

5. 銀行業表現

由於新型冠狀病毒疫情反覆導致經濟衰退狀況持續，加上受長期低利率環境的影響，香港的零售銀行於2020年下半年盈利進一步減少，資產質素亦略有下降。雖然如此，基於其資本及流動性狀況依然強勁，香港銀行業仍保持穩健。於回顧期內，為繼續支援整體經濟渡過難關，金管局決定延續多項紓困措施。展望未來，儘管疫苗的推出可能令人憧憬全球疫情有望受控及經濟活動能夠重啟，但經濟復甦的步伐仍不明朗。上述不確定因素及持續的地緣政治緊張關係會不利於商業活動，並繼續對本港銀行業構成挑戰。尤其是疫情會削弱企業及家庭還款能力，銀行業仍應密切留意相關下行風險因素對其資產質素的影響。

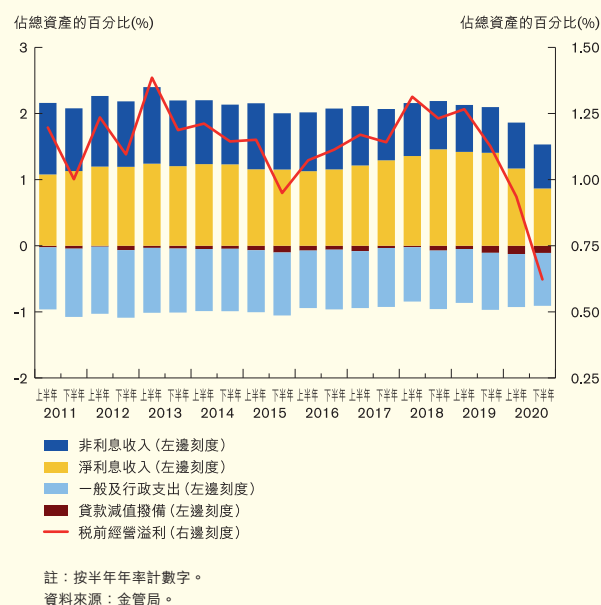
5.1 盈利及資本額

盈利

2020年下半年，零售銀行⁴²整體稅前經營溢利較2019年同期下跌38.5%。相應地，資產回報率在2020年下半年下跌至0.62%，而2019年同期為1.13%（圖5.1）。零售銀行的淨息差由2019年下半年的1.63%收窄至2020年同期的1.01%（圖5.2），令淨利息收入減少並超出非利息收入的輕微增長，導致盈利下降。

就2020年全年而言，零售銀行的整體稅前經營溢利下跌29.4%，資產回報由2019年的1.19%下降至0.77%。

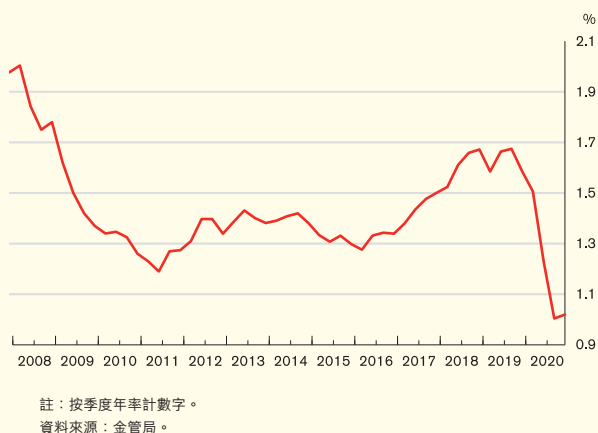
圖 5.1
零售銀行盈利



⁴² 除非另有說明，否則本章中所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

銀行業表現

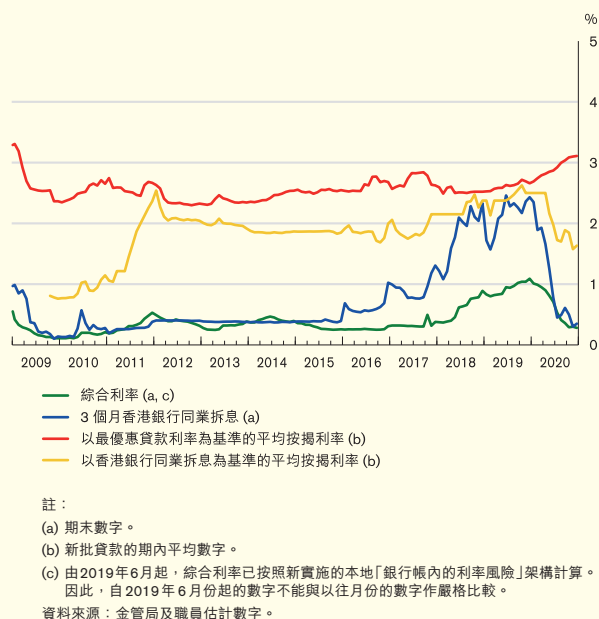
圖 5.2
零售銀行的淨息差



大致由於股票市場活動帶動大量資金流入⁴³，令港元流動性變得更充裕。香港銀行同業拆息在2020年第4季進一步走軟。其中，3個月香港銀行同業拆息在下半年下跌43個基點至2020年底的0.35%（圖 5.3 中的藍線）。

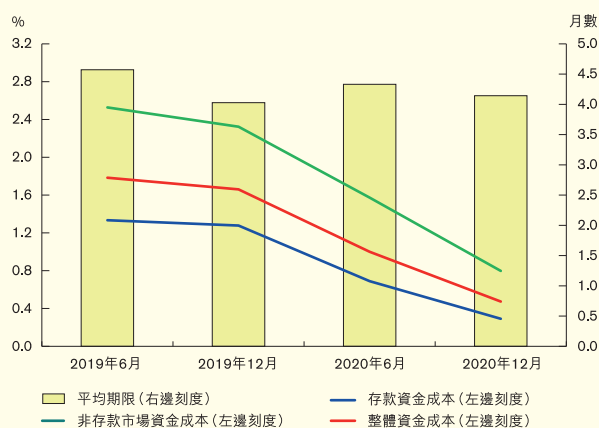
綜合利率（衡量零售銀行平均港元資金成本的指標）的走勢亦大致相若，由2020年6月底的0.71%顯著下跌至2020年年底的0.28%（圖 5.3 中的綠線）。綜合利率下跌主要反映銀行同業資金成本下降及部分主要零售銀行調低定期存款利率。⁴⁴

圖 5.3
利率



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年下半年溫和下跌53個基點（圖 5.4 中的紅線）。

圖 5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



⁴³ 在2020年9月至10月期間，強方兌換保證水平被多次觸發。詳情請參閱第4.1章。

⁴⁴ 雖然多間虛擬銀行已於2020年開始營運，並推出具吸引力的客戶存款利率，但其業務規模在2020年下半年仍然相對較小。

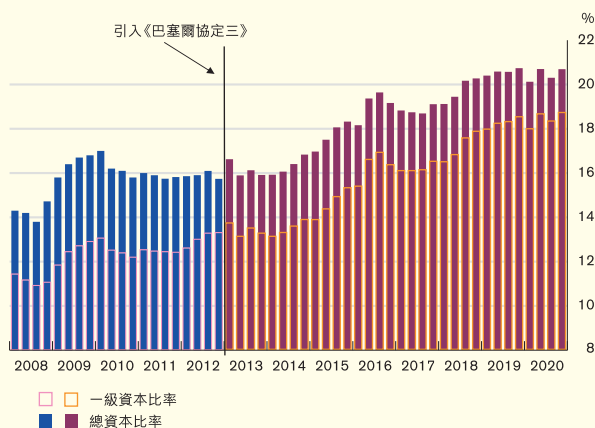
銀行業表現

展望未來，由於全球低利率環境很可能會持續，並繼續不利銀行的淨息差表現，銀行業的盈利前景仍將充滿挑戰。此外，儘管疫苗研發取得突破，致使市場對全球經濟前景的樂觀情緒增強，但基於圍繞疫苗的分配及功效仍存在相當大的不確定因素，經濟復甦的走勢仍然極不明朗。上述風險因素在近期內將繼續影響銀行業的貸款質素及盈利。

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12月底為20.7%，高於8%的國際最低要求（圖5.5）。期內一級資本比率為18.7%，其中16.7%為普通股權一級（CET1）資本。此外，本地註冊認可機構的槓桿比率⁴⁵於2020年12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 5.5
本地註冊認可機構資本額



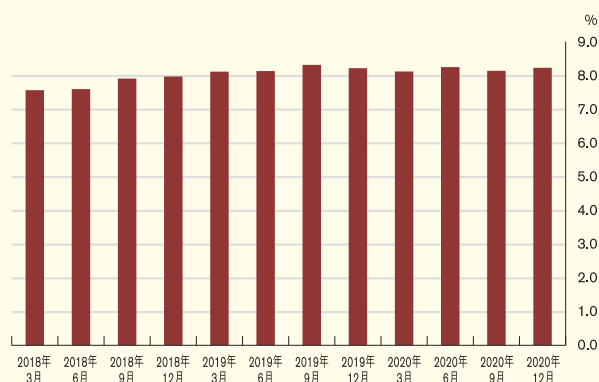
註：

1. 綜合狀況。

2. 由2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵行經修訂的資本充足框架《巴塞爾協定三》。因此，自2013年3月起的資本比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

資料來源：金管局。

圖 5.6
本地註冊認可機構的槓桿比率



註：綜合狀況。

資料來源：金管局。

5.2 流動性及利率風險

流動性與資金來源

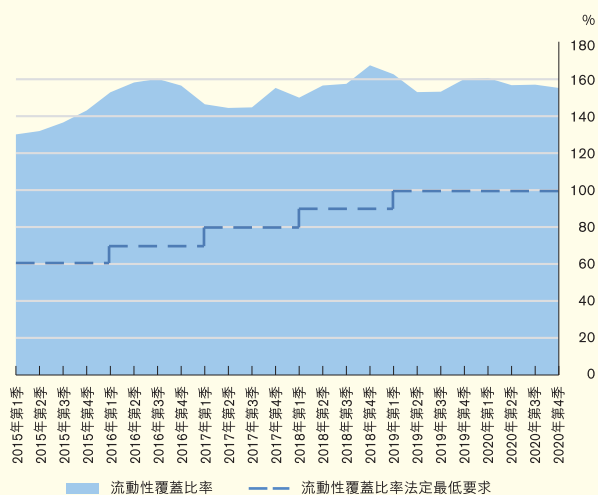
以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」⁴⁶要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率於2020年第4季為155.1%（圖5.7），遠高於100%的法定最低要求。同期，第2類機構的平均流動性維持比率為57.9%，亦遠高於25%的法定最低要求。

⁴⁵ 《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，目的是為防止銀行體系過度槓桿。詳情請參閱《銀行業（資本）規則》（香港法例第155L章）。

⁴⁶ 《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」。

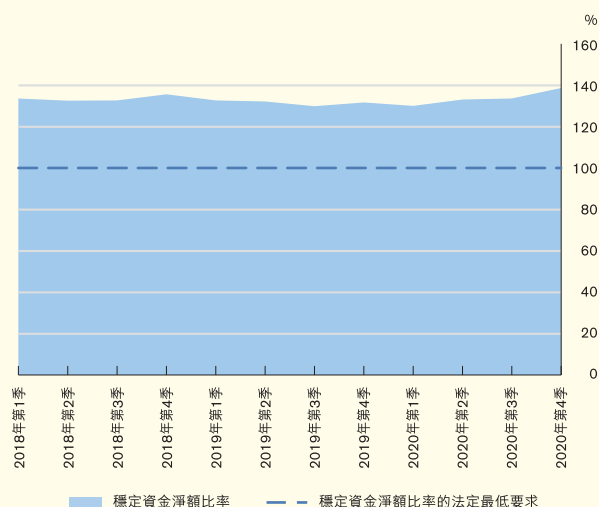
銀行業表現

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

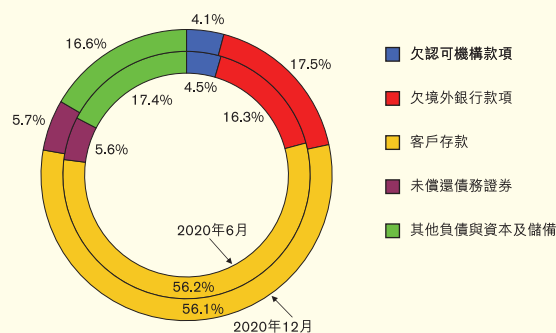


註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

在「穩定資金淨額比率」⁴⁷規定下最近期的比率數字亦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及第2A類機構的平均核心資金比率於2020年第4季分別維持在138.6%及139.5%的高位（圖5.8），分別遠高於其100%及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年年底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例徘徊於56.1%，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



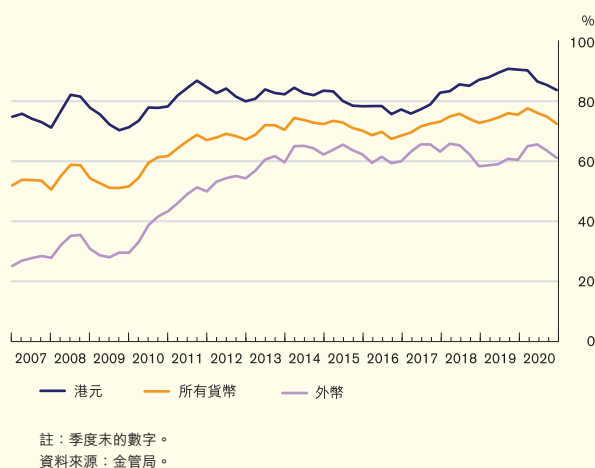
註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。
資料來源：金管局。

⁴⁷ 《巴塞爾協定三》的平均穩定資金淨額比率要求銀行在資產組合和表外業務中保持穩定的資金狀況。在香港，第1類機構須遵守平均穩定資金淨額比率規定，而被指定為第2A類機構的第2類機構須遵守本地的核心資金比率規定。詳情請參閱《銀行業（流動性）規則》（香港法例第155Q章）。

銀行業表現

由於所有認可機構的存款總額在2020年下半年增加，而同期貸款總額減少，故所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由2020年6月底的76.0%下跌至2020年年底的72.3%（圖5.10）。存款總額增加大致反映其港元存款及外幣存款均有增長。相應地，截至2020年年底，平均港元貸存比率及外幣貸存比率分別下跌至83.5%⁴⁸及61.0%，而六個月前分別為86.4%及65.5%。

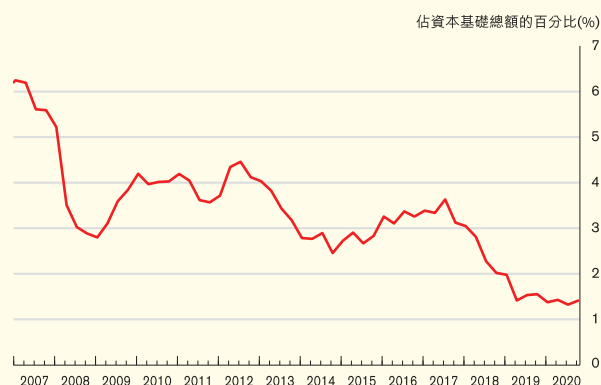
圖 5.10
所有認可機構的平均貸存比率



利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔於2020年第4季維持於相對較低水平。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，估計相當於其在2020年12月底資本基礎總額的1.41%（圖5.11）。⁴⁹

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2020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的經濟價值的影響⁵⁰，按估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

在疫情反覆及社交距離措施收緊導致經濟衰退狀況持續的背景下，貸款及墊款總額於2020年下半年出現緩和下跌。然而，就2020年全年而言，銀行業的信貸總額仍錄得正增長，其增長速度則由2019年的6.7%顯著放緩至1.2%。

以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額經過在2020年上半年增長3.0%後，在下半年則減少1.8%（圖5.12）。貸款總額下跌是由於本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款均有下降。其中，本地貸款總額於下半年微跌0.9%，而在香港境外使用的貸款總額則收縮3.9%，而兩者在前六個月期間則分別增長2.6%及4.2%。

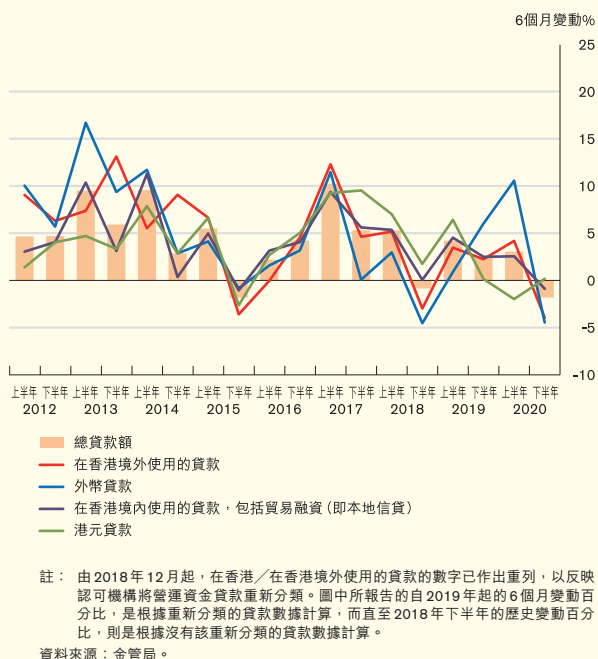
⁴⁸ 若計及認可機構自身的資本及儲備作為衡量資金流動性的更廣泛標準，經調整的港元貸存比率（包括客戶存款、資本及儲備、認可資本工具，以及其他資本工具作為分母）於2020年12月底約為70.7%，反映銀行業的港元流動性水平穩健。

⁴⁹ 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。

⁵⁰ 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。

銀行業表現

圖 5.12
貸款增長



按貨幣分析，港元貸款經過在上半年減少2.0%後，在2020年底大致維持在與6月底時相若的水平。外幣貸款在2020年上半年大幅增長10.6%後，在下半年則減少4.5%，部分反映美元貸款需求隨著全球流動性狀況改善而有所下降。

銀行業對短期信貸需求前景較6個月前稍轉樂觀。金管局2020年12月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，預期未來三個月貸款需求將會增加的受訪認可機構的比例上升至37%，而預期同期貸款需求將會下降的比例減少至13%（表5.A）。

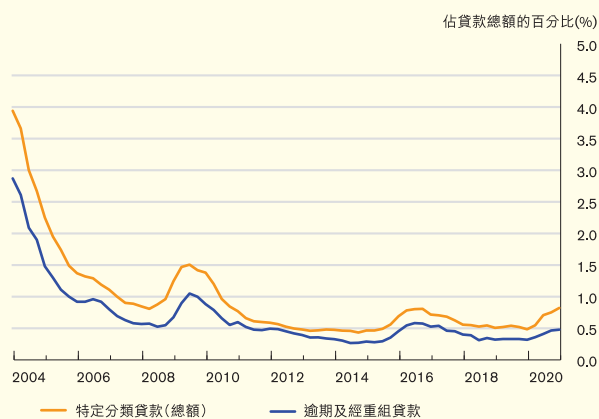
表 5.A
預計未來3個月貸款需求

佔受訪機構總數的百分比(%)	2020年 3月	2020年 6月	2020年 9月	2020年 12月
顯著增加	0	0	0	3
略為增加	24	21	33	33
保持平穩	36	55	43	50
略為下降	40	24	23	13
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。

由於疫情對家庭及公司的還款能力造成不利影響，銀行的貸款質素略為轉差，但按歷史及國際標準衡量仍維持穩健。此外，貸款質素轉差的速度在2020年下半年亦有所放緩。所有認可機構的總特定分類貸款比率由6個月前的0.79%緩和上升至2020年年底的0.9%，而所有認可機構的逾期及經重組貸款比率由2020年6月底的0.49%上升至2020年年底的0.57%。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0.82%及0.48%（圖5.13）。

圖 5.13
零售銀行的資產質素



個人貸款⁵¹

以半年計，個人貸款增長由2020上半年的1.5%加快至下半年的3.9%，但明顯較2019年全年12.8%的增速為低。2020年下半年個人貸款的增長是由住宅按揭貸款增長及私人貸款反彈所帶動（表5.B）。

⁵¹ 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年年底，個人貸款佔本地貸款的比例為33.1%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

銀行業表現

表 5.B

所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

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	下半年	上半年	下半年
住宅按揭貸款	4.5	2.8	4.7	5.5	3.5	4.7
私人貸款	7.3	5.1	11.2	5.9	-2.4	2.2
其中：						
信用卡墊款	-5.0	10.6	-3.8	4.1	-9.0	0.0
其他私人用途貸款	10.5	3.9	14.9	6.2	-1.1	2.6
個人貸款總額	5.4	3.5	6.8	5.6	1.5	3.9

註：

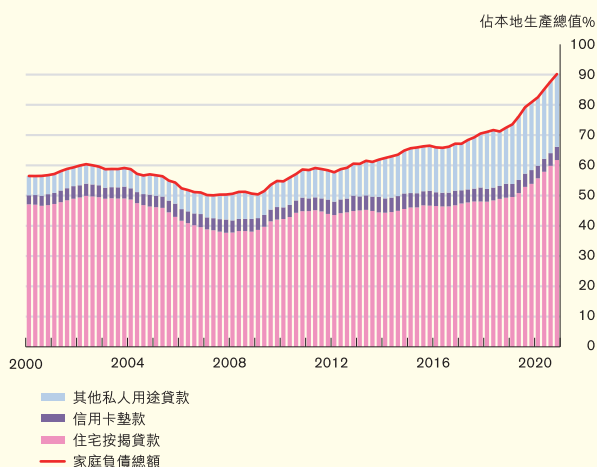
- 由2018年12月起，個人貸款的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。表中所示的自2019年上半年起增幅數字，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至2018年下半年的歷史增幅，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。
- 由於認可機構先前所提交數據的分類問題，由2017年起的個人貸款數據已被修訂。

資料來源：金管局。

家庭負債佔本地生產總值的比率由2020年上半年的85.2%進一步上升至下半年的90.2%，原因是家庭負債增加（貢獻3.3個百分點）及名義本地生產總值減少（貢獻1.7個百分點）（圖5.14）。最近家庭負債佔本地生產總值的比率顯著上升，主要反映名義本地生產總值自2019年收縮，及更重要的是新型冠狀病毒疫情的影響。所以縱使2020年家庭負債增長已有所放緩，名義本地生產總值下跌仍繼續推高家庭負債比率。值得注意的是，儘管經濟活動在經濟衰退期間會快速放緩，但家庭的債務一般不需要在短期內提早償還。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因而維持在高位。

圖 5.14

家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份



註：

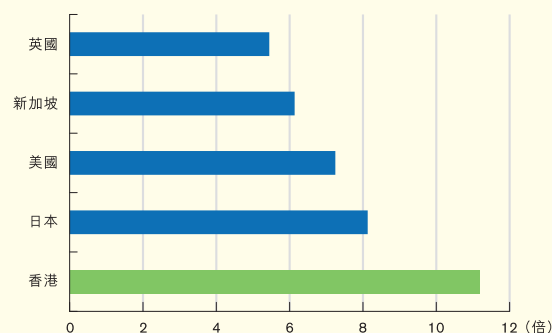
- 僅包括認可機構提供的借款。
- 本地生產總值指按年率計本地生產總值，即連續4個季度本地生產總值的總和。
- 由2018年12月起，家庭負債的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。
- 由於認可機構先前所提交數據的分類問題，由2017年起的個人貸款數據已被修訂。

資料來源：金管局。

雖然家庭負債佔本地生產總值的比率經常被用作評估家庭的財務狀況的簡單指標，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，2019年香港的家庭資產淨值對負債比率為11.2倍（英國：5倍，新加坡：6倍，美國：7倍，日本：8倍）（圖5.15）；香港的家庭安全資產對負債比率亦維持在2.88倍的高水平（美國、英國、及新加坡的比率為1，日本為3倍）（圖5.16）。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。

圖 5.15

家庭資產淨值對負債比率

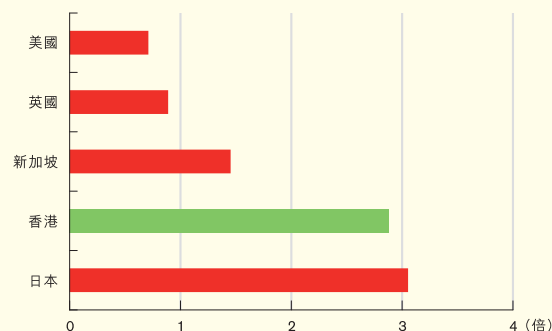


註：日本的數字為截至2018年年底的數字，其他地區的數字則為截至2019年年底的數字。

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2018年年底的數字，其他所有報告的數字則為截至2019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。

銀行業表現

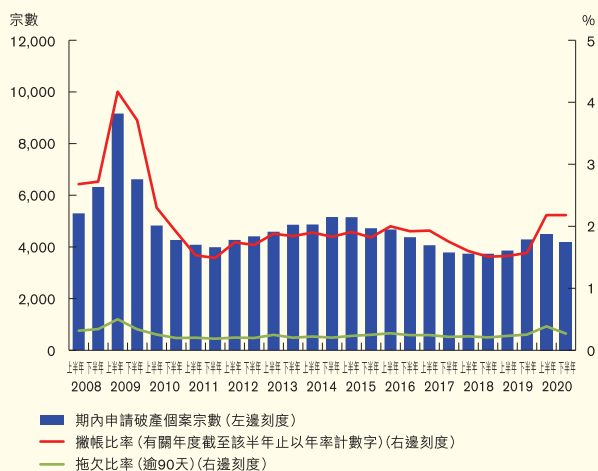
考慮到這些貸款的審慎風險管理及良好信貸質素，金管局認為涉及的信貸風險屬可控水平。超過九成的家庭負債為有抵押貸款，主要為住宅按揭貸款及以金融資產作抵押的財富管理墊款。

在住宅按揭貸款方面，自金管局2009年推出逆周期宏觀審慎監管措施以來，新批按揭貸款的平均按揭成數和平均「供款與入息比率」均處於健康水平。在以金融資產作抵押，為財富管理客戶提供的私人貸款方面，金管局一直要求銀行對此類業務採取審慎及有效的信貸風險管理措施，包括為各類金融資產抵押品訂立審慎的最高貸款與估值比率和實行有效的追加保證金及強制平倉的機制等。

此外，金管局也要求銀行審慎經營信用卡及個人無抵押貸款業務。銀行在審批信貸申請時，須了解借款人的信貸及財務狀況，仔細評估他們的還款能力。銀行同時須採取有效的貸後監控，包括定期對貸款組合進行資產質素評估。金管局會繼續密切留意銀行貸款質素的變化。

就無抵押個人貸款方面，相關的信貸風險於回顧期內仍然受控。2020年下半年的破產申請個案較半年前有所減少（圖5.17）。於2020年第4季，按年率計的信用卡撇帳比率維持在2.18%，而同期的拖欠率下降至0.27%。

圖 5.17
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案

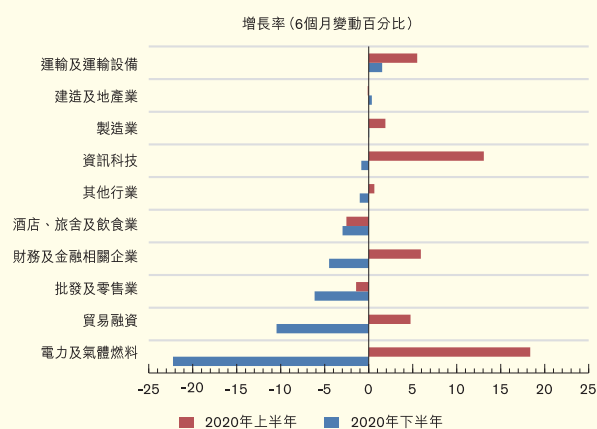


資料來源：破產管理署、金管局。

公司貸款⁵²

以半年計，本地公司貸款額（包括貿易融資）經過在上半年錄得3.0%增長後，下半年減少3.1%。主要經濟行業的貸款額普遍持平或下降（圖5.18）。上述情況部分反映經濟衰退期間信貸需求疲弱，以及部分公司使用存款償還貸款。就全年變化而言，本地公司貸款2020年年底與2019年年底的水平大致相若。

圖 5.18
個別行業的本地企業貸款增長



資料來源：金管局。

中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，2020年第4季呈現改善跡象。相較於第3季的調查結果，中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感有所改善，有35%的受訪者認為貸款批核與六個月前相比「較困難」，低於第3季的41%（圖5.19）。與此同時，在已獲批貸款的受訪者中，有5%表示銀行的取態有所收緊，低於第3季的18%（圖5.20）。

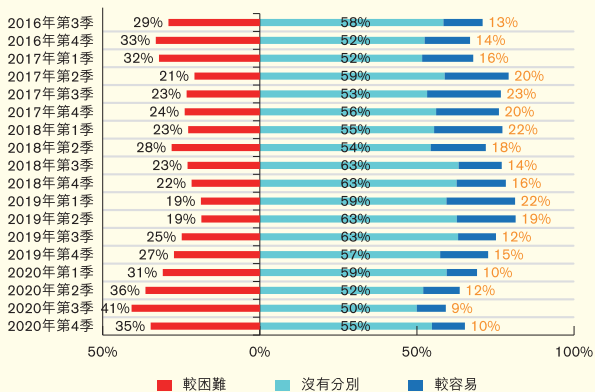
⁵² 不包括銀行同業貸款。於2020年年底，公司貸款佔本地貸款的比例為66.8%。

銀行業表現

為紓緩中小企在新型冠狀病毒疫情期間的現金流壓力，金管局一直與銀行業界緊密合作，鼓勵銀行善用本身的信貸空間，為企業繼續提供貸款。具體而言，金管局將「預先批核還息不還本」計劃延長至2021年10月。截至2021年1月底，銀行已向企業客戶批出約59,000宗「還息不還本」及其他紓緩措施，涉及金額約7,500億港元。此外，香港按揭證券有限公司（按證公司）將中小企融資擔保計劃下八成及九成信貸擔保產品的延遲償還本金措施延長六個月至2021年3月底。至於新推出的「百分百擔保特惠貸款」，按證公司於2020年9月將每家企業最高貸款額由6個月僱員薪金及租金的總和提高至12個月（最高500萬港元），並將最長還款期由3年延長至5年。截至2021年1月底，百分百擔保產品共批出427億港元貸款，惠及超過20,000家企業，涉及260,000名僱員。在2021年2月，按證公司宣佈延長「百分百擔保特惠貸款」的申請期至2021年12月31日，並進一步提高每家企業最高貸款額至18個月僱員薪金及租金的總和（最高600萬港元），而特惠貸款的最長還款期由5年延長至8年。在確保銀行體系穩健的前提下，金管局將不時檢討各項措施的延長方案。

圖 5.19

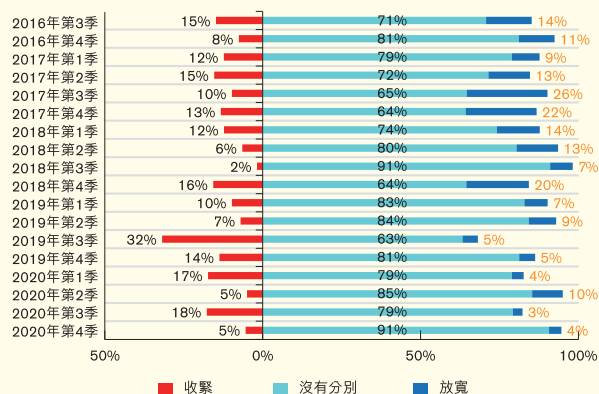
中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感（與六個月前相比）



註：撇除回答「沒意見／不知道」的受訪者。
資料來源：金管局。

圖 5.20

中小企表示銀行就已批出貸款取態的變動

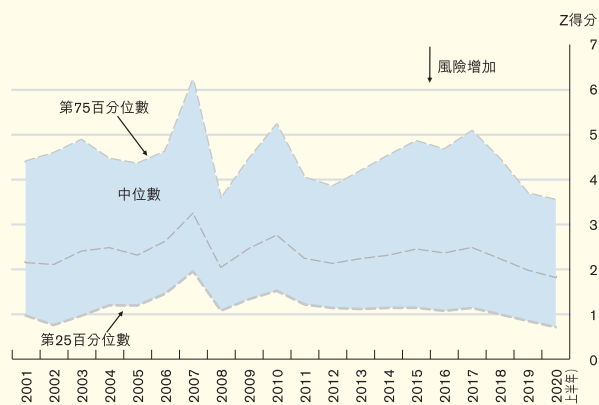


註：僅包括已獲批貸款的受訪者。
資料來源：金管局。

由於公司業務普遍受到疫情打擊，其財務狀況略為轉差。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）在2020年上半年普遍下跌，顯示這些公司的財務狀況轉差（圖 5.21）。不過，公司強制清盤的提交呈請書的數目僅由2019年的419宗輕微上升至2020年的449宗，部分反映支援措施政策的效果。

圖 5.21

香港非金融類上市公司的Altman的Z得分

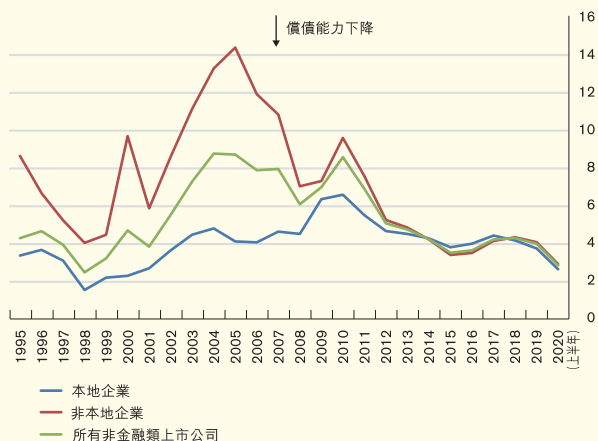


註：
1. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。
2. 所有數字以截至2021年2月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博彙編的估算值進行計算。

銀行業表現

與基於Altman的Z評分的觀察結果一致，衡量本地及非本地上市公司償債能力的加權平均利息覆蓋率同期亦有所惡化（分別為圖5.22中的藍線及紅線），主要由於疫情期間公司盈利下降。

圖 5.22
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率

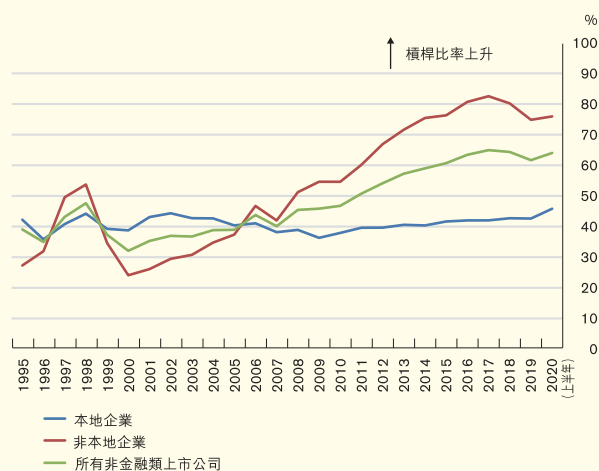


註：

1. 加權平均數。
 2. 利息覆蓋率按息稅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 2021 年 2 月底止的資料計算。
- 資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

與此同時，作為衡量公司槓桿的常用指標，本地及非本地公司的加權平均負債與股東權益比率在 2020 年上半年均溫和上升（圖 5.23）。這可能反映在疫情期間及在低息環境下，公司為應對現金流壓力或基於能夠以較低的成本借貸加強其流動資金緩衝，因此對資金的需求有所增加。

圖 5.23
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 2021 年 2 月底止的資料計算。
- 資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

自全球金融危機後，非本地公司槓桿比率的上升趨勢主要由在香港上市的內地公司所帶動。根據在香港上市的公司的樣本，專題 4 分析在低息環境下這些內地公司槓桿比率上升的主要推動因素，及對此現象作全面評估。

分析結果顯示，投資活動增加是這些內地公司槓桿比率在全球金融危機之後上升的其中一個重要推動因素，因為長期低息環境減低它們的外部融資成本。值得注意的是，相較於同樣處於長期低息環境下的本地公司，內地公司平均而言對較具生產力的投資機會相應地會分配更高的投資比率，同樣地這些內地公司的資本回報率的升幅亦較本地公司顯著。

展望未來，雖然疫苗的推出有助全球經濟復甦，但經濟活動回復到疫情前的水平需時。艱難的商業環境可能仍會持續一段時間，對公司的財務狀況繼續構成壓力。因此，銀行應對其信貸風險管理保持警惕，以及密切監察公司借款人的財務狀況的任何變化。

銀行業表現

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

銀行業的內地相關貸款總額由2020年6月底的47,900億港元(佔總資產的17.2%)下跌4.9%至2020年12月底的45,530億港元(佔總資產的15.6%)(表5.C)。其他非銀行類客戶風險承擔則上升至18,260億港元(表5.D)。

表 5.C
內地相關貸款

十億港元	2020年3月	2020年6月	2020年9月	2020年12月
中國內地相關貸款	4,765	4,790	4,827	4,553
中國內地相關貸款 (不包括貿易融資)	4,435	4,463	4,523	4,292
貿易融資	330	326	304	261
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,973	1,985	1,882	1,733
本地註冊認可機構*	2,060	2,087	2,208	2,048
本地註冊認可機構設於 中國內地的銀行附屬公司	732	718	737	772
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,993	2,036	1,978	1,809
中國內地民營企業	1,313	1,288	1,369	1,309
非中國內地企業	1,460	1,466	1,479	1,435

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	2020年3月	2020年6月	2020年9月	2020年12月
可轉讓債務工具及其他資產 負債表內的風險承擔	1,184	1,202	1,232	1,353
資產負債表外的風險承擔	408	404	434	473
總計	1,592	1,607	1,666	1,826

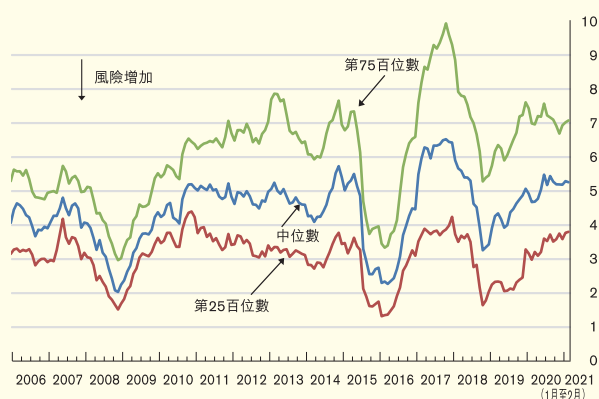
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

銀行業的內地相關貸款的資產質素轉差步伐轉趨穩定。所有認可機構的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率⁵³由2020年6月底的0.94%微升至2020年12月底的0.96%。

與此同時，一項根據市場資料計算並具前瞻性的指標亦顯示，內地公司的違約風險有趨於穩定的跡象。違約距離指數⁵⁴的中位數及第25百分位數徘徊在與六個月前相似的水平(圖5.24)。內地公司的違約風險趨於穩定，可能是受內地經濟活動顯著復甦而帶動。

圖 5.24
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。

然而，值得注意的是，其他下行風險因素，例如中美關係仍未明朗及疫情過後可能出現的公司業務重組，或會令內地公司的前景蒙上陰影。銀行應提高警覺，密切監察內地公司的財務狀況，並對內地相關貸款的信貸風險管理保持警惕。

⁵³ 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

⁵⁴ 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。

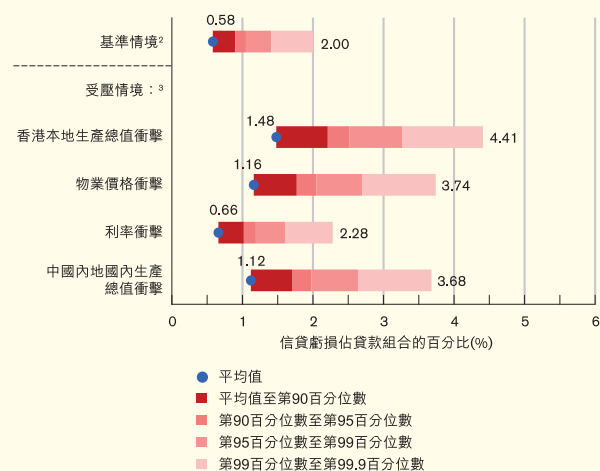
信貸風險宏觀壓力測試⁵⁵

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，應能抵禦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 5.25 使用截至 2020 年第 4 季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊⁵⁶ 下，零售銀行於 2022 年第 4 季的模擬信貸虧損比率。

根據在受壓情況下的估算，在各種假定的宏觀經濟衝擊後兩年內，預期信貸虧損將處於溫和水平，介乎 0.66% (利率衝擊) 至 1.48% (香港本地生產總值衝擊) 之間。

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 2.28% (利率衝擊) 至 4.41% (香港本地生產總值衝擊) 之間。然而，鑑於在過去兩年本港已經歷嚴重的經濟衰退，而在這低基數上再出現本地生產總值急劇下跌的可能性極微，因此發生如此極端情況的機率非常低。⁵⁷

圖 5.25
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值¹



註：

- 有關評估將 2020 年第 4 季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅 (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 2021 年第 1 季至 2021 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 2021 年第 1 季至 2021 年第 4 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 2021 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 2021 年第 4 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 2021 年第 1 季起的 4 個季度為 2%。

資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 系統性風險

雖然疫苗的推出令全球經濟前景出現曙光，但疫情反覆對經濟活動造成的潛在創傷效應及其他下行風險因素，仍然無可避免地為香港銀行業帶來多方面挑戰。

經濟復甦的走勢仍然不明朗，這將視乎疫苗的功效及各個經濟體推行疫苗接種的速度。由於公司及個人的還款能力在疫情下已有所削弱，一旦經濟復甦的步伐或幅度遜於預期，銀行貸款組合的信貸風險可能會進一步轉差。

⁵⁵ 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。

⁵⁶ 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。

⁵⁷ 若假設香港本地生產總值會承受相若於亞洲金融危機期間所見的衝擊時，模型結果顯示，估算的信貸虧損比率有少於 0.1% 機會達到接近亞洲金融危機後錄得的估算虧損水平 (即 4.4%)。

銀行業表現

鑑於香港公營部門及銀行業已積極推出多項紓困措施，香港出現大規模的個人及公司破產的風險目前受到控制。為繼續協助社會各界渡過經濟難關，金管局已延長多項支援有需要公司及人士的紓困措施。⁵⁸

不過，由於個別公司的債務或在疫情期間上升，這可能對它們的財務狀況造成較大的中期壓力。此外，疫情亦可能從結構層面改變個別公司的營商環境，令市場憂慮這些公司的過往營運模式在疫情過後是否仍然可以持續。以上因素均可能對銀行管理其公司貸款組合的相關信貸風險構成較長期的挑戰。因此，銀行應維持審慎的信貸風險管理，及評估疫情對其公司借款人財務狀況的潛在長期影響。

地緣政治風險，尤其是與中美關係有關的政治風險，仍需密切監察。地緣政治風險升級或會進一步加劇本已嚴峻的經濟形勢，繼而可能對香港銀行業產生不利影響。

儘管如此，香港銀行業的穩健資本及流動性狀況，應能提供強大緩衝以抵禦上述的下行風險。

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。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。最新在2021年1月28日公布，適用於香港的CCyB比率為1.0%。⁵⁹

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）。⁶⁰ 然而，釐定香港適用的CCyB比率並非機械式的過程，金融管理專員除參考緩衝資本參考指引外，還會參考多項指標（「全面參考指標」）。⁶¹

就最新情況而言，基於2020年第3季數據計算所得的緩衝資本參考指引表明CCyB應為2.5%（向下調整至最接近的25個基點的倍數後）。⁶² 根據所有可得數據作出的預測顯示，在取得2020年第4季所有相關數據後，緩衝資本參考指引很大可能反映CCyB比率會低於此水平，而緩衝資本參考指引在目前情況下將較為波動。

然而，從一系列全面參考指標，以及在2021年1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。金融管理專員認為現階段較適宜將CCyB比率維持於1.0%，並繼續觀察未來幾季的情況。

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。

⁵⁸ 詳情請參閱以下網頁(<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-regulatory-and-supervisory-regime/riding-out-the-covid-19-challenge/>)。

⁵⁹ 詳情請參閱於2021年1月28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/coutercyclical-capital-buffer-ccyb/>)。

⁶⁰ 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。

⁶¹ 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。

⁶² 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。

銀行業表現

表 5.E

香港適用的 CCyB 比率相關資訊

	2020 年 7 月 7 日	2020 年 10 月 12 日	2021 年 1 月 28 日
經發佈 CCyB 比率	1.0%	1.0%	1.0%
生效日期	07/07/2020	12/10/2020	28/01/2021
緩衝資本參考指引	2.3%	2.5%	2.5%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	1.8%	2.5%	2.2%
綜合 CCyB 指引	2.3%	2.5%	2.5%
CCyB 參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	36.4%	36.6%	24.1%
物業價格／租金差距	7.7%	10.5%	9.0%
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)	0.61%	0.38%	0.21%
特定分類貸款比率季度變動 (百分點)	0.06%	0.16%	0.04%

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頂。如果沒有 CCyB 發布，列頂則會顯示進行 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。

表 5.F
銀行業的主要表現指標¹(%)

	12/2019	9/2020	12/2020
利率			
1 個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數)	2.16	0.34	0.27
3 個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	2.30	0.53	0.42
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)	2.88	4.66	4.73
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)	2.74	4.47	4.58
綜合利率 ⁴	1.09	0.36	0.28
所有認可機構			
資產負債表狀況⁵			
存款總額	1.3	4.9	-1.8
港元	0.0	8.4	-4.4
外幣	2.7	1.5	1.1
貸款總額	0.7	3.2	-4.8
本地貸款 ⁶	0.6	4.7	-5.3
在香港境外使用的貸款 ⁷	0.8	-0.4	-3.6
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	7.8	-0.1	3.9
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	-0.4	0.1	3.9
資產質素			
估貸款總額百分比 ⁸			
合格貸款	98.10	97.42	97.29
需要關注貸款	1.33	1.74	1.81
特定分類貸款 ⁹ (總額)	0.57	0.84	0.90
特定分類貸款 (淨額) ¹⁰	0.28	0.47	0.50
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	0.34	0.56	0.57
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率 (總額) ¹¹	0.75	0.96	0.96
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)	159.9	156.8	155.1
流動性維持比率 — 適用於第 2 類機構 (季度平均數)	56.4	55.9	57.9
穩定資金淨額比率 — 適用於第 1 類機構	131.7	133.6	138.6
核心資金比率 — 適用於第 2A 類機構	134.4	139.2	139.5
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)	0.08	0.11	0.12
淨息差 (有關年度截至該月止以年率計)	1.63	1.24	1.18
成本與收入比率 (有關年度截至該月止)	39.5	44.3	46.8
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.03	0.04	0.04
信用卡貸款			
拖欠比率	0.25	0.33	0.27
撇帳率 — 按季年率計	1.64	2.53	2.17
— 有關年度截至該月止以年率計	1.57	2.28	2.18
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	16.5	16.3	16.7
一級資本比率	18.5	18.3	18.7
總資本比率	20.7	20.3	20.7
槓桿比率	8.2	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）。詳情載於金管局網站。
- 季度變動。
- 在香港使用的貸款及貿易融資。
- 包括「其他」（即沒有指定用途的貸款）。
- 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
- 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
- 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
- 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

專題 4

長期低息環境對在香港上市內地公司實體經濟活動的影響

引言

按國際清算銀行統計數字，在全球金融危機後變得普遍的長期低息環境下，新興市場經濟體的非金融類公司債務已由2008年底約9萬億美元大幅增至2019年底的31萬億美元。一旦影響金融市場及實體經濟的負面衝擊發生，其影響可能會因為企業槓桿高企而加劇，從而對金融體系構成系統性風險。因此，非金融類公司的債務積累已經引起各國中央銀行及國際機構的關注。

在低息環境下，香港的企業槓桿比率亦呈現相似的上升趨勢。根據在香港上市的公司的財務資料計算，它們的加權平均負債與股東權益比率由2008年底的45.3%顯著上升至2019年底的61.6%。⁶³ 香港上市的公司的槓桿比率上升，主要是由總部設於香港以外的公司所帶動，尤其是總部設於中國內地的公司（以下稱為「內地公司」），而總部設於香港的上市公司（以下稱為「本地公司」）的槓桿比率則大致維持穩定。⁶⁴

雖然我們的確需要留意內地公司的槓桿比率呈上升趨勢對金融體系穩定性的影響，但我們亦需要全面評估這些內地公司在運用募集的資金時，是否用得其或有多大程度上投放於具生產力的投資項目，因為這將直接影響內地公司將來的債務負擔能力。如果內地公司是為了投放資金於具生產力的投資項目而進行融資，相比於僅考慮它們槓桿比率上升的現象，我們需要擔憂它們財務狀況脆弱性的程度或能減少。鑑於香港金融業對內地公司持有重大的債權承擔，因此從金

融體系的穩定性角度衡量，我們有需要進一步了解這些投資的性質、生產力及效率。

在上述背景下，本專題旨在闡明以下兩個問題：(1) 在香港上市的內地公司的槓桿上升，是否由於融資條件在低息環境下放寬而導致公司投資活動增加所致？(2) 如果上述答覆為「是」，那麼所增加的投資有多大程度是由投資效率所驅動，而非由其他不具經營績效的動機所驅動（例如「建立商業帝國」行為）。^{65, 66}

實證框架

本研究基於內地公司與本地公司在融資方面存在體制差異，而採用「雙重差分」方法建構實證框架。體制差異是指，內地公司通過金融市場獲得融資的渠道一般較為有限，從而導致其投資決策較容易受外部融資成本的變化影響。相比之下，本地上市公司通常較容易從不同的來源及更多元化的投資者類別獲取資金。就此而言，本地公司的融資決定對利率環境變化的敏感度應略低於內地公司。基於此體制差異，我們提出下述的識別假設，來探討長期低息環境帶來的後果：即假設本地公司的表現，可以模擬內地公司在利率環境不變情況下的狀態。相關模型具體如下：

$$y_{i,t} = \beta \times Post_t \times Mainland_i + b \times Controls_{i,t} + \alpha_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

其中*i*表示公司，*t*表示年份。變數*y*代表因變量，包括公司的槓桿比率（以債務與資產比率衡量）、投資比率及現金持有量比率（兩者均除以公司資產作計算）。後兩個因變量是用於探討公司在借取資金後會如何運用。為表示長期低息環境期間，「*Post*」在

⁶³ 非金融類公司負債佔本地生產總值的比率是另一項常用的指標。該指標亦由2008年的128%上升至2019年底的225%。然而，我們必須小心解讀該指標的水平，因為該指標通常會誇大香港的企業槓桿狀況。這是由於香港作為國際金融中心，讓許多跨國及非本地公司能夠從香港借款為其海外業務融資。這些公司的經濟活動及對應的收入並未能充分反映於香港的本地生產總值中。

⁶⁴ 詳情請參閱圖5.23。

⁶⁵ 「建立商業帝國」行為通常指管理人員為達到增加個人或機構的權力及影響力的規模及範圍的目的，相應地作出的商業方面舉動。

⁶⁶ 詳情請參閱 Jin (2021)，「長期低息環境對在香港上市內地公司實體經濟活動的影響」，香港貨幣及金融研究中心工作文件（即將出版）。

2009年及其後年份會等於1來，而其他年份則為0。當某公司為內地公司時，「Mainland」等於1，否則等於0。「Controls」包括公司的規模、盈利能力、有形資產、股價淨值比作為控制變量。⁶⁷ α 表示公司固定效應， τ 則表示行業*時間固定效應。我們關注的系數是 β ，此系數反映在長期低息環境下，內地公司組別相對於本地公司組別的因變量變化的差異。⁶⁸

在長期低息環境下內地公司槓桿上升的潛在驅動因素分析

表B4.1匯報方程(1)的估算結果。第一欄顯示，內地公司的槓桿比率對長期低息環境的反應平均較本地公司更為顯著。具體而言，內地公司槓桿比率在全球金融危機前後兩個時期的上升變化，較本地公司同一比率在兩個期間的變動，平均高出約3個百分點（即長期低息環境對內地公司產生的影響）。鑑於全球金融危機之前，內地公司的平均債務與資產比率僅為26%左右，上述差異在經濟層面亦十分顯著。

表 B4.1
企業政策的估算結果

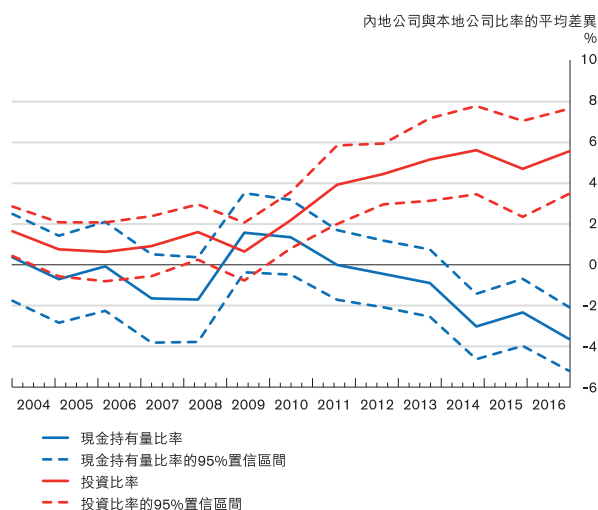
因變量	槓桿比率	投資比率	現金持有量比率
Mainland*Post	0.030***	0.015***	-0.002
規模	0.043***	0.011***	-0.036***
有形資產	-0.107***	0.004	0.023***
股價淨值比	0.168***	0.001	-0.195***
資產回報率	-0.004***	0.005***	0.005***
槓桿		-0.007	-0.105***
現金流		-0.022**	0.082***
公司固定效應	有	有	有
行業*時間固定效應	有	有	有
樣本數目	13,065	13,059	13,064
經調整 R 平方	0.630	0.366	0.614

註：***、**、* 表示估計系數分別有1%、5%及10%的統計顯著水平。

就資金運用方面，迴歸模型結果顯示，內地公司投資比率在低息環境前後的變化，平均較本地公司投資比率的變化高出約1.5個百分點（即表B4.1第2欄）。與此同時，兩個公司組別的現金持有量比率，在低息環境期間的變化，在統計學上沒有顯著差異（即第3欄）。綜合而言，研究結果表示，內地公司槓桿比率的上升，主要是在長期低息環境下的投資活動提高所帶動，而非源自其他動機（例如囤積現金）。

圖B4.1顯示內地公司與本地公司之間平均投資比率在各年份的差異，大致類似於上述的模型結果。該差異水平由在全球金融危機之前幾乎為零，轉變至後來的在統計水平上顯著的正數，其中兩者差距在2016年更擴大至6個百分點⁶⁹。

圖 B4.1
在香港上市的內地公司與本地公司之間投資比率及現金持有量比率的差異



註：實線表示平均差異，虛線表示95%置信區間(CI)。

資料來源：彭博及金管局職員計算數字。

⁶⁷ 當公司的投資與資產比率及現金持有量比率作為因變量時，我們會加入公司的槓桿比率及現金流作為額外的控制變量。

⁶⁸ 在剔除2008年後已不再在香港上市或者在2009年之後才上市的公司後，是次研究最終使用的樣本包括522家上市的內地公司及730家上市的本地公司，樣本涵蓋時間則包括2003年至2016年。

⁶⁹ 這數字會高於迴歸模型結果（即1.5%），是由於迴歸模型實際上會計算在2009年至2016年的平均投資比率差距。

評估內地公司投資活動的效率

基於上述結果，一個引伸的跟進問題是，公司在多大程度上將這些借取的資金運用於具生產力的投資機會。一方面，有人認為內地公司在長期低息環境下面對的財務限制有所放寬，因此它們能夠投放更多資金於能增加公司價值（即正現淨值）的投資機會，從而能提升其投資效率。另一方面，亦有人認為，根據代理問題理論，內地公司也可能是利用較低的財務成本，進行過度及不具經營績效的投資活動。⁷⁰

為探討到底哪種觀點更能解釋內地公司在低利率環境下的投資活動的情況，我們進行更仔細的實證研究。我們首先衡量內地公司的投資-Tobin's q 敏感度⁷¹，探討內地公司投資活動會否對良好投資機會（即較高淨現值的投資）配置更高的投資比率。⁷² 理論上，如果公司遇上更多良好的投資機會，最理想的做法是加大投資比率，以實現股東價值最大化。因此，當投資- q 敏感度為正值時，這可能代表內地公司的投資決策是較高效率的。相反，若投資-Tobin's q 敏感度在統計水平上不顯著或甚至為負值時，則可能反映內地公司的投資決策是更基於管理偏好等其他因素，而非 Tobin's q 所代表的良好投資機會。我們的實證結果發現，在全球金融危機過後的低息環境下，其 Tobin's q 值較高的內地公司（即面對更多良好投資機會的公司）在低息環境下的投資敏感度往往較本地公司為高。⁷³

⁷⁰ 代理問題理論認為，管理人員所控制的資源及其權力會隨著公司資產增長而增加，相應地他們進行過量投資及建立「商業帝國」的誘因亦會提高。在此情況下，當外部融資成本降低時，公司即使在相關投資回報為負時，亦會繼續進行更多投資。

⁷¹ Tobin's q 的定義是，公司實體資產的市場價值對其資產重置成本的比率，具體計算方式如下：（總資產＋權益的市場價值－權益的賬面價值）／資產的賬面價值。如果該比率的大於1，表明公司的未來潛在價值大於其當前的重置成本。該比率通常被用作衡量公司投資機會的代理指標。

⁷² 具體而言，我們再次計算有關公司投資的方程(1)，其中將 $Post_t \times Mainland_i \times Tobin's q$ 的三重交互作用項亦納入其中。當交互作用項的系數為正值時，這代表內地公司在長期低息環境下，其進行的投資活動會更敏感於良好的投資機會。

⁷³ 三重交互作用項 $Post_t \times Mainland_i \times Tobin's q$ 的系數為0.005，並具有1%的統計顯著水平。這反映在低息環境下，內地公司的投資- q 敏感度上升變化，較本地公司的上升變化平均高出0.5個百分點。

另外，透過對公司的股東權益回報率作雙重差分估算，我們審視內地公司的營運效率在低息環境下有否提升。如果內地公司在低息環境下過度增加及投放資源於普遍不具經營績效的投資活動，我們應該會觀察到在同一期間內地公司的股東權益回報率普遍低於本地公司。然而，實證結果表明，內地公司在低息環境期間前後錄得的股東權益回報率的變化，較本地公司在同期錄得的變化，平均而言上升幅度更高（表B4.2）。這一結論，亦與上述內容指出，內地公司在低息環境下對良好投資機會的敏感度高於本地公司的結論吻合。

表 B4.2
營運效率的估算結果

因變量	股東權益回報率
Mainland* Post	0.054***
控制變量	有
公司固定效應	有
行業*時間固定效應	有
樣本數目	13,988
經調整 R 平方	0.217

註：***、**、* 表示估計系數分別有1%、5%及10%的統計顯著水平。

結語

本研究發現，自全球金融危機之後的投資活動增加，是在香港上市的內地公司槓桿比率上升的其中一個重要推動因素，這是由於長期低息環境令它們面對的外部融資成本有所降低。值得注意的是，相較於同樣處於長期低息環境下的本地公司組別，內地公司組別平均而言對較具生產力的投資機會相應地會分配更高的投資比率，同樣地這些公司的資本回報率的平均升幅亦較顯著。上述實證結果表明，在香港上市的內地公司的槓桿及投資增加，較程度上是由於它們面對的融資條件限制有所放寬而推動。不過，鑑於上述結果反映的是所有在香港上市的內地公司的整體經濟表現，而非個別內地公司的經濟表現，我們必須小心解讀相關結論。

本項研究的其中一個重要意義是，雖然在長期低息環境下企業槓桿持續的上升，或可能是對公司部門財務狀況穩健程度的一個警號，但我們仍需要作進一步的全面評估以探究企業槓桿上升的潛在推動因素，從而更清晰這些現象對金融體系穩健性的影響。鑑於香港金融業對內地公司持有重大的債權承擔，以及低息環境可能維持更長時間，因此我們應密切監察內地公司的財務狀況。