濟逆境下，保持穩定的信貸流以支援實體經濟尤其重要。就此方面，金管局及銀行業已推出的一系列紓困措施應有助於公司（特別是中小型企業）渡過這段困難時期。

由於受疫情及中美緊張關係升溫因素的影響，全球及本地經濟復甦路徑仍存在巨大的不確定性，這將繼續對香港銀行業構成重大挑戰。由於這些風險因素可能持續存在，尤其是在經濟衰退可能削弱企業及家庭還款能力的情況下，銀行應仔細評估對其貸款組合資產質素的長遠影響。

《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

2020年上半年，各地為遏制新型冠狀病毒疫情實施封鎖措施，令實體經濟活動停擺，全球經濟陷入衰退。儘管力度前所未見的財政及貨幣寬鬆政策推動金融市場反彈，但因此導致後者與經濟前景脫節，加上全球地緣政治緊張局勢升溫，未來金融市場或存在波幅加劇的風險。在缺乏醫學突破的情況下，全球經濟前景將取決於在重啟經濟與防範疫情捲土重來之間取得謹慎平衡。展望未來，為應對疫情而採取的政策措施有可能加劇全球債務積累，並使「長期低息」的貨幣政策更加根深柢固。

東亞方面，儘管自2020年中以來已經出現復甦的初期跡象，但區內仍需竭力應對疫情的持續影響。疫情長期未受控將引起人們對政策支持的可持續性及能力的擔憂。隨著企業債務發行量增加，業務收益的下降亦將考驗企業的償債能力。

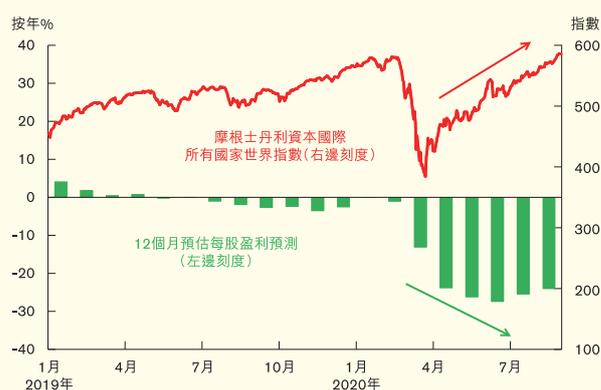
中國內地方面，由於新型冠狀病毒爆發，經濟於第1季大幅下滑，但於第2季開始重拾增長。展望未來，復甦能否持續，很大程度取決於疫情及中美關係緊張的發展。鑑於嚴峻的經濟形勢，政府未有設定今年的經濟增長目標，而是以穩定經濟及就業為主要目標。

### 2.1 外圍環境

隨着越來越多地區為遏制新型冠狀病毒疫情實施封鎖措施，各主要經濟體（中國內地除外）於第2季的實質國內生產總值均錄得同比急跌。<sup>3</sup> 為防範經濟停擺演變為系統性危機，當局採取前所未有的寬鬆措施，包括政府財政轉移及提供信貸擔保以支持受影響的家庭及企業，以及主要央行通過提供借貸安排及購買資產大幅擴張資產負債表。

在全球同步放寬政策及提供流動性支持下，之前短期融資及高收益信貸市場在3月下旬出現的受壓跡象迅速消退。加上投資者憧憬經濟活動將呈現「V型」反彈的樂觀情緒升溫，全球股市因此上升。然而，鑑於企業營業額前景轉差（圖2.1），金融市場的反彈似乎與經濟前景脫節，升勢可能並不穩固。

圖2.1  
摩根士丹利資本國際所有國家世界指數及12個月  
預估值每股盈利的市場共識預測



資料來源：彭博及金管局職員計算數字。

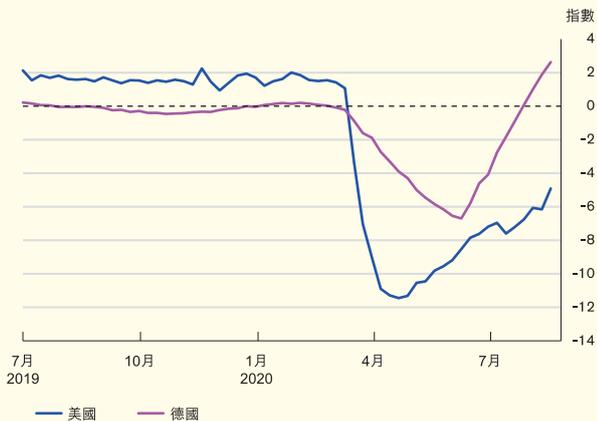
疫情繼續不明朗，可能會引發未來金融市場加劇波動。儘管高頻指標顯示，隨著疫情限制措施放寬，主要經濟體於接近第2季末時初步呈現經濟活動復甦的跡象（圖2.2），但病毒一旦捲土重來，有可能促使當局實施新一輪封鎖。這風險已經在美國實現；新型冠

<sup>3</sup> 除了限制疫情措施所帶來的影響外，多個新興市場經濟體亦因全球需求劇減，進一步遭受出口及大宗商品價格急挫的打擊。

全球環境及展望

狀病毒感染個案再度上升，導致多個州重啟限制措施（圖 2.3）。市場對新一輪疫情爆發的憂慮，繼而觸發美國股市自 6 月中旬以來的幾輪拋售。

**圖 2.2**  
部分先進經濟體的每周經濟活動指標



註：「每周活動指數」(德國)衡量的過去 13 周內經趨勢調整的經濟活動的變化，而「每周經濟指數」(美國)則可對應該季度的按年實質國內生產總值增長率。  
資料來源：德國央行及紐約聯邦儲備銀行。

**圖 2.3**  
美國部分州份的新型冠狀病毒個案數目，以及放寬和重啟限制措施的日期



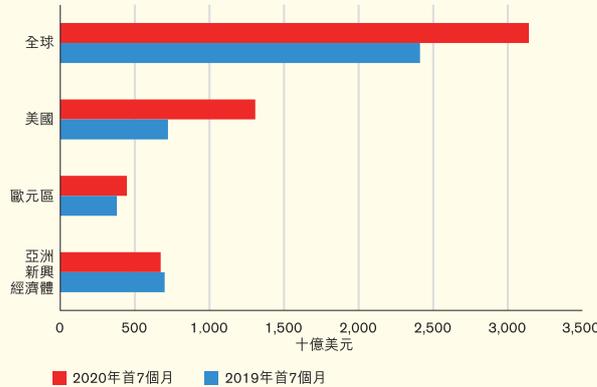
註：AZ=亞利桑那州，FL=佛羅里達州，IL=伊利諾伊州，NY=紐約州，TX=德州。  
資料來源：COVID Tracking Project及紐約時報。

地緣政治的不確定性上升，亦為短期金融市場前景蒙上陰霾。自疫情爆發後，中美關係日趨緊張。而針對科技公司的新全球稅收框架所引發的爭議，以及世界貿易組織（世貿組織）早前就准許美國對歐洲產品徵收報復性關稅的裁決，亦導致美國與歐盟的跨大西洋貿易緊張局勢升溫。英國方面，由於包括捕魚權及對

「公平競爭環境」條款的詮釋等諸多棘手問題，英國脫歐談判懸而未決，令歐盟與英國貿易關係倒退至世貿組織標準（即「無協議脫歐」）的風險上升。倘若未來局勢發展惡化，這些不確定性因素可能會打擊投資者的樂觀情緒。

除金融市場波動增加的短期風險外，前所未見的全球財政及貨幣寬鬆政策亦可能透過影響債務的可持續性及金融穩定性，從而產生長遠副作用。由於公司紛紛借助主要央行的支持來確保資金流動性，全球企業債券發行量激增（圖 2.4）。而隨著政府增加支出以支持經濟，公共債務亦預期會顯著上升。由於預計未來幾年全球經濟增長仍將保持疲弱，企業及主權國家可能難以藉增長擺脫債務困境，從而引發對其償債能力的擔憂。

**圖 2.4**  
企業債券發行量（十億美元）

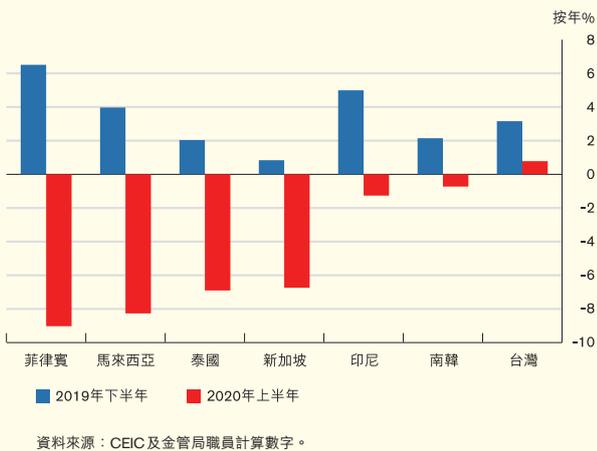


註：亞洲新興經濟體包括中國內地、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國。所有類型的發債企業（包括金融企業）均包含在內。  
資料來源：Dealogic。

隨著全球債務急劇增加，主要央行可能會因為擔心損害政府的財政可持續性及私營部門的償債能力，而令推行貨幣政策正常化的空間受到局限。由於未來幾年各主要先進經濟體的政策利率預計將維持於接近、甚或略低於零的水平，銀行的盈利能力可能將繼續受壓，這或會驅使它們從事尋息活動，損害金融穩定。與此同時，央行資產負債表迅速擴張，長遠而言可能會損害其在維持價格穩定方面的公信力。

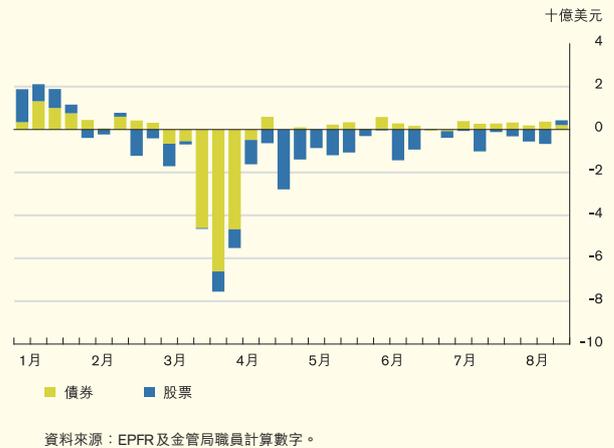
東亞方面，在廣泛的限制措施下，2020年上半年的實質本地生產總值增長急跌（圖2.5），製造業活動、出口及消費大幅下降。儘管採購經理指數和流動趨勢數據自6月以來有見底跡象，但整體經濟仍未見實質反彈，尤其是尚未控制疫情的經濟體。

圖 2.5  
東亞：實質本地生產總值增長



區內金融市場已從3月的動盪中回穩。區內於3月和4月初出現歷來規模最大的證券投資外流，當中機構及零售債券資金同時突然外流，凸顯了市場的避險需求急升（圖2.6）<sup>4</sup>。贖回壓力上升令現金持有水平較低的基金經理大舉拋售股票，導致區內股票交易所買賣基金(ETFs)大量外流。專題1討論這種現金贖回壓力如何影響區內及其他新興市場經濟體的股票資金流動。在全球央行實施大規模寬鬆政策令市場情緒改善後，資金外流壓力有所緩和。同時，大多數東亞貨幣的交叉貨幣基準掉期息差（離岸美元流動性的指標）在3月份擴大後，於4月隨著區內部分央行（新加坡及南韓）與美國聯儲局建立互換協議而收窄。同時，區內大多數貨幣自4月份以來亦有所回升。

圖 2.6  
東亞：證券投資資金流動

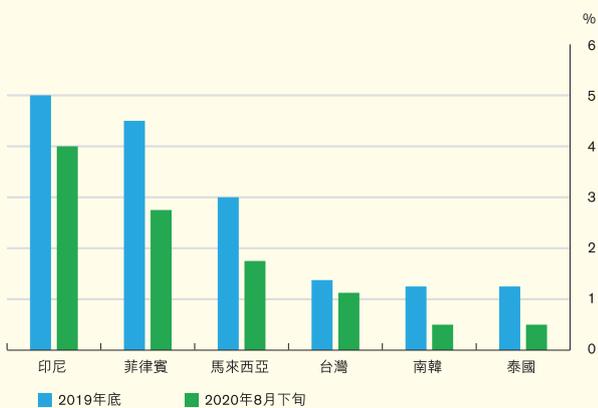


短期來說，區內將繼續面臨疫情的持續影響。首先，疫情令區內的經濟體面臨前所未有的政策兩難。一方面，維持或加強限制措施有助降低感染率，但政府和社會越來越難承受日益增加的經濟損失。另一方面，盡早放寬限制措施可能會刺激經濟活動，特別是受到嚴重打擊的行業，如餐廳、酒店及航空公司，但又會衍生再次爆發疫情的風險。

其次，疫情長期未受控將引起人們對政策支持的可持續性及能力的擔憂。在財政方面，鑑於疫情仍在發展，刺激經濟方案的規模可能需要進一步擴大以充分對抗疫情的衝擊。不過，市場對新興市場的財政標準通常較主要先進經濟體更為嚴格，普遍是由於後者的儲備貨幣地位等優勢。貨幣方面，由於不少經濟體在多次減息以支持經濟後的政策利率已處於相當低的水平（圖2.7），且對外收支平衡較弱的經濟體面臨潛在的貶值壓力，所以區內央行進一步寬鬆貨幣政策的空間非常有限。

<sup>4</sup> EPFR證券投資資金流動數據起始時間為2000年代中期。

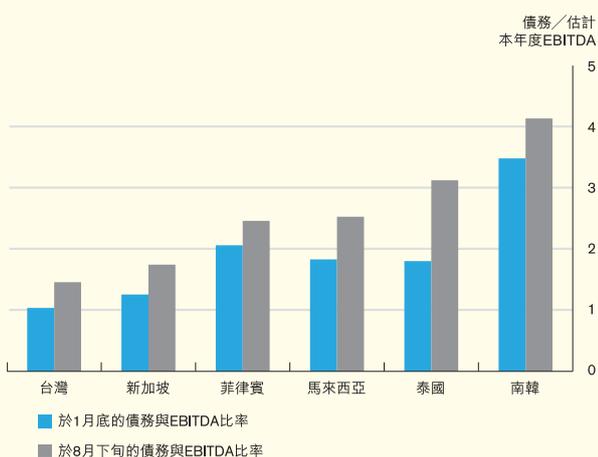
**圖 2.7**  
東亞：政策利率



資料來源：CEIC。

第三，企業債務增加及高度不確定的業務前景可能會導致金融不穩定的結果，從而削弱企業的償債能力。自疫情爆發以來，區內上市公司的債務與盈利比率估值有所上升，顯示公司在償債能力方面面臨更大的挑戰（圖 2.8）。

**圖 2.8**  
東亞：上市公司的債務相對於估計息稅折舊及攤銷前盈利(EBITDA)



註：涵蓋基準指數的成分股。印尼相關數據系列自2019年初以來尚未更新，因此不包括在內。  
資料來源：彭博。

## 專題 1

### 現金贖回會否加劇ETF資金外流？

#### 引言

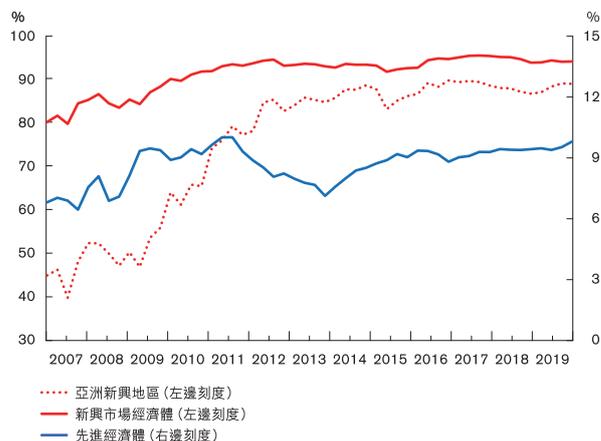
交易所買賣基金(ETF)增長迅速，反映其低成本指數追蹤、即日買賣以及可以靈活孖展買賣及賣空的優點。部分基於這些特點，截至2019年底，股票ETF的資產激增至4.8萬億美元，相當於2009年底的六倍。然而，隨著市場日益倚賴ETF，令人關注此類基金能否應對基金表現惡化所帶來的衝擊。

本專題指出，就現金持有水平較低的可變現ETF而言，首次贖回帶來的衝擊可引致此類基金表現不斷下降及資金外流。鑑於ETF在環球金融市場中的作用日益增強，這種潛在的惡性循環帶來系統性的影響。更重要的是，贖回引發的基礎證券拋售亦可能更廣泛地加劇金融市場的低迷。

新興市場經濟體尤其需要關注上述問題，因相較於先進經濟體，可變現ETF在新興市場經濟體更為普遍。截至2019年底，大多數投資於新興市場經濟體的ETF均是可變現基金(94.2%)，而只有一成投資於先進經濟體的ETF是可變現(圖B1.1)。特別是，在亞洲新興地區，可變現ETF佔主要投資於該地區的所有ETF的89.0%，或佔新興市場經濟體所有可變現ETF的四分之一。

在此背景下，本專題首先討論ETF的贖回機制，由此解釋為何可變現ETF相較於其他ETF可能帶來更高的金融穩定風險。本專題的實證研究結果亦指出，對於現金持有較低的可變現ETF而言，當基金表現較差時，其所面臨的資金外流壓力大於其他類型的ETF。本專題同時指出，引致資金外流壓力加大的另一個原因，是ETF基金經理為滿足贖回指令的現金需求而不惜拋售基礎資產。

圖B1.1  
可變現ETF在各地區的分佈



資料來源：晨星全球投資研究平台、彭博社及金管局職員計算數字。

#### ETF的贖回機制

上述ETF單位的贖回僅限於一級市場，僅涉及ETF與其認可參與商之間直接買賣，而這些認可參與商通常是基礎證券的經紀交易商或莊家(圖B1.2)。當ETF價格低於其基礎資產淨值時，認可參與商可以透過從二級市場購入ETF單位(第1步)，然後從ETF基金經理贖回(第2步)，從而套利。<sup>5</sup>贖回可以現金形式(即現金贖回)或實物形式(即實物贖回)進行——後者是指用ETF單位交換一籃子等價的基礎證券。

一方面，在現金贖回方法下，ETF基金經理無須按比例持有全部指數證券，可能較為靈活或具有成本優勢。特別是在非流通市場，各類指數證券的交易成本可能非常高，投資於此類市場的ETF需要考慮成本問題。另一方面，現金贖回方法會令ETF更為脆弱。具體而言，當採用上述方法的ETF必須滿足大量現金贖回需求(紅色標示的第2步)，但其持有的現金不足時，ETF基金經理可能被迫以不利條件在二級市場出

<sup>5</sup> 若ETF價格高於其基礎資產淨值，認可參與商可以採取相反的套利方法，即購入基礎證券並將其交付予ETF基金經理(適用於實物ETF)，或向基金經理支付等額現金(適用於現金ETF)換取ETF單位，再把購入的ETF單位出售以獲利。

售資產(第3步)。這種「拋售」會令ETF的後續回報惡化，並且可能擴大其追蹤誤差(即ETF回報減去基準指數回報)，繼而削弱對ETF單位的需求，引發另一輪贖回，陷入惡性循環。因此，當ETF持有較少現金時，在現金贖回方法下，ETF的資金流向可能更易受基金表現影響。

**圖B1.2**  
ETF的現金贖回及實物贖回機制



### 方法及數據

為評估可變現ETF及實物ETF的脆弱性，我們研究(1)其資金流向<sup>6</sup>對基金表現不佳的敏感度，以及(2)贖回指令對追蹤誤差的敏感度。就這兩種敏感度，我們將現金持有水平正常的ETF與現金持有水平較低的ETF區分開來。<sup>7</sup>我們採用固定效應面板數據迴歸模型去評估相關敏感度。在此模型中，我們對幾個基金特定變數進行控制，例如基金規模、基金成立時間及資金流向滯後值，並採用芝加哥期權交易所波動性指數對環球市場狀況進行控制。所有基金特定變數均滯後一季，以避免反向因果偏誤。

我們的實證研究採用擷取自晨星全球投資研究平台的2007年第一季至2019年第四季的季度ETF數據。研究樣本包括分佈於全球的2,293隻股票ETF，其中910隻ETF僅限以實物形式贖回(「實物ETF」)，其餘

<sup>6</sup> 資金流向是指ETF總資產淨額的百分率變動(扣除ETF價格變動)。

<sup>7</sup> 在本研究中，每個季度而言，如果某一ETF的現金持有水平佔其資產總值的百分率低於同類型的ETF的最低四分位數則該ETF被視為現金持有水平較低。

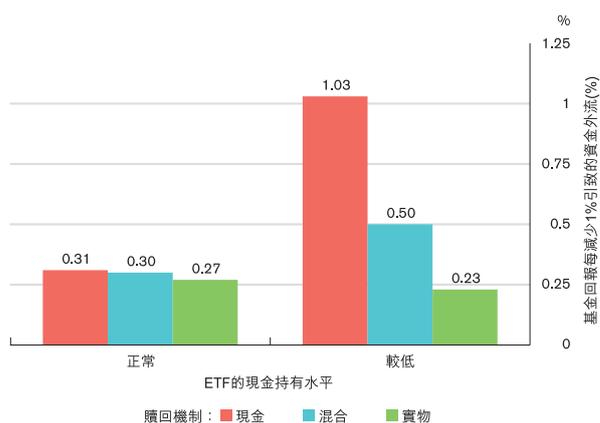
均為可變現ETF。在可變現ETF中，有551隻是僅限以現金形式贖回的ETF(「現金ETF」)，另外832隻是可以現金或實物形式贖回的ETF(「混合ETF」)。就資產規模而言，截至2019年底，樣本ETF的資產總值達4.37萬億美元，佔晨星全球投資研究平台中股票ETF整體資產總值的91.24%。<sup>8</sup>

### 實證研究結果

首先，我們評估ETF的資金流向對基金表現的敏感度。對於現金持有水平正常的ETF，我們發現贖回類型並無甚麼區別。具體而言，無論贖回類型如何，在10%顯著性水平下，ETF的投資回報每下降1%，就會出現約0.3%的資金外流(圖B1.3)。

但是，對於現金持有水平較低的ETF而言，投資回報每下降1%，現金ETF就會顯著地出現1.03%的資金外流，高於現金持有水平正常的ETF(高出約0.72%)。對於現金持有水平較低的其他類型ETF，資金外流程度雖然顯著，但估算值要低得多，其中混合ETF約為0.5%，實物ETF約為0.23%。

**圖B1.3**  
資金外流對基金表現不佳的敏感度



註：所有估計數字的統計顯著性均為10%。  
資料來源：金管局職員計算數字。

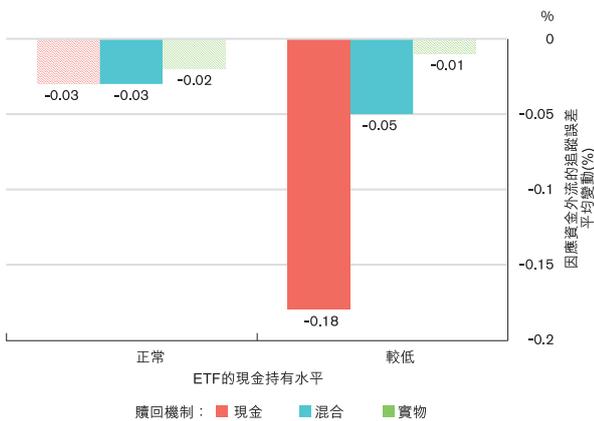
<sup>8</sup> 根據文獻資料，我們從樣本中剔除個別ETF，例如成立時間不足一年的或資產淨值少於5,000萬美元的ETF，以及贖回機制未明的ETF。

其次，我們評估追蹤誤差對資金外流的敏感度。當ETF的現金水平正常時，因應資金外流情況，各贖回類型ETF的估計追蹤誤差極小。但是，在現金持有水平較低的情況下，現金ETF的平均季度回報顯著低於其指數回報達0.18%，而混合ETF的平均回報較其指數回報低0.05%，實物ETF僅低0.01%（圖B1.4）。

總而言之，相關結果表明，當ETF的現金持有水平較低時，相較於實物ETF，可變現ETF（尤其是現金ETF）的資金外流對基金表現不佳的敏感度更高，更會嚴重擴大追蹤誤差。相關ETF的追蹤誤差被嚴重擴大，可能是由於基金經理在現金水平較低情況下，為滿足現金贖回需求而拋售基金的基礎資產。

此外，研究結果可能突顯可變現ETF為新興市場經濟體帶來的潛在金融脆弱性，因為在所有投資於新興市場經濟體（尤其是亞洲新興市場）的ETF中，約有90%為可變現基金。雖然就資產規模而言，這些可變現ETF僅佔全球ETF的一小部分（約一成），但其迅速增長值得決策者關注。尤其是，決策者應認真審視相關政策，平衡可變現ETF的利弊，以確保整體金融穩定。

**圖 B1.4**  
追蹤誤差對資金外流的敏感度



註：所有實心柱表示的估計數字的統計顯著性均為10%。  
資料來源：金管局職員計算數字。

### 結論

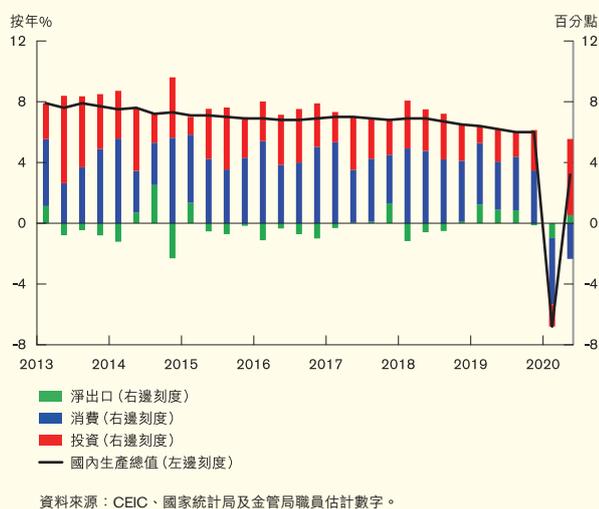
簡言之，雖然現金贖回機制可為投資於非流通市場的ETF提供靈活性，但我們的研究結果表明，在市場壓力下，可變現ETF更易因為金融市場表現惡化而出現資金外流。如此高的敏感度可能歸因於基金經理的拋售，並有可能觸發後續贖回，從而導致基金表現持續下滑及資金外流。

## 2.2 中國內地

### 實體經濟

由於新型冠狀病毒疫情爆發，中國內地經濟於第1季按年大幅下滑6.8%。其後，隨着逐步復工復產，經濟於第2季反彈並按年增長3.2%（圖2.9）。整體來看，實質國內生產總值於2020年上半年按年收縮1.6%。

**圖 2.9**  
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



第2季的經濟復甦主要是由於基建及房地產支出加速，推動投資強勁增長。儘管製造業投資尚未回復到疫情爆發前的水平，但於第2季已經有所改善。相比之下，雖然整體消費有所回升，但根據零售額的細分數據顯示，在部分高度依賴人與人緊密互動的行業，例如娛樂及餐飲業，商業活動於第2季仍然疲弱。因此，消費拖低第2季國內生產總值增長，儘管與第1季相比負面影響已經減少。外圍方面，由於出口因醫療用品出貨量急增等原因而錄得意外增長，加上進口仍然低迷，淨出口對經濟增長的貢獻於第2季轉為正數。我們編製的日度經濟活動指數表明，內地經濟於第3季持續復甦，但波動性於近期有所增加（詳情請參閱專題2）。

鑑於疫情的發展及全球經濟復甦存在相當大的不確定性，政府未於今年的全國人民代表大會上設定年度增長目標，而是更強調支持民營部門，尤其是中小企業，以穩定經濟及保障就業。為此，政府決定推行更積極的財政政策及額外的定向寬鬆政策，同時控制潛在的系統性風險。復甦能否持續，很大程度上取決於疫情及中美關係緊張的發展。最新的共識預測顯示，中國內地經濟將於2020年增長2.1%。

### 資產及信貸市場

在債券市場方面，由於政府加快發行債券，政府債券收益率於5月有所回升。因此，企業發行人的融資成本亦有所上升，並於其後幾個月在高位徘徊（圖2.10）。儘管融資成本上升，但公司債券的信貸息差自5月以來大致保持穩定，部分反映市場情緒於經濟正常化期間有所改善。

**圖 2.10**  
中國內地：5年期公司及政府債券收益率

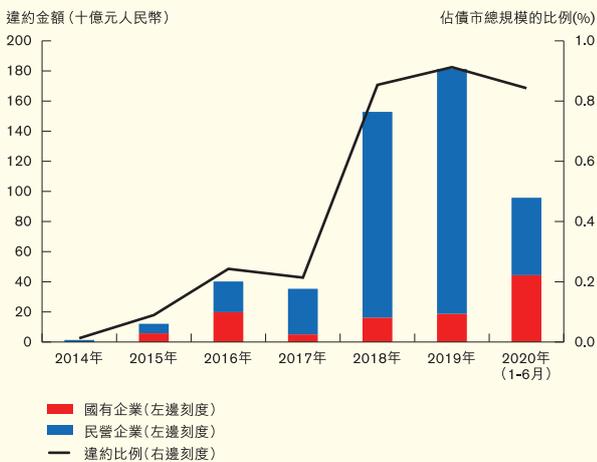


在2020年上半年期間，在岸市場非金融公司債券發行量達6.33萬億元人民幣，較去年同期增長近50%。相比之下，中國內地企業於離岸市場僅集資1.83萬億元人民幣（2,590億美元），較去年同期減少約15%，部分由於疫情期間邊界封鎖及海外金融市場波動加劇所致。

到目前為止，新型冠狀病毒疫情爆發對公司發行人還款能力的影響似乎有限。隨着新型冠狀病毒疫情爆發，在岸市場的債券違約數量於2月份有所增加，但於復工之後逐漸下降。就2020年上半年整體而言，在岸市場債券違約的比例仍然較低，部分原因是當局推行一系列支持措施，減輕了受疫情影響的公司的財務負擔。

具體而言，儘管在岸市場債券違約規模於2020年上半年增至958億元人民幣，較2019年同期增長21.6%，但違約債券佔非金融債券餘額的比重由2019年的0.91%降至0.84%（圖2.11）<sup>9</sup>。與在岸市場相似，離岸市場於2020年上半年的年率化違約率維持在0.54%的較低水平，雖然仍高於2019年的0.21%及2018年的0.43%。

**圖 2.11**  
中國內地：在岸債券違約規模及比例

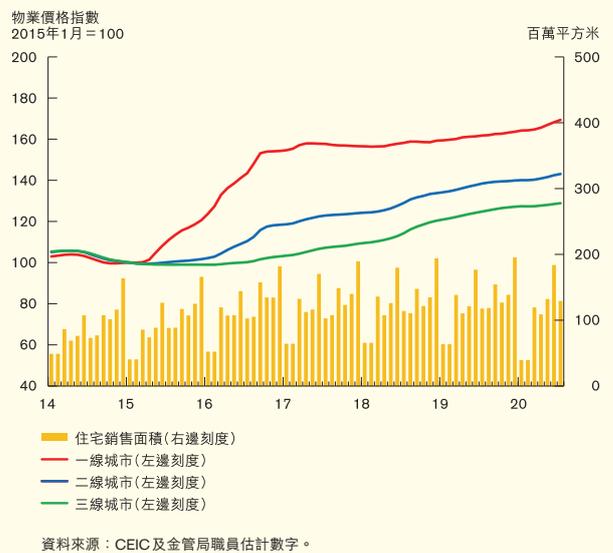


註：所報告的年率化違約比例為2020年1月至6月期間的違約數據，包括企業及公司債券、中期票據、短期商業票據及私人配售票據。  
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

進一步分析表明，2020年上半年的在岸及離岸違約主要集中在評級較低的發行人，尤其是資訊科技、多元化控股及建造業公司。在此期間，國有企業違約比例有所上升，主要是由於一家國有資訊科技製造商多次出現違約所致。

在房地產市場方面，縱使疫情發生，樓價於2020年上半年繼續微升，尤其在一線城市。至於成交方面，第1季的銷售面積按年下降，但於第2季迅速回升並回到疫情前的水平（圖2.12）。由於第1季銷售下降，庫存銷售比率由2019年12月的12.5個月上升至2020年6月的14.1個月，但仍遠低於2015年初31個月的高位。

**圖 2.12**  
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積

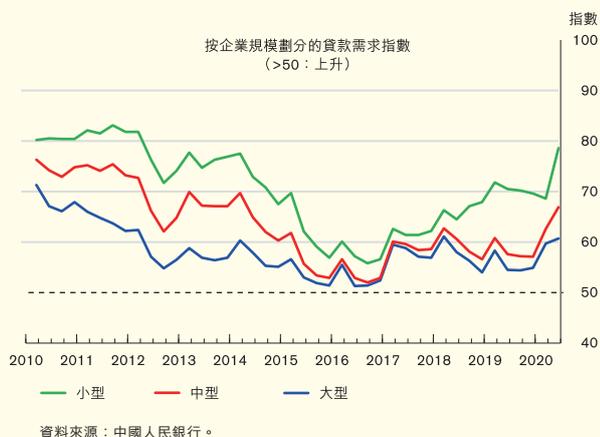


為遏制房地產行業的潛在風險，政府在2020年政府工作報告中重申「房住不炒」。短期內，政府可能會維持抑制投機活動以及鼓勵充足土地供應的措施，以促進房地產市場穩健發展。

根據中國人民銀行的季度調查，貸款需求在2020年上半年顯著反彈。相較大型企業，中小企業的貸款需求於第2季的反彈更為強勁（圖2.13）。

<sup>9</sup> 於2020年上半年有36家公司發行人出現債券違約，而於2019年上半年及下半年分別為47家及55家。

**圖 2.13**  
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求指數



貸款需求的強勁反彈或部分反映內地公司在新型冠狀病毒疫情爆發後逐漸復工，對融資的需求有所增加。此外，非正式融資在政府遏制金融風險的過程中持續收縮，因此可能推高企業對銀行貸款等正式融資的需求。事實上，信託貸款及證券公司的受託管理資金等影子銀行活動於2020年上半年進一步收縮（圖2.14），而銀行對影子銀行活動的參與亦有所減少。

**圖 2.14**  
中國內地：信託貸款及證券公司的受託管理資金的增長

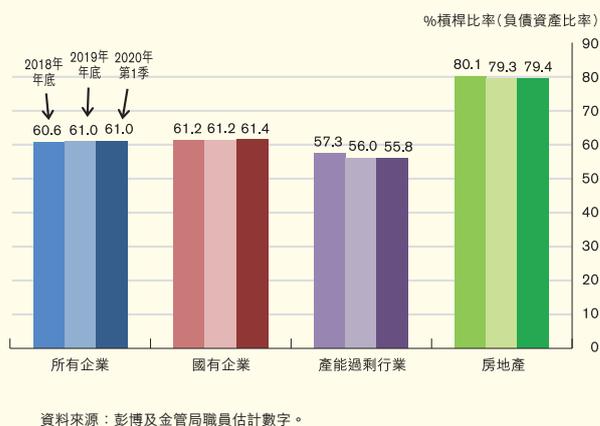


為滿足企業的融資需求，中國人民銀行於2020年上半年數次調低存款準備金率及降息，並同時採取其他寬鬆措施，以鼓勵銀行放貸，特別是向規模較小的企

業（詳情請參閱財政及貨幣政策部分）。因此，向企業部門提供的銀行貸款餘額的增長基本維持在13%左右的穩定水平，而授信額度低於1,000萬元人民幣的「最小型」公司的銀行貸款餘額按年增長率則由2019年底的25%進一步加快至2020年6月底的27%。與此同時，「最小型」公司的平均借貸成本由2019年底的6.70%進一步降低至2020年6月底的5.94%。

雖然除「最小型」公司之外無法取得其他不同規模企業銀行貸款的進一步公開資料，但對上市公司數據的分析表明，效率較低的借款人（例如在產能過剩行業中的公司）的槓桿率於2020年第1季略有下降，而房地產行業的槓桿率則大致維持穩定（圖2.15）。

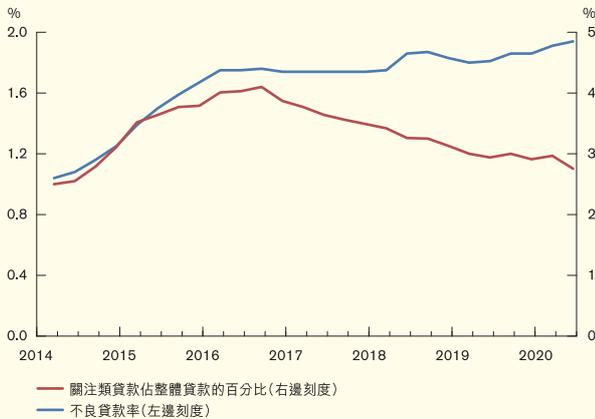
**圖 2.15**  
中國內地：國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿比率



於回顧期內，銀行整體資產質素維持穩健。整體不良貸款率由2019年底的1.86%微升至2020年上半年的1.94%，但仍維持在2%以下。關注類貸款佔銀行貸款總額的比重於同期間稍微下降至2.8%<sup>10</sup>（圖2.16）。

<sup>10</sup> 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。

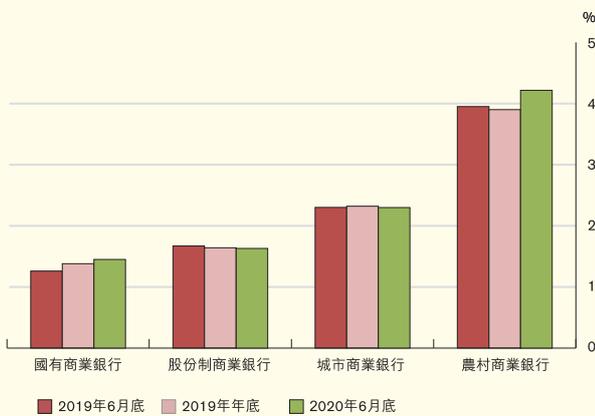
**圖 2.16**  
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率



資料來源：CEIC。

內地銀行業的整體風險看來較為溫和。一方面，小型銀行面臨一定的資產質素壓力，部分由於在嚴峻的經濟形勢下，公司借款人（尤其是規模較小的借款人）的還款能力下降。其中，農村商業銀行的不良貸款率於今年上半年反彈至4%以上（圖 2.17）。但另一方面，內地銀行（尤其是具系統重要性銀行）的不良貸款率仍然大致穩定並維持在較低水平。此外，較高的貸款撥備亦有助保護銀行免受日後的損失影響。截至2020年6月，內地銀行撥備覆蓋率為182%，遠高於監管的要求。

**圖 2.17**  
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



資料來源：CEIC。

為遏制銀行體系面臨的潛在系統性風險，當局在回顧期內推出多項措施，以支持規模較小的銀行。流動性方面，當局降低存款準備金率及推出針對較小型銀行的再貸款及再貼現計劃以紓緩流動性。資本方面，當局加快審批小型銀行永續債券的發行，並宣佈計劃購買需補充資本的小型銀行所發行的可轉換債券。

儘管銀行業仍大致穩健，但有證據顯示，受到近期經濟波動影響，非銀行金融機構的資產質素可能有所惡化。例如，最新統計數據顯示，2020年第1季，信託行業的風險率（即風險資產佔所管理資產總額的比例）由2019年底的2.67%上升至3.02%（圖 2.18）。儘管信託公司的風險率看來並不高，但仍需密切關注上升的趨勢會否持續。

**圖 2.18**  
中國內地：信託公司的風險資產規模及風險率



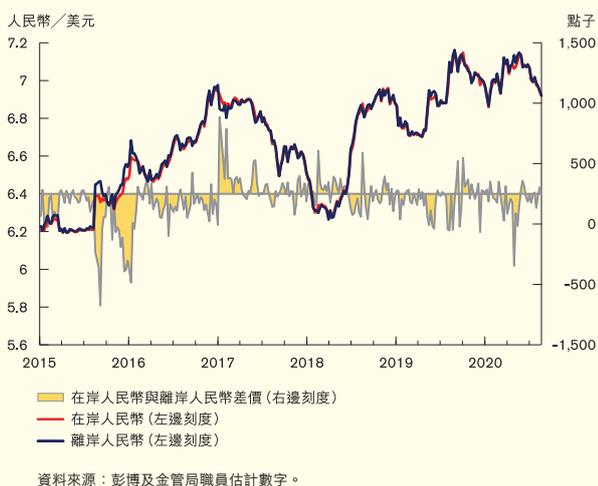
資料來源：Wind 及金管局職員估計數字。

### 匯率及跨境資本流動

在岸人民幣繼1月份升值後，在隨後幾個月因為疫情爆發及中美關係再度緊張而走弱。但伴隨美元疲軟，在岸人民幣匯率自6月以來強勁反彈並大致回升至2020年年初的水平（圖 2.19）。離岸人民幣匯率在大部分時間低於在岸人民幣，在岸人民幣與離岸人民幣的差價由於中美緊張局勢升級而於5月份一度擴大至700點子以上，不過差價隨着人民幣於臨近回顧期末

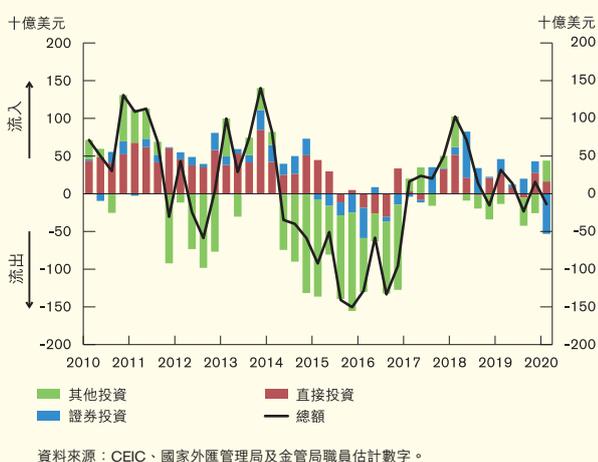
時升值而收窄。鑑於內地經濟復甦，彭博提供的2020年年底人民幣兌美元匯率的共識預測亦由6月份的7.05上調至截至8月26日的7.00。

**圖 2.19**  
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率



儘管人民幣在上半年大部份時間內錄得貶值，但資本外流壓力保持溫和。國際收支平衡最新統計數據表明，2020年第1季資本流出有限（圖 2.20）。其中，證券投資錄得淨流出，主要由於居民增加持有海外證券，而國際投資者減持內地股票。非居民對內地的直接投資表現穩健，使直接投資於期內錄得淨流入。同時，由於第1季居民跨境借款增加及非居民償還大量貿易信貸，其他投資錄得強勁的資金淨流入。

**圖 2.20**  
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



兩個與跨境資金流動相關的常用指標（內地外匯儲備及中國人民銀行外匯佔款變動）亦顯示2020年上半年資本外流壓力溫和。剔除估值影響，我們估算內地外匯儲備於2020年上半年有所增加，而中國人民銀行外匯佔款則略有下降（圖 2.21）。整體而言，內地的外匯儲備大致保持在3萬億美元以上。

**圖 2.21**  
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



儘管資本外流壓力溫和，但由於疫情及中美關係緊張發展的不確定性，第2季跨境資金流動的波動性似乎有所增加。在短期內，由於不確定性可能繼續對市場情緒構成壓力，資金流動或會持續波動。然而，內地金融市場的進一步開放可望吸引外資並為匯率提供支持<sup>11</sup>。事實上，近期的較高頻數據顯示，2020年第2季股票市場錄得大規模淨流入，扭轉了第1季的外流趨勢。

### 財政及貨幣政策

貨幣政策方面，中國人民銀行在保持審慎取向的同時，於回顧期內亦採取若干措施降低實體部門的融資成本。除直接下調利率之外，例如於4月下調一年期中期借貸便利率及貸款市場報價利率，中國人民銀行亦於3月和4月兩次下調存款準備金率，以及為規模較小的銀行提供再貸款及再貼現支持，以促進銀行

<sup>11</sup> 例如，內地當局於4月取消證券公司和基金管理公司的外資持股比例限制。

## 全球環境及展望

貸款，特別是向規模較小的企業。此外，中國人民銀行於6月初推出兩項新政策工具，以鼓勵銀行延長還款期限以及增加對小型借款人的非抵押貸款。

由於採取了寬鬆措施，銀行體系的流動性大致保持充裕。金融機構的7天期銀行間質押回購平均利率及10年期中央政府債券收益率於2020年的前四個月均有所下降，但自5月以來逐漸回升，部分原因是政府加快發行債券以及資金需求於復工期間復甦。儘管利率有所回升，銀行同業資金成本相較往年仍處於較低的水平。2020年上半年，非金融部門的加權平均銀行貸款利率有所下降（圖2.22），反映流動性狀況良好。

**圖 2.22**  
中國內地：主要市場利率



在財政政策方面，面對近期嚴峻的經濟形勢，政府採取更加積極的立場。其中，政府在5月宣佈將財政赤字目標由2019年的2.8%提高至2020年的3.6%，並將會提供稅費減免，特別是對受新型冠狀病毒疫情爆發影響最嚴重的規模較小的企業。

受到經濟增長放緩以及政府為降低實體經濟稅費負擔所推行的措施的影響，政府整體稅收於2020年上半年按年下跌11.3%。相比之下，公共支出在此期間大致保持穩定。因此，政府一般公共預算及政府性基金的支出與收入之間12個月的累計缺口於2019年上升至佔國內生產總值的5.6%後，於2020年6月進一步擴闊至6.7%（圖2.23）。

**圖 2.23**  
中國內地：政府支出與收入的缺口

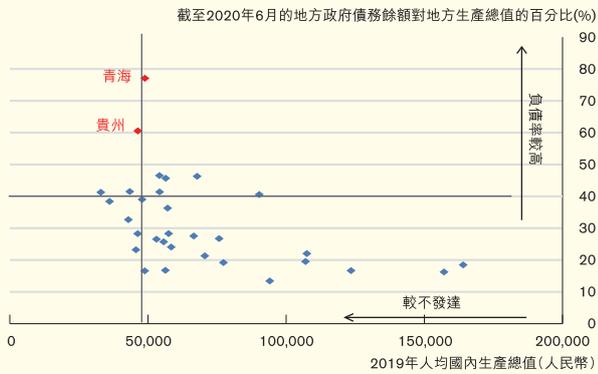


鑑於資金缺口及支持經濟所需的資金增加，內地當局於今年宣佈發行1萬億元人民幣的特別國債，以支持基建投資及對抗疫情。當局亦決定將今年地方政府專項債的額度由2019年的2.15萬億元人民幣提升至3.75萬億元人民幣。在債券加速發行的情況下，地方政府債務餘額於2020年6月底達到24萬億元人民幣，較2019年年底增長14.3%。

雖然地方政府債務餘額對國內生產總值的比率由2019年年底的21.5%升至2020年6月底的24.4%，但由於該比率仍處於較低水平，地方政府債務的整體風險仍然可控。然而，由於某些地方政府債務餘額對地方生產總值的比率相對較高，加上經濟基本面較弱，這些地方政府或會面臨再融資壓力（圖2.24）。

圖 2.24

中國內地：按省份劃分的地方政府債務餘額對地方生產總值的比率及人均國內生產總值



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

## 專題2 追蹤中國內地經濟狀況的日度指數

### 引言

疫情的發展和中美緊張局勢再度升溫為中國內地經濟復甦帶來高度的不確定性。在此背景下，高頻經濟活動指標將有助政策制訂者密切監察經濟活動。然而，大多數宏觀經濟指標只有月度或季度數據，而且公佈時間亦較為滯後。雖然從行業層面也可以獲取若干較高頻的指標<sup>12</sup>，但這些指標往往有較多雜訊，且各行業發展的勢態常常並不一致，因此難以清楚反映出整體經濟的表現。

本專題透過組建一項綜合經濟狀況指數，以對中國內地整體經濟活動提供更及時的評估。此日度經濟狀況指數涵蓋了十三個內地不同行業較高頻指標，這些指標都是公開數據。我們的綜合經濟狀況指數能密切追蹤經濟活動，同時亦較傳統的宏觀指標更為及時。

### 數據及方法

我們的日度指數以多個涵蓋中國內地工業及服務業經濟活動的較高頻指標為基礎。相關指標的詳情載列於表B2.A。工業方面的指標為：(1)六大電廠的煤炭消耗量、(2)焦煤產量、(3)粗鋼產量、(4)高爐開工率、(5)汽車輪胎生產開工率、(6)中國集裝箱運價指數(出口)和(7)鐵礦石到貨量。其中前五個指標主要反映生產相關活動，後兩個指標則部分反映貿易或物流相關的活動。服務業方面的指標包括：(1)商品房成交面積、(2)成交土地面積、(3)零售乘用車銷量、(4)電影票房、(5)城市交通擁堵指數和(6)地鐵客運量。其中前四個指標反映耐用品及娛樂服務的消費，而後兩個則追蹤市內交通運輸，部分反映復工情況。

表 B2.A

日度指數的組成指標

指標	起始日期	頻率
<b>工業相關</b>		
1. 六大電廠的煤炭消耗量	01/10/2009	每日
2. 焦煤產量	10/06/2014	每10日
3. 粗鋼產量	04/01/2009	每10日
4. 高爐開工率	28/07/2012	每週
5. 汽車輪胎生產開工率	01/06/2013	每週
6. 中國集裝箱運價指數(出口)	11/01/2002	每週
7. 鐵礦石到貨量	03/06/2010	每週
<b>服務業相關</b>		
1. 三十個主要城市商品房成交面積	01/01/2010	每日
2. 百城成交土地佔地面積	31/12/2007	每週
3. 零售乘用車銷量	06/03/2015	每週
4. 電影票房	25/02/2013	每週
5. 百城交通擁堵指數	01/01/2017	每日
6. 六個主要城市的地鐵客運量	27/07/2017	每日

資料來源：Wind。

本文採用動態因子模型去構建我們的日度指數。動態因子模型是一種分析高維時間序列的標準工具，被廣泛應用於經濟狀況分析<sup>13</sup>。在本專題中，動態因子模型將上述十三個指標合成日度經濟活動指數。動態因子模型的優點之一在於可以篩除各個指標自身的異動，從而捕捉時間序列中潛在的共同「趨勢」，十分切合是次的研究目標。

動態因子模型的設定可表示如下：

$$\mathbf{x}_t = \Lambda \mathbf{f}_t + \mathbf{u}_t$$

$$\mathbf{f}_t = \Phi(L)\mathbf{z}_t,$$

其中， $\mathbf{x}_t$  是包含上述十三個較高頻經濟指標的向量， $\mathbf{f}_t$  是靜態因子向量，即本研究關注的經濟狀況指數，而  $\Lambda$  則是因子載荷的矩陣。在此設定中，每一項指標  $x_{i,t}$  均是兩項獨立且不可觀測的部分的總和，即共同部分  $\lambda'_i \mathbf{f}_t$  以及剩餘的特殊部分  $u_{i,t}$ 。隱含向量  $\mathbf{f}_t$  是  $\mathbf{z}_t$  的函數， $\mathbf{z}_t$  是推動各個指標協同變動的動態因

<sup>12</sup> 本專題所採用的較高頻指標指報告頻率小於一個月的指標。

<sup>13</sup> 例如參閱 Aruoba 等人(2009)、Altissimo 等人(2010)、Giannone 等人(2008)等。

子的向量，而  $\Phi(L)$  則是其載荷的常量的滯後多項式矩陣。<sup>14</sup>

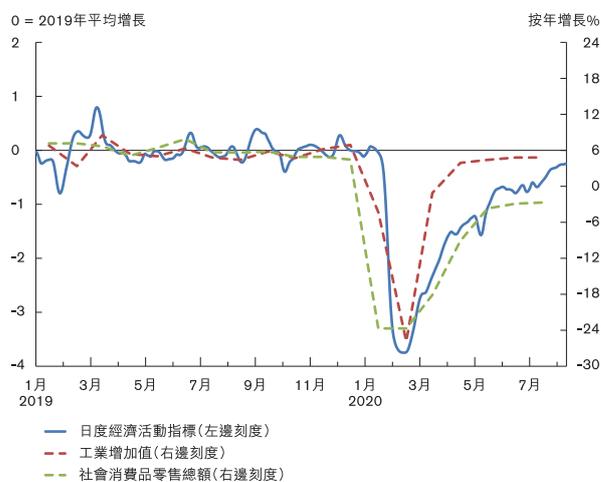
所有指標均按文獻慣例進行調整並轉換為日度數據。<sup>15, 16</sup> 有幾點需要注意。首先，為方便與官方經濟指標作比較，所有指標均以按年增長表示。其次，我們使用所有日度觀測數據的7日移動平均值，目的在於減少波動性的同時，維持其對轉折點的敏感度。最後，所有指標均作標準化處理以平均其波動的影響。

### 結果

我們的日度經濟活動指數覆蓋了自2019年1月至2020年8月10日這段時間。具體而言，此指數測量某一日的經濟活動與2019年的平均經濟增長水平偏離多少。正值表示經濟狀況較2019年的平均水平有所改善，而負值則表明經濟狀況轉差。

我們的指數能很好地追蹤新型冠狀病毒爆發前後的官方月度指標。圖B2.1將此指數與兩項主要月度經濟指標（即工業增加值及社會消費品零售總額的同比增長）相互比較。圖中顯示，日度指數與兩項經濟指標隨時間同步變動，而且相關係數亦較高，分別為0.843及0.848。2月新型冠狀病毒疫情爆發期間，我們的日度指數緊隨工業增加值及社會消費品零售總額下跌，在其後幾個月又隨着復工而逐步回升。

**圖B2.1**  
日度經濟活動指數與官方指標對比



附註：(1)左軸為零表示日度指數以2019年的平均增長率擴張。正值表示優於2019年平均狀況，負值則表示遜於2019年平均增長率。

(2)中國國家統計局僅報告零售額1月及2月的累計增長。

資料來源：Wind、金管局職員估計數字。

從我們的日度指數當中可以觀察到幾個有趣的地方：

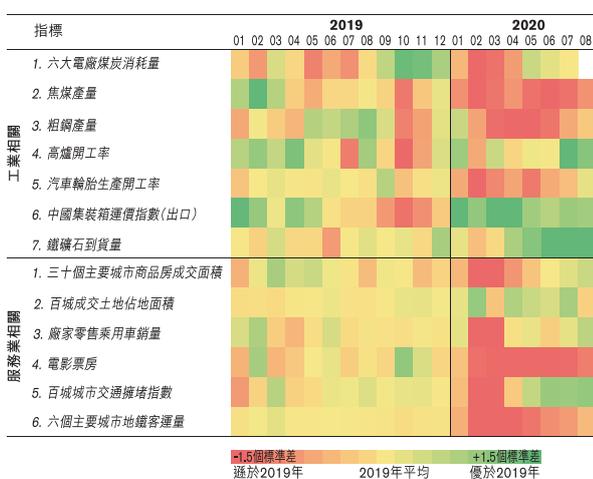
- 首先，我們的指數表明，內地經濟於最近幾個月繼續反彈，但波動性有所增加。國內外疫情的最新發展、近期華南廣泛地區發生洪水及泥石流災害，以及中美緊張局勢升級等狀況令復甦之路充滿曲折，不確定性增加。
- 其次，儘管經濟正在復甦，我們的日度指數表明經濟活動的擴張速度尚未回到2019年的水平。仔細分析構成此指數的十三個指標，可發現當中約一半的指標仍低於2019年的水平，又或者於最近幾星期有所放緩（圖B2.2）。具體而言，一些重工業（焦煤及粗鋼）及若干服務業（電影及地鐵）的業務表現相較去年仍然略顯疲軟。由於經濟面臨的阻力加大，有部分重回2019年水平的指標例如高爐開工率以及成交土地面積等於最近幾個星期亦有所回落。

<sup>14</sup> 我們依照Doz等人(2011)的建議，採用兩步算法對動態因子模型進行估算。第一步，我們使用平衡面板數據，透過主成分分析估計模型的初始參數。第二步，我們對數據面板應用卡爾曼平滑，並根據第一步中獲得的估計結果，重新估計潛在狀況的因子。卡爾曼平滑的其中一項優點是允許面板末尾存在缺失值的非平衡數據集，這對經濟狀況分析頗有助益，因為經濟指標的公佈時間通常並不一致。

<sup>15</sup> (1)已就2019年對農曆新年的效應於作平滑處理，以緩和1月及2月因季節性效應而產生的大幅波動。然而，新型冠狀病毒疫情所導致的全國封城及經濟活動暫停打破了這種季節性模式，故並未就2020年作出調整。  
(2)離群值作縮尾處理。

<sup>16</sup> 轉換頻率時，流量序列（銷售及產量變量）採用二次項插值法進行轉換，其餘則採用線性插值法進行轉換。

**圖 B2.2**  
各指標隨時間變動的熱圖



註：(1) 8月份的數據是首十天的簡單平均值。  
 (2) 自7月6日以來，六大發電廠的煤炭消耗量指標已暫停發布。因此，8月份的單元格留空。  
 資料來源：Wind、金管局職員估計數字。

## 結語

本專題介紹了一項追蹤中國內地經濟狀況的日度指數，這指數由十三個內地行業較高頻的公開指標所組成。作為一項監察工具，此日度指數可很好地追蹤官方的月度指標。我們的日度指數顯示中國內地經濟在近期繼續有所改善，但波動性增加。此外，我們的指數顯示，儘管經濟正在復甦，經濟活動的增長速度尚未回到2019年的水平。

解讀此日度指數時有幾個需要注意的地方。首先，此指數為定性的經濟狀況追蹤指標，而非定量的國內生產總值的即時預報。此指數僅用作測量當前經濟狀況相對於過往某一時間點如2019年平均水平的表現。其次，雖然我們的模型中所採用的較高頻指標的基本趨勢應與整體經濟表現大致相符，但它們未必能充分反映整體的經濟狀況（例如，因未能獲取相關數據，我們並無將電子商務納入其中）。

## 參考文獻

Altissimo, Filippo, et al. "New Eurocoin: Tracking economic growth in real time." *The review of economics and statistics* 第92卷第4期(2010)：第1024–1034頁。

Aruoba, S. Borağan, Francis X. Diebold, and Chiara Scotti. "Real-time measurement of business conditions." *Journal of Business & Economic Statistics* 第27卷第4期(2009)：第417–427頁。

Doz, Catherine, Domenico Giannone, and Lucrezia Reichlin. "A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering." *Journal of Econometrics* 第164卷第1期(2011)：第188–205頁。

Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin, and David Small. "Nowcasting: The real-time informational content of macroeconomic data." *Journal of Monetary Economics* 第55卷第4期(2008)：第665–676頁。

### 3. 本港經濟

由於疫情重創私人消費和投資、對外貨物貿易以及旅遊業，香港的經濟衰退在2020年上半年進一步加深。有見及此，香港政府及金管局迅速推出了一系列大規模的應對措施，以支援實體經濟。鑑於疫情持續、中美關係緊張以及不明朗因素籠罩全球經濟，預計下半年的經濟表現仍將面臨很大的挑戰。在多項不利因素下，預計勞工市場將持續受壓，而本地通脹壓力短期內將進一步退減。

#### 3.1 實體經濟活動

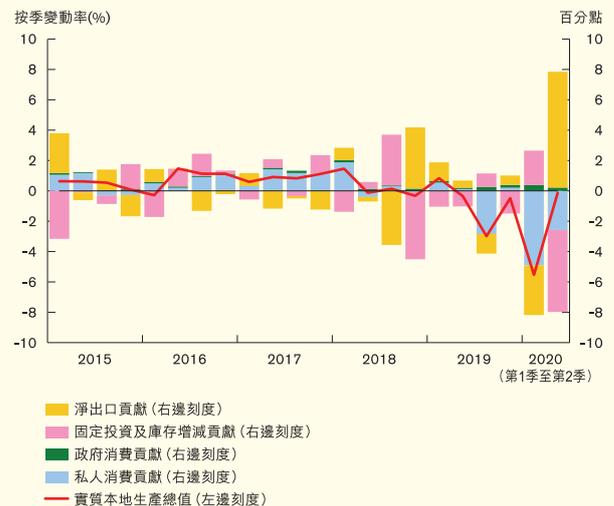
受新型冠狀病毒疫情影響，本港經濟衰退在2020年上半年進一步加劇。按年比較，實質本地生產總值於第1季下跌9.1%，為有記錄以來最大的單季收縮，而第2季亦下跌9.0%（表3.A）。不同行業的本地生產總值最新數據顯示，絕大部分行業的經濟活動於第1季均錄得按年下跌，而貿易、零售及旅遊相關行業更錄得雙位數的跌幅。

**表 3.A**  
實質本地生產總值增長

		按年增長率(%)	經季節性調整後的按季增長率(%)
2019	第1季	0.7	0.8
	第2季	0.4	-0.3
	第3季	-2.8	-3.0
	第4季	-3.0	-0.5
2020	第1季	-9.1	-5.5
	第2季	-9.0	-0.1

資料來源：政府統計處。

**圖 3.1**  
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻

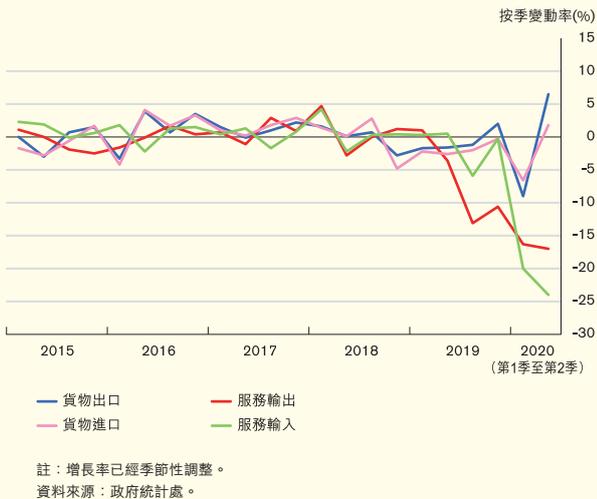


註：增長率已經季節性調整。  
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

按季比較，實質本地生產總值於第1季收縮5.5%，為有記錄以來的最大跌幅，而於第2季則輕微下跌0.1%（表3.A及圖3.1）。本地方面，私人消費在上半年急劇下跌，部分反映勞工市場狀況嚴峻以及社交距離措施為消費相關活動帶來嚴重干擾。在營商氣氛低迷下，投資開支總額於第2季亦有所回落。外圍方面，部分由於疫情導致供應鏈斷裂，貨物貿易於第1季有所減少。但內地生產活動於第2季大致恢復，因

此該季度的貨物貿易表現有所回升(圖3.2)。部分由於全球旅遊業停頓，服務貿易在上半年跌幅加劇。<sup>17</sup>綜合而言，貿易差額於第1季拖累本地生產總值，但於第2季則為本地生產總值提供支持，部分反映貨物出口回升速度較進口為快。

圖3.2  
實質進出口



政府為應對疫情，迅速推出歷來最大規模的紓困措施<sup>18</sup>，為企業及個人提供支援，並保障就業，當中包括10,000港元的現金發放計劃及透過「保就業」計劃提供的工資補貼。金管局亦從三方面入手，支援銀行體系為實體經濟提供支持。第一、與銀行業界積極協調，以紓緩企業及家庭的資金壓力。第二、釋放緩衝以加強銀行的信貸能力。第三、確保銀行體系有充裕的流動性，能夠應付其日常需要並支持本地經濟活動。

鑑於疫情持續為全球及本地經濟帶來顯著的下行風險，預計香港的經濟表現於2020年餘下時間仍將面臨很大的挑戰。外圍方面，由於訪港旅遊業停頓及全

球需求疲弱，出口會持續受壓。<sup>19</sup>本地方面，受社交距離措施、勞工市場疲弱及家庭收入放緩等因素影響，私人消費或將持續低迷。固定資本形成方面，營商信心脆弱或會抑制資本支出和樓宇及建造活動。然而，公共需求增加(例如政府消費)及當局推行大規模紓困措施，可望為經濟提供一定程度的支持。面臨多項不利因素下，政府及私營機構分析師已分別將其對2020年全年實質本地生產總值增長的預測調低至介乎-6%至-8%以及-6.8%(平均值)。這種疲弱的經濟前景受到前面幾章所述的眾多風險及不明朗因素所影響。尤其在有效疫苗或治療方案能夠廣泛使用之前，經濟可能會因新型冠狀病毒疫情反覆而出現波動。

### 3.2 勞工市場狀況

勞工市場於1月到7月期間承受巨大的壓力。經季節性調整的失業率於7月上升至6.1%，超越2008年全球金融危機過後的5.5%高位(圖3.3)。其中，建造、零售、住宿及膳食服務業的失業率更升至逾10%的水平。<sup>20</sup>就業不足率於7月亦攀升至3.5%。勞動人口參與率亦於5月下降至59.1%的歷史低位，部分反映經濟狀況急劇惡化後的周期性反應。勞工需求方面，專題3利用更及時的網上招聘廣告大數據分析最近的勞工需求變化。結果顯示，職位空缺最近仍處於較低水平。勞工薪酬方面，實質薪金於第1季按年下跌0.3%。展望未來，政府推出的「保就業」計劃應有助保留就業機會，但考慮到上述的疲弱經濟前景，勞工市場將會繼續面臨挑戰。

<sup>17</sup> 例如，自疫情於2020年1月下旬爆發以來，訪港旅客人數急劇下降，於上半年按年下跌90%。4月的旅客人數更跌至每日約140人次的低位。

<sup>18</sup> 該等大規模措施包括三輪防疫抗疫基金措施及2020/21年度財政預算案中的一次性紓困措施，涉及總金額超過3,000億港元，相當於本地生產總值約10-11%。政府估計其對本地生產總值提供稍高於5%的支持作用。

<sup>19</sup> 美國總統於2020年7月14日簽署一項行政命令，撤銷香港的特殊貿易地位。因此，由香港出口至美國的貨物或會被徵收與中國內地出口的貨物等等的關稅或受到相同的出口管制。此舉對本港經濟的直接影響將會有限，原因是本地對美國的出口僅佔出口總貨值0.1%。此外，絕大多數由中國內地經香港轉口至美國的貨物均已被徵收額外關稅。進口方面，美國供應僅佔本港進口總值4.8%，當中高科技產品等戰略性敏感貨物所佔比重很小。

<sup>20</sup> 例如，餐飲服務行業失業率於7月升至14.6%，而建造業的失業率則達至11.3%。

## 本港經濟

**圖 3.3**  
勞工市場狀況



**圖 3.4**  
反映消費物價通脹的不同指標



### 3.3 通脹

隨着經濟衰退加劇，本地通脹壓力於2020年首7個月進一步減弱。按年比較，基本綜合消費物價指數通脹率由第1季的2.9%放緩至第2季的1.8%，並在7月進一步下降至0.2%（圖3.4）。<sup>21</sup> 反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率跌幅亦加劇，於近月更下跌至負值。通脹動力疲弱，反映多項綜合消費物價指數組成項目有所放緩。當中，基本食品項目的價格繼今年年初達至高峰後，於最近數月稍為放緩，而耐用物品等其他消費品項目的價格亦進一步下跌。服務方面，受早前新簽訂的私人住宅租金增長放緩影響，綜合消費物價指數的住宅租金項目增長持續呈下降趨勢（圖3.5）。外出用膳的價格在7月也因餐廳提供更多折扣而顯著下降。儘管如此，實質單位勞工成本於第1季出現周期性增長，原因是在本地生產總值急降的情況下，勞動生產力的下降速度較勞工薪酬的下降速度為快（圖3.6）。2008年全球金融危機之後亦曾出現類似情況。鑑於整體需求急劇收縮，預計目前單位勞工成本的增加對通脹的影響甚微。

**圖 3.5**  
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



**圖 3.6**  
單位勞工成本



<sup>21</sup> 整體通脹率於7月轉為負值，消費物價指數按年下跌2.3%，部分由於政府為公營房屋租戶代繳一個月的租金。

**本港經濟**

預計本地通脹在短期內將進一步減弱。本地方面，產出缺口估算為負值，反映經濟狀況疲弱，將會令本地通脹壓力持續放緩。與此同時，早前新簽訂的住宅租金下跌，短期內會減輕綜合消費物價指數的房屋租金項目的壓力。外圍方面，預料全球需求疲軟將抑制進口通脹。在此背景下，政府將其2020年的基本通脹率及整體通脹率預測分別下調至1.8%及0.8%，而最新的市場共識預測2020年的整體通脹率為0.9%。

## 專題3 利用網上招聘廣告大數據分析香港的勞工需求

### 引言

隨着經濟衰退加劇及新型冠狀病毒(COVID-19)疫情持續，香港的勞工市場面臨着前所未有的壓力。在此背景下，本專題通過探索網上招聘廣告的大數據，以追蹤近月本地勞工需求的情況。<sup>22</sup> 由於網上招聘廣告可以實時瀏覽，而且精細度較高，我們可更及時地把握勞工需求的變化，並更加細緻地了解企業招聘情況。我們的分析亦會指出使用網上招聘廣告數據時的一些注意事項。

### 如何蒐集網上招聘廣告資訊？

招聘網站是現今求職招聘的其中一個重要途徑。我們選擇了一個具代表性的網上求職平台「求職廣場」(JobMarket)進行分析。該平台歷史悠久<sup>23</sup>，其印刷版是香港最早的雙語分類招聘廣告專刊。有別於其他網上平台，「求職廣場」向刊登招聘廣告方收取廣告費，因而更能反映真正的勞工需求。此外，招聘廣告幾乎是實時更新，較官方公布有滯後性的季度職位空缺數據具有一定優勢。

在實際操作中，我們每日以網頁抓取方式從「求職廣場」網站蒐集招聘廣告。每則招聘廣告包含大量資訊，包括僱傭形式、學歷及技能要求，有時亦包括薪酬福利等資料。由於企業或招聘機構可能會重複刊登相同的招聘廣告以盡量延攬人才，因此我們首先須過濾重複的招聘廣告，再將招聘廣告內容編製成結構性的資料庫作進一步分析。

<sup>22</sup> 除職位空缺外，尚有其他勞工需求指標，例如就業人數或就業情緒，本研究並未加以討論。

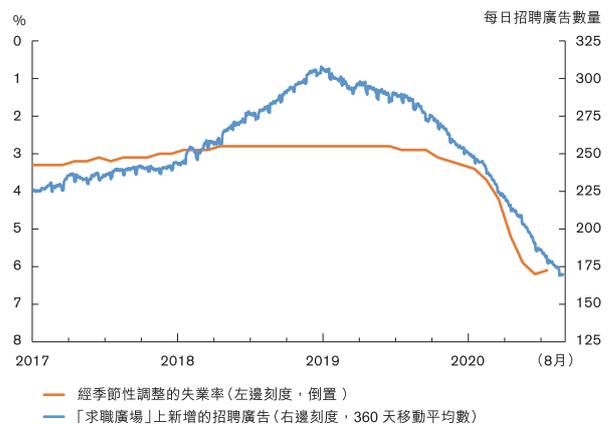
<sup>23</sup> 「求職廣場」的印刷版於1985年首次發行，而網上平台則於1999年成立。

### 透過網上招聘廣告分析勞工需求的最新變化

#### 整體勞工需求

儘管失業率在2019年第3季才開始顯著上升，但整體勞工需求疲弱在此之前已見端倪。「求職廣場」的新增招聘廣告總數在2019年1月達至頂峰(圖B3.1)後隨着中美關係緊張而下滑，反映網上發布的職位空缺是一項頗具參考價值的預示指標。在本地社會事件及其後新型冠狀病毒疫情的雙重打擊下，新增招聘廣告數量自2019年下半年起加速下滑，而近期整體勞工需求仍然低迷。

圖B3.1  
網上招聘廣告數量與失業率



註：為更恰當地比較招聘廣告數量與經季節性調整的失業率，我們採用360天移動平均數以消除招聘廣告的季節性因素。

資料來源：政府統計處、「求職廣場」及金管局職員估計數字。

#### 按行業劃分的勞工需求

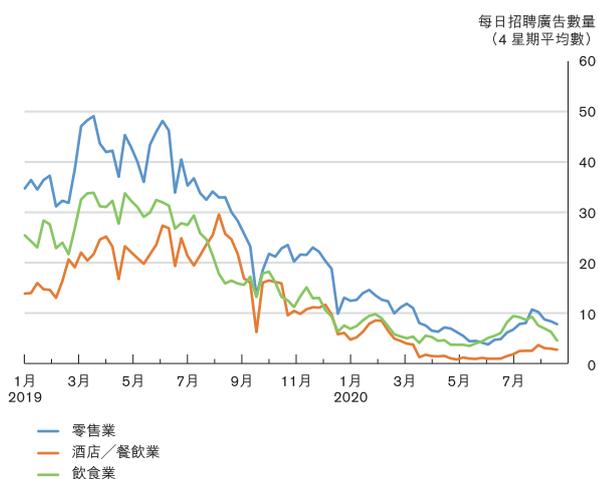
由於消費及旅遊相關行業受到社會事件及新型冠狀病毒疫情的嚴重打擊<sup>24</sup>，零售、酒店／餐飲及飲食業的新增職位空缺自2019年年中起急劇減少(圖B3.2)。我們的招聘廣告數據顯示，在5月及6月本地疫情受控時，零售及飲食業的職位空缺曾一度回升，但隨着本地感染個案自7月起有所增加，8月份的職位空缺

<sup>24</sup> 當中批發及零售業的實質本地生產總值在2020年第1季按年下跌57%，而住宿及膳食服務業則按年下跌48%。

再次減少。另一方面，由於旅遊業尚未有復甦跡象，酒店／餐飲業的招聘活動亦維持沉寂。

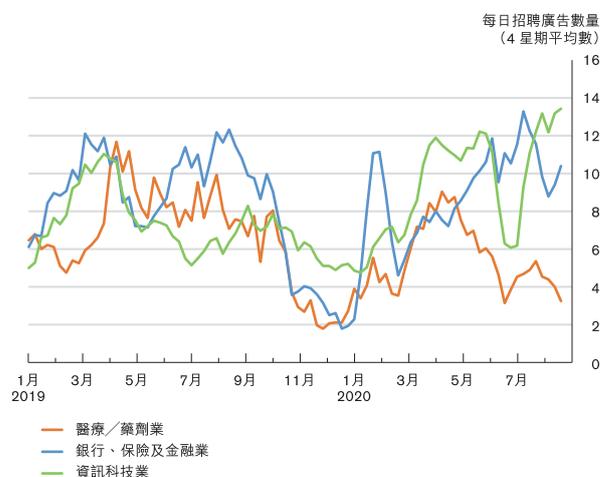
與此同時，其他個別行業的勞工需求表現各異。可能因為疫情之下對醫療專業人員的需求暫時上升，醫療／藥劑行業的新增職位空缺在2020年頭四個月有所增加（圖B3.3），其後在5月至6月減少。而在「半封城」下的在家工作安排亦有可能在3月至5月期間，以及7月中旬，帶動了對資訊科技人員的需求。由於本地金融活動在第2季轉趨活躍，金融行業的招聘活動在6月逐步恢復到2019年年中的水平，其後隨着本地新型冠狀病毒個案增加，於7月至8月期間再度放緩。

**圖 B3.2**  
消費及旅遊相關行業的招聘廣告數量



資料來源：「求職廣場」及金管局職員估計數字。

**圖 B3.3**  
選定行業的招聘廣告數量



資料來源：「求職廣場」及金管局職員估計數字。

#### 按技能水平劃分的勞工需求

除了行業的需求，網上招聘廣告亦可以揭示企業所需的技能類型。「求職廣場」上的工作可分為四個級別：基層、中層、高層及管理層。<sup>25</sup>如圖B3.4所示，「求職廣場」的大部分網上招聘廣告涉及基層及中層職位，而中層職位空缺的比例自2019年年中以來有所下降。在中層職位空缺中，大部分之前只需中學學歷，然而在新型冠狀病毒疫情爆發後，要求專上學歷的職位比例有所增加（圖B3.5）。從另一個角度來看，同期有更多應屆畢業生職位<sup>26</sup>，當中有不少是招聘專上教育的畢業生（圖B3.6）。綜合而言，有證據顯示在當前經濟不景的情況下，企業透過聘用較高學歷的應屆畢業生以提升其勞工技能水平，這與美國2008年經濟大衰退之後的現象相似。<sup>27</sup>

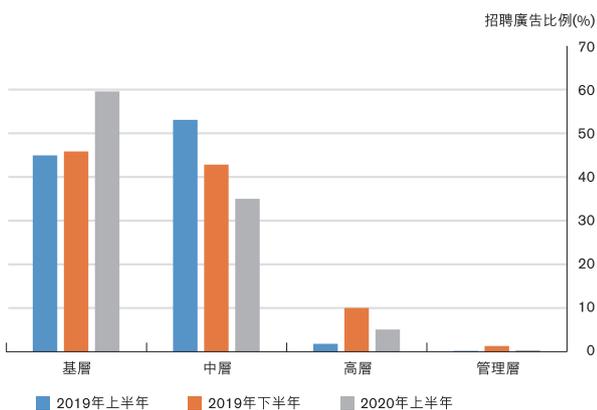
<sup>25</sup> 個別未指明職位級別的招聘廣告被視為未作分類，並未納入本項分析中。

<sup>26</sup> 在本研究中，應屆畢業生是指完成小學、中學、大專或大學教育而尚未有工作經驗的人士。為簡單起見，適合應屆畢業生申請的工作稱為應屆畢業生職位。

<sup>27</sup> 見Hershbein, B., and Kahn, L. B. (2018), 「Do recessions accelerate routine-biased technological change? Evidence from vacancy postings」, *American Economic Review*, 108(7), 1737-72.

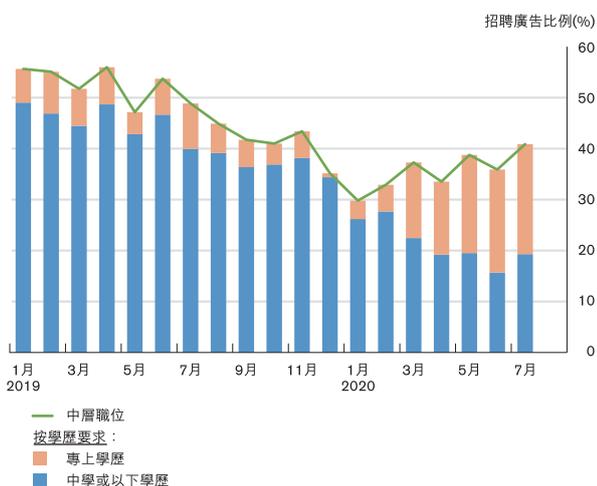
另一方面，勞工技能提升意味着在當前經濟衰退期間，有經驗（例如中層職級）但教育程度較低的求職者在尋找工作時或會面臨更多困難。此外，由經濟衰退引發的技能需求轉變或會導致更大程度的技能錯配，以致影響未來的勞工市場復甦，所以日後需要密切留意。

**圖 B3.4**  
按職位級別劃分的招聘廣告比例



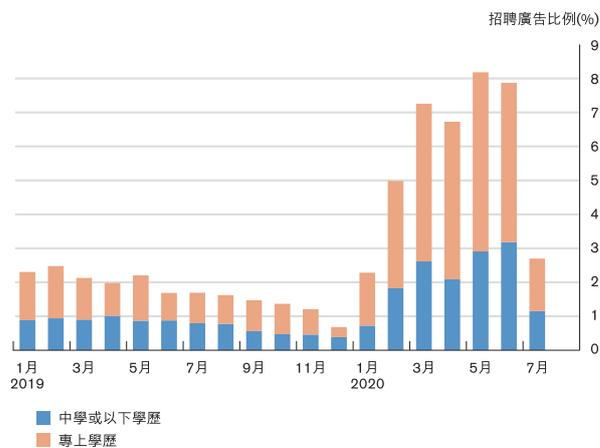
註：在計算百分比時，並未包括未指明職位級別的招聘廣告。  
資料來源：「求職廣場」及金管局職員估計數字。

**圖 B3.5**  
按教育程度劃分的中層職位招聘廣告比例



註：在計算百分比時，並未包括未指明職位級別的招聘廣告。  
資料來源：「求職廣場」及金管局職員估計數字。

**圖 B3.6**  
按教育程度劃分的應屆畢業生職位招聘廣告比例

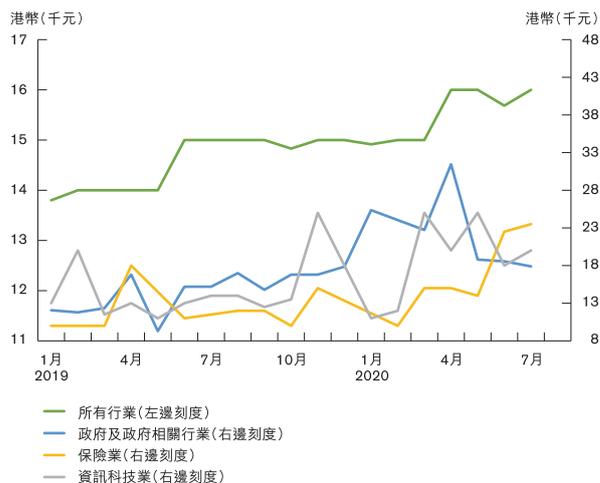


註：大部分招聘廣告並沒有標明其職位空缺是否適合應屆畢業生申請。為求完整起見，在計算百分比時亦包含這些廣告。  
資料來源：「求職廣場」及金管局職員估計數字。

### 網上招聘廣告的薪酬水平

儘管經濟狀況在2020年上半年惡化，但招聘廣告中的全職僱員整體薪酬水平仍繼續上升（圖B3.7）。事實上，2020年第1季整體行業的起薪中位數較去年同期增加約7%。<sup>28</sup> 行業數據顯示，資訊科技、保險及部分政府相關行業的薪酬均有上升。

**圖 B3.7**  
全職工作的起薪中位數

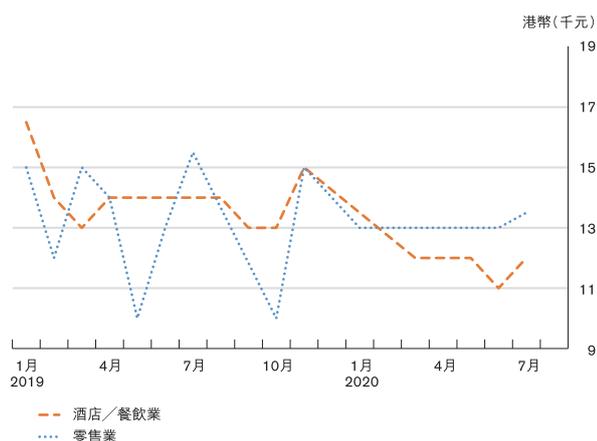


註：由於並非所有公司都在招聘廣告中列明薪酬，部分數據是根據時間趨勢推斷所得。  
資料來源：「求職廣場」及金管局職員估計數字。

<sup>28</sup> 據政府統計處數據，2020年第1季的名義工資及薪金指數分別按年增長2.2%及3.2%。值得注意的是，相關指數衡量新入職員工及現有員工的整體工資或薪酬變化，而招聘廣告中的薪酬數據僅反映新入職員工薪酬水平。因此，兩者不能直接比較。

相比之下，零售業及酒店／餐飲業的基層職位通常被認為最受當前經濟環境所影響。我們發現，雖然酒店／餐飲業的入職薪酬有所下降，但零售業的入職薪酬仍大致保持穩定（圖B3.8）。

**圖 B3.8**  
選定行業中全職基層職位的起薪中位數



註：並非所有公司都在招聘廣告中列明薪酬，部分數據是根據時間趨勢推斷所得。  
資料來源：「求職廣場」及金管局職員估計數字。

## 結語

勞工市場惡化是現時香港經濟面臨的主要風險之一。本研究利用更及時的大數據（即「求職廣場」網站上的招聘廣告），評估勞工需求的最新發展。我們發現招聘廣告的總數可作為勞工市場趨勢的預示指標，而當前招聘廣告數量偏低，預示短期內整體勞工需求仍會疲弱。尤其是新型冠狀病毒疫情的負面影響尚未消散，消費及旅遊相關行業的招聘活動持續淡靜。在疫情引致經濟下滑的同時，有證據顯示企業正提升勞工技能（企業要求員工擁有更高的技能水平），這意味着低學歷的中層人員尋找工作時或會面對更大困難，並且存在技能錯配的風險，以致窒礙未來勞工市場的復甦。

然而，勞工市場有些亮點值得留意。例如醫療及資訊科技等個別行業曾分別因應新型冠狀病毒爆發及數碼化需求的增長而加緊招聘人手，而在金融市場活動維持穩健下，金融業的招聘活動在第2季得以恢復。儘管經濟不景，資訊科技、保險及政府相關行業等個別

行業新招聘的全職僱員薪酬仍有所增長。綜合而言，我們的研究說明招聘廣告的大數據可以提供及時而精細的勞工需求資訊。

最後，雖然這些招聘廣告數據具參考價值，但亦有一些事項需要注意。首先，由於並非所有職位空缺都在網上發布，因此網上招聘廣告可能無法完全反映整體招聘情況。<sup>29</sup> 其次，職位空缺只是勞工需求的其中一個範疇，並不能完全反映勞工投入的調整。例如，除削減職位空缺外，企業亦可能要求員工縮短工時或放無薪假。此外，招聘廣告的資訊有時並不完整，此等其他技術問題亦可能會影響分析結果。因此，這些網上招聘廣告數據應被視為官方職位空缺數據及其他傳統勞工統計數據的輔助而非替代品。

<sup>29</sup> 不過，現時越來越多招聘廣告是透過網站而非報章等傳統途徑發布。如果我們粗略比較網上招聘數據以及政府發布的職位空缺統計數據，亦會發現兩者的整體職位空缺趨勢大致相若。

## 4. 貨幣及金融狀況

港元匯率自4月份轉強至接近強方兌換保證水平，而強方兌換保證於4月21日至9月22日期間合共被觸發50次，部分反映股票相關的港元需求強勁。隨著美元利率下跌，香港銀行同業拆息在總結餘增加之下全面回軟。整體而言，香港外匯及貨幣市場運作繼續暢順有序。新型冠狀病毒疫情持續發展、中美關係緊張、以及不斷演變的地緣政治衝突或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，有能力承受資金流波動的壓力。

### 4.1 匯率及資金流

儘管關於新型冠狀病毒疫情對於全球經濟影響的憂慮加劇環球金融市場（包括香港股票市場）的波動，香港外匯及貨幣市場運作繼續暢順有序。在避險情緒影響下，環球投資者對美元的需求上升，使3月份美元資金成本收緊，在聯繫匯率制度下港元銀行同業拆息亦因此受到影響。雖然美聯儲的流動資金計劃令美元資金壓力隨後得到紓緩，但由於受股票相關的港元需求及季結效應支持，<sup>30</sup> 港元利率一度維持偏緊狀態。港元需求強勁，加上港元與美元利率之間的正息差刺激套息交易活動，導致港元匯率轉強至強方兌換保證水平（圖4.1），於4月21日至4月27日期間，強方兌換保證合共被觸發六次。其後，受股票相關需求，包括新股集資活動、滬港通及深港通下的南向資金流入，以及股息派發所支持，港元匯率維持偏強於接近7.75水平，強方兌換保證而再於6月4日至9月22日期間被觸發44次。

於4月21日至9月22日期間，因強方兌換保證被觸發50次，金管局根據聯繫匯率制度的設計合共售出1,685億港元。為增加市場流動性，金管局於4月底及5月初逐步減少外匯基金票據發行人量合共達到200

億港元。<sup>31</sup> 由於強方兌換保證被觸發及外匯基金票據發行人量減少，總結餘由2月底的543億港元增加至9月24日的2,425億港元（圖4.2）。需要注意的是，減發外匯基金票據只是貨幣基礎的組成部分之間的轉移，即由外匯基金票據及債券轉移至銀行體系總結餘。由於貨幣基礎仍然由美元提供十足支持，此操作符合貨幣發行局制度的原則。

圖4.1  
港元匯率

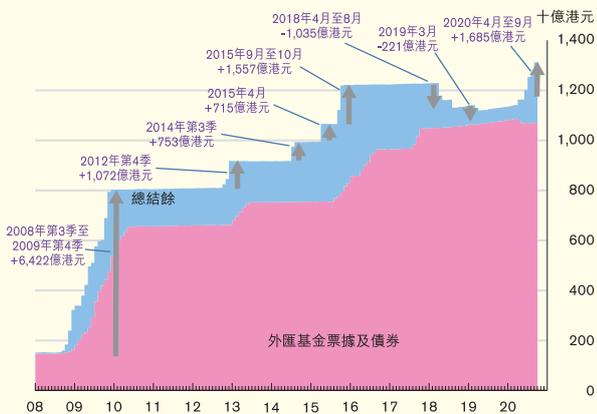


<sup>30</sup> 新型冠狀病毒疫情為環球金融市場帶來重大波動及不確定性，金管局以美聯儲的臨時性「海外及國際貨幣管理當局回購交易安排」(FIMA Repo Facility)中取得的資金設立臨時性美元流動資金安排(安排)，為持牌銀行提供美元流動性支援，安排現時提供的流動性總額為100億美元。

<sup>31</sup> 新型冠狀病毒疫情為環球宏觀環境帶來重大波動，金管局為確保港元銀行同業拆借活動維持暢順，於2020年4月21日、4月28日、5月5日及5月12日舉行的四次外匯基金票據投標中，每次減少發行50億港元91日期票據，以增加銀行體系的港元流動性。外匯基金票據總發行人量合共減少200億港元，總結餘則增加同等的數額。

## 貨幣及金融狀況

**圖 4.2**  
總結餘及外匯基金票據及債券



註：截至2020年9月24日。  
資料來源：金管局。

港元名義有效匯率指數的變動與美元的變動大致一致。名義有效匯率於3月份隨美元資金壓力有所上升，而最近則隨著美元走弱而下跌（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。

**圖 4.3**  
名義及實質有效匯率



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

回顧期內強方兌換保證多次被觸發，反映流入港元的資金增加。此外，存款總額於2020年首七個月有所增長，可見香港銀行體系沒有出現大規模的跨境資金外流。<sup>32</sup>

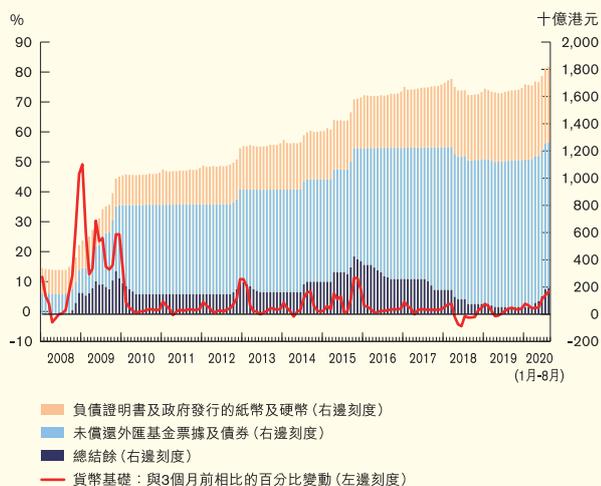
展望未來，鑑於新型冠狀病毒疫情、中美關係緊張以及不斷演變的地緣政治衝突所帶來諸多不明朗因素，資金流波動的風險仍然存在。然而，香港具有龐大的外匯儲備以及穩健的銀行體系，有能力承受資金流動的壓力而不致影響本港的金融穩定。事實上，聯繫匯率制度作為香港金融系統的基石，已多次展現其抵禦衝擊的能力。《基本法》第112條明確規定香港資金自由流動及港幣自由兌換，對於香港這個小型、開放且高度外向的國際金融中心而言，聯繫匯率制度仍然是最合適的貨幣制度。金管局認為不需要也無意改變這個行之有效的制度。

## 4.2 貨幣環境及利率

隨著各央行推出前所未有的寬鬆措施，香港的貨幣環境繼續維持寬鬆，港元貨幣基礎於2020年首八個月增加9.4%（圖 4.4）。有關增幅主要反映自4月份起強方兌換保證被觸發及減發外匯基金票據引致的總結餘上升。相應而言，未償還外匯基金票據及債券略有減少，主要是由於減發外匯基金票據。另一方面，負債證明書及政府發行的紙幣及硬幣整體而言繼續增加。

<sup>32</sup> 有關回顧期內香港存款增長的詳細分析，請參閱第4.2節。

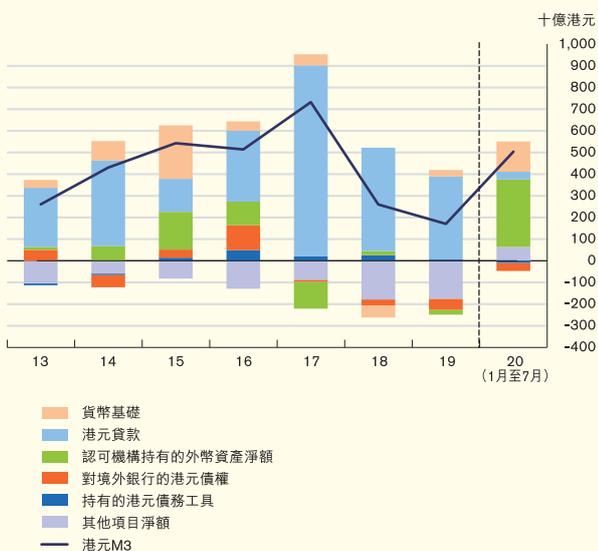
圖 4.4  
貨幣基礎的組成部分



資料來源：金管局。

港元貨幣供應隨著貨幣基礎的擴張而增速加快。港元廣義貨幣供應（港元 M3）繼在 2019 年 6 月底以來的七個月期間增長 0.2% 後，在 2020 年首七個月增加 6.8%。根據對應資產分析，港元 M3 的增長主要受到銀行持有的外幣資產淨額上升以及強方兌換保證被觸發而增加的貨幣基礎所支持（圖 4.5）。作為港元 M3 的主要組成部分，港元存款於首七個月內上升 6.8%。在港元存款中，活期存款顯著上升，部分由於 5 月以來股票市場交投暢旺，帶動投資需求上升。

圖 4.5  
港元 M3 及對應資產變動

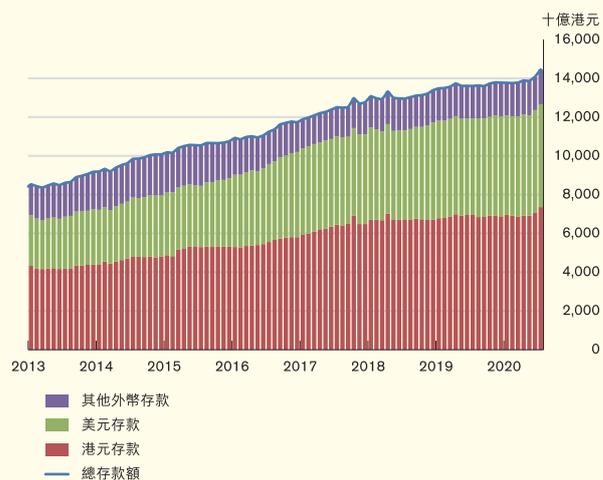


註：貨幣概覽中的港元 M3 乃經過調整，以計及外幣掉期存款。

資料來源：金管局職員估計數字。

外幣存款錄得溫和增長。外幣存款於 2020 年首七個月內整體增加 3.1%，其中美元存款及其他外幣存款分別上升 2.9% 及 3.8%。整體而言，認可機構的存款總額於首七個月溫和增加 5.0%（圖 4.6）。

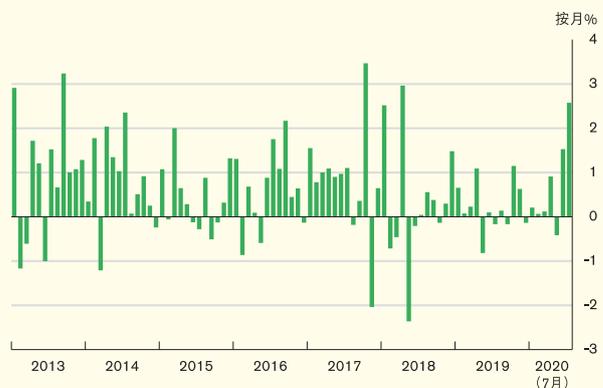
圖 4.6  
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

反映存款總額及流通貨幣的上升，廣義貨幣供應總量錄得溫和增長（圖 4.7），貨幣供應量總額 M2 及 M3 自 2019 年底以來分別上升 5.1% 及 5.0%。然而，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 4.7  
廣義貨幣供應總量 (M2)

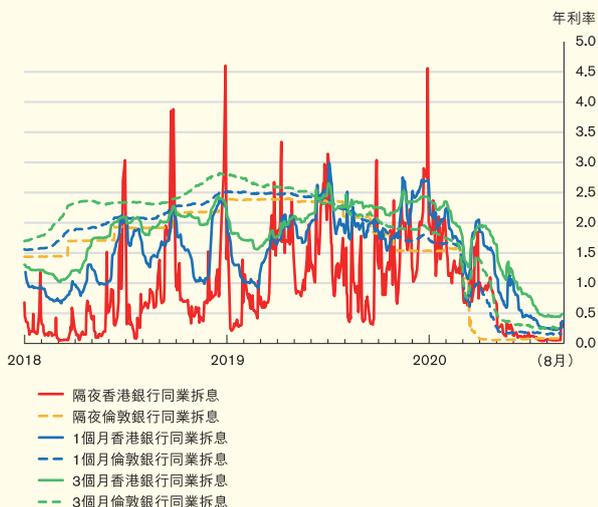


資料來源：金管局。

## 貨幣及金融狀況

於回顧期內，香港銀行同業拆息與其對應美元銀行同業拆息均有所下降（圖 4.8）。儘管香港銀行同業拆息受到美元資金壓力和本地因素（例如公開招股相關及季末資金需求）的影響而於 3 月份有所上升，但踏入 4 月，香港銀行同業拆息隨著總結餘增加令流動性改善而顯著回落。其後，香港銀行同業拆息的波動相對較小，只在公開招股相關資金需求下出現輕微波動。踏入第 3 季，香港銀行同業拆息繼續穩定維持在較低水平，8 月份的 1 個月香港銀行同業拆息平均約為 0.25%。

圖 4.8  
港元與美元銀行同業拆息



資料來源：CEIC 及金管局。

由於美國推出進取的貨幣寬鬆政策，美元收益率曲線顯著下降，港元收益率曲線於回顧期內亦大致跟隨顯著下降（圖 4.9）。尤其短期收益率相較於長期收益率的降幅更大。相較 2019 年年底，10 年期香港政府債券收益率於 8 月底下跌 125 個基點至 0.54%，而 3 年期香港政府債券收益率則於同期下跌 145 個基點至 0.22%。

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。

至於零售層面的利率，反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率由 2019 年年底的 1.09% 下降至 8 月底的 0.41%（圖 4.9）。此次下降反映零售銀行批發資金成本及主要零售銀行定期存款利率同時下降。於首七個月，新造按揭平均貸款利率亦由 2.53% 下降至 1.79%，主要是由於 1 個月香港銀行同業拆息下跌。另一方面，儘管美國聯邦基金利率目標範圍於 3 月下調，主要零售銀行在回顧期內的最優惠貸款利率維持不變於 5.00% 至 5.50% 之間。

整體而言，港元貨幣市場於回顧期內一直有序運作。銀行體系流動性充裕，加上銀行持有大量的外匯基金票據及債券（總額約為 10,000 億港元），為香港的貨幣及金融穩定提供了強大的流動性緩衝。

### 離岸人民幣銀行業務

鑑於新型冠狀病毒疫情及美元資金緊張，離岸及在岸人民幣自 3 月份起面臨貶值壓力（圖 4.10）。隨著中美關係緊張局勢加劇，離岸及在岸人民幣兌美元於 5 月底跌至 7.19 的十年低位。其後人民幣略有回升，部分由於美元轉弱，部分則反映市場對中國經濟復甦的正面情緒。儘管經濟及金融市場狀況波動，在岸及離岸人民幣匯率之間的差價按歷史標準而言仍屬溫和，隨着人民幣自 5 月底貶值壓力減輕，在岸及離岸人民幣匯率之間的折讓轉為輕微溢價。

## 貨幣及金融狀況

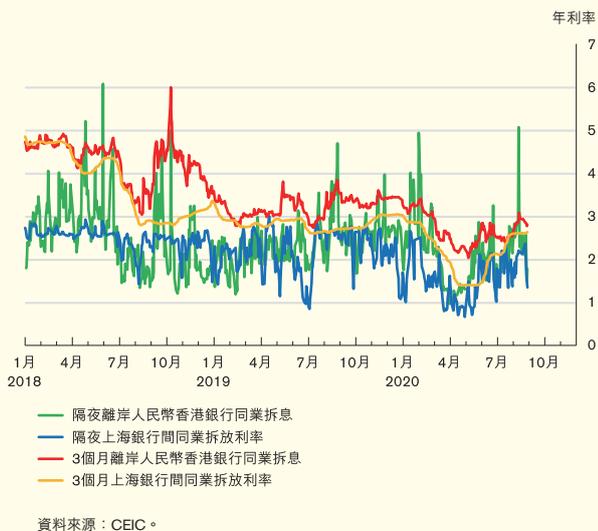
**圖 4.10**  
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

儘管新型冠狀病毒疫情及中美關係緊張局勢升溫帶來不明朗因素，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，隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息大部分時間低於3%，並在中國人民銀行推出貨幣寬鬆措施後於3月及4月有所回軟（圖 4.11）。<sup>33</sup> 6月份拆息出現溫和波動，部分受接近半年結時北向匯款以及季節性流動資金需求所推動。

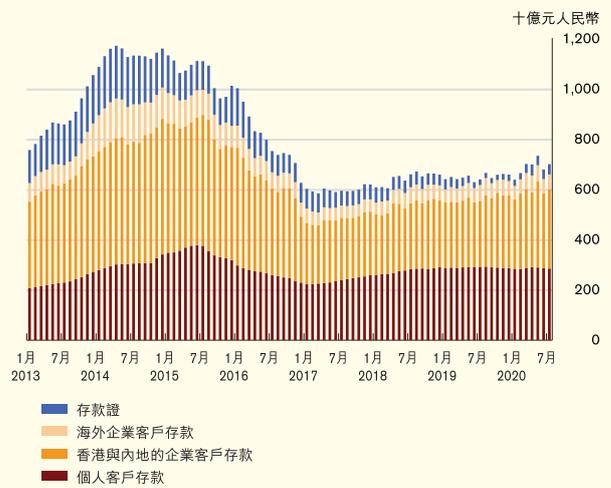
**圖 4.11**  
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC。

香港的離岸人民幣資金池於2020年首七個月繼續擴張。於2020年首七個月，人民幣客戶存款及存款證餘額溫和增長6.2%，截至7月底達到6,992億元人民幣（圖 4.12及表 4.A）。受企業客戶存款溫和增長帶動，人民幣客戶存款增加4.1%。然而，個人客戶存款則略有減少，部分反映本地居民的人民幣北向轉移以投資於在岸市場。另一方面，隨著上半年人民幣存款證發行量增加，存款證餘額強勁增長58.2%。

**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

	2019年12月	2020年7月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	658.0	699.2
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	632.2	658.3
人民幣存款佔存款總額（%）	5.1	5.0
人民幣存款證（十億元人民幣）	25.8	40.9
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	153.7	162.0
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	204	206
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	76.3	98.0
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	95.4	101.7
	<b>2020年1月至7月</b>	
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	3,724.4	
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	1,602.1	
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	1,768.3	
香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億元人民幣）	1,201.1	

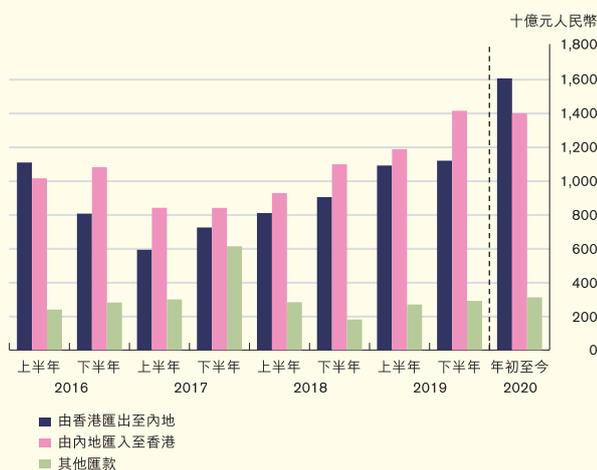
資料來源：金管局。

<sup>33</sup> 參閱第2.2章有關中國人民銀行貨幣寬鬆措施的概述。

## 貨幣及金融狀況

本港的人民幣銀行貸款繼續維持穩定增長。於2020年首七個月內，人民幣銀行貸款餘額增長5.4%至1,620億元人民幣。同時，香港的人民幣貿易結算進一步增長。於2020年首七個月，本港銀行處理的交易總額為37,244億元人民幣，較去年同期增長23.9%，主要是由匯出中國內地的匯款帶動（圖4.13）。整體而言，香港人民幣資金池繼續為大量人民幣支付及融資中介活動提供充足支持。於首七個月，人民幣即時支付結算系統每日平均交易量保持在高位，為12,011億元人民幣，對比2019年同期為11,213億元人民幣。

圖4.13  
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

展望未來，香港離岸人民幣業務的發展將繼續受到不斷演變的宏觀金融及地緣政治環境所影響。儘管新型冠狀病毒疫情及中美關係緊張，為前景帶來不明朗因素，但隨著內地資本帳持續開放、國際投資者對人民幣資產需求增加，以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作增加，預期將進一步推動香港離岸人民幣業務發展。<sup>34</sup>

<sup>34</sup> 於6月29日，中國人民銀行、香港金融管理局以及澳門金融管理局聯合宣佈開展粵港澳大灣區「跨境理財通」業務試點計劃（「跨境理財通」），旨在促進粵港澳大灣區居民個人跨境投資便利化。

## 資產市場

與全球股市走勢類似，香港股市在回顧期內先是因新型冠狀病毒疫情爆發而下挫，其後雖然疫情尚未全面受控，但由於全球應對疫情的金融及財政刺激政策有望支持經濟復甦，引發市場的樂觀態度，香港股市逐步收復失地。與此同時，港元債務市場及香港離岸人民幣債務市場於2020年上半年小幅擴張。隨着新型冠狀病毒疫情持續，住宅物業市場活動於第2季回升後，於7至8月期間再次轉弱。

### 4.3 股市

香港股市於回顧期內大幅上落。受新型冠狀病毒疫情爆發及經濟形勢不明朗所影響，恒生指數於2020年第1季大幅下挫。經濟活動封鎖，加上對全球經濟出現衰退的擔憂，令全球經濟遭受重大衝擊。在巨大的拋售壓力下，香港股市亦與全球其他股市一樣暴跌，於3月下旬曾一度跌至三年多以來的最低位。

受到全球金融及財政刺激政策有望帶動經濟活動復甦的樂觀情緒影響，本港股市及其他主要股市迅速反彈。主要央行採取的無上限資產購買計劃等積極措施，為金融市場提供了大量的流動性支援。這些央行措施及全球政府機構推出的重大財政刺激政策，充分體現政策制定者應對此次空前的全球經濟衰退的決心和努力。

在此背景下，儘管疫情尚未得到全面控制，全球大部分股市於第2季收復失地，摩根士丹利國際資本世界指數於回顧期末創下新高。然而，儘管恒生指數自三月的年內低位回升，但其表現仍較其他主要股票市場遜色。

於回顧期內，朝鮮半島再現緊張局勢、中美關係緊張局勢升級及其對香港的潛在影響等地緣政治風險不斷顯現，但目前為止上述地緣政治風險對本港股市只有短暫的影響。

整體而言，在2020年3月至2020年8月期間，恒生指數下跌4.2%，同期摩根士丹利國際資本世界指數上升11.0%（圖4.14）。期權引伸波幅最初於3月中旬急升至高位，隨後輕微下跌，但由於股市尚有可能面臨更多不明朗因素，期權引伸波幅仍高於過往的平均值。偏斜指數於期末反彈，反映投資者擔憂尾端風險進一步升級，故願意支付更多費用以對沖下跌風險（圖4.15）。<sup>35</sup>

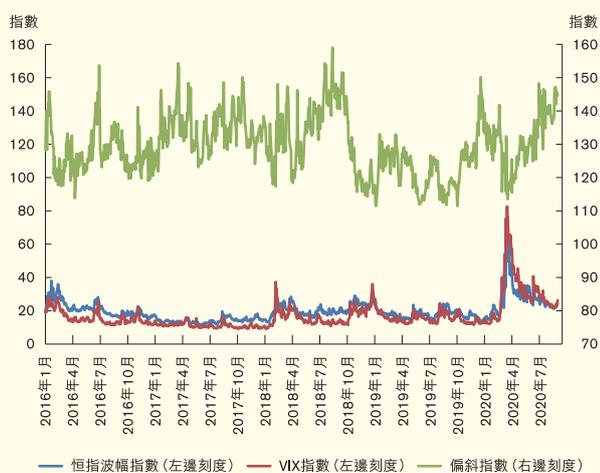
圖 4.14  
股票價格及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源：彭博。

<sup>35</sup> 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率微不足道。隨着偏斜升至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>。

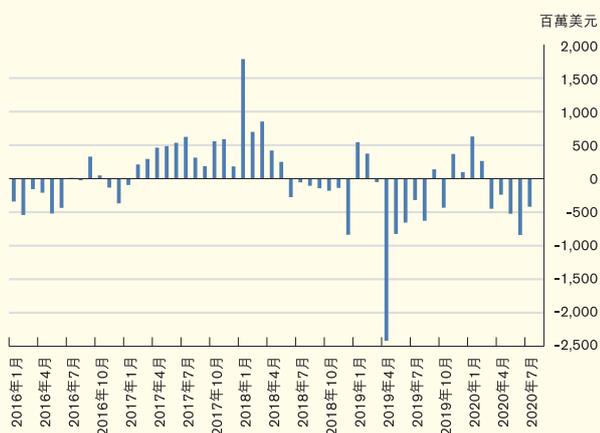
**圖 4.15**  
恒指及標普 500 的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博。

基於新型冠狀病毒爆發所引起的不明朗因素，以及中美緊張局勢升級所帶來的風險，投資者對港股的投資意欲受到影響。在此背景下，香港股票基金於回顧期內錄得輕微淨流出，反映國際投資者態度謹慎（圖 4.16）。

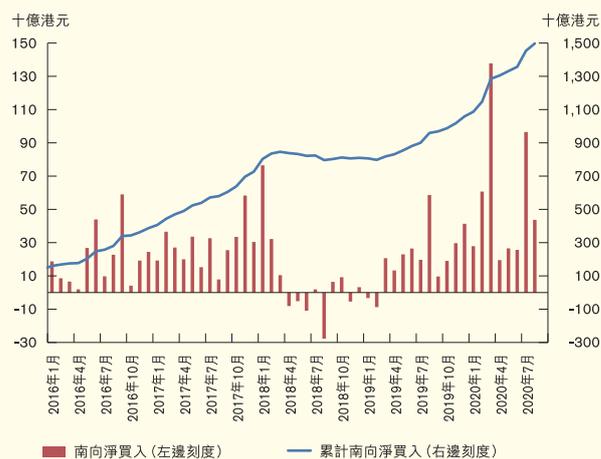
**圖 4.16**  
香港的股票市場資金淨流入



資料來源：EPFR Global。

然而，香港股市同期錄得大量的內地資金流入。自從滬港通及深港通計劃開通以來，透過該計劃累積的南向淨買入金額大幅增長至8月底的14,973億港元，較去年同期增加了56%（圖 4.17）。

**圖 4.17**  
透過股市互聯互通機制的淨流動



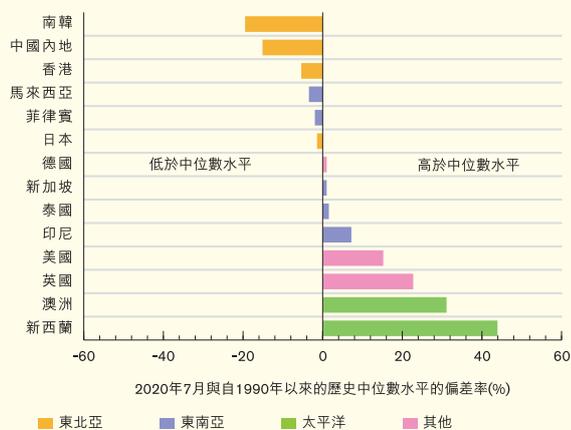
註：南向淨買入金額指滬港通及深港通淨買入額的總和。

資料來源：CEIC、港交所及金管局職員估計數字。

香港一級市場錄得顯著增長。2020年上半年，透過首次公開招股籌集的資金按年增長22%，64宗新股上市合共集資875億港元。越來越多的內地科技公司尋求在香港二次上市，其中兩間在美國上市的大型內地公司集資合共逾543億港元。

展望未來，本港股市對本港及外圍市場的狀況仍然十分敏感，尤其是新型冠狀病毒疫情蔓延的風險仍然持續，全球經濟復甦進程面臨諸多不明朗因素，央行及各國政府機構是否有充足的政策空間應對未來衝擊，目前尚不明確。此外，中美關係惡化等地緣政治風險，將進一步困擾香港股票投資者的市場情緒。因此，雖然本港股市在估值方面具吸引力，但短期內波動可能會加劇（圖 4.18）。

**圖 4.18**  
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 4.19**  
港元主權及非主權債券與 10 年期美國國庫債券的收益率



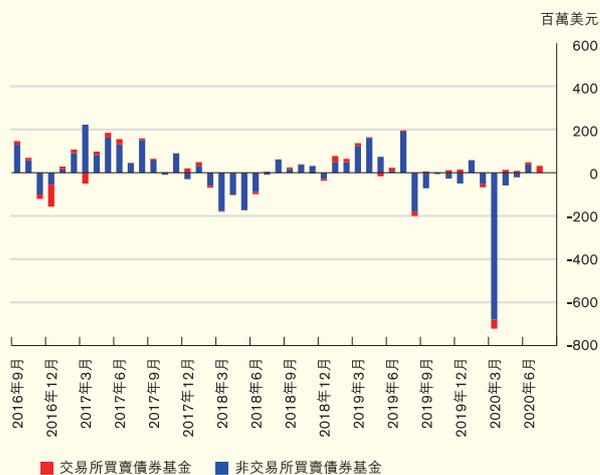
資料來源：ICE Data Indices 及金管局。

## 4.4 債券市場

在發行量穩定增長支持下，港元債券市場於 2020 年上半年溫和擴張。由於主要央行實施大規模貨幣寬鬆政策，港元主權及非主權債券收益率於 3 月初均大幅降至歷史最低位。隨著美國國債以及其他發達經濟體債券收益率大幅下行，港元債券收益率於第 1 季亦相應下跌。3 月以後債券收益率止跌，但仍於低位徘徊。在第 1 季之後，儘管疫情的蔓延尚未完全受控，但全球各國政府空前的應對疫情的金融及財政刺激政策支持令市場對經濟活動的復甦持樂觀態度，進而吸引投資者重返債券及其他風險資產市場（圖 4.19）。

歐洲及美國於 2 月底和 3 月中旬相繼爆發新型冠狀病毒疫情引發恐慌情緒，令投資者傾向於持有更多現金，導致全球債券基金普遍錄得資金淨流出，香港亦不例外。受非交易所交易買賣的債券基金贖回所推動，香港債券基金 3 月淨贖回額達 7.22 億美元，創下歷史新高。其後，主要央行及各國政府採取空前的刺激措施，令全球經濟前景略有好轉，香港及其他新興市場的債券基金流出情況因而轉趨穩定（圖 4.20）。

**圖 4.20**  
交易所買賣及非交易所交易買賣的香港債券基金淨流量

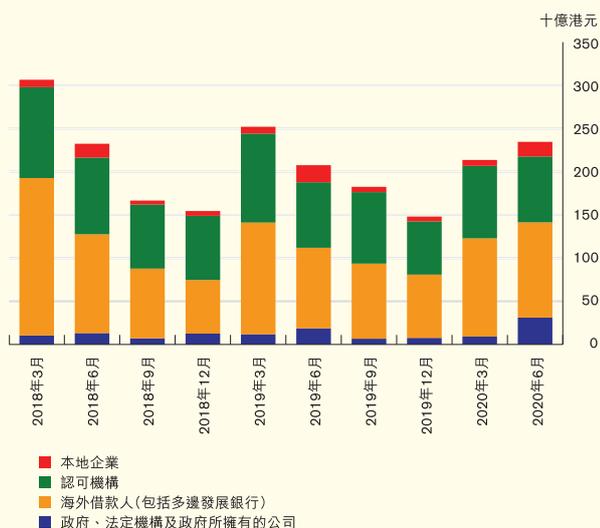


資料來源：EPFR Global。

## 貨幣及金融狀況

2020年首6個月的港元債券總發行量按年下降3.2%至20,313億港元，主要是由於外匯基金票據及債券發行量減少3.3%，高於政府部門及海外借款人發行量的總增幅（圖4.21）。

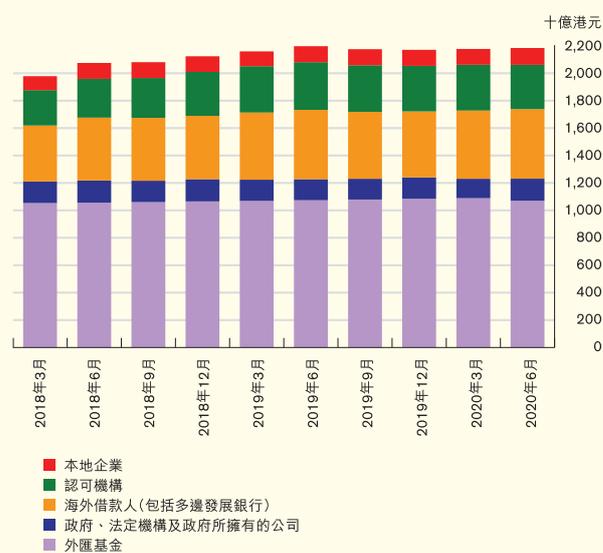
圖4.21  
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債券



資料來源：金管局。

未償還港元債券金額按年略為收縮0.6%，於2020年6月底為21,790億港元（圖4.22），相當於港元M3的28.5%或銀行業以港元計值資產的23.2%。其中，本地私營機構的未償還債券較去年同期下跌4.1%至4,445億港元，主要原因是認可機構的未償還債券減少。未償還外匯基金票據及債券亦按年下跌0.3%至10,677億港元。

圖4.22  
未償還的港元債券

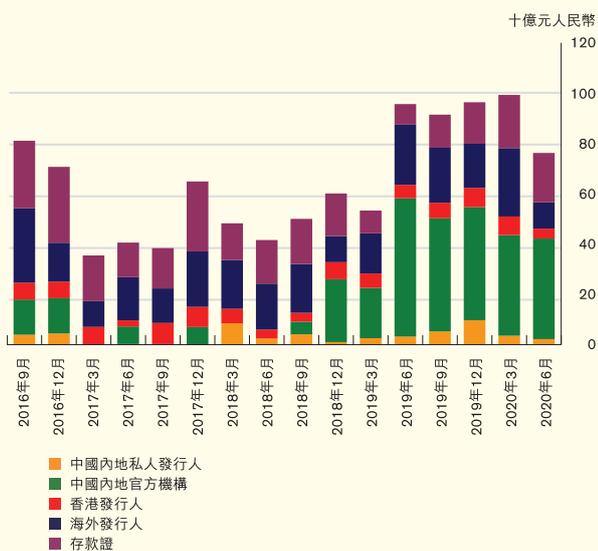


資料來源：金管局。

與港元債券市場不同，香港離岸人民幣債券市場持續穩步擴張。2020年上半年新發行的離岸人民幣債券總額按年大幅上升17.8%至1,755億元人民幣。該增幅主要由存款證139%的發行量增幅所帶動，而這些存款證主要由本地金融機構所發行。存款證的發行量增幅足以抵銷海外及中國內地私人發行人所發行債券的5.4%總跌幅（圖4.23）。中國人民銀行為降低企業借貸成本而採取的貨幣政策為在岸人民幣債券市場提供強力支持，因此在岸與離岸資金成本之間的利差於4月初拉寬至68個基點的高位。然而，在回顧期末，由於在岸人民幣債券市場的融資成本回升，該利差方向已出現逆轉（圖4.24）。

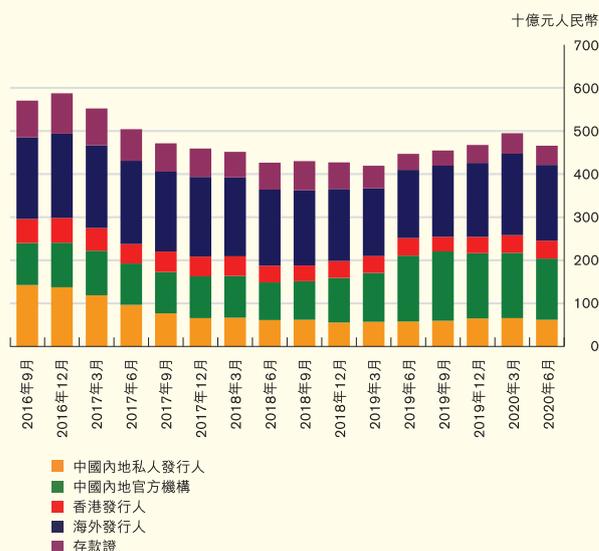
貨幣及金融狀況

**圖 4.23**  
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**  
香港的未償還離岸人民幣債券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

**圖 4.24**  
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。

由於新發行量增長，截至2020年6月底，離岸人民幣債務證券的未償還總額錄得4%的按年增幅，至4,657億元人民幣（圖 4.25）。

對新型冠狀病毒疫情再次大規模爆發、全球經濟放緩以及中美關係惡化的擔憂，成為全球市場緊張情緒蔓延的主要因素，因此本港債券市場（包括離岸人民幣債券市場）的短期前景仍然充滿挑戰。於過去數月的疫情期間，全球服務業及製造業的經濟活動近乎停頓，且並無明顯跡象可於短期內全面復甦。企業在推出新投資項目及參與長期項目時會更加謹慎，導致他們的長期資金需求受到抑制。另一方面，儘管針對疫情所採取的寬鬆財政及貨幣政策令債券市場的穩定性及流動性有所恢復，但鑑於經濟不明朗因素增加，市場信貸風險上升，債券投資者或將更加審慎。

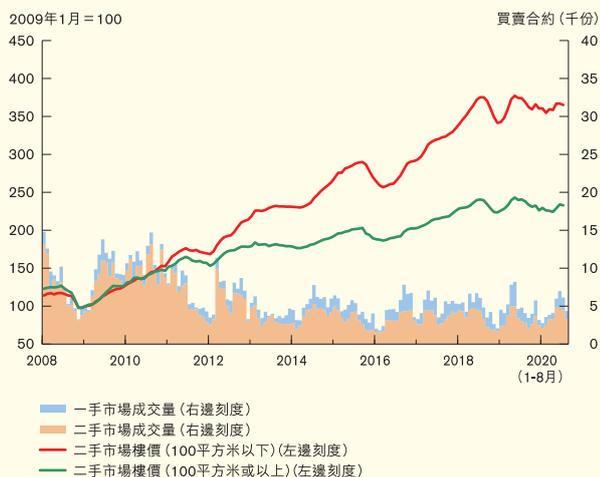
## 4.5 物業市場

### 住宅物業市場

住宅物業市場在第1季表現淡靜後，於第2季有所回升，部分受低利率環境及本地新型冠狀病毒疫情暫趨穩定所支持。尤其當限制公眾聚集的措施於5月逐步放寬後，地產發展商陸續恢復推售新盤，二手市場的潛在買家亦恢復睇樓活動。因此，第2季度住宅成交量較第1季度增長67%（圖4.26）。其後，隨着本地新型冠狀病毒感染個案增加，住宅物業市場活動再度放緩，平均每月成交量於7月至8月期間減少至約5,250個單位。

二手市場樓價自2019年5月的高位下跌4.7%後，在2020年3月至6月期間回升約2.2%。其中，大型單位（實用面積100平方米或以上）價格增長速度較中小型單位（實用面積小於100平方米）為快。近期市場數據顯示樓價於7月至8月期間稍為回軟。

**圖 4.26**  
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。

隨着樓價有所回升及家庭收入放緩，置業負擔能力於上半年進一步趨緊。第2季的樓價與收入比率達18.8，而1997年的峰值則為14.6。收入槓桿比率亦升至86.6%，遠高於其長期平均值（圖4.27）。<sup>36</sup>此外，由於住宅租金有所回落，買租價差於2020年上半年亦有所上升（圖4.28）。<sup>37</sup>同時，住宅租金回報率於7月回落至1.8-2.4%的低位。

**圖 4.27**  
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 4.28**  
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。

<sup>36</sup> 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。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。

<sup>37</sup> 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。

## 貨幣及金融狀況

主要由於最近數月的香港銀行同業拆息有所下跌(另見第4.2節),新造按揭的平均利率於7月下降至約1.8%的低位。儘管多家銀行曾收緊新造按揭優惠及削減現金回贈,但由於按揭市場競爭激烈,部分銀行在8月底再次提供現金回贈。

雖然疫情及經濟衰退加劇為樓市帶來下行風險,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抵禦物業市場衝擊的能力。新造按揭的供款與收入比率於1月至7月期間維持在大約36%的低位。而7月的新造平均按揭成數為58%,仍低於採取相關措施之前64%的比率。

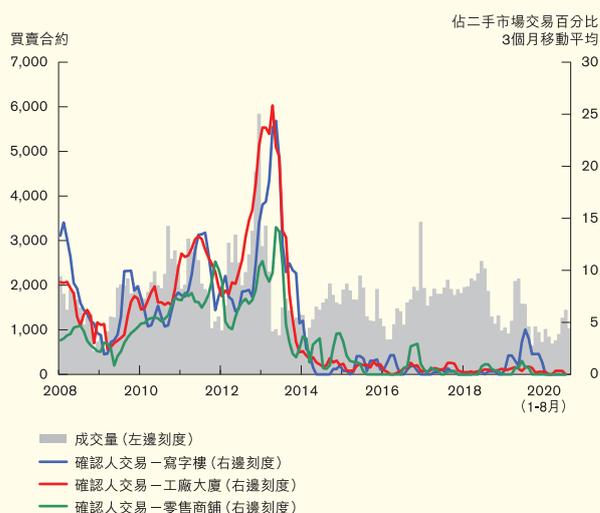
住宅物業市場前景受前面幾章所述的眾多不明朗因素及風險所影響。一方面,新型冠狀病毒疫情持續,加上經濟衰退加劇以及失業率上升,均會遏抑住宅需求。住宅物業市場氣氛亦可能受中美關係緊張等一些外圍風險及不明確因素所影響。另一方面,長期超低利率將繼續是支持資產價格的一項因素。長遠而言,住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。根據最新落成量數字,私人住宅供應並未受到疫情所干擾。截至7月底,有超過11,000個單位落成,已達到政府2020年預測數字的一半以上。

## 非住宅物業市場

受經濟活動收縮所影響,非住宅物業市場在2020年上半年進一步回軟,平均每月成交量在1月至6月期間跌至912個單位的新低(圖4.29)。確認人交易量顯示投機活動仍然低迷。價格方面,工商物業價格於上半年錄得不同程度的變動,其中寫字樓價格進一步下跌,而零售商舖的價格繼去年下半年急跌後略有回升(圖4.30)。商業租賃市場表現依然疲弱。寫字樓及零售商舖租金持續偏軟,部分反映某些業主因應空置率上升而願意提供租金寬減(圖4.31)。整體租金回報率維持在2.6–2.9%的低位。

非住宅物業市場的前景在短期內仍然充滿挑戰。若疫情持續一段長時間,本地經濟活動或會進一步轉差,而訪港旅遊業亦可能會持續低迷,令寫字樓及零售商舖的租金收入及資本價值受壓。此外,中美關係緊張等其他因素亦有可能為商業環境增添不確定性,進而影響營商信心及遏抑工商物業需求。

圖 4.29  
非住宅物業成交量



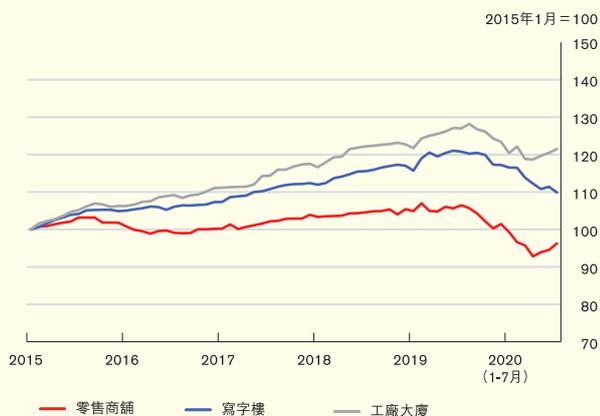
資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖 4.30  
非住宅物業價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

**圖4.31**  
非住宅物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

鑑於非住宅物業市場自去年起出現顯著調整並預期會持續受壓，加上考慮到經濟基調和外圍環境等其他因素，金管局認為現時適合放寬適用於非住宅物業的逆周期宏觀審慎監管措施。自2020年8月20日起，非住宅物業按揭貸款的適用按揭成數上限上調10個百分點。<sup>38</sup>

<sup>38</sup> 詳情請參閱金管局於2020年8月19日發出的「非住宅物業按揭貸款的審慎監管措施」通告。

## 5. 銀行業的表現

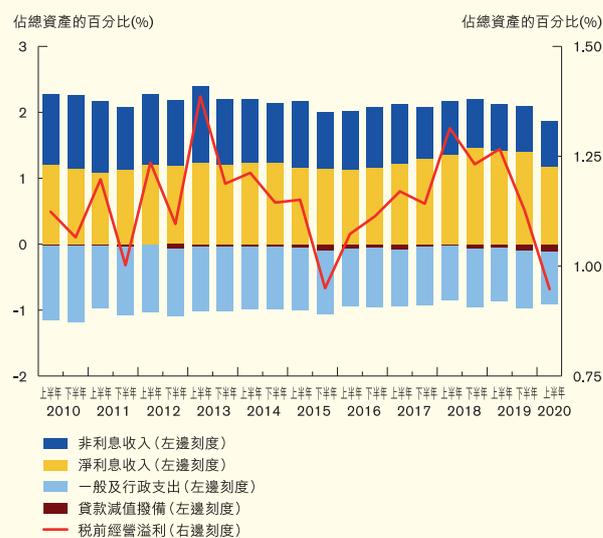
由於全球新型冠狀病毒疫情爆發導致香港經濟進一步下滑，香港的零售銀行於2020年上半年盈利有所減少，資產質素亦略有下降。然而，香港銀行業仍保持穩健，資本及流動性狀況按國際標準衡量依然強勁。為應對疫情，金管局已與銀行業共同合作，積極推出紓困措施減輕借款人的現金流壓力。這些措施有助穩定信貸供應，以協助社會各界渡過這段困難時期。展望未來，香港銀行業仍將面臨多項下行風險因素帶來的挑戰，包括疫情及中美緊張關係升溫的因素影響，全球及本地經濟復甦路徑仍存在巨大的不確定性。鑑於這些風險因素可能持續存在，尤其是在經濟衰退可能削弱企業和家庭還款能力的情況下，銀行應仔細評估對其貸款組合資產質素的長遠影響。

### 5.1 盈利及資本額

#### 盈利

由於在新型冠狀病毒疫情期間全球經濟環境惡化，銀行業於2020年上半年的盈利有所減少。2020年上半年，零售銀行整體稅前經營溢利<sup>39</sup>較2019年同期下跌20.0%。溢利減少主要因淨利息收入減少及貸款減值撥備增加，超出非利息收入的輕微增長。因此，資產回報率於2020年上半年下降至近期新低的0.95%，而2019年同期為1.27%（圖5.1）。

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。

2020年上半年，零售銀行的淨息差由2019年同期的1.62%收窄26個基點至1.37%（圖5.2），部分原因是香港銀行同業拆息在第2季顯著下跌（於下文詳述），導致銀行以香港銀行同業拆息為基準資產的息差受壓。<sup>40</sup>

<sup>39</sup> 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。

<sup>40</sup> 市場資料顯示，為應對息差受壓，部分零售銀行自6月下旬以來已調高按揭利率及減少現金回佣。

## 銀行業的表現

**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。

由於美國聯邦儲備局於3月將政策利率合共調低150個基點至接近零水平以緩衝新型冠狀病毒疫情帶來的不利影響，在第2季大量資本流入港元的背景下，香港銀行同業拆息於同期間大幅下跌。<sup>41</sup>其中，3個月香港銀行同業拆息於第1季下跌50個基點後，於第2季顯著下跌115個基點至2020年6月底的0.78%（圖5.3中的藍線）。

綜合利率（衡量零售銀行平均港元資金成本的指標）的走勢亦大致相同。反映銀行同業間借貸成本下降及部分主要零售銀行調低定期存款利率，綜合利率先由2019年底的1.09%下跌至2020年3月底的0.95%，其後較明顯地下跌至2020年6月底的0.71%（圖5.3中的綠線）。

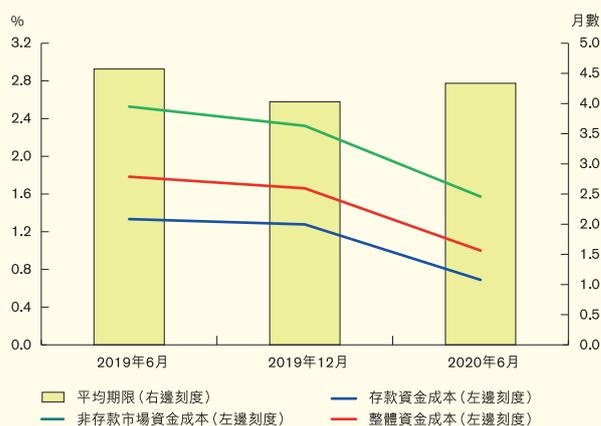
**圖 5.3**  
利率



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

從更廣泛的角度來看，本港持牌銀行的平均整體港元及美元資金成本在2020年上半年溫和下跌66個基點（圖5.4）。

**圖 5.4**  
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



註：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已根據新框架提交申報表，而獲豁免的持牌銀行則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。

<sup>41</sup> 自今年4月下旬以來，強方兌換保證被多次觸發。詳情請參閱第4.1章。

## 銀行業的表現

展望未來，由於低利率環境很可能會持續，繼續對銀行的淨息差施壓，這將對銀行的盈利前景帶來更大挑戰。與此同時，鑑於多種因素（包括疫情反覆及中美緊張關係升溫）可能令香港經濟進一步下滑，資產質素下降亦會拖累銀行的盈利。

## 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。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2020年6月底大致維持在與六個月前相近的20.7%（圖5.5）。一級資本比率小幅上升至18.7%，其中16.6%為普通股權一級（CET1）資本。

圖 5.5  
本地註冊認可機構資本額

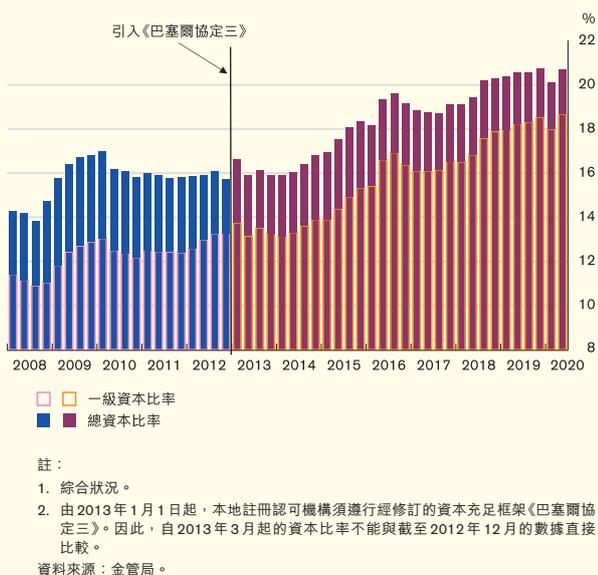
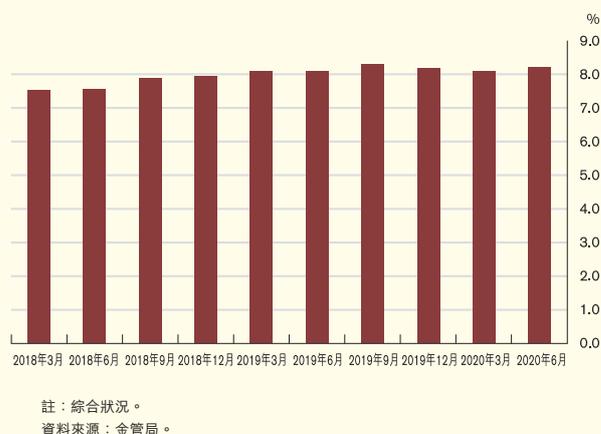


圖 5.6  
本地註冊認可機構的槓桿比率



## 5.2 流動性及利率風險

## 流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」<sup>43</sup> 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於2020年第2季達到156.5%的水平，與2019年第4季的159.9%相若（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則由2019年第4季的56.4%上升至2020年第2季的57.2%，亦遠高於25%的法定最低要求。

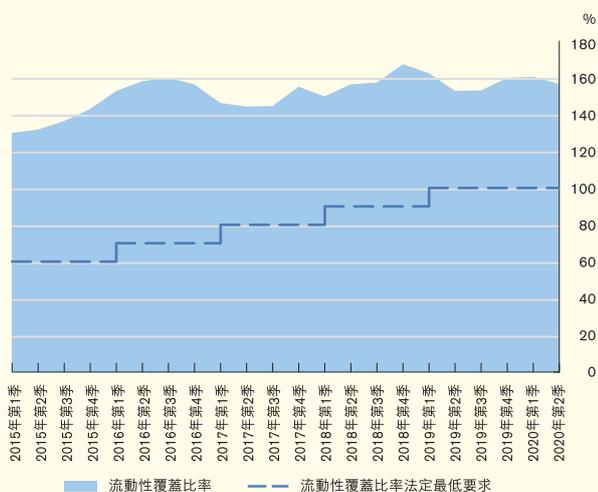
除了風險為本的資本充足比率外，還有《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，用以限制銀行體系過度的槓桿。<sup>42</sup> 本地註冊認可機構的槓桿比率於2020年6月底維持在8.2%的穩健水平，超過3%的法定最低水平（圖5.6）。

<sup>42</sup> 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](https://www.bis.org/basel_framework/standard/LEV.htm))。

<sup>43</sup> 《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，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」。

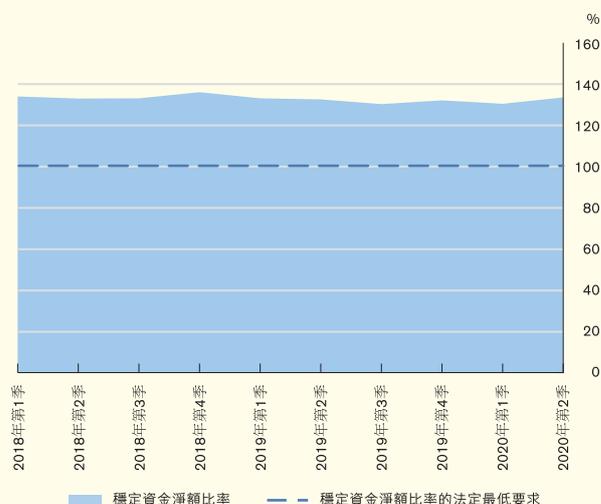
## 銀行業的表現

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。

圖 5.8  
穩定資金淨額比率

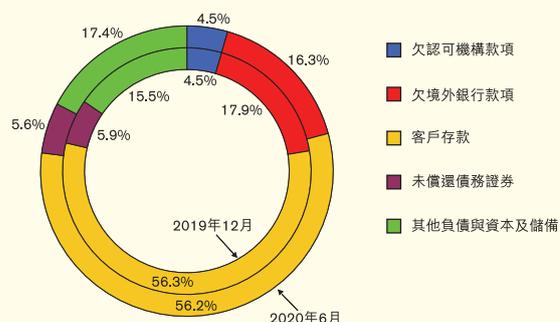


註：綜合狀況。  
資料來源：金管局。

穩定資金淨額比率<sup>44</sup>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 類機構的平均穩定資金淨額比率於 2020 年第 2 季維持在 133.1% 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 138.1% 的高水平，超過 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流動性衝擊。

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 2020 年 6 月底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例徘徊於 56.2%，與 6 個月前的水平相若（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。

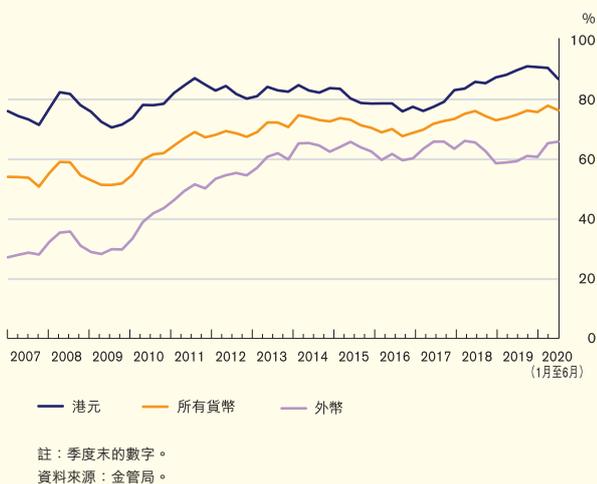
<sup>44</sup> 在香港，第 1 類機構須遵循穩定資金淨額比率；而指定為第 2A 類機構的第 2 類機構須遵循有關在本港適用的核心資金比率規定。根據《銀行業（流動性）規則》，第 1 類機構須時刻維持不少於 100% 的穩定資金淨額比率。第 2A 類機構在 2019 年 1 月之後的每個公曆月，均須維持平均不少於 75% 的核心資金比率。詳情請參閱《銀行業（流動性）規則》（香港法例第 155Q 章）。

## 銀行業的表現

所有認可機構的平均港元貸存比率由2019年年底的90.3%下跌至2020年6月底的86.4% (圖 5.10)，反映了2020年上半年港元存款增加而貸款及墊款輕微減少。<sup>45</sup>

相比之下，由於自3月以來外幣貸款 (尤其是美元貸款) 需求強勁，平均外幣貸存比率於同期由60.4%上升至65.5%。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6個月前的75.3%上升至2020年6月底的76.0%。

**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2020年第2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2020年6月底資本基礎總額的1.43% (圖 5.11)。<sup>46</sup>

<sup>45</sup> 港元貸存比率在最近數季維持在較高水平，但最近則有所下降。然而，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2020年6月底，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) 約為73%。

<sup>46</sup> 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。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：

- 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2020年6月底，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。
- 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳<sup>47</sup>的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。
- 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

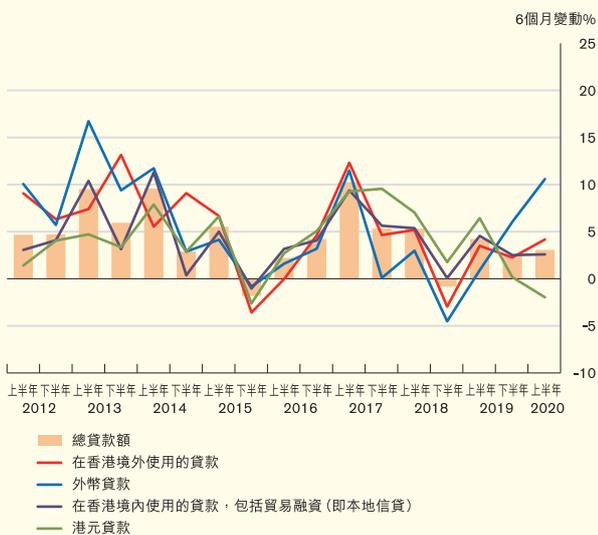
## 概述

儘管香港經濟衰退情況加劇，但銀行業貸款及墊款總額繼2019年下半年增長2.4%後，於2020年上半年增長輕微加快至3.0% (圖 5.12)。貸款增長表現全面，同期在香港境外使用的貸款增長由去年下半年的2.2%加速至今年上半年的4.2%，在香港使用的貸款 (包括在香港境內使用的貸款及貿易融資) 的增長大致維持在2.6%的水平。

<sup>47</sup> 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。

## 銀行業的表現

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。

按貨幣分析，2020年上半年港元貸款減少2.0%。相反，外幣貸款則大幅增長10.6%，部分由於新型冠狀病毒疫情在3月中旬前後引發全球美元流動性壓力驟升，導致企業在全球尋求美元融資，令美元貸款需求強勁。此外，在同年3至4月時期港元與美元之間的息差亦可能令美元借貸顯得較具吸引力。

銀行對短期信貸需求前景的預期仍存在分歧。金管局2020年6月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，預期其後3個月貸款需求將會下跌及需求將會增加的受訪認可機構的比例大致相若，分別為24%及21%（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 9月	2019年 12月	2020年 3月	2020年 6月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	14	18	24	21
保持平穩	41	68	36	55
略為下降	45	14	40	24
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

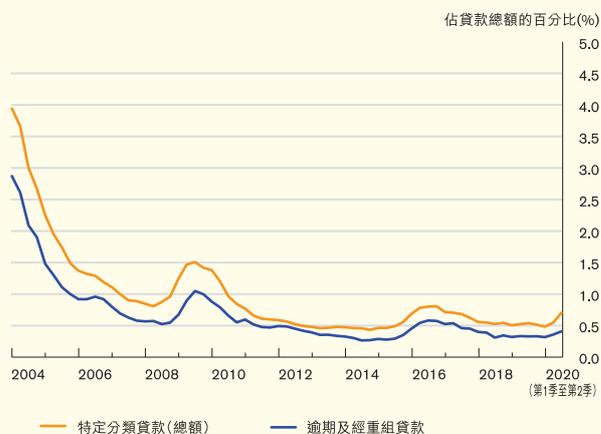
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

在新型冠狀病毒疫情爆發及普遍的經濟衰退的情況下，銀行貸款組合的資產質素於上半年出現繼續轉差的跡象，儘管程度仍屬緩和。所有認可機構的總特定分類貸款比率由2019年年底的0.57%上升至2020年6月底的0.79%，而逾期及經重組貸款比率由2019年年底的0.34%亦上升至2020年6月底的0.49%。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上升至0.71%及0.41%（圖5.13）。

鑑於新型冠狀病毒肺炎疫情爆發影響借款人的還款能力，銀行未來幾季的資產質素或會繼續轉差，以致貸款損失撥備可能繼續增加。金管局已要求銀行秉持貸款分類標準以能適時反映資產質素的變化，並同時預留足夠的撥備。

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<sup>48</sup>

以半年計，個人貸款增長由2019年下半年的5.7%減慢至2020年上半年的1.6%，反映了私人貸款減少（包括信用卡墊款和其他私人用途貸款）及住宅按揭貸款增長減慢（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		2020年
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年
住宅按揭貸款	5.0	4.0	4.6	3.2	4.7	5.6	3.5
私人貸款	5.6	12.4	7.1	4.5	11.0	5.8	-2.3
其中：							
信用卡墊款	-7.8	11.0	-5.0	10.6	-3.8	4.1	-9.0
其他私人用途貸款	9.9	12.7	10.3	3.2	14.7	6.2	-1.0
個人貸款總額	5.2	6.5	5.4	3.6	6.8	5.7	1.6

註：

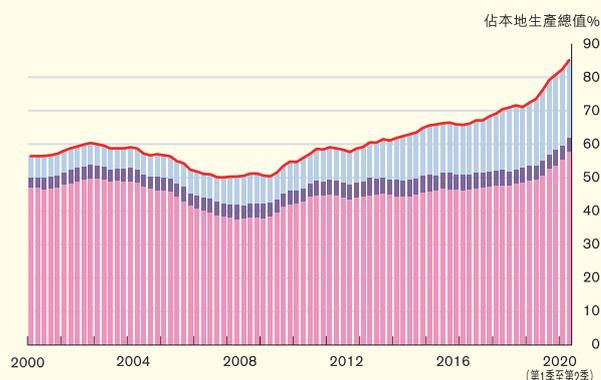
1. 由2018年12月起，個人貸款的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。表中所示的自2019年上半年起增幅數字，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至2018年下半年的歷史增幅，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。

2. 由於認可機構先前提交的數據分類問題，由2017年起的個人貸款數據已被修訂。

資料來源：金管局。

雖然家庭負債增長在2020年上半年有所放緩，但由於香港經濟收縮，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年下半年的80.8%進一步上升至2020年上半年的85.1%（圖5.14）。反映此次經濟下行的性質，經濟活動於上半年顯著收縮，並較家庭債務的償還速度快，從而推高家庭負債對本地生產總值的比率。事實上，該比率於上半年上升4.3個百分點，而名義本地生產總值的收縮對該比率的上升貢獻了當中的3.0個百分點。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。我們預期，家庭負債佔本地生產總值的比率於短期內或維持在高位，未來的走勢將取決於未來經濟情況。

**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。

4. 由於認可機構先前提交數據分類問題，由2017年起的個人貸款數據已被修訂。

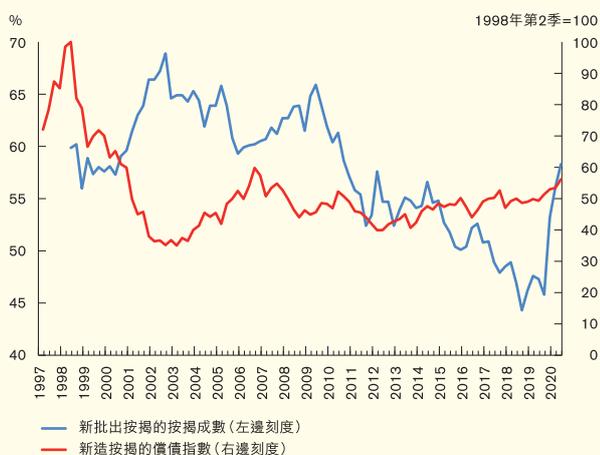
資料來源：金管局。

在家庭負債當中，雖然住宅按揭貸款於上半年繼續上升，但增速較去年放緩。銀行的按揭貸款組合仍保持穩健，於2020年第2季，拖欠比率徘徊在0.04%的低水平。新批按揭的平均按揭成數由2019年12月的53.2%繼續上升至2020年6月的58.3%（圖5.15），部分反映在按揭保險計劃下批出按揭數目的增加。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%。此外，新批按揭的平均供款與入息比率於6月維持在約36.2%，較2010年8月金管局收緊借款申請人的供款與入息比率上限前為低（2010年8月：41%）。

<sup>48</sup> 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作其他商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為由金融資產作抵押的私人銀行和財富管理客戶貸款、信用卡墊款及無抵押的私人貸款。於2020年6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為31.6%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

## 銀行業的表現

**圖 5.15**  
新造按揭貸款的按揭成數及個人債務負擔



註：

1. 償債指數以最優惠貸款利率為基準的平均按揭利率計算。
2. 按揭成數為於每季中最後一個月新批出按揭的比率。
3. 由於認可機構先前提交的數據分類問題，由 2017 年 1 月至 2020 年 4 月的按揭貸款數據已修訂。因此，有關期間的平均按揭成數及償債指數的歷史數值亦已相應修訂。

資料來源：金管局及職員估計數字。

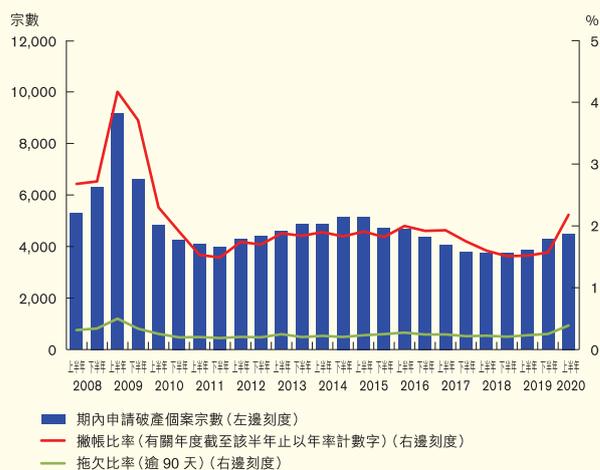
雖然坊間大多以家庭負債佔本地生產總值的比率評估家庭的財務狀況，但要作全面評估，仍需考慮家庭的整體資產負債狀況，包括資產水平及資產與負債的結構。我們估算，2018 年香港的家庭資產淨值對負債比率為 12.2 倍（英國：5 倍；新加坡：6 倍；美國：6 倍；日本：8 倍）；而家庭安全資產對負債比率維持在 3.04 倍（美國：1 倍；英國：1 倍；新加坡：1 倍；日本：3 倍）。上述比率均屬較高水平，並高於大多數發達經濟體，顯示香港家庭整體財務狀況穩健，有強大緩衝抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

由於本地利率下降及本港部分銀行提供按揭「還息不還本」計劃，這在短期內或可減輕個人債務負擔。然而，由於經濟衰退導致失業率大幅上升，家庭收入下降可能會抵銷前述兩個因素的正面影響。尤其是，新造按揭的償債指數<sup>49</sup>（即按平均家庭收入、平均按揭

貸款額及按揭利率等總體數據編製的指數）從 2019 年最後一季的 53.0 上升至 2020 年第 2 季的 56.2（圖 5.15 中的紅線），部分反映平均家庭收入下跌的影響。一項敏感度測試顯示，若家庭收入再下跌 10% 而其他條件不變下，該指數可能會進一步上升至 62.4。<sup>50</sup> 因此，銀行應對個人債務負擔上升所帶來的風險保持警惕。

2020 年上半年，在失業率上升的背景下，破產申請宗數亦同時繼續上升（圖 5.16）。於 2020 年第 2 季，按年率計的信用卡撇帳比率上升至 2.18%，而拖欠比率上升至 0.39%，大致反映新型冠狀病毒疫情對經濟的影響。

**圖 5.16**  
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。

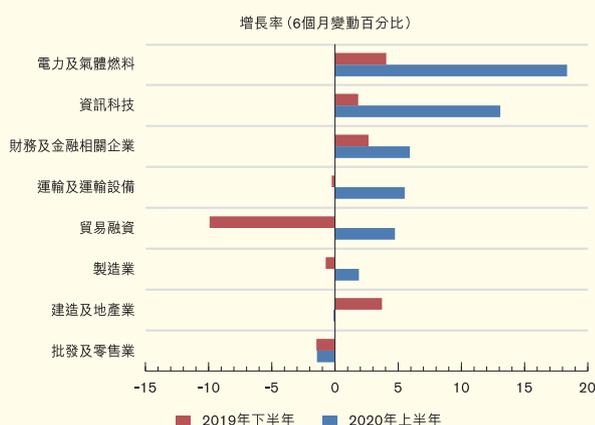
<sup>49</sup> 我們建構償債指數的方法是將根據多項總體數據估算的平均按揭供款額，除以家庭收入中位數的比率。償債指數上升可能顯示平均家庭收入下降、利率上升或住戶取用的平均按揭貸款額增加等情況的出現。根據該指數以往的變動，指數急升可能與個人貸款的資產質素轉差相關。基於定義的不同，償債指數的水平，不能與從認可機構調查直接得出的平均供款與入息比率作嚴格比較。

<sup>50</sup> 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。

### 公司貸款<sup>51</sup>

為紓緩公司在經濟困難時期面臨的流動資金壓力，金管局與銀行業已共同合作推出多項措施支持公司（尤其是屬於受重創行業的中小型企業（中小企））<sup>52</sup>。部分反映這些措施的效果，本地公司貸款（包括貿易融資）在2020年上半年增長3.0%，略快於去年下半年的1.1%。實際上，多個經濟部門的貸款增長均有所加快。在2020年上半年，提供予受到疫情重創的行業（包括運輸、貿易融資及製造業的貸款）已恢復正數增長，但批發及零售業的貸款仍繼續下降（圖5.17）。

圖5.17  
個別行業的本地企業貸款增長



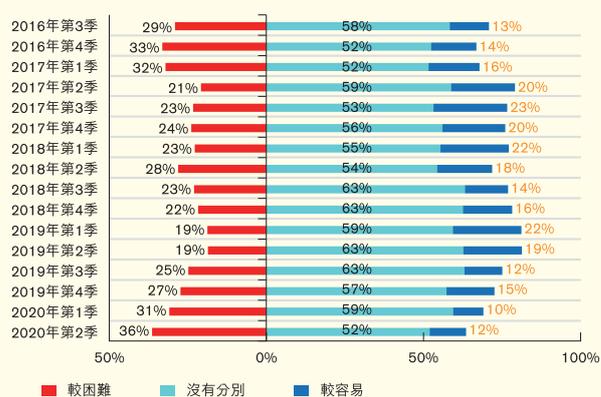
資料來源：金管局。

2020年第2季就中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，有36%的受訪者認為銀行的有關取態與6個月前相比「較困難」，高於第1季錄得的31%（圖5.18）。這百分比上升主要反映季內未曾向銀行申請或查詢新貸款的中小企的觀感，而其餘曾向銀行申請或查詢新貸款的受訪者當中認為「較困難」的百分比則維持穩定。因此，貸款較困難的觀感並不一定反映中小企在借貸上遇到實質困難，而是可以受多項因素（如媒

體／新聞報導、生意經營狀況及親友的意見等）所影響。儘管部分中小企感覺銀行批核貸款取態變得困難，實際借貸情況呈現改善跡象。於第2季，在已獲批貸款的受訪者中，5%受訪者表示銀行的取態有所收緊，較2020年第1季的17%顯著減少，更遠低於2019年第3季錄得的32%高位（圖5.19）。

因應新型冠狀病毒疫情，「中小企融資擔保計劃」推出多項支援中小企的優化措施，包括調高「八成信貸擔保產品」的貸款上限、延長擔保期、降低擔保費，以及提供還息不還本的安排。去年12月中旬，亦推出全新的「九成信貸擔保產品」，為中小企及營運紀錄尚淺的企業提供更多支持。為加強協助受疫情影響的企業資金周轉，2020年年初推出「百分百擔保特惠貸款」。這計劃與上述八成及九成擔保產品不同，資金由香港按揭證券有限公司而非銀行提供，所以銀行的審批只會着眼於借款企業是否符合計劃的申請條件，而非單純以商業考慮借貸，亦無需顧慮索償的問題，審批過程因此非常快捷。預期以上紓緩措施將繼續有助於緩解中小企的資金周轉壓力，協助它們渡過難關。

圖5.18  
中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感（與六個月前相比）



註：撇除回答「沒意見／不知道」的受訪者。

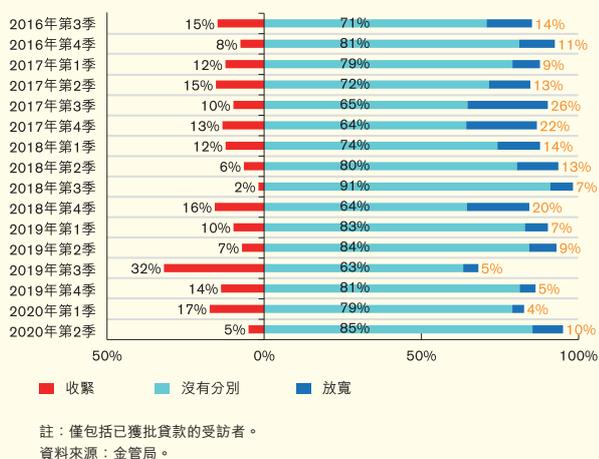
資料來源：金管局。

<sup>51</sup> 不包括銀行同業貸款。於2020年6月底，公司貸款佔本地貸款的比例為68.3%。

<sup>52</sup> 金管局已經於網站設立專頁，方便公眾了解金管局與銀行界在新型冠狀病毒疫情下支援中小企和市民的措施。有關這些措施的詳情，請瀏覽此網頁：[\(https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-regulatory-and-supervisory-regime/riding-out-the-covid-19-challenge/\)](https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-regulatory-and-supervisory-regime/riding-out-the-covid-19-challenge/)。

## 銀行業的表現

**圖 5.19**  
中小企表示銀行就已批出貸款取態的變動

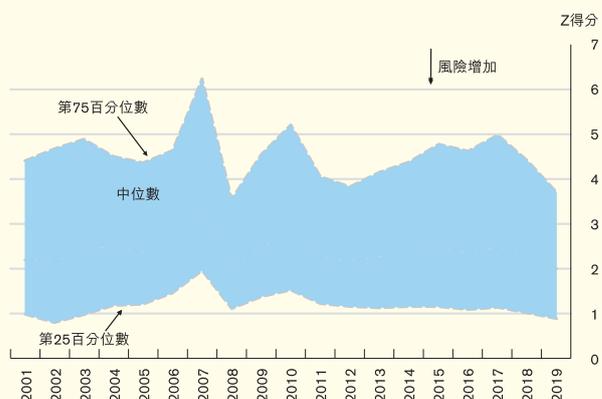


除了香港按揭證券有限公司轄下的「中小企融資擔保計劃」為中小企提供支援外，金管局亦同時推出多項措施協助紓緩資金周轉壓力。例如，金管局在2020年4月推出「預先批核還息不還本」計劃，讓合資格的企業客戶（即年度營業額在8億港元或以下，並無逾期償還銀行貸款多於30日的企業借款人），於2020年5月1日至10月31日期間的貸款本金還款獲自動延期6個月（貿易融資貸款本金還款期獲延長90天）。考慮到新型冠狀病毒疫情仍持續影響全球多個地區，金管局在2020年9月宣布，合資格企業客戶於11月1日至2021年4月30日到期的銀行貸款，將再獲額外6個月的本金還款自動延期安排（貿易融資貸款本金還款期則延長90天）。截至2020年7月底，綜合「預先批核還息不還本」計劃及銀行業推行的其他支援企業措施的數據顯示，銀行業已經批出超過43,000宗包括本金還款自動延期安排等的支援措施，涉及金額超過5,300億港元。

部分指標顯示，在全球及本地經濟環境疲弱的情況下，公司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）於2019年年底下跌，反映這些公司的財務狀況略為轉差（圖5.20）。所有非金融類公司的加權平均利息覆蓋率（圖5.21中的

綠線），作為衡量它們償債能力的一項指標，亦略有下降。

**圖 5.20**  
香港非金融類上市公司的Altman的Z得分



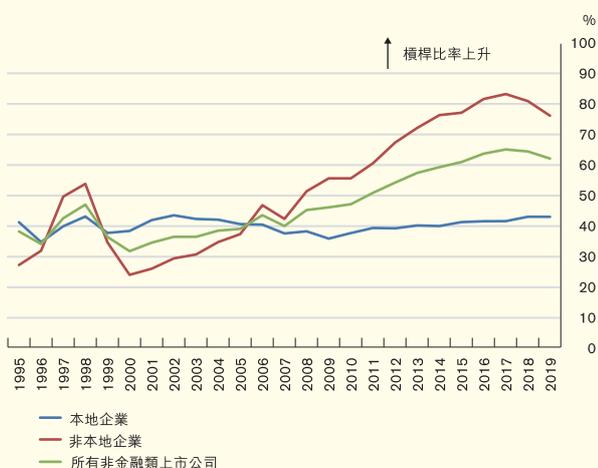
然而，企業槓桿繼續呈現下降走勢。一項作為衡量企業槓桿的常用指標，加權平均負債與股東權益比率小幅下跌，這主要由非本地公司所帶動（圖5.22中的紅線）。

**圖 5.21**  
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率



## 銀行業的表現

**圖 5.22**  
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8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。

值得注意的是，由於會計數據發佈會有所滯後，以上分析無法充份反映新型冠狀病毒疫情爆發帶來的負面影響。為加深我們對這問題的理解，專題4分析在經濟衰退引致多個經濟部門的公司收入驟減的情況下，對公司的流動資金狀況和違約風險的影響。

該分析顯示在疫情下，儘管本港公司普遍會因收入的下降使其現金緩衝淨值減少，從而導致違約風險有所增加，但各個行業之間受影響的嚴重程度存在分異。該分析亦發現，在面對收入下跌衝擊的情景下，公司的短期債務能夠展期的程度，會是影響其流動資金狀況及違約風險的其中一項關鍵決定因素。這表明，在現時的經濟逆境中，保持穩定的信貸資金流以支援實體經濟尤其重要。就此而言，金管局及銀行業已推出的一系列紓困措施應有助於公司（特別是中小企）渡過這段困難時期。

### 中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

於2020年6月底，銀行業的內地相關貸款總額由2019年年底的45,640億港元（佔總資產的16.8%）增長5.0%至47,900億港元（佔總資產的17.2%）（表5.C）。其他非銀行類客戶風險承擔則增長3.9%至16,070億港元（表5.D）。

**表 5.C**  
中國內地相關貸款

十億港元	2019年9月	2019年12月	2020年3月	2020年6月
中國內地相關貸款	4,625	4,564	4,765	4,790
中國內地相關貸款 (不包括貿易融資)	4,296	4,271	4,435	4,463
貿易融資	330	292	330	326
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,923	1,880	1,973	1,985
本地註冊認可機構*	1,983	1,959	2,060	2,087
本地註冊認可機構設於 中國內地的銀行附屬公司	720	725	732	718
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,906	1,836	1,993	2,036
中國內地民營企業	1,286	1,288	1,313	1,288
非中國內地企業	1,433	1,440	1,460	1,466

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

資料來源：金管局。

**表 5.D**  
其他非銀行類客戶風險承擔

十億港元	2019年9月	2019年12月	2020年3月	2020年6月
可轉讓債務工具及其他資產 負債表內的風險承擔	1,102	1,125	1,184	1,202
資產負債表外的風險承擔	452	421	408	404
總計	1,554	1,547	1,592	1,607

- 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。

在新型冠狀病毒爆發期間，銀行與內地相關的貸款的資產質素在上半年也有所轉差。所有認可機構<sup>53</sup>的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率由2019年年底的0.75%上升至2020年6月底的0.94%。

<sup>53</sup> 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

## 銀行業的表現

而違約距離指數<sup>54</sup>（一項根據市場資料計算並具前瞻性的指標）顯示中國內地企業的違約風險在近月有所下降（圖5.23），可能主要反映市場情緒基於內地積極投放刺激經濟政策而趨於向好。不過，觀察證據顯示，內地企業的前景可能不及市場情緒顯示的樂觀。<sup>55</sup>

**圖 5.23**  
內地企業的違約距離指數



註：違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份公司（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。

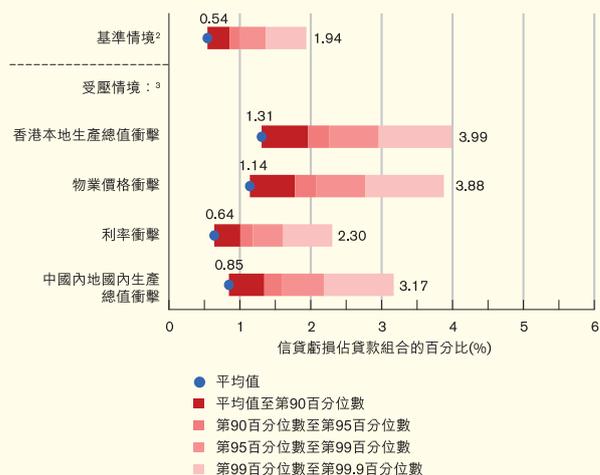
鑑於內地經濟面臨來自疫情及中美緊張關係升溫所帶來的阻力，銀行應對其內地相關貸款的信貸風險管理保持警惕。

信貸風險宏觀壓力測試<sup>56</sup>

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受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5.24使用截至2020年第2季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊<sup>57</sup>下，零售銀行於2022年第2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2.30%（利率衝擊）至3.99%（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。

**圖 5.24**  
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值<sup>1</sup>



註：

- 有關評估將2020年第2季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙特卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境下的信貸虧損分布。
  - 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
  - 受壓情境：
    - 香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2020年第3季至2021年第2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3季至2021年第2季連續4季平均而言每季減少約12%。
    - 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3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2021年第2季）則再上升300基點。
    - 中國內地國內生產總值衝擊：實質國內生產總值按年平均增長率由2020年第3季起的4個季度為2%。
- 資料來源：金管局職員估計數字。

<sup>54</sup> 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)「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。

<sup>55</sup> 舉例而言，市場對所有內地上市公司的2020財政年度每股盈利的共識預測，於今年6月底時已較6個月前調低逾10%。

<sup>56</sup> 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據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。

<sup>57</sup> 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。

## 5.4 系統性風險

新型冠狀病毒疫情嚴重干擾經濟活動，令全球經濟前景蒙上陰霾。疫情的影響加上中美緊張關係升溫所造成的不明朗因素，將繼續對香港銀行業構成挑戰。

為控制新型冠狀病毒疫情，各國採取了封鎖及保持社交距離措施，令實體經濟活動受嚴重干擾，對全球經濟造成沉重打擊。由於公司（尤其是中小企）的收入大幅減少，因此在管理其現金流時面臨巨大壓力。香港公營部門及銀行至今已採取的積極紓困措施協助公司減輕其流動資金短缺風險。這些措施將有助控制公司違約率（至少在短期內）急升的系統性風險。

然而，若疫情繼續肆虐，公司可能會面臨更嚴峻的挑戰。尤其是，在疫情持續的情景下，更多公司可能處於收入持續低迷及槓桿比率上升的情況，令其償債能力受到考驗。這可能會對銀行管理其公司貸款組合的相關信貸風險構成挑戰。由於疫情最終何時結束仍極不明朗，銀行應評估疫情繼續肆虐的情景對信貸風險管理的潛在影響。

除通過實體經濟直接產生影響外，疫情亦透過金融渠道影響全球的銀行業。舉例而言，3月份新型冠狀病毒疫情爆發，引發全球美元流動性壓力，導致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<sup>58</sup>於3月下旬顯著擴闊至金融危機以來的最高位138個基點（圖5.25）。雖然各國央行採取的空前政策行動已逐步消除壓力<sup>59</sup>，但若新型冠狀病毒疫情再次爆發，可能會導致全球金融狀況急劇收緊。香港的銀行

應評估全球融資壓力的溢出效應帶來的潛在風險。然而，基於其流動資金狀況強勁且穩定及在金管局設立美元流動資金安排措施的背景下，香港銀行業大致上未受最近一輪美元融資壓力影響。

**圖 5.25**  
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。

地緣政治緊張局勢（尤其是中美緊張關係）仍是需要監察的主要風險因素。若中美緊張關係進一步升溫，則可能會對香港的經濟產生不利影響。

若上述的外部風險一旦出現，同時新型冠狀病毒感染在香港再次爆發，則可能會導致香港經濟進一步衰退。正如前文的章節所述，在此不利情況下，尤其是在家庭及公司還款能力可能轉差的背景下，銀行的資產質素會經受考驗。鑑於這些風險因素繼續存在的時間仍不明朗，銀行應審慎評估其資產質素在此嚴重不利情況下受到的潛在長期影響。

儘管如此，香港銀行業的資金狀況強勁，應可在資產質素惡化時為銀行業提供強大的緩衝。

<sup>58</sup> 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鈎。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，並通常用作評估短期美元融資市場的系統流動性風險的指標。

<sup>59</sup> 在緩解全球美元資金短缺的情況下尤其值得一提的是聯邦儲備局的美元流動資金安排，其中包括跨貨幣互換協議、及新的海外及國際貨幣管理當局回購交易安排。

### 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。該緩衝可於經濟不景氣時運用，以便銀行能繼續提供信貸，藉以支持實體經濟。

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)<sup>60</sup>。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資本參考指引外，還會參考多項指標(「全面參考指標」)<sup>61</sup>。

由於本地經濟現正面臨阻力，金融管理專員已決定運用該緩衝，以增強銀行提供信貸的能力，藉以支持實體經濟。截至2020年3月16日止，CCyB比率已兩度調低至1.0%<sup>62</sup>，這會讓銀行可以釋放約7,000億至8,000億港元貸款能力。

就最新情況而言，基於2020年第1季數據計算所得的緩衝資本參考指引表明CCyB應為2.25%(向下調整至最接近的25基點的倍數後)<sup>63</sup>。根據所有可得數據作出的預測，在取得所有2020年第2季的相關數據後，緩衝資本參考指引很大可能反映CCyB比率會處於較高水平。

然而，從一系列全面參考指標，以及在2020年7月作出決定時可取得的所有相關資料顯示，香港經濟環境仍處於相當不明朗的狀況。鑑於本地經濟從新型冠狀病毒疫情的影響中復甦的時間及步伐仍不明朗，而且很多中小企仍受壓，金融管理專員認為現階段適宜將CCyB比率維持於1.0%不變，並繼續監察有關情況。

金融管理專員將繼續緊密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

	2020年 1月29日	2020年 3月16日	2020年 7月7日
經發佈CCyB比率	2.0%	1.0%	1.0%
生效日期	29/01/2020	16/03/2020	07/07/2020
緩衝資本參考指引	0.9%	1.9%	2.3%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	0.3%	1.2%	1.8%
綜合CCyB指引	0.9%	1.9%	2.3%
CCyB參考上限	無	無	無
<b>主要差距指標</b>			
信貸／本地生產總值差距	19.4%	21.2%	36.4%
物業價格／租金差距	2.9%	5.7%	7.7%
<b>主要壓力指標</b>			
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)	0.37%	0.38%	0.61%
特定分類貸款比率季度變動 (百分點)	-0.02%	-0.03%	0.06%

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(先前定為「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。

<sup>60</sup> 信貸與本地生產總值差距即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，而物業價格與租金差距即住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

<sup>61</sup> 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

<sup>62</sup> 有關這些決定的進一步詳情及考慮因素，可參閱分別於2019年10月14日及2020年3月16日向認可機構發出的CCyB公布(<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-legislation-policies-and-standards-implementation/countercyclical-capital-buffer-ccyb/>)。

<sup>63</sup> 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。

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

	6/2019	3/2020	6/2020
<b>利率</b>			
1個月香港銀行同業拆息 <sup>2</sup> (季度平均數)	2.04	1.82	1.02
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	2.11	1.99	1.35
最優惠貸款利率 <sup>3</sup> 與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	3.09	3.18	3.98
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)	3.02	3.01	3.65
綜合利率 <sup>4</sup>	0.95	0.95	0.71
<b>所有認可機構</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>5</sup></b>			
存款總額	0.4	0.0	2.2
港元	1.1	-0.1	2.7
外幣	-0.4	0.2	1.8
貸款總額	1.8	2.8	0.2
本地貸款 <sup>6</sup>	2.3	3.4	-0.8
在香港境外使用的貸款 <sup>7</sup>	0.8	1.6	2.5
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	1.1	6.7	-0.7
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	1.1	-3.2	5.2
<b>資產質素</b>			
估貸款總額百分比 <sup>8</sup>			
合格貸款	98.12	97.79	97.53
需要關注貸款	1.31	1.59	1.67
特定分類貸款 <sup>9</sup> (總額)	0.57	0.62	0.79
特定分類貸款(淨額) <sup>10</sup>	0.26	0.31	0.43
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.39	0.43	0.49
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額) <sup>11</sup>	0.70	0.73	0.94
<b>流動性比率(綜合)</b>			
流動性覆蓋比率 — 適用於第1類機構(季度平均數)	152.8	160.4	156.5
流動性維持比率 — 適用於第2類機構(季度平均數)	54.6	56.8	57.2
穩定資金淨額比率 — 適用於第1類機構	132.2	130.0	133.1
核心資金比率 — 適用於第2A類機構	135.8	135.1	138.1
<b>零售銀行</b>			
<b>盈利</b>			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率(有關年度截至該月止以年率計)	0.05	0.09	0.12
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	1.62	1.51	1.37
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	38.0	39.7	41.9
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.02	0.03	0.04
信用卡貸款			
拖欠比率	0.23	0.35	0.39
撇帳率 — 按季年率計	1.58	1.69	2.82
— 有關年度截至該月止以年率計	1.52	1.69	2.18
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率(綜合)</b>			
普通股權一級資本比率	16.3	16.0	16.6
一級資本比率	18.2	18.0	18.7
總資本比率	20.6	20.1	20.7
槓桿比率	8.1	8.1	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利率敏感負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債(如港元不計息活期存款)。詳細資料請瀏覽金管局網頁。
- 季度變動。
- 在香港使用的貸款及貿易融資。
- 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
- 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
- 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
- 已扣除特殊準備金/個別減值準備。
- 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

## 專題 4

### 新型冠狀病毒疫情對香港非金融類公司流動資金狀況及償債能力風險的影響

#### 引言

新型冠狀病毒的威脅及因此而衍生的社交距離措施對多項經濟活動構成嚴重干擾，並加劇本港經濟衰退的狀況。<sup>64</sup> 經濟活動急劇收縮會導致公司收入大幅減少，並對其現金流狀況構成下行壓力。隨著公司流動資金問題惡化，公司破產的風險可能會上升。

在此背景下，本專題旨在探討以下關鍵問題：(1) 在新型冠狀病毒疫情期間，香港哪些行業較受收入下跌衝擊的影響；(2) 收入下跌衝擊將在多大程度上影響公司的流動資金狀況；(3) 流動資金問題會在多大程度上引致違約風險增加；(4) 金管局及銀行業已推行的紓困措施，如「預先批核還息不還本」計劃，在多大程度上可以緩減公司違約風險的增加，以及相關措施對銀行業的抗震能力有甚麼影響。

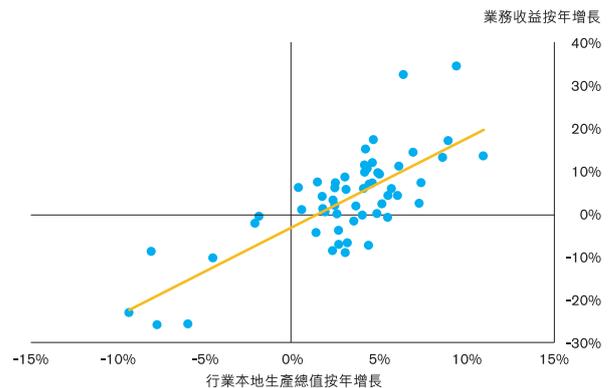
為回答上述問題，我們根據在香港上市的所有本地非金融類公司<sup>65</sup> 的最新資產負債表數據，並假設香港實質本地生產總值會在2020年整年下降9%，從而評估這些公司在此經濟衰退情境下可能面臨的流動資金短缺及償債能力風險。概括而言，是次分析包括兩個部分。第一部分是根據本地生產總值增長與公司收入的歷史關係，估算各行業會面臨的收入下跌衝擊。第二部分會評估收入下跌衝擊對公司流動資金及償債能力風險的影響。

#### 衰退情境下各行業收入下跌衝擊的程度

通常而言，行業的業務收益（作為總收入的近似指標）與該行業本地生產總值的增長呈正相關（例如運輸業見圖B4.1）。基於這歷史關係，及在經濟衰退情

境下各行業本地生產總值增長的假設<sup>66</sup>，我們可以估算各行業會面臨的收入下跌衝擊。<sup>67</sup>

**圖 B4.1**  
運輸業本地生產總值與該行業的業務收益指數的歷史關係



資料來源：政府統計處。

表B4.A 概括地展示估算結果。根據估算的收入衝擊規模，我們大致將各行業分為兩組別——受重創行業組別及其他行業組別，並展示其對應的收入下跌衝擊估算值的範圍。受重創行業組別包括運輸業、住宿及膳食服務業、零售貿易業，以及批發及貿易業。在假設的經濟衰退情境下，我們估算這些行業在2020年的收入將按年減少24%至77%。而其他行業組別的收入減幅相對而言顯著較細，介乎4%至14%之間。

**表 B4.A**  
衰退情境下的行業收入下跌衝擊的估算值

	2020年收入按年減幅估算值
受重創行業組別	24%至77%
其他行業組別	4%至14%

註：受重創行業組別包括運輸業、住宿及膳食服務業、零售貿易業，以及批發及貿易業。  
資料來源：金管局職員根據政府統計處數據估計得出的數字。

<sup>64</sup> 2020年上半年，香港的實質本地生產總值按年大幅收縮約9%。

<sup>65</sup> 樣本包括在香港上市的599間本地非金融類公司。為使分析較能反映中小企的狀況，我們已排除全年營業額超過8億港元的上市公司。如果將這些規模較大的公司納入分析，結果質性相似。

<sup>66</sup> 我們根據各行業本地生產總值增長與香港的總體本地生產總值之間的歷史關係，估算得出它們相應的假設路徑。

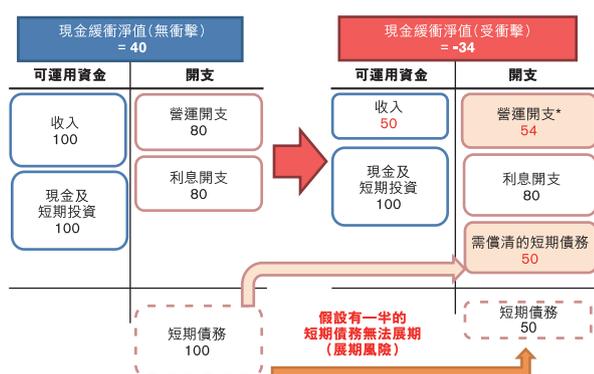
<sup>67</sup> 我們首先應用簡單的線性迴歸模型，將某個行業業務收益指數的每季按年增長與相應的行業本地生產總值按年增長進行同期的相關聯。然後，將該行業本地生產總值增長率的假設路徑應用於模型估算結果，從而計算該行業受到的收入下跌衝擊。

### 收入衝擊對公司流動資金及償債能力風險的影響

為評估收入下跌衝擊會對公司的流動資金狀況及償債能力風險可能造成的影響，我們採用與英倫銀行及 Banerjee 等人 (2020) 類似的研究方法，衡量公司的「現金緩衝淨值」。<sup>68</sup> 現金緩衝淨值的定義是收入與現金及短期投資之和，減去營運開支、利息開支及當年期債務應償還金額。根據定義，當某公司的現金緩衝淨值為負值時（即公司的流動資金可能不足以覆蓋該年的開支），這表示該公司將面臨較高的流動資金短缺的風險。

為了說明公司的現金緩衝淨值在衰退情況下如何受到影響，圖 B4.2 提供了一間虛構的公司在衰退情境下收入減少 50% 的假設下作為示例。圖表的左邊顯示未受收入下跌衝擊下的公司財務狀況，而右邊顯示受衝擊之下的公司財務狀況。在此說明例子中，公司在受到收入下跌衝擊時收入會減少 50 元，而可運用的流動資金（即收入加上現金及短期投資）將從 200 元減少至 150 元。

**圖 B4.2**  
50% 的收入下跌衝擊對公司現金緩衝淨值影響的說明例子



<sup>68</sup> 詳見英倫銀行《2020年5月中期金融穩定報告》，以及 Banerjee et al. (2020), "Covid-19 and corporate sector liquidity", BIS Bulletins 10。

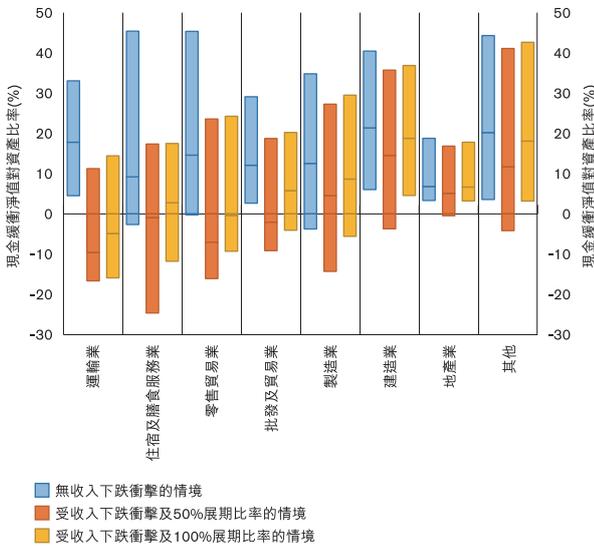
就開支而言，估算現金緩衝淨值時採用兩個關鍵假設，分別涉及(1)營運開支減少的程度；及(2)公司能將其短期債務展期的程度：<sup>69</sup>

- 對於(1)，假設公司會因應收入減少而調整營運開支。但是，基於開支中租金及其他固定成本的性質，其營運開支無法在短期內以相等於收入減幅的程度進行調整。事實上，根據香港上市的所有本地非金融類公司所作的實證估算亦顯示，當公司收入減少 1% 時，其營運開支平均而言會減少 0.65%。將此估算的成本收入彈性值（即 0.65）套用於示例中，我們可以得出虛構公司的營運開支將減少 32.5% (50% x 0.65) 至 54 元。該公司在收入減幅大於營運開支減幅的情況下出現營運淨虧損，對公司帶來現金流壓力。
- 對於(2)，公司的短期債務能否獲得展期亦關鍵地影響其面臨流動資金短缺的風險。從示例可見，如果公司難以將 2020 年到期的債務全部展期，並只能將其中一半的債務展期而需要償還剩餘的 50 元債務，其現金緩衝淨值將跌至 -34 元。相較之下，如果公司可以完全展期其短期債務，它的現金緩衝淨值則能保持在 16 元的正值。

基於上述假設，我們分別估算樣本中非金融類公司的現金緩衝淨值（除以公司資產額的比率作展示），在受到收入下跌衝擊和並無面對收入下跌衝擊的情景下的變化。圖 B4.3 顯示不同行業公司的現金緩衝淨值對資產比率分佈。每條方柱代表公司現金緩衝淨值比率分佈的上四分位數、中位數及下四分位數。藍色柱代表公司並無面對收入下跌衝擊的情況。橙色及黃色柱代表公司面對收入下跌衝擊後的情況。橙色柱代表公司額外展期短期債務時遇到困難（即 2020 年到期債務只有一半可以展期）；黃色柱代表公司可以完全展期短期債務的情況。

<sup>69</sup> 在計算現金緩衝淨值比率時所作的其他假設包括：(1) 利息開支的金額會維持在產生衝擊前的水平；(2) 公司的資本開支水平會削減至與折舊開支水平相若；(3) 假設公司為保持其現金緩衝水平，不會派發任何股息或回購任何股票；及(4) 公司不會出售資產以彌補任何流動資金短缺。由於這些假設主要基於歷史關係，因此這或未能完全反映為應對疫情所推出的各項紓緩措施的潛在影響。

**圖 B4.3**  
非金融類公司在受到收入下跌衝擊後的現金緩衝淨值



資料來源：金管局職員根據標普 Capital IQ 數據估計得出的數字。

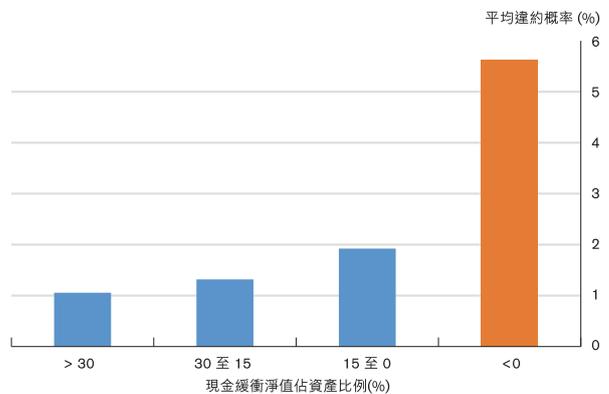
上述分析可以得出三個主要結果。首先，大部分非金融類公司的現金緩衝淨值比率在無收入下跌衝擊的情境下為正值（即藍色柱通常維持在零以上）。這可反映本港公司流動資金短缺的系統性風險在新型冠狀病毒爆發之前並不嚴重。

其次，如果公司在受到收入下跌衝擊下難以展期短期債務，屬於四個受重創行業組別的公司會尤其容易面臨流動資金短缺的風險（即現金緩衝淨值比率為負值）。具體而言，這些公司的現金緩衝淨值比率中位數低於零，顯示假如相關行業的公司無法完全展期短期債務，行業內面臨顯著流動資金風險的情況將較為普遍。

最後，如果公司能夠完全展期短期債務，他們受到收入下跌衝擊帶來的流動資金短缺風險則可以顯著減低。特別是，假設公司的短期債務能夠完全展期的情況下，現金緩衝淨值為負值的公司佔所有樣本公司的比例將大幅減少約 11% 至 29%（即圖中的各行業黃色柱普遍明顯高於橙色柱）。

整體而言，新型冠狀病毒引致的收入下跌衝擊可能對公司的流動資金狀況產生不利影響，從而增加他們（尤其是現金緩衝淨值會下跌至負值的公司）的違約風險。圖 B4.4 顯示根據市場資訊計算的個別公司 1 年期前瞻性違約概率<sup>70</sup> 與其現金緩衝淨值比率之間的非線性歷史關係。通常而言，較低的淨現金緩衝比率與較高的違約風險相關。最值得注意的是，當公司的現金緩衝淨值比率由正值變為負值時，其違約概率一般會顯著增加。

**圖 B4.4**  
公司現金緩衝淨值與根據市場資訊計算的個別公司 1 年期前瞻性違約概率之間的歷史關係



註：按公司現金緩衝淨值比率劃分的群組的平均違約概率。  
資料來源：金管局職員根據標普 Capital IQ 及彭博社數據估計得出的數字。

根據上述實證關係<sup>71</sup> 及公司在收入下跌衝擊情境下的估算現金緩衝淨值，我們發現在屬於受重創行業組別的四個行業中，如果行業所屬的公司只能展期一半的短期債務，每個行業分別的違約概率將平均而言上升約 300-400 個基點。然而，假設這些公司的短期債務能夠完全展期，則違約概率的增加幅度會顯著減低至僅上升約 50-270 個基點。

<sup>70</sup> 我們根據彭博的違約風險模型獲取個別公司的 1 年期前瞻性違約概率。1 年期前瞻性違約概率指個別公司在未來一年期間出現違約事件的概率。根據彭博提供的資料，為得出該違約概率，我們需首先使用標準 Merton 模型估算違約距離指數。然後，我們把實際違約率與估算的違約距離指數作非線性的配對，將該違約距離指數轉換為 1 年期前瞻性違約概率，這配對方法可應對標準 Merton 模型會出現低估違約可能性的情況。

<sup>71</sup> 我們採用面板數據迴歸模型估算公司現金緩衝淨值比率變化對違約概率所產生的影響。相關模型考慮到現金緩衝淨值比率由正變負時出現的違約概率的非線性上升，亦加入其他重要的解釋因素，包括公司規模、槓桿比率、行業固定效應及年度固定效應。

### 推行紓困措施的作用及其對銀行業的影響

上述的現金緩衝淨值模型顯示，提高公司短期債務的展期比率可以顯著緩減因新型冠狀病毒下收入下跌衝擊引起公司違約風險的增加。我們可以透過各項政策措施讓銀行向公司（尤其是中小企）繼續提供穩定的信貸資金，從而達致提高公司債務展期比率的效果。

最具代表性的相關措施包括「預先批核還息不還本」計劃及中小企融資擔保計劃下的「百分百擔保特惠貸款」。金管局在2020年5月推出「預先批核還息不還本」計劃，讓年度營業額在8億港元或以下及沒有逾期還款多於30日的所有合資格企業客戶，在毋須向銀行主動申請下，其貸款本金獲得六個月還息不還本的還款延期安排。該六個月的還款延期安排可視作已經承諾就相關銀行貸款保證了50%的展期比率。部分基於該現金緩衝淨值模型的估算結果，「預先批核還息不還本」計劃將會在本年11月額外延長六個月，讓合資格企業客戶能獲得全年的還款延期，相當於其銀行貸款獲得100%的展期比率。在「預先批核還息不還本」及其他紓困計劃合共多於5,300億港元等值的銀行借貸本金獲得還款延期安排下<sup>72</sup>，模型估算的結果顯示，額外延長「預先批核還息不還本」計劃六個月能夠顯著減少職位流失的數目。與此同時，中小企融資擔保計劃下的「百分百擔保特惠貸款」自本年4月起向中小企提供超過240億港元的政府擔保融資，這也有助於減低部分公司的違約風險。

金管局在決定延長「預先批核還息不還本」的計劃時，已經進行了詳盡的情景分析，以量化和評估不同延期方案對銀行的影響。我們的估算結果顯示，即使在極端不利的情境下，銀行仍能維持充裕的資金及流動性，能夠支援它們推行全年的貸款本金還款延期安排。

### 結論

本項分析有兩個重要意義。首先，在新型冠狀病毒疫情期間，本港公司的違約風險會由於其現金緩衝淨值轉差而有所增加，但相關影響的嚴重性在各個行業之間並不一致。因此，各銀行之間公司貸款組合面對的信用風險潛在影響會有所不同，具體視乎銀行對不同行業的貸款承擔。

其次，我們的分析顯示，公司短期債務能否獲得展期，對其流動資金短缺及違約風險有關鍵的影響。這突顯銀行及公營部門提供紓困措施及其他資金支援的重要性。為應對疫情，金管局一直與銀行業緊密合作，相應推出一系列措施，包括「預先批核還息不還本」計劃及中小企融資擔保計劃下的「百分百擔保特惠貸款」，以紓緩公司尤其是中小企的現金流壓力。銀行業穩健的資金及流動性狀況亦有效支援推行紓困措施。上述措施的推行，加上將本港註冊銀行的監管儲備減半，以及釋放總計1.5%的逆周期緩衝資本等措施，將有助香港經濟渡過當前難關。

<sup>72</sup> 各項措施詳情可參閱以下網址。<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-regulatory-and-supervisory-regime/riding-out-the-covid-19-challenge/>。

---

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

## 兌換保證

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

## 兌換範圍

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

## 外匯基金票據及債券

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

## 貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣（銀行紙幣及硬幣）與銀行體系存放在中央銀行的結餘（儲備結餘或結算餘額）的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書（作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持）、政府發行的流通紙幣及硬幣、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](http://www.hkma.gov.hk) 查閱。

**香港金融管理局**

香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓

電話: (852) 2878 8196

傳真: (852) 2878 8197

電郵: [publicenquiry@hkma.gov.hk](mailto:publicenquiry@hkma.gov.hk)

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

ISSN 2222-1522 (網上版)