

## 2. 全球環境及展望

在經歷數十年來最大幅度的加息周期後，全球通脹減退，而市場亦轉為關注未來減息的時機及步伐。隨着貨幣緊縮的滯後效應日漸浮現，全球經濟增長可能在2024年維持低於平均的水平，而通脹放緩則有望為主要央行推行寬鬆政策創造條件。儘管如此，在勞工市場緊絀的情況下，主要先進經濟體的服務業通脹存在上行風險，令「較長時間維持高息」的情況仍有可能出現。假如全球高息環境持續，或會對債務的可持續性及商用物業等利率敏感部門構成挑戰。

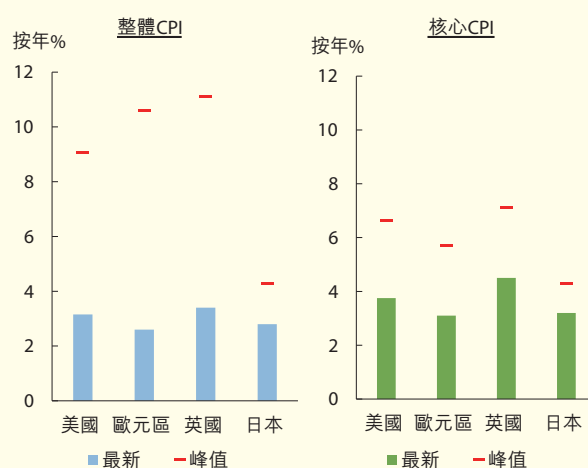
在亞洲新興市場，隨着對美國減息預期的增加，外匯貶值及資金外流壓力在2023年底有所緩解。然而，外部需求疲弱，利率走勢存在不明朗因素，此類不利因素將繼續對區內經濟構成壓力。

由於整體投資活動改善、淨出口拖累減弱以及低基數效應影響，中國內地經濟的按年增長率於2023年第4季略有上升，特別是當局加強了財政政策支持以提升基建投資，亦承諾要一視同仁滿足不同所有制房地產開發商合理融資需求。2024年的官方經濟增長目標連續第二年定為約5%，有可能受惠於中央政府積極的財政政策支持，以及財政政策與貨幣政策之間更好的協調。然而，內地短期經濟前景仍然面臨包括全球增長疲弱、地緣政治環境不明朗以及本地房地產市場疲弱等多重挑戰。

### 2.1 外圍環境

面對全球進取的貨幣緊縮政策，2023年底全球經濟活動明顯地出現地區性差異。雖然美國經濟持續展現出穩健的就業增長，但歐元區經濟在2023年第4季因區內及外部需求疲弱而陷入停滯。主要先進經濟體的整體通脹率已較近期高位大幅回落，然而由於勞工市場狀況仍然緊絀，核心通脹率始終較為頑固（圖2.1）。

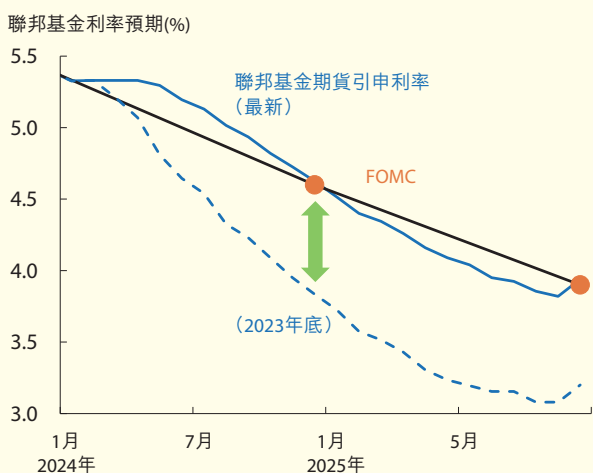
圖 2.1  
選定主要先進經濟體的整體及核心消費物價指數(CPI)通脹



註：最新數據截至2024年2月。  
資料來源：CEIC。

鑑於全球通脹有所放緩，市場逐漸認為全球利率已見頂，並轉為關注未來減息的時機及步伐。截至2023年底，市場預期2024年美聯儲可能減息多達六次（圖2.2中的藍色虛線）。而自2023年底以來，減息預期已普遍地支撐着先進經濟體股市及債市的反彈。

**圖 2.2**  
市場及美國聯邦公開市場委員會 (FOMC) 對聯邦基金利率目標的預測



註：最新市場預期為截至2024年3月21日。市場預期源自聯邦基金期貨，而FOMC的預測則取自「點陣圖」。  
資料來源：彭博及聯儲局。

展望未來，隨着貨幣緊縮的影響日漸浮現，全球經濟增長或仍保持在低於平均的水平。2024年1月份，國際貨幣基金組織預測2024年全球經濟增長將維持在3.1%，與2023年相同，不過整體預測掩蓋了各地區之間的重大差異。尤其是在美國，在貨幣政策緊縮的滯後效應以及潛在財政緊縮下，經濟預計將會放緩，而歐元區經濟亦預料只會緩慢增長。此外，全球經濟前景正被一系列不明朗因素所籠罩。

首先，鑑於美國通脹回落的「最後一里路」速度將取決於勞工市場的重整及房屋通脹放緩的持續性，然而兩者均未取得充分進展。因此未來美聯儲減息的時機及步伐仍存在不確定性。事實上，美聯儲對減息的態度更為審慎。其最新(2024年3月)的「點陣圖」暗示，2024年只會減息三次（圖2.2的橙色點），而近期美聯儲發布的訊息亦反擊了市場對提早減息的預期。因此，近期市場對減息利率的預期已經有所收斂，利率走勢的預期與美聯儲的前瞻性指引重新趨向一致（圖2.2的藍色實線）。

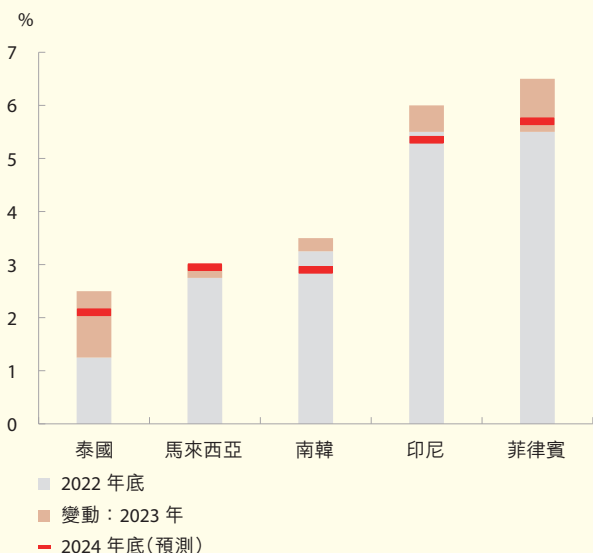
倘若通脹放緩的速度較預期緩慢，並局限全球貨幣政策的寬鬆空間，早期低息環境下累積的金融體系隱患或會浮現。一方面，由於利率上升及疫情後的結構性變化（例如轉向混合工作模式和網上購物），全球商用物業部門一直承壓。在美國，商業按揭抵押債券的違約比率自2023年初以來一直攀升。鑑於美國小型銀行對商用物業貸款的風險敞口較大，超出預期的商用物業下行幅度或會令市場再次憂慮這類銀行的資本充足水平。另一方面，在早期低息環境下已累積債務的企業及官方實體可能難以再融資。

亞洲新興市場受強勁內需推動，2023年下半年經濟持續增長。區內主要半導體出口地（如南韓）的電子產品出口近期復甦，顯示科技下行周期可能已經開始

轉變。不過，亞太地區多個經濟體的貨物出口增長依然疲弱，顯示可能需要更多時間方能實現更廣泛的貿易復甦。

2023年底，在美國減息預期上升、美國長期國債收益率下降的支撐下，區內債券基金流出有所放緩，匯率趨於穩定。2023年，區內大多數貨幣的貶值幅度少於5%，個別經濟體與美國維持更寬的正政策利差（見圖2.3），其貨幣更錄得輕微升值（如印尼盾及菲律賓披索）。

**圖 2.3**  
亞洲新興市場：政策利率

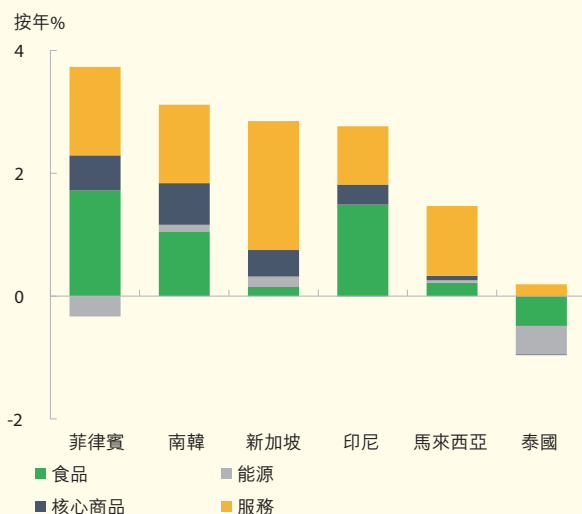


註：最新政策利率預測日期為 2024 年 3 月初。  
資料來源：國際結算銀行、彭博及金管局職員計算數字。

區內通脹普遍逐漸放緩，主要得益於能源價格下跌。然而，在勞工市場緊絀的情況下，區內發達經濟體（如南韓及新加坡）繼續面臨服務業通脹膠着的挑戰，而區內個別經濟體則出現食品通脹高企的情況（例如菲律賓）。由於當前的厄爾尼諾現象預計將至少

持續至第 2 季，可能影響主要糧食（例如大米）的農業生產，從而繼續令區內通脹前景蒙上陰影，特別是就區內某些新興市場經濟體而言，食品在其消費物價指數一籃子項目中所佔權重相對較高，其所受影響尤甚（圖 2.4）。

**圖 2.4**  
亞洲新興市場：按組成項目劃分的消費物價指數(CPI)通脹率



註：馬來西亞及新加坡，採用 2024 年 1 月的數據；其他經濟體則採用 2024 年 2 月的數據。  
資料來源：CEIC 及金管局職員計算數字。

展望未來，區內利率前景仍存在不明朗因素，原因主要有二：其一，由於勞動市場緊絀以及厄爾尼諾氣候現象的影響，通脹或會持續；其二，隨著美國利率及全球經濟前景並不明朗，對外匯貶值及資金外流的憂慮將持續不減。專題 1 評估環境、社會及管治 (ESG) 元素在緩解資金外流、應對宏觀金融衝擊方面的效應。若高息及緊縮的金融環境持續不變，負債的企業及家庭可能面臨融資困境。若借款人難以從傳統融資來源（例如銀行貸款）獲得資金，或會尋求私募債權（即非銀行金融中介）的資金。專題 2 研究區內私募債權的發展及潛在風險。

## 2.2 中國內地

### 經濟表現和政策回應

受惠於多輪政策支持下整體投資活動改善、淨出口拖累減弱以及低基數效應，中國內地的實質國內生產總值按年增長率由2023年第3季的4.9%稍微加快至第4季的5.2%（圖2.5）。特別是內地政府於2023年10月宣布增發1萬億元人民幣國債，用於提升防災減災能力、支持災後恢復重建及相關建設項目，並將2023年財政赤字率由3%提高至3.8%左右後，市場氣氛亦有所改善。以全年計，實質經濟增長率由2022年的3.0%恢復至2023年的5.2%，達到官方約5%的增長目標。

**圖 2.5**  
中國內地：各需求組成部份對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字

展望未來，預期內地經濟在2024年將繼續復甦。這得益於各項支持措施的實施，尤其是中央政府積極的財政政策支持，以及財政政策與貨幣政策之間更好的

協調<sup>1</sup>。然而，復甦的步伐可能並不均衡。國內方面，房地產行業疲弱，市場對陷入困境的房地產開發商仍有顧慮，加上地方政府融資平台債務存在風險，這些因素可能繼續對內需構成壓力。外圍環境方面，雖然「新三樣」產品<sup>2</sup>的出口仍有望錄得快速增長，並在一定程度上支撐整體貿易表現，但全球經濟增長前景不明朗以及地緣政治緊張局勢升級會對出口造成阻力。2024年的官方增長目標連續第二年定為約5%，而最新的共識預測顯示，內地經濟將在2024年增長4.7%。

整體消費物價指數(CPI)通脹率於2023年下半年的大部分時間略低於零，主要是由於食品（尤其是豬肉）價格從高位開始回落，其次是能源價格有所放緩。然而，剔除食品及能源價格的核心通脹率仍然保持穩定且為正值<sup>3</sup>。與此同時，整體失業率大致穩定在約5%，其中16–24歲及25–29歲年齡層（不包括在校生的）失業率在2023年12月分別為14.9%及6.1%<sup>4</sup>。

<sup>1</sup> 2023年12月召開的年度中央經濟工作會議及2024年3月召開的「兩會」都強調政策協調的重要性，並表示要加強宏觀政策的跨周期及逆周期調節。會議亦提出要穩預期、穩增長、穩就業，堅持「穩中求進、以進促穩、先立後破」。此外，中國人民銀行於2024年2月5日下調金融機構存款準備金率50個基點，預計可向市場提供約1萬億元人民幣的流動性。

<sup>2</sup> 「新三樣」產品，是指電動載人汽車、鋰電池及太陽能電池。

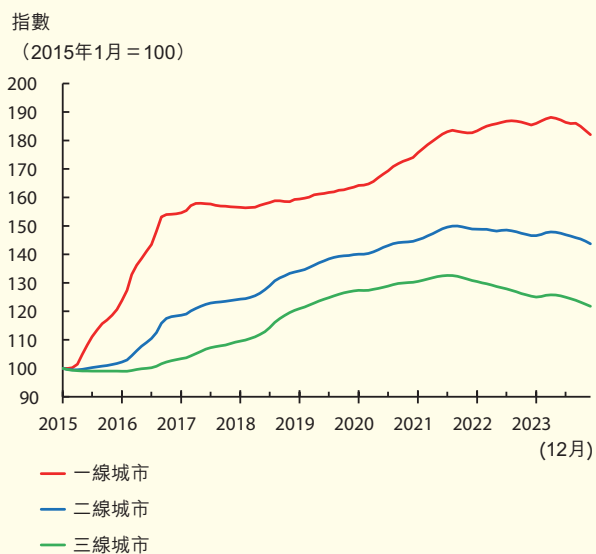
<sup>3</sup> 人民銀行行長潘功勝近日表示，食品價格不會持續下跌，預計整體消費物價指數通脹率未來將會溫和上行。

<sup>4</sup> 值得注意的是，國家統計局完善了資料編製方法，新的青年失業率統計數據從2023年12月開始公布。

## 資產及信貸市場

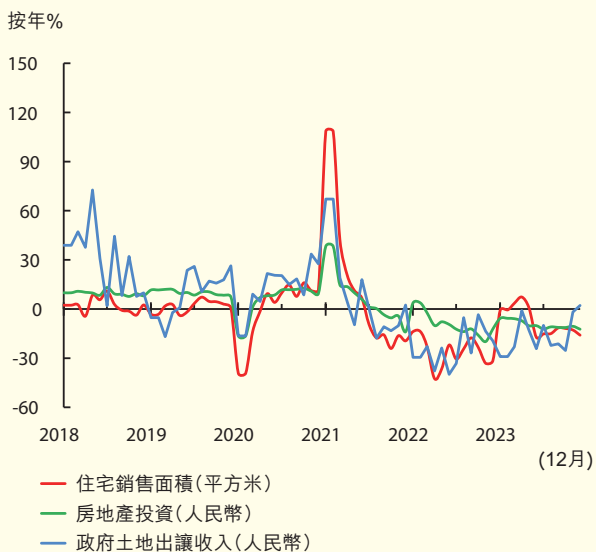
內地房地產市場於2023年下半年仍然疲弱，各線城市房價持續下跌（圖2.6）。儘管土地出讓收入稍微改善，但住宅銷售面積及房地產投資收縮加劇，部分反映出房地產市場的脆弱情緒（圖2.7）。

**圖 2.6**  
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 2.7**  
中國內地：住宅市場活動



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

針對房地產市場供求關係發生重大變化的新形勢，內地當局重申支持房地產發展的政策立場以穩定市場<sup>5</sup>。其中包括下調關鍵房貸利率<sup>6</sup>，以及敦促金融機構一視同仁滿足不同所有制房地產開發商的合理融資需求。內地當局相應推出一些具體措施，例如對銀行提出關於向開發商和購房者發放房地產貸款的「三個不低於」要求<sup>7</sup>、允許向開發商提供無抵押銀行貸款、向符合條件的開發商發放經營性房地產貸款等。此外，為構建房地產長遠發展新模式，內地當局提出「三大工程」<sup>8</sup>。央行於2014年為棚戶區改造而設立的抵押補充貸款工具已重新啟動，以幫助這些項目進行融資。截至2024年2月，抵押補充貸款餘額已達到3.4萬億元人民幣的三年高位。在地方層面，各地政府為支持剛需和改善型住房需求，持續推出具有針對性的政策，例如縮小限購區域、降低首套房和二套房的首付比例等。此外，一些地方政府已經建立房地產融資協調機制，以滿足房地產項目級別的合理融資需求。這一協調機制包括擬定一份合資格房地產項目的白名單，以便推薦其獲得銀行貸款<sup>9</sup>。

<sup>5</sup> 2023年10月召開的五年一次的中央金融工作會議及2023年12月召開的年度中央經濟工作會議均強調該問題。

<sup>6</sup> 5年期貸款市場報價利率於2月20日下調25個基點至3.95%，為2019年以來最大單次降幅。

<sup>7</sup> 「三個不低於」要求是：(i)各家銀行自身房地產貸款增幅不低於銀行業平均房地產貸款增速；(ii)對非國有房企對公貸款增速不低於本行房地產貸款增速；(iii)對非國有房企個人按揭增速不低於本行按揭增速。

<sup>8</sup> 「三大工程」是指保障性住房建設、城中村改造及「平急兩用」公共基礎設施建設。

<sup>9</sup> 截至2月底，31個省份的276個城市據報道已建立此協調機制。截至2月20日，在該機制下已有57個城市的162個項目獲得銀行融資共294億元人民幣。

內地銀行業整體風險仍然可控。國有銀行不良貸款率保持低位的同時有所改善，由2023年6月的1.29%微降至2023年12月的1.26%。農村商業銀行不良貸款率則小幅上升，但仍處於可控水平(表2.A)。內地大型銀行的撥備覆蓋率由六個月前的250%稍微下降至2023年12月248%，但仍遠高於監管要求。

**表 2.A**  
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率

不良貸款率(%)	2022年 12月	2023年 6月	2023年 12月
國有商業銀行	1.31	1.29	1.26
股份制商業銀行	1.32	1.29	1.26
城市商業銀行	1.85	1.90	1.75
農村商業銀行	3.22	3.25	3.34

資料來源：CEIC。

### 匯率及資金流指標

雖然在岸人民幣(CNY)兌美元在2023年前10個月大致走弱，但在2023年11月中旬走強，此後穩定在7.0-7.2區間。人民幣企穩是由於在美聯儲2024年降息預期下美元偏軟，以及內地經濟逐步復甦和貿易順差持續。同一時期，離岸人民幣(CNH)走勢相似，其交易價格略低於在岸人民幣(圖2.8)。資金流方面，「北向通」(股票交易)在2023年8月曾出現資金流出，但此後已趨於穩定。縱觀2023年全年，「北向

通」(股票交易)機制下有少量資金流入內地(表2.B)。近期而言，「北向通」(股票交易)經過6個月的淨流出後，於2024年2月錄得首個月度淨流入。另外，2023年下半年，內地在岸債券市場於不同渠道下亦錄得大量資金流入，外國投資者的境內債券持有量亦有所增加(表2.B)。

**圖 2.8**  
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。

**表 2.B**  
中國內地：境外資金流指標

(十億人民幣)	2023 年上半年	2023 下半年	2023 年	2023 年10 月	2023 年11 月	2023 年12 月
北向通(股票交易)	183	-140	44	-45	-2	-13
北向債券通	104	284	388	46	114	87
內地銀行間債券市場直接投資計劃 及合格境外投資者計劃	447	700	1147	159	249	143
銀行間市場外資持有量變化	-111	393	282	42	251	181

註：資金流以「北向通」(股票交易)、「北向債券通」、「內地銀行間債券市場直接投資計劃」及合格境外投資者計劃下的淨買入衡量。「內地銀行間債券市場直接投資計劃」是指中國銀行間債券市場直接投資模式。

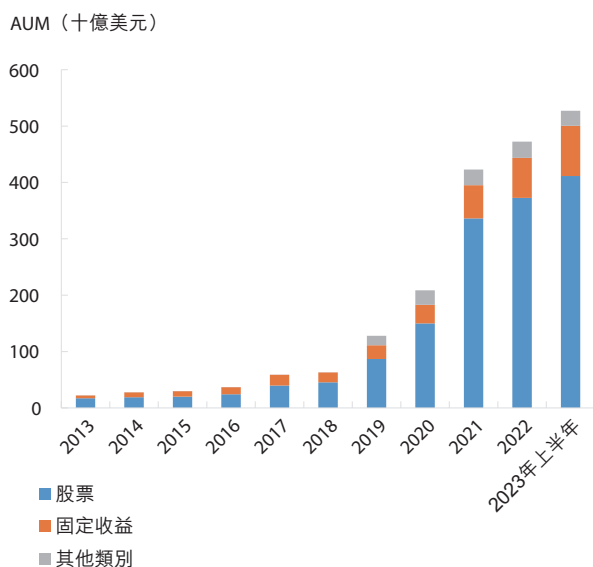
資料來源：Wind、中國外匯交易中心及金管局職員估計數字。

## 專題 1 ESG 基金面對宏觀金融衝擊時會否較具韌性？

### 引言<sup>10</sup>

自 2015 年《巴黎協定》簽署以來，以環境、社會及管治 (ESG) 為焦點的投資產品逐漸受到投資者的青睞。例如，自 2019 年以來，ESG 交易所買賣基金 (ETF) 的管理資產總額 (AUM) 已增長數倍 (圖 B1.1)。

**圖 B1.1**  
全球各類 ESG ETF 的管理資產總額



註：ESG ETF 的分類包括另類資產、商品、股票、固定收益、混合配置、貨幣市場、私募股權、地產及特殊產品。

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

隨着 ESG 作為投資考慮因素的重要性日益顯現，研究人員開始更為關注 ESG 元素對投資業績的潛在影響，尤其是在市場波動時期。此前的研究表明，ESG 基金在市場出現較大跌幅期間的表現優於非 ESG 基金 (Albuquerque et al., 2020; Pastor and Vorsatz, 2020)。然而，現時仍缺乏定量評估，用以比較 ESG 基金與非 ESG 基金對宏觀金融衝擊的敏感度。為填補這一研究空白，本專題運用全球股票 ETF 的基金級別數據去估計資金流對宏觀金融衝擊的反應。

### 數據及方法

本研究探討宏觀金融衝擊下 ESG 元素對資金流的影響。研究樣本包括在 51 個市場註冊的 8,681 隻全球股票 ETF (發達市場：73.9%；新興市場：26.1%)<sup>11</sup>，涵蓋處於不同經濟發展階段的投資對象經濟體 (投資於發達經濟體：49.1%；投資於新興市場經濟體：16.9%；混合投資：34.0%)<sup>12</sup>。

<sup>10</sup> 詳情請參閱王彥臣、陳偉華、肖欣怡 (2023)：《ESG 基金面對宏觀金融衝擊時會否較具韌性？》(英文版本)，金管局研究備忘錄，2023/06

<sup>11</sup> 對發達市場的分類是依據 Fama 和 French (2012) 所採用的定義，包括澳洲、奧地利、比利時、加拿大、丹麥、芬蘭、法國、德國、希臘、香港、愛爾蘭、意大利、日本、荷蘭、新西蘭、挪威、葡萄牙、新加坡、西班牙、瑞典、瑞士、英國及美國等經濟體。此定義與 MSCI 全球指數涵蓋的經濟體範圍高度重疊。

<sup>12</sup> 地區分布的相關資訊源於 ETF 招股說明書，當中詳細描述基金計劃投資的地理區域。我們遵循國際貨幣基金組織的標準對發達經濟體及新興市場經濟體進行劃分。

我們採用雙重差分法迴歸模型（等式 1）去估算 ESG 元素在面臨宏觀金融衝擊時對資金流的影響：

$$FundFlow(\%)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_i + \beta_2 Shocks_* + \beta_3 ESG_i \times Shocks_* + X_{i,t} + \gamma_i + \gamma_* + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $FundFlow(\%)_{i,t}$ 代表基金*i*在時刻*t*的淨資金流，以佔該基金上期的總淨資產份額表示； $ESG_i$ 是虛擬變量，若基金*i*被分類為 ESG ETF，則等於 1，否則等於 0； $Shocks_*$ 代表三類不同的衝擊，即市場壓力衝擊（ $MktVol_{i,j,t}$ ）、經濟政策不確定性衝擊（ $stdEPU_{i,k,t}$ ）及全球貨幣狀況衝擊（ $MPS_t$ ）<sup>13</sup>；而 $X_{i,t}$ 代表一系列隨時間變化且特定於基金的控制變量，包括總淨資產對數（ $\ln(TNA)$ ）、資產淨值（ $NAV$ ）、收益率（ $Return$ ）及流通股對數（ $\ln(OutShare)$ ）。該模型通過引入類別虛擬變量去控制基金的固定效應（ $\gamma_i$ ），從而吸收了不可被觀測的基金特質，並採用 $\gamma_*$ 代表三類不同的固定效應<sup>14</sup>。標準誤差  $\epsilon_{i,t}$  在基金層面聚類。我們的迴歸分析包括以下三個模型：

➤ 市場壓力的模型（ $MktVol_{i,j,t}$ ）用於比較 ESG 與非 ESG 基金資金流在面對基金註冊市場的市場衝擊時的反應。

➤ 經濟政策不確定性的模型（ $stdEPU_{i,k,t}$ ）用於比較 ESG 與非 ESG 基金資金流在面對基金投資對象經濟體的經濟衝擊時的反應。

➤ 全球貨幣狀況的模型（ $MPS_t$ ）用於估計 ESG 與非 ESG 基金資金流在面對所有市場及經濟體的貨幣衝擊時的潛在反應差異。

### 實證結果

$MktVol$  (-0.021)、 $stdEPU$  (-0.067) 及  $MPS_{SPF}$  (-0.134) 三者的係數（ $\beta_2$ ）均為負值且具有統計顯著性，表明任何類型的宏觀金融衝擊都可能導致資金外流。然而，面對宏觀金融衝擊，ESG 元素有助緩解資金外流的情況（圖 B1.2）。 $ESG_i \times Shocks_*$ 的係數（ $\beta_3$ ）顯示：(1) 當市場壓力增加一個標準差時，ESG 基金相較於非 ESG 基金能夠減少 0.186% 的資金外流；(2) 當經濟政策不確定性增加一個標準差時，ESG 元素能夠使 ESG 基金的資金外流相較於非 ESG 基金減少 0.189%；(3) 當全球貨幣狀況增加一個標準差時，ESG 元素能夠使 ESG 基金的資金外流相較於非 ESG 基金減少 0.121%。

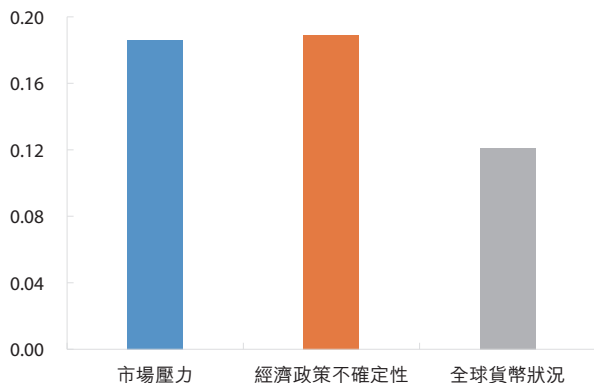
<sup>13</sup>  $MktVol_{i,j,t}$ 代表於市場*j*註冊的基金*i*在時刻*t*面對的市場壓力； $stdEPU_{i,k,t}$ 代表投資與經濟體*k*的基金*i*在時刻*t*面對的經濟政策不確定性；而 $MPS_t$ 代表時刻*t*的全球貨幣狀況。

<sup>14</sup> 視乎  $Shocks_*$ 的類型，每個估計值都納入附加的特定固定效應變量。我們就市場壓力的模型增加了投資對象經濟體-年份固定效應（ $\gamma_{k,y}$ ）、就經濟政策不確定性的模型增加了註冊市場-年份固定效應（ $\gamma_{j,y}$ ），以及就全球貨幣狀況的模型增加了投資對象經濟體、註冊市場、年份固定效應（ $\gamma_k + \gamma_j + \gamma_y$ ）。



**圖 B1.2**  
**ESG 元素在應對衝擊時的「穩定效應」**

資金流對一個標準差  
衝擊的反應（佔總淨資產的%）



註：此圖顯示 ESG 基金相較於非 ESG 基金，在不同類型宏觀金融衝擊下的反應。相關數據源自固定效應迴歸模型的估計係數。

資料來源：金管局職員估計數字。

我們亦進一步研究 ESG「穩定效應」的異質性，發現 ESG 的「穩定效應」在新興市場註冊或投資對象為新興市場經濟體的 ETF 中更為明顯。這可以解釋為，ESG 在基金較新、業績紀錄較少的市場或經濟體中發揮的作用更重要。

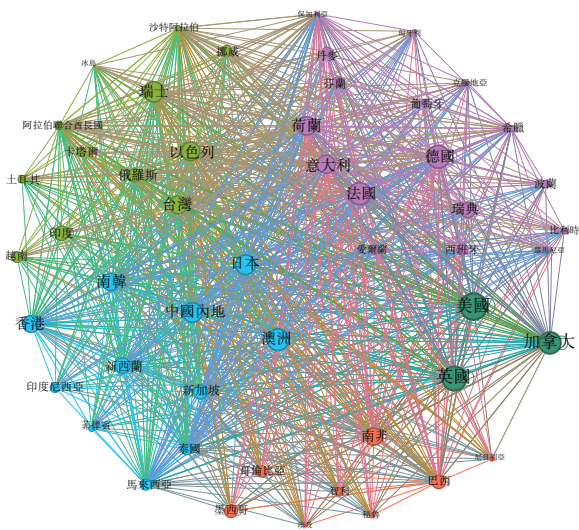
## 結論及意義

本研究顯示，相較於非 ESG 基金，ESG 基金在所有三類宏觀金融衝擊下都能夠減少資金外流。透過分析 ETF 及 ESG ETF 的資金流互聯性，我們發現亞太經濟體<sup>15</sup>的 ESG ETF 密度明顯低於發達市場（圖 B1.3A 及圖 B1.3B）。根據我們的研究結果，ESG ETF 密度越高代表該資金流網絡抵禦宏觀金融衝擊的韌性越強，這表明亞太地區在應對宏觀金融衝擊時得自 ESG 的韌性相對較弱，需要加大政策力度推動區內 ESG 發展。

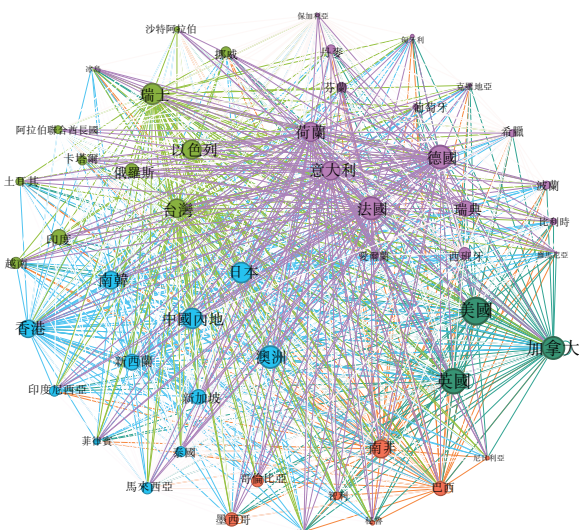
此外，ESG 元素的穩定作用對於新興市場註冊或投資對象為新興市場經濟體的 ETF 都較為明顯，而亞太地區由 (1) 眾多新興市場及 (2) 對新興市場經濟體有較大敞口的發達市場組成。因此，就推動 ESG 投資有助維繫金融穩定而言，亞太地區獲得的邊際效益可能較發達市場更大。

<sup>15</sup> 亞太經濟體包括澳洲、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。

**圖 B1.3A**  
2023 上半年全部股票ETF的資金流網絡



**圖 B1.3B**  
2023 上半年 ESG 股票ETF的資金流網絡



註：各經濟體分為五個區域：美國、英國及加拿大(深綠色)；歐盟(紫色)；亞太地區(藍色)；歐亞大陸(黃綠色)；以及非洲和拉丁美洲(橙色)。  
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

**參考文獻**

Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S. and Zhang, C., (2020): “Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash”, *The Review of Corporate Finance Studies*, 9 (3), 593–621.

Fama, E. F. and French, K. R., (2012): “Size, value, and momentum in international stock returns”, *Journal of Financial Economics*, 105 (3), 457–472.

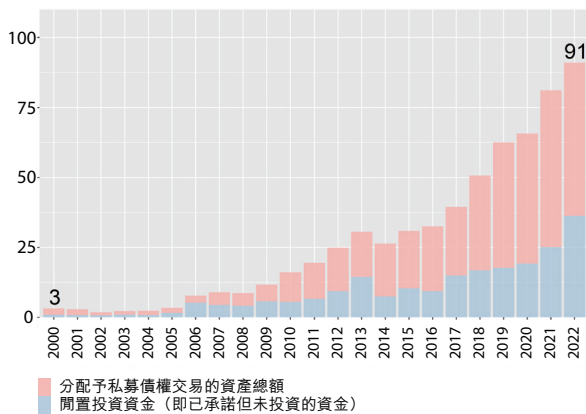
Pastor, L. and Vorsatz, M. B., (2020): “Mutual fund performance and flows during the COVID-19 crisis”, *The Review of Asset Pricing Studies*, 10 (4), 791–833.

## 專題 2 亞太地區私募債權行業對金融穩定的影響

### 引言<sup>16</sup>

亞太地區<sup>17</sup>的私募債權<sup>18</sup>行業發展迅速。其管理的資產總額在過去 20 年快速增長 30 倍，預計 2022 年達到 910 億美元（圖 B2.1）。私募債權的出現，為一些難以從銀行等傳統金融行業取得足夠融資的企業，提供另類融資途徑。

**圖 B2.1**  
亞太地區私募債權基金管理的資產總額（十億美元）



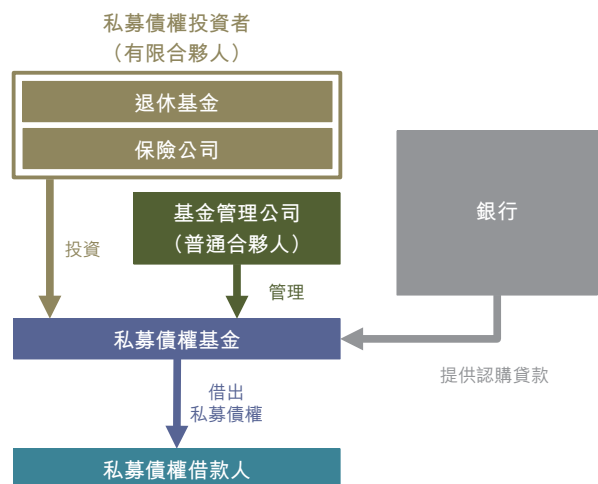
註：此堆積棒形圖顯示亞太地區私募債權基金多年來分配予私募債權交易的資產（粉紅色）及閒置投資資金（藍色）的情況，這些資產總計構成其管理的資產總額。  
資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

然而，這些借款人通常信貸風險更高，例如初創企業。此外，由於大部分私募債權採取浮動利率貸款形式，現時的高息環境可能會令這些借款人的還款能力受壓。私募債權的違約風險以及對整個金融體系造成的潛在溢出風險，或會令市場憂慮金融穩定性。在此背景下，本專題將探討亞太地區私募債權行業的系統性風險。

### 評估亞太地區私募債權行業的系統性風險

我們首先簡要介紹私募債權行業的典型運作模式。在典型的私募債權交易中（圖 B2.2），私募債權公司會設立一個私募債權基金用於貸款業務，並擔任普通合夥人的角色，負責物色及執行貸款交易。私募債權基金的投資大多來自其他投資者，如退休基金及保險公司，它們擔任有限合夥人，通常不參與貸款決策。銀行可能會向私募債權基金提供貸款以作流動性管理。<sup>19</sup>

**圖 B2.2**  
私募債權市場結構



<sup>16</sup> 詳情請參閱黃德存等人（即將刊發）：《亞太地區私募債權行業對金融穩定的影響》，金管局研究備忘錄。

<sup>17</sup> 亞太地區的私募債權基金是指基金管理公司位於澳洲、中國內地、香港、印度、印尼、日本、南韓、馬來西亞、新西蘭、菲律賓、新加坡及泰國等 12 個亞太經濟體的私募債權基金。

<sup>18</sup> 私募債權是指私募債權公司與中小企基於雙方磋商所達成的信貸安排（IOSCO，2023）。

<sup>19</sup> 其他金融機構，如私募股權基金及銀行，亦可能參與其中。為簡化說明，此處只展示典型個案。

私募債權基金與整個金融體系之間的關聯愈來愈緊密且錯綜複雜，可能會增加系統性風險。為檢視亞太地區此類風險的程度，我們從以下四個維度作評估：一是私募債權基金的資產規模；二是其流動性錯配風險；三是其槓桿風險；四是其與亞太地區投資者的互聯程度。以下詳細介紹四個分析維度。

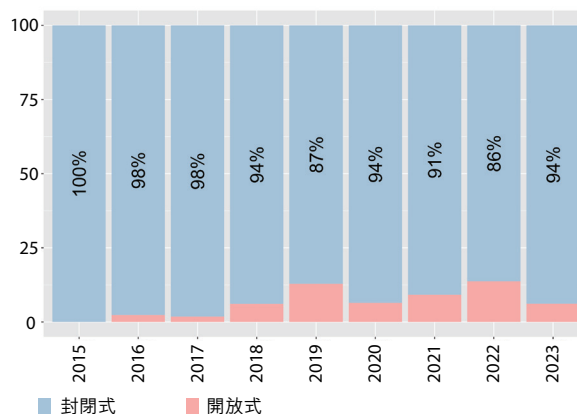
### 1) 基金規模

雖然亞太地區的私募債權基金增長迅速，但規模仍相對較小。截至2022年底，私募債權基金的規模只相當於區內非銀行金融機構的0.2%或銀行資產的0.1%。<sup>20</sup>就資產規模而言，亞太地區的私募債權基金可能不會即時引發系統性風險，雖然其快速增長或會令人關注。

### 2) 流動性錯配風險

開放式基金的管理公司可能會面對流動性壓力，因為其基金可能需要應對短時間內的大量贖回需求。這可能導致基金管理公司拋售資產，將金融壓力傳遞至整個金融體系。然而，在我們的樣本中，亞太地區的私募債權基金有95%為封閉式基金，開放式基金並不常見。因此，目前流動性錯配風險應該處於低位。然而，近年開放式私募債權基金呈現上升趨勢（圖B2.3），雖然此趨勢能否持續仍是未知之數。<sup>21</sup>這些開放式私募債權基金所面對的流動性風險將較封閉式基金為高。

**圖B2.3**  
按贖回機制劃分的亞太地區新增私募債權基金比例(%)



註：  
(i) 此堆積棒形圖顯示亞太地區私募債權基金中封閉式（藍色）及開放式（粉紅色）基金歷年所佔比例；及  
(ii) 此比例是以推出基金的數目計算。

資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

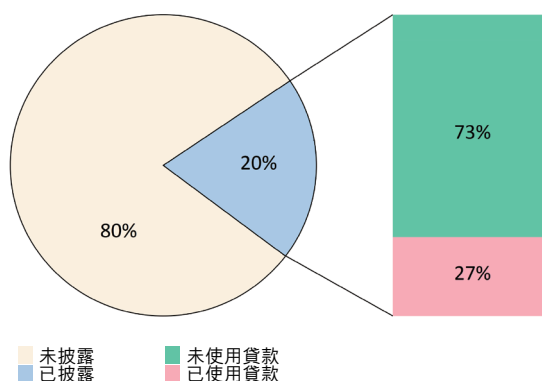
### 3) 槓桿風險

在私募債權交易中，可能存在多層槓桿。首先，私募債權基金使用槓桿的方式可能是從銀行獲取的認購貸款。如果私募債權基金出現系統性違約，或會令已向相關基金提供貸款的銀行蒙受信貸損失。雖然數據落差頗大，但現有資料顯示，73%的亞太地區私募債權基金沒有使用銀行貸款（圖B2.4）。然而，近期似乎有更多亞太地區的私募債權基金開始使用銀行貸款，因此可能需要進行更密切監察（圖B2.5）。

<sup>20</sup> 2022年亞太地區非銀行金融機構及銀行的資產總額估計分別為43萬億美元及82萬億美元（金融穩定理事會，2023）。

<sup>21</sup> 此比例是以私募債權基金的數目計算。

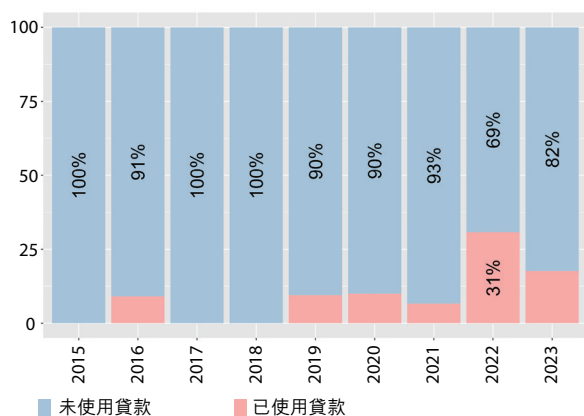
**圖 B2.4**  
按貸款使用情況劃分的亞太地區私募債權基金比例 (%)



註：  
(i) 此圖形顯示 2023 年亞太地區私募債權基金中披露及未有披露其貸款使用情況的比例；及  
(ii) 就已披露貸款使用情況的基金，此圖形進一步說明 2023 年未使用貸款及已使用貸款的基金的比例。

資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

**圖 B2.5**  
按貸款使用情況劃分的亞太地區新增私募債權基金比例 (%)



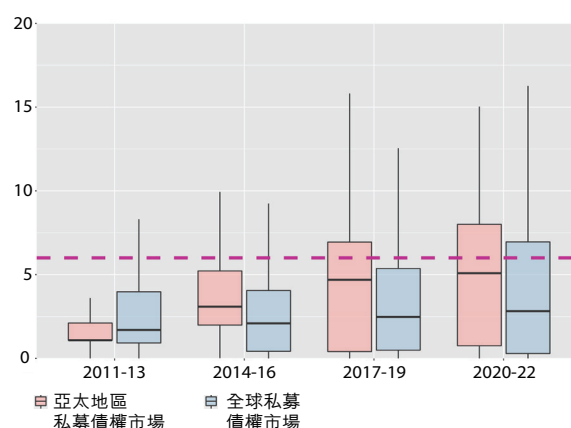
註：  
(i) 此堆積圖形顯示亞太地區私募債權基金中未使用貸款 (藍色) 及已使用貸款 (粉紅色) 的基金歷年所佔比例；及  
(ii) 此比例是以已推出的基金的數目計算。

資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

私募債權交易中的另一層槓桿可能來自私募債權借款人層面。債務與 EBITDA<sup>22</sup> 比率高於六倍的借款人所佔比例正持續上升 (圖 B2.6 的虛線)，該比例是部分經濟體為貸款批核所設定的銀行貸款寬鬆上限。這顯示私募債權基金的借貸對象更有可能是因為高槓桿而

無法從銀行獲得貸款的公司。此種寬鬆的批核標準可能會增加私募債權基金的信貸風險，而亞太地區的基金尤其如此。

**圖 B2.6**  
私募債權交易借款人的債務與 EBITDA 比率 (倍數)



註：  
(i) 此箱形圖顯示亞太地區私募債權基金借款人 (粉紅色) 及全球私募債權基金借款人 (藍色) 在不同私募債權交易年份的債務與 EBITDA 比率的分布情況；  
(ii) 中位數由框內的水平線表示，其中 50% 的數值落在框所示的第 25 和 75 個百分位數範圍內。細垂直線的上端點和下端點顯示第 90 個和第 10 個百分位數；  
(iii) 虛線代表部分經濟體對銀行設定的寬鬆上限 (即六倍)；及  
(iv) 此樣本涵蓋全球 60% 的私募債權基金借款人。

資料來源：S&P Capital IQ、Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

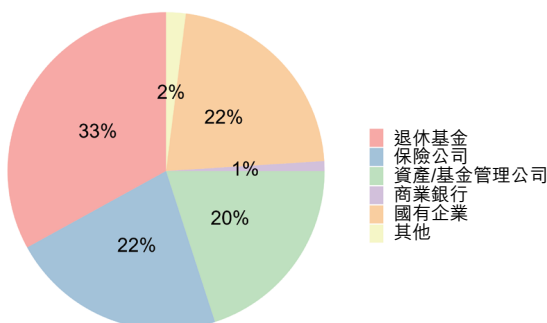
#### 4) 互聯性

上述分析評估私募債權基金中存在的脆弱性。然而，私募債權基金受到的衝擊 (例如經濟衰退) 在何種程度上會波及整個金融體系，可能取決於其他行業 (例如投資於私募債權基金的機構) 對私募債權的風險承擔。風險承擔越大，溢出風險就越高，反之亦然。

根據現有數據，退休基金、保險公司及資產管理公司是亞太地區主要的私募債權投資者，其投資額佔區內投資總額的 75% (圖 B2.7)。與此同時，商業銀行似乎並未積極投資私募債權基金。

<sup>22</sup> EBITDA 即未計利息、稅項、折舊及攤銷前的利潤。

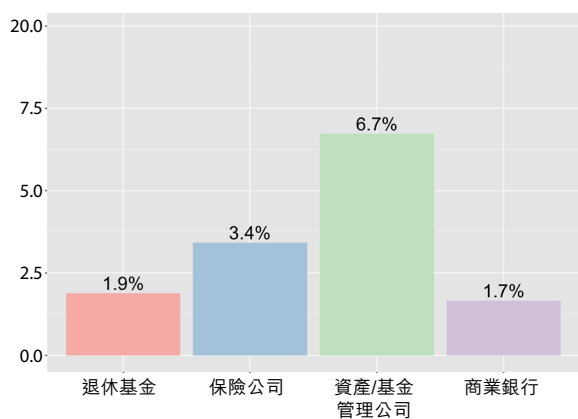
**圖 B2.7**  
按投資者類型劃分的亞太地區私募債權投資者比例 (%)



註：  
(i) 此圖形顯示 2023 年按投資者類型劃分的亞太地區私募債權投資者的比例；及  
(ii) 此比例是私募債權投資的金額計算。  
資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

然而，就這些亞太地區投資者而言，其私募債權投資估計只佔其整個投資組合的一小部分（圖 B2.8）。因此，私募債權市場對亞太地區投資者的溢出風險似乎有限。

**圖 B2.8**  
亞太地區投資者的私募債權投資總額 (佔資產總額的百分比)



註：此圖形顯示 2023 年亞太地區投資者的私募債權投資總額，包括退休基金（粉紅色）、保險公司（藍色）、資產或基金管理公司（綠色）及商業銀行（紫色），以資產總額計算。  
資料來源：Preqin Ltd 及金管局職員估計數字。

### 結論及意義

綜上所述，私募債權行業的系統性風險目前仍然受控。然而，部分發展動態可能需要進一步關注，因為它們或會演變成增加風險的因素，包括推出開放式私募債權基金逐漸成為趨勢，以及使用貸款的新私募債權基金日漸普遍。

與此同時，我們亦須保持警惕，留意私募債權基金急速增長與批核標準下降趨勢之間的密切關聯。鑑於私募債權市場尚未經歷完整的信貸周期，因此私募債權市場應對壓力（例如高息及嚴重衰退）的韌性尚未經過考驗。

最後，我們的分析不可避免地只基於部分數據，這一定程度上反映私募債權行業的不透明性。雖然我們已將評估結果與其他資訊來源（例如市場參與者的調查）作比較，以進行穩健性檢測，但由於數據落差，讀者應審慎解讀本評估結果。

### 參考文獻

FSB. (2023). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2023*.

IOSCO. (2023). *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance — Final Report*.