



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

2023年3月

本報告分析2022年8月底至2023年2月底期間的統計資料。

# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

## 2023年3月

### 目錄

<b>1. 總結及概述</b>	<b>3</b>
<b>2. 全球環境及展望</b>	<b>7</b>
2.1 外圍環境	7
2.2 中國內地	18
<b>3. 本港經濟</b>	<b>24</b>
3.1 實體經濟活動	24
3.2 勞工市場狀況	25
3.3 通脹	25
<b>4. 貨幣及金融狀況</b>	<b>31</b>
4.1 匯率及資金流	31
4.2 貨幣環境及利率	32
4.3 股市	35
4.4 債券市場	37
4.5 物業市場	39
<b>5. 銀行業表現</b>	<b>43</b>
5.1 盈利及資本額	43
5.2 流動性及利率風險	45
5.3 信貸風險	47
5.4 系統性風險	53
專題1 企業綠色債券市場的漂綠行為	11
專題2 東亞及太平洋地區中央銀行會議經濟體企業的外匯風險及對沖	14
專題3 從投入產出聯繫評估樓市低迷對內地經濟的影響	21
專題4 香港疫後重啟相對滯後會否對訪港旅客人數造成疤痕效應？	27

### 詞彙

# 1. 總結及概述

踏入2023年，環球增長前景預料將會轉弱。美國及歐元區的通脹率居高不下，自2022年以來累積的貨幣緊縮或會令增長顯著放緩，再加上近期美國和歐洲的銀行受壓，為經濟表現增添變數，並加劇金融市場波動。

香港的外匯及銀行同業市場交易繼續暢順有序。隨着美國調高政策利率，多家銀行上調其最優惠貸款利率。自2022年6月底以來的七個月內，存款總額溫和增長，沒有顯著跡象顯示資金流出香港銀行體系。部分反映信貸需求疲弱，銀行信貸在同期溫和下跌。住宅物業市場在2022年下半年受壓，其後在2023年初出現回穩跡象。

展望未來，雖然放寬防疫措施應會改善香港經濟前景，但美國利率未來的走勢、主要先進經濟體的增長前景以及持續的地緣政治風險等不明朗因素，將對銀行業構成挑戰。銀行應警惕這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

## 外圍環境

於回顧期內，全球通脹壓力雖有所舒緩，但由於勞工市場仍然緊絀，各主要央行繼續收緊貨幣政策。然而，高息環境加上近期美國和歐洲的銀行業受壓，個別美國本土銀行在三月倒閉，增加了經濟前景和金融市場的不確定性。由於不能排除通脹存有上行風險，主要央行或需將利率更長時間地維持在較市場預期更高的水平，有機會在未來觸發資產無序地重新定價。氣候風險如確實出現，亦可能引發相關資產的突然重新定價。融資項目承諾帶來積極的環境效益，企業綠色債券市場已較為成熟，可減低氣候風險。專題1研究發行人是否兌現承諾，以及推動企業綠色債券市場健康發展的政策影響。

在亞洲新興市場，2022年下半年經濟增長進一步放緩，出口增長隨著全球經濟放緩而顯著減慢。由於全球食品及燃料商品供應受阻，區內個別經濟體的通脹壓力仍處於高位。隨著區內央行加快收緊貨幣政策以應對通脹，區內的金融風險日益顯露。在加息環境

下，區內樓價下行壓力漸重。鑑於按揭貸款在亞洲區內銀行貸款中所佔比例不小，物業市場的進一步調整可能會影響區內銀行體系。與此同時，不斷上升的借貸成本亦對區內負債企業構成流動性挑戰。部分背負較多外幣債務的企業容易受到外匯風險的影響。就此而言，專題2檢視相關企業是否妥善對沖風險，以及香港等金融中心的外匯衍生工具市場的發展如何推動區內企業使用衍生工具對沖外匯風險。

中國內地方面，經濟增長在2022年第3季出現反彈後，於第4季受疫情爆發及房地產市場疲軟的影響而放緩。展望未來，在放寬防疫限制後個人消費復甦的背景下，內地經濟增長在2023年或會加速。儘管如此，近期增長前景視乎疫情發展以及房地產市場何時趨於穩定（專題3討論房地產業對其他經濟部門的影響），不確定性仍然較高。為支撐經濟，政府呼籲通過推進結構性改革增強市場信心，例如對國有企業和民營企業一視同仁，並採取更有力的支持措施促進內需特別是消費。

## 本港經濟

香港經濟於2022年下半年進一步顯著收縮超過4% (按年計)。經濟收縮主要反映在全球經濟轉弱及金融狀況收緊的情況下，貨物出口及整體投資開支大幅下降。私人消費為經濟增長提供支持，而服務輸出在2022年9月下旬放寬海外旅客強制檢疫措施後略有改善。2022年全年實質本地生產總值下跌3.5%，較2021年增長6.4%的表現為差。

隨着內地與香港全面通關，預計2023年香港經濟增長將由低位復甦。先進經濟體的增長預料會減弱，並將繼續拖累香港的貨物出口，而內地經濟復甦，以及內地與香港的跨境陸路貨運限制取消則有望支持出口。內地與香港全面通關亦會令香港入境旅遊及其他服務輸出顯著受惠，並能提振本地營商氣氛及資本開支。專題4討論近期訪港旅客人數的復甦，並提供證據指出儘管香港疫後重啟較區內其他經濟體相對滯後，但預期對入境旅遊的影響有限且短暫，「疤痕效應」的問題不大。隨着勞工市場走強，私人消費將進一步改善。政府預測2023年實質本地生產總值增長介乎3.5%至5.5%，而私人機構分析師的增長預測平均為3.7%。然而，香港經濟增長前景仍受眾多風險及不明朗因素所影響，尤其是美國聯邦儲備局(美聯儲)政策利率走勢、全球增長前景、地緣政治局勢持續緊張以及本地入境旅遊的復甦步伐(另見上文討論)。

本地勞工市場狀況近月持續改善，失業率於2023年2月降至3.3%。整體就業人數亦從2022年5月的近期低位反彈，但仍低於疫情前的水平。展望未來，由於本地經濟活動恢復正常，勞工市場有望進一步改善。

物價方面，基本通脹率在2022年第3季及第4季均維持在1.8%，而2023年1月及2月合計為2.1%，仍屬溫和水平。<sup>1</sup> 預計本地通脹於短期內將輕微上升，但在各種因素互相抵銷下應保持溫和。儘管外圍價格應會維持高企，但由於部分主要經濟體的經濟活動放緩及商品價格上行壓力緩和，外圍價格的上升動力或會進一步減弱。隨着經濟復甦及勞工市場改善，本地成本壓力可能會稍升，但房屋租金偏軟應在一定程度上抵銷其影響。政府預計2023年的基本通脹率及整體通脹率分別為2.5%及2.9%，而最新的市場共識預測同年的整體通脹率為2.4%。

## 貨幣狀況及資金流動

自2022年9月至11月初，受本港股市調整、市場預期美國進一步加息以及持續的套息交易活動帶動，港元一直貼近弱方兌換保證水平。從11月中旬到2022年底，受本港股市成交轉旺及年底資金需求的帶動下，港元匯率有所轉強。踏入2023年，由於季節性資金需求減退，港元匯率走軟，再次貼近弱方兌換保證水平。自2022年5月首次觸發弱方兌換保證至2023年2月，弱方兌換保證共被觸發43次，金管局因而按照聯繫匯率制度(聯匯制度)的設計，應銀行要求合共買入2,612億港元。

整體而言，香港的銀行同業市場交易繼續暢順有序。香港銀行同業拆息於2022年9月至12月跟隨着美元息率逐步攀升，其後於2023年初隨着對港元資金的季節性需求減退而回落。至於零售業務方面，隨着美國政策利率上調，在2022年9月至12月期間，多家銀行三度上調其最優惠貸款利率，合共上調62.5個基點。部分主要銀行於2022年11月下旬至12月進一步提高以香港銀行同業拆息為基礎的新批按揭利率上限。因此，新造按揭的平均貸款利率由2022年7月的2.31%上升至2023年1月的3.50%。

<sup>1</sup> 連同政府一次性紓困措施的影響，2022年第3季及第4季的按年整體通脹率分別為2.7%及1.8%，而在2023年1月及2月合計為2.1%。

於回顧期內，香港的離岸人民幣資金池有所擴張，截至2023年1月底，人民幣客戶存款及存款證餘額增加至9,856億元人民幣。人民幣貸款餘額和人民幣貿易結算繼續穩步增長。2022年人民幣即時支付結算系統的平均每日成交量維持在16,540億元人民幣的高水平。

展望未來，持續發展的香港離岸人民幣生態圈將進一步鞏固香港在離岸人民幣業務方面的領先地位。金管局與中國人民銀行簽訂的優化貨幣互換協議，以及金管局的優化人民幣流動資金安排，將進一步支持和深化香港的人民幣資金池。與此同時，香港透過各項互聯互通機制持續加強與內地的聯繫，包括互換通、南北雙向的滬港通、深港通、債券通和跨境理財通等，將為香港提供更多元化的人民幣計價產品。在金融基建方面，金管局正計劃提升債務工具中央結算系統(CMU)並發展為亞洲主要的國際中央證券託管平台(ICSD)，將為境外投資者高效交易人民幣資產提供穩健及安全的渠道。透過這些措施，香港將會把握內地資本帳持續開放以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作的深化所帶來的機遇。

## 資產市場

在主要中央銀行收緊貨幣政策的情況下，環球股票價格在2022年9月至10月大幅調整。10月31日，疲弱的市場氣氛將恒生指數推至14,687點，為13年半低位。本港股市隨後受美國加息放緩的展望及內地與香港經濟重啟所帶動反彈，然後在2023年2月下跌。整體而言，恒生指數由2022年8月底至2023年2月底輕微下跌0.8%。

隨著美國收緊貨幣政策，10年期美國國債及港元10年期政府債券的收益率在2022年10月下旬達到高峰水平。相關債券收益率其後有所回落，隨後在2023年2月上升。儘管利率上升，香港債券市場在2022年繼續增長。

展望未來，本港股市的短期前景會因利率在更長時間內維持較高水平、發達經濟體增長顯著放緩以及不斷升級的地緣政治緊張局勢(例如俄烏衝突)等風險而蒙上陰影，而內地經濟迅速重啟或有助提振港股前景。在本港債券市場方面，對內地經濟的政策支持可能有助提振對離岸人民幣債券的需求。

於回顧期內，本地債券市場繼續吸引內地實體發行離岸人民幣債券。加上香港政府成功發行價值57.5億美元的綠色債券以及首批8億港元的代幣化綠色債券，這些債券發行鞏固香港作為全球離岸人民幣中心及亞洲首要綠色和可持續金融樞紐的地位。

隨着金融狀況收緊，加上經濟表現欠佳，住宅物業市場在2022年下半年受壓。其中，交投活動放緩、減價空間增加，成交價格亦有所回軟。2022年全年合計，住宅物業總成交量下跌至45,050宗，較2021年減少39%，並創下有紀錄以來的新低，而樓價則錄得15%的有序調整。由於市場氣氛隨內地與香港恢復通關而有所復甦，樓市於2023年初呈現回穩跡象。

隨着美聯儲連番上調政策利率，各大銀行相繼上調實際按揭利率，令供樓人士的按揭供款負擔有所增加。由於樓價回軟，負資產住宅按揭貸款宗數增加至2022年第4季末的12,164宗。這些個案涉及銀行職員的住屋按揭貸款和按揭保險計劃下的貸款，而這些貸款的按揭成數一般較高。值得指出的是，按揭保險計劃對申請人的還款能力有嚴謹要求。事實上，截至2022年12月底，按揭保險計劃下的貸款拖欠比率只有0.01%，比銀行業整體按揭貸款的拖欠比率0.06%更低，顯示按揭保險計劃下的貸款質素十分良好。展望未來，預期勞工市場進一步改善將有助家庭償還按揭貸款，從而抑制住宅按揭貸款拖欠比率的上升壓力。有見及此，銀行住宅按揭業務風險可控。

更廣泛而言，金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施有助抑制家庭槓桿水平以及加強銀行對按揭貸款的風險管理，從而提高家庭及銀行抵禦潛在的利率或樓市衝擊的能力。然而，市民必須對銀行借貸利率可能進一步上升有所準備，並在作出置業和按揭借貸決定時，小心評估有關風險。

住宅物業市場前景受到如上文所述的眾多不明朗因素及風險所影響。其中，較高的按揭利率及短期內私人住宅供應增加可能繼續為樓市前景蒙上陰影，而內地與香港恢復通關則可能會釋放積壓需求及提振市場氣氛。長遠而言，樓市的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年私人住宅供應量仍會維持在高位。

非住宅物業市場於2022年下半年進一步回軟。隨着成交量減少，商業及工業樓宇的價格回落，而租金則大致維持疲軟。非住宅物業市場的前景同時受利好及利淡的因素影響。例如，內地與香港全面通關有望帶動入境旅遊業復甦，從而為零售商鋪提供一定支持。另一方面，商業樓宇的空置率仍然高企，加上短期內將有更多新增供應，或會令它們的租金及資本價值繼續受壓。

## 銀行業表現

零售銀行的盈利在2022年下半年顯著改善，這是由於淨利息收入和外匯及衍生工具業務收入均增加，但部分升幅被呆壞帳準備金增加以及收費及佣金收入減少所抵銷。在2022年下半年，零售銀行整體稅前經營溢利較2021年同期上升74.0%。資產回報率相應地在2022年下半年升至0.80%，而前一年同期為0.48%。

部分反映借貸成本上升及經濟活動疲弱導致信貸需求減弱，所有認可機構的貸款及墊款總額於2022年下半年溫和下跌3.8%。貸款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於回顧期內均錄得收縮。所有認可機構的特定分類貸款比率於2022年下半年有所上升，但仍然維持在健康水平。

在穩健及強勁資本及流動性的狀況下，香港銀行業依然保持穩健。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2022年底處於20.1%的高位，遠高於國際最低要求。第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率於2022年第4季分別為162.3%及63.2%，遠高於其法定最低要求。最新的銀行穩定資金淨額比率亦繼續遠高於法定最低要求。

展望未來，雖然放寬防疫措施應會改善香港經濟前景，但美國利率未來的走勢、主要先進經濟體的增長前景以及持續的地緣政治風險等不明朗因素，將對銀行業構成挑戰。銀行應警惕這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

《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編製。

## 2. 全球環境及展望

隨着大宗商品價格回落及供應鏈恢復正常，全球整體通脹率在回顧期內從數十年來的高位回落，但核心通脹在勞工市場緊絀的情況下依然高企。雖然近期美國及歐洲銀行受壓，突顯了央行需要在價格穩定與金融穩定之間作出權衡，但通脹上行風險仍然存在，主要央行或需將利率更長時間地維持在較市場預期更高的水平，或會埋下具干擾性的資產重新定價的種子。

亞洲新興市場的出口增長跟隨全球經濟而放緩，致使區內經濟增長在2022年底有所減弱，通脹壓力則仍然高企。隨著全球及本地金融環境收緊，區內的金融風險日益顯露，樓價下行壓力漸重，負債行業的償債負擔增加。若這些風險進一步加劇，或會對區內銀行業構成影響。

中國內地經濟增長在第3季反彈後，受新冠疫情爆發及房地產市場疲軟影響，於第4季放緩。展望未來，雖然增長前景仍存在很大的不確定性，但隨著防疫限制措施放寬及內地政府把「穩經濟」作為2023年首要議題，個人消費及其他當地經濟活動有望復甦。

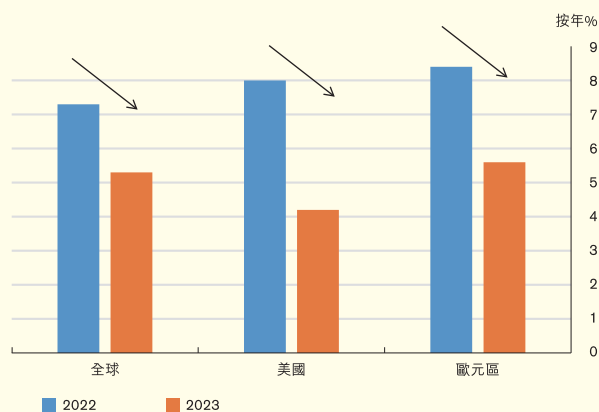
### 2.1 外圍環境

於回顧期內，由於大宗商品價格回軟及全球供應鏈恢復正常，商品通脹有所緩和，主要先進經濟體的整體通脹率由數十年來的高位回落。然而，由於勞工市場狀況仍然緊絀，繼續支撐工資增長，服務業通脹仍然居高不下。這反映雖然主要先進經濟體的貨幣狀況自2022年初以來已大幅收緊，但可能仍未足以遏制勞工需求過剩的情況。因此，儘管私營機構分析員預計通脹將在2023年大幅緩和（圖2.1），加上增長趨緩的跡象越見明顯，但各主要央行為確保通脹預期保持平穩，仍繼續收緊貨幣政策。

然而，高息環境加上最近美國及歐洲銀行受壓，個別美國本土銀行在3月倒閉，增加了經濟前景和金融市場的不確定性。儘管監管機構迅速採取行動保障存

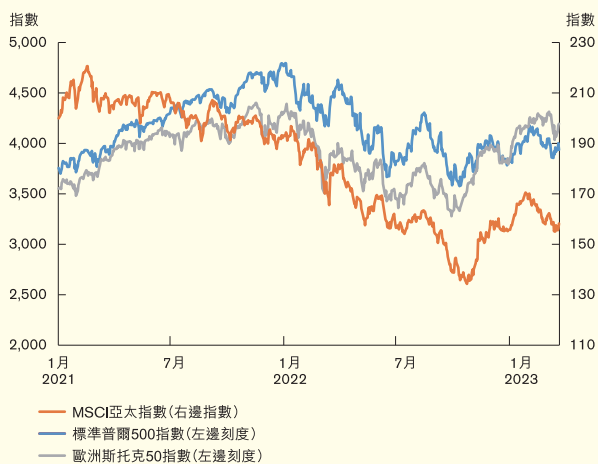
戶，並向其他銀行提供資金支持，股票市場仍因避險情緒升溫而下挫，延續自2023年初由通脹超過預期引發的跌勢（圖2.2）。

圖 2.1  
選定經濟體的實際及預測消費物價指數 (CPI) 通脹率



資料來源：共識預測，2023年3月。

**圖 2.2**  
選定主要股市指數

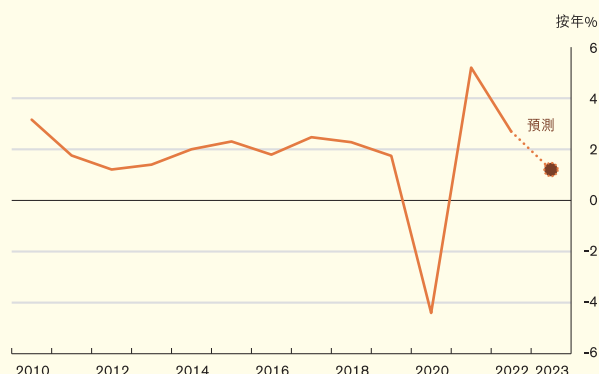


資料來源：彭博。

展望未來，由於主要央行需要在價格穩定與金融穩定之間作出權衡，全球貨幣政策的方向變得更不明朗，或預示着未來資產市場會因一些揮之不去的下行風險而存在波動。

一方面，市場愈來愈擔心歐美等主要先進經濟體的經濟可能會在2023年急速放緩。國際貨幣基金組織(IMF)於2023年1月預測，先進經濟體的實質本地生產總值增長率將由2022年的2.7%降至今年的1.2%，經濟擴張步伐將會是過去10年以來最緩慢(2020年爆發新型冠狀病毒疫情時除外)，反映迄今所累積的貨幣緊縮的滯後效應(圖2.3)。此外，在進一步加息以壓抑通脹時，有機會暴露低息時期所積累的潛在金融脆弱點。以上種種因素均會令全球經濟前景受壓，並對世界其他地區，尤其是新興市場經濟體產生負面溢出效應。

**圖 2.3**  
先進經濟體實質本地生產總值增長



資料來源：國際貨幣基金組織。

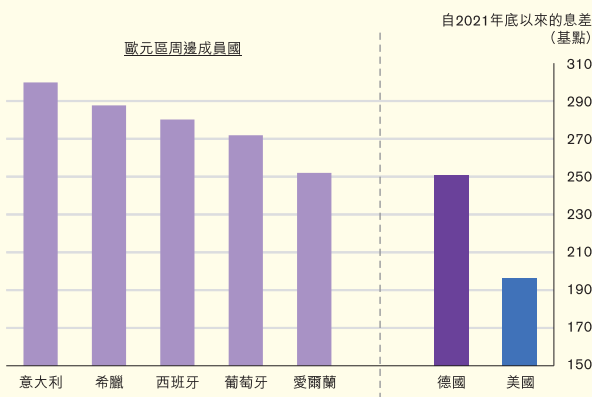
另一方面通脹放緩的步伐有可能會較預期慢。例如，圍繞俄烏衝突的不明朗因素或會引發新一輪全球能源及食品價格上漲。與此同時，美國勞工市場迄今為止較預期更具韌性，而且按過往通脹調整工資的做法在歐洲十分普遍，對勞工成本以及服務通脹構成上行風險。故此，主要央行或需將利率更長時間地維持在較市場預期更高的水平。加上預期主要先進經濟體的增長會顯著放緩，造成企業增長及盈利前景疲軟，或會觸發風險資產無序地重新定價，繼而損害全球金融穩定。氣候風險的出現亦可能引發相關資產突然重新定價。融資項目承諾帶來積極的環境效益，企業綠色債券市場已較為成熟，可減低氣候風險。專題1研究發行人是否兌現承諾，以及推動企業綠色債券市場健康發展的政策影響。

全球金融狀況的不確定性亦會為高負債國家的債務可持續性構成挑戰，當中包括意大利及希臘等幾個歐元區周邊國家。事實上，自2022年初以來，相較於當前加息周期下的其他先進經濟體，這些國家的主權債券收益率升幅更大(圖2.4)，反映投資者要求高信用風險溢價。如果歐洲央行及美聯儲在通脹率回落速度



較預期慢的情況下，將利率更長時間地維持在較高的水平，這些周邊成員國的主權債息差可能面臨額外的上升壓力，因為長期高企的借貸成本或會使其償債能力受壓。從更廣泛的全球角度而言，借貸成本上升會損害公營及私營債務人的償債能力，而環球增長疲軟亦可能逆轉近期全球債務相對本地生產總值比率的下降趨勢。

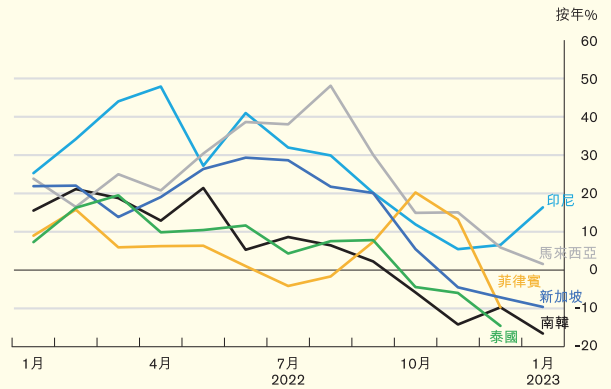
**圖 2.4**  
選定先進經濟體十年期主權債收益率的變化



註：截至2023年3月22日的數據。  
資料來源：彭博及CEIC。

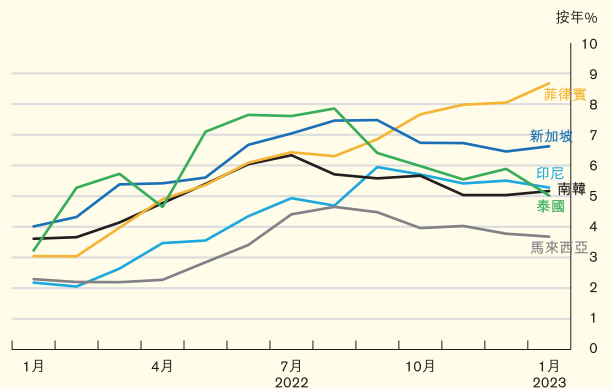
在亞洲新興市場，2022年下半年經濟增長進一步放緩，這是因為出口增長隨著全球經濟放緩而顯著減慢，尤其是區內科技產品出口地（南韓及新加坡）在科技產品周期下行階段受較大影響（圖 2.5）。與此同時，由於全球食品及燃料商品供應受阻，區內個別經濟體的通脹壓力仍處於高位，消費物價指數通脹率在2022年下半年曾觸及多年以來的高位，其後在2022年底輕微回落（圖 2.6）。儘管區內多家央行已加快貨幣緊縮步伐以應對通脹，但區內的加息步伐仍落後於聯儲局，令區內貨幣與美元的息差收窄，並引致區內債券基金流出及貨幣貶值，直至2022年11月市場開始預期聯儲局轉向「鴿派」，才有所緩解。

**圖 2.5**  
出口增長



資料來源：CEIC。

**圖 2.6**  
整體消費物價指數通脹



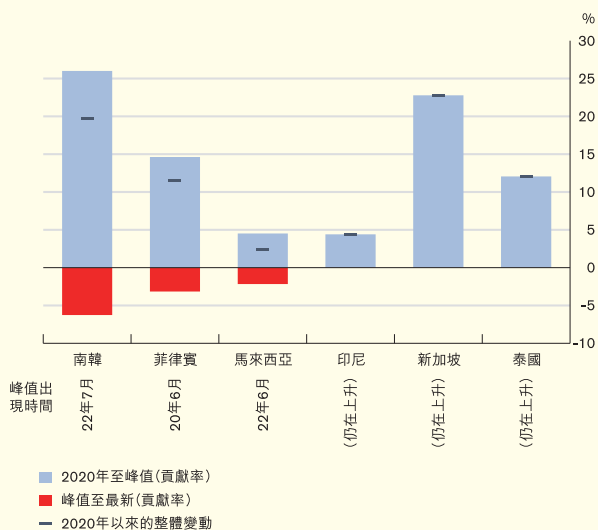
資料來源：CEIC。

隨著金融環境收緊，區內過往幾年所積累的金融風險日益顯露。這種情況部分反映於區內房地產市場在加息環境下回軟。雖然區內大多數經濟體自2020年以來樓價仍然錄得正增長，但多個經濟體的樓價已由高峰水平稍為回落（圖 2.7）。鑑於部分經濟體的按揭貸款在未償還銀行貸款中佔比較大部分（圖 2.8），應密切關注房地產市場的進一步調整，從而了解其對銀行系統可能產生的影響。

此外，在疫情開始時負債水平已處於高位，並於疫情期間的低息環境下仍在增加借貸的經濟體所面對的風險也不能忽視（圖 2.9）。隨著全球貨幣政策持續收緊，相關經濟體的償債負擔將會增加。債務過份積壓可能會阻礙業務運作良好的企業的投資意欲，或將資源錯配到財務上難以持續的企業，以致對宏觀金融穩定構成風險。區內部分企業背負較多外幣債務，使其易受外匯風險的影響。就此而言，專題 2 檢視相關企業是否妥善對沖風險，以及香港等金融中心外匯衍生工具市場的發展如何促進了區內企業對衍生工具對沖的使用。

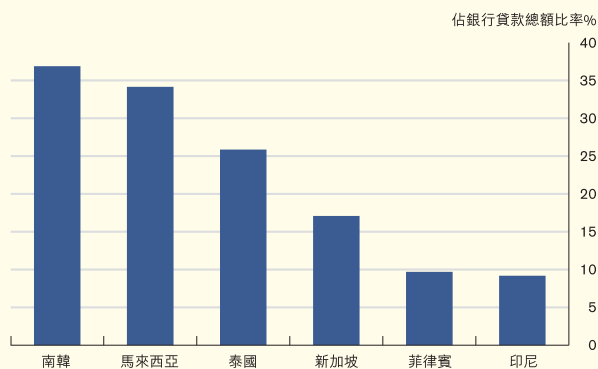
全球需求疲軟是另一個可能影響新興亞洲市場企業表現及還款能力的因素。假如區內出口增長持續失去動能，將會削弱對經濟增長的支撐，繼而影響企業盈利及償還貸款的能力。負債沉重的企業可能面對更嚴峻的流動性挑戰。

圖 2.7  
2020 年以來的樓價變化



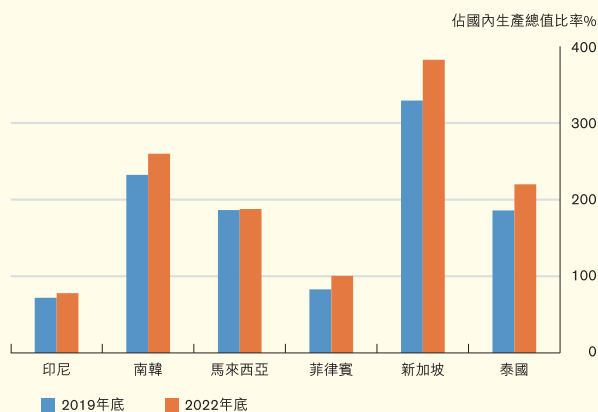
註：「峰值」是指 2020 年以來的最高價格水平。南韓的最新數據為 2023 年 2 月；泰國為 2023 年 1 月；印尼及新加坡為 2022 年 12 月；其他經濟體為 2022 年 9 月。  
資料來源：CEIC 及金管局職員計算數字。

圖 2.8  
未償還的按揭貸款



註：馬來西亞為 2023 年 1 月數據；菲律賓為 2022 年 9 月數據；其他經濟體為 2022 年 12 月數據。  
資料來源：CEIC。

圖 2.9  
2020 年以來的私人及公共債務



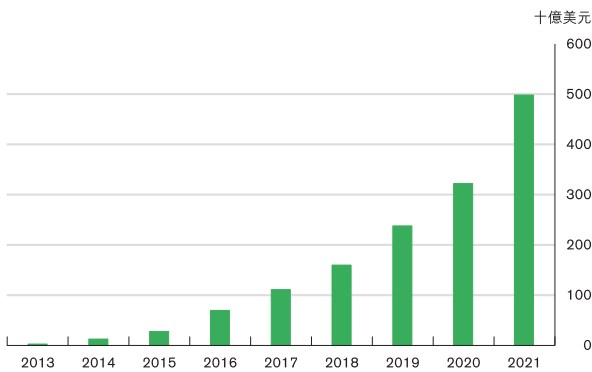
註：私人及公共債務是指家庭、非金融企業和政府產生的債務總額。  
資料來源：國際金融協會。

## 專題 1 企業綠色債券市場的漂綠行為

### 引言<sup>2</sup>

近十年來，全球企業綠色債券市場發展迅速，企業綠色債券的未償還總額由 2013 年底的 28 億美元增至 2021 年底的 4,983 億美元，每年平均增長速度達 91% (圖 B1.1)。發行人能把發行綠色債券募集而來的大量資金應用於承諾進行的項目，從而帶來積極的環境效益。

**圖 B1.1**  
2013 至 2021 年全球企業綠色債券的未償還總額



資料來源：彭博、氣候債券倡議組織、Dealogic、路透社及金管局職員估計數字。

然而，經常有人指出個別公司可能會從事「漂綠」行為，亦即在企業並未兌現承諾的情況下，透過發行綠色債券獲取利益 (例如享受較低的融資成本、樹立更好的企業形象)。聯合國便曾發表報告批評漂綠行為，並提供指引確保企業及其他機構作出可信的淨零排放承諾。<sup>3</sup>

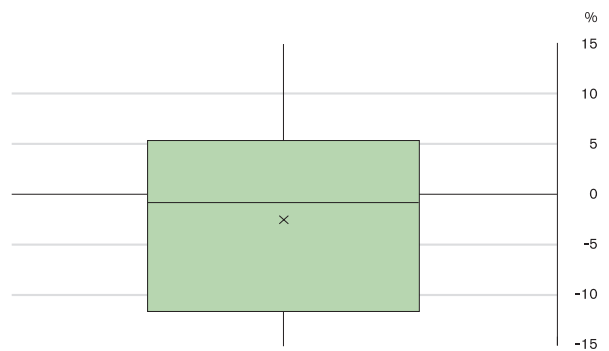
漂綠行為不單會窒礙應對氣候變化的進展，亦可能引發金融穩定風險，例如當某家公司的漂綠行為被揭露，其綠色債券或會被突然拋售及重新定價，其影響

更可能波及其他綠色資產。在此背景下，本專題研究企業的漂綠行為問題，聚焦探討綠色債券市場以及對金融穩定的政策影響。

### 企業綠色債券市場的漂綠行為有多普遍？

我們使用的數據涵蓋 2013 年至 2021 年全球 371 家上市公司發行的 1,371 隻綠色債券<sup>4</sup>，並發現在全球綠色債券市場上，漂綠行為並不罕見。圖 B1.2 揭示 2013 年至 2021 年期間企業首次發行綠色債券前後，溫室氣體排放強度變化的分布。<sup>5</sup> 如圖可見，個別公司在首次發行綠色債券之後，溫室氣體排放強度卻有所增加。由於其溫室氣體排放表現與發行綠色債券的倡議不一致，所發出的矛盾訊號可能會被市場參與者視為漂綠的證據。<sup>6</sup>

**圖 B1.2**  
平均溫室氣體排放強度的變化



註：方框內的水平線代表中位數。

資料來源：Trucost 及金管局職員估計數字。

<sup>2</sup> 詳情請參閱梁栢豪等人 (2022)：《企業綠色債券市場的漂綠行為》，金管局研究備忘錄，2022/08 (英文版本)。

<sup>3</sup> 詳情請參閱聯合國非國家實體淨零排放承諾高級別專家組 (2022)：「Integrity Matters: Net Zero Commitments by Businesses, Financial Institutions, Cities and Regions」。

<sup>4</sup> 該數據集是根據四間主要綠色債券數據供應商的數據而構建，包括彭博、氣候債券倡議組織、Dealogic 及路透社。

<sup>5</sup> 例如，假設某綠色債券是在 2017 年發行，我們會將以該發行人 2017 年至 2021 年的平均溫室氣體排放強度與 2013 年至 2016 年的相應數字進行比較。

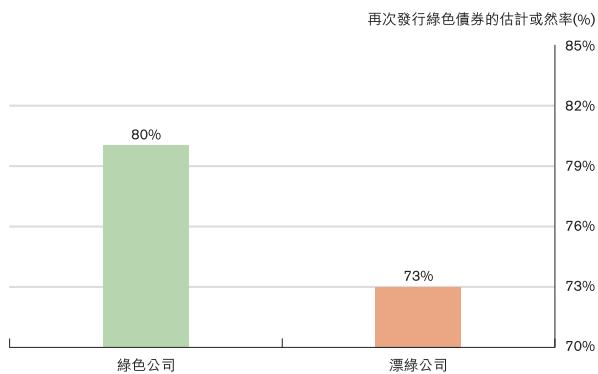
<sup>6</sup> 有人可能會認為，「綠色」標籤可能僅關乎發行綠色債券籌集資金的使用，似乎並無承諾公司整體營運會變得「更綠色」。然而，從更廣泛的角度來看，發行綠色債券可以被視為發行人致力環保的訊號。假如他們不採取切實行動減少溫室氣體排放，可能與綠色債券發行的倡議不符，並向市場發出矛盾訊號。因此，投資者可能會將此視為漂綠的證據。

### 市場在何種程度上可以識別及懲罰漂綠行為？

在市場存在漂綠行為的背景下，我們將探討市場參與者能否識別並懲罰這種行為。

首先，從我們的實證分析可見，相比起綠色公司，漂綠公司再次發行綠色債券的可能性較低。我們的數據分析顯示，漂綠公司（定義為自首次發行綠色債券以來，平均總溫室氣體排放強度有所增加的綠色債券發行人）再次發行綠色債券的可能性為73%，較綠色公司低約7%（圖B1.3）。

**圖B1.3**  
綠色公司與漂綠公司再次發行綠色債券的或然率



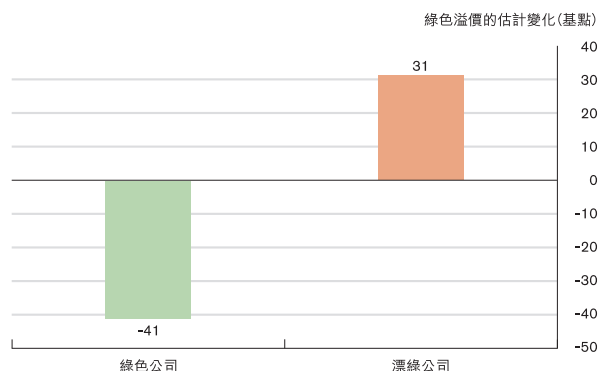
註：該棒形圖以典型公司（所有解釋變數的中位數）為例，說明綠色及漂綠公司再次發行綠色債券的估計或然率。  
資料來源：金管局職員估計數字。

其次，我們的實證分析顯示，與綠色公司可以享受較低的再次發行成本不同（亦即「綠色溢價」<sup>7</sup>的負值更大），漂綠公司再次發行綠色債券時的成本會變得更高（圖B1.4）。較高的發行成本反映投資者反應欠佳，繼而遏抑部分漂綠公司再次發行綠色債券的動機。

綜上所述，相關研究結果表明，投資者可能會要求較高的收益率以某程度上懲罰漂綠公司。較高的發行成本及較冷淡的市場反應亦可能令漂綠公司再次發行綠色債券的次數減少。

<sup>7</sup> 綠色溢價是指綠色債券相較於具有相同特徵（例如相同的發行人及到期日）的傳統債券的收益率差距。如果綠色債券的收益率低於傳統債券，綠色溢價為負值，表明該公司可以較低成本發行綠色債券。

**圖B1.4**  
綠色公司與漂綠公司的綠色溢價變化



註：該棒形圖以典型公司（所有解釋變數的中位數）為例，說明綠色及漂綠公司再次發行綠色債券的估計綠色溢價。負值越大，綠色溢價越大。  
資料來源：金管局職員估計數字。

### 政府可以如何減少漂綠行為？

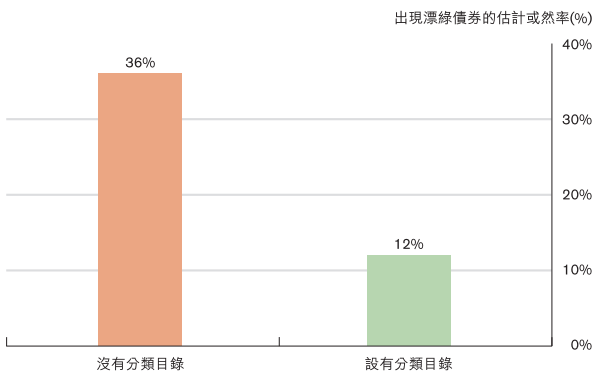
本部分將評估兩項關鍵政策在減輕企業綠色債券市場漂綠行為方面的成效，分別為建立綠色債券分類目錄及收緊環保披露要求。

#### 1. 建立綠色債券分類目錄

綠色債券定義及計量的標準化將有助於投資者辨別真正會帶來環境效益的綠色債券。因此，明確界定的綠色債券分類目錄或有助減少漂綠行為。該分類目錄亦為發行人提供指引，說明募集資金的使用須符合何種條件，相關債券才會被歸類為綠色債券。

我們的實證分析表明，在設有綠色債券分類目錄的經濟體中，出現漂綠債券的可能性較沒有分類目錄的經濟體低24%（圖B1.5）。這表明綠色債券分類目錄有助減少綠色債券市場中的漂綠行為。

**圖 B1.5**  
設有及沒有分類目錄的經濟體出現漂綠債券的或然率



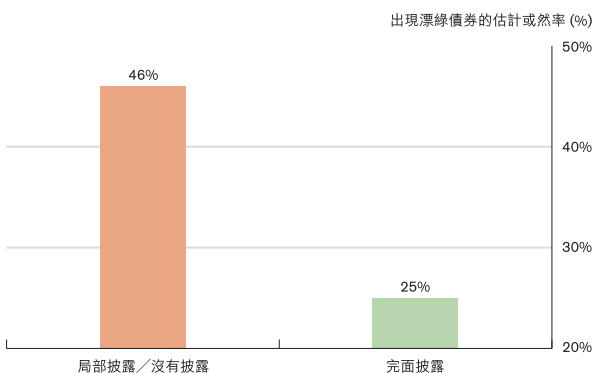
註：此棒形圖顯示在設有綠色債券分類目錄的某個經濟體與另一個沒有分類目錄的經濟體出現漂綠債券的估計或然率。  
資料來源：金管局職員估計數字。

## 2. 收緊環保披露要求

寬鬆的環保披露要求亦可能助長漂綠行為。漂綠公司可能會利用漏洞，就其環保表現提供誤導性的資訊。因此，更全面的環保披露要求將有助投資者更準確評估企業的環保表現，從而識別綠色債券市場中的漂綠發行人。

我們的實證結果表明，更嚴格的環保披露可能有助投資者作出更明智的決策，從而減少漂綠行為。我們的數據分析顯示，全面披露環保資訊的公司，其發行漂綠債券的可能性較局部披露或沒有披露環保資訊的公司低約 21% (圖 B1.6)。

**圖 B1.6**  
按發行人環保披露程度劃分的漂綠債券的或然率



註：此棒形圖顯示全面披露環保資訊的企業與局部披露或沒有披露環保資訊的企業作出債券漂綠行為的估計或然率。  
資料來源：金管局職員估計數字。

## 結論及意義

總括而言，我們揭示漂綠行為在全球綠色債券市場並不罕見。然而，我們發現市場可以在一定程度上懲罰漂綠行為。具體而言，從漂綠公司再次發行綠色債券的機會較低且成本較高可見，漂綠公司不大受投資者歡迎。最後，本專欄透過實證分析指出，明確界定的綠色債券分類目錄及更嚴格的環保披露要求將有助減少漂綠行為。

與上述研究結果一致，金管局積極與綠色和可持續金融跨機構督導小組 (CASG)<sup>8</sup> 轄下其他機構合作，探索制定本地綠色分類框架，並在推動各界於 2025 年或之前按照氣候相關財務披露工作小組的框架作出氣候變化匯報方面取得一定進展。這些措施將有助推動香港的綠色及可持續金融發展。

<sup>8</sup> CASG 由金管局和證券及期貨事務監察委員會共同領導。其他成員包括環境局、財經事務及庫務局、香港交易及結算所有限公司、保險業監管局及強制性公積金計劃管理局。

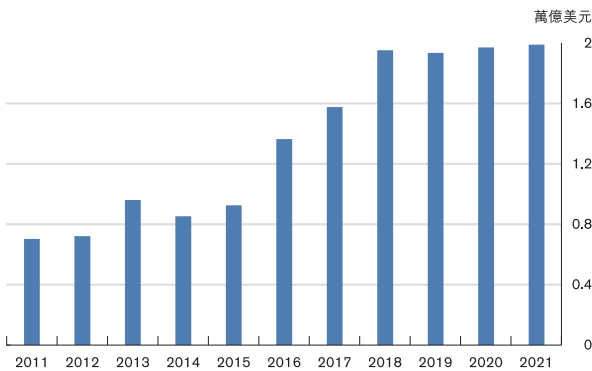
## 專題 2

### 東亞及太平洋地區中央銀行會議經濟體企業的外匯風險及對沖

#### 引言

在過去十年的低息環境下，東亞及太平洋地區中央銀行會議 (EMEAP)<sup>9</sup> 經濟體的企業能輕易獲取外幣融資，以外幣計值的企業債務因而在 2011 年至 2021 年期間增加近三倍 (圖 B2.1)。當外幣匯率變動時，大量的企業外幣債務可能為區內公司帶來風險。

**圖 B2.1**  
EMEAP 經濟體的企業外幣債務未償還總額



註：該棒形圖顯示 EMEAP 經濟體的企業外幣債務未償還總額。外幣是指公司註冊地點所用貨幣以外的貨幣。

資料來源：S&P Capital IQ 及金管局職員估計數字。

自 2022 年以來，隨着主要先進經濟體央行收緊貨幣政策，不少 EMEAP 經濟體的貨幣持續受壓，可能使區內公司更難償還其外幣債務，因此，我們需要更嚴密地監察區內企業的外匯風險管理。本研究的首要目的是探討區內企業在何等程度上對沖其外匯風險。

本分析亦會探討區內外匯衍生工具市場的發展是否及在何等程度上可以鼓勵企業使用衍生工具對沖外匯風險。區內的兩個金融中心 (香港和新加坡) 均擁有規

模較大的外匯對沖市場，並對非本地居民開放<sup>10</sup>。除了評估本地外匯衍生工具市場的發展對本地企業使用外匯衍生工具的影響外，本分析亦審視兩地外匯衍生工具市場的發展是否有助其他 EMEAP 經濟體的企業管理外匯風險。

#### EMEAP 經濟體公司在多大程度上為外匯衝擊做好準備？

為了對沖外幣借款所產生的外匯風險，公司可以持有以外幣計值的資產或賺取外幣收入，以減輕匯率波動對其償還外幣債務的負面影響 (即自然對沖)。企業亦可以透過衍生工具對沖外匯風險 (即衍生工具對沖)。

我們的數據涵蓋 2011 年至 2021 年在 EMEAP 經濟體 2,339 間公司的資產負債表資訊，它們都是區內具代表性的股票指數成分股<sup>11</sup>。為了進一步蒐集有關企業使用外匯衍生工具的資訊，我們對它們的年報所披露的外匯風險管理進行文本挖掘分析。此類披露通常包含它們有否使用外匯衍生工具的資訊。如果一間公司表明其持有或使用外匯衍生工具作對沖用途，我們將其歸類為外匯衍生工具用戶。<sup>12</sup> 透過量化文本資訊，我們可以估計有多少區內公司使用外匯衍生工具進行對沖。

<sup>9</sup> 東亞及太平洋地區央行會議是一個由 11 個經濟體的中央銀行及貨幣管理當局組成的合作組織，成員包括澳洲、中國內地、香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、新西蘭、菲律賓、新加坡及泰國。

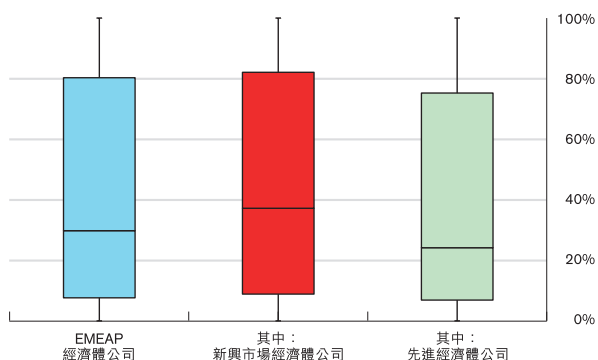
<sup>10</sup> 香港以其為非本地居民提供最開放的外匯對沖服務而著稱。有關詳情，請參閱國際結算銀行 (2022)：“Foreign exchange markets in Asia-Pacific”。

<sup>11</sup> 數據來自 S&P Capital IQ。相關指數包括澳洲證券交易所 300、滬深 300、恒生指數、印尼交易所綜合指數、日經 225、韓國綜合股價指數、吉隆坡綜合指數、新西蘭證券交易所 50、菲律賓證券交易所指數、海峽時報指數及泰國證券交易所 100。由於缺乏資產負債表數據，個別成分股未包括在我們的樣本中。

<sup>12</sup> 公司可能出於非對沖目的持有外匯衍生工具。就此而言，我們參考相關文獻，把樣本限制在有外幣債務的公司，而這些公司應具持有外匯衍生工具的對沖需求。

以資產規模而言，我們從數據中發現79%的EMEAP經濟體公司在2021年底借取外幣，匯率波動會對這些公司構成外匯風險。當中一半公司的債務有超過30%是以外幣計值（藍色箱形圖，圖B2.2）。四分之一的公司甚至有超過80%的債務以外幣計值，反映這些公司面臨著巨大的外匯風險。我們亦發現，相較於先進經濟體的公司（綠色箱形圖），新興市場經濟體公司的外幣借款比率更高（紅色箱形圖）。

**圖 B2.2**  
截至2021年底，EMEAP經濟體公司的外幣債務佔其總債務的比例



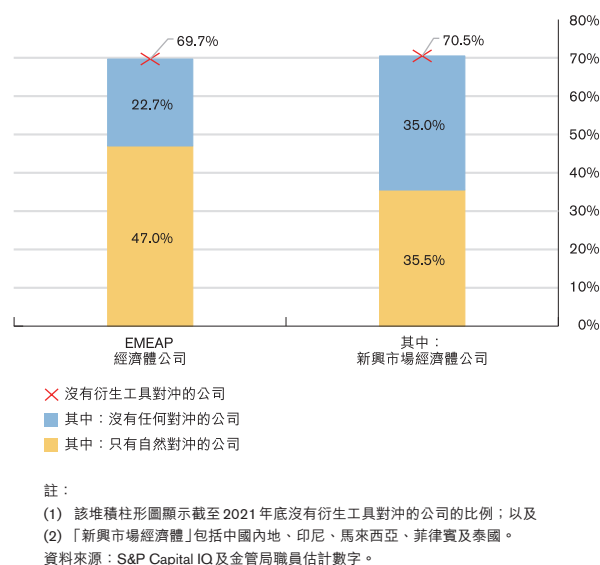
註：  
(1) 各箱形圖顯示2021年底公司的外幣債務佔總債務的百分率；以及  
(2) 「新興市場經濟體」包括中國內地、印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國，「先進經濟體」指其他EMEAP經濟體。  
資料來源：S&P Capital IQ及金管局職員估計數字。

在存在外匯風險的公司中，我們發現衍生工具對沖並不普遍，當中70%的公司沒有使用任何外匯衍生工具（圖B2.3）。除此之外，約四分之一的公司既沒有採用自然對沖，亦沒有採用衍生工具對沖。

儘管沒有充分對沖外匯風險，若公司的償債能力強，或能夠抵禦不利的外匯衝擊。然而，我們的分析顯示，截至2021年底，三分之一對沖不足的公司利息覆蓋率低於一，表明其盈利（以息稅前利潤衡量）不足以支付利息開支。22%的公司甚至錄得虧損。如果沒有對沖外匯風險，這些公司在本幣受壓時可能有較大機會無力償債。<sup>13</sup>

<sup>13</sup> 我們的實證分析顯示，持有外匯衍生工具的公司可以減少相當於其息稅前利潤5.9%的外匯損失。對於外幣債務比率高於中位數的公司，所減少的損失甚至相當於其息稅前利潤的9.5%。

**圖 B2.3**  
截至2021年底沒有衍生工具對沖的EMEAP經濟體公司的佔比



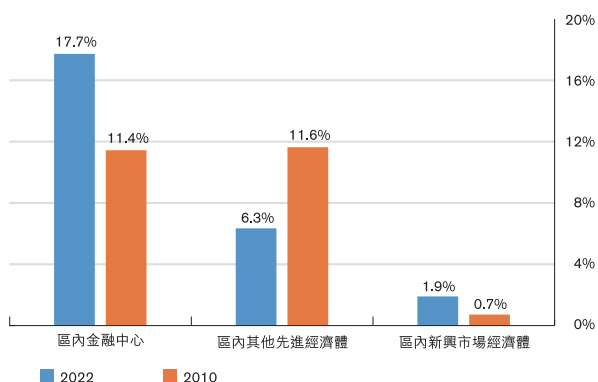
我們發現，新興市場經濟體公司對沖不足的現象更為普遍，當中超過三分之一的公司既沒有採用自然對沖，亦沒有採用衍生工具對沖，可能主要是由於新興市場經濟體公司的國際業務規模有限。事實上，我們發現其中45%的公司並沒有外地資產（而所有在EMEAP經濟體公司中，此比例為31%）。<sup>14</sup> 因此，在自然對沖有限的情況下，衍生工具對沖對其外匯風險管理更為重要。在下文中，我們將討論EMEAP經濟體中外匯衍生工具市場在過去十年的發展，並評估其有否推動區內公司使用衍生工具對沖。

### EMEAP經濟體的外匯衍生工具市場在過去十年的發展如何？

在EMEAP經濟體中，區內兩個金融中心的外匯衍生工具市場規模較大，2022年日均交易量佔全球總量的17.7%，高於2010年的11.4%（圖B2.4）。同樣，區內新興市場經濟體同期所佔比例亦有所上升，唯其規模仍然較小，僅佔2022年全球交易量的1.9%。

<sup>14</sup> 如果我們以外地收入衡量國際業務的程度，仍能獲取相近結果。

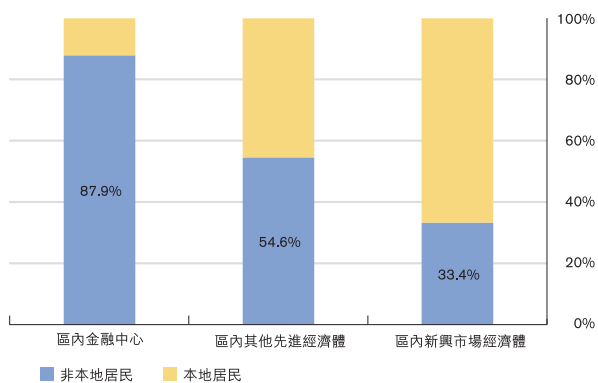
**圖 B2.4**  
外匯衍生工具日均交易量佔全球交易量的比例



註：  
 (1) 該棒形圖顯示各交易地點 2010 年 (橙色柱) 及 2022 年 (藍色柱) 的外匯衍生工具日均交易佔全球交易的比例；以及  
 (2) 「區內金融中心」包括香港及新加坡；「區內其他先進經濟體」涵蓋澳洲、日本、南韓及新西蘭；「區內新興市場經濟體」涵蓋中國內地、印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國。  
 資料來源：國際結算銀行每三年一度的調查及金管局職員估計數字。

區內兩個金融中心的外匯衍生工具市場對非本地居民亦高度開放。具體而言，87.9% 的外匯衍生工具交易由非本地居民進行，高於區內其他先進經濟體及新興市場經濟體的比例 (圖 B2.5)。區內金融中心的外匯衍生工具市場規模龐大且開放，可以為本地外匯衍生工具市場仍不發達的公司提供獲得外匯衍生工具的替代途徑。

**圖 B2.5**  
2022 年本地及非本地居民的外匯衍生工具交易比例



註：  
 (1) 該堆積柱形圖顯示在各交易地點 2022 年本地居民 (黃色部分) 及非本地居民 (藍色部分) 的外匯衍生工具交易比例；以及  
 (2) 「區內金融中心」包括香港及新加坡；「區內其他先進經濟體」涵蓋澳洲、日本、南韓及新西蘭；「區內新興市場經濟體」涵蓋中國內地、印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國。  
 資料來源：國際結算銀行每三年一度的調查及金管局職員估計數字。

### 外匯衍生工具市場的發展有否推動 EMEAP 經濟體公司使用外匯衍生工具？

我們進一步審視外匯衍生工具市場的發展有否推動企業採用衍生工具對沖。

#### 1. 本地外匯衍生工具市場的發展

本地外匯衍生工具市場的發展可以提供更廣泛的工具來滿足企業的對沖需求。因此，較為成熟的本地外匯衍生工具市場應能推動本地企業使用外匯衍生工具。

我們的實證分析顯示，如果本地市場在全球外匯衍生工具交易中的比例增加 1%，公司使用外匯衍生工具的可能性將增加 26%。由此可見，隨着本地衍生工具市場日趨成熟，更多本地公司可以獲得外匯衍生工具進行對沖。

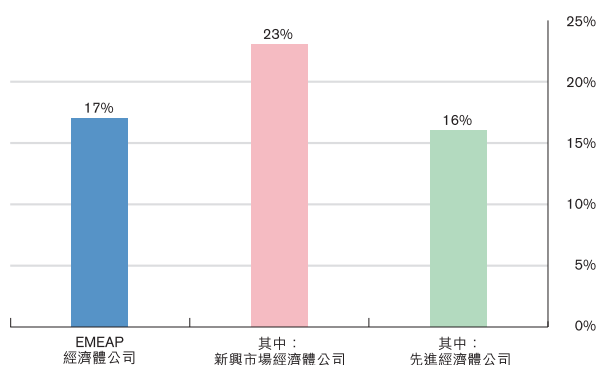
#### 2. 區內金融中心外匯衍生工具市場的發展

部分新興市場經濟體可能需要時間來發展其外匯衍生工具市場。相對本地市場，區內金融中心的市場規模更大，可以為區內新興市場經濟體的企業提供更多選擇，使其以更低成本對沖外匯風險。

我們的實證分析確認，對於 EMEAP 經濟體而言，如果金融中心在全球外匯衍生工具交易中的比例增加一個百分點，區內公司使用外匯衍生工具的可能性將增加 17% (圖 B2.6)。這種效應在新興市場經濟體公司中更為明顯 (23%)，因為它們往往更依賴區內金融中心來對沖外匯風險。上述結果表明，區內金融中心的衍生工具市場在推動 EMEAP 經濟體企業 (尤其是新興市場經濟體企業) 的外匯風險管理方面發揮著至關重要的作用。



**圖 B2.6**  
公司使用外匯衍生工具或然率的估計變化，按註冊所在地劃分



註：該棒形圖顯示隨著區內金融中心在全球外匯衍生工具交易中所佔比例增加一個百分點，公司使用外匯衍生工具的或然率變化。

資料來源：金管局職員估計數字。

### 結論及意義

綜上所述，我們發現儘管 EMEAP 經濟體的企業外幣債務增長迅速，但企業採用衍生工具對沖並不常見，而且新興市場經濟體的企業通常由於外地業務規模有限而較少使用自然對沖。由於主要先進經濟體的央行可能會在較長時間內維持高息，以遏制通脹風險，這些企業可能會因本幣匯率波動而在外匯風險管理方面面臨巨大壓力。

我們的實證分析亦表明，外匯衍生工具市場的發展對於企業管理外匯風險具有重要意義。特別是，本分析提供實證支持，揭示區內金融中心的外匯衍生工具市場發展可以推動 EMEAP 經濟體公司（尤其是新興市場經濟體的公司）使用外匯衍生工具，從而增強它們抵禦外匯衝擊的能力。

### 參考文獻

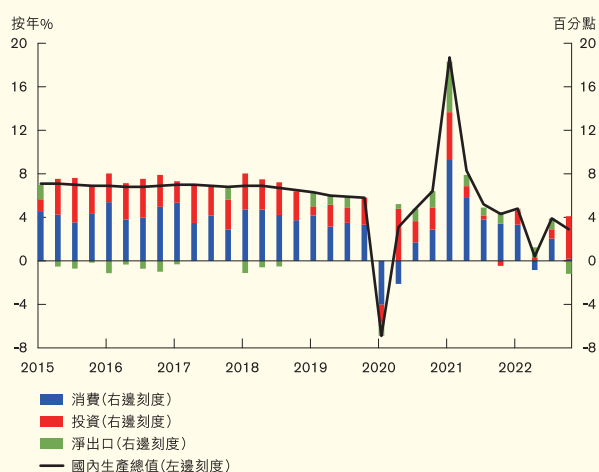
國際結算銀行 (2022)。Foreign exchange markets in Asia-Pacific.

## 2.2 中國內地

### 經濟表現和政策回應

由於疫情管控放鬆後全國多地爆發疫情、房地產市場持續低迷以及全球需求疲軟，中國內地第4季的實質國內生產總值按年增長率由第3季的3.9%放緩至2.9%（圖2.10）。縱觀2022年全年，面對多重挑戰，中國內地實質國內生產總值增速由2021年的8.1%回落至3.0%。

**圖 2.10**  
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，放寬防疫限制後，個人消費的復甦可能會推動內地經濟在2023年加速增長。儘管如此，經濟復甦的步伐仍有不確定性，很大程度上取決於疫情的發展以及經濟活動的恢復情況。此外，鑑於房地產業與經濟其他領域息息相關，房地產市況在內地當局支持措施下逐漸企穩前的短期內可能會持續疲軟，並繼續對經濟活動構成壓力（專題3討論房地產業放緩對其他經濟部門的影響）。外圍方面，由於貨幣政策收緊導致經濟衰退的可能性增加，先進經濟體的需求減弱，貨物出口可能會持續低迷。內地政府把2023年的增長目標定為5%左右，最新的共識預測預計2023年內地經濟將增長5.2%。

通脹方面，2022年下半年食品（包括豬肉）價格小幅上漲，部分原因是低基數效應及區域性豬瘟爆發。但內地2022年12月的整體消費物價通脹按年仍保持在1.8%的低水平，部分反映了疫情期間內部需求疲軟。展望未來，內地通脹壓力預期會隨着防疫限制放寬而上升，但可能會保持溫和。最新的共識預測預計，內地的消費物價於2023年全年將溫和上升2.4%。

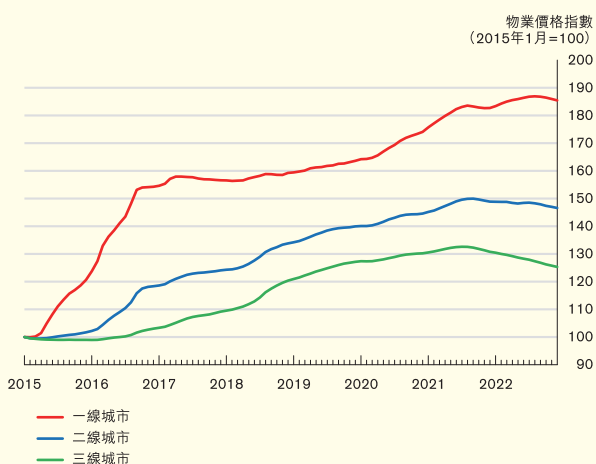
鑑於經濟增長前景的不確定性，2022年12月召開的中央經濟工作會議以及2023年3月召開的兩會將「穩經濟」作為2023年的首要議題，呼籲推進結構改革，例如對國有企業和民營企業一視同仁，以提振企業信心，促進內需特別是消費。內地當局指出，貨幣政策要精準有力，着力為實體經濟提供合理充裕的流動性，引導金融機構透過結構性工具加大對小微企業、科技創新和綠色發展的支持力度。財政政策要加力提效，優化組合赤字、專項債券、貼息等工具，確保經濟增長質量，同時保障財政的可持續性和地方政府債務風險可控。<sup>15</sup>

### 資產及信貸市場

2022年下半年，內地樓市持續疲軟，部分原因是購房者信心仍不振，以及全國多地爆發新型冠狀病毒疫情。各線城市房價回軟（圖2.11），而住宅銷售面積、房地產投資及土地購置面積進一步惡化（圖2.12）。

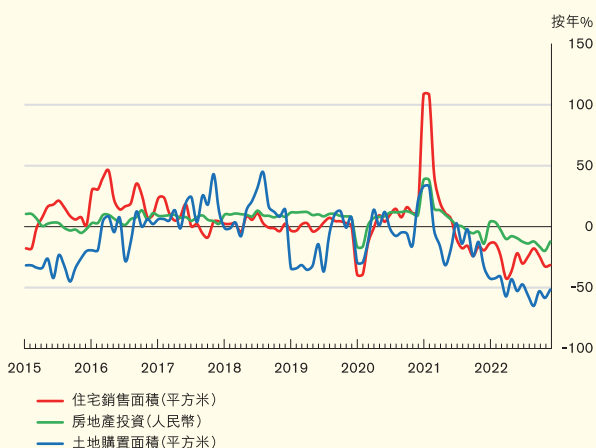
<sup>15</sup> 截至2022年底，內地地方政府債務佔國內生產總值的比率雖然較上年度略有上升，但仍處於29%的低位。

**圖 2.11**  
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

**圖 2.12**  
中國內地：住宅銷售面積、房地產投資及土地購置



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

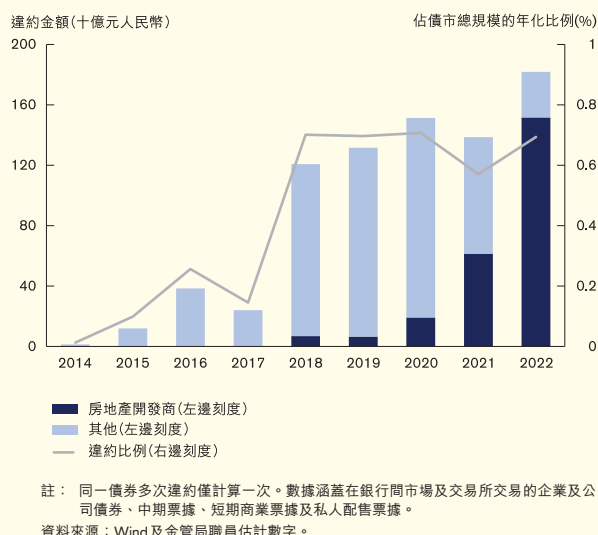
為穩定房地產市場，中共二十大以來，內地當局出台全面政策支持，以緩解開發商面臨的流動性問題，確保預售商品房交付，支持住房需求。例如，2022年第4季出台一系列被稱為「三支箭」的措施，旨在拓寬房地產開發商獲得銀行、債券和股權融資的渠道。<sup>16</sup>

<sup>16</sup> 具體而言，對銀行融資的支持措施包括：(1)「16條」措施及大型銀行與開發商簽署的綜合授信協議，市場估計可提供至少4萬億元人民幣的意向性融資；(2)透過「窗口指導」促使四大國有銀行發放境外貸款，幫助部分開發商償還境外債務。債券融資方面的措施包括中國銀行間市場交易商協會推出的2,500億元人民幣民營企業債券融資支持計劃。股權融資方面，放開A股和H股上市開發商重組併購及股權再融資的限制，允許符合條件的民營開發商透過收購上市開發商借殼上市，以及允許開發商與房地產相關行業的上市公司之間實施重組上市。

為刺激住房需求，內地當局推出稅收激勵計劃，惠及有意在出售原有住房之後一年內重新購買房屋的居民。在地方層面，尤其是低等級城市，內地當局放寬限購政策，降低首付比例，並建立房貸利率調整機制，允許符合條件的城市更靈活地調整首套房購房者的最低房貸利率。

隨着內地當局推出紓困措施，2022年下半年在岸市場的內地房地產開發商債券違約總額由上半年的810億元人民幣下降至710億元人民幣。2022年，在岸企業債券市場的年化違約率仍然維持在約0.7%的低位，其中房地產開發商佔在岸債券違約總額的80%以上(圖2.13)。

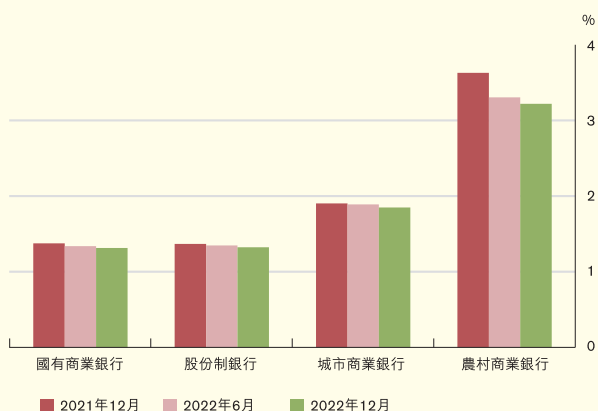
**圖 2.13**  
中國內地：在岸債券違約規模及比例



註：同一債券多次違約僅計算一次。數據涵蓋在銀行間市場及交易所交易的企業及公司債券、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。

內地銀行業整體風險仍然可控。國有銀行的平均不良貸款率依然較低，由六個月前的1.34%進一步下降至2022年12月的1.31%(圖2.14)，部分原因是壞帳核銷。2022年12月內地大型銀行的撥備覆蓋率保持在245%，遠高於監管要求。儘管如此，在經濟不確定性增加及房地產市場疲軟的情況下，一些小型銀行面對的資產質素壓力不容忽視，部分原因是其面臨的房地產市場風險更大。具體而言，儘管農村商業銀行的不良貸款率於去年呈下降趨勢，但於2022年12月仍保持在3.2%的較高水平。

**圖 2.14**  
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



資料來源：CEIC。

最新的國際收支平衡數字顯示，於2022年第3季，雖然居民增持境外證券類投資產品及境外投資者在內地債券市場平倉導致資本淨流出增加，但外商直接投資持續錄得淨流入。隨着人民幣走強，中國內地面臨的資本外流壓力自2022年第4季以來有所緩解，官方外匯儲備在2023年2月底保持在3萬億美元以上。展望未來，短期跨境資金流動可能仍會維持波動。一方面，受到美國加息及中國內地促增長貨幣政策的影響，中美利差可能持續存在。另一方面，內地金融市場進一步開放，加上經濟持續復甦，或會繼續吸引更多資金流入。

### 匯率及跨境資本流動

由於市場預期中國內地調整防疫限制措施後經濟逐步復甦以及美國放緩加息步伐，在岸人民幣(CNY)兌美元的匯率在2022年10月觸及14年低位後，於11月及12月顯著走強。然而自今年2月以來，因市場預期美國貨幣政策緊縮將維持更長的一段時期，美元隨之走強，在岸人民幣的升值趨勢出現逆轉。相比之下，於回顧期內的大部分時間，離岸人民幣(CNH)匯率的交易價格低於在岸人民幣匯率(圖 2.15)。

**圖 2.15**  
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

### 專題3 從投入產出聯繫評估樓市低迷對內地經濟的影響

#### 引言

樓市急速放緩是2022年內地經濟最重要的事件之一。由於與其他經濟領域有著廣泛聯繫，房地產業一直是內地經濟增長的重要推動力。<sup>17</sup> 隨着該行業下行壓力加大，眾多開發商難以償還債務，自然產生了樓市低迷如何影響房地產上下游行業，以及相關風險有多大等問題。本專欄通過使用Acemoglu、Akcigit及Kerr(2016)開發的基於模型的方法量化房地產部門與其他經濟部門的聯繫，以幫助理解相關問題。<sup>18</sup>

#### 房地產業與其他經濟部門之間的聯繫

房地產業通常被定義為房地產建設與房地產服務的結合，前者主要涉及建造新的房屋，而後者更多地與房地產銷售和管理有關。基於內地2020年投入產出表的一些簡單運算便可以揭示該行業與其他經濟部門之間聯繫的規模：雖然整個房地產業的附加值僅佔內地國內生產總值(GDP)的10.8%，但其總產出(附加值與中間投入支出之和)佔內地GDP近四分之一(23.9%)。

仔細審視房地產業的聯繫就會發現，房地產建設和房地產服務這兩個部分具有截然不同的上下游關係。如圖B3.1顯示，房地產建設的聯繫完全是面向上游的，因為其所有的產出都轉化為新投資，而房地產服務與上游和下游部門都有聯繫。這表明房地產建設通常更容易受到需求側衝擊的影響，而此類衝擊在理論上僅向上游行業傳播。

圖B3.1  
房地產建設與房地產服務業的投入產出關係



資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

此外，我們根據投入產出表的計算顯示，房地產建設的產出與附加値之比為4.2，遠高於房地產服務業的1.4。<sup>19</sup> 這表明，假如兩部分各自受到相同程度的需求側衝擊，由於房地產建設與上游行業有著更廣泛和緊密的聯繫，其產生的整體影響大約比房地產服務業高出兩倍左右。

#### 模型估計需求衝擊的影響

如圖B3.2所示，房地產業面對的需求衝擊，例如購房者信心下降，會透過直接及間接渠道影響上游行業(即供應商)。例如，開發商對住房需求下降的預期引發的房地產投資減少，不單會因為建築企業減少鋼材採購而直接影響鋼鐵行業，亦會因為其對起重設備的需求減少而間接影響鋼鐵行業，因為起重設備行業本身就使用大量鋼鐵。

<sup>17</sup> 例如，中國人民銀行行長易綱在2022年11月的金融街論壇年會上表示，「房地產業關聯很多上下遊行業，其良性循環對經濟健康發展具有重要意義」。

<sup>18</sup> 該模型考慮了具有投入產出聯繫及標準Cobb-Douglas替代假設的完全競爭經濟，被Carvalho及Tahbaz-Salehi(2019)用作模擬需求側衝擊的基準框架。

<sup>19</sup> 房地產建設業的產出佔GDP比重為13.4%，附加値佔GDP比重為3.2%；房地產服務業的產出佔GDP比重為10.5%，附加値佔GDP比重為7.6%。

**圖 B3.2**  
對需求側衝擊的直接和間接影響的舉例說明

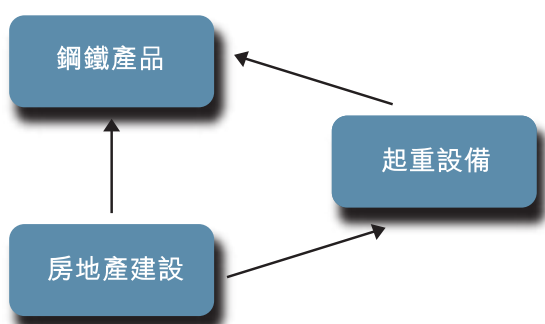


表 B3.1 展示了我們利用模型估計的房市需求衝擊造成的影響，其中已同時考慮直接及間接影響。假設房地產投資減少 100%，多個上游行業將遭受嚴重的產出損失，其中受影響最大的工業行業包括水泥 (-59%)、石材和玻璃 (-49%)，以及採礦 (-39%)。相比之下，如果對房地產服務的需求完全消失，只有少數服務行業 (例如金融 (-12.5%)、商業 (-11.1%)) 受到的打擊相對較大。上述結果表明，房地產建設顯然更有力地傳遞了需求衝擊，從而塑造了房地產業低迷對其他經濟部門的整體影響。

**表 B3.1**  
基於對房地產業的需求衝擊假設由模型計算所得的影響

	建設	服務	整體
農業	-5.4%	-1.3%	-6.7%
採礦	-39.1%	-2.5%	-41.6%
食品	-3.8%	-1.5%	-5.3%
傳統製造業	-5.4%	-2.9%	-8.3%
木材	-26.6%	-1.9%	-28.6%
燃料	-17.4%	-2.2%	-19.6%
化工	-13.3%	-1.3%	-14.6%
水泥	-58.9%	-0.2%	-59.1%
石材及玻璃	-48.9%	-0.6%	-49.5%
鋼鐵	-34.8%	-0.7%	-35.4%
有色金屬	-18.4%	-1.4%	-19.8%
其他原材料	-28.6%	-2.5%	-31.2%
機械設備	-8.6%	-0.9%	-9.5%
電子	-5.7%	-1.0%	-6.7%
回收及維修	-25.7%	-1.4%	-27.0%
電力及熱力	-16.2%	-2.5%	-18.7%
裝修	-9.1%	-3.1%	-12.2%
批發零售	-12.0%	-1.4%	-13.4%
交通運輸	-12.0%	-2.1%	-14.1%
酒店餐飲	-7.6%	-3.5%	-11.1%
電信	-9.7%	-2.8%	-12.5%
資訊科技	-6.4%	-2.3%	-8.7%
金融	-11.3%	-12.5%	-23.9%
租賃貿易	-28.6%	-1.8%	-30.4%
商業	-10.0%	-11.1%	-21.1%
專業服務	-9.1%	-0.6%	-9.7%
其他服務	-1.9%	-0.5%	-2.5%

資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

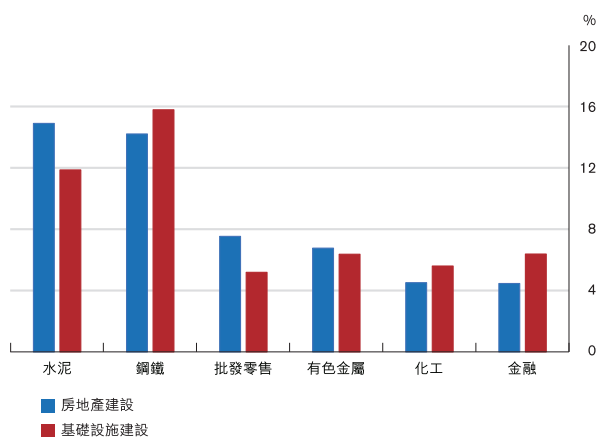
### 基礎設施投資的緩解作用

雖然房地產建設活動放緩，但到目前為止，上游工業供應商的表現似乎保持良好。這一點可見於相關行業出現的債券違約事件很少，與近期大量房地產開發商違約的情況形成鮮明對比。一個可能的解釋是，基礎設施投資增加或許部分抵消了對上游行業的不利影響。

原因就在於房地產和基礎設施建設部門具有：(1) 相似的上下游關聯形態，這從 2020 年投入產出表 (圖 B3.3) 計算所得的各自投入係數可見；(2) 近似的產出與附加價值之比，均約為 4。<sup>20</sup> 兩者在投入產出關係和乘數效應上的相似性意味著，基礎設施建設的增加或可以有效抵消房地產建設減少對上游行業的影響。

<sup>20</sup> 基礎設施建設行業的產出佔 GDP 比重為 9.5%，而附加價值佔 GDP 比重為 2.4%。

**圖 B3.3**  
房地產及基礎設施建設行業的關鍵投入係數



註：房地產或基礎設施建設部門的投入係數是指分配給上游部門的中間投入佔總支出的百分比。

資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

表 B3.2 報告了根據 2022 年房地產和基礎設施投資數字、通過模型計算得出的主要上游部門的產出所受到的影響。<sup>21</sup> 一些如鋼鐵及租賃貿易服務等對房地產敏感的行業所受到的淨影響確實很小，印證了基礎設施投資起到的強大緩解作用。整體而言，房地產投資的放緩拖累 GDP 增長約 1.3%，其中約 0.9% 被基礎設施投資增長所抵消。

**表 B3.2**  
基於 2022 年投資數據由模型計算所得的主要上游部門受到的影響

	房地產	基礎設施	淨值
採礦	-3.9%	2.6%	-1.3%
燃料	-1.7%	1.6%	-0.1%
化工	-1.3%	0.9%	-0.4%
水泥	-5.9%	3.1%	-2.8%
鋼鐵	-3.5%	2.4%	-1.1%
有色金屬	-1.8%	1.1%	-0.7%
電力及熱力	-1.6%	1.0%	-0.6%
裝修	-0.9%	0.9%	0.0%
交通運輸	-1.2%	0.7%	-0.5%
金融	-1.1%	0.9%	-0.3%
租賃貿易	-2.9%	2.0%	-0.8%
商業	-1.0%	0.7%	-0.3%
整體經濟 (GDP)	-1.3%	0.9%	-0.4%

資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

<sup>21</sup> 據國家統計局數據，2022 年全年房地產投資及基礎設施投資增速分別為 -10.0% 及 +9.4%。

相較之下，房地產服務業務活動惡化所帶來的不利影響則很難透過基礎設施支出加以緩解，因為兩個行業的投入產出結構大不相同。特別是，我們的計算表明，房地產服務業的放緩拖累 2022 年 GDP 增長約 0.5%，該影響主要是透過該行業自身的高附加值（約 0.4%）而非其需求側聯繫產生。

### 結語

使用基於模型的方法，本研究量化房地產市場的持續低迷如何透過投入產出聯繫影響其他經濟部門。我們發現，雖然房地產投資減少對部分上游供應商的影響很大，但由於房地產及基礎設施建設行業的投入產出聯繫相似，因此當中大部分影響被基礎設施投資的增加所抵消。儘管如此，僅靠基礎設施方面的公共支出，似乎無法有效解決房地產服務業放緩帶來的不利影響。

### 參考文獻

Acemoglu, D., Akcigit, U., and Kerr, W. (2016). "Networks and the macroeconomy: An empirical exploration.", *NBER Macroeconomics Annual*, 30(1), 273-335.

Carvalho, V. M., & Tahbaz-Salehi, A. (2019). "Production networks: A primer.", *Annual Review of Economics*, 11, 635-663.

## 3. 本港經濟

香港經濟在2022年下半年顯著收縮，反映貨物出口及投資開支的大幅下降。隨着內地與香港全面通關，預計2023年整體經濟增長將由低位復甦，惟此增長前景仍受美國政策利率走勢、先進經濟體增長放緩、地緣政治局勢持續緊張以及本地入境旅遊復甦步伐等不明朗因素及風險所影響。由於本地經濟活動逐步復常，勞工市場狀況有望進一步改善。預期本地通脹會隨着經濟復甦在短期內稍升，但整體物價壓力應會保持大致溫和。

### 3.1 實體經濟活動

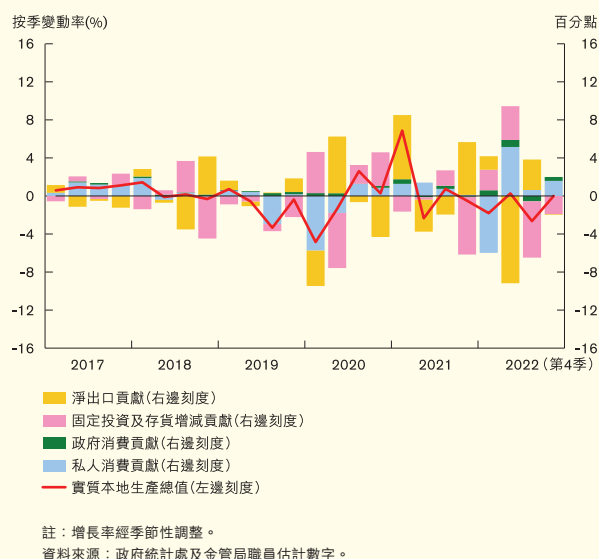
香港經濟在2022年下半年顯著收縮。按年比較，實質本地生產總值在第3季及第4季分別下跌4.6%及4.2%（表3.A）。繼2021年顯著增長6.4%後，實質本地生產總值在2022年全年合計收縮3.5%。

**表 3.A**  
實質本地生產總值增長

		經季節性調整的 按季增長率(%)	按年增長率(%)
2021	第1季	6.9	8.2
	第2季	-2.3	7.6
	第3季	0.7	5.5
	第4季	-0.5	4.7
2022	第1季	-1.8	-3.9
	第2季	0.3	-1.2
	第3季	-2.6	-4.6
	第4季	0.0	-4.2

資料來源：政府統計處。

**圖 3.1**  
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻



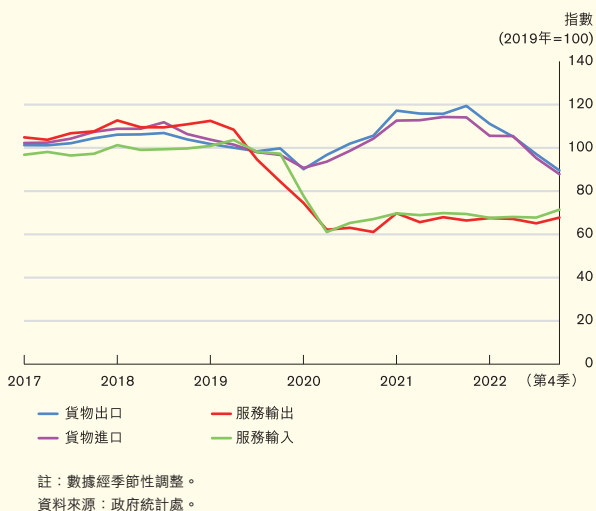
按季比較，實質本地生產總值於第3季下跌2.6%，而在第4季幾無變動（表3.A及圖3.1）。本地方面，受惠於社交距離措施逐步放寬、勞工市場狀況改善以及消費券的提振作用，私人消費為經濟增長提供支持。然而，隨着營商氣氛<sup>22</sup>大致疲弱及借貸成本上升，整體投資開支於2022年下半年下跌。對外方面，由於外圍環境惡化以及內地與香港跨境陸路貨運受阻，香港的貨物出口表現大幅下滑，而服務貿易在2022年9月下旬放寬海外旅客強制檢疫措施後輕微

<sup>22</sup> 採購經理指數在2022年9月至12月持續處於收縮區間（低於50）。



上升(圖3.2)。然而，部分由於貨物進口的下跌速度略快於出口，淨出口(貿易順差)在2022年下半年仍為本地生產總值提供支持。

圖3.2  
進出口量



隨着內地與香港全面通關，預計2023年香港經濟增長將由低位復甦。先進經濟體的增長預料會減弱，並將繼續拖累香港的貨物出口，而內地經濟復甦，以及內地與香港的跨境陸路貨運限制取消則有望支持出口。內地與香港全面通關亦會令香港入境旅遊及其他服務輸出(例如跨境金融活動)顯著受惠，並能提振本地營商氣氛及資本開支。專題4討論近期訪港旅客人數的復甦，並提供證據指出儘管香港疫後重啟較區內其他經濟體相對滯後，但預期對入境旅遊的影響有限且短暫，「疤痕效應」的問題不大。隨着勞工市場走強，私人消費將進一步改善。政府亦在2023-24年度財政預算案中公布多項財政措施，以增強經濟復甦的動力。<sup>23</sup>政府預測2023年實質本地生產總值增長介乎3.5%至5.5%，而私人機構分析師的增長預測平均為3.7%。然而，香港經濟增長前景仍受先前幾章所述的風險及不明朗因素所影響，尤其是美聯儲政策利

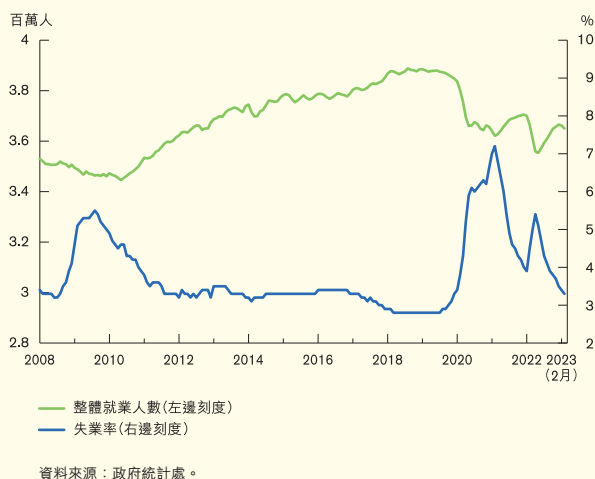
<sup>23</sup> 相關措施包括向合資格居民提供一次性5,000港元的電子消費券以及寬減薪俸稅和利得稅。政府估計2023-24年度財政預算案可為香港經濟帶來約1%(以本地生產總值計算)的提振作用。

率走勢、全球增長前景、地緣政治局勢持續緊張以及本地入境旅遊的復甦步伐。

### 3.2 勞工市場狀況

隨着社交距離措施進一步放寬，本地勞工市場狀況在2022年下半年及2023年初持續改善。經季節性調整的失業率在2023年2月進一步下跌至3.3%(圖3.3)。整體就業人數亦從2022年5月的近期低位反彈，惟仍低於疫情前的水平。展望未來，由於本地經濟活動逐步復常，勞工市場有望進一步改善。

圖3.3  
勞工市場狀況



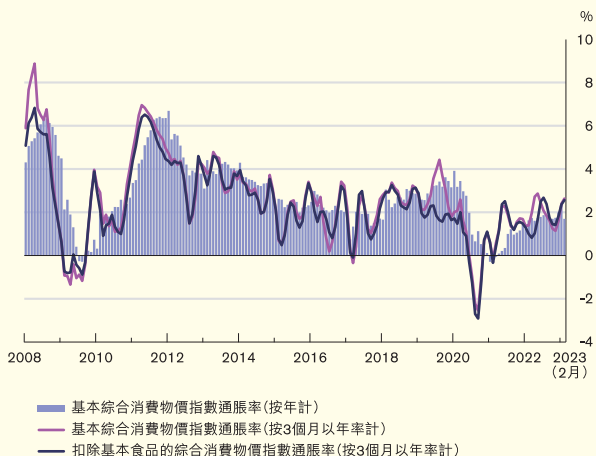
### 3.3 通脹

本地通脹壓力在近月保持溫和。按年比較，基本綜合消費物價指數在2022年第3季及第4季均上升1.8%，並在2023年1月及2月合計增長2.1%，<sup>24</sup>主要受能源相關項目、食品及衣履價格拉動。反映通脹動力的按三個月以年率計的基本通脹率在近期亦維持溫和(圖3.4)。在樓市疲弱下，綜合消費物價指數的房屋租金項目已對整體通脹構成下行壓力(圖3.5)。雖然

<sup>24</sup> 連同政府一次性紓困措施的影響，2022年第3季及第4季的按年整體通脹率分別為2.7%及1.8%，而在2023年1月及2月合計為2.1%。

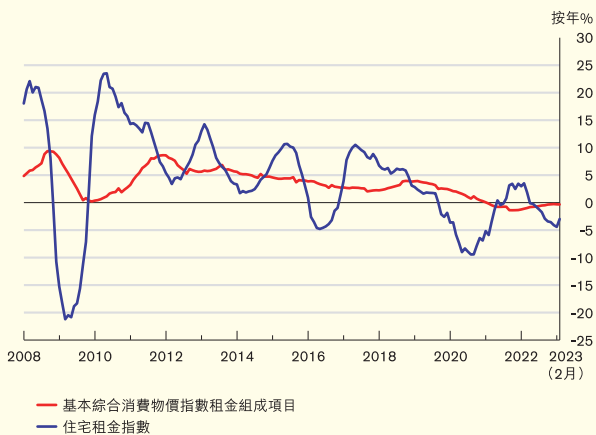
實質單位勞工成本在2022年第3季略有回升，但仍然大致疲軟（圖3.6）。在進口價格高企下，外圍價格壓力仍然顯著，但其漲幅於近月有所放緩（圖3.7）。

**圖 3.4**  
反映消費物價通脹的不同指標



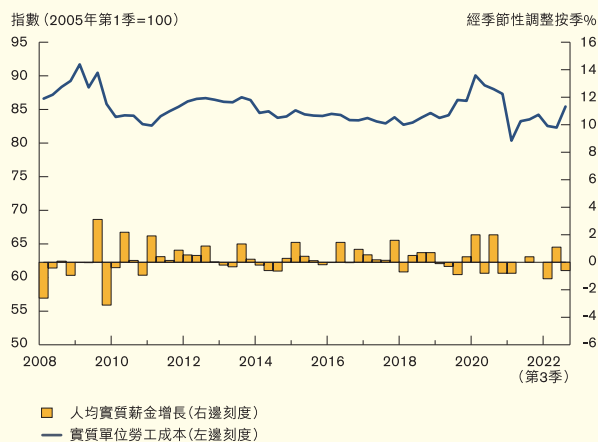
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

**圖 3.5**  
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



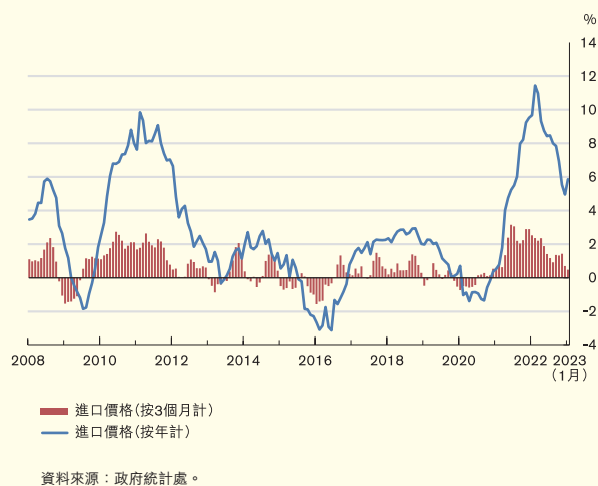
資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

**圖 3.6**  
單位勞工成本



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

**圖 3.7**  
香港進口價格



資料來源：政府統計處。

預計本地通脹於短期內將輕微上升，但在各種因素互相抵銷下應保持溫和。儘管外圍價格應會維持高企，但由於部分主要經濟體的經濟活動轉弱及商品價格上行壓力緩和，外圍價格的上升動力或會進一步減弱。隨着經濟復甦及勞工市場改善，本地成本壓力可能會稍升，但房屋租金偏軟應在一定程度上抵銷其影響。政府預計2023年的基本通脹率及整體通脹率分別為2.5%及2.9%，而最新的市場共識預測2023年的整體通脹率為2.4%。

## 專題 4

### 香港疫後重啟相對滯後會否對訪港旅客人數造成疤痕效應？

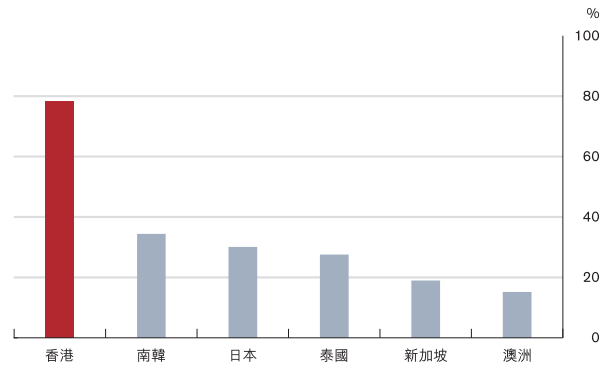
#### 引言

隨着本地疫情趨於穩定，政府相繼宣布放寬防疫抗疫措施，包括於2022年9月實施「0+3」安排<sup>25</sup>、2022年12月取消「黃碼」限制<sup>26</sup>，以及於2023年1月及2月恢復香港與內地正常通關<sup>27</sup>。由於區內部分經濟體早已於2022年初逐步重啟，香港疫後重啟相對滯後引起了本港入境旅遊可能出現疤痕效應(scarring effect)的憂慮。本專題利用國際旅客網絡的數據<sup>28</sup>，評估一組經濟體重啟的相對程度對入境旅客人數的影響，並為香港入境旅遊的復甦帶來啟示。

#### 訪港旅客人數的近期發展

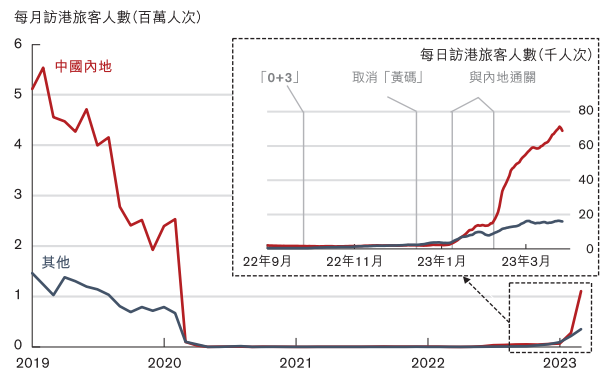
疫情爆發前，訪港旅客的高峰為2019年1月的約680萬人次（或每天約21.9萬人次），當中約80%來自內地（圖B4.1）。疫情期間，受嚴格防疫抗疫措施所限，訪港旅客人數急劇下跌至每月只有數千人。隨着防疫抗疫措施自2022年9月起逐步放寬，尤其是內地自2023年1月放寬出入境限制，訪港旅客人數有所回升，但人數仍低於疫情前水平（圖B4.2）。

圖B4.1  
2019年選定亞太區經濟體來自中國內地的旅客比率



資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

圖B4.2  
訪港旅客人數



註：每日訪港旅客人數為七天移動平均值。

資料來源：政府統計處及入境事務處。

此外，訪港旅客人數的復甦步伐較其他亞太區經濟體滯後。為方便經濟體之間比較，我們編製了一個旅客指數，其定義為該月旅客人數佔2019年每月平均值的百分比（亦即佔疫情前水平的百分比）。該旅客指數顯示，香港入境旅客人數於2023年2月只恢復到疫情前約31%的水平，而其他亞太區經濟體則已逐步恢復至約50%–70%的旅客人數（圖B4.3），部分原因是這些經濟體較早開始疫後重啟。

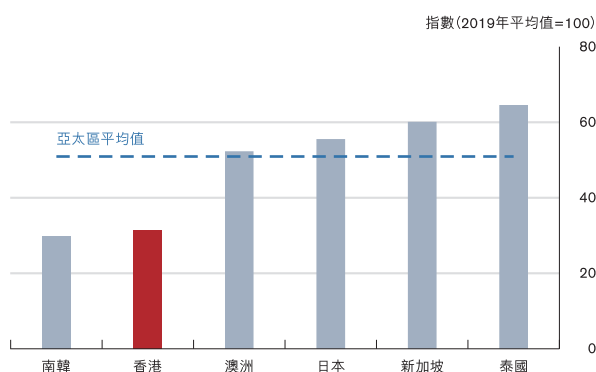
<sup>25</sup> 「0+3」是指由2022年9月26日起撤銷從海外地區或台灣來港人士的強制檢疫要求。入境旅客只需接受三天醫學監察，並在期間遵守「疫苗通行證」的「黃碼」限制。

<sup>26</sup> 「黃碼」限制在2022年12月14日進一步撤銷，變相取消對國際旅客的大部分限制。

<sup>27</sup> 香港與內地在2023年1月8日實施第一階段通關，並自2023年2月6日起全面恢復通關。全面通關包括開放全部口岸並不設每日人數安排，以及取消出行前核酸檢測要求。此外，由2023年2月6日起撤銷非香港居民來港的疫苗接種要求。

<sup>28</sup> 該數據集包括旅客從一個經濟體（離境）前往另一個經濟體（入境）的人數，而非單純到訪特定經濟體的旅客總人數。

**圖 B4.3**  
選定亞太區經濟體的旅客指數



註：香港、日本及新加坡數據為2023年2月，其他經濟體數據為2023年1月。  
資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

**表 B4.1**  
「放寬指數」的組成部分

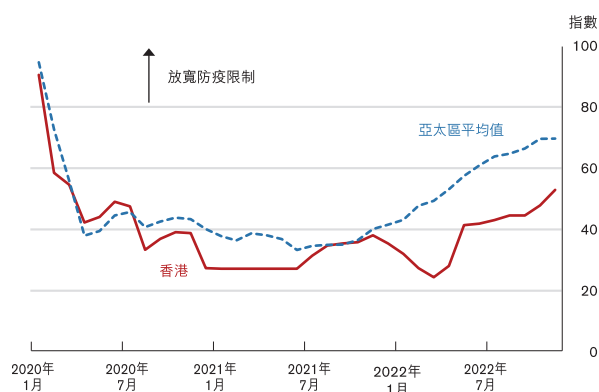
各地政府防疫抗疫措施	是否包含在放寬指數中？
學校停課	
關閉工作場所	
取消公共活動	是
聚集限制	是
公共交通停運	是
居家要求	是
境內流動限制	是
國際出入境限制	是
公眾防疫宣傳	
檢測政策	是
接觸者追蹤	是
口罩規定	是

資料來源：Hale 等人 (2020) 及金管局職員。

### 量化各經濟體的疫後重啟狀況

為了解和方便比較不同經濟體的重啟狀況，我們亦基於 Hale 等人 (2020) 就政府防疫抗疫措施而編製的數據集<sup>29</sup>，整合了當中與旅客體驗相關的指標<sup>30</sup> (參考表 B4.1)，從而編製了「放寬指數」。放寬指數介乎 0 至 100，其中 0 代表防疫抗疫措施最為嚴格，100 則表示完全放寬。該指數顯示香港的防疫措施在 2020 年與 2021 年有所收緊並與其他亞太區經濟體大致同步 (圖 B4.4)。然而，當其他亞太區經濟體自 2022 年初開始疫後重啟時，香港正面對第五波疫情，不得不再次收緊防疫抗疫措施，導致疫後重啟滯後。儘管如此，隨着香港最近迅速放寬防疫抗疫措施，預計香港與其他亞太區經濟體之間的「重啟差距」會在 2023 年消失。

**圖 B4.4**  
香港與亞太區經濟體的放寬指數



資料來源：Hale 等人 (2020) 及金管局職員計算數字。

### 實證分析及主要結論

為研究香港疫後重啟相對滯後會否對訪港旅客人數造成疤痕效應，我們利用了 19 個經濟體<sup>31</sup> 的旅客網絡數據構建模型，並對以下模型作出估計：

$$\Delta VI_t^{D,A} = \beta Reopen_t^{D,A} + \gamma Ctrl_t^{D,A} + \alpha^{D,A} + \delta_t + e_t^{D,A} \quad (1)$$

<sup>29</sup> 詳情請參閱 Hale, Thomas, Noam Angrist, Beatriz Kira, Anna Petherick, Toby Phillips, and Samuel Webster. (2020) "Variation in government responses to COVID-19." Blavatnik School of Government, University of Oxford.

<sup>30</sup> 指數以簡單算術平均值加總而成。

<sup>31</sup> 由於部分按月旅客數字未有細分訪客的來源地，因此樣本中缺少了某些經濟體之間路線的數據。儘管如此，樣本應該已經涵蓋區內大部分的旅行路線。

其中 $\Delta$ 是兩個月的差分運算符<sup>32</sup>， $VI_t^{D,A}$ 是在 $t$ 月由離境經濟體 $D$ 前往入境經濟體 $A$ 的旅客指數(定義如上)， $Reopen_t^{D,A}$ 是一組與「重啟」相關的變量， $Ctrl_t^{D,A}$ 是一組控制變量， $\alpha^{D,A}$ 是離境、入境經濟體的固定效應， $\delta_t$ 是時間固定效應， $e_t^{D,A}$ 是誤差項。為進行比較及穩健性檢驗，我們使用了兩個樣本期對方程式(1)進行估計，第一個樣本期聚焦疫情期間並由2021年開始<sup>33</sup>，而另一個樣本期則由2007年開始。

我們在此詳細解釋方程式(1)當中的三個「重啟」變量，它們的係數(coefficients)估算結果是本分析的重點。

- 第一個是衡量離境和入境經濟體之間的旅客往來是否不受限制的虛擬變量，反映出入境簡易暢順的可行性。具體而言，如果離境經濟體和入境經濟體都沒有強制檢疫要求，則變量等於1，有利於旅客入境。
- 第二個是入境經濟體的放寬指數(定義如上)。更寬鬆的防疫限制預計會帶來更多旅客。
- 第三是重啟的相對程度，以量度入境經濟體的重啟狀況相較樣本中其他經濟體的先行或滯後程度<sup>34</sup>，數值越負代表重啟越滯後。為驗證重啟滯後會否帶來疤痕效應，重啟的相對程度在模型中會推延數個月，這些延後的變量可以識別因滯後重啟所造成影響的持久性。

模型中還包含兩類控制變量。第一類量度旅客前往入境經濟體時的感染風險，包括該經濟體的確診病例增

長率及疫苗接種率。第二類是影響入境旅遊的常規經濟因素，包括量度價格競爭力的外匯交叉匯率的百分比變化(正數代表入境經濟體對離境經濟體的貨幣匯率升值)、機票價格按年百分比變化(部分反映後疫情時期國際往還供應面限制)，以及離境經濟體的經濟增長。

表B4.2顯示估算結果，並確認所有估計參數都得出預期的方向。首先，經濟體之間的無限制往來及放寬防疫抗疫措施對於恢復旅客入境具有顯著作用。此外，重啟的相對程度僅在三個月內較為有影響，但隨後並不顯著，表示香港疫後重啟相對滯後的不利影響只屬短暫。進一步的分析亦確認，與無限制往來的推動作用相比，重啟滯後帶來的拖累效應幅度亦較小。因此，香港重啟滯後的不利影響預計有限。

此外，雖然常規的經濟因素(即交叉匯率及機票價格)在較長樣本期中的作用較為顯著，但它們在疫情期間並未產生實質影響。這結果符合預期，因為疫情期間的旅客人數基本上是由政策(例如出入境限制)帶動，而其他經濟因素大致只有在國際出入境恢復正常時才會產生影響力。

**表 B4.2**  
估算結果

應變量： $\Delta VI_t^{D,A}$	2021年起	2007年起
重啟變量		
出境、入境經濟體之間是否無限制往來(是=1)	+	+
$\Delta$ 入境經濟體的放寬指數	+	+
入境經濟體重啟的相對程度：		
延後2個月	+	+
延後3個月	+	
延後4個月		
延後5個月		
控制變量		
% $\Delta$ 入境經濟體的確診病例	-	
% $\Delta$ 匯率(正數=入境經濟體相對升值)		-
機票價格(按年%)		-

註：+/-表示使用穩健標準誤差的10%顯著水平下的正/負係數。其他不顯著的變量，包括疫苗接種率及經濟增長，不在此顯示。

資料來源：金管局職員估計數字。

<sup>32</sup> 我們亦使用過一個月的差分作分析，並得到類似結果。

<sup>33</sup> 我們分析由2021年開始的樣本(當時全球旅客人數處於低位)而非2020年，以避免因2020年旅客人數急跌而可能引致的扭曲。

<sup>34</sup> 具體的定義為其標準分數(z-score)：入境經濟體的放寬指數減去樣本經濟體的平均放寬指數，然後整項除以樣本經濟體放寬指數的標準差。

### 對香港的啟示及結語

香港疫後重啟相對滯後早前引起了本港入境旅遊可能出現疤痕效應的憂慮。我們的估算結果顯示，疫後重啟滯後對香港入境旅遊造成的不利影響雖然存在，但預計只會是短暫及有限的影響。因此，隨着香港放寬防疫抗疫措施及內地全面通關，預計訪港旅客人數的復甦步伐將逐漸追上其他亞太區經濟體。其中，由於香港在疫情前來自內地的旅客比率遠高於其他經濟體，因此香港很有可能最受惠於內地疫後重啟。

儘管如此，訪港旅客人數的復甦步伐仍存在很大的不確定性。雖然最近訪港旅客人數明顯增加，但近期供應面限制（部分反映在機票價格上漲）可能會帶來不利影響。更廣泛而言，由於2023年香港的經濟增長很大程度上將取決於入境旅客人數的復甦步伐，若旅客回升速度較預期快，將對今年經濟增長構成主要上行風險。與此同時，香港疫後重啟滯後的影響有限，亦會對本地勞工市場狀況帶來好處，有助緩解疫情對勞工市場（例如失業率）造成潛在疤痕效應的憂慮。

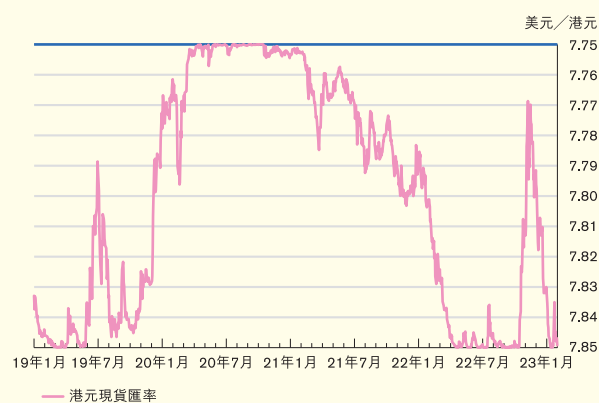
## 4. 貨幣及金融狀況

自2022年9月至11月初，港元一直貼近弱方兌換保證水平，其後在本港股市成交轉旺及年底資金需求的帶動下，港元在年底有所轉強。香港銀行同業拆息在2022年9月至12月跟隨美元息率逐步攀升。踏入2023年，由於季節性港元資金需求的影響減退，港元匯率走軟，再次貼近弱方兌換保證水平，而香港銀行同業拆息回落。自2022年6月底以來的七個月內，存款總額溫和增加，並沒有顯著跡象顯示資金流出本港銀行體系。整體而言，港元外匯及貨幣市場交易繼續暢順有序。展望未來，包括美國貨幣政策、主要發達經濟體的增長前景以及持續的地緣政治緊張局勢在內的不明朗因素，可能會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及健全的金融體系，香港有能力在不影響其金融穩定的情況下抵禦資金流波動。

### 4.1 匯率及資金流

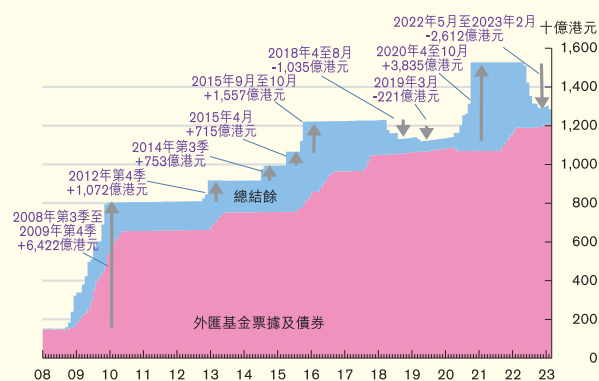
自2022年9月至11月初，受本港股市調整、市場預期美國進一步加息以及持續的套息交易活動帶動，港元一直貼近弱方兌換保證水平，在此期間弱方兌換保證被觸發了10次。從11月中旬到2022年底，受本港股市成交轉旺及年底資金需求的帶動下，港元匯率有所轉強，但其後在2023年初隨着對港元資金的季節性需求減退而回軟。於2023年2月13日及14日，弱方兌換保證再被觸發2次。回顧期內，港元兌美元在7.7687至7.8500區間內徘徊（圖4.1）。從2022年5月首次觸發弱方兌換保證至2023年2月，弱方兌換保證共被觸發43次。金管局因而按照聯繫匯率制度（聯匯制度）的設計，應銀行要求合共買入2,612億港元。銀行體系的總結餘從2022年4月底的3,375億港元減少至2023年2月底的771億港元（圖4.2）。

圖4.1  
港元匯率



資料來源：金管局。

圖4.2  
總結餘及外匯基金票據及債券



資料來源：金管局。

回顧期內，港元名義有效匯率指數大致跟隨美元走勢轉弱（圖 4.3）。港元實質有效匯率指數大致跟隨港元名義有效匯率指數的走勢。

**圖 4.3**  
名義及實質有效匯率



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

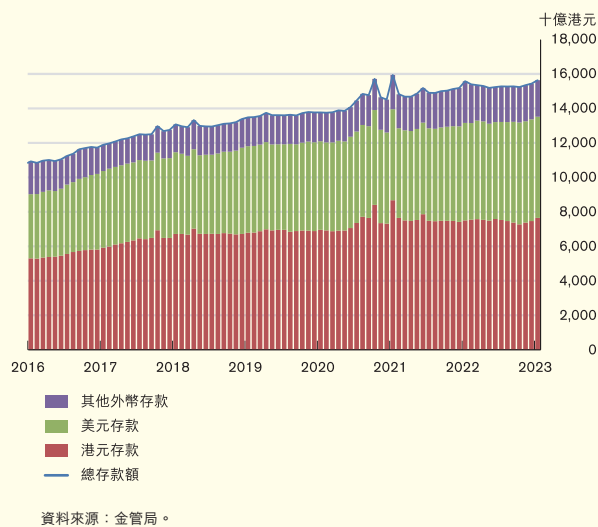
展望未來，包括美國貨幣政策、主要發達經濟體的增長前景以及持續的地緣政治緊張局勢在內的不明朗因素，可能會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及健全的金融體系，香港有能力在不影響其金融穩定的情況下抵禦資金流波動。

## 4.2 貨幣環境及利率

回顧期內，儘管弱方兌換保證被觸發以及美國持續收緊貨幣政策，但港元貨幣基礎仍然龐大而且大致穩定，截至 2023 年 2 月底為 18,964 億港元。

自 2022 年 6 月底以來的七個月期間，認可機構的存款總額溫和增長 2.6%，其中港元存款增加 0.9%，而外幣存款增加 4.4%（圖 4.4）。須注意的是，由於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，因此適宜觀察較長期趨勢。2022 年全年合計，存款總額及港元存款分別增長 1.7% 及 0.7%。並沒有顯著跡象顯示資金流出本港銀行體系。

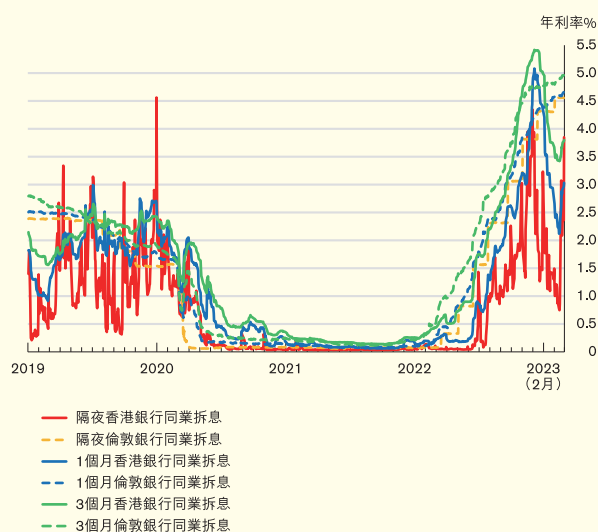
**圖 4.4**  
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

整體而言，香港的銀行同業市場交易繼續暢順有序。在聯匯制度下，港元拆息趨近美元拆息。香港銀行同業拆息在 2022 年 9 月至 12 月跟隨着美元息率逐步攀升（圖 4.5）。受本港股市成交轉旺、季節性年底資金需求及美國進一步加息預期帶動，1 個月香港銀行同業拆息於 2022 年 12 月初一度攀升至逾 5%。踏入 2023 年，香港銀行同業拆息隨着對港元資金的季節性需求減退而回落。1 個月香港銀行同業拆息在 2 月份跌至平均 2.5%。

**圖 4.5**  
港元與美元銀行同業拆息



資料來源：CEIC 及金管局。



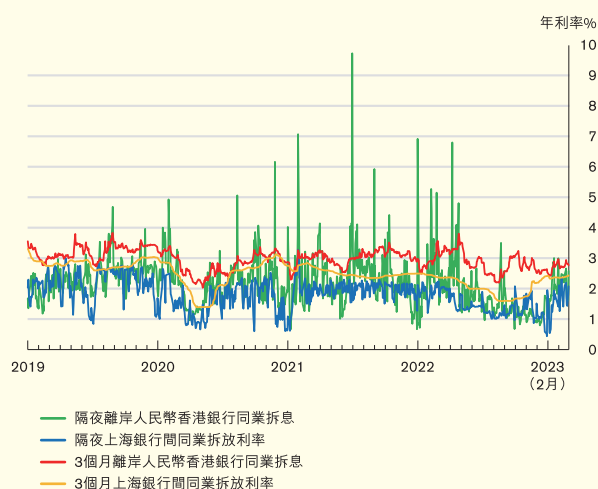
至於零售業務方面，隨着美國政策利率上調，自2022年9月至12月期間，多家銀行三度上調其最優惠貸款利率，合共上調62.5個基點。具體而言，這些銀行在2022年9月下旬將最優惠貸款利率上調12.5個基點後，在2022年11月初及12月中再分別上調25個基點。於回顧期末，市場上的最優惠貸款利率介乎5.625%至6.125%不等。與此同時，部分主要銀行於2022年11月下旬至12月進一步提高以香港銀行同業拆息為基礎的新批按揭利率上限。因此，新造按揭的平均貸款利率亦由2022年7月的2.31%進一步上升至2023年1月的3.50%。

展望未來，在聯繫匯率制度下，港元利率將繼續受到美元利率的影響，港元拆息在往後一段日子可能仍會處於較高的水平。與此同時，未來一段時間美國的利率走勢將繼續存在頗大的不確定性，然而，香港銀行體系的流動性充裕，應能在金融市場波動時提供相當大的緩衝。

### 離岸人民幣銀行業務

回顧期內，離岸人民幣同業市場的流動性保持穩定，<sup>35</sup>而3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息繼續徘徊在3%左右。雖然隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息因偶爾的外匯結算資金需求在2022年8月下旬出現短暫波動，但大多數時間維持在2%以下（圖4.6）。

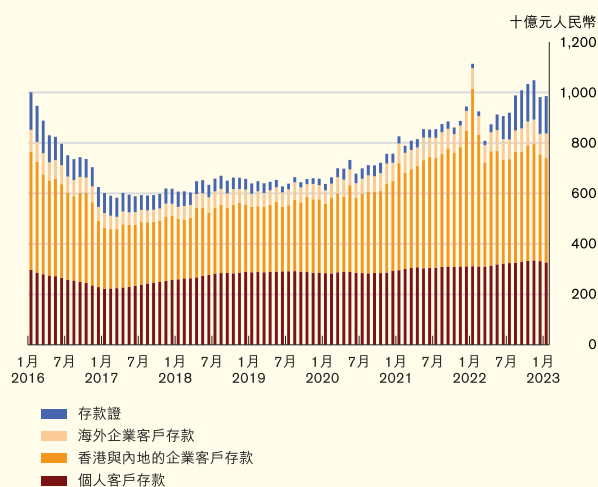
圖 4.6  
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC。

繼2022年上半年整固後，香港的離岸人民幣資金池於回顧期間有所擴張。自2022年7月底以來的六個月內，人民幣客戶存款及存款證餘額恢復增長，增幅達7.1%，截至2023年1月底達到9,856億元人民幣（圖4.7及表4.A）。其中，主要受公司客戶存款增加所帶動，人民幣客戶存款在此期間增長2.9%。與此同時，隨着人民幣存款證發行量繼續增加，存款證餘額同期增加39.6%。

圖 4.7  
香港的人民幣客戶存款及存款證



資料來源：金管局。

<sup>35</sup> 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第2.2章。

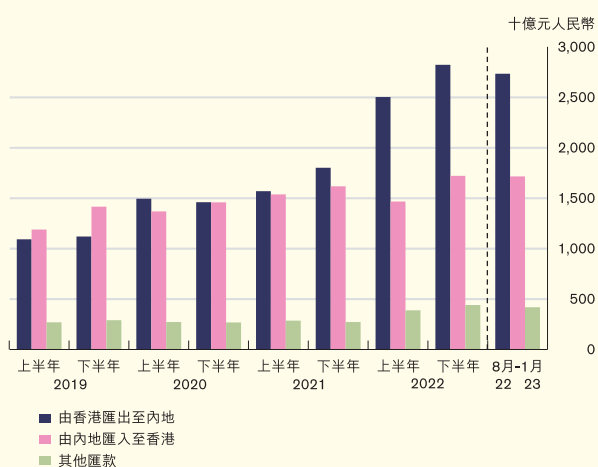
**表 4.A**  
離岸人民幣銀行業務統計

	2021年12月	2023年1月
人民幣存款及存款證(十億元人民幣)	944.7	985.6
其中：		
人民幣存款(十億元人民幣)	926.8	837.3
人民幣存款佔存款總額(%)	7.5	6.2
人民幣存款證(十億元人民幣)	17.9	148.3
未償還人民幣貸款(十億元人民幣)	163.6	220.8
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	212	211
應付海外銀行的金額(十億元人民幣)	102.9	139.4
應收海外銀行的金額(十億元人民幣)	100.4	126.7
	2021年	2022年
香港人民幣貿易結算(十億元人民幣)	7,083.6	9,342.1
其中：		
由內地匯入至香港(十億元人民幣)	3,154.6	3,188.5
由香港匯出至內地(十億元人民幣)	3,371.3	5,324.1
香港人民幣即時支付結算系統的交易額 (期內每日平均數額；十億元人民幣)	1,522.6	1,654.0

資料來源：金管局。

至於其他人民幣業務方面，自2022年7月起的六個月期間，人民幣貸款餘額增長28.0%。香港的人民幣貿易結算亦繼續增長。2022年7月底至2023年1月底期間，本港銀行處理的交易額達48,674億元人民幣(圖4.8)，較去年同期的37,630億元人民幣增長29.3%。香港龐大的人民幣資金池繼續支持大量人民幣支付及融資交易。在2022年全年，人民幣即時支付結算系統(RTGS)的每日平均交易量高達16,540億元人民幣，高於2021年的15,226億元人民幣。

**圖 4.8**  
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

展望未來，持續發展的香港離岸人民幣生態圈將進一步鞏固香港在離岸人民幣業務方面的領先地位。金管局與中國人民銀行簽訂的優化貨幣互換協議，以及金管局的優化人民幣流動資金安排，可確保香港作為離岸人民幣市場有充裕的人民幣流動性。與此同時，香港透過各項互聯互通機制持續加強與內地的聯繫，包括互換通、南北雙向的滬港通、深港通、債券通和跨境理財通等，將為香港提供更多元化的人民幣計價產品。在金融基建方面，金管局正計劃提升債務工具中央結算系統(CMU)並發展為亞洲主要的國際中央證券託管平台(ICSD)，亦將為境外投資者高效交易人民幣資產提供穩健及安全的渠道。透過這些措施，香港將能夠進一步把握內地資本帳持續開放以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作深化所帶來的機遇。

## 資產市場

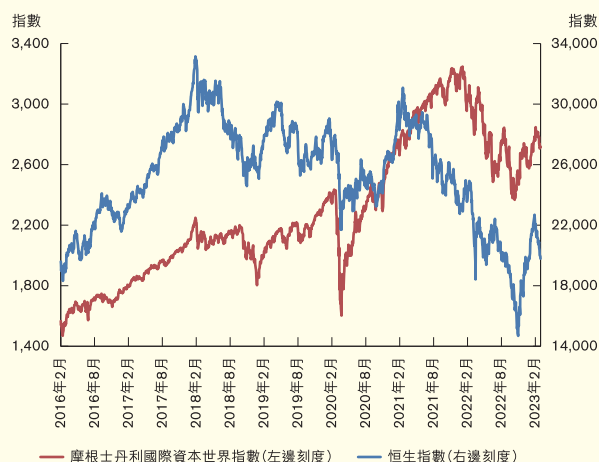
隨着主要央行進一步收緊貨幣政策，香港股市於2022年9月至10月期間大幅調整。本港股市其後在美國加息放緩的展望及內地與香港經濟重啟的帶動下反彈，然後在2023年2月下跌。儘管利率上升，香港債券市場在2022年繼續增長。在按揭貸款利率上升及經濟活動疲弱下，住宅物業市場在2022年下半年進一步回軟，其後在2023年初出現回穩跡象。

### 4.3 股市

環球股票市場在回顧期間如過山車般大上大落。在主要央行收緊貨幣政策的情況下，環球股票價格在2022年9月至10月期間大幅調整（圖4.9）。在香港，疲弱的市場氣氛進一步推低恒生指數，並於10月31日跌至14,687點的13年半低位。本港股市隨後受美國加息放緩的展望及內地與香港經濟重啟的帶動下反彈，然後在2023年2月下跌。整體而言，恒生指數由2022年8月底至2023年2月底輕微下跌0.8%，同期摩根士丹利國際資本世界指數則錄得3.3%的升幅。

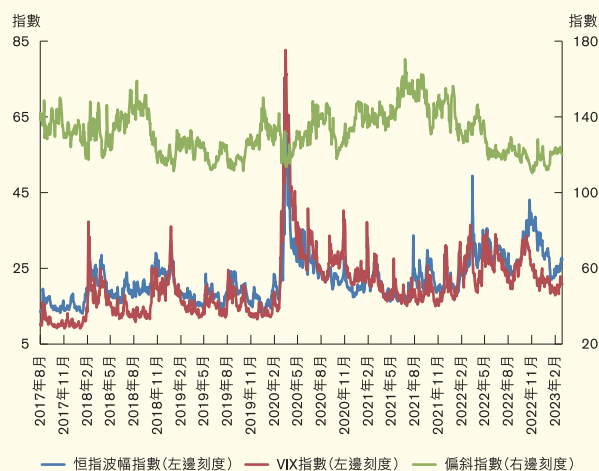
股市的波動性亦顯示類似走勢。標普500指數及恒生指數的期權引伸波幅所反映的股市波動性先是由2022年10月份的近期高位大幅回落，隨後在回顧期末上升（圖4.10）。偏斜指數在同一時間亦上升，反映投資者在股市波動的情況下願意支付更多費用以對沖下跌風險。<sup>36</sup>

圖4.9  
恒生指數及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源：彭博。

圖4.10  
恒生指數及標普500指數的期權引伸波幅，以及偏斜指數



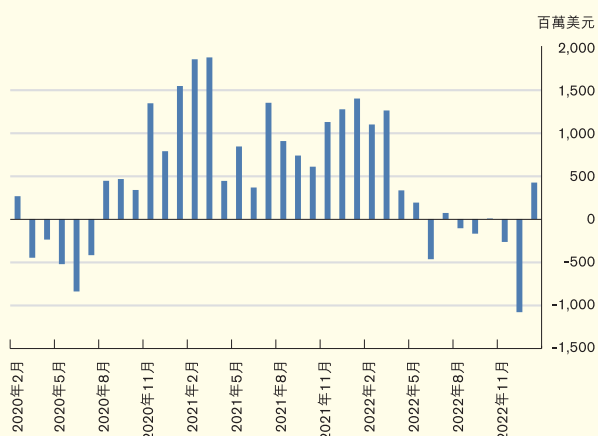
資料來源：彭博。

<sup>36</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。隨着偏斜指數升至100以上時，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>。

跟隨股票市場基金在環球股市錄得資金流出的情況，股票市場基金於2022年8月至2023年1月期間在香港亦錄得淨流出（圖4.11），反映國際投資者在貨幣狀況收緊下對股票投資保持審慎態度。

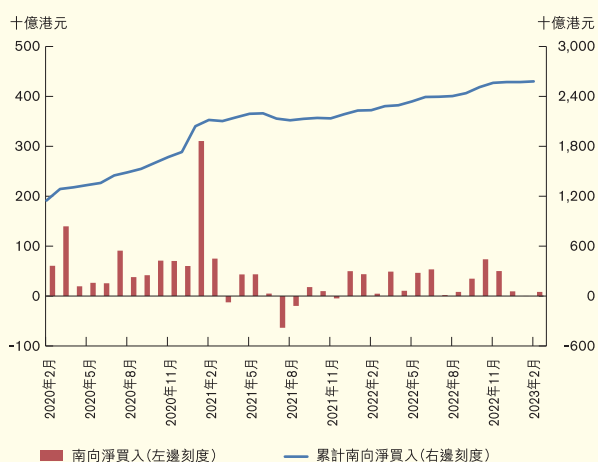
相比之下，內地投資者仍熱衷於投資香港股市。在2022年8月底至2023年2月底期間，滬深港通（南向交易）錄得1,768億港元的淨流入。於回顧期內，累計淨買入金額增加7.4%至25,804億港元（圖4.12）。

圖4.11  
股票市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

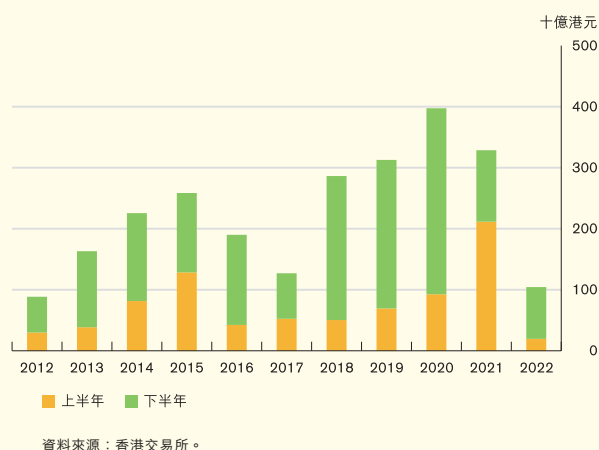
圖4.12  
滬深港通（南向交易）的淨買入



註：南向交易的淨買入額指滬深港通（南向交易）及深港通（南向交易）相關淨買入額的總和。  
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

香港的新股上市活動在2022年下半年出現反彈。2022年下半年透過新股上市籌集的資金較上半年增加三倍，部分受低基數效應所影響（圖4.13）。隨着市場氣氛改善，以及推動特專科技公司來港上市的新上市制度的推出，預計本港的新股上市活動將在2023年繼續復甦。<sup>37</sup>

圖4.13  
香港的首次公開招股市場



資料來源：香港交易所。

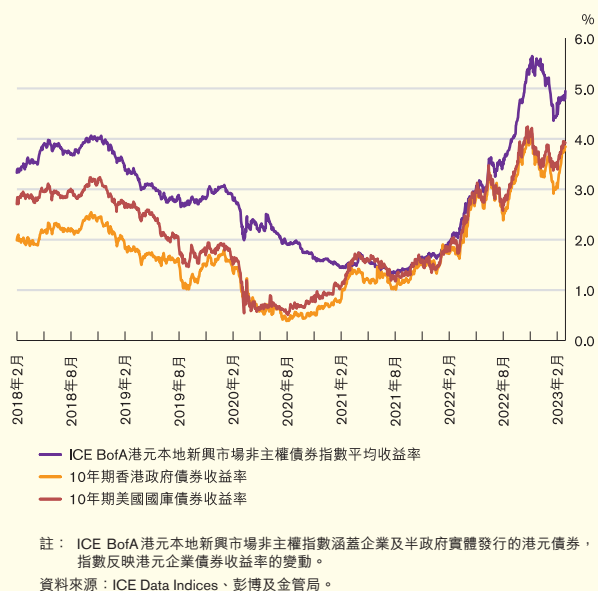
本港股市的短期前景將受多項因素影響。一方面，利率在更長時間內維持較高水平以及發達經濟體增長急速放緩的憂慮一旦實現，將可損害企業的財務表現，而俄烏衝突等地緣政治緊張局勢的持續將繼續影響市場氣氛。另一方面，內地經濟迅速重啟或有助提振港股的前景。

<sup>37</sup> 港交所在2022年10月刊發有關特專科技公司新上市規則的諮詢文件，建議降低增長潛力較高的特專科技公司在港交所上市的門檻。特專科技公司指主要從事應用於相關特專科技行業中（例如先進硬件、新能源、環境保護等）可接納領域的科學及／或技術的產品及／或服務的研發，以及其商業化及／或銷售的公司。建議的新上市規則將於2023年3月31日實施。

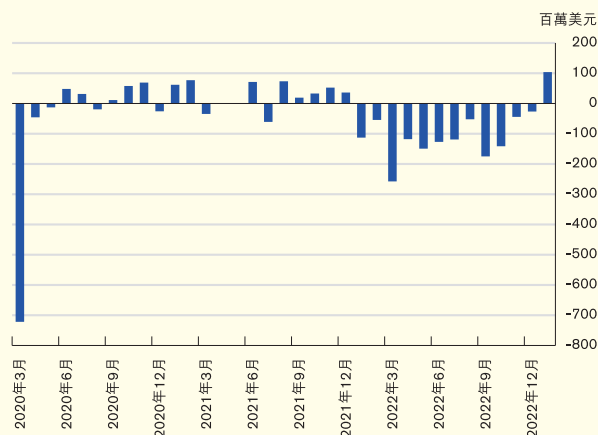
## 4.4 債券市場<sup>38</sup>

隨着美國收緊貨幣政策，10年期美國國債及港元10年期政府債券的收益率在2022年10月下旬飆升至4%以上（圖4.14）。相關債券收益率其後有所回落，隨後在2023年2月上升。港元企業債券收益率升幅更快，並維持在高位。在2022年8月至2023年1月期間，債券市場基金在香港出現資金淨流出，反映債券收益率上升令投資者對債券市場的興趣減少（圖4.15）。

**圖4.14**  
10年期美國國債、10年期香港政府債券及港元企業債券的收益率



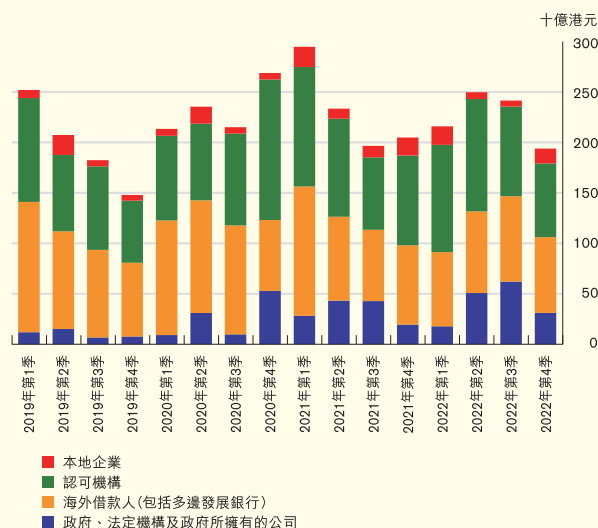
**圖4.15**  
債券市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

儘管債券收益率上升，2022年港元債券總發行量仍較上年增加8.9%至47,204億港元。增長由本地公營部門發行量的增加所支持，抵消了本地公司及境外借款人發行量減少的影響（圖4.16）。

**圖4.16**  
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債券

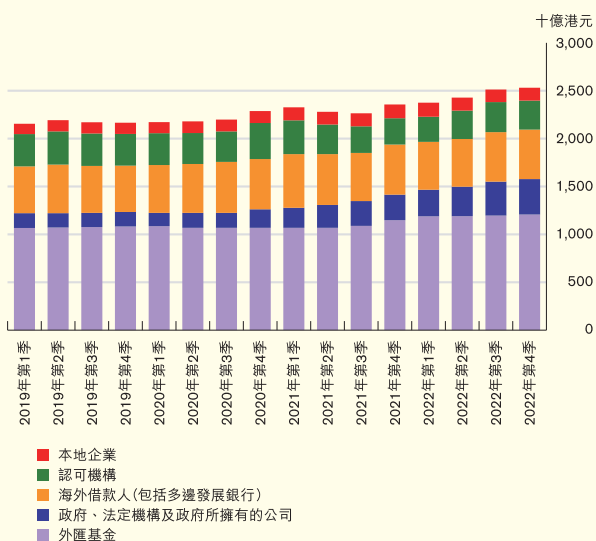


資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

<sup>38</sup> 在此部分中所報告的債務證券數字包括票據、債券、可轉讓存款證、商業票據、次級債券、資產抵押證券以及通常在金融市場交易的類似債務工具。

相應地，2022年底的未償還港元債券金額按年增長7.4%至25,319億港元（圖4.17）。該金額相當於港元M3的31.2%或銀行業以港元計值資產的25.0%。其中本地公營部門的非外匯基金票據及債券的未償還金額按年上升38.7%至3,692億港元，而外匯基金票據及債券的未償還金額則增長5.1%至12,075億港元。

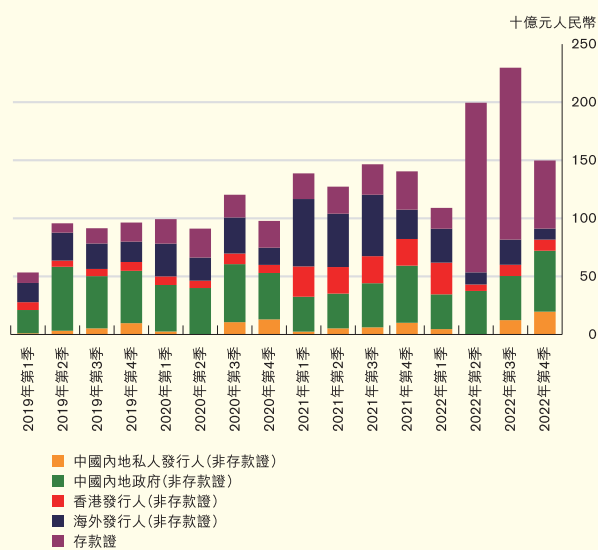
圖4.17  
未償還港元債券（按發行人劃分）



資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

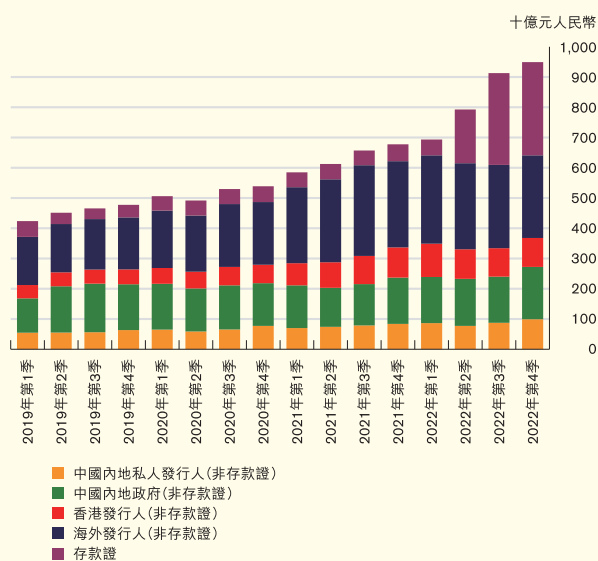
香港離岸人民幣債券市場在2022年亦有所增長。2022年的新發行總量按年上升24.4%至6,880億元人民幣。增長主要受益於離岸人民幣存款證的發行量按年急升2.5倍至3,708億元人民幣，抵消了非存款證離岸人民幣債券發行量放緩的影響（圖4.18）。因此，截至2022年底，離岸人民幣債券的未償還總額按年增長40.2%至9,493億元人民幣（圖4.19）。

圖4.18  
在香港新發行的離岸人民幣債券



註：離岸人民幣債券工具的存款證與非存款證的分類是基於資料來源所提供的資訊進行。  
資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

圖4.19  
在香港發行的離岸人民幣債券的未償還總額



註：離岸人民幣債券工具的存款證與非存款證的分類是基於資料來源所提供的資訊進行。  
資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

香港債券市場的短期前景取決於一系列因素。例如，在債務融資成本上升及先進經濟體增長急速放緩的風險下，企業的發債意欲可能減少。另一方面，對內地經濟的政策支持可能有助提振對離岸人民幣債券的需求。

於回顧期內，本地債券市場繼續吸引內地實體發行離岸人民幣債券。例如，海南省人民政府及深圳市人民政府於2022年11月分別在香港發行50億元離岸人民幣債券。其中海南省人民政府是首個中國省級政府在香港發行離岸人民幣債券。

此外，在香港推廣綠色和可持續債券方面，香港政府於2023年1月5日宣布，在政府綠色債券計劃下成功發售57.5億美元等值的美元、歐元及人民幣綠色債券。是次三幣發行為亞洲最大的ESG（即環境、社會及管治）債券發行，吸引不同類別的傳統和綠色投資者的參與。另外，香港政府於2023年2月16日宣布，在政府綠色債券計劃下成功發售8億港元的代幣化綠色債券，為全球首批由政府發行的代幣化綠色債券。

綜合來說，上述的債券發行鞏固香港作為全球離岸人民幣中心以及亞洲首要綠色和可持續金融樞紐的地位。

## 4.5 物業市場

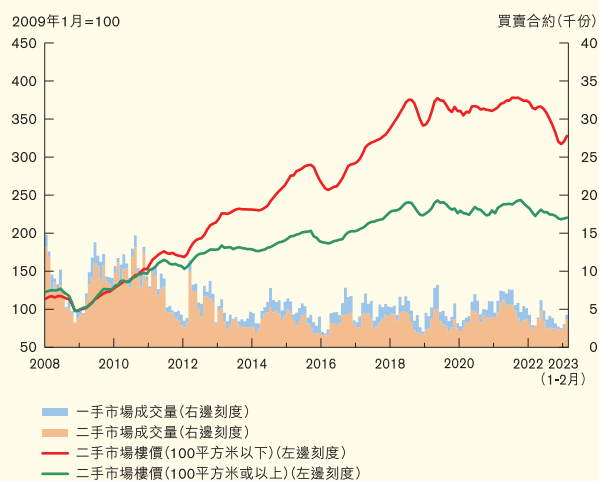
### 住宅物業市場

隨着金融狀況收緊，加上經濟表現欠佳，住宅物業市場在2022年下半年受壓。參觀單位（俗稱睇樓）和交投活動減少，而發展商新樓盤的銷售步伐亦有所放緩。每月平均成交量相繼下跌至第3季的3,894宗及第4季的2,795宗。連同上半年樓市受本地疫情影響而大致淡靜，2022年住宅物業總成交量下跌至45,050宗，較2021年減少39%，創下有紀錄以來的新低（圖4.20）。

鑑於市場氣氛轉差以及更多業主願意降低叫價，二手樓價在2022年下半年亦有所回軟。按面積劃分，中小型單位（實用面積小於100平方米）的價格比大型

單位（實用面積100平方米或以上）錄得更大的跌幅（圖4.20）。2022年全年合計，樓價錄得15%的有序調整。

圖 4.20  
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。

踏入2023年，由於市場氣氛隨着內地與香港恢復通關而有所復甦，樓市呈現回穩跡象。1月和2月的成交量回升，而反映二手住宅售價的中原城市領先指數亦於同期上升約5%。

置業負擔能力雖然在2022年下半年有改善跡象，但仍然偏緊。主要由於期內樓價下調，樓價與收入比率於第4季回落至15.6，稍高於1997年約為15的峰值。在利率上升部分抵消樓價下跌的影響下，收入槓桿比率亦回落至72.3%，仍遠高於其長期平均值（圖4.21）。<sup>39</sup> 租賃市場方面，住宅租金在2022年下半年至2023年初期間大致回軟（圖4.22）。住宅租金收益率於2023年1月維持在2.5%的低位。

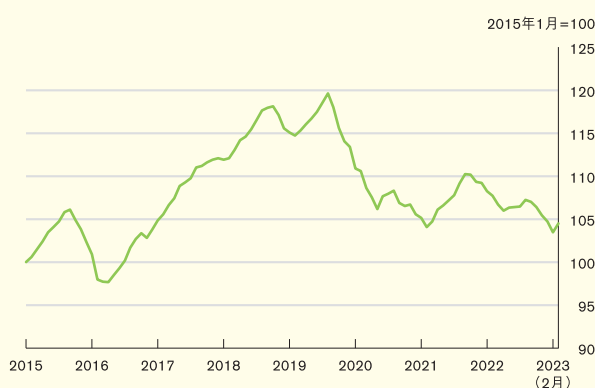
<sup>39</sup> 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。另一方面，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

**圖 4.21**  
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 4.22**  
住宅物業租金指數

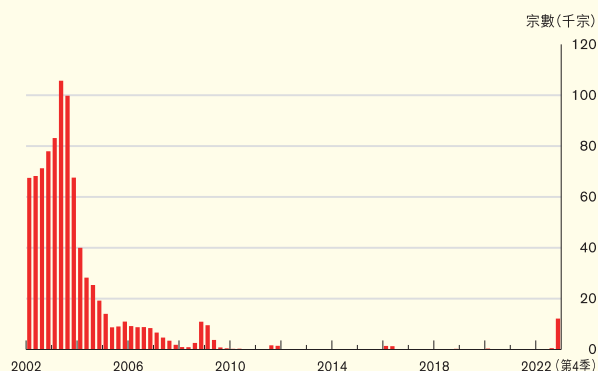


資料來源：差餉物業估價署。

隨著美聯儲連番上調政策利率，各大銀行自 2022 年 9 月起相繼調高最優惠利率和以香港銀行同業拆息為基礎的按揭計劃（俗稱 H 按）的鎖息上限，令供樓人士的按揭供款負擔有所增加（另見第 4.2 節）。由於樓價回軟，負資產住宅按揭貸款宗數增加至 2022 年第 4 季末的 12,164 宗（圖 4.23）。這些個案涉及銀行職員的住屋按揭貸款和按揭保險計劃下的貸款，而這些貸款的按揭成數一般較高。值得指出的是，按揭保險計劃對申請人的還款能力有嚴謹要求。事實上，截至 2022 年 12 月底，按揭保險計劃下的貸款拖欠比率只有 0.01%，比銀行業整體按揭貸款的拖欠比率 0.06%

更低，顯示按揭保險計劃下的貸款質素十分良好。展望未來，預期勞工市場進一步改善將有助家庭償還按揭貸款，從而抑制住宅按揭貸款拖欠比率的上升壓力。有見及此，銀行住宅按揭業務風險可控。

**圖 4.23**  
負資產住宅按揭貸款



資料來源：金管局。

更廣泛而言，金管局自 2009 年以來推行的宏觀審慎措施有助抑制家庭槓桿水平以及加強銀行對按揭貸款的風險管理，從而提高家庭及銀行抵禦潛在的利率或樓市衝擊的能力。2023 年 1 月的新造按揭成數為 59%，仍低於首次採取相關措施之前 64% 的水平。供款與入息比率亦維持在約 39% 的低水平，而借款人須通過壓力測試，以確保他們有能力承擔因利率上升而引致的額外供款。事實上，超過一半的私人住宅物業於 2022 年底並無任何未償還按揭。儘管如此，市民必須對銀行借貸利率可能進一步上升有所準備，並在作出置業和按揭借貸決定時，小心評估有關風險。

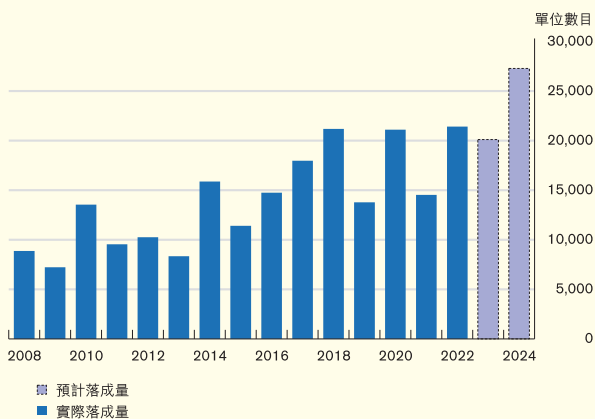
住宅物業市場前景受到如前面幾章所述的眾多不明朗因素及風險所影響。其中，較高的按揭利率及短期內私人住宅供應增加<sup>40</sup>可能繼續為樓市前景蒙上陰影，而內地與香港恢復通關則可能會釋放積壓需求及提振市場氣氛。長遠而言，樓市的前景將取決於房屋供求

<sup>40</sup> 房屋局的數據顯示，截至 2022 年底，已落成但仍未售出的單位數目達 16,000 個，為近期高位。



缺口。政府預計未來幾年私人住宅供應量仍會維持在高位(圖4.24)。<sup>41</sup>

**圖 4.24**  
私人住宅落成量

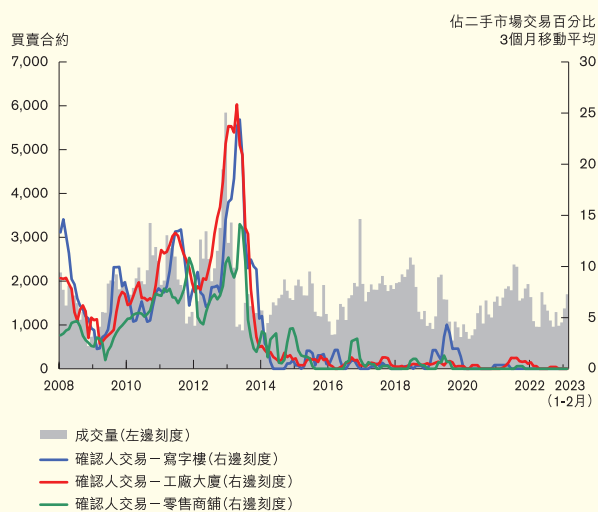


資料來源：差餉物業估價署。

### 非住宅物業市場

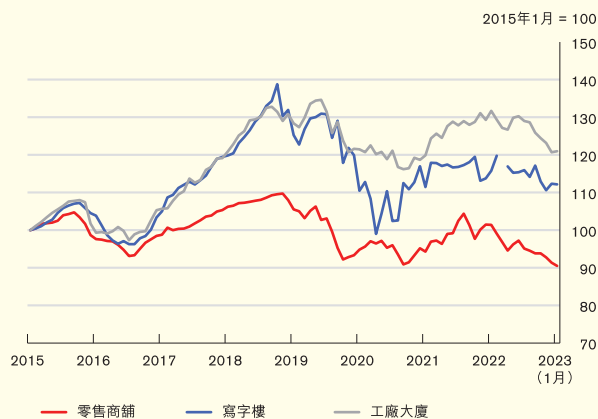
非住宅物業市場於2022年下半年進一步回軟。期內每月平均成交量下跌至1,120宗，投機活動亦維持在低水平(圖4.25)。寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈的價格均有所回落，部分反映加息的影響(圖4.26)。租賃市場方面，隨着經濟活動轉弱，商業樓宇的租金亦大致維持偏軟(圖4.27)。非住宅物業的整體租金收益率在2023年1月維持在2.7–3.1%的低位。

**圖 4.25**  
非住宅物業成交量



資料來源：土地註冊處、中原地產代理有限公司。

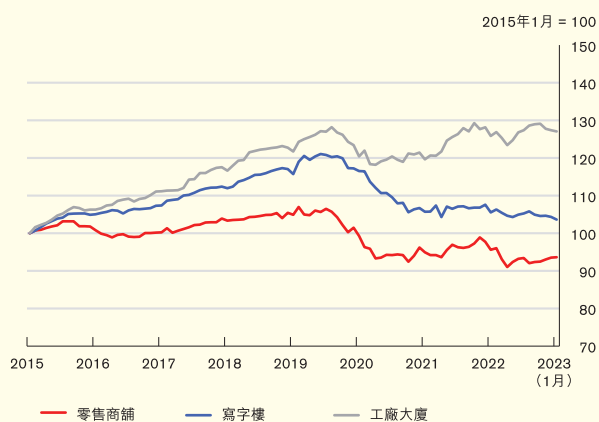
**圖 4.26**  
非住宅物業售價指數



註：由於沒有充足的成交資料作分析，故未能編製2022年3月的寫字樓售價指數。  
資料來源：差餉物業估價署。

<sup>41</sup> 此外，房屋局於2022年底估計，未來三至四年一手私人住宅單位總供應量將上升至105,000個的歷史高位。

圖 4.27  
非住宅物業租金指數



非住宅物業市場的前景同時受利好及利淡的因素影響。例如，內地與香港全面通關有望帶動入境旅遊業復甦，從而為零售商舖提供一定支持。另一方面，商業樓宇的空置率仍然高企，加上短期內將有更多新增供應，或會令它們的租金及資本價值繼續受壓。

## 5. 銀行業表現

主要受惠於銀行的淨利息收入增加，零售銀行的盈利於2022年下半年較2021年同期有所改善。在2022年下半年美國持續加息的背景下，港元銀行同業拆息及零售存款利率呈現上升壓力，因此零售銀行的港元整體資金成本在同期亦顯著上升。特定分類貸款比率在同期有所上升，但仍然維持在健康水平。整體上，基於穩健的資本及流動性狀況，香港銀行業依然保持穩健。展望未來，雖然放寬防疫措施應會改善香港經濟前景，但美國利率未來的走勢、主要先進經濟體的增長前景以及持續的地緣政治風險等的不明朗因素，將對銀行業構成挑戰。銀行應警惕這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

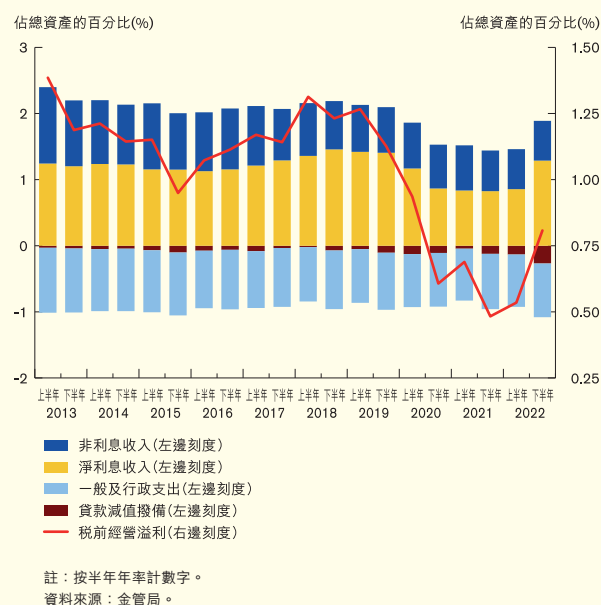
### 5.1 盈利及資本額

#### 盈利

2022年下半年，零售銀行<sup>42</sup> 整體稅前經營溢利較2021年同期上升74.0%，而資產回報率亦由0.48%上升至0.80%（圖5.1）。盈利改善是由於淨利息收入和外匯及衍生工具業務收入均增加，但部分升幅被呆壞帳準備金增加以及收費及佣金收入減少所抵銷。受惠於利率上升環境，零售銀行的淨息差由2021年下半年的0.98%顯著上升至2022年下半年的1.59%（圖5.2）。

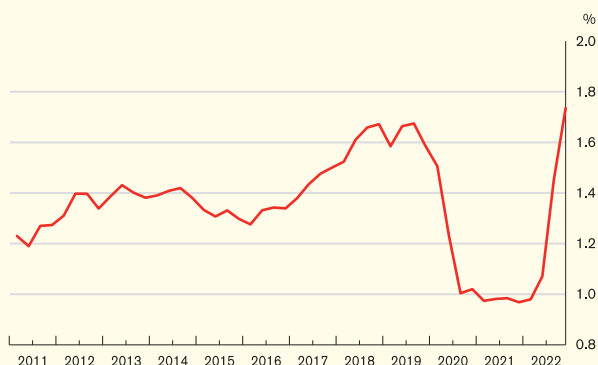
以2022年全年計，稅前經營溢利增長19.0%，而資產回報率亦由2021年的0.59%上升至0.67%。

圖 5.1  
零售銀行盈利



<sup>42</sup> 除非另有說明，本章所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

**圖 5.2**  
零售銀行的淨息差

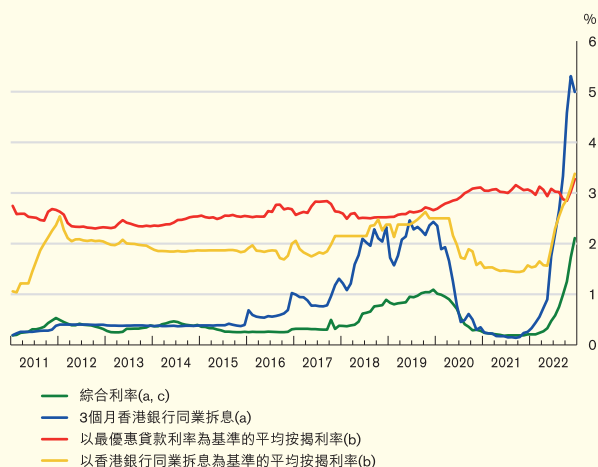


註：按季度年率計數字。  
資料來源：金管局。

大致跟隨美國利率迅速上升的走勢，香港銀行同業拆息在2022年顯著上升。其中，三個月的香港銀行同業拆息繼在2022年首半年上升149個基點後，在下半年再上升324個基點，在12月底達至4.99%的水平（圖5.3中的藍線）。<sup>43</sup>

在零售層面，銀行已普遍上調港元定期存款利率，以獲取更多長期港元穩定資金。此外，銀行於2022年多次在上調最優惠利率時相應地上調其儲蓄利率。鑑於銀行的批發和零售資金成本均有上升，綜合利率（零售銀行港元資金平均成本的衡量指標）於過去六個月上升了164基點至2022年底的2.11%（圖5.3中的綠線）。然而，相較於同期美國利率上升走勢，綜合利率的上升幅度仍然相對溫和。

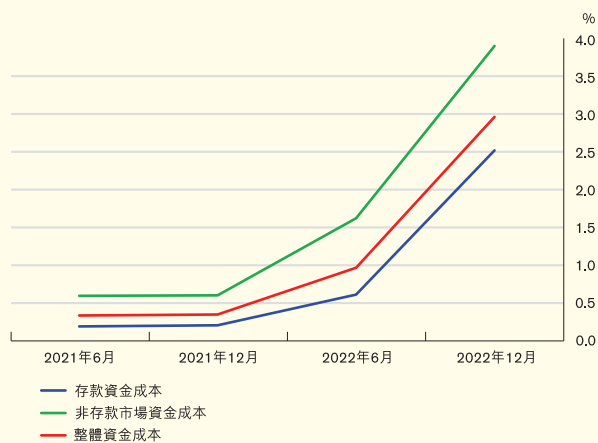
**圖 5.3**  
利率



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。

從更廣泛的層面而言，本港持牌銀行的整體港元及美元資金成本亦出現相似的情況，在2022年下半年上升199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



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。

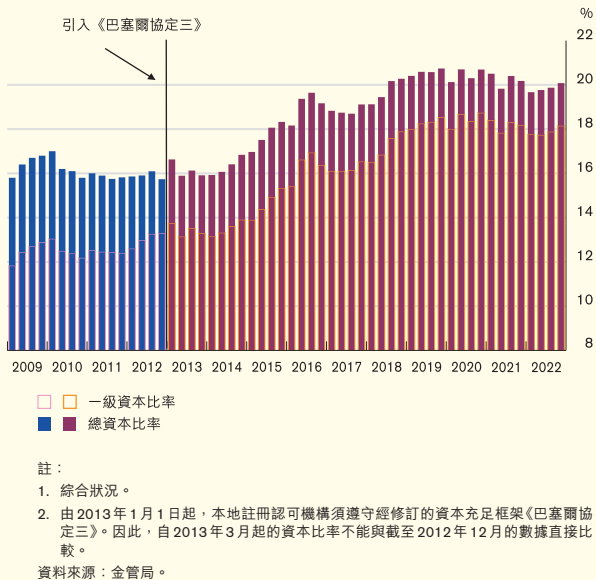
<sup>43</sup> 但是，隨著年終效應減退後，香港銀行同業拆息在2023年1月亦有所回落。

展望未來，雖然利率上升以及中國內地和本港放寬防疫措施將有利銀行收入，但外圍環境的未來發展可能會繼續使盈利前景蒙上陰影。尤其是，在主要先進經濟體收緊貨幣政策的背景下，全球金融狀況收緊及其對全球增長的相關負面影響，可能會削弱借款人的償債能力。這可能會令銀行的貸款損失撥備增加，從而使盈利能力受壓。

### 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2022年底處於20.1%的高位(圖5.5)，遠高於8%的國際最低要求。一級資本比率及普通股權一級(CET1)資本比率分別為18.1%及16.2%。此外，本地註冊認可機構的非風險為本槓桿比率<sup>44</sup>於2022年12月底錄得7.9%的穩健水平，超過3%的法定最低水平。

圖 5.5  
本地註冊認可機構資本額

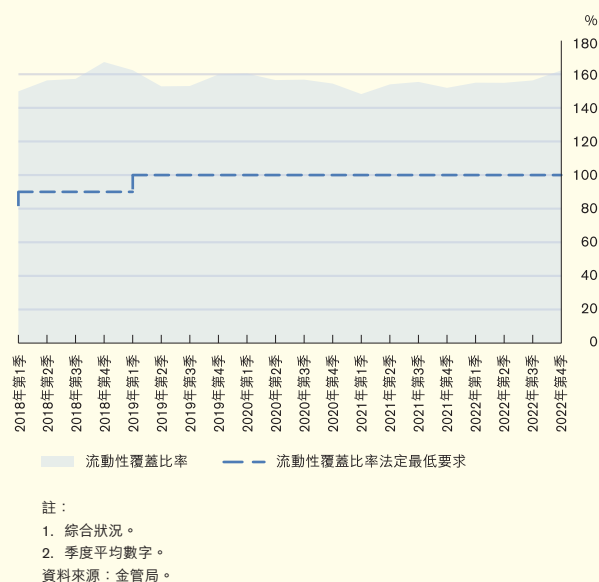


## 5.2 流動性及利率風險

### 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>45</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自2022年第2季的154.9%上升至2022年第4季的162.3%(圖5.6)，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63.2%，亦遠高於25%的法定最低要求。

圖 5.6  
流動性覆蓋比率



最近期的「穩定資金淨額比率」<sup>46</sup> 亦反映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2022年第4季維持在137.7%的高位(圖5.7)，遠高於100%的法定最低要求。第2A類機構的平均核心資金比率亦保持在155.7%的高水平，高於75%的法定最低要求。

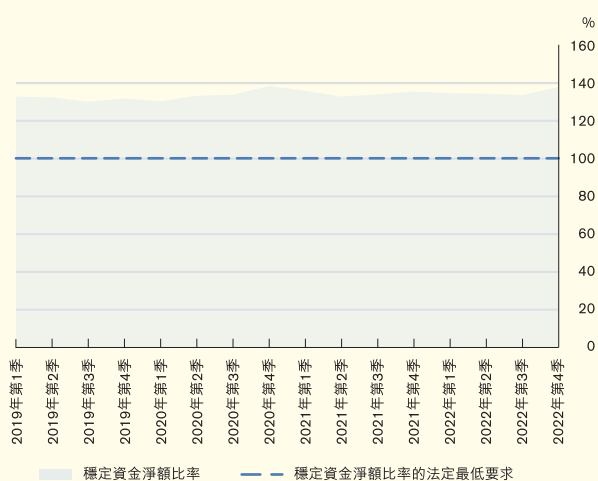
<sup>44</sup> 《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，目的是為防止銀行體系過度槓桿。詳情請參閱《銀行業(資本)規則》(香港法例第155L章)。

<sup>45</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優質流動資產，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」。

<sup>46</sup> 《巴塞爾協定三》的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)。

定最低要求。認可機構充足的流動性緩衝及穩定資金狀況表明，香港銀行業能夠承受流動性衝擊。

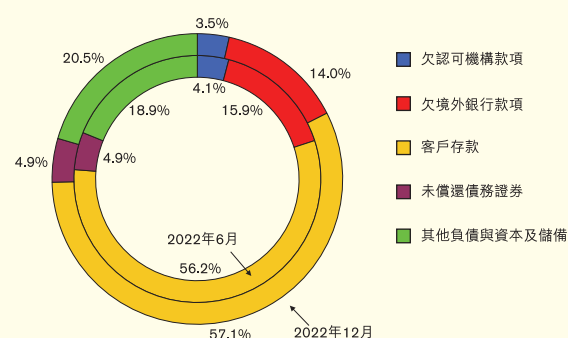
**圖 5.7**  
穩定資金淨額比率



註：綜合狀況。  
資料來源：金管局。

客戶存款繼續是認可機構的主要資金來源，支撐銀行體系的穩定資金架構。於2022年底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例由六個月前的56.2%小幅上升至57.1% (圖 5.8)。

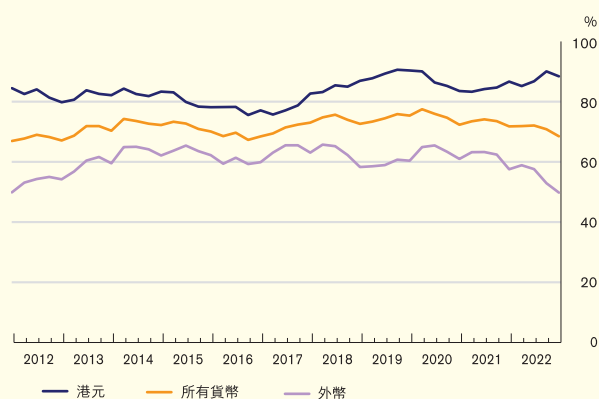
**圖 5.8**  
所有認可機構的負債結構



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

所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由六個月前的72.1%下跌至68.5% (圖 5.9)。該下跌主要是由於回顧期間外幣存款增加，而外幣貸款及墊款顯著減少，引致外幣貸存比率下降。相反，港元貸存比率由六個月前的86.8%上升至2022年底的88.4%。

**圖 5.9**  
所有認可機構的平均貸存比率



註：季末數字。  
資料來源：金管局。

### 利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔水平在2022年第4季仍處於相對較低的水平。假設在港元及美元利率上升200基點的衝擊下<sup>47</sup>，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2022年12月底資本基礎總額的2.30%<sup>48</sup>。

<sup>47</sup> 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，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。

<sup>48</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。

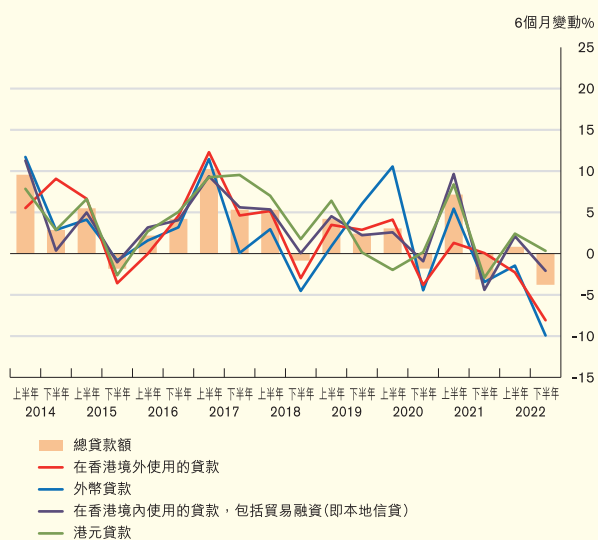
## 5.3 信貸風險

### 概述

部分反映借貸成本上升及本地經濟活動疲弱使信貸需求減弱，貸款及墊款總額在2022年上半年上升0.8%後，於下半年減少3.8%（圖5.10）。<sup>49</sup>

貸款及墊款總額減少是由本地貸款（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錄得收縮所帶動。本地貸款在2022年上半年錄得2.1%的增長後，於下半年下跌2.1%，而在香港境外使用的貸款繼上半年減少2.3%後，於下半年再下跌8.1%。

圖 5.10  
貸款增長



註：由2018年12月起，在香港境內／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年起的六個月變動百分比，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。

銀行評估短期信貸需求前景狀況略有改善。根據金管局2022年12月的「信貸狀況展望意見調查」所顯示，預期未來三個月貸款需求上升的受訪認可機構比例升至27%，高於六個月前的水平（表5.A）。

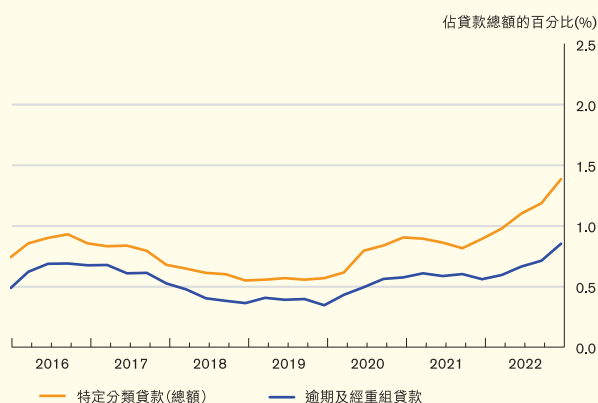
表 5.A  
預計未來三個月貸款需求

佔受訪機構總數的百分比(%)	2022年 3月	2022年 6月	2022年 9月	2022年 12月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	20	20	20	27
保持平穩	60	70	70	60
略為下降	20	10	10	10
顯著下降	0	0	0	3
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。

由於外圍及本地經濟環境都面臨挑戰環境，銀行貸款組合的資產質素略微轉差。所有認可機構的總特定分類貸款比率由六個月前的1.10%升至2022年底的1.38%，而同期所有認可機構的逾期及經重組貸款比率亦由2022年6月底的0.66%升至年底的0.85%（圖5.11）。香港銀行業的總特定分類貸款比率雖然略微上升，但資產質素仍然維持在健康水平。

圖 5.11  
所有認可機構的資產質素



註：特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。  
資料來源：金管局。

### 個人貸款<sup>50</sup>

家庭負債在2022年上半年及下半年均增長0.7%，較2021年下半年的4.4%增幅明顯放緩（表5.B）。數據明細顯示，鑑於住宅物業交易減少，2022年下半年

<sup>50</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，其餘大部分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2022年12月底，個人貸款佔本地貸款的比例為35.0%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

<sup>49</sup> 以2022年全年計，貸款及墊款總額在2021年增長3.8%後，於2022年減少3.0%。

住宅按揭貸款的增長率進一步減慢至1.9%。私人貸款進一步下跌2.2%。

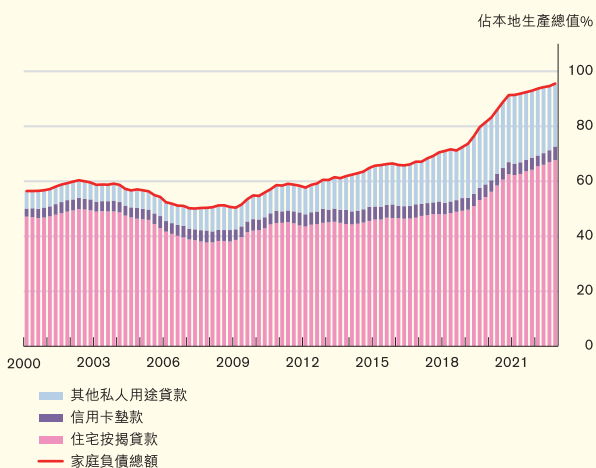
**表 5.B**  
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	2019年		2020年		2021年		2022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	4.7	5.5	3.5	4.7	4.0	5.7	2.1	1.9
私人貸款	11.2	5.9	-2.4	2.2	5.3	1.6	-2.5	-2.2
其中：								
信用卡墊款	-3.8	4.1	-9.0	0.0	-0.4	8.1	-5.3	14.4
其他私人用途貸款	14.9	6.2	-1.1	2.6	6.4	0.4	-2.0	-5.1
個人貸款總額	6.8	5.6	1.5	3.9	4.4	4.4	0.7	0.7

資料來源：金管局。

家庭負債佔本地生產總值的比率由2022年上半年的94.2%升至2022年下半年的95.5% (圖 5.12)。而在此期間1.3個百分點的升幅中，有0.6個百分點是受家庭負債增加而推高，另外0.7個百分點是由於香港名義本地生產總值下跌所致。

**圖 5.12**  
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



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，即連續四個季度本地生產總值的總和。  
3. 由2018年12月起，家庭負債的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。

資料來源：金管局。

值得注意的是，由於其性質簡單，因此家庭負債佔本地生產總值比率經常被用作評估家庭財務狀況穩健的指標。在詮釋這個比率時需要注意：(1) 為方便作跨經濟體比較，這種比率的分子只採用了名義本地生產

總值去代表家庭收入，而不是借款家庭的實際收入。因此，比率並不反映經濟體內家庭的實際償債負擔；(2) 比率的分子只反映家庭的負債總額，而不是已計及家庭資產的負債淨額。

因此，若要全面及客觀評估家庭負債的風險，就需要參考其他不同的因素，包括實際的供款與入息比率及家庭的資產狀況。事實上，銀行新批按揭貸款的平均供款與入息比率一直處於健康水平，2022年的平均數字為37%。家庭淨資產亦處於高水平，2021年香港的家庭資產淨值對負債比率及家庭安全資產對負債比率分別處於10.9倍及2.91倍的高位 (圖 5.13 及 5.14)，遠高於大多數其他發達經濟體，顯示香港整體的家庭財務狀況穩健，有強大緩衝抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

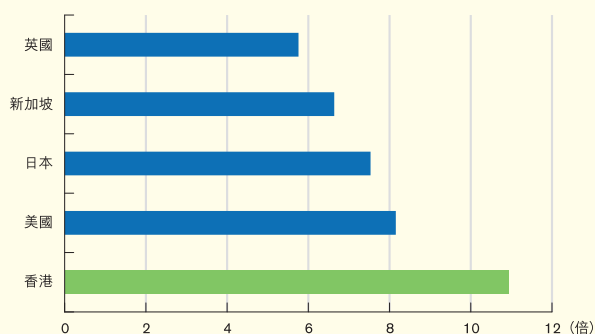
金管局一直密切監察家庭負債，並定期向銀行收集數據。大部分家庭負債為受宏觀審慎政策框架規管的住宅按揭貸款，以及有金融資產作抵押，為財富管理客戶提供的貸款。考慮到以上因素，以及家庭資產淨值維持在較高水平，金管局認為家庭資產負債情況仍然健康，相關信貸風險在控制範圍內。

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、實行有效的追加保證金，以及強制平倉的機制等。

此外，金管局也要求銀行在批核信用卡及個人無抵押貸款時，須採用審慎的標準。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。

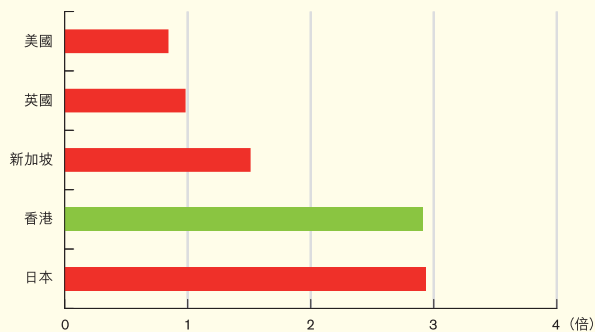


**圖 5.13**  
選定經濟體的家庭資產淨值對負債比率



註：日本的數字為截至2020年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2021年年底的數字。  
資料來源：經選定經濟體的統計機構或中央銀行以及金管局職員估計數字。

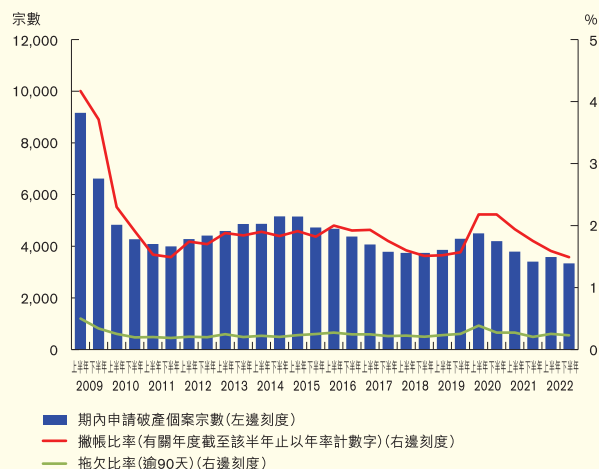
**圖 5.14**  
選定經濟體的家庭安全資產對負債比率



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，安全資產僅包括存款。日本的數字為截至2020年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2021年年底的數字。  
資料來源：經選定經濟體的統計機構或中央銀行以及金管局職員估計數字。

就無抵押個人貸款方面，相關的信貸風險於回顧期內保持受控。2022年下半年的破產申請個案較半年前有所減少。按年率計的信用卡撇帳比率由2022年第2季的1.59%跌至第4季的1.49%，而拖欠比率下跌至2022年12月的0.23%（圖 5.15）。

**圖 5.15**  
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案

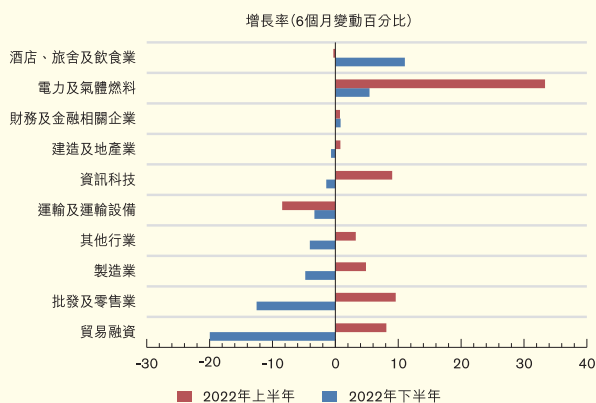


資料來源：破產管理署、金管局。

### 公司貸款<sup>51</sup>

本地公司貸款在2022年上半年錄得2.9%的穩健增長後，在下半年收縮3.5%。除了向酒店及飲食業提供的借貸外，大多數經濟行業的貸款在下半年錄得較弱的增長或貸款額度下跌（圖 5.16）。

**圖 5.16**  
個別行業的本地公司貸款增長



資料來源：金管局。

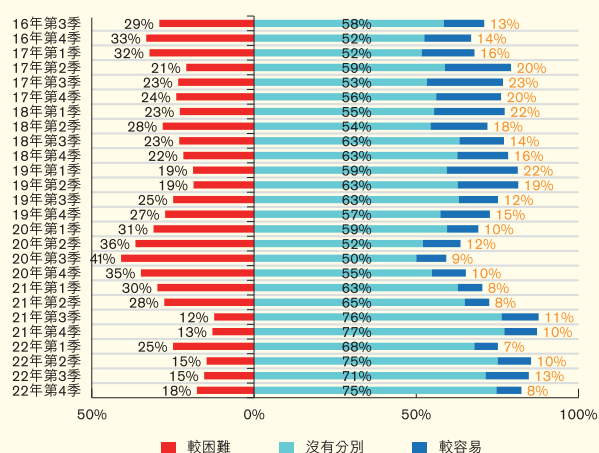
<sup>51</sup> 不包括銀行同業貸款。於2022年年底，公司貸款佔本地貸款的比例為64.9%。

中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，中小企對銀行貸款批核取態的觀感在2022年第4季轉差，認為銀行貸款批核取態與6個月前相比「較困難」的受訪者比例為18%，高於前一季的15%（圖5.17）。不過，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。

而在已獲批貸款的受訪者中，有18%表示銀行的取態於第4季有所收緊，高於前一季的12%（圖5.18）。貸款收緊的含義包括各種可能（例如降低備用信貸額和貸款額、信貸利率上升、增加抵押品要求或縮短貸款年期等），因此，受訪者表示銀行對其貸款的取態並不直接反映銀行對中小企的貸款投放。

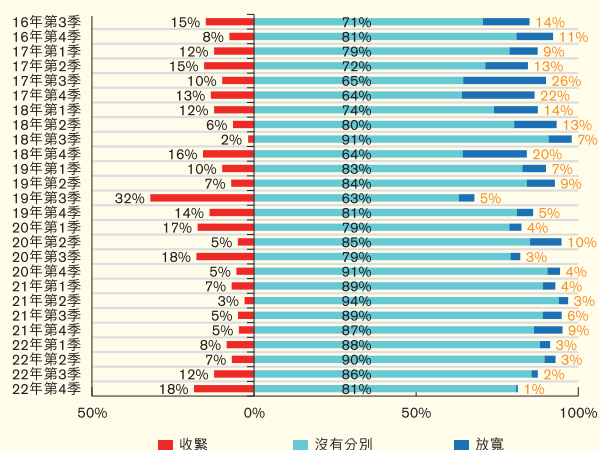
鑑於中小企所面臨的持續挑戰，金管局於2022年10月宣布「預先批核還息不還本」計劃延長至2023年7月底。計劃同時提供額外選項，讓有能力和有意願的借款企業，以自願方式選擇在未來兩年恢復償還按原定還款計劃應償還本金金額的50%。綜合「還息不還本」計劃及銀行在疫情爆發後推出的其他措施，截至2023年2月底，銀行共批出超過111,000宗「還息不還本」及其他延長貸款還款期等個案，涉及金額合共超過11,000億港元。因應金管局聯同銀行業再次延長「還息不還本」計劃的新安排，「中小企融資擔保計劃」的管理人香港按證保險有限公司，將其計劃下還息不還本安排的申請期延長至2023年6月底，並將上限延長至共42個月。同時為借款企業提供兩個部份本金還款選項，讓有意願和有能力的借款企業逐步回復正常還款。截至2023年2月28日，「百分百擔保特惠貸款」已批出超過60,000宗申請，涉資約1,210億港元。金管局以確保銀行體系穩健為前提，將不時檢討進一步延長各項措施的方案。

**圖5.17**  
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。

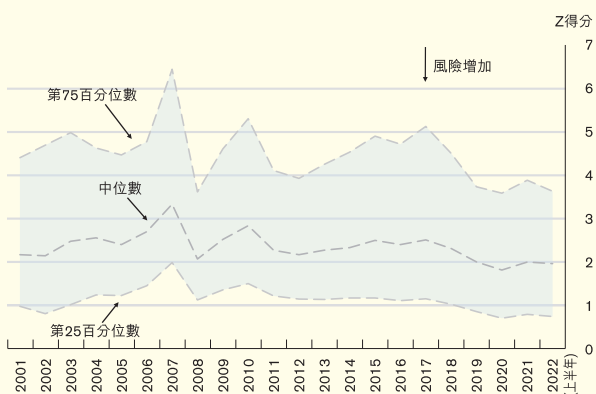
**圖5.18**  
中小企表示銀行就已批出貸款取態的變動



註：數據僅包括已獲批貸款的受訪者。  
資料來源：金管局。

至於上市公司的財務狀況，香港非金融類上市公司的Altman的Z得分（一項根據會計數據而衡量非金融類公司違約風險的指標）在2022年上半年大致維持穩定（圖5.19）。公司違約風險保持相對穩定，部分反映上市公司的財務基礎自2020年以來持續改善。

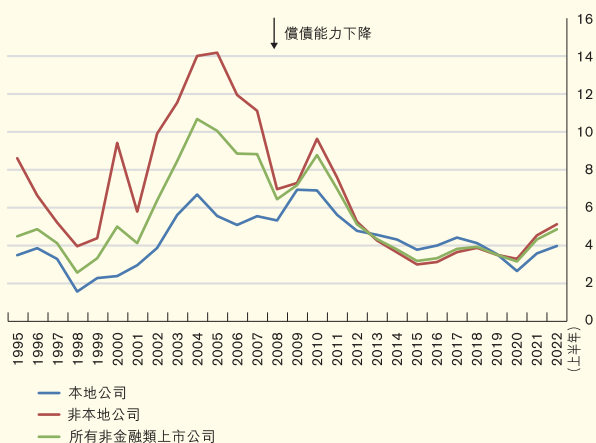
**圖 5.19**  
香港非金融類上市公司的 Altman 的 Z 得分



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2023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編的估值進行計算。

具體而言，本港上市非金融類公司的償債能力在2022年上半年進一步改善。其中，本地及非本地公司的加權平均利息覆蓋率(ICR)在2022年上半年進一步上升(圖 5.20的藍色及紅線)。

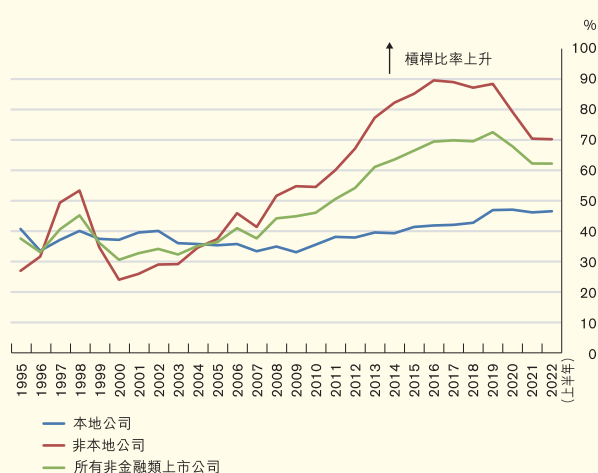
**圖 5.20**  
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率



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2023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。

同時，香港本地及非本地上市非金融類公司的加權平均負債與股東權益比率(衡量企業槓桿的常用計量指標)在2022年上半年亦大致保持穩定(圖 5.21)。

**圖 5.21<sup>52</sup>**  
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2023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。

展望未來，中國內地及本港放寬防疫措施可能有助改善企業的財務基礎。然而，主要先進經濟體的央行未來收緊貨幣政策的步伐存在不確定性，這或會對全球增長前景構成不利影響。假若利率在未來一段較長時間維持在高於預期的水平，企業的償債能力及其違約風險則可能面對壓力。因此，銀行應對其企業貸款的信貸風險保持警惕。

### 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2022年6月底的48,050億港元(佔總資產的15.7%)減少5.9%至2022年12月底的45,220億港元(佔總資產的14.9%)(表 5.C)。其他非銀行類客戶風險承擔減少4.9%至18,410億港元(表 5.D)。

<sup>52</sup> 從本期開始，鑑於我們已有數年的數據可用作趨勢分析，而且根據2019年生效的香港財務報告準則第16號，我們在計算加權平均負債與股東權益比率時，再次將公司的經營租賃負債納入公司債務。因此，從2019年開始的數據將與此前報告呈報的數據會有所不同。

**表 5.C**  
內地相關貸款

十億港元	2022年3月	2022年6月	2022年9月	2022年12月
中國內地相關貸款	4,881	4,805	4,714	4,522
中國內地相關貸款 (不包括貿易融資)	4,495	4,429	4,388	4,254
貿易融資	385	377	326	268
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,771	1,719	1,702	1,604
本地註冊認可機構*	2,208	2,231	2,207	2,104
本地註冊認可機構設於 中國內地的銀行附屬公司	901	855	805	814
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,961	1,955	1,908	1,824
中國內地民營企業	1,500	1,475	1,446	1,405
非中國內地企業	1,419	1,375	1,360	1,293

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	2022年3月	2022年6月	2022年9月	2022年12月
可轉讓債務工具及其他資產 負債表內的風險承擔	1,481	1,424	1,344	1,337
資產負債表外的風險承擔	514	512	521	504
總計	1,995	1,936	1,865	1,841

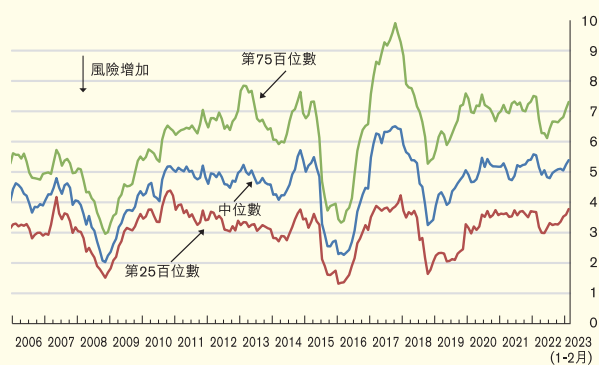
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

所有認可機構<sup>53</sup>的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率由2022年6月底的1.50%上升至2022年底的2.21%。

然而，違約距離指數（一項根據市場資料計算並具前瞻性的指標）<sup>54</sup>顯示，內地企業的違約風險自2022年底以來略有改善（圖5.22），反映內地在宣布放寬防疫措施後，市場氣氛有所改善。

**圖 5.22**  
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。

雖然內地放寬防疫措施有利於經濟前景，但具體的經濟復甦步伐仍需視乎未來疫情走勢及經濟活動的恢復速度而存在不明朗因素。此外，鑑於與房地產市場表現低迷相關的風險因素仍需留意，銀行應繼續對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>55</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5.23使用截至2022年第4季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊<sup>56</sup>下，零售銀行於2024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，預期平均信貸虧損將處於溫和水平，介乎1.11%（利率衝擊）至1.98%（香港本地生產總值衝擊）之間。

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

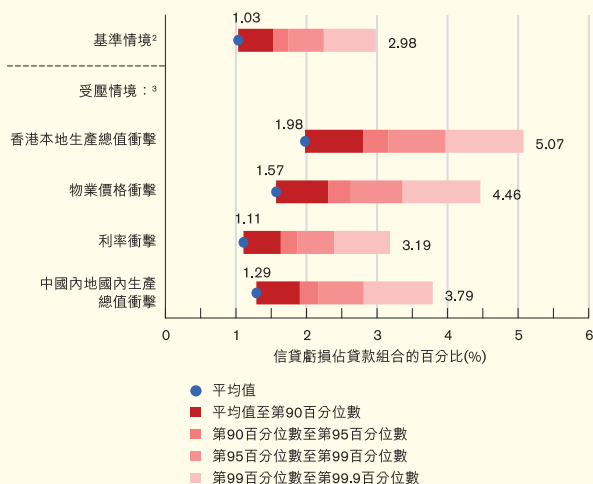
<sup>54</sup> 違約距離是根據市場資料計算的違約風險指標，建基於R. Merton (1974)「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波幅及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

<sup>55</sup> 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>56</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。

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3.19%（利率衝擊）至5.07%（香港本地生產總值衝擊）之間。鑑於香港於2022年已錄得嚴重的經濟衰退，而從這低基數上再出現本地生產總值急劇下降的可能性極微，因此發生如此極端情況的機率非常低。

**圖 5.23**  
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2022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2023年第1季至2023年第4季連續四季各自分別減少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2023年第1季至2023年第4季連續4季而言每季減少約12%。
    - 利率衝擊：實質利率（香港銀行同業拆息）於第1個季度（即2023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2023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2023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

雖然中國內地和本地放寬防疫措施拖應有助改善香港經濟前景，但幾個下行風險因素仍然可能對香港銀行業的信貸風險構成挑戰。

首先，美國加息的步伐仍然是影響香港銀行業的其中一個關鍵風險因素。如果美國通脹壓力持續，則「長期高息」環境的影響可能會傳遞至區內及本港，從而對借款人的償債能力施壓。

其次，全球經濟在主要先進經濟體的央行收緊貨幣政策的背景下可能會出現顯著放緩的風險，是另一個需要留意的風險因素。若全球需求急劇收縮，可能會損害公司盈利，特別是依賴出口業務的企業。若公司同時面對盈利轉差加上償債成本上升的挑戰，這將使其償債能力受到考驗，從而對銀行管理其公司貸款信貸風險構成挑戰。

地緣政治風險，例如持續的俄烏戰爭，將繼續是重要及值得注意的風險因素。地緣政治衝突一旦升級，將可能進一步增加全球經濟的下行風險。

近期全球銀行體系發生的動盪事件亦值得密切留意，但鑑於本地銀行業對相關銀行的直接風險承擔不大，因此到目前為止並沒有對香港銀行業構成重大風險影響。而且，香港銀行體系保持穩健，資本及流動性狀況充裕。然而，由於事情接續下來的發展仍存在不確定性，金管局會繼續密切監察最新狀況。

整體而言，香港銀行業穩健的資本及流動性狀況，應能提供強大緩衝以抵禦上述風險因素帶來的衝擊。

### 香港的逆周期緩衝資本

逆周期緩衝資本(CCyB)是國際協定的《巴塞爾協定三》標準的一部分，目的是提升銀行業對系統性風險的抵禦能力。該緩衝可於經濟不景氣時下調，以便銀行能繼續提供信貸，藉以支持實體經濟。最新在2023年2月8日公布，適用於香港的CCyB比率為1.0%<sup>57</sup>。

<sup>57</sup> 詳情請參閱於2023年2月8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/>)。

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>58</sup>。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）和其他所有相關資料。<sup>59</sup>

就最新情況而言，基於2022年第3季數據計算所得的緩衝資本參考指引表明CCyB應為0%。根據作出決定時所有可得數據作出的預測顯示，在取得2022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比率為0%。

從一系列全面參考指標，以及在2023年1月作出決定時可取得的所有相關資料顯示，最新的經濟指標顯示香港的經濟活動在2022年第4季持續疲弱。全球及本港經濟環境的不確定性仍然很高，但本地經濟活動出現初步回穩的跡象。因此，金管局認為較適宜將CCyB比率維持在1.0%不變，並繼續密切觀察相關情況。

**表 5.E**  
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2022年 8月2日	2022年 11月4日	2023年 2月8日
經發佈CCyB比率	1.0%	1.0%	1.0%
生效日期	02/08/2022	04/11/2022	08/02/2023
緩衝資本參考指引	0.0%	0.0%	0.0%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	0.8%
物業緩衝資本指引	0.0%	0.0%	0.0%
綜合CCyB指引	0.0%	0.0%	0.0%
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	19.8%	11.4%	4.6%
物業價格／租金差距	1.7%	1.2%	-5.5%
<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)	0.59%	0.34%	0.43%
特定分類貸款比率季度變動 (百分點)	0.10%	0.11%	0.12%

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）。

資料來源：金管局。

表5.F載列銀行業的主要表現指標。

<sup>58</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>59</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。

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

	12/2021	9/2022	12/2022
<b>利率</b>			
1個月香港銀行同業拆息 <sup>2</sup> (季度平均數)	0.11	1.63	3.67
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	0.20	2.42	4.75
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)	4.89	3.38	1.65
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)	4.80	2.59	0.58
綜合利率 <sup>4</sup>	0.21	0.99	2.11
<b>所有認可機構</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>5</sup></b>			
存款總額	+1.2	+0.3	+1.0
港元	-0.9	-2.7	+1.2
外幣	+3.3	+3.3	+0.9
貸款總額	-1.2	-1.5	-2.4
本地貸款 <sup>6</sup>	-0.8	-0.8	-1.3
在香港境外使用的貸款 <sup>7</sup>	-2.1	-3.0	-5.2
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	+1.1	-3.4	+9.2
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	+3.7	-2.8	+3.7
<b>資產質素</b>			
佔貸款總額百分比 <sup>8</sup>			
合格貸款	97.56	97.08	96.59
需要關注貸款	1.55	1.73	2.03
特定分類貸款 <sup>9</sup> (總額)	0.89	1.19	1.38
特定分類貸款(淨額) <sup>10</sup>	0.50	0.68	0.79
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.56	0.71	0.85
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額) <sup>11</sup>	0.89	1.80	2.21
<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)	151.9	156.3	162.3
流動性維持比率 — 適用於第2類機構(季度平均數)	59.0	60.5	63.2
穩定資金淨額比率 — 適用於第1類機構	135.3	133.4	137.7
核心資金比率 — 適用於第2A類機構	150.3	150.3	155.7
<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)	0.08	0.16	0.20
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	0.98	1.17	1.31
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	54.7	50.9	48.0
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.04	0.04	0.06
信用卡貸款			
拖欠比率	0.20	0.24	0.23
撤帳率 — 按季年率計	1.53	1.68	1.50
— 有關年度截至該月止以年率計	1.75	1.59	1.49
<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	16.2	15.9	16.2
一級資本比率	18.2	17.9	18.1
總資本比率	20.2	19.9	20.1
槓桿比率	7.9	7.8	7.9
註：			
1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。			
2. 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。			
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。			
4. 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。			
5. 季度變動。			
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。			
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。			
8. 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。			
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。			
10. 已扣除特殊準備金/個別減值準備。			
11. 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。			

---

# 詞彙

---

## 總結餘

設於中央銀行的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指設於金管局的結算戶口結餘總額。總結餘是貨幣基礎的一個組成部分。

## 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

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

## 外匯基金票據及債券

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

## 貨幣基礎

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

©2023 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)