

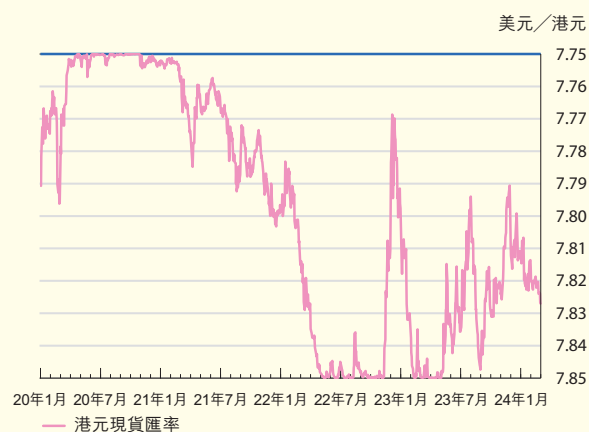
## 4. 貨幣及金融狀況

港元在2023年9月至11月走勢轉強，主要帶動因素包括企業的季節性資金需求以及港股通南向資金流入。2023年12月，港元大致穩定，但在2024年初因流動性回軟而有所轉弱。香港銀行同業拆息(HIBOR)整體跟隨美元利率，同時亦受本地供求情況影響。香港銀行同業拆息於2023年9月上升，並且在踏入2024年時稍為回落。自2023年6月底以來的七個月內，存款總額錄得增長。部分反映借貸成本上升導致信貸需求疲弱，銀行信貸總額在同期有所下跌。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，美國貨幣政策前景、全球經濟環境及地緣政治緊張局勢持續等相關的不明朗因素，或會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及穩健的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下抵禦資金流波動。

### 4.1 匯率及資金流

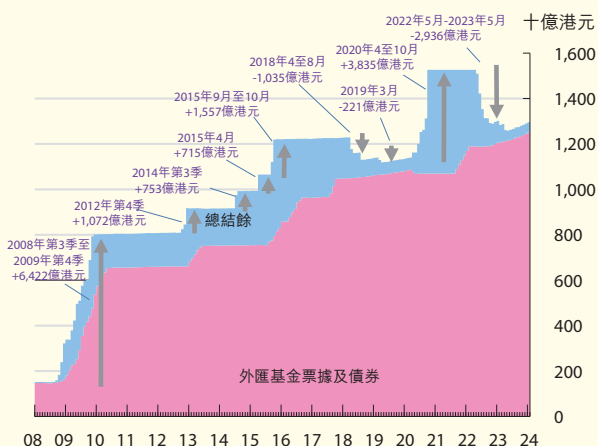
2023年9月至11月，港元走勢轉強，主要帶動因素包括企業的季節性資金需求、港元利率上升帶來的買盤以及港股通南向資金淨流入。2023年12月，港元大致穩定，但在2024年初因流動性回軟而有所轉弱。於回顧期內，港元兌美元在7.7906至7.8432區間內徘徊(圖4.1)。由於自2023年5月以來並未觸發兌換保證，銀行體系總結餘變動不大，於2024年2月底為448億港元。此外，銀行之間的日常運作以至結算活動繼續暢順有序(圖4.2)。

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。

港元名義有效匯率指數大致跟隨美元走勢，在2023年9月至10月底期間走強，但其後回軟，於整個回顧期變化不大（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。

展望未來，資金流向仍然受到美國政策利率前景、全球經濟環境及地緣政治緊張局勢等相關的不明朗因素影響。然而，憑藉充足的外匯儲備及穩健的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下抵禦資金流動。

**圖 4.3**  
名義及實質有效匯率



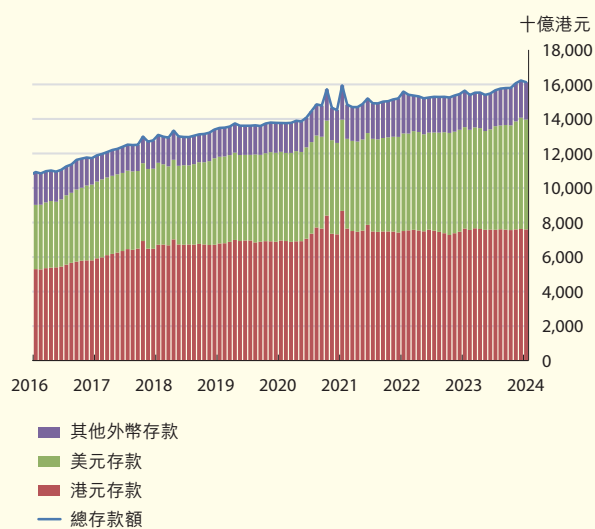
註：實質有效匯率指數經季節因素調整，並僅有月度數據。  
資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

## 4.2 貨幣環境及利率

於回顧期內，香港的貨幣環境保持寬鬆。截至2024年2月底，港元貨幣基礎仍然龐大且大致穩定，為19,096億港元。

自2023年6月底以來的七個月期間，認可機構的存款總額增加4.3%。其中，港元及外幣存款分別增加0.1%及8.3%（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。

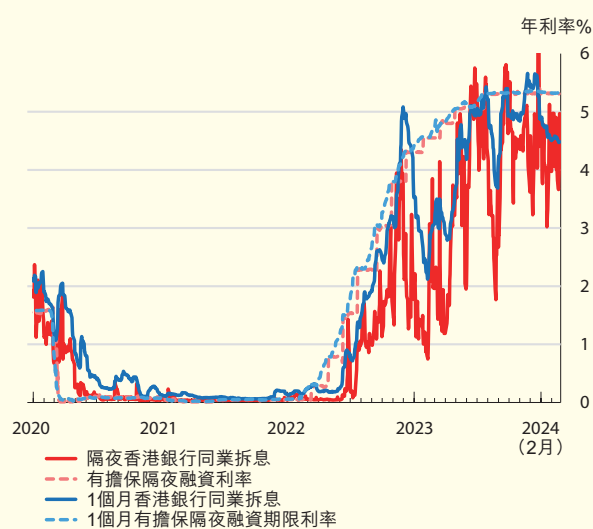
**圖 4.4**  
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

整體而言，香港的銀行同業市場於回顧期內交易繼續暢順有序。根據聯繫匯率制度的預期及設計，港元銀行同業拆息整體跟隨美元利率<sup>32</sup>，同時亦受本地供求情況影響。香港銀行同業拆息於2023年9月上升，部分反映季末企業融資需求，踏入2024年時隨着對港元資金的季節性需求減退而稍為回落（圖 4.5）。

**圖 4.5**  
香港銀行同業拆息及美元有擔保隔夜融資利率



資料來源：彭博及金管局。

至於零售業務方面，美聯儲自2023年7月以來維持政策利率不變，因此本地銀行亦維持最優惠貸款利率不變。於回顧期末，市場上的最優惠貸款利率介乎5.875–6.375%不等。與此同時，新造按揭的平均貸款利率由2023年7月的3.57%上升至2024年1月的4.13%，部分反映H按封頂息率有所上升。

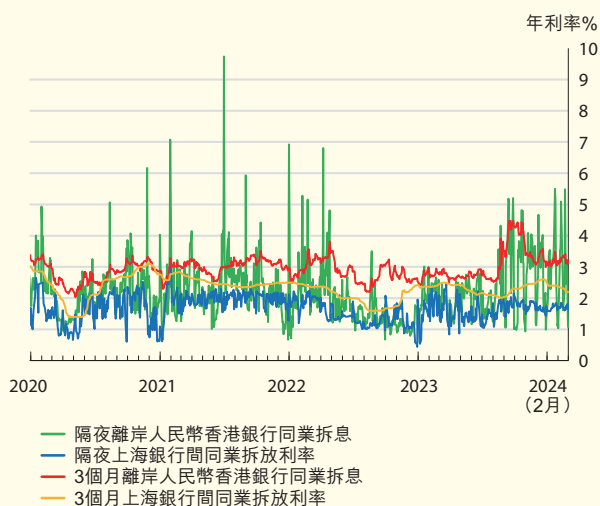
短期內，港元利率或維持在較高水平。金管局一直與銀行保持溝通，要求銀行做好流動性管理工作，包括與大型客戶密切溝通，掌握其對港元收付的計劃和安排並作好部署，避免不必要地「關住」大量港元。金管局又提醒銀行毋需擔心所謂「標籤效應」，在有需要時可隨時使用金管局的各類流動資金安排。最近有銀行使用金管局的貼現窗，正好顯示銀行已逐步適應新的市場變化，善用這些流動資金管理工具。

<sup>32</sup> 美元倫敦銀行同業拆息自2023年7月1日起已停止使用，由「有擔保隔夜融資利率」(SOFR) 取而代之作為參考利率。

## 離岸人民幣銀行業務

於回顧期內，離岸人民幣同業市場繼續正常運作<sup>33</sup>。由於短期融資需求增加，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息在2023年9月至10月期間升至超過4%，但隨着需求回軟，於2023年底回落至3%。雖然隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息出現若干波動，但大多數時間維持在5%以下（圖4.6）。於回顧期內，離岸人民幣銀行同業市場的流動性狀況整體維持穩定。

**圖 4.6**  
隔夜及 3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價

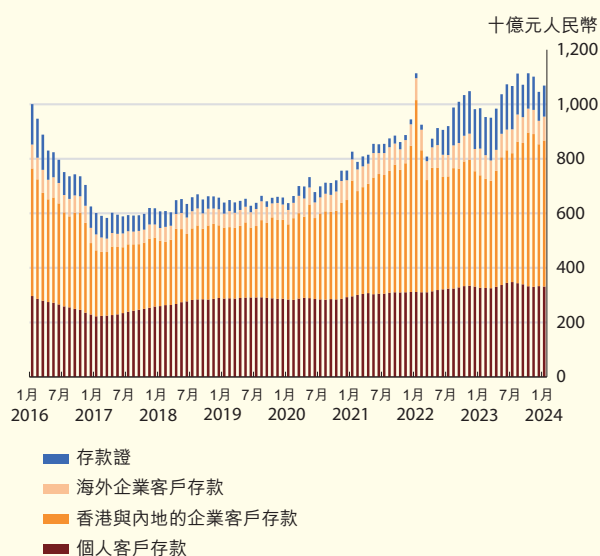


資料來源：CEIC 及財資市場公會。

繼 2023 年上半年擴張後，香港的離岸人民幣資金池於回顧期間有所整固。自 2023 年 7 月底以來的六個月內，人民幣客戶存款及存款證餘額溫和增長 0.2%，截至 2024 年 1 月底達到 10,688 億元人民幣（圖 4.7 及表 4.A）。其中，人民幣客戶存款總額增加 5.2%，

但存款證餘額同期下降 28.3%，部份抵消客戶存款上升對人民幣資金池的貢獻。人民幣客戶存款的增長來自公司客戶，而該類客戶存款的增幅為 11.3%。

**圖 4.7**  
香港的人民幣客戶存款及存款證



資料來源：金管局。

**表 4.A**  
離岸人民幣銀行業務統計

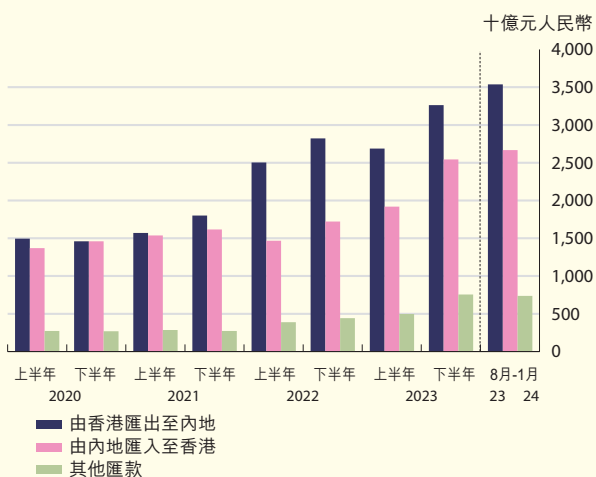
	2022 年 12 月	2024 年 1 月
人民幣存款及存款證 (十億元人民幣)	981.7	1,068.8
其中：		
人民幣存款 (十億元人民幣)	835.9	954.7
人民幣存款佔存款總額 (%)	6.1	6.4
人民幣存款證 (十億元人民幣)	145.8	114.1
未償還人民幣貸款 (十億元人民幣)	191.7	469.3
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	211	207
應付海外銀行的金額 (十億元人民幣)	130.8	138.7
應收海外銀行的金額 (十億元人民幣)	138.8	112.5
	<b>2022 年</b>	<b>2023 年</b>
香港人民幣貿易結算 (十億元人民幣)	9,342.1	11,668.6
其中：		
由內地匯入至香港 (十億元人民幣)	3,188.5	4,462.9
由香港匯出至內地 (十億元人民幣)	5,324.1	5,951.2
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)	1,654.0	2,063.6

資料來源：金管局。

<sup>33</sup> 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第 2.2 章。

其他離岸人民幣業務繼續增長。自2023年7月起的六個月期間，人民幣整體貸款餘額增長40.7%。香港的人民幣貿易結算亦繼續增長。2023年7月底至2024年1月底期間，本港銀行處理的交易金額達69,431億元人民幣（圖4.8），較去年同期的48,674億元人民幣增長42.6%，匯入香港的貿易匯款增幅超過匯出至內地的貿易匯款。香港擁有龐大的人民幣資金池，而香港銀行業擁有出色能力及廣泛網絡，能夠繼續支持大量人民幣支付及融資交易。2023年全年，人民幣即時支付結算系統的日均成交額維持在20,636億元人民幣的高水平，2022年則為16,540億元人民幣。

圖 4.8  
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

展望未來，香港離岸人民幣生態圈的持續發展將進一步鞏固香港作為離岸人民幣業務樞紐的領先地位。在流動性方面，金管局與中國人民銀行簽訂的優化貨幣互換協議將透過金管局設立的人民幣流動資金安排，為離岸市場提供所需的流動性支持，從而為金融機構拓展人民幣相關活動及服務提供良好的環境。在產品方面，不斷升級及拓展內地與香港之間的一系列互聯互通計劃<sup>34</sup>，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，將拓闊人民幣產品以及資產配置和風險管理工具的種類，促進兩地市場之間的雙向流動。在金融基建方面，債務工具中央結算系統正進行重大修訂，以提升其營運能力及產品種類，以更好支持人民幣債券發行及相關託管服務的增長。「多種央行數碼貨幣跨境網絡」(mBridge)項目以及快速支付系統「轉數快」連接數字人民幣正取得進展，將有助提升商業及零售用戶在跨境支付及結算的效率。憑藉這些發展，香港將在支持內地資本帳戶開放、綠色金融市場發展、「一帶一路」及「粵港澳大灣區倡議」等方面繼續發揮獨特作用。

<sup>34</sup> 金管局和中國人民銀行近期公布六項深化金融合作的政策措  
施。詳情請參閱新聞稿《金管局和人民銀行公布深化香港和內  
地金融合作的措施》(<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2024/01/20240124-3/>)。

## 資產市場

在市場預期主要發達經濟體央行於2024年減息的背景下，環球股市於回顧期內上升。相較之下，本港股市在回顧期內下跌。雖然利率波動，但2023年香港債券市場的新發行量仍持續錄得穩定增長。住宅物業及商用物業市場仍然疲弱，但隨着政策措施於2024年2月下旬放寬，市場氣氛有所回穩。

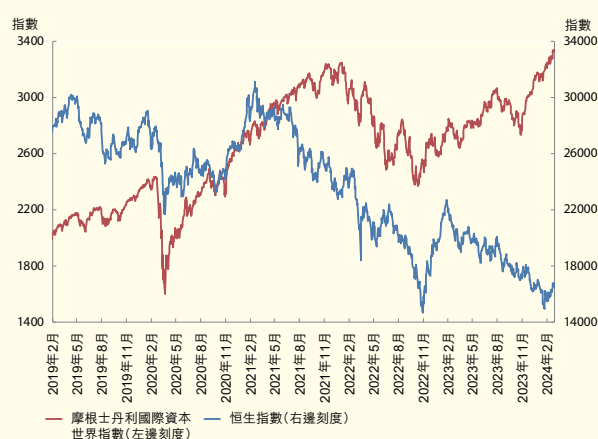
### 4.3 股市

環球股市於回顧期內大幅上落。由於主要經濟體持續高息以及地緣政治緊張局勢升級，摩根士丹利國際資本世界指數首先在2023年9月至10月期間下跌，但其後在市場預期主要發達經濟體央行於2024年減息的背景下全面回升。相較之下，本港股市在回顧期內下跌。整體而言，摩根士丹利國際資本世界指數在2023年8月底至2024年2月底期間上升11.8%，而恒生指數於同一時期下跌10.2%（圖4.9）。

跟隨環球股票價格走勢，以標普500指數期權引伸波幅衡量的市場波動率在2023年9月及10月時顯著上升，其後有所回落（圖4.10）。本港股市的波動率在其表現相對低迷下徘徊於過去五年的平均水平。與此

同時，偏斜指數仍維持在較高水平，並偶爾飆升，反映投資者對股市突然調整仍持審慎態度，因此更願意投資在避險需求上。<sup>35</sup>

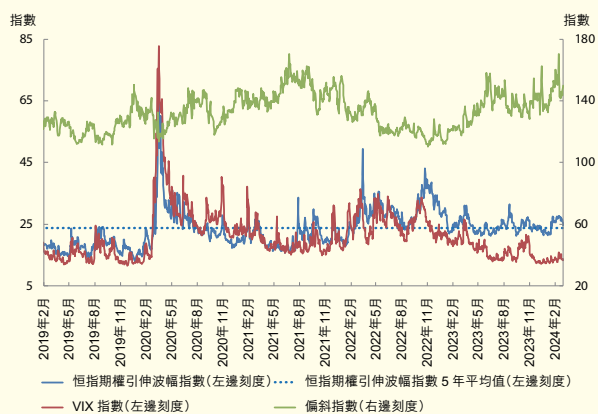
圖 4.9  
恒生指數及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源：彭博。

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

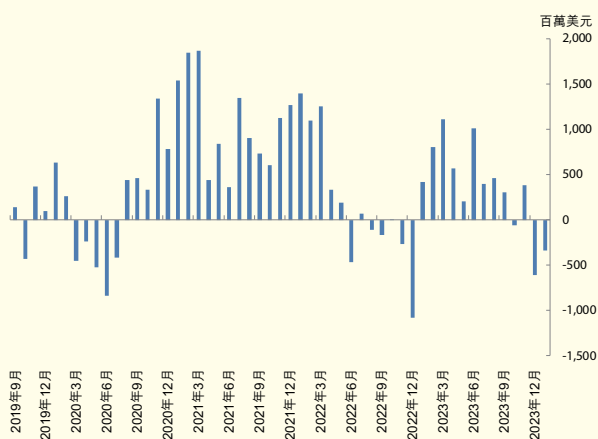
**圖 4.10**  
恒生指數及標普 500 指數的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博。

2023年8月至2024年1月期間，香港的股市持續錄得股票市場基金淨流入，淨流入額為1.433億美元（圖 4.11）。

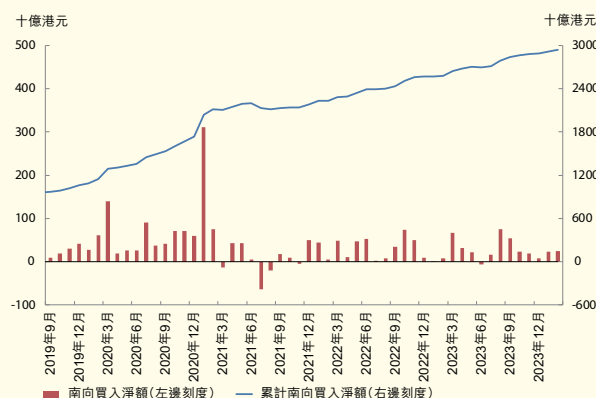
**圖 4.11**  
股票市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

港股通於回顧期間內亦錄得穩定的淨流入，內地投資者於2023年8月底至2024年2月底的淨買入額達1,512億港元（圖 4.12）。回顧期內累計淨買入額增加5.4%至29,379億港元。

**圖 4.12**  
滙深港通（南向交易）的淨買入



註：南向淨買入金額指滙深港通（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。

全球經濟及利率環境的不明朗因素持續影響全球一級市場活動。根據世界交易所聯合會的數據，全球有作出數據匯報的證券交易所於2023年透過首次公開招股（IPO）籌集的總資金額按年下跌59.3%。在香港，2023年的IPO融資總額為463億港元，按年下跌55.8%（圖 4.13）。

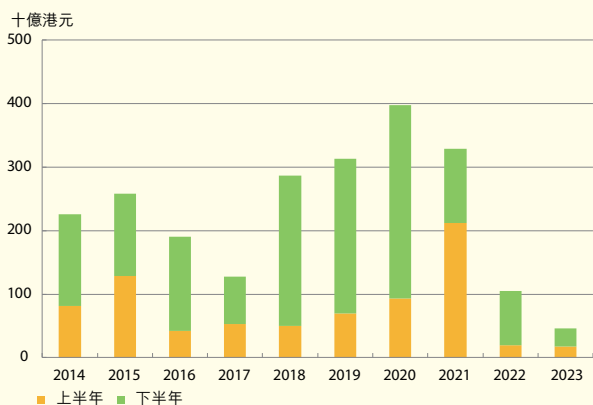
展望未來，港交所於2023年11月推出全新的數碼化IPO結算平台「Faster Interface for New Issuance」（「FINI」）<sup>36</sup>，加上於2024年1月1日生效的

<sup>36</sup> 「FINI」將新股從定價至股份開始交易的時間由現時的五個營業日（「T+5」）縮短至兩個營業日（「T+2」），有望減低新股在上市前有關價格變動的風險，同時亦提升市場整體的運作效率。



創業板上市改革<sup>37</sup>，有望提升在香港股票市場上市的效率及吸引力。

**圖 4.13**  
香港首次公開招股市場



資料來源：港交所。

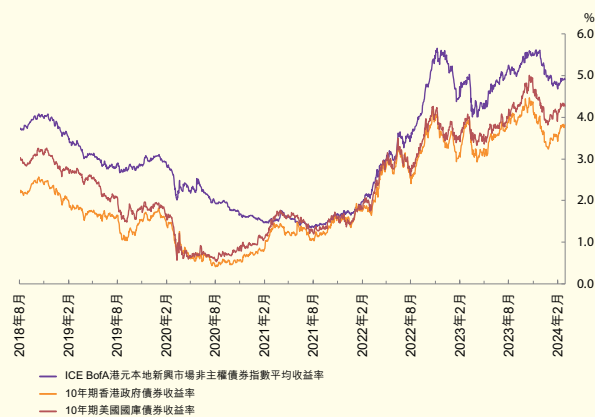
本港股市的前景將受多項因素影響。全球方面，雖然主要發達經濟體預計於2024年減息，但其利率走勢仍相當不明朗。再加上全球持續的地緣政治緊張局勢，將繼續令包括香港股市在內的全球金融市場的表現蒙上陰影。

與此同時，中國內地短期的經濟表現，以及對政策刺激措施提振經濟的預期，將繼續是推動本港股市情緒的主要因素。

#### 4.4 債券市場<sup>38</sup>

縱使美聯儲決定暫停加息，但在強勁的經濟數據及持續通脹壓力下，美國政府債券收益率在2023年9月和10月期間持續上升，其中10年期美國國債收益率在10月升至5%的16年高位。10年期美國國債收益率其後隨着美國通脹壓力有緩和跡象而回落(圖4.14)。在香港，政府及企業債券收益率跟隨美國國債收益率的走勢，並從近期高位回落。

**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



註：ICE BofA 港元本地新興市場非主權指數涵蓋企業及半政府實體發行的港元債券，指數反映港元企業債券收益率的變動。  
資料來源：ICE Data Indices、彭博及金管局。

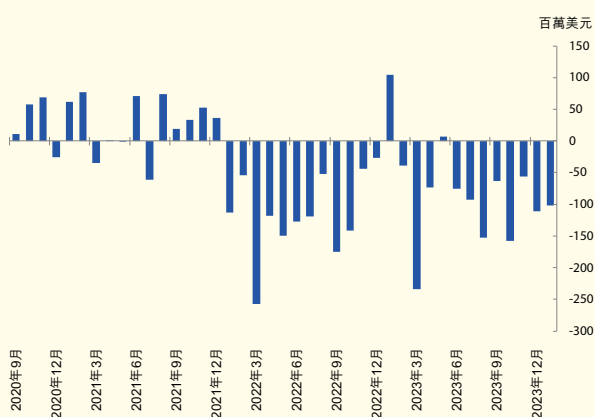
<sup>37</sup> 改革的主要內容包括：1) 引入新的「簡化轉板機制」；2) 為大量從事研發活動的高增長企業增設創業板上市的新「市值／收益／研發測試」；3) 縮短上市後禁售期；及4) 取消強制季度匯報規定，並劃一創業板及主板發行人的其他持續責任。這些調整預期將提升創業板對尋求上市的中小企的吸引力，有助降低現時創業板發行人的合規成本，同時維持市場質素及對投資者的保障。

<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、債權證、資產抵押證券以及通常在金融市場交易的類似債務工具。數字或會有修訂。



在利率波動的情況下，債券基金在2023年8月至2024年1月期間錄得淨流出(圖4.15)。

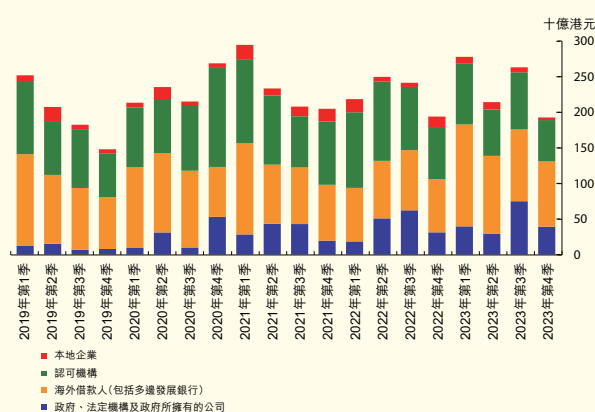
**圖4.15**  
債券市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

港元債務證券在2023年的總發行情按年增加4.3%至49,265億港元。發行量的增加主要由包括多邊發展銀行在內的海外借款人所支持(圖4.16)。

**圖4.16**  
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債務證券

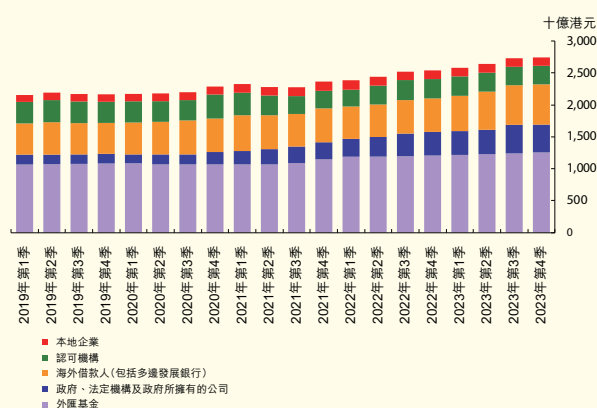


資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

相應地，未償還港元債務證券金額於2023年底達到27,429億港元，較2022年底增加8.0%(圖4.17)。

該金額相當於港元M3的33.2%或銀行業以港元計值資產的27.2%。非外匯基金票據及債券的港元債務證券未償還金額按年上升11.6%至14,875億港元。

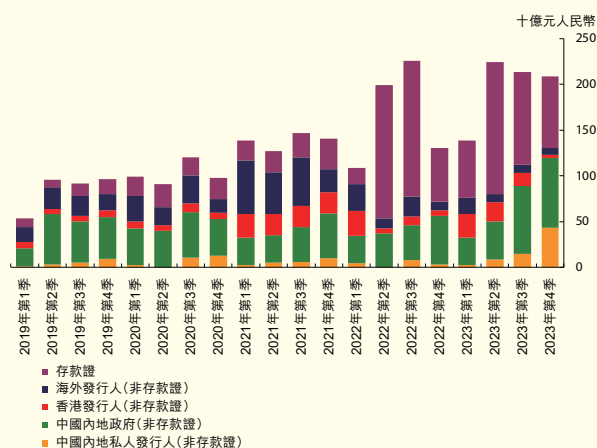
**圖4.17**  
未償還港元債務證券(按發行人劃分)



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。

2023年離岸人民幣債務證券在香港的發行情按年增加18.2%至7,858億元人民幣(圖4.18)。年內非存款證發行量達3,981億元人民幣，較2022年增加35.4%，而存款證在2023年的發行情則增加4.5%至3,876億元人民幣。

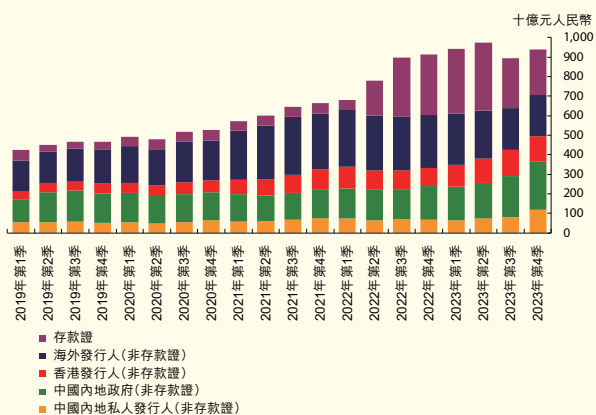
**圖4.18**  
在香港新發行的離岸人民幣債務證券



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。

隨著發行量增加，截至2023年12月底，非存款證離岸人民幣債務證券未償還額按年增加16.8%至7,063億元人民幣。相比之下，離岸人民幣存款證的未償還額按年減少24.6%至2,325億元人民幣，部分由於有一定數量的短期存款證在2023年間發行並在同年內到期。整體而言，在香港發行的離岸人民幣債務證券的未償還總額從2022年底的9,132億元人民幣增長2.8%至2023年底的9,388億元人民幣（圖4.19）。

**圖 4.19**  
在香港發行的未償還離岸人民幣債務證券



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。

展望未來，本地債券市場的短期前景受多項因素推動，特別是主要發達經濟體的利率走勢。人民幣匯率的走勢及預期亦可能為香港的離岸人民幣債券市場活動增加不明朗因素。

於回顧期內，當局推出多項政策措施推動本港債市發展。例如，政府綠色債券計劃下的新一批零售綠色債

券於2023年10月10日發行。最新一批零售綠色債券發行繼續受到市民歡迎，最終發行額為200億港元，高於150億港元的目標發行額。

再者，政府在2024年2月7日宣布，在政府綠色債券計劃下成功發售以港元、人民幣、美元及歐元計價，總值約60億港元的數碼綠色債券。是次綠色債券發行是政府繼2023年2月發行首批代幣化綠色債券後再次發行數碼債券，吸引到廣泛類別的環球機構投資者認購，涵蓋金融機構及非金融機構企業，並在數個範疇取得新突破<sup>39</sup>。

香港國際機場零售債券亦在回顧期內成功發行。共50億港元的香港國際機場零售債券於2024年2月6日發行並在香港交易所掛牌，為日後其他大型公共建設項目在社會上進行融資提供了有用的參考。

香港按揭證券有限公司（按揭證券公司）亦在2024年2月29日公布在300億美元中期債券發行計劃下成功發行三筆合共120億港元的港元基準債券，包括80億港元2年期、30億港元5年期及10億港元10年期債券。是次發債是歷來在機構投資市場公開發行的最大筆港元高級無抵押債券，也是最大筆10年期港元公開發行債券。是次發行備受多樣化及高素質的本地和海外機構投資者歡迎，不但延長按揭證券公司的債券發行收益率曲線，更為其他公營機構和本地優質發債體定下一個穩固的基準。

<sup>39</sup> 包括：1) 透過現有市場基建擴大投資者的參與；2) 以數碼原生形式發行，以精簡發行程序；3) 引入標準化元素；及4) 將綠色債券披露融入數碼資產平台。

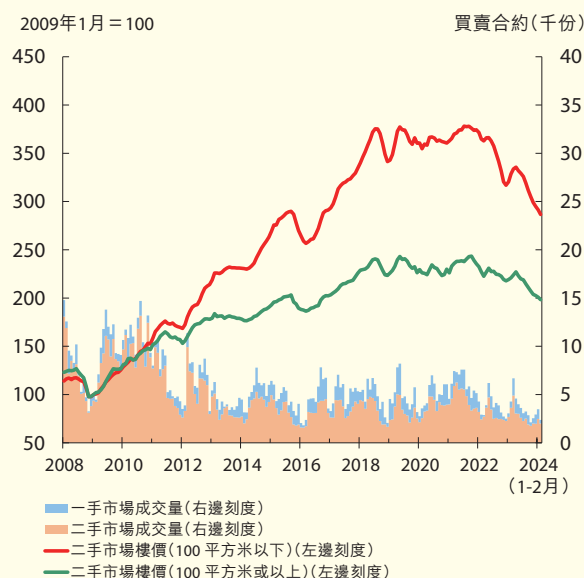
除了債券發行之外，國家發展和改革委員會與金管局於2023年10月18日在第三屆「一帶一路」國際合作高峰論壇上簽訂諒解備忘錄，同意加強交流與合作，充分發揮香港獨特的金融和專業服務優勢，助力中資企業跨境融資，包括在港發債。

## 4.5 物業市場

### 住宅物業市場

隨着金融狀況收緊及市場氣氛轉差，住宅物業市場在2023年下半年維持偏軟。二手市場參觀單位（俗稱睇樓）及交投活動淡靜，而發展商亦延遲推售新樓盤。因此，每月平均成交量在第3季下跌至3,058宗，並在第4季進一步縮減至2,535宗（圖4.20）。2023年全年合計，住宅物業的總成交量較2022年下跌4.5%至43,002宗，創下有紀錄以來的新低。二手樓價於2023年下半年持續回軟，抵銷了年內首四個月的升幅。整體而言，住宅物業價格按年下跌6.9%，其中大型單位（實用面積100平方米或以上）與中小型單位（實用面積小於100平方米）的價格跌幅相若（圖4.20）。踏入2024年，樓價在1月至2月期間進一步下跌2.9%，而每月平均成交量亦維持在2,926宗的低水平。

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。

經審慎考慮整體情況後，政府於2023年10月宣布調整住宅物業需求管理措施，並相繼在2024年2月下旬撤銷有關措施。<sup>40</sup>與此同時，經仔細分析後，金管局亦認為在繼續維持銀行體系穩定及確保銀行按揭業務風險得到妥善管理的前提下，有空間修訂物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施，並適當調整其他房地產貸款相關的監管要求。<sup>41</sup>金管局會繼續密切留意

<sup>40</sup> 詳情請參閱2023年10月25日發表的《行政長官2023年施政報告》及2024年2月28日發表的《2024-2025年度財政預算案》。

<sup>41</sup> 相關修訂於2024年2月28日起生效並包括：(i) 上調自用住宅物業及非自用住宅物業的按揭成數上限；(ii) 暫停實施物業按揭貸款假設利率上升200基點的壓力測試要求；(iii) 將物業發展項目的最高融資比率回復至2017年以前的水平，整體物業發展項目的最高融資比率由物業完成後預期價值的五成調升至六成；以及(iv) 取消就銀行向提供高成數按揭地產發展商的額外資本要求。詳情請參閱金管局於2024年2月28日發出的《物業按揭貸款的審慎監管措施及其他相關監管要求》通告。

市場發展，並會因應物業市場的最新情況，推出合適措施保障銀行體系穩定。推出上述政策修訂後，樓市在3月出現回穩跡象，其中地產代理最新的數據顯示樓市氣氛有所改善，而成交易亦有所回升。<sup>42</sup>

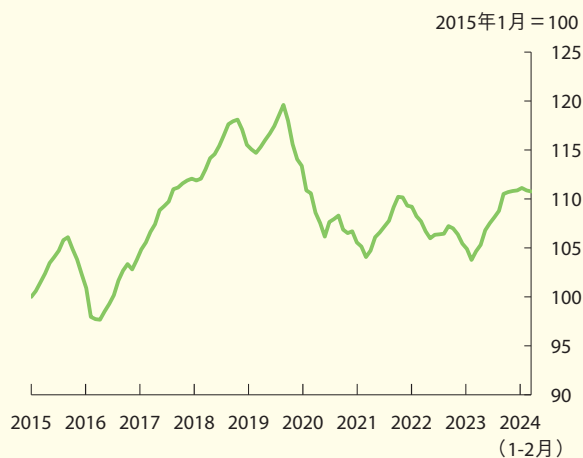
置業負擔能力在2023年下半年雖然有改善跡象，但仍然偏緊。隨着樓價下調和家庭收入增加，樓價與收入比率回落至14.2，與1997年的高位相若。同樣地，收入槓桿比率亦下降至72.5%，但仍遠高於其長期平均值（圖4.21）。<sup>43</sup>另一方面，房屋租金在2023年9月至2024年2月期間輕微上升0.2%（圖4.22）。同時，住宅租金收益率亦由2023年9月的2.7%微升至2024年1月的2.8%。

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



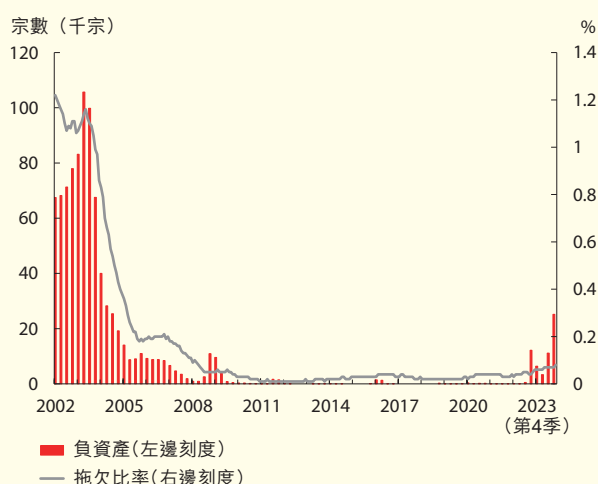
資料來源：差餉物業估價署。

<sup>42</sup> 中原經紀人指數（住宅售價）由2024年3月初起重上55點好淡分界區間之上，而美聯35屋苑成交量亦由1月至2月的每周平均45.1宗上升至3月首四周的122.5宗。

<sup>43</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，後者須符合金管局宏觀審慎監管措施設定的上限要求。

隨着樓價回軟，負資產住宅按揭貸款宗數由2023年9月底的11,123宗增加到2023年12月底的25,163宗（圖4.23）。這些個案涉及銀行職員的住屋按揭貸款或按揭保險計劃下的貸款，而這類貸款的按揭成數一般較高。值得指出的是，截至2023年12月底，這些按揭貸款的拖欠比率仍維持在0.03%的低位，比本港銀行業整體按揭貸款的拖欠比率0.08%更低，部分反映按揭保險計劃對申請人的還款能力有嚴謹要求，因此按揭貸款質素良好。展望未來，預期緊繃的勞工市場將支持家庭的按揭供款能力，從而抑制住宅按揭貸款拖欠比率的上升壓力。

圖 4.23  
住宅按揭貸款拖欠比率及負資產住宅按揭貸款



資料來源：金管局。

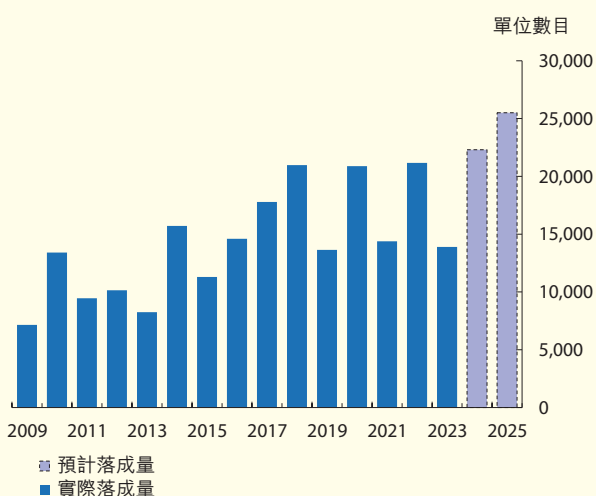
儘管樓價受壓，金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施有助抑制家庭槓桿水平以及加強銀行對按揭貸款的風險管理，從而提高家庭及銀行抵禦潛在的利率或樓市衝擊的能力。具體而言，新造住宅按揭成數於2024年1月約為59%，低於首次採取相關措施之前64%的水平。供款與入息比率亦維持在約40%。此外，超過一半的私人住宅物業於2023年底並無任何未償還按揭。因此，與銀行住宅按揭貸款相關的系統性風險已從多方面得到妥善管理。

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。一方面，按揭利率高企、積累的私人住宅供應<sup>44</sup>，以及外圍經濟前景不明朗等因素可能會繼續對樓市構成壓力。另一方面，撤銷住宅物業需求管理措施，加上市場預期美聯儲將於年內減息，以及政府多項招商引資和吸引人才的政策，或會為樓市提供支持。長遠而言，住宅市場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落成量仍會維持在高位，從而帶動市場供應量（圖4.24）。<sup>45</sup> 專題3初步分析氣候變化對本港樓價的影響。

<sup>44</sup> 房屋局的數據顯示，截至2023年年底，已落成但仍未售出的單位達20,000個，創下有紀錄以來的新高。

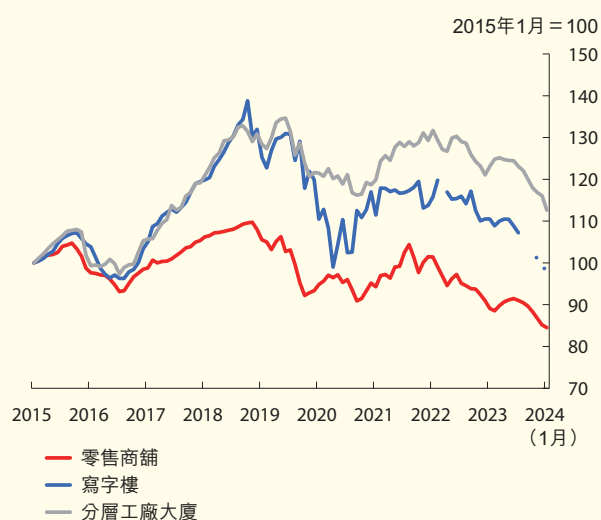
<sup>45</sup> 房屋局於2023年底估計，未來三至四年一手私人住宅單位總供應量將維持在109,000伙的高位。

**圖 4.24**  
私人住宅落成量



資料來源：差餉物業估價署及政府經濟顧問辦公室。

**圖 4.26**  
商用物業售價指數



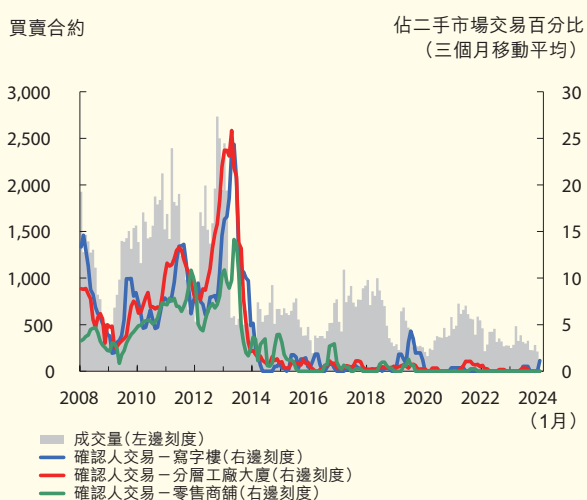
註：由於沒有充足的成交資料作分析，故未能編製2022年3月、2023年8至10月及12月的寫字樓售價指數。

資料來源：差餉物業估價署。

## 商用物業市場<sup>46</sup>

商用物業市場在2023年下半年仍然疲弱。每月平均成交量由2023年上半年的341宗減少至下半年的263宗，投機活動亦維持疏落(圖4.25)。與此同時，由於金融狀況偏緊，寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈的價格進一步回軟(圖4.26)。

**圖 4.25**  
商用物業成交量



資料來源：差餉物業估價署及中原地產代理有限公司。

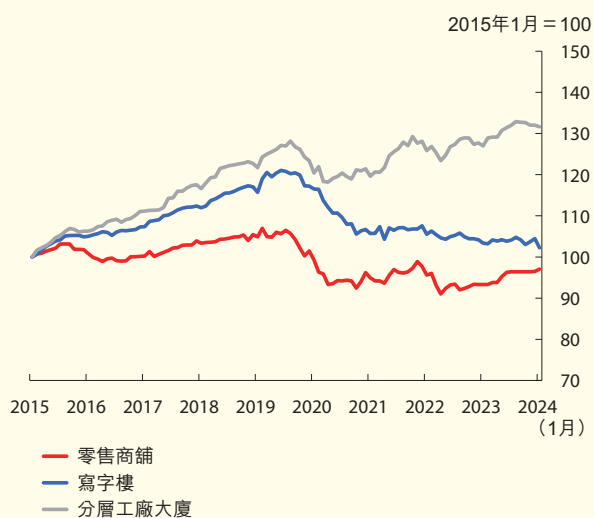
各類商用物業在租賃市場的表現不一。零售物業租金在入境旅遊業及消費需求持續復甦的帶動下輕微回升。相反，在空置率高企<sup>47</sup>及充滿挑戰的外圍環境下，寫字樓的租金繼續受壓(圖4.27)。整體而言，各類商用物業的整體租金收益率在2024年1月微升至3.1%至3.4%。經仔細分析後，金管局亦調整了非住宅物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施，並於2024年2月28日起生效。<sup>48</sup>

<sup>46</sup> 商用物業指寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈。

<sup>47</sup> 測量公司的數據顯示，甲級寫字樓空置率由2023年6月的12.6%上升至2023年12月的12.8%。

<sup>48</sup> 相關修訂包括：(i) 提高非住宅物業(包括寫字樓、商舖及工廈等)的按揭成數上限；以及(ii) 暫停實施物業按揭貸款假設利率上升200基點的壓力測試要求。詳情請參閱金管局於2024年2月28日發出的《物業按揭貸款審慎監管措施及其他相關監管要求》通告。

**圖 4.27**  
商用物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

商用物業市場的前景會因應物業的類別而異。零售商舖有望受惠於本地消費及入境旅遊業持續改善，儘管出境旅遊業的強勁復甦或會抵銷其部分作用。另一方面，近年遙距工作普及，加上空置率隨着近年落成量增加導致供應充足下維持高企，寫字樓的資本價值或會持續受壓。儘管如此，政府新推出的「新資本投資者入境計劃」<sup>49</sup>將商用物業納入獲許投資類別，可望為市場提供一定程度的支持。

<sup>49</sup> 根據該計劃，申請人須證明在提出申請前的兩年絕對實益擁有不少於3,000萬港元的淨資產。申請人須投資最少3,000萬港元於獲許投資資產，包括投資最少2,700萬港元於獲許金融資產和商用物業，以及向新的「資本投資者入境計劃投資組合」投入300萬港元。



## 專題3 初步分析氣候變化對香港樓價的影響

### 引言

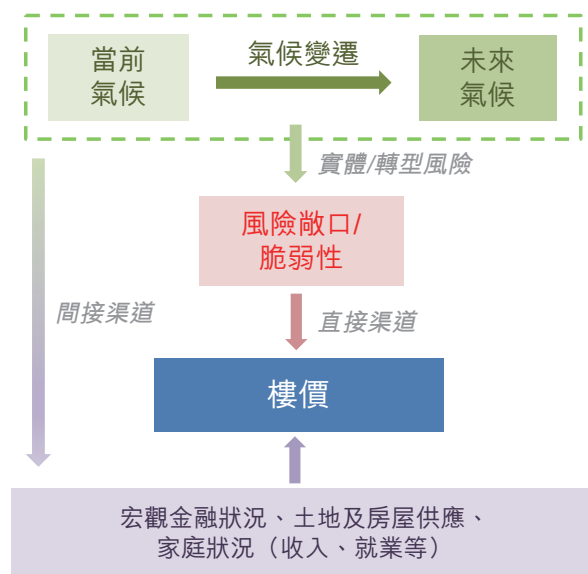
氣候變化及其衍生的極端天氣狀況可能會對包括物業交易及樓價在內的多項經濟活動造成影響，並透過改變按揭貸款抵押品的價值，從而影響銀行體系及金融穩定。有見及此，本專題初步分析氣候變化對香港樓價的影響，聚焦探討氣溫及颱風等實體風險(physical risks)<sup>51</sup>。本研究有助回應國際社會的呼籲，將氣候相關風險納入金融穩定監察範疇<sup>52</sup>。

### 主要傳遞渠道

概念上，如圖 B3.1 所示，氣候變化可以透過直接渠道及間接渠道影響樓價。與氣候相關的風險通常大致分為兩類：實體風險及轉型風險。實體風險可以來自愈趨頻繁及劇烈的極端氣候事件，例如水浸、風暴、颱風及極端氣溫(「當前氣候」)，亦可以源自氣候模式的長遠變遷，例如海平面上升或由大氣中溫室氣體增加而導致的溫度上升(「未來氣候」)。另一方面，轉型風險是指在過渡到低碳經濟的過程中，由政策、規例或技術進步所帶來的風險<sup>53</sup>。

面對氣候變化，部分住宅物業會較容易受到某些氣候相關風險所影響。舉例而言，與內陸地區相比，沿岸地區的樓價可能會較容易受到颱風影響，面對的風險也較大。同樣地，位於低窪地區的房屋也較大機會受到暴雨及水浸的蹂躪。這些都是直接渠道的例子，並揭示出將物業的風險敞口(exposure)及脆弱性(vulnerability)納入氣候相關風險評估的重要性。除了直接渠道外，氣候變化亦可透過改變土地及房屋供應、就業及家庭收入，以及生產力等宏觀金融狀況來影響樓價(即間接渠道)。接下來，我們的實證研究將專注於直接渠道，並希望為未來更有系統地研究間接渠道奠定基礎。

圖 B3.1：  
主要傳遞渠道



註：已作簡化，僅供說明之用。

資料來源：國際貨幣基金組織(2020)及金管局職員製作的圖解。

<sup>51</sup> 詳情請參閱《初步分析氣候變化對香港樓價的影響》(英文版本)，金管局研究備忘錄，2023/05。

<sup>52</sup> 金管局近期委託外部顧問開發一個雲端平台，銀行只需輸入本港物業的地址，便可評估不同情境下，實體風險對物業造成的影響。這標誌着金管局成為全球首批為銀行業提供此類工具的銀行監管機構之一。

<sup>53</sup> 一個被廣泛引用的例子是，由於政府頒布的新法例限制化石燃料的使用，化石燃料可能會被摒棄，即出現貶值，變成「擱淺資產」(stranded assets)。

### 實證研究策略

我們採用宏觀方法，估算與香港有關的氣候變量及相關風險敞口對香港平均樓價的影響。首先，我們使用內部的住宅物業成交大數據<sup>54</sup>，計算各區的平均成交價格，以此作為實證方程式中的因變量。其次，在解釋變量方面，我們如表B3.A所示，蒐集了相關的氣候變量及風險敞口測量值，然後將氣候變量與風險敞口測量值相乘，生成一個交互項，並將其納入實證模型中。最後，我們整理出一個涵蓋2000年至2021年的均衡面板（年度）數據集。在估算過程中，我們的實證模型亦加入了地區固定效應（以控制一些不會隨時間轉變並且不可觀察的地區差異）及年份固定效應（以控制在特定年份影響所有地區的不可觀察因素）。

**表 B3.A**  
解釋變量

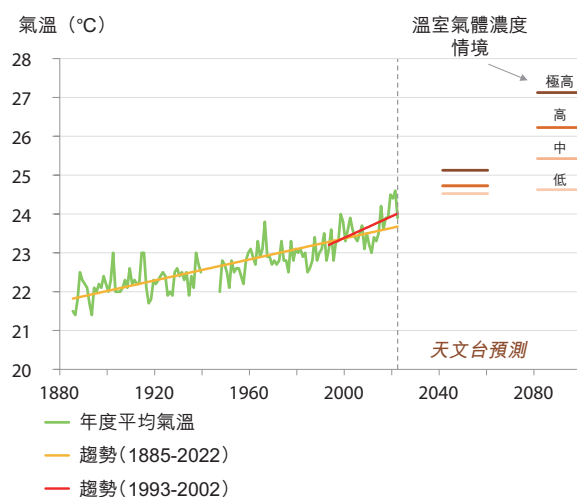
變量	解說
(i) 某區平均氣溫 × 該區成交住宅物業平均樓齡	較炎熱的氣候可能會導致水電需求及保養成本的增加（尤其是樓齡較大的樓宇或房屋），從而提高擁有住宅的持有成本或購買作出租物業的投資成本。
(ii) 特定年份強颱風的發生次數 × 某區沿岸風險點的數目	強颱風可能會引發暴雨、狂風、風暴潮、巨浪、海水倒灌及水浸等災害，或會對部分高風險沿岸地區的樓價造成不利影響。
(iii) 某區的降雨量 × 該區水浸規模及水浸黑點數目	降雨量增加可能會導致嚴重水浸及其他物業出現損毀，從而降低物業的舒適度價值。在部分地勢較低的內陸地區，特別是排水系統較差或排水能力不足的地區，更容易受此類風險所影響。

資料來源：金管局職員。

### 實證結果及預測

香港的氣候正逐漸變暖，而住宅物業亦逐漸老化。香港天文台收集的資料顯示，多年來香港的平均氣溫呈上升趨勢，而這一趨勢在最近數十年似乎有所加快（見圖B3.2）。根據香港天文台假設的不同溫室氣體濃度情境（「低」、「中」、「高」、「極高」），平均氣溫在2022年後可能會進一步上升，比如在2041年至2060年期間（以下簡稱為大約2050年）可能會升至超過攝氏24度。另一方面，我們的物業成交大數據顯示，本港成交物業的平均樓齡正逐漸增加，由2000年初的約14年增加至2021年的約26年。

**圖 B3.2**  
香港年度平均氣溫及其預測



資料來源：香港天文台及金管局職員估計數字。

<sup>54</sup> 詳情請參閱金管局2022年3月《貨幣與金融穩定情況半年度報告》中的「專題4：利用成交大數據監察香港非銀行機構提供的住宅按揭貸款」。

全球暖化會影響世界不同地區的房地產價格。我們的估算結果顯示，全球暖化長遠亦會影響香港樓價，但潛在影響較小。為方便理解我們的估算結果，我們採用天文台假設的「高」溫室氣體濃度情境，預計到大約2050年，平均氣溫將上升至超過攝氏24度，並進一步評估氣溫上升對樓價的長期影響。透過對未來住宅樓宇的平均樓齡作進一步假設，我們估算氣溫上升及樓宇老化會對香港平均樓價構成影響。然而，即使在樓宇進一步老化的情況下，這些影響可能每年不到1%。

隨着氣溫不斷上升，香港近年遭遇的颱風更為強烈，可能對高風險地區造成影響。我們的估算結果顯示，雖然強颱風（8號或以上風球，而不是較低級別的風球）出現頻率變密或會對樓價造成不利影響，尤其是一些高風險地區，但預計截至大約2050年為止其累計影響甚小。

最後，我們的宏觀研究結果顯示，降雨量增加及相關水浸過往對平均樓價的影響甚微。除了氣溫外，香港的年降雨量亦逐年攀升。天文台預測全球暖化將導致降雨量進一步增加，從而可能會導致內陸水浸的問題。我們採用政府渠務署識別的水浸黑點去衡量受影響的程度（即風險敞口）。事實上，根據渠務署的評估，水浸黑點的數目及其水浸規模在我們的樣本期內均有所減少。估算結果進一步揭示，即使在「極高」的溫室氣體濃度情境下，直至大約2050年，降雨量增加（並透過內陸水浸的災害）對樓價的累計影響仍然低於1%。這在一定程度上歸功於政府多年來實施的預防策略及改善措施（例如改善排水系統）。更重要的是，氣候相關風險的不利影響可以透過減少風險敞口予以緩解<sup>55</sup>。

必須指出的是，以上的估算結果並非對香港於大約2050年的實際樓價預測，部分原因是物業市場亦會受到其他供求因素所影響，而未來的紓緩措施（例如《香港氣候行動藍圖2050》）亦有可能減輕相關的潛在不利影響。

<sup>55</sup> 香港在2023年9月遭遇據稱是「500年一遇」的暴雨，令本港排水系統承受巨大壓力。我們可能需要更多的科學證據，才能決定是否需要修訂現有的氣候預測及風險敞口假設。然而，如果(i)未來年降雨量隨着極端暴雨更為頻密而甚至高於現時假設，或者(ii)相關風險敞口在現有排水系統的設計限制下被評估為更大，則降雨量對樓價的影響或會更為顯著。隨着未來數據的不斷累積，研究分析此場暴雨對樓價的影響將有助我們了解最新情況。

## 政策啟示及結語

總括而言，與世界上許多地方一樣，全球暖化及其他氣候變化或會對本港樓價產生影響，部分成因來自氣溫上升和物業老化，以及強颱風及相關災害的頻密發生。然而，這些氣候變化的影響並非永恆不變；它們取決於風險敞口，例如容易受影響的住宅覆蓋範圍等。更重要的是，我們可以採取措施減低風險敞口並減輕氣候變化對樓價的影響。展望未來，加快市區重建和推廣綠色環保及節能樓宇（即「節能綠建」），或有助減低炎熱氣候風險；而政府建議的大規模海岸防禦措施及防浪牆升級工程則可望在一定程度上緩解與颱風相關的風險。從更宏觀的角度來看，致力於實現碳中和，以及利用綠色及可持續金融作為激勵手段，都至關重要。

最後，有一點需要特別留意。由於香港天文台的部分氣候預測將隨時間而有所修訂，且未來可能會有更多的氣候變量或風險敞口數據可供參考，因此我們的研究結果僅應被視為對這一課題的初步分析。

## 參考文獻

國際貨幣基金組織（2020年），國際貨幣基金組織2020年4月《全球金融穩定報告》第五章「氣候變化：實體風險及股價」。