

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。

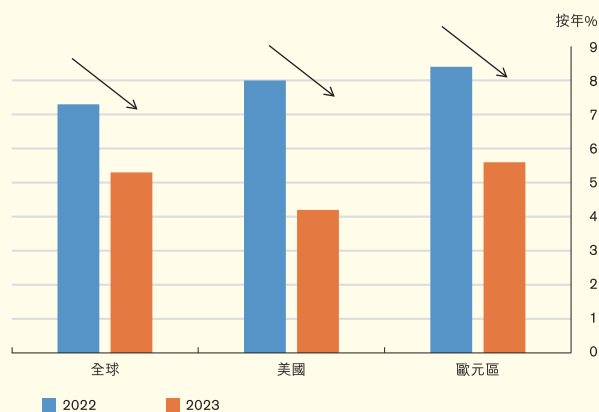
2.1 外圍環境

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

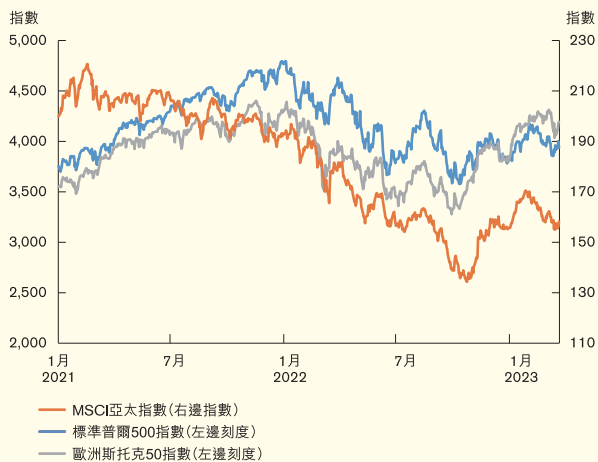
戶，並向其他銀行提供資金支持，股票市場仍因避險情緒升溫而下挫，延續自2023年初由通脹超過預期引發的跌勢（圖2.2）。

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

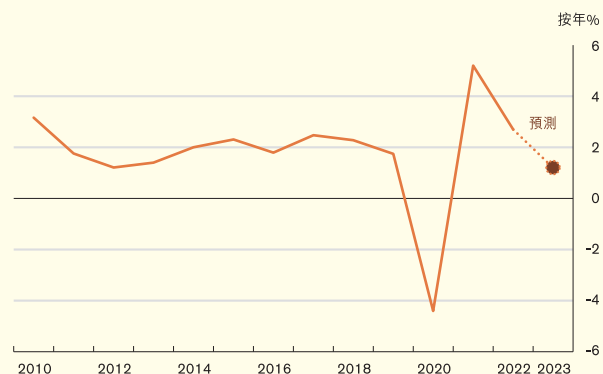


資料來源：彭博。

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



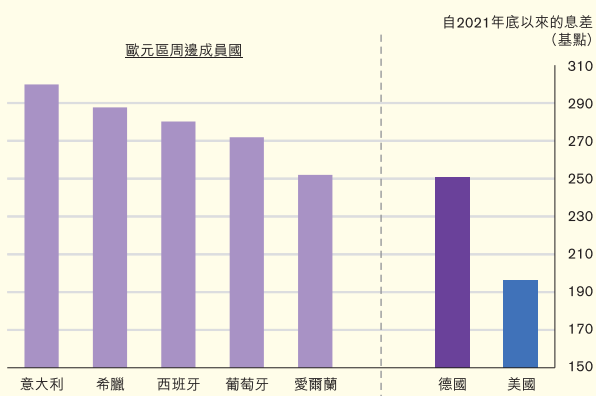
資料來源：國際貨幣基金組織。

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。

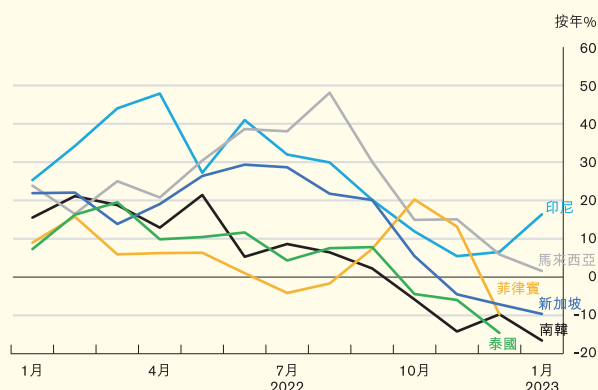
圖 2.4
選定先進經濟體十年期主權債收益率的變化



註：截至2023年3月22日的數據。
資料來源：彭博及CEIC。

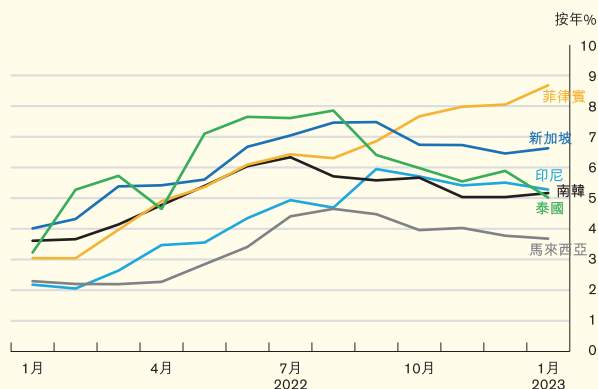
在亞洲新興市場，2022年下半年經濟增長進一步放緩，這是因為出口增長隨著全球經濟放緩而顯著減慢，尤其是區內科技產品出口地（南韓及新加坡）在科技產品周期下行階段受較大影響（圖 2.5）。與此同時，由於全球食品及燃料商品供應受阻，區內個別經濟體的通脹壓力仍處於高位，消費物價指數通脹率在2022年下半年曾觸及多年以來的高位，其後在2022年底輕微回落（圖 2.6）。儘管區內多家央行已加快貨幣緊縮步伐以應對通脹，但區內的加息步伐仍落後於聯儲局，令區內貨幣與美元的息差收窄，並引致區內債券基金流出及貨幣貶值，直至2022年11月市場開始預期聯儲局轉向「鴿派」，才有所緩解。

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



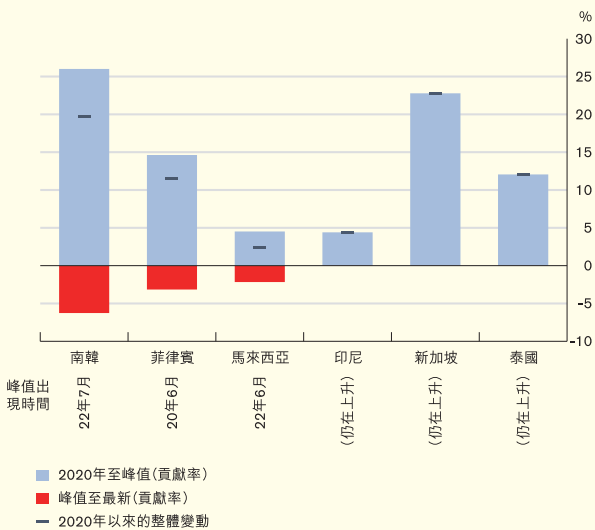
資料來源：CEIC。

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

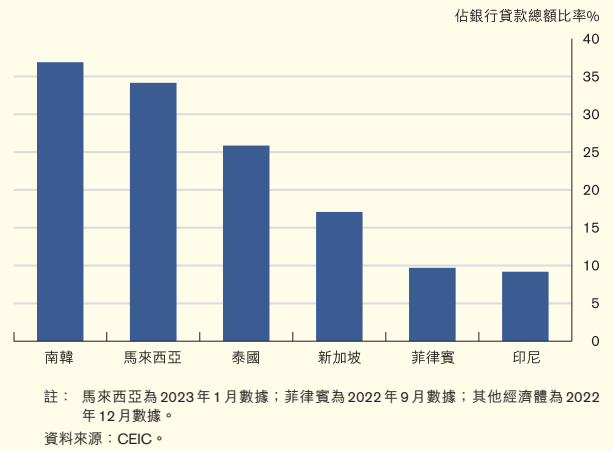
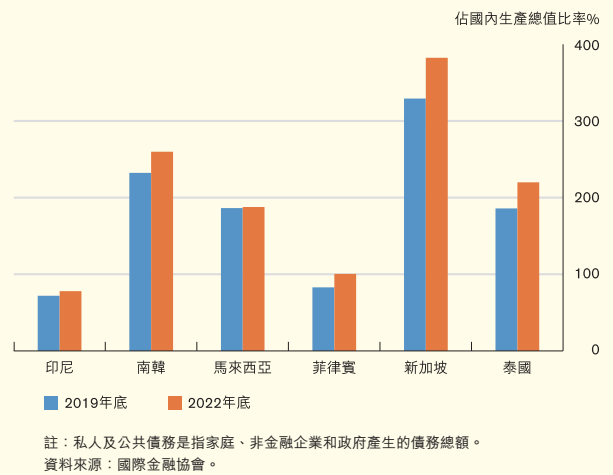


圖 2.9
2020 年以來的私人及公共債務

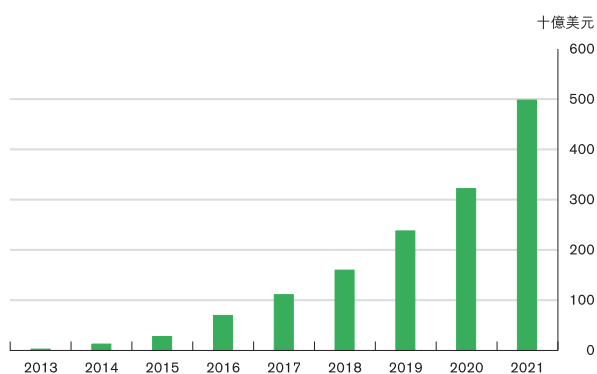


專題 1 企業綠色債券市場的漂綠行為

引言²

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。³

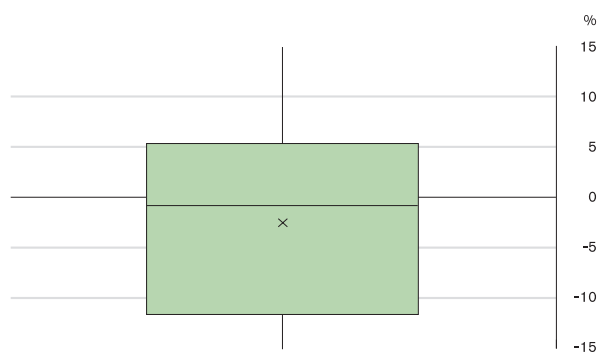
漂綠行為不單會窒礙應對氣候變化的進展，亦可能引發金融穩定風險，例如當某家公司的漂綠行為被揭露，其綠色債券或會被突然拋售及重新定價，其影響

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⁴，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。⁵ 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。⁶

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。

² 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)。

³ 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」。

⁴ 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。

⁵ 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。

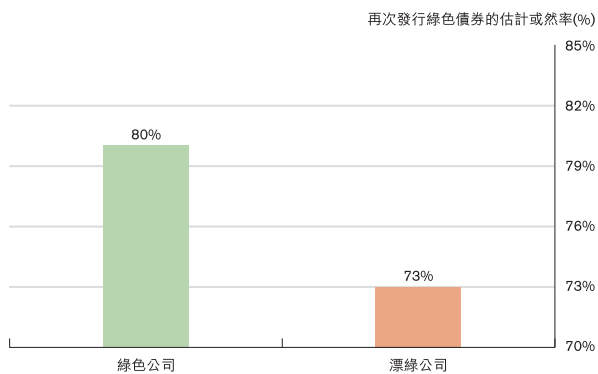
⁶ 有人可能會認為，「綠色」標籤可能僅關乎發行綠色債券籌集資金的使用，似乎並無承諾公司整體營運會變得「更綠色」。然而，從更廣泛的角度來看，發行綠色債券可以被視為發行人致力環保的訊號。假如他們不採取切實行動減少溫室氣體排放，可能與綠色債券發行的倡議不符，並向市場發出矛盾訊號。因此，投資者可能會將此視為漂綠的證據。

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



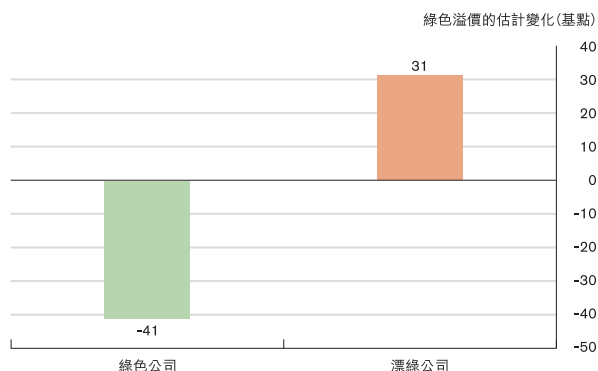
註：該棒形圖以典型公司（所有解釋變數的中位數）為例，說明綠色及漂綠公司再次發行綠色債券的估計或然率。
資料來源：金管局職員估計數字。

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」⁷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。

⁷ 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？

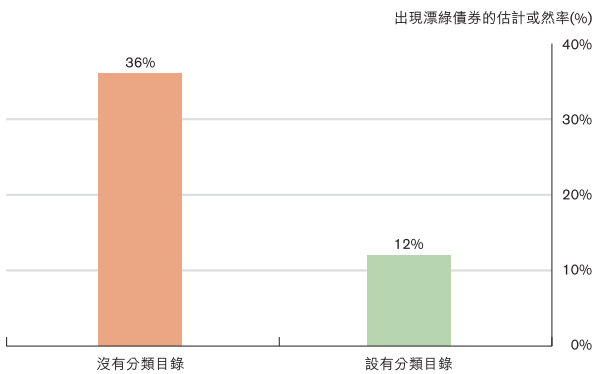
本部分將評估兩項關鍵政策在減輕企業綠色債券市場漂綠行為方面的成效，分別為建立綠色債券分類目錄及收緊環保披露要求。

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



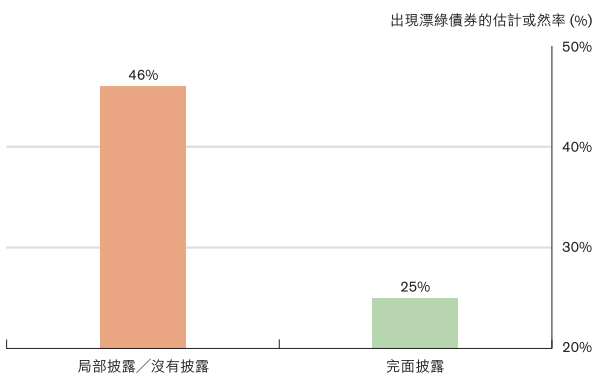
註：此棒形圖顯示在設有綠色債券分類目錄的某個經濟體與另一個沒有分類目錄的經濟體出現漂綠債券的估計或然率。
資料來源：金管局職員估計數字。

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)⁸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。

⁸ 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。

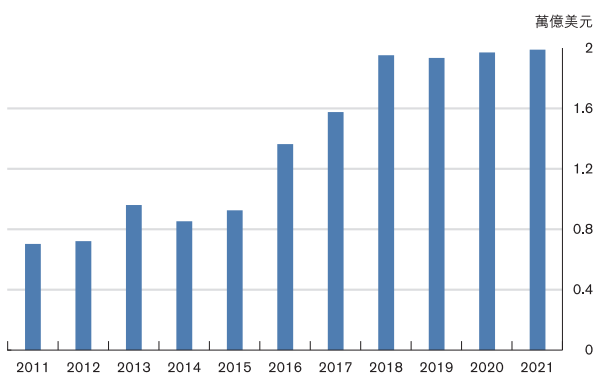
專題 2

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)⁹ 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¹⁰。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¹¹。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。¹² 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。

⁹ 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。

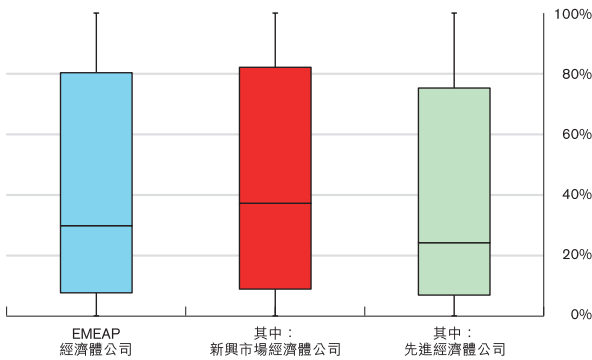
¹⁰ 香港以其為非本地居民提供最開放的外匯對沖服務而著稱。有關詳情，請參閱國際結算銀行 (2022)：“Foreign exchange markets in Asia-Pacific”。

¹¹ 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。

¹² 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



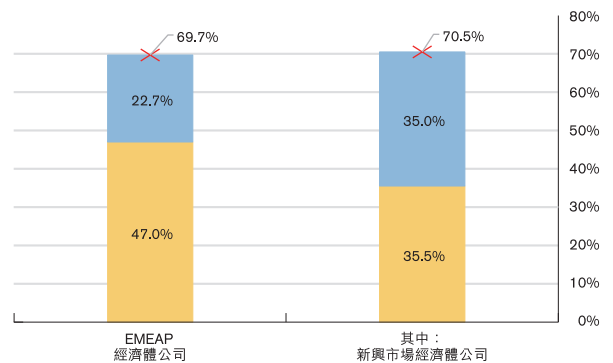
註：
(1) 各箱形圖顯示2021年底公司的外幣債務佔總債務的百分率；以及
(2) 「新興市場經濟體」包括中國內地、印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國，「先進經濟體」指其他EMEAP經濟體。
資料來源：S&P Capital IQ及金管局職員估計數字。

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。¹³

¹³ 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



× 沒有衍生工具對沖的公司
■ 其中：沒有任何對沖的公司
■ 其中：只有自然對沖的公司

註：
(1) 該堆積柱形圖顯示截至2021年底沒有衍生工具對沖的公司的比例；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。
資料來源：S&P Capital IQ及金管局職員估計數字。

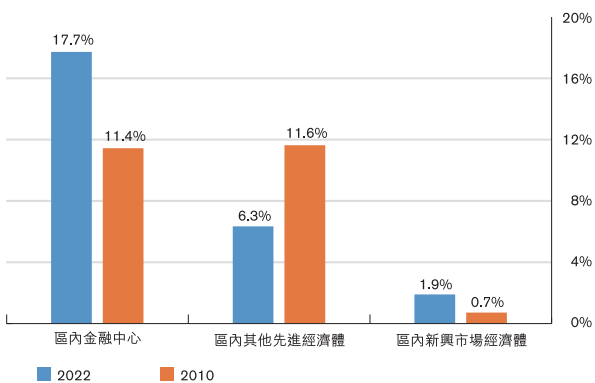
我們發現，新興市場經濟體公司對沖不足的現象更為普遍，當中超過三分之一的公司既沒有採用自然對沖，亦沒有採用衍生工具對沖，可能主要是由於新興市場經濟體公司的國際業務規模有限。事實上，我們發現其中45%的公司並沒有外地資產（而所有在EMEAP經濟體公司中，此比例為31%）。¹⁴ 因此，在自然對沖有限的情況下，衍生工具對沖對其外匯風險管理更為重要。在下文中，我們將討論EMEAP經濟體中外匯衍生工具市場在過去十年的發展，並評估其有否推動區內公司使用衍生工具對沖。

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%。

¹⁴ 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。

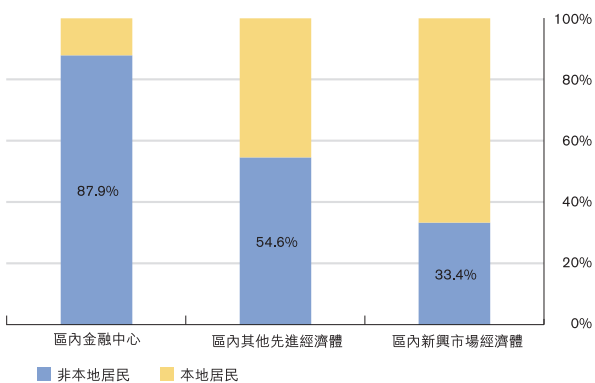
圖 B2.4
外匯衍生工具日均交易量佔全球交易量的比例



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。

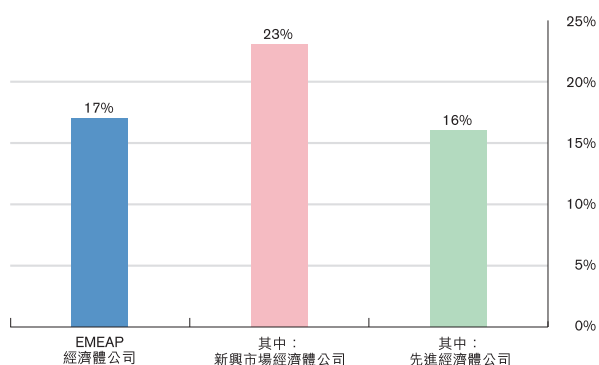
我們的實證分析顯示，如果本地市場在全球外匯衍生工具交易中的比例增加1%，公司使用外匯衍生工具的可能性將增加26%。由此可見，隨着本地衍生工具市場日趨成熟，更多本地公司可以獲得外匯衍生工具進行對沖。

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

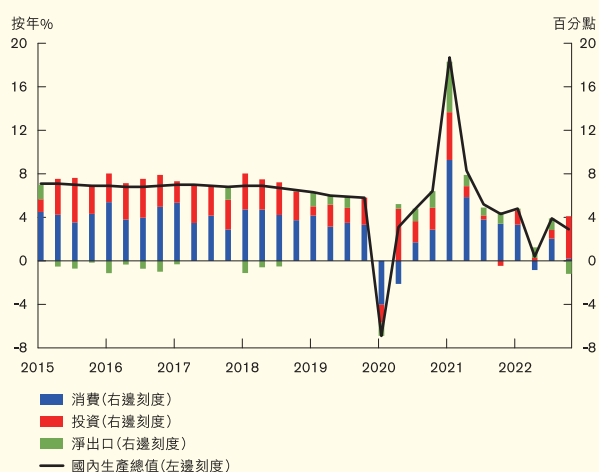
國際結算銀行 (2022)。Foreign exchange markets in Asia-Pacific.

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%。

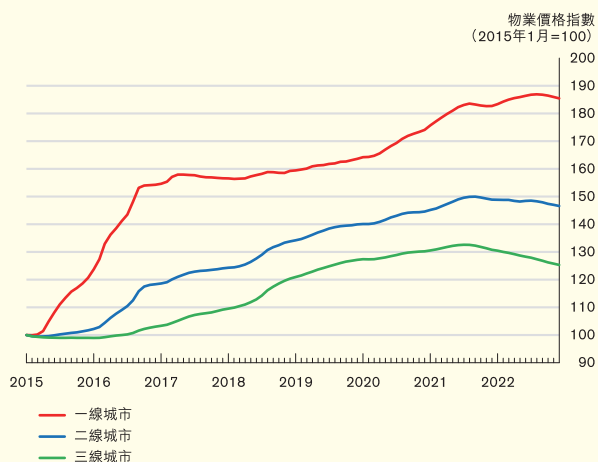
鑑於經濟增長前景的不確定性，2022年12月召開的中央經濟工作會議以及2023年3月召開的兩會將「穩經濟」作為2023年的首要議題，呼籲推進結構改革，例如對國有企業和民營企業一視同仁，以提振企業信心，促進內需特別是消費。內地當局指出，貨幣政策要精準有力，着力為實體經濟提供合理充裕的流動性，引導金融機構透過結構性工具加大對小微企業、科技創新和綠色發展的支持力度。財政政策要加力提效，優化組合赤字、專項債券、貼息等工具，確保經濟增長質量，同時保障財政的可持續性和地方政府債務風險可控。¹⁵

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）。

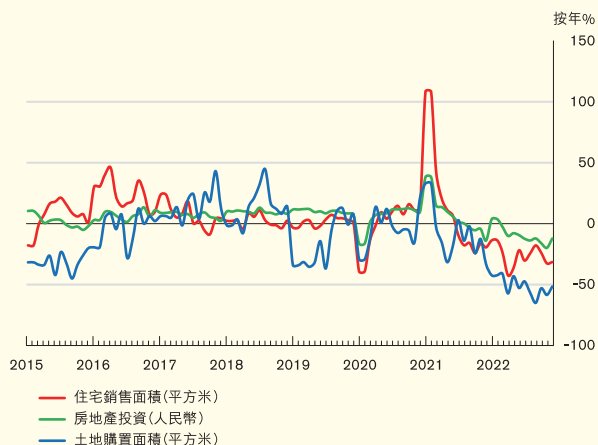
¹⁵ 截至2022年底，內地地方政府債務佔國內生產總值的比率雖然較上年度略有上升，但仍處於29%的低位。

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。

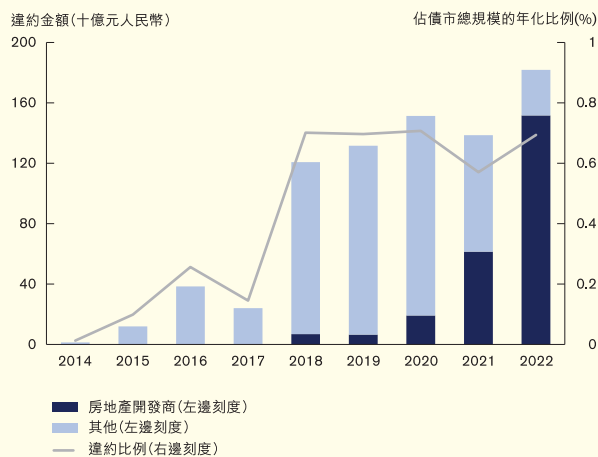
為穩定房地產市場，中共二十大以來，內地當局出台全面政策支持，以緩解開發商面臨的流動性問題，確保預售商品房交付，支持住房需求。例如，2022年第4季出台一系列被稱為「三支箭」的措施，旨在拓寬房地產開發商獲得銀行、債券和股權融資的渠道。¹⁶

¹⁶ 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)。

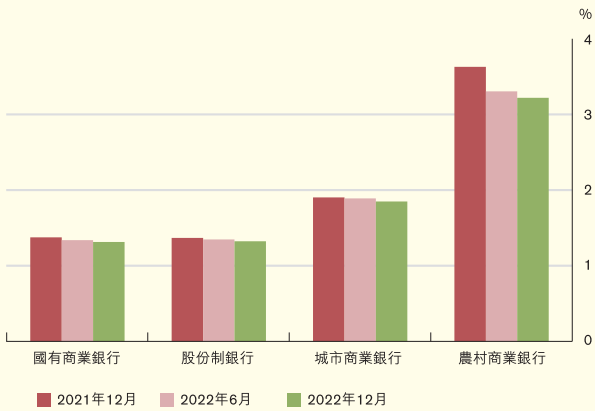
圖 2.13
中國內地：在岸債券違約規模及比例



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。¹⁷ 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。¹⁸

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值之比為 4.2，遠高於房地產服務業的 1.4。¹⁹ 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。

¹⁷ 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」。

¹⁸ 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。

¹⁹ 房地產建設業的產出佔 GDP 比重為 13.4%，附加值佔 GDP 比重為 3.2%；房地產服務業的產出佔 GDP 比重為 10.5%，附加值佔 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

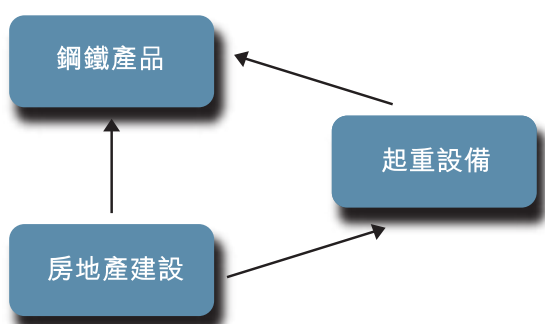


表 B3.1 展示了我們利用模型估計的房市需求衝擊造成的影響，其中已同時考慮直接及間接影響。假設房地產投資減少 100%，多個上游行業將遭受嚴重的產出損失，其中受影響最大的工業行業包括水泥 (-59%)、石材和玻璃 (-49%)，以及採礦 (-39%)。相比之下，如果對房地產服務的需求完全消失，只有少數服務行業 (例如金融 (-12.5%)、商業 (-11.1%)) 受到的打擊相對較大。上述結果表明，房地產建設顯然更有力地傳遞了需求衝擊，從而塑造了房地產業低迷對其他經濟部門的整體影響。

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。

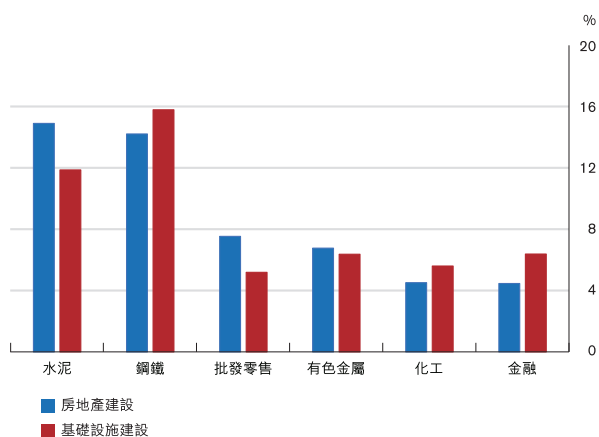
基礎設施投資的緩解作用

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。²⁰ 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。

²⁰ 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。²¹ 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。

²¹ 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.