



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

2024年9月

本報告分析2024年2月底至2024年8月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2024年9月

目錄

1. 總結及概述	3
2. 全球環境及展望	9
2.1 外圍環境	9
2.2 中國內地	11
3. 本港經濟	21
3.1 實體經濟活動	21
3.2 勞工市場狀況	23
3.3 通脹	23
4. 貨幣及金融狀況	29
4.1 匯率及資金流	29
4.2 貨幣環境及利率	30
4.3 股市	34
4.4 債券市場	36
4.5 物業市場	39
5. 銀行業表現	43
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 風險及穩健性	55
專題1 商用物業市道低迷下房地產投資信託基金面臨拋售物業及 信貸降級的風險評估：壓力測試方法	14
專題2 分析企業的ESG表現在全球價值鏈中的漣漪效應	18
專題3 分析研發投資對本港長遠經濟增長的影響	25
專題4 評估數碼化應用對銀行財務表現的影響：基於電腦文字分析 方法的新證據	59

詞彙

1. 總結及概述

於回顧期內，雖然全球經濟增長保持穩健，但通脹降溫進程緩慢且曲折。加上貿易緊張局勢可能再度升溫，或會導致供應鏈受阻及貿易商品通脹上升，對全球經濟及通脹前景構成重大風險。隨着勞動市場呈現放緩跡象，美國聯邦儲備局（美聯儲）在9月降息50點子。然而，未來的減息步伐仍有不少變數，因為美聯儲需要在維持經濟增長動力與控制通脹上行風險之間取得平衡。

香港的外匯及銀行同業市場交易繼續暢順有序。2024年首七個月的存款總額有所增加，而銀行信貸總額在信貸需求疲弱的背景下溫和減少。與此同時，隨着2月下旬政府放寬相關政策，住宅物業市場一度有所改善，但其後回軟。展望未來，美國貨幣政策利率走向存在不確定因素，加上地緣經濟碎片化，將繼續對本港銀行業構成挑戰。銀行在管理這些風險因素對其貸款組合的資產質素的潛在影響時須保持警惕，並繼續保持充足的撥備額。

外圍環境

於回顧期內，全球經濟增長整體保持穩健。在8月初，由於日圓套息交易平倉，加上市場再度憂慮美國經濟衰退，全球金融市場出現拋售，促使市場預期美聯儲將在2024年大幅放寬貨幣政策。雖然金融市場其後回穩，而美聯儲亦在9月降息50點子，但未來的減息步伐仍有不少變數，因為美聯儲一方面要維持經濟增長動力，另一方面亦要控制通脹上行風險，這些風險緣於服務業通脹回落進度停滯，以及11月美國總統大選前財政及貿易政策上的不明朗因素增加。

美聯儲需要在兩者之間取得平衡。與此同時，持續高企的環球利率可能會拖累全球商用物業市場。專題1評估在商用物業市場低迷時，全球房地產投資信託基金(REITs)面臨拋售物業及信貸降級的風險。

在亞洲新興市場，於8月初的全球金融市場拋售使區內貨幣及股票市場波動。不過隨後波動緩解，區內金融體系整體保持穩健。展望未來，區內仍面臨在依然高企的利率之下企業債務償還能力減弱的風險，而地緣政治不明朗因素亦可能干擾全球供應鏈導致價格飆

升。長遠而言，區內面對氣候變化的挑戰。鑑於區內經濟體與全球價值鏈緊密相連，而全球價值鏈造成的碳排放不容忽視，因此有需要繼續努力綠化其全球價值鏈。專題2探討全球價值鏈如何有潛力成為相關企業改善環境、社會及管治(ESG)實踐的渠道。

中國內地整體經濟在2024年上半年按年增長5%，增速與官方的年度增長目標相符，部分得益於政策支持力度加大。儘管如此，經濟復甦步伐仍然不均衡，其中外貿表現穩健，但內需及房地產市場活動疲弱。短期經濟前景仍面臨多重挑戰，包括國內有效需求不足及國際地緣戰略環境日趨複雜（例如美國及歐盟提高對華關稅）。長遠而言，隨着經濟轉向高質量發展，三中全會強調的推動新質生產力和深化改革將為經濟增長提供有力支持。

本港經濟

香港經濟於2024年上半年保持穩健增長，實質本地生產總值於第1季及第2季分別按年增長2.8%及3.3%。經濟增長的動力主要來自強勁的貨物出口，這主要受惠於外圍需求改善，以及電子產品訂單在科技周期持續復甦下有所增加。然而，旅遊服務輸入的復甦步伐較其輸出為快，令服務輸出淨額拖累本地生產總值增長。本地方面，私人消費開支在疲弱的消費

者信心下轉弱，投資開支亦因金融狀況偏緊而持續受壓。

展望未來，預料香港的經濟增長將保持溫和。在強勁的外圍需求，尤其是電子產品需求的帶動下，商品出口可望進一步增長。與此同時，政府致力推廣盛事活動，加上內地當局的旅遊政策支持，將繼續推動訪港旅遊業。另一方面，隨着本地居民及訪港旅客的消費模式轉變，零售業或會繼續面臨挑戰，而資本開支在仍然高息的環境下亦可能會繼續受壓。

考慮到今年上半年的實際情況，政府維持2024年實質本地生產總值增長預測在2.5%–3.5%。此經濟前景受眾多風險及不明朗因素所影響，包括美國政策利率走向、全球經濟增長前景、貿易緊張局勢升溫，以及即將舉行的美國總統大選。為發掘新的經濟增長點，政府近年致力支援研究及開發（研發）工作。專題3分析用於研發的投資如何推動香港長遠經濟增長。

勞工市場持續穩健，失業率在過去數月維持在約3.0%的低位。儘管勞動人口仍低於疫情前水平，但近月已略為增加。展望未來，持續的經濟復甦或會繼續支撐勞工需求，而政府推出的各項吸引人才及輸入勞工計劃，將有助紓緩人力短缺問題，並透過吸納更多年輕人，為勞動人口注入新動力。

物價方面，今年首八個月的基本通脹率維持在0.8%至1.2%的溫和水平。短期內，由於外圍價格壓力減退，將可能有助抵銷本地勞工成本及房屋租金上漲的壓力，因此預期本地通脹將保持溫和。

貨幣狀況及資金流動

主要受到股息相關的資金需求支持，港元於2024年4月下旬至5月中轉強。在8月初，由於市場憂慮美國經濟可能出現衰退，以及預期美聯儲將以更快及更大幅度減息，觸發套息交易平倉及港元短倉平倉，港元一度急升，其後保持穩定。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8月底為449億港元。此外，銀行之間的日常運作以至結算活動繼續暢順有序。

香港的銀行同業市場交易亦繼續暢順有序。隨着第1季季末之後季節性資金需求減退，香港銀行同業拆息(HIBOR)在4月初有所放緩，其後在與股票及股息相關的資金需求帶動下，同業拆息自4月下旬略為回升，並於8月初隨着股息高峰期過去而再度放緩。零售方面，美聯儲在2024年9月下調其政策利率後，多家本地銀行相繼下調其最優惠貸款利率25個基點。與此同時，新造按揭的平均貸款利率由2024年1月的4.13%稍微增加至2024年7月的4.14%。

於2024年首七個月，香港的離岸人民幣(CNH)資金池擴大，人民幣客戶存款及存款證餘額增加至2024年7月底的11,856億元人民幣。人民幣貸款餘額及人民幣貿易結算額繼續穩步增長。2024年首七個月，人民幣即時支付結算(RTGS)系統的日均成交額維持在33,271億元人民幣的高水平。

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，金管局擴大人民幣流動資金安排的合資格抵押品名單，納入由國家財政部和內地政策性銀行發行的在岸人民幣債券，已於2024年2月26日生效。自實施以來，市場反應正面，已有多家在港銀行成功利用在岸債券從金管局獲取流動性。在產品方面，內地與香港不斷升級及拓展兩地間的一系列互聯互通計劃，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及風險管理工具的種類，進一步促進兩地市場之間的雙向流動。金融基建方面，債務工具中央結算系統(CMU)正進行重大修訂，以提升其營運能力及產品選擇，以更好支持人民幣債券發行及相關託管服務的增長。截至2024年6月，「多種央行數碼貨幣跨境網絡」(mBridge)項目已進入「最簡可行產品」階段。而擴大數字人民幣在香港的試點範圍亦取得進一步成果，便利香港居民開立和使用數字人民幣錢包(數幣錢包)，並支援透過香港的「轉數快」為數幣錢包增值，從而提升商業及零售用戶的跨境支付及結算效

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、「粵港澳大灣區」倡議及「一帶一路」倡議等方面繼續發揮獨特作用。

資產市場

在市場氣氛改善的背景下，本港股市於2024年4月至5月期間顯著反彈。恒生指數隨後進行整固，然後在8月再次上升。儘管環球股市在8月初因市場再度憂慮美國經濟前景以及日本央行加息後觸發日圓套息交易平倉而急挫，環球股市於回顧期內仍持續上漲。整體而言，恒生指數由2024年2月底至2024年8月底上升8.9%，同期摩根士丹利國際資本世界指數錄得9.7%的升幅。

美國10年期國債及港元10年期政府債券的收益率在回顧期內有所波動，並在接近7月底時因市場憂慮美國經濟前景而導致收益率顯著下跌。儘管利率波動，在穩定發行的支持下，香港債券市場於2024年上半年繼續錄得穩健增長。

展望未來，美國經濟前景和即將舉行的美國總統大選的不確定性、環球金融市場上日圓套息交易潛在進一步的平倉活動，以及地緣政治局勢持續緊張，均會對

本港股市的短期表現構成波動。此外，市場對內地當局支持內地經濟的政策措施的預期，將繼續是帶動本港股市情緒的主要因素。與此同時，本港債券市場的短期前景將繼續受到主要先進經濟體系的利率走勢影響。

於回顧期內，當局推出多項政策措施來推動本港綠色和可持續金融的發展。相關措施包括延長綠色和可持續金融資助計劃、發表香港可持續金融分類目錄，以及在政府可持續債券計劃（前稱政府綠色債券計劃）下發行新的綠色債券。最新的綠色債券發行亦包括首次發行的20年期及30年期人民幣債券，將有助延長離岸人民幣收益率曲線，進一步豐富離岸人民幣投資產品的選擇，助力人民幣國際化的穩慎有序推進。

在2024年2月下旬宣布放寬樓市政策後，住宅物業市場一度有所改善，但其後回軟。其中，由於美國政策利率走向再現不明朗因素，市場氣氛自5月起轉弱，住宅成交量由4月的近期高位8,551宗回落至6月至8月的每月平均3,744宗。由於市場氣氛轉弱，加上發展商以具競爭力的價格推出新盤，二手住宅價格在5月至8月期間下跌5.7%，扭轉3月至4月錄得的2.4%升幅。

隨着樓價變動，負資產住宅按揭貸款宗數在2024年3月底增至32,073宗，隨後於2024年6月底輕微減少至30,288宗。這些個案涉及銀行職員的住屋按揭貸款或按揭保險計劃的貸款，由於按揭保險計劃對申請人的還款能力有嚴格要求，此類貸款的拖欠比率仍維持在較低水平。此外，金管局自2009年起推行的宏觀審慎措施，已有效控制新造按揭貸款的平均按揭成數及平均供款與入息比率。加上截至2023年底，超過一半的私人住宅物業並無任何未償還按揭。整體而言，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。

住宅物業市場的短期前景受多項不明朗因素及風險所影響。具體而言，金融狀況偏緊及一手市場累積的供應量，可能對市場進一步構成壓力。然而，美聯儲踏入寬鬆週期，加上勞工市場維持穩健以及政府多項招商引資和吸引人才的政策，或會為房屋需求提供一定支持。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。根據政府預測，私人住宅落成量及相應的市場供應量於未來幾年預期仍會維持在高位。

商用物業市場方面，成交量持續低迷，價格進一步下滑，各類物業的租金亦持續疲軟。市場前景於短期內仍然充滿挑戰。其中，零售業銷售疲弱將繼續拖累零

售商舖市場，而由於近年寫字樓的空置率在落成量上升下持續偏高，或會進一步對其資本及租金價值構成壓力。儘管如此，政府早前推出的「新資本投資者入境計劃」將商用物業納入為獲許投資類別，可能為市場帶來一定程度的支持。與此同時，內地擴大「個人遊」計劃範圍及提高內地旅客免稅購物額度，或有助刺激旅客消費，並為零售銷售及零售商舖帶來支持。

銀行業表現

零售銀行的稅前經營溢利在2024年上半年較去年同期溫和增長6.2%，帶動資產回報率在回顧期內升至1.18%。盈利增加是由於持有作交易的投資收入上升，但部分升幅受淨利息收入的減少，以及總經營支出及貸款減值撥備的增加所抵銷。由於利息支出的增長快於利息收入的增長，零售銀行在2024年上半年錄得的淨息差較2023年同期輕微收窄。

在高息環境持續下，信貸需求疲軟，銀行信貸於回顧期內溫和減少。以半年計，2024年上半年所有認可機構的貸款及墊款總額減少1.9%，主要是由於本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款均有所下跌。與此同時，所有認可機構的特定分類貸款比率在2024年上半年有所上升，但仍維持在可控水平。

整體而言，基於其強勁的資本及流動性狀況，香港銀行業仍保持穩健及韌性。本地註冊認可機構的總資本比率在2024年6月底處於21.1%的高位，遠高於8%的國際最低要求。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2024年第2季分別為183.3%及67.9%，遠高於法定最低要求。

從較長期的角度而言，近期科技發展及銀行業內數碼創新日益普及的趨勢，可能有助提升銀行的財務基礎及表現。專題4以全球多個地區上市的銀行為樣本，運用電腦文字分析方法，以新的實證證據評估數碼創新的好處。值得注意的是，專題通過使用銀行業績電話會議紀錄建構的文字指標分數作衡量，發現數碼化程度較高的銀行往往表現更佳，市場估值亦更高。儘管數碼創新有上述好處，但隨着技術不斷發展，新的

挑戰和風險亦無可避免出現。為了安全及可持續地利用科技創新，銀行與監管機構必須緊密合作，以確保主要的風險管理原則得到充分落實。

展望未來，在特定分類貸款比率將可能會趨向2%的歷史長期平均水平的背景下，美國貨幣政策利率走向存在不確定因素，加上地緣經濟碎片化，將繼續對本港銀行業構成挑戰。鑑於高息環境對企業的償債能力的影響，銀行在管理相關風險因素對其貸款組合的資產質素的影響時須保持警惕，並繼續保持充足的撥備額。

《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

於回顧期內，日本央行的政策立場轉趨鷹派，加上市場再度憂慮美國經濟衰退，觸發日圓套息交易平倉，全球金融市場在8月初出現拋售。雖然金融市場其後回穩，而美聯儲亦在9月降息50點子，但其往後的減息步伐仍有不少變數，因為它需要在維持經濟增長動力與控制通脹上行風險之間取得平衡。

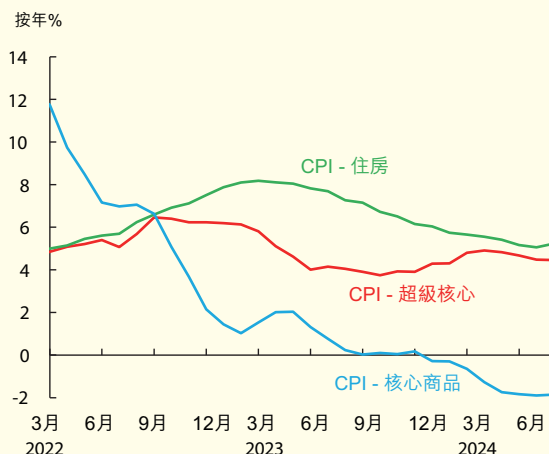
儘管美國息口仍然高企，亞洲新興經濟體的金融體系仍然穩健。展望未來，仍然高息的環境將繼續對企業的債務償還能力構成挑戰，而日益緊張的貿易關係亦不利區內出口的復甦。

中國內地整體經濟在2024年上半年按年增長5%，增速與官方的年度增長目標相符，部分得益於政策支持力度加大。儘管如此，經濟復甦步伐仍然不均衡，其中外貿表現穩健，但內需及房地產市場活動疲弱。短期經濟前景仍面臨多重挑戰，包括國內有效需求不足及國際地緣戰略環境日趨複雜（例如美國及歐盟提高對華關稅）。長遠而言，隨着經濟轉向高質量發展，三中全會強調的推動新質生產力和深化改革將為經濟增長提供有力支持。

2.1 外圍環境

於回顧期內，儘管全球經濟增長整體保持穩健，但美國因核心服務業通脹膠着而導致通脹回落進展停滯（圖2.1）。

圖 2.1
美國：按主要組成部分劃分的消費物價指數 (CPI) 通脹率



註：「超級核心」通脹指剔除住屋後的核心服務通脹。
資料來源：CEIC。

自7月下旬以來，美聯儲貨幣政策前景的不確定性進一步加劇，原因是美國勞工市場數據遜於預期，導致市場再度憂慮美國有經濟衰退的風險，以及日本央行貨幣政策立場轉趨鷹派，引發日圓套息交易平倉及全球金融市場出現拋售。

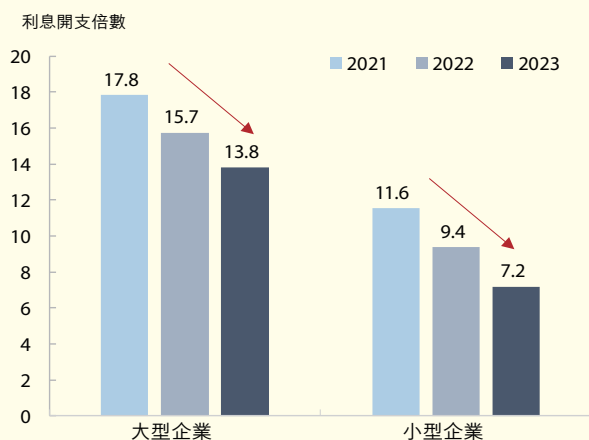
雖然金融市場波動其後已有所緩和，而美聯儲其後在9月減息50點子，但未來的減息步伐仍有不少變數，因為美聯儲可能需要在維持經濟增長動力與控制通脹上行風險之間取得平衡，後者來自服務業通脹回落進度停滯，以及11月美國總統大選之前貿易與財政政策的不明朗因素增加。

此外，在公共債務攀升等結構性趨勢下，自然利率近年來不斷上升，或會限制美聯儲放寬貨幣政策的空間。環球利率持續高企可能對資產估值構成壓力，拖累全球商用物業市場，並加重主權國家及企業的債務負擔。專題1評估在商用物業市場低迷時，全球房地產投資信託基金(REITs)面臨拋售物業及信貸降級的風險。

8月初，由於日圓套息交易平倉以及憂慮美國經濟可能衰退，全球金融市場出現拋售，導致區內貨幣及股市波動。不過，有關波動已受到控制，區內金融體系整體保持穩健。穩健的外匯儲備、強化的宏觀金融政策架構，以及強健的銀行資本及流動資金狀況，都為區內金融體系穩定提供支撐。

展望未來，區內經濟體面臨兩個主要風險。首先，雖然在疫情期間累積的企業現金緩衝抵禦了融資成本上升帶來的壓力，但相關緩衝在過去兩年已有所縮減。再者，儘管大型企業的償債能力仍比小型企業強，但不論大、小型企業的利息覆蓋率都有所下降(圖2.2)。

圖 2.2
亞洲新興市場：非金融上市企業的利息覆蓋率



註：棒形圖顯示每類企業當年的利息覆蓋率中位數。利息覆蓋率的計算公式為 EBITDA／利息支出。大型企業指 2024 年 5 月中市值超過 10 億美元的企業；小型企業指市值低於 10 億美元的企業。所有年份的計算均採用來自 11 個亞太區經濟體的同組企業 (2,593 家大型企業及 9,396 家小型企業)。

資料來源：S&P Capital IQ 及金管局職員計算數字。

其次，即將舉行的美國總統大選及地緣政治事件的不明朗因素都對地區出口表現構成風險。此外，地緣政治衝突可能擾亂全球價值鏈，導致價格飆升，並增加全球通脹回落至各央行通脹目標的難度。長遠而言，地緣政治日益碎片化，可能導致全球貿易模式及全球價值鏈進一步重組。

從可持續發展角度來看，亞洲新興地區亦面臨氣候變化的挑戰。由於區內經濟體高度參與全球價值鏈，而全球價值鏈造成的碳排放不容忽視，因此有需要繼續努力綠化其全球價值鏈。¹ 專題 2 探討全球價值鏈如何有潛力成為相關企業改善 ESG 實踐的渠道。

2.2 中國內地

經濟表現和政策回應

受惠於中央政府加大財政支持力度，以及財政政策與貨幣政策之間更好的協調²，內地經濟在 2024 年上半年按年增長 5%，增速與官方年度經濟增長目標的約 5% 相符。然而，內地的實質國內生產總值按年增長率由第 1 季的 5.3% 放緩至第 2 季的 4.7% (圖 2.3)。³ 此外，經濟復甦步伐仍然不均衡，其中外貿表現穩健，但內需及房地產市場活動疲弱。

圖 2.3
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 及金管局職員估計數字。

¹ 請參閱亞洲開發銀行 (2024)《亞洲經濟一體化報告》。

² 相關財政支持政策包括大規模設備更新、(耐用) 消費品以舊換新計劃，以及發行超長期特別國債 (2024 年將發行 1 萬億元人民幣)。貨幣政策方面，人民銀行於 2 月 5 日將存款準備金率下調 50 個基點，五年期貸款市場報價利率於 2 月 20 日亦下調 25 個基點至 3.95%。

³ 按季比較，經季節性調整的實質國內生產總值增速由第 1 季的 1.6% 放緩至第 2 季的 0.7%。

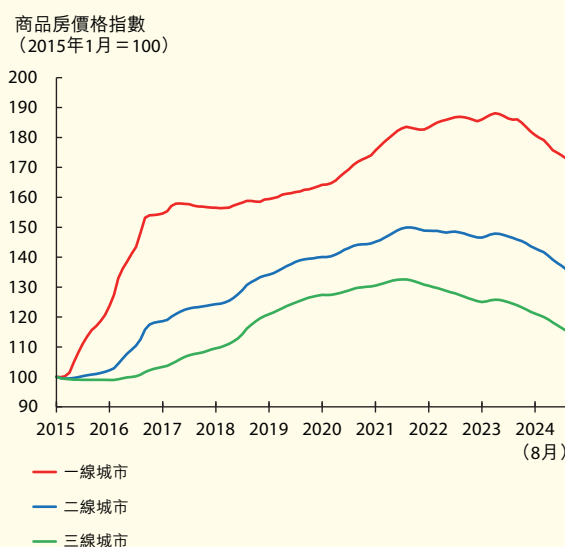
短期而言，在寬鬆政策及優化政策框架的推動下，內地經濟有望持續復甦。⁴然而，在內需不足及複雜的國際地緣戰略環境下（例如美國及歐盟提高對華關稅⁵，以及美國總統大選後貿易政策的高度不確定性），短期經濟增長前景仍然面臨多重阻力。長遠而言，隨着經濟轉向高質量發展，三中全會宣布的深化改革措施將為經濟增長提供有力支持。相關改革措施包括以戶籍和土地改革推動新型城鎮化、健全保障和改善民生制度體系、完善中央和地方的財政收支關係、培育新質生產力等。

整體消費物價指數(CPI)通脹率於2024年首八個月的大部分時間均為正數，但仍偏向溫和。早前由食品價格帶來的對整體通脹率的下行壓力已有所緩和，而非食品通脹則保持溫和。剔除食品及能源價格的核心通脹率在1月至8月平均為0.6%。人民銀行在貨幣政策會議上重申將繼續促進物價溫和回升。與此同時，整體失業率基本穩定在5%左右，其中16–24歲及25–29歲年齡組別的失業率於3月至6月期間下降後，在7月及8月因受到傳統畢業季節影響而有所回升。

資產及信貸市場

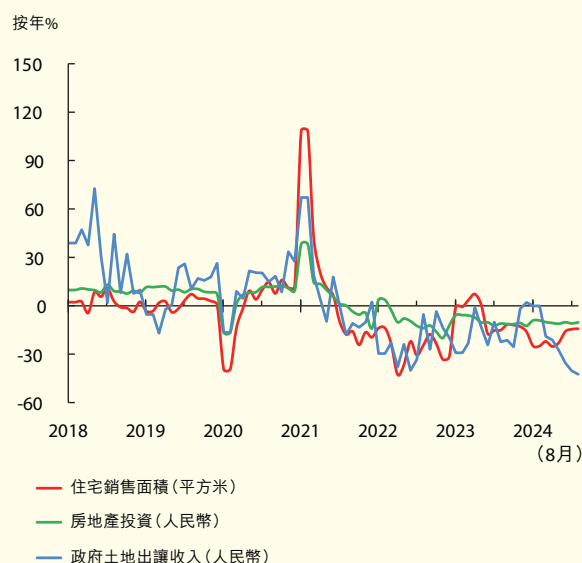
房地產市場在2024年首八個月仍然疲弱。各線城市的住宅物業價格持續下跌（圖2.4）。房地產市場活動亦持續低迷，其中銷售、投資及政府土地出讓收入按年均顯著下跌（圖2.5）。

圖 2.4
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 2.5
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。

⁴ 例如，人民銀行在7月初完善貨幣政策框架，包括(i)宣布將向部分公開市場業務一級交易商開展國債借入操作，並在二級市場出售，(ii)創設新的公開市場操作工具（即比7天期逆回購利率低20個基點的臨時隔夜正回購，以及比7天期逆回購利率高50個基點的臨時隔夜逆回購），使人民銀行實現對短期利率的精準調控，為縮窄利率走廊創造條件。7天期逆回購利率、1年期及5年期貸款市場報價利率以及常備借貸便利利率均於7月22日下調10個基點，而1年期中期借貸便利利率則於7月25日下調20個基點並於9月25日再下調30個基點。當局公布20項刺激消費的措施，並將安排3,000億元人民幣的超長期國債資金，支持設備升級和消費品以舊換新。人民銀行於9月24日宣布短期內將下調存款準備金率0.5個百分點以及下調7天逆回購利率20個基點至1.5%。這將會帶動貸款市場報價利率下降20至25個基點。

⁵ 預期新關稅上調措施對中國貨物出口及國內生產總值的直接、短期影響可控，部分反映(i)被加徵關稅的貨物佔中國出口總額的比重較小，以及(ii)潛在的供應鏈及出口市場多元化有助減輕影響。

為此，當局在2024年4月的政治局會議上將政策重點轉向房地產去庫存。隨後，一系列新的配套措施相繼推出，包括：(i) 鼓勵地方政府購儲現有庫存房作為保障性住房；(ii) 人民銀行設立保障性住房再貸款機制幫助去庫存；(iii) 將最低首付比例降至歷史最低水平；以及(iv) 取消房貸利率下限。人民銀行在9月24日宣布一系列政策措施，包括下調存量房貸利率平均50個基點，並統一首套房和二套房的房貸最低首付比例，將全國層面的二套房貸款最低首付比例由25%下調到15%。展望未來，隨着房地產發展模式轉型，房地產市場將由高速、高槓桿發展轉向穩健、高質量發展。⁶

銀行業整體風險仍然受控，平均不良貸款率維持在可控的低水平(表2.A)。此外，內地大型銀行的撥備覆蓋率遠高於監管要求(2024年6月為253.8%)。在資金湧入債市下，人民銀行已加強對於個別規模較小銀行的長期國債投資策略的檢查，以便在收益率意外上升的情況下，可遏制利率和期限錯配風險。

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(%)	2023年 6月	2023年 12月	2024年 6月
國有商業銀行	1.29	1.26	1.24
股份制商業銀行	1.29	1.26	1.25
城市商業銀行	1.90	1.75	1.77
農村商業銀行	3.25	3.34	3.14

資料來源：CEIC。

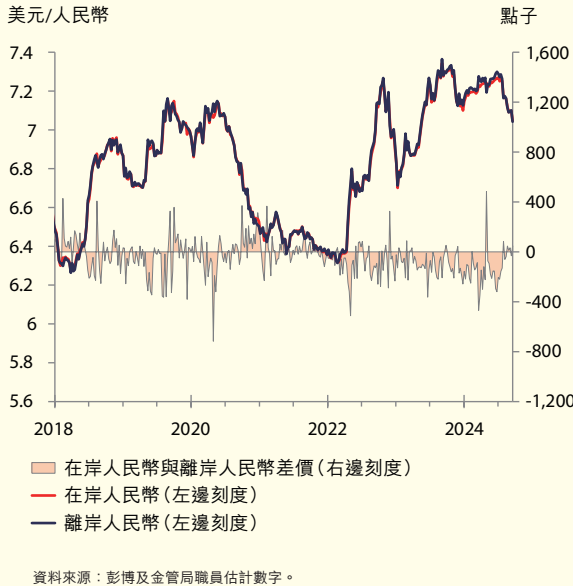
⁶ 在三中全會上，當局強調將：(i) 加大保障性住房建設和供給；(ii) 充分賦予各城市政府房地產市場調控自主權；(iii) 改革房地產開發融資方式和商品房預售制度；以及(iv) 完善房地產稅收制度。

⁷ 股市信心可能受多項因素提振，包括：(i) 4月推出的資本市場監管新「國九條」，其中提出加強新股發行監管、提高分紅水平，以及收緊對控股股東減持股份的限制；(ii) 國有資本買入交易所買賣基金(ETF)；以及(iii) 外資回補在中國市場的配置或者趁低吸納。

匯率及資金流指標

在岸(CNY)及離岸(CNH)人民幣兌美元在2024年首七個月走軟(圖2.6)，部分原因是美國「較長時間維持較高」的利率環境及美元整體走強。最近，人民幣兌美元顯著升值，部分反映日圓套息交易平倉以及美國降息。與此同時，人民銀行重申將保持人民幣匯率基本穩定。資金流方面，內地在岸債券市場在不同計劃下繼續錄得顯著資金流入，境外投資者持債規模亦有所擴大(表2.B)。「北向股票通」在2月至5月期間隨着內地股市反彈而錄得淨流入⁷，但在6月和7月則轉為淨流出。

圖 2.6
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	2024年 上半年	2024年 4月	2024年 5月	2024年 6月	2024年 7月
北向股票通	44	39	6	9	-44	-17
北向債券通	388	424	42	78	58	72
全球通及QFI	1147	676	85	153	94	156
銀行間市場外資持有量 變化	282	640	51	172	88	148

註：資金流以「北向股票通」、「北向債券通」、「全球通」及「QFI」的淨買入衡量。「全球通」及「QFI」分別指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。

資料來源：Wind、CFETS及金管局職員估計數字。

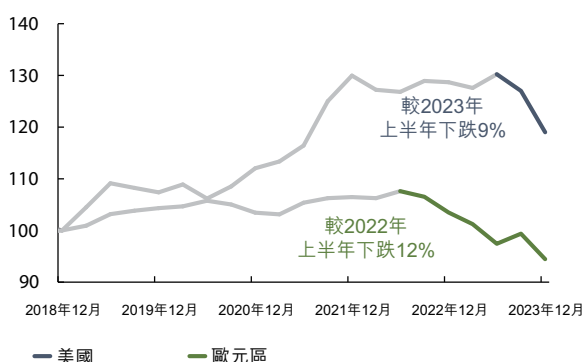
專題 1

商用物業市道低迷下房地產投資信託基金面臨拋售物業及信貸降級的風險評估：壓力測試方法

簡介⁸

在高息環境以及遙距工作、電子商務普及等結構性轉變的衝擊下，全球商用物業，尤其是寫字樓及零售商舖，面臨着貶值的壓力（圖 B1.1）。這無疑加劇了市場對商用物業投資者財務狀況的關注。其中，房地產投資信託基金（房地產基金）成為了主要關注對象，因為其資產約佔全球機構投資者持有的商用物業的四分之一（MSCI，2024）。⁹

圖 B1.1
主要經濟體的商用物業資產平均值
(2018 年底的水平 = 100)



註：

1. 每條曲線代表選定地區於2018年至2023年的商用物業平均資產價值水平（2018年底的水平 = 100），着色部分顯示從最近一次峰值開始的下降趨勢；
2. 文字部分表示選定地區的商用物業資產價值從最近一次峰值至2023年底的平均跌幅百分比；以及
3. 本圖表涵蓋美國及歐元區。至於亞太地區，國際貨幣基金組織（2024）指出該地區的商用物業資產價值在2023年下降約3%。

資料來源：國際結算銀行（2024）及金管局職員估計數字。

由於房地產基金通常受限於債務契約或信貸評級機構規定的槓桿限制（通常為資產總值的60%或以下），因此其應對物業貶值的措施可能會加劇商用物業市場下行的情況。¹⁰由於市道低迷持續推高其槓桿比率，房地產基金為避免觸發槓桿限制，可能被迫大幅折價拋售其商用物業資產以進行去槓桿化。這種去槓桿措施若被大規模實行，可能會導致商用物業市場進一步下行，並對整體金融體系造成影響。

為評估這一問題，我們在本專題中對全球房地產基金進行壓力測試，估算當商用物業市值自2023年底下跌10%（溫和情景）至40%（嚴重情景）時，對其物業出售量及信貸評級的影響。¹¹詳細的壓力測試框架及結果載於下文。

壓力測試框架

本專題的樣本取自S&P Capital IQ及彭博，涵蓋全球600個專注於寫字樓、零售、工業或多元界別的房地產基金，而這些行業正是當前商用物業市場低迷的重災區。¹²我們的壓力測試主要分為以下三個步驟：

⁸ 詳情請參閱梁栢豪等人：《商用物業市道低迷下房地產投資信託基金面臨拋售物業及信貸降級的風險評估：壓力測試方法》（英文版本），金管局研究備忘錄2024/07。

⁹ 此外，在2023年，全球房地產基金的商用物業總成交量估計佔市場總量的至少18%（世邦魏理仕，2024年）。

¹⁰ 詳情請參閱標準普爾全球評級的Lai(2023)、穆迪的Frankel(2014)以及太平洋投資管理公司的Olazabal等人(2012)的研究。

¹¹ 本專題的嚴重情景根據國際結算銀行（2024）的數據設定，與1993年至2023年期間作出報告的地區在商用物業資產價值的最大年度跌幅（如有相關數據）相若。

¹² 截至2023年底，樣本房地產基金已佔整體房地產基金約76%。

- i. 預測槓桿比率增加：假設在商用物業資產價值自2023年底下降10%至40%的情景下每個樣本房地產基金的債務資產比率(DAR)，藉以預測房地產基金槓桿比率的增加情況；
- ii. 估算槓桿增加的影響：利用固定效應迴歸模型，量化DAR每增加一個百分點對房地產基金物業出售量及信貸評級的平均影響。¹³如果DAR超過60%的臨界值，相關影響會更加顯著；以及
- iii. 模擬物業拋售及信貸評級：透過整合(i)DAR的預測變化與(ii)DAR對物業出售量及信貸評級的估算影響，模擬在不同情景下，房地產基金在下一年度物業出售量及信貸評級的相應變化。

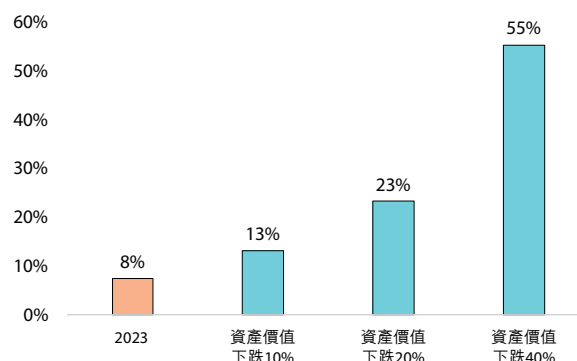
壓力測試結果

本部分呈列在不同情景下，房地產基金在(1)DAR、(2)物業出售量及(3)信貸評級方面的變化的壓力測試結果。

1) 在不同情景下，房地產基金的DAR會增加多少？

測試結果顯示，在不同情景下，房地產基金的DAR中位數會由2023年底的40%增加至介乎44%至67%之間。因此，有13%至55%的房地產基金將違反一般債務契約，高於2023年底8%的水平(圖B1.2)。

圖B1.2
違反一般債務契約規定的槓桿比率限制的房地產基金比例



註：各條形柱代表在選定情景下，DAR超過60%門檻的樣本房地產基金所佔比例，以佔樣本房地產基金總數的百分比表示。

資料來源：S&P Capital IQ及金管局職員估計數字。

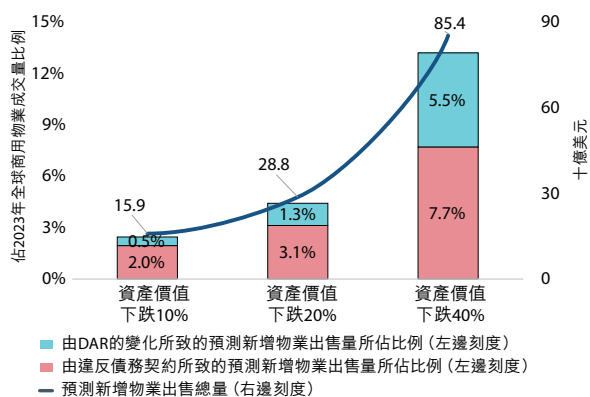
在個別上市地區或投資界別，違反一般債務契約的情況相對普遍。鑑於2023年底的槓桿水平較高，在美洲上市的房地產基金及投資於零售商舖和寫字樓的房地產基金，相較於在亞太區上市的房地產基金及工業房地產基金更容易出現槓桿違規。相關上市地區及投資領域的房地產基金可能面臨更大的拋售物業及信貸降級風險。

2) 在不同情景下，房地產基金拋售資產的力度如何？

考慮到房地產基金的DAR及違反一般債務契約的房地產基金的比例均顯著上升，本專題模擬了房地產基金在不同情景下物業出售量的增幅，該數值相當於2023年全球商用物業交易量的2.5%至13.2%(圖B1.3)。其中，這些物業出售量的增幅主要來自違反債務契約的房地產基金(圖B1.3橙色部分)。此結果反映了高槓桿的房地產基金為降低槓桿比率而出售資產的壓力。

¹³ 有關迴歸模型及結果，請參閱有關的金管局研究備忘錄。

圖 B1.3
房地產基金物業出售量的模擬增幅



註：

1. 曲線代表在選定情景下，樣本房地產基金於翌年的模擬物業出售量增幅（以十億美元為單位）；及
2. 各條形柱表示在選定情景下，樣本房地產基金的物業出售量在一年內的模擬增幅，以佔 2023 年全球商用物業交易量的百分比表示（世邦魏理仕，2024）。

資料來源：S&P Capital IQ、世邦魏理仕 (2024) 及金管局職員估計數字。

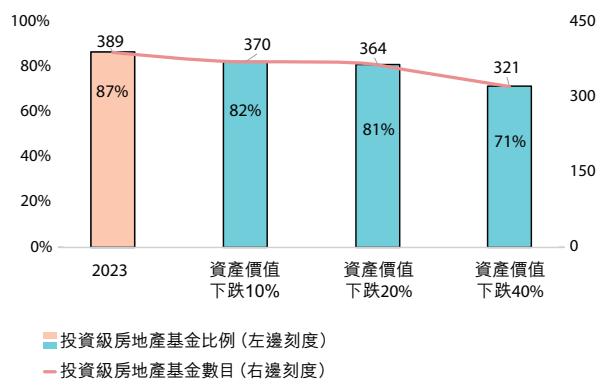
此外，不同上市地區及投資界別的房地產基金 DAR 水平差異亦反映在物業出售量的增幅上。按上市地區劃分，在任何情景下，大部分被拋售的物業來自在美洲上市的房地產基金，其份額佔模擬總額的 60% 至 88%。按投資界別劃分，在樣本中所有界別的房地產基金中，工業房地產基金的槓桿水平最低，因此其估計物業出售量增幅最小。

3) 在不同情景下，有多少房地產基金會被降級？

測試結果亦顯示，在不同情景下，有相當比例的房地產基金會因為 DAR 上升而失去「投資級」的信貸評級，估計投資級房地產基金所佔比例在一年內可由 2023 年底的 87% 降至 71% 至 82%（圖 B1.4）。此類信貸降級可能會產生嚴重的溢出效應。大量持有房地產基金的金融機構可能會因為證券價值低迷而蒙受直接損失。銀行作為房地產基金的最大債權人，如果房

地產基金的信貸評級惡化，銀行將面臨更大的違約風險。若發生大規模違約，銀行業與房地產業之間的聯繫或會引發信貸緊縮，嚴重衝擊金融體系。

圖 B1.4
投資級房地產基金的數目及比例



註：

1. 曲線代表在選定情景下樣本中投資級房地產基金的數目；
2. 各條形柱代表在選定情景下，樣本中投資級房地產基金所佔比例，以佔樣本房地產基金總數的百分比表示；以及
3. 鑑於部分房地產基金缺少信貸評級數據，本圖表僅使用部分樣本數據。

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

同樣地，不同上市地區及投資界別的房地產基金的信貸降級風險亦存在顯著差異。按上市地區劃分，在最嚴重的情景下，在美洲上市的投資級房地產基金所佔比例將由 2023 年底的 74% 下降 19 個百分點至 55%。相較之下，在亞太地區上市的房地產基金跌幅較小，最多只有 8 個百分點。按投資界別劃分，相較於其他房地產基金界別，工業房地產基金失去投資級評級的可能性最小。

結論及啟示

總而言之，本專題顯示在特定環境下，房地產基金將面臨槓桿比率上升、被迫拋售物業及信貸降級的重大風險。壓力測試結果亦顯示不同地區及界別之間的顯著差異。相較於亞太地區上市的房地產基金及工業房地產基金，在美洲上市的房地產基金以及投資於零售商舖或寫字樓的房地產基金更容易出現負債率過高、被迫拋售物業及信貸降級的現象。

由於利率走勢不明朗以及寫字樓及零售商舖需求疲弱，全球商用物業市場短期內可能繼續面臨挑戰。從金融穩定的角度來看，有必要密切監察商用物業投資者對商用物業市場發展的反應，尤其是他們為了降低負債率而對商用物業市場造成的影響。此外，亦應評估對銀行等更廣泛金融體系帶來的溢出風險，尤其是本次壓力測試所識別相對脆弱的房地產基金界別。

最後，由於本專題的壓力測試主要着重於房地產基金的槓桿對金融穩定的影響，因此可能無法涵蓋所有影響房地產基金保留或出售其物業組合的決定或影響其信用評級的因素。例如，房地產基金可能會透過二次公開發售而非出售資產募集資金，以減輕去槓桿化的壓力。此外，個別房地產基金可能會選擇出售資產，以便為未來的投資機會提供資金，而非償還債務。雖然本專題已對估算結果進行各類穩健性測試，但鑑於上述限制，讀者在詮釋有關結果時仍需謹慎。

參考文獻

BIS. (2024). Commercial property prices data set. Retrieved from <https://data.bis.org/topics/CPP>.

CBRE. (2024). Global investment activity stays subdued in Q4; Recovery expected in H2 2024.

Frankel, M. (2014). US REITs — REIT structure and bond covenants attenuate credit risk. Moody's Investors Service.

IMF. (2024). Global financial stability report. The last mile: Financial vulnerabilities and risks.

Lai, A. (2023). Uneven global office recovery is squeezing credit quality. S&P Global Ratings.

MSCI. (2024). MSCI real estate market size: The size of the professionally managed global real estate investment market in 2023.

Olazabal, J. & Arora, A. (2012). Real estate resiliency: The 'REIT Model' Proves its mettle. PIMCO.

專題 2

分析企業的 ESG 表現在全球價值鏈中的漣漪效應

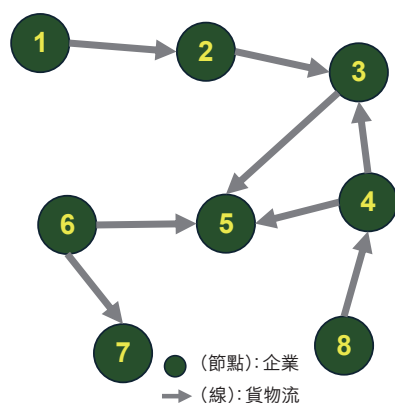
簡介

近年的研究顯示，環境、社會及管治(ESG)的實踐在客戶至供應商之間、以及全球價值鏈(GVC)同業之間，均存在正面的外溢效應。¹⁴此外，可持續金融已成為提升企業ESG表現的重要催化劑。本專題旨在探討參與GVC及獲取可持續金融對企業ESG表現的協同效應，並分析其對綠色轉型倡議的啟示。

數據及方法

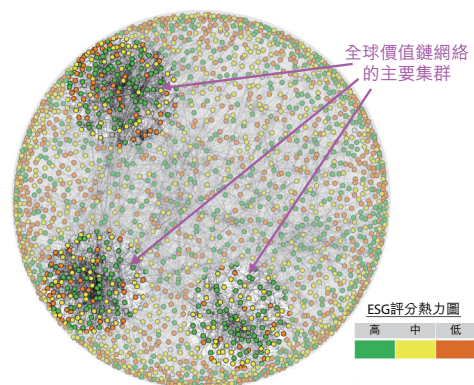
網絡分析技術是研究GVC網絡的合適工具，能提供全面的視角，並在迴歸分析上帶來有參考價值的指標。在有向的GVC網絡中，每個節點代表一家企業，而每條帶有箭頭的線代表一組貿易關係及貨物流向。例如，在圖B2.1中，企業2是企業1的客戶，也是企業3的供應商。

圖 B2.1
有向的 GVC 網絡圖例



為了呈現企業在GVC的參與度及其ESG表現之間的關係，圖B2.2展示了2021年的GVC網絡。¹⁵根據企業的ESG評分，節點顏色分為綠(高分)、黃(中等)、橙(低分)。本專題發現，在主要的GVC參與群(即連接密度較高的節點群，如粉紫色箭頭所指處)中，綠色節點的集中度明顯高於網絡中的其他位置。從這一觀察可見，企業於GVC的參與度與其ESG表現之間可能存在着正向關聯。

圖 B2.2
2021 年的 GVC 網絡與 ESG 表現



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

實證研究結果

1. 跨境及本地價值鏈的 ESG 漣漪效應

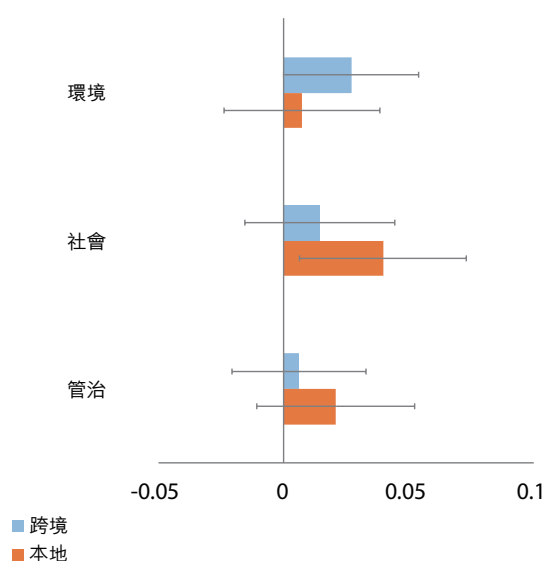
本專題利用 2020 年至 2022 年期間的企業層面數據作迴歸分析，以檢視 ESG 實踐如何在 GVC 上傳遞。具體而言，根據供應商所屬行業平均 ESG 分項評分(環境(E)、社會(S)及管治(G))的變化、其客戶 ESG

¹⁴ 請參閱Tang et al. (2023), "The spillover effect of customers' ESG to suppliers." *Pacific-Basin Finance Journal*, 78, 101947 及 Li et al. (2023), "How do ESG affect the spillover of green innovation among peer firms? Mechanism discussion and performance study" *Journal of Business Research*, 158, 113648

¹⁵ 此網路圖基於標普Capital IQ提供的全球客戶—供應商關係，以及Trucost提供的ESG評分所繪製。

分項評分的變化、客戶與供應商關係中的市場力量的淨差異（以標準化的度中心差表示）以及一系列控制變量，可對供應商的ESG分項評分作迴歸分析。¹⁶為探究ESG的漣漪效應在跨境和本地價值鏈¹⁷之間的差異，本專題將客戶—供應商的數據集分割為兩個子樣本作迴歸分析。圖B2.3顯示了兩種價值鏈中與客戶各ESG分項相關的迴歸系數。

圖 B2.3
客戶企業在 ESG 分項評分的估計系數



註：誤差線代表估計系數的95%置信區間。

資料來源：金管局職員估計數字。

如圖B2.3所示，跨境客戶的環保實踐會正面影響供應商的環保表現。這與跨境價值鏈中原材料採購、碳足跡等環境問題受到高度重視的事實相符。此外，由於不同地區的環保法規不盡相同，跨境客戶企業可能需要在價值鏈中實施最高標準的環保規程，從而為供應商，尤其是位於法規較寬鬆地區者，提供了提升環保表現的契機。

另一方面，如圖B2.3中的正向並顯著的系數所示，客戶企業的社會表現對其本地價值鏈中的供應商產生溢出效應。諸如勞工權益及工作安全等社會議題，往往受地域和文化因素所影響。社會議題的爭議和抨擊或會損害相關企業在本地市場中的聲譽。

2. 可持續融資在GVC網絡中的影響

可持續融資（例如ESG債券）是一種創新的融資工具，為企業加快進行綠色及可持續發展的轉型提供誘因。為提升ESG表現，ESG債券發行人可能要求其供應商採用更高的ESG標準，而促使上游企業強化ESG實踐，¹⁸進而在整個GVC網絡中產生正面的漣漪效應。

¹⁶ 有關方法及估計結果的詳情，請參閱Yip & Wong (2024)，《分析企業的ESG表現在全球供應鏈中的漣漪效應》(英文版本)，金管局研究備忘錄，2024/06。

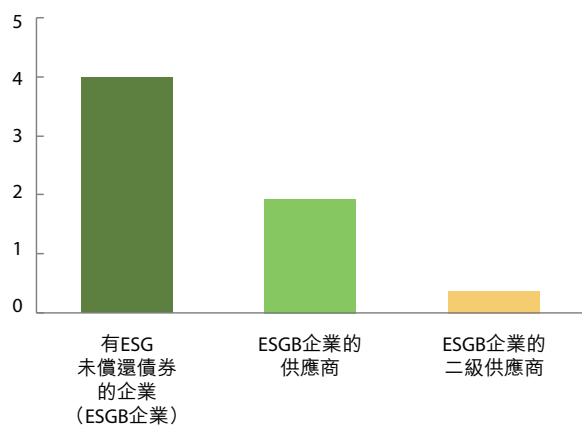
¹⁷ 具體而言，當供應商及客戶的總部均位於同一司法管轄區內，該價值鏈關係則被界定為本地價值鏈關係，相反則被界定為跨境價值鏈關係。

¹⁸ 本專題引入ESG未償還債券的虛擬變量以擴展基礎模型。結果顯示，有ESG債券融資的客戶對供應商的ESG實踐產生額外的正向影響。詳細結果可參閱Yip & Wong (2024)，《分析企業的ESG表現在全球供應鏈中的漣漪效應》(英文版本)，金管局研究備忘錄，2024/06。

為揭示可持續金融的正面漣漪效應，圖B2.4追蹤了ESG債券發行人及其一級和二級供應商的ESG評分變化。相較於行業平均水平，參與ESG債券融資的GVC相關企業，其ESG表現平均而言有着更大的改善。這證明ESG債券融資可以廣泛地提升其他企業的ESG實踐，尤其是一些無法獲取可持續金融的GVC相關企業。

圖 B2.4
ESG 債券融資影響下企業的 ESG 表現改善情況

與行業平均水平比較
額外提升的ESG評分



資料來源：金管局職員估計數字。

對各地中央銀行的啟示

本專題的研究結果表明，將可持續金融的覆蓋範圍擴展至GVC的下游企業（即客戶），可以擴大ESG的正面漣漪效應。就此而言，各地央行可採取不同措施，提升可持續金融於GVC企業的普及度，以增強ESG的漣漪效應。尤其是政策制定者可鼓勵大型企業發行ESG債券，並擴大可持續金融的覆蓋範圍。¹⁹鑑於中小企在獲取可持續金融方面通常面臨較多挑戰，各地央行可協助金融機構建立數據平台，以便獲取中小企的客戶資料。²⁰金融機構可利用中小企的客戶資料（如公司名稱、銷售收入及ESG評分），作為可持續發展評估的補充資料，並為合資格中小企設計合適的金融產品（如貸款或信貸額度）。

¹⁹ 在香港，政府自2021年起推出綠色和可持續金融資助計劃，協助合資格企業於本港發行ESG債券。

²⁰ 例如金管局於2022年推出的「商業數據通」。

3. 本港經濟

本港經濟在2024年上半年繼續錄得溫和增長，主要受惠於商品出口在外圍需求改善及全球科技周期持續復甦下有所增強。展望未來，預料商品出口及訪港旅遊業將繼續支持經濟增長，惟零售業或會繼續面臨挑戰。香港經濟前景受多項外圍風險及不明朗因素影響，尤其是美國政策利率走向、環球增長前景，以及日趨緊張的貿易局勢。與此同時，在勞工市場緊絀的情況下，失業率維持在低位，而各項吸引人才及輸入勞工計劃將繼續填補各行業的人力需求。本地通脹短期內應會保持溫和，儘管勞工成本及住宅租金上升或會為通脹帶來一定的上行壓力。

3.1 實體經濟活動

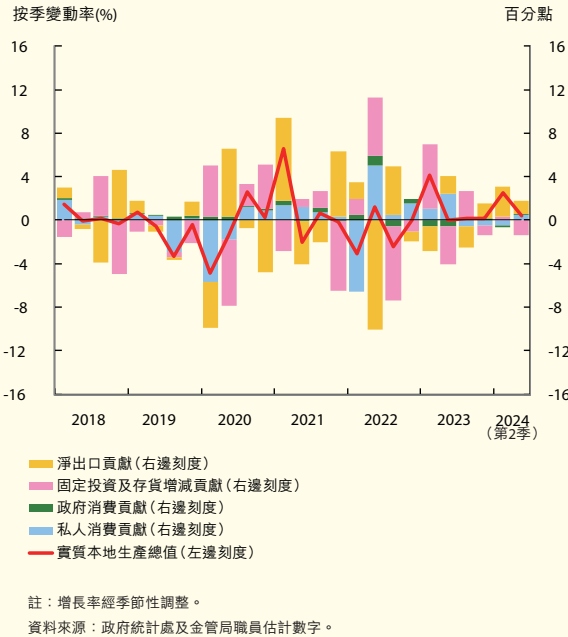
本港經濟在2024年上半年繼續穩步增長。實質本地生產總值於第1季及第2季分別按年上升2.8%及3.3%（表3.A）。經季節性調整後按季比較，實質本地生產總值繼第1季上升2.5%後，於第2季錄得0.4%的溫和增長，連續四個季度錄得環比增長（圖3.1）。

表 3.A
實質本地生產總值增長

		按年增長率(%)	經季節性調整的 按季增長率(%)
2023	第1季	+2.8	+4.1
	第2季	+1.6	-0.0
	第3季	+4.2	+0.2
	第4季	+4.3	+0.2
2024	第1季	+2.8	+2.5
	第2季	+3.3	+0.4

資料來源：政府統計處。

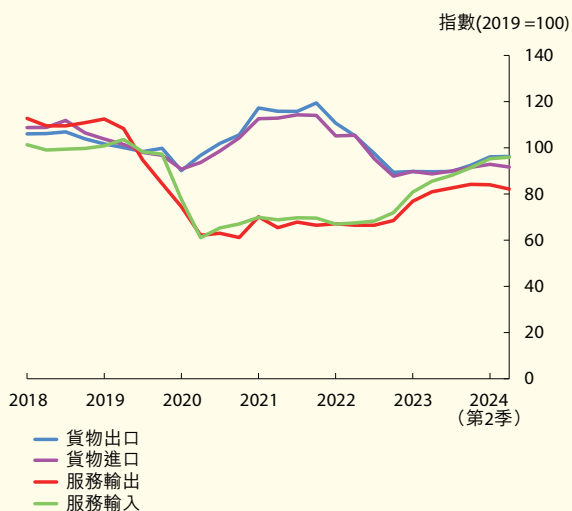
圖 3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻



淨出口是今年上半年經濟增長的主要動力。貨物出口在回顧期內顯著增長（圖3.2），主要受惠於外圍需求改善，以及電子產品訂單（主要來自中國內地及東盟經濟體）在科技周期持續復甦下顯著上升。隨着入境

旅遊業穩步復甦，服務輸出進一步增加，但服務輸入亦在出境旅遊業持續增長的帶動下攀升，抵銷了前者對經濟增長的正面影響。²¹本地方面，私人消費開支轉弱，反映本地居民消費模式轉變。投資開支在第2季亦逐步放緩，部分是由於營商氣氛在金融狀況偏緊下有所減弱。²²

圖 3.2
進出口量



註：數據經季節性調整。
資料來源：政府統計處。

在對外貿易及訪港旅遊業的帶動下，預料本港經濟在2024年餘下時間將保持溫和增長。其中，強勁的外圍需求，加上全球科技周期的持續復甦，可望為香港的商品出口帶來支持。²³在政府大力推廣盛事活動及內地當局的政策支持下，訪港旅遊業亦有望進一步改善。²⁴然而，港元匯率偏強，加上本地居民及訪港旅客消費模式的轉變，或會繼續對本地零售及餐飲業構成挑戰。此外，仍然高息的環境或會持續打擊企業的營商信心及資本開支。

考慮到上半年的實際情況及最新的經濟形勢，政府維持2024年實質本地生產總值增長預測在2.5%–3.5%。²⁵此審慎樂觀的經濟前景受眾多前面幾章所述的風險及不明朗因素所影響，尤其是美國政策利率走向、環球經濟增長前景、貿易緊張局勢升溫，

²¹ 2024年首八個月的訪港旅客人數約為2,950萬人次，相當於2019年同期水平的68%。同期，香港居民出境人數約為6,760萬人次，較2019年疫情前的相應水平高出5.5%。

²² 採購經理指數於2024年5月跌至50以下，並在截至8月的隨後數月持續處於收縮區間。

²³ 香港貿易發展局（貿發局）將2024年的貿易增長預測上調至9%–11%（2023年12月的預測為4%–6%），反映外部需求整體回升及全球貿易前景轉趨樂觀。

²⁴ 中央政府於2024年初進一步擴展「個人遊」計劃適用城市至59個，新增的十個城市包括西安、青島、太原、呼和浩特、哈爾濱、拉薩、蘭州、西寧、銀川及烏魯木齊。此外，中央政府亦把內地旅客自香港進境內地攜帶行李物品的免稅額度，由人民幣5,000元提高至人民幣12,000元。按政府估算，新安排於7月1日及8月1日分批實施後，將為香港帶來額外約88億港元至176億港元購物消費額，經濟增加值約27億港元至54億港元。

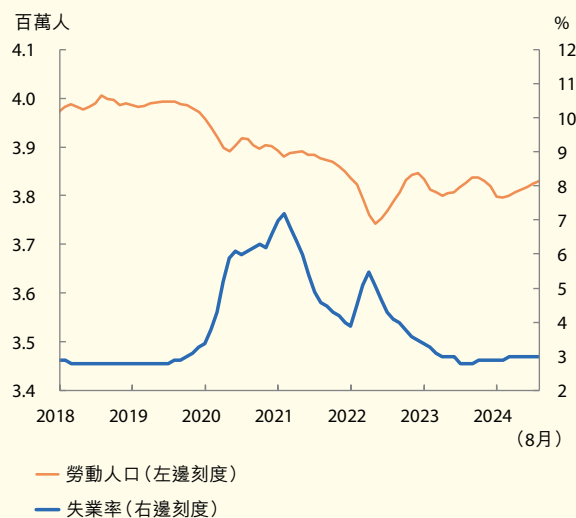
²⁵ 私營機構分析師對2024年香港本地生產總值實質增長的最新共識預測平均為2.9%。

以及即將舉行的美國總統大選。為促進經濟長遠發展，政府近年積極支持本地研發工作。專題3分析用於研發的投資對本港長遠經濟增長的影響。

3.2 勞工市場狀況

勞工市場持續穩健，失業率在過去數月維持在2.9%–3.0%的低位。勞動人口自3月以來略有回升，惟仍低於疫情前的水平（圖3.3）。展望未來，經濟持續增長會對勞工需求帶來支持。與此同時，政府的多項吸引人才措施及輸入勞工計劃²⁶，將繼續有助於紓緩不同行業的人力需求問題²⁷，並透過吸納更多年輕人，為人口結構注入新動力。²⁸

圖3.3
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

3.3 通脹

過去幾個月消費物價通脹率維持溫和。按年比較，基本綜合消費物價指數在2024年第1季及第2季均上升1.0%，並於2024年8月上升1.2%（圖3.4）。²⁹按組成項目分析，外出用膳及外賣的價格持續上升，而基本食品價格則大致穩定。在新簽訂私人住宅租金上漲的逐步帶動下，房屋租金項目亦輕微上升（圖3.5）。與此同時，由於勞工市場緊絀，勞工成本在最近幾季持續面對上行壓力，而進口通脹則隨著其他主要經濟體的整體通脹回落而有所緩和（圖3.6）。

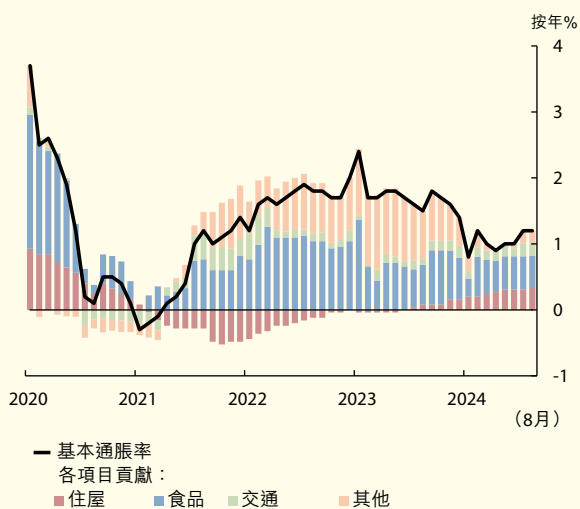
²⁶ 近年的吸引人才及輸入勞工措施包括：(i) 推出及持續擴大「高才通計劃」；(ii) 試行「職專畢業生留港計劃」；(iii) 優化現行的輸入人才計劃；(iv) 為安老院舍、建造業及運輸業等推出行業輸入勞工計劃；及(v) 推出「補充勞工優化計劃」。

²⁷ 截至2024年6月底，各項自2022年12月推行的優化輸入人才計劃共收到超過320,000宗申請，當中約200,000份獲批，同期超過130,000名人才已抵港，超越政府最初定下三年內輸入105,000名人才的目標。根據勞工及福利局於2023年11月對經由「高才通計劃」來港人才進行的調查顯示，54%的人才投身於金融、創新、通訊科技服務、商貿等主要行業。

²⁸ 根據政府的資料，在「高才通計劃」下獲批的人才年齡中位數為35歲，遠低於本港整體人口年齡中位數的48歲。此外，在2023年的首十個月，透過各項計劃輸入的人才帶同來港的未成年受養人（18歲以下）超過47,000名。

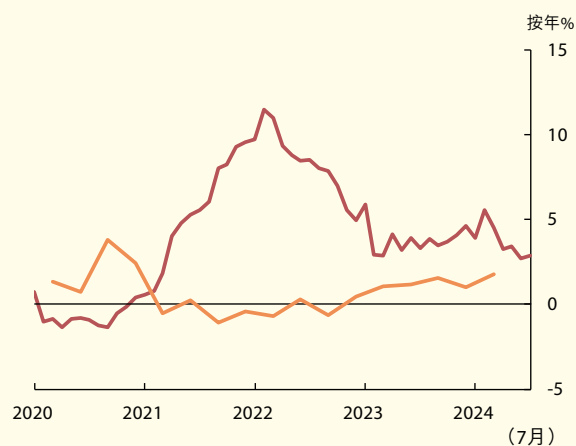
²⁹ 連同政府一次性紓困措施的影響，2024年第1季及第2季的按年整體通脹率分別為1.9%及1.2%，而在2024年8月為2.5%。

圖 3.4
基本消費物價通脹及其組成項目



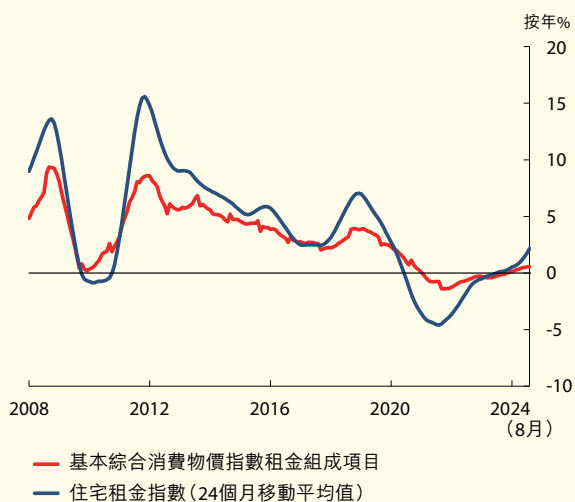
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.6
勞工成本及進口價格



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房屋租金



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

短期而言，預計整體通脹在2024年餘下時間將維持輕微。本地勞工成本可能會隨着經濟持續增長而面對一些上行壓力，而房屋租金上升亦將逐步傳遞至消費物價通脹。另一方面，外圍價格壓力應會維持溫和，儘管地緣政治緊張局勢或會帶來不明朗因素。政府預計2024年的基本通脹率及整體通脹率分別為1.3%及1.9%。³⁰

³⁰ 市場共識預測2024年的整體通脹率為1.8%。

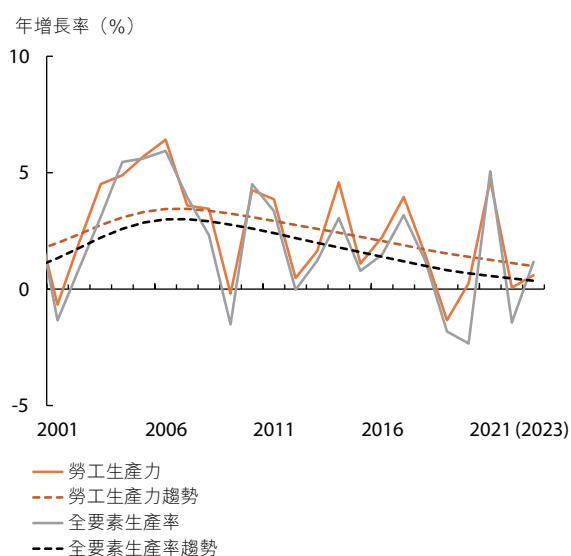
專題3

分析研發投資對本港長遠經濟增長的影響

引言

在過去20年，香港的經濟增長趨勢隨着勞工生產力增長（以每名工人的實質產量增長衡量）放緩而有所減慢，主要反映本港的全要素生產率(Total Factor Productivity)增長放緩。全要素生產率是勞工生產力的主要組成部分，反映生產過程中運用資本及勞工投入的效率。具體而言，香港全要素生產率的年均增長由全球金融危機前的3.3%下降至危機後10年的1.4%，並在疫情期間進一步下滑至接近零的水平（圖B3.1）。

圖B3.1
香港的勞工生產力及全要素生產率增長



註：

1. 增長趨勢以Hodrick-Prescott過濾法估算。
2. 勞工投入包括就業人數及工時。
3. 所有名義變量均已按價格變動調整。

資料來源：政府統計處、Penn World Table 10.01及金管局職員估計數字。

由於研發和創新是全要素生產率增長的主要驅動力，政府已訂立目標，增加對本地的研發開支總額及推動

成果商品化。在此背景下，本專題將探討導致全要素生產率增長放緩的主要因素，並評估增加研發開支對本港全要素生產率及長遠經濟增長的影響。

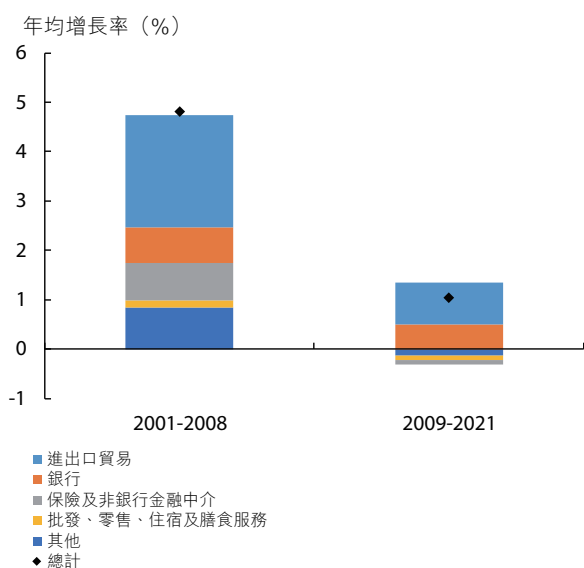
香港全要素生產率增長的分解

利用數據包絡分析(Data Envelopment Analysis; DEA)方法，圖B3.2提供了各行業於不同時期對香港整體全要素生產率增長的貢獻。⁴⁵結果顯示，全球金融危機後，多個行業的全要素生產率增長均有所放緩。⁴⁶其中，進出口貿易業是導致整體全要素生產率放緩的主要因素，部分原因是因為同期全球貿易增長減慢。在金融業中，銀行業的表現相對穩健，而非銀行金融業的貢獻則在全球金融危機的衝擊下有所下降。大部分其他行業（例如運輸及倉庫業、專業及商用服務業、批發及零售業、住宿及膳食服務業）的全要素生產率增長亦出現不同程度的放緩。

⁴⁵ 有關技術詳情，請參閱Leung, Han and Chow (2009)，《金融服務業作為帶動香港生產力增長的驅動力》(英文版本)，金管局工作論文，編號14/2009；以及Ng, Wong and Yuen (2016)，《香港的生產力增長：各行業的情況及其推動因素》(英文版本)，金管局工作論文，編號02/2016。

⁴⁶ 以整體數據所估計的全要素生產率增長，與通過總合各個行業估算的全要素生產率增長之間存在差異，這些差異主要歸因於兩個原因。首先，本專題只涵蓋對本港研發活動至為重要的12個行業。由於數據限制，公共行政、社會及個人服務以及樓宇業權等其他行業，並未納入此次分析；其次，個別行業的資本存量估算是根據政府統計處報告的個別行業固定資產的買賣淨值以及金管局的銀行數據而得出，因此可能與以本地固定資本形成總額計算的總資本存量有所不同。儘管存在上述差異，以兩種方法估計的全要素生產率增長整體趨勢大致相若。

圖 B3.2
香港的全要素生產率增長及各主要行業的貢獻

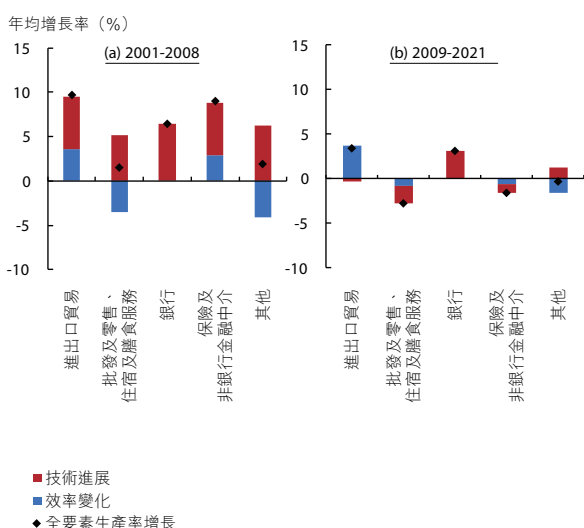


註：

- 由於個別行業的資本存量估算數據有限，按行業劃分的全要素生產率估算只可追溯至 2021 年。
- 各行業對全要素生產率增長的貢獻，是以其各自對總增加值的貢獻作為權重。
- 其他行業包括製造業、建造業、運輸及倉庫業、資訊科技及通訊業、地產業及專業及商用服務業。

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 B3.3
按主要行業劃分的全要素生產率增長，以及其效率變化和技術進展的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

除了按行業劃分之外，DEA方法亦可將全要素生產率增長分解為兩個不同的組成部分：(i) 技術進展，衡量在相同要素投入水平下生產曲線的轉移；及(ii) 效率變化，衡量實際產出與生產曲線之間差距的變化。圖 B3.3 顯示，在全球金融危機之前，全要素生產率的快速增長主要得益於各行業的技術進步，但增長模式在全球金融危機之後變得複雜多變。在各行業中，銀行業的技術進展步伐相對其他行業較為穩定，這可能表明在樣本期內，銀行業在採用最先進生產技術方面具有相對較高的水平。

研發對全要素生產率影響的實證分析及主要研究結果

作為推動香港研發活動的其中一項措施，政府已訂立目標，在 2025 年把本地研發總開支相對本地生產總值的比率提升至 1.3%，並在 2030 年進一步提升至 2.0%。⁴⁷ 為了評估該計劃增加的研發開支對經濟的潛在影響，我們首先採用面板迴歸模型，從行業層面估計研發開支對本港全要素生產率增長的影響。除了將研發開支作為一個解釋變量外，考慮到香港作為國際貿易及金融中心，其全要素生產率增長同時受供求兩方面因素影響，我們參考 Leung 等人 (2009) 的研究⁴⁸，並加入表 B3.1 所列的其他控制變量。

⁴⁷ 香港特區政府創新科技及工業局 (2022)，《香港創新科技發展藍圖》。

⁴⁸ Leung, Han and Chow (2009)，《金融服務業作為帶動香港生產力增長的驅動力》(英文版本)，金管局工作論文，編號 14/2009。

基於不同的研發開支測量方法，我們估算了兩個模型。第一個模型使用行業層面的研發開支。⁴⁹然而，這一指標只涵蓋了工商業界的研發開支，並不包括高等教育機構及政府的貢獻，而後兩者實際上在本港總研發支出中佔較大的部分。⁵⁰因此，在第二個模型中，我們使用了本地研發總開支的增長率作為模型中所有行業的指標。

用於估計這兩個模型的數據主要來自政府統計處，並涵蓋2001年至2021年。⁵¹表B3.1展示了估算結果。在這兩個模型中，所有估計系數的正負均符合預期，且除了按行業劃分的人力資本外，大部分系數都具有顯著性(表B3.1)。此結果與Leung等人(2009)的研究一致。其中一個可能的解釋是，勞工的教育水平只代表人力資本的主要元素之一，而其他重要元素，例如工作經驗，可能難以量化並納入模型中。

表 B3.1
迴歸結果

因變量	按行業劃分的全要素生產率	
	模型 1	模型 2
按行業劃分的研發開支	0.087**	
本地研發開支總額		0.183**
按行業劃分的人力資本 (即勞動力的受教育程度)	-0.014	-0.012
中國內地本地生產總值	0.264*	0.272*
全球本地生產總值(除內地)	1.367***	0.698*
R ²	0.36	0.13

註：

1. 人力資本以受過專上教育的員工比例來衡量，並採用一階差分表示。其他變量以年增長率表示。
 2. 兩個模型均包含行業虛擬變量。
 3. *表示在 10% 的水平上顯著，**表示在 5% 的水平上顯著，***表示在 1% 的水平上顯著。
- 資料來源：金管局職員估計數字。

根據估算結果，本專題進行情景分析，以說明本地研發開支總額在不同增長率下對香港實質本地生產總值增長的長期影響。在基準情景下，假設本地研發開支總額按每年約 5% 的實質增長趨勢，到 2030 年達到本地生產總值的 1.3%。相比之下，上行情景則假設政府會按計劃於 2030 年將本地研發開支總額提升至本地生產總值的 2.0%，即相當於本地研發開支總額每年增長約 11%。根據估算，在上行情景下，本港於 2024 年至 2030 年期間的全要素生產率的年均增長及相應的本地生產總值實質年均增長，會較基準情景高出 0.6–1.1 個百分點。⁵²

⁴⁹ 政府統計處的《工商業創新活動按年統計調查報告》所報告的研發數據將行業分為以下類別：(i) 製造業；(ii) 進出口貿易、批發及零售、住宿及膳食服務；(iii) 資訊科技及通訊；(iv) 金融及保險、地產、專業及商用服務；以及(v) 其他。

⁵⁰ 在 2022 年，本港研發開支總額的 41% 是來自工商業界。

⁵¹ 原始數據取自政府統計處編製的各類資料，包括以生產面編製的本地生產總值及香港四個主要行業的增加價值、《業務表現及營運特色的主要統計數字》、《經濟活動按年統計調查》、《香港創新活動統計》、《工商業創新活動按年統計調查報告》和《綜合住戶統計調查》。

⁵² 在兩種情景下，其他投入要素的假設是相同的。

結語

總括而言，香港各行業的全要素生產率增長在過去20年出現下降，部分原因是技術進展的步伐放緩。為提升香港的全要素生產率增長，從而提高其勞工生產力，政府已訂立目標，在2030年前將本港的研發開支總額提升至本地生產總值的2.0%。根據估算，這將可能使香港的本地生產總值實質增長率於2024年至2030年期間每年提高0.6至1.1個百分點。為達致上述目標，政府已推出多項措施，例如調低專利應評稅利潤的稅率、推出「產學研1+計劃」(RAISe+)以推動研發成果商品化、及透過香港投資管理有限公司與策略性公司建立夥伴關係。相關措施在刺激本港研發活動方面已初見成效，長遠而言將為經濟增長提供動力。

我們的分析亦存在一些局限性。首先，受數據限制，我們無法將分析延伸至2022年及2023年。其次，情景分析僅着重於按計劃增加的本地研發開支總額對全要素生產率增長的影響，而其他政策措施的潛在協同效應則不在本研究範圍之內。

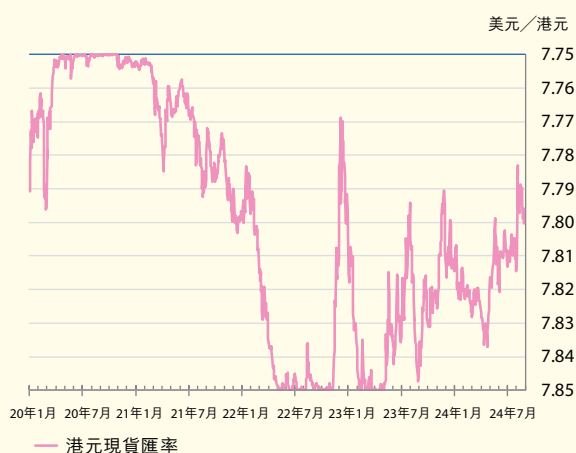
4. 貨幣及金融狀況

主要受到股息相關的資金需求支持，港元於4月下旬至5月中轉強。在8月初，由於市場憂慮美國經濟可能出現衰退，以及預期美聯儲將以更快及更大幅度減息，觸發套息交易平倉及港元短倉平倉，港元一度急升，其後保持穩定。香港銀行同業拆息(HIBOR)整體追隨美元利率，同時亦受本地供求情況影響。在3月季末之後，香港銀行同業拆息在4月初有所放緩，其後在與股票及股息相關的資金需求帶動下，同業拆息自4月下旬回升，於8月初隨着股息高峰期過去而再度放緩。2024年首七個月，存款總額錄得增長。部分反映高息環境引致信貸需求疲弱，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，全球利率前景不明朗及地緣經濟碎片化，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

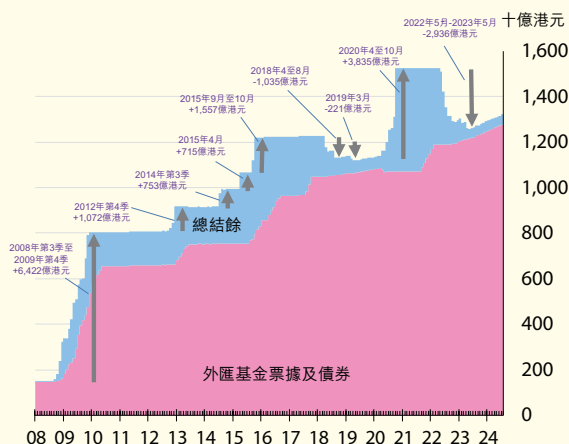
主要受到股息相關的資金需求支持，港元於4月下旬至5月中轉強。在8月初，由於市場憂慮美國經濟可能出現衰退，以及預期美聯儲將以更快及更大幅度減息，觸發套息交易平倉及港元短倉平倉，港元一度急升，其後保持穩定。於回顧期內，港元兌美元在7.7829至7.8369區間內徘徊(圖4.1)。由於自2023年5月以來並未觸發兌換保證，銀行體系總結餘變動不大，於2024年8月底為449億港元。此外，銀行之間的日常運作以至結算活動繼續暢順有序(圖4.2)。

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3月中至7月初期間走強，但其後回軟（圖 4.3）。與此同時，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，資金流向仍會受到環球利率前景不明朗及地緣經濟碎片化的影響。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波動。

圖 4.3
名義及實質有效匯率



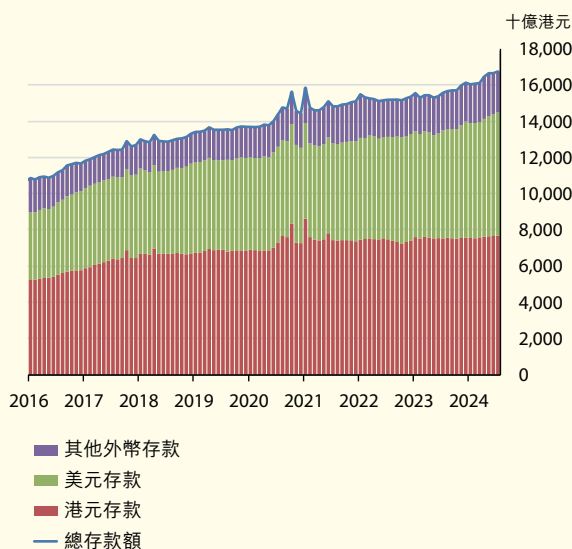
註： 實質有效匯率指數經季節因素調整，並僅有月度數據。
 資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

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8月底，港元貨幣基礎仍然龐大且大致穩定，為19,347億港元。

在2024年首七個月，認可機構的存款總額增加3.8%。其中，港元及外幣存款分別增加1.3%及6.1%（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。

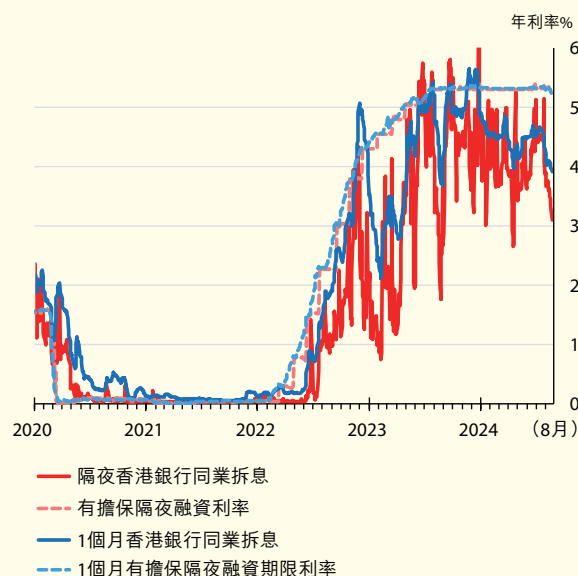
圖 4.4
按貨幣劃分的認可機構存款



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³¹，同時亦受本地供求情況影響。隨着第1季季末之後季節性資金需求減退，香港銀行同業拆息在4月初有所放緩，其後在與股票及股息相關的資金需求帶動下，同業拆息自4月下旬略為回升，並於8月初隨着股息高峰期過去而再度放緩（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，美聯儲在2024年9月下調其政策利率後，多家本地銀行相繼下調其最優惠貸款利率25個基點。與此同時，新造按揭的平均貸款利率由2024年1月的4.13%稍微增加至2024年7月的4.14%。

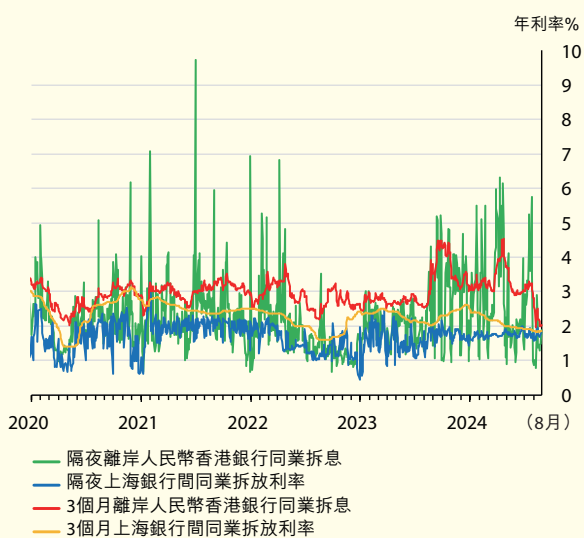
短期內，港元利率或維持在較高水平。金管局一直與銀行保持溝通，要求銀行做好流動性管理工作，包括與大型客戶密切溝通，掌握其對港元收付的計劃和安排並作好部署，避免不必要囤積大量港元。金管局又提醒銀行毋需擔心所謂「標籤效應」，在有需要時可隨時使用金管局的各類流動資金安排。最近有銀行使用金管局的貼現窗，正好顯示銀行已逐步適應新的市場變化，善用這些流動資金管理工具。

³¹ 美元倫敦銀行同業拆借利率自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。³² 由於流動性偶有緊張，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息在2024年4月升至超過4%，但隨着需求回軟，於2024年5月底回落至3%，並在7月底進一步回軟。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6%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。

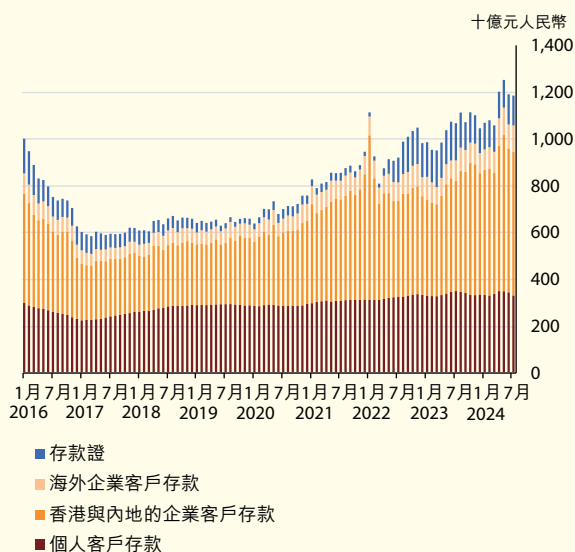
圖 4.6
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC及財資市場公會。

2024年首七個月，香港的離岸人民幣流動資金池有所擴大。人民幣客戶存款及存款證餘額增長13.4%，截至2024年7月底達11,856億元人民幣（圖4.7及表4.A）。其中，主要受公司客戶存款增加所帶動，人民幣客戶存款增長12.6%。隨着人民幣存款證發行量繼續增加，存款證餘額同期增加20.7%。

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

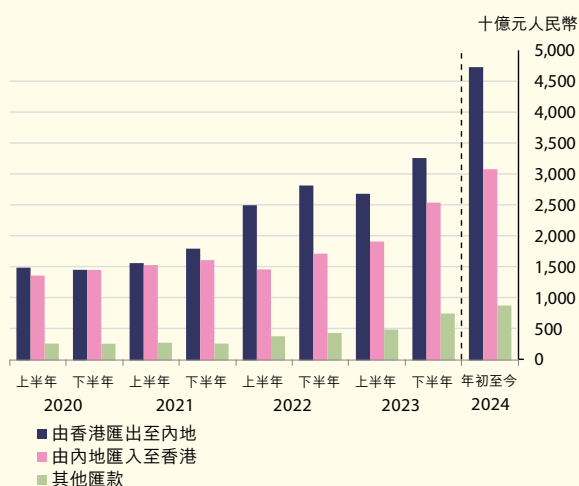
	2023年12月	2024年7月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	1,045.3	1,185.6
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	939.2	1,057.5
人民幣存款佔存款總額（%）	6.3	6.8
人民幣存款證（十億元人民幣）	106.1	128.1
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	441.2	584.6
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	208	207
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	121.7	122.7
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	114.5	148.4
2024年1月至7月		
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	8,696.2	
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	3,082.0	
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	4,728.9	
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）	3,327.1	

資料來源：金管局。

³² 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。2024年首七個月的人民幣整體貸款餘額增長32.5%。香港的人民幣貿易結算額亦繼續增長。2024年首七個月，本港銀行處理的交易金額達86,962億元人民幣（圖4.8），較去年同期的61,264億元人民幣增長41.9%，其中匯出至內地的貿易匯款增幅超過匯入香港的貿易匯款。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。2024年首七個月，人民幣即時支付結算系統的日均成交額維持在33,271億元人民幣的高水平，而2023年同期為17,040億元人民幣。

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，金管局擴大人民幣流動資金安排的合資格抵押品名單，納入由國家財政部和內地政策性銀行

發行的在岸人民幣債券，已於2024年2月26日生效。自實施以來，市場反應正面，已有多家在港銀行成功利用在岸債券從金管局獲取流動性。在產品方面，內地與香港不斷升級及拓展兩地間的一系列互聯互通計劃³³，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及風險管理工具的種類，進一步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亦正進行重大修訂，以提升其營運能力及產品選擇，以更好支持人民幣債券發行及相關託管服務的增長。截至2024年6月，「多種央行數碼貨幣跨境網絡」(mBridge)項目已進入「最簡可行產品」階段。而擴大數字人民幣在香港的試點範圍亦取得進一步成果，便利香港居民開立和使用數幣錢包，並支援透過香港的「轉數快」為數幣錢包增值，從而提升商業及零售用戶的跨境支付及結算效率。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、「粵港澳大灣區」倡議及「一帶一路」倡議等方面繼續發揮獨特作用。

³³ 金管局和中國人民銀行今年較早時已公布六項深化金融合作的政策，當中部分政策已經實施。詳情請參閱2024年6月28日發表的《匯思》文章：《兩地金融合作的近期進展》(<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/insight/2024/06/20240628/>)。

資產市場

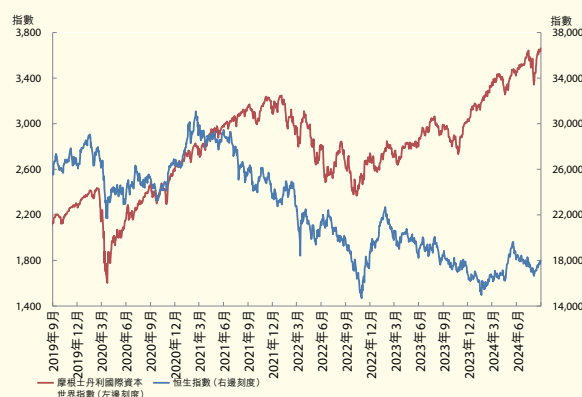
在市場氣氛改善的背景下，儘管環球股市在8月初出現大幅下滑，本港股市於回顧期內上升。在穩定發行的支持下，本地債券市場在2024年上半年繼續錄得穩健增長。住宅物業市場因政策放寬而一度回穩，但由於市場氣氛在美國政策利率走勢再度不明朗的情況下轉趨疲弱，市況自5月起回軟。

4.3 股市

在市場氣氛改善的背景下，本港股市於2024年4月至5月期間顯著反彈（圖4.9）。恒生指數隨後進行整固，然後在8月再次上升。儘管環球股市在8月初因市場再度憂慮美國經濟前景以及日本央行加息後觸發日圓套息交易平倉而急挫，環球股市於回顧期內仍持續上漲。整體而言，恒生指數由2024年2月底至2024年8月底上升8.9%，同期摩根士丹利國際資本世界指數上升9.7%。

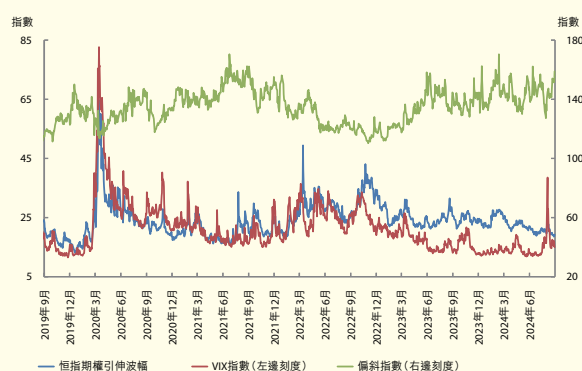
在全球股市大幅下跌的同時，以標普500指數期權引伸波幅（VIX指數）衡量的市場波動率亦急升，隨後迅速穩定下來（圖4.10）。偏斜指數亦在市況波動下維持高位。³⁴ 儘管環球市場波動率加劇，本港股市的波動率於回顧期內仍然受控。

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：彭博社。

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

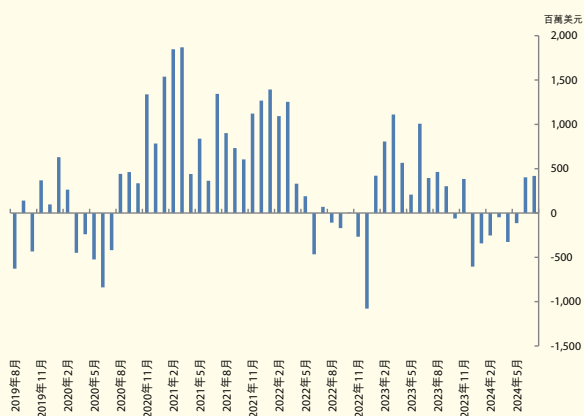


資料來源：彭博社。

2024年2月至7月期間，本港股市持續錄得股票市場基金淨流入（圖4.11）。

³⁴ 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。隨著偏斜指數升至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>。

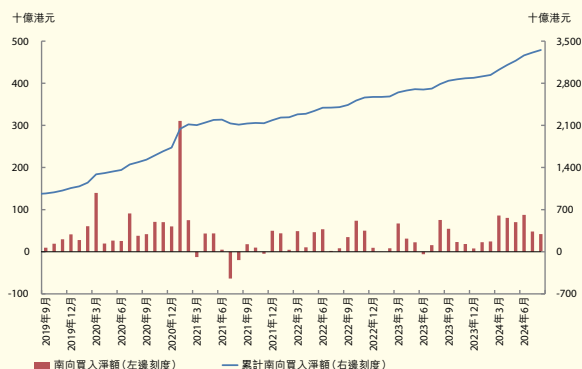
圖 4.11
股票市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

港股通於回顧期間內錄得穩定的淨流入，內地投資者於2024年2月底至8月底的淨買入額達4,141億港元（圖4.12）。回顧期內累計淨買入額增加14.1%至33,520億港元。

圖 4.12
滬深港通（南向交易）的淨買入



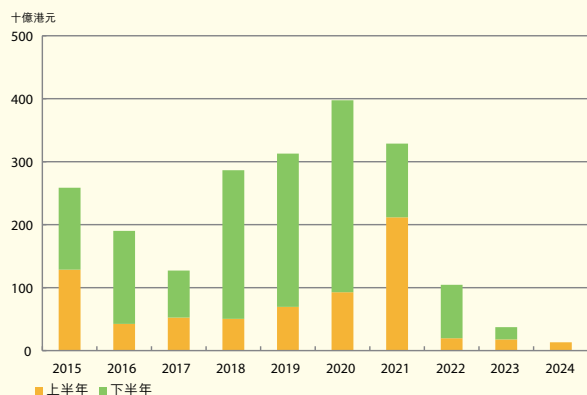
註：南向淨買入金額指滬港通（南向交易）及深港通（南向交易）相關淨買入額的總和。
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

全球首次公開招股(IPO)活動因多個經濟體選舉引發的政治不明朗因素及地緣政治局勢持續緊張而蒙上陰影。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2024年上半年的IPO融資總額按年下跌17%。在香港，同期的IPO融資總額為132億港元，較2023年上半年下跌26.2%（圖4.13）。

2024年4月，中國證券監督管理委員會公布一系列措施，推動拓展內地與香港資本市場互聯互通，當中包括支持內地行業龍頭企業赴香港上市，預期將為本港的IPO市場注入新動力。

於回顧期內，第18C章特專科技公司的上市規則取得里程碑，首家公司已於2024年6月完成上市。

圖 4.13
香港首次公開招股市場



資料來源：香港交易所。

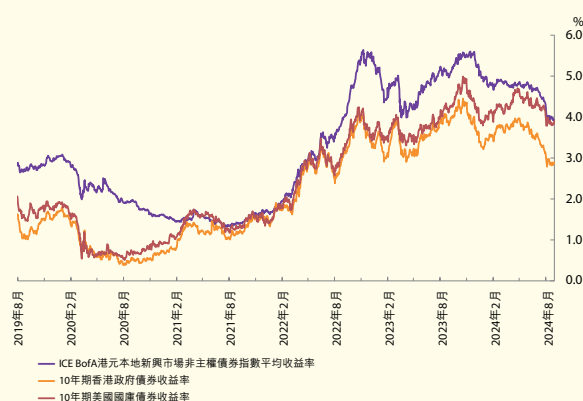
本港股市的短期前景預期受多項因素影響。環球方面，美國經濟前景及即將舉行的美國總統大選均存在不明朗因素，加上潛在進一步的日圓套息交易平倉活動以及地緣政治局勢持續緊張，將可能加劇環球金融市場波動，包括香港股市。

此外，內地經濟表現，以及市場對內地當局支持經濟的政策措施的預期，將繼續是帶動本港股市情緒的主要因素。

4.4 債券市場³⁵

美國10年期國債收益率在回顧期內波動不定，並在接近7月底時因市場憂慮美國經濟前景而顯著下跌（圖 4.14）。與此同時，香港10年期政府債券的收益率亦呈現相似走勢，而港元企業債券收益率亦下跌。

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



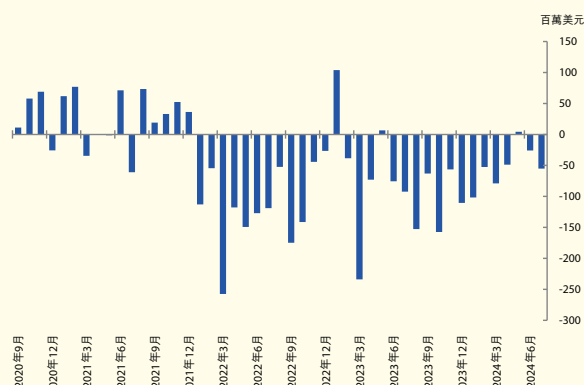
註：ICE 美國銀行港元本地新興市場非主權指數涵蓋企業及半政府實體發行的港元債券，指數反映港元企業債券收益率的變動。

資料來源：ICE Data Indices、彭博及金管局。

於2024年2月至2024年7月期間，債券基金在香港錄得淨流出（圖 4.15）。

³⁵ 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。未償還債務證券金額的數字是根據已發行的個別債務證券的到期日所估算。如果有足夠的資訊，該估計會考慮債務證券提前贖回的情況。未償還債務證券金額的數字或會被高估。所有債務證券數字或會有修訂。

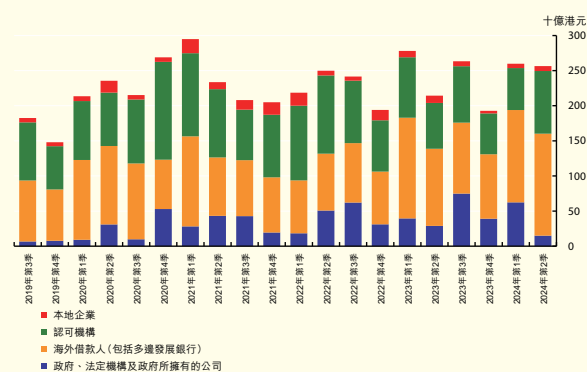
圖 4.15
債券市場基金在香港的淨流量



資料來源：EPFR Global。

港元債務證券總發行量在2024年上半年按年上升2.9%至25,381億港元（圖4.16）。其中非外匯基金票據及債券的港元債務證券金額按年上升4.9%至5,163億港元。

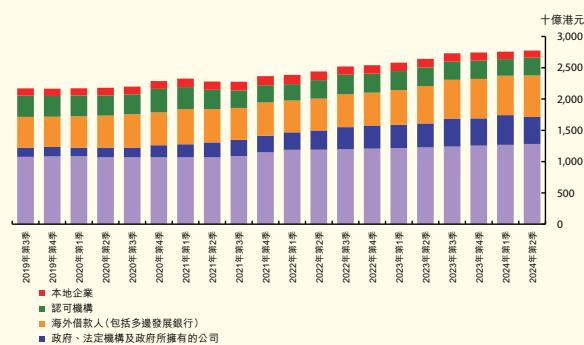
圖 4.16
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債務證券



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按年增加5%，於2024年6月底達27,749億港元（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27.6%。與此同時，非外匯基金票據及債券的未償還港元債務證券金額按年增加5.6%，於2024年6月底達14,932億港元。

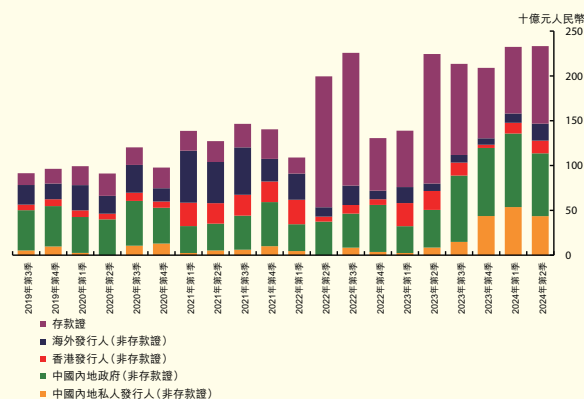
圖 4.17
未償還港元債務證券（按發行人劃分）



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。

2024年上半年離岸人民幣債務證券在香港的發行量按年增加28.2%至4,657億元人民幣（圖4.18）。其主要受益於非存款證的增長；相關發行量按年錄得95.6%的升幅，達3,048億元人民幣。

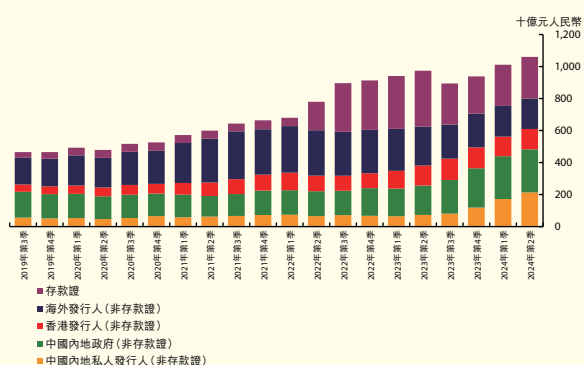
圖 4.18
在香港新發行的離岸人民幣債務證券



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2024年6月底，非存款證離岸人民幣債務證券的未償還額按年增加28.1%至8,005億元人民幣。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按年增長8.9%至2024年6月底的10,604億元人民幣（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。

本港債券市場的短期前景將繼續受到主要先進經濟體系的利率走勢影響。香港的離岸人民幣債務證券市場活動亦將受到內地經濟表現以及人民幣利率和匯率的走勢影響。

於回顧期內，當局推出多項政策措施推動本港綠色和可持續金融的發展。金管局於2024年5月3日公布，根據2024–25年度財政預算案，延長綠色和可持續金融資助計劃（資助計劃）。資助計劃延長三年至2027年，以促進可持續金融活動、豐富本地生態圈及推動良好市場做法。資助範圍亦擴大至轉型債券及貸款，以進一步鼓勵區內相關行業利用香港的轉型融資平台逐步減碳。

金管局亦於2024年5月3日發表香港可持續金融分類目錄（香港分類目錄），以便業界在發展綠色及可持續金融時作出有根據的決定，並促進綠色資金的融通。現階段，香港分類目錄涵蓋四個行業（即發電、交通運輸、建築、污水與廢物的處理）下12項經濟活動。香港分類目錄將成為一套重要工具，提升業界對綠色金融的認識、加強對綠色經濟活動的共識、促進綠色資金的融通，以及為進一步應用提供基礎。香港分類目錄將不斷發展，並將於下一階段擴大所涵蓋的行業和活動，包括納入轉型活動。

此外，政府於2024年7月18日宣布，在政府可持續債券計劃（前稱政府綠色債券計劃）下成功發售約250億港元等值的人民幣、美元及歐元綠色債券。是次發行吸引了不同類別的環球投資者參與，認購金額超過1,200億港元等值。其中，20及30年期人民幣綠色債券為香港特區政府首次發行，其中30年期的債券也是特區政府至今發行最長年期的人民幣債券。是次特區政府首次發行的20及30年期人民幣債券，有助延長離岸人民幣收益率曲線，進一步豐富離岸人民幣投資產品的選擇，助力人民幣國際化的穩慎有序推進。

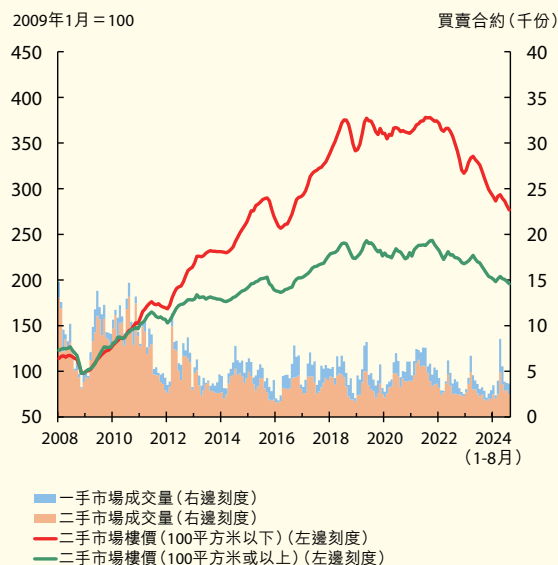
4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場在2024年2月底宣布放寬樓市政策後一度有所改善³⁶，但其後回軟。二手市場參觀單位（俗稱睇樓）活動在3月及4月顯著增加，發展商亦以具競爭力的價格加快推出新盤。然而，市場氣氛自5月起已轉趨疲弱，部分反映市場購買力已被大量吸收，以及美國政策利率走勢再度出現不明朗因素。³⁷因此，住宅成交量於4月在一手市場交投熾熱的帶動下攀升至8,551宗的近期高位後，便回落至6月至8月期間每月平均成交量的3,744宗（圖4.20）。

由於發展商新盤競爭激烈，加上市場氣氛轉弱，二手住宅價格在3月及4月合共上升2.4%後，於5月至8月期間回落5.7%。其中，中小型單位（實用面積小於100平方米）的價格跌幅較大型單位（實用面積100平方米或以上）稍大（圖4.20）。地產代理最新的數據顯示，樓價在9月初維持淡靜。

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。

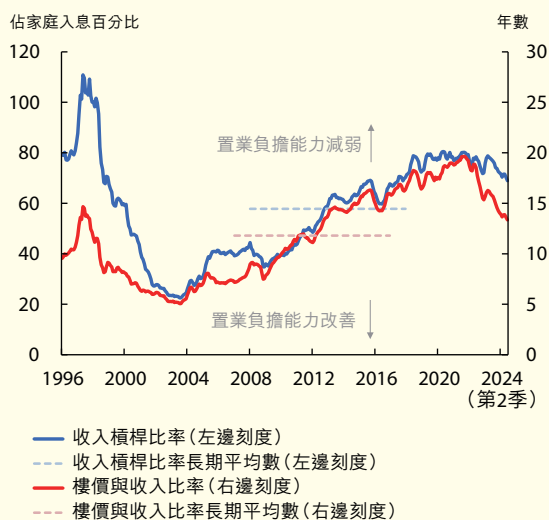
置業負擔能力在2024年上半年仍然偏緊。儘管樓價調整及家庭收入增加令樓價與收入比率回落至13.4，惟仍接近1997年的高位。同樣地，收入槓桿比率亦下降至68.9%，但仍遠高於其長期平均值（圖4.21）。³⁸另一方面，房屋租金在2024年2月至8月期間顯著上升6.5%（圖4.22）。與此同時，住宅租金收益率亦由2024年1月的2.9%微升至2024年7月的3.1%。

³⁶ 有關措施包括撤銷所有住宅物業需求管理措施，以及調整物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施及其他房地產貸款相關的監管要求。詳情請參閱《2024-25年財政預算案》及金管局於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。

³⁷ 在2024年5月亦有報道指出，部分銀行已下調現金回贈比率及收緊對住宅按揭貸款的批核，以在高息環境下管理其貸款組合的風險。最近亦有報道指，部分銀行在預期美聯儲將於9月開始利率寬鬆週期的情況下，已回調其現金回贈比率。

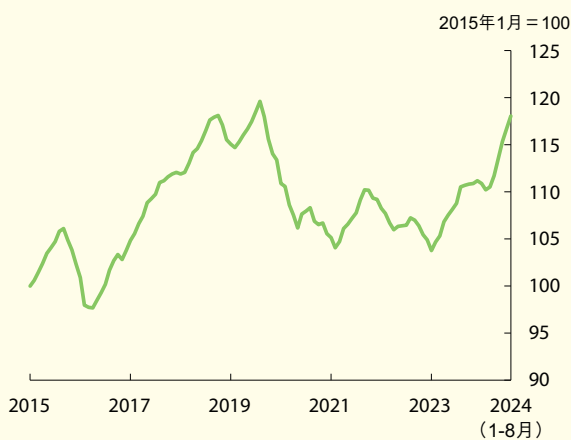
³⁸ 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。另一方面，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局宏觀審慎監管措施設定的上限要求。

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

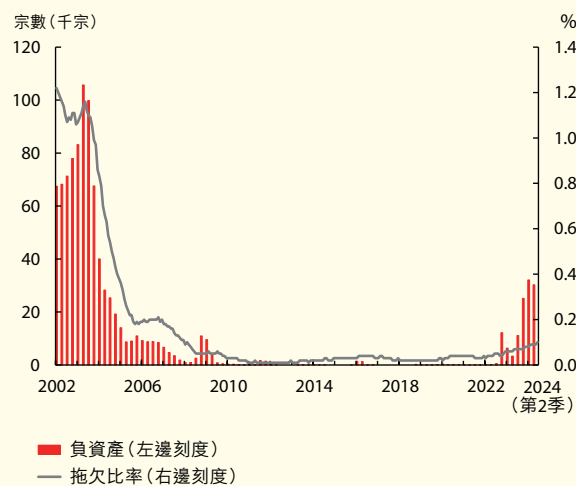


資料來源：差餉物業估價署。

隨着樓價變動，負資產住宅按揭貸款宗數由2023年12月底的25,163宗增加至2024年3月底的32,073宗，其後於2024年6月底輕微減少至30,288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的貸款，而這類貸款的按揭成數一般較高。截至2024年6月底，這些按揭貸款的拖欠比率仍維持在0.11%的低位，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，預期緊絀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行壓力。

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。

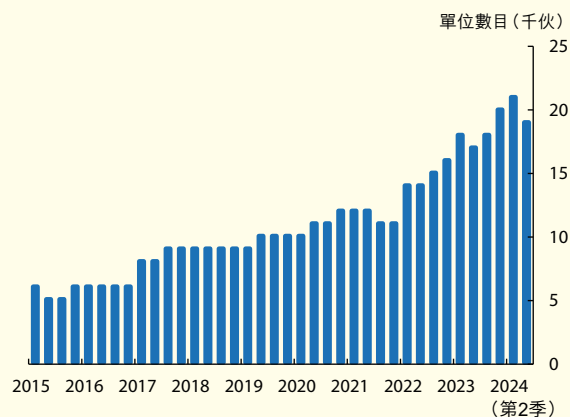
金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施有助抑制家庭槓桿水平以及加強銀行對按揭貸款的風險管理，從而提高家庭及銀行抵禦潛在的利率或樓市衝擊的能力。具體而言，新造住宅按揭成數於2024年7月約為61%，低於2009年首次採取相關措施之前64%的水平。供款與入息比率亦維持在約40%。此外，超過一半的私人住宅物業於2023年底並無任何未償還按揭。因此，與銀行住宅按揭貸款相關的系統性風險已從多方面得到妥善管理。

經審慎評估市場趨勢及發展，金管局於2024年6月宣布就物業按揭貸款逆周期宏觀審慎監管措施及其他相關監管要求作技術調整，以協助部分有實際困難的買家敘造較高成數的按揭貸款，同時確保銀行物業按

揭貸款業務風險得到妥善管理。³⁹ 金管局會繼續密切留意市場發展，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。

住宅物業市場前景受眾多不明朗因素及風險所影響。一方面，金融狀況偏緊，加上已落成但仍未售出的單位存貨累積，或會繼續拖累市場氣氛（圖 4.24）。另一方面，隨着美國聯儲局踏入寬鬆週期，市場氣氛或會改善，加上勞工市場穩健以及政府多項招商引資和吸引人才的政策，或會為房屋需求提供一定支持。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。⁴⁰

圖 4.24
已落成樓盤的未售出單位



資料來源：房屋局

商用物業市場⁴¹

商用物業市場在 2024 年首七個月仍然疲弱。每月平均成交量維持在 264 宗的低位，投機活動亦維持疏落（圖 4.25）。隨着成交量持續低迷，寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈的價格截至 7 月分別進一步下滑 15.9%⁴²、10.8% 及 9.7%（圖 4.26）。租賃市場方面，所有三類物業的租金均保持疲弱（圖 4.27）。整體而言，各類商用物業的整體租金收益率於 2024 年 7 月微升至 3.1%–3.6%。

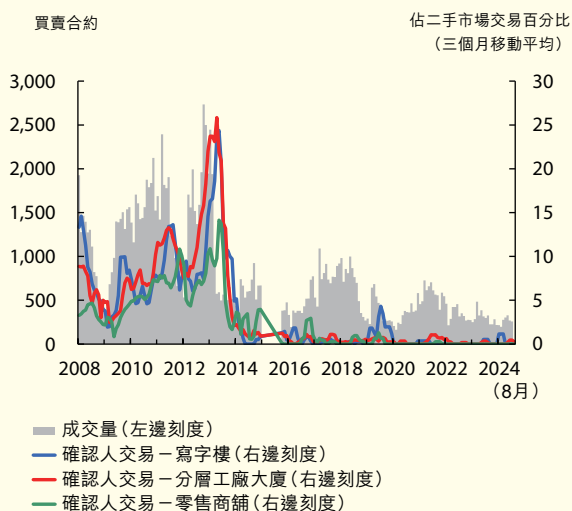
³⁹ 相關調整於 2024 年 6 月 14 日起生效並包括：(1) 將 2024 年 2 月 28 日公布的物業按揭貸款逆週期宏觀審慎監管措施的涵蓋範圍擴大至 2024 年 2 月 28 日前已簽訂的臨時買賣合約並且在 2024 年 2 月 28 日或以後預計完成的自用樓花住宅物業的按揭申請；(2) 簡化以資產水平計算借款能力的方法；及 (3) 在計算借款人的供款與入息比率時，投資物業的租金收入的扣減率由至少三成回復至至少兩成的參考水平。詳情請參閱金管局於 2024 年 6 月 14 日發出的《就物業按揭貸款逆週期宏觀審慎監管措施及其他相關監管要求作技術調整》通告。同時，香港按證保險有限公司（按證保險公司）亦於同日宣布調整按揭保險計劃，將現時合資格準則的適用範圍擴大至於任何日期簽訂臨時買賣合約的一手自住物業的相關按揭保險申請。詳情請參閱按證保險公司於 2024 年 6 月 14 日發出的《按揭保險計劃的技術調整》新聞稿。

⁴⁰ 房屋局於 2024 年 6 月底估計，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。

⁴¹ 商用物業指寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈。

⁴² 由於缺乏 2023 年 12 月的相應數據，寫字樓價格的年初至今變化是與 2023 年 11 月的價格進行比較。

圖 4.25
商用物業成交量



註：交易量數據截至2024年7月。

資料來源：差餉物業估價署及中原地產代理有限公司。

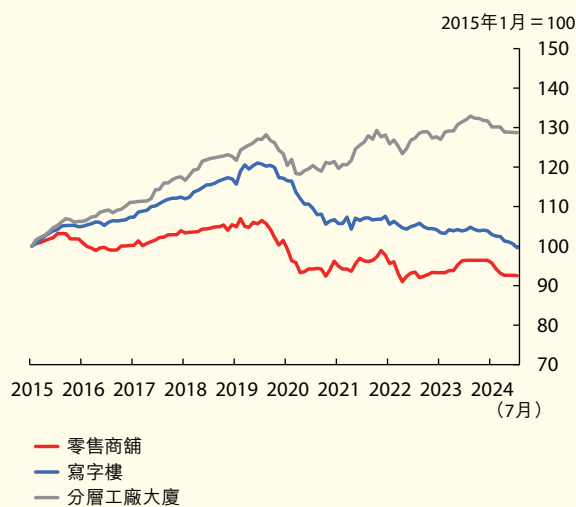
圖 4.26
商用物業售價指數



註：由於沒有充足的成交資料作分析，故未能編製個別月份的寫字樓售價指數。

資料來源：差餉物業估價署。

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在短期內仍然面臨挑戰。零售商舖的表現或仍會受零售業的疲弱所拖累，儘管「個人遊」計劃範圍擴大及內地旅客免稅額度提高或會為旅客消費提供一定支持。與此同時，由於近年寫字樓落成量增加，導致空置率在供應充裕的情況下高企⁴³，寫字樓的資本和租金價值均可能繼續受壓。儘管如此，政府新推出的「新資本投資者入境計劃」⁴⁴將商用物業納入為獲許投資類別，預計將為市場帶來一定程度的支持。

⁴³ 測量公司的數據顯示，甲級寫字樓空置率由2023年12月的12.8%上升至2024年8月的13.4%。

⁴⁴ 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（投資上限為1,000萬港元），以及向新的「資本投資者入境計劃投資組合」投入300萬港元。計劃自2024年3月1日起接受申請，截至9月13日已接獲逾500宗申請。當中，448宗申請已獲核實符合淨資產規定，47宗申請已獲核實符合投資規定（即已在6個月限期內完成在港3,000萬港元的投資）。

5. 銀行業表現

受惠於持有作交易的投資收入的增加，零售銀行的盈利在2024年上半年較2023年同期溫和增長。然而，在高息環境下，信貸需求疲軟，銀行信貸於回顧期內溫和減少。特定分類貸款比率在2024年上半年有所上升，但仍維持在可控水平。整體而言，基於強勁的資本及流動性緩衝，香港銀行業仍保持穩健及韌性。展望未來，在特定分類貸款比率將可能會趨向2%的歷史長期平均水平的背景下，美國貨幣政策利率走向存在不確定因素，加上地緣經濟碎片化，將繼續對本港銀行業構成挑戰。鑑於高息環境對企業的償債能力的影響，銀行在管理相關風險因素對其貸款組合的資產質素的影響時須保持警惕，並繼續保持充足的撥備額。

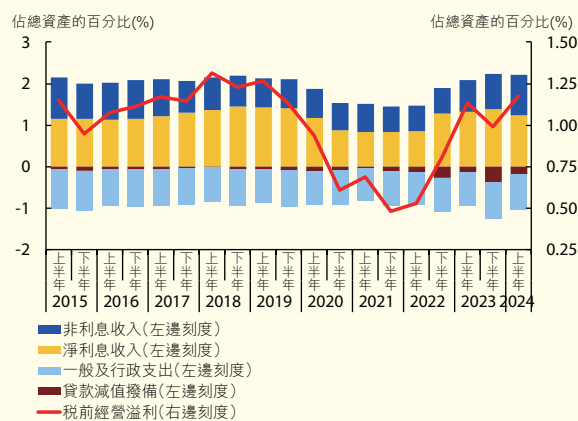
5.1 盈利及資本額

盈利

在2024年上半年，零售銀行⁵³整體稅前經營溢利較2023年同期溫和上升6.2%。盈利增加是由於持有作交易的投資收入增加，但部分升幅被淨利息收入的減少，以及總經營支出與貸款減值撥備的增加所抵銷。因此，資產回報率從1.13%微升至1.18%（圖5.1）。

由於利息支出的增長快於利息收入的增長，零售銀行於今年上半年的淨息差為1.51%，較去年同期的1.62%有所收窄（圖5.2）。

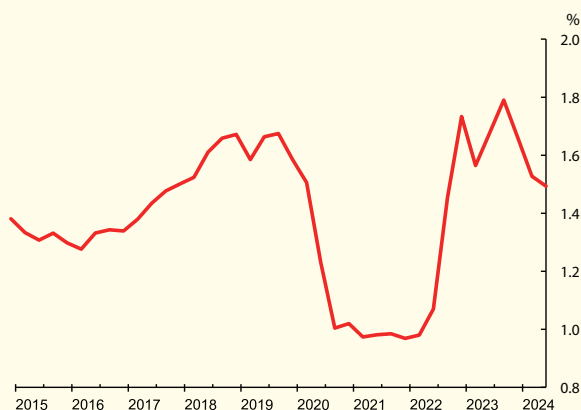
圖 5.1
零售銀行盈利



註：按半年率計數字。
資料來源：金管局。

⁵³ 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
零售銀行淨息差

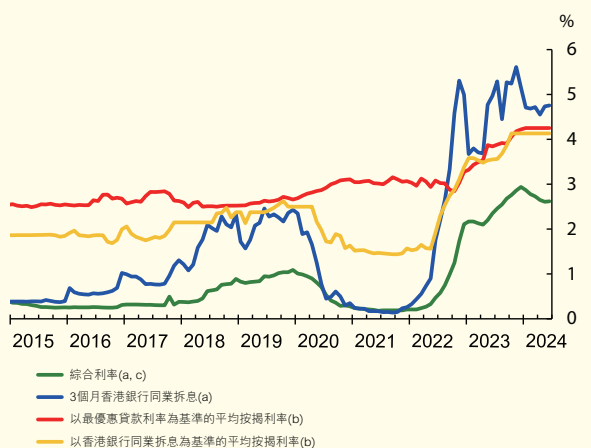


註：按季度年率計數字。
資料來源：金管局。

港元銀行同業拆息在2024年上半年溫和回落，但仍維持在相對較高的水平。其中，3個月香港銀行同業拆息在2024上半年下跌40個基點，在2024年6月底為4.75%（圖5.3中的藍線）。

在零售層面，部分反映銀行在香港銀行同業拆息下跌的同時調整港元定期存款利率，銀行的港元存款融資成本亦有所下降。鑑於批發和零售資金成本均有下降，綜合利率（零售銀行港元資金平均成本的衡量指標）於2024年6月底下跌32個基點至2.62%（圖5.3中的綠線）。

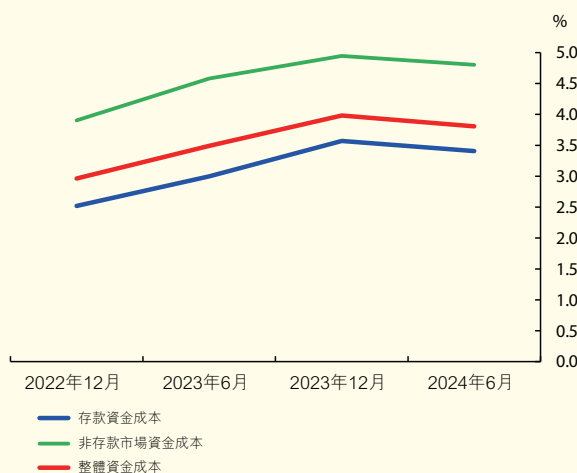
圖 5.3
利率



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在2024年上半年微跌17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



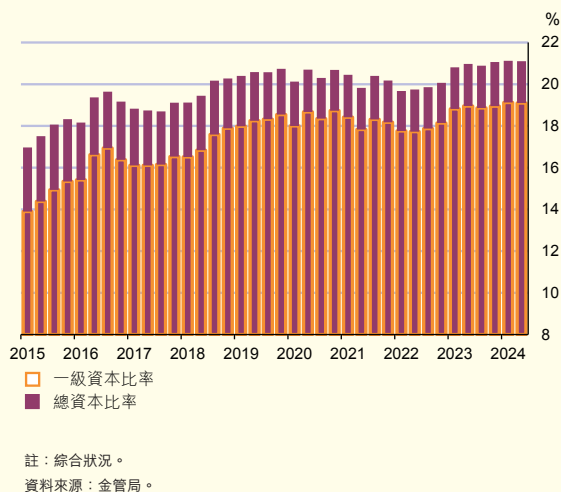
註：自2019年6月起，所有須遵守本地新的「銀行帳內的利率風險」架構的持牌銀行已根據新框架提交申報表，而獲豁免的持牌銀行則繼續根據現有的利率風險框架提交申報表。整體資金成本已按此兩類持牌銀行相關資金成本作加權平均值計算得出。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作直接比較。
資料來源：金管局。

資本額

香港銀行業的資本額仍然穩健，並遠高於國際最低標準。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2024年6月底處於21.1%的高位，遠高於8%的國際最低標準（圖5.5）。一級資本比率及普通股權一級(CET1)資本比率分別為19.1%及17.5%。此外，本地註冊認可機構的非風險為本槓桿比率⁵⁴於2024年6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



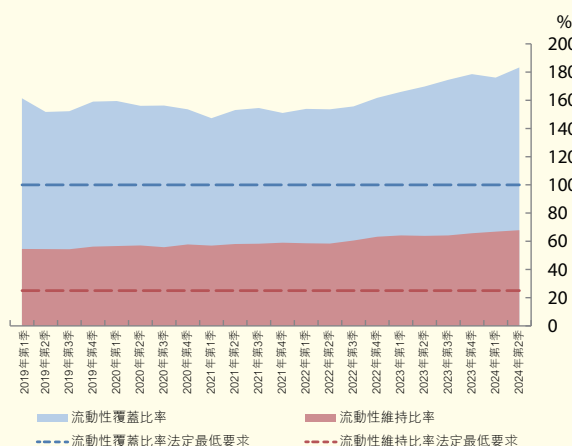
5.2 流動性及利率風險

流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」⁵⁵要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。2024年第2季，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分別為183.3%及67.9%（圖5.6），遠高於100%及25%的相應法定最低要求。

圖 5.6

流動性覆蓋比率及流動性維持比率

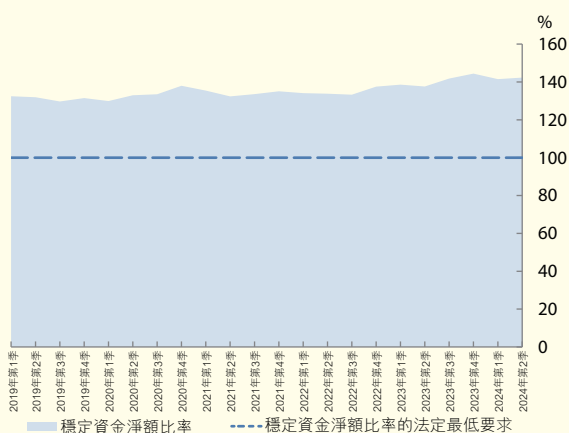


⁵⁴ 《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，目的是為防止銀行體系過度槓桿。詳情請參閱《銀行業（資本）規則》（香港法例第155L章）。

⁵⁵ 《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」。

認可機構的資金狀況維持穩定。第1類機構的平均穩定資金淨額比率於2024年第2季維持在142.3%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174.7%的高水平，亦高於75%的法定最低要求。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

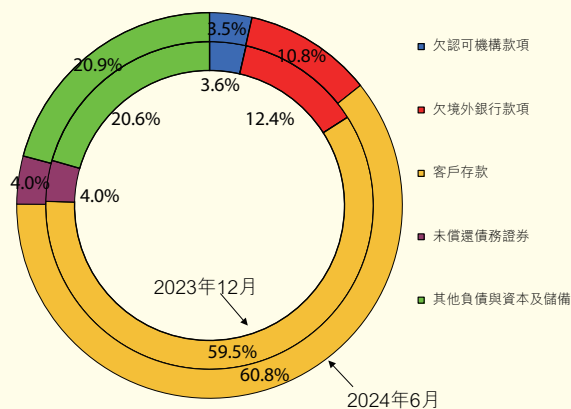


註：綜合狀況。

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。在2024年6月底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例由六個月前的59.5%上升至60.8% (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。

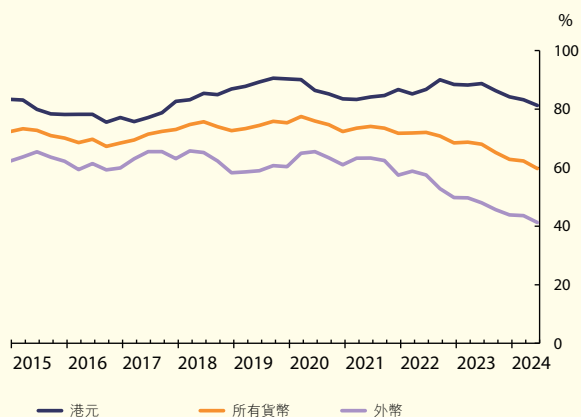
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。

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2023年12月底的62.8%下跌至2024年6月底的59.7% (圖5.9)。該比率下跌的原因是貸款總額有所減少，而同期存款總額則有所增加。截至2024年6月底，港元及外幣貸存比率分別下跌至81.3%及41.3%，而六個月前分別為84.2%及43.9%。

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

本港銀行的利率風險承擔水平在2024年第2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⁵⁶，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2024年6月底資本基礎總額的2.33%。⁵⁷該影響程度相對溫和，顯示香港銀行業具備良好條件抵擋利率上升衝擊。

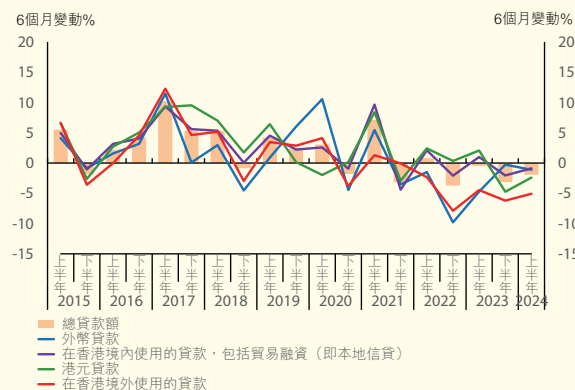
5.3 信貸風險

概述

由於借貸成本在2024年上半年維持在較高水平，銀行信貸的需求亦持續疲弱。以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額在2024年上半年減少1.9%（圖5.10），貸款總額下跌是由於本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款均有所減少。具體而言，本地貸款及在香港境外使用的貸款繼2023年下半年分別錄得2.0%及6.2%跌幅後，於2024年上半年分別進一步下跌0.9%及5.1%。

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。

⁵⁶ 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。

⁵⁷ 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。若有採取緩和措施，有關影響將會減輕。

信貸需求於近期內可能保持疲弱。根據金管局2024年6月的「信貸狀況展望意見調查」，約77%的受訪認可機構預期未來三個月的貸款需求將維持不變(表5.A)，而17%的受訪機構預期貸款需求將會減弱。

表 5.A
預計未來三個月貸款需求

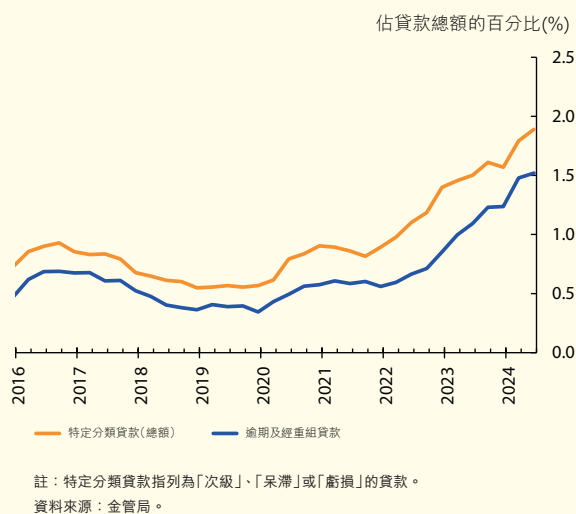
佔受訪機構總數的百分比(%)	2023年 9月	2023年 12月	2024年 3月	2024年 6月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	20	17	10	7
保持平穩	57	70	77	77
略為下降	20	10	13	17
顯著下降	3	3	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

銀行貸款組合的資產質素於2024年上半年轉差。所有認可機構的總特定分類貸款比率由2023年底的1.57%上升至2024年6月底的1.89%。同樣地，所有認可機構的逾期及經重組貸款比率亦由2023年底的1.24%上升至2024年6月底的1.52%(圖5.11)。儘管香港銀行業的總特定分類貸款比率上升，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



個人貸款⁵⁸

家庭負債在2023年下半年增長0.5%後，於2024年上半年沒有明顯變動(表5.B)。數據明細顯示，相較於2023年下半年，住宅按揭貸款的增長率於2024年上半年維持穩定，為0.8%。同期，私人貸款繼2023年下半年減少0.3%後，進一步收縮1.7%。

⁵⁸ 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2024年6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為36.7%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

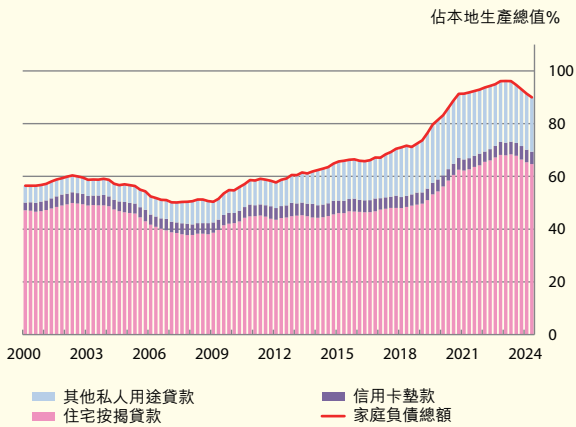
表 5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

(%)	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年
住宅按揭貸款	4.0	5.7	2.1	1.9	2.6	0.8	0.8
私人貸款	5.3	1.6	-2.5	-2.2	1.4	-0.3	-1.7
其中：							
信用卡墊款	-0.4	8.1	-5.3	14.4	0.2	10.5	-5.3
其他私人用途貸款	6.4	0.4	-2.0	-5.1	1.6	-2.6	-0.9
個人貸款總額	4.4	4.4	0.7	0.7	2.2	0.5	0.0

資料來源：金管局。

家庭負債佔本地生產總值的比率由 2023 年下半年的 93.0% 下跌至 2024 年上半年的 90.0% (圖 5.12)。家庭負債佔本地生產總值比率下跌的 3.0 個百分點，主要由香港名義本地生產總值的增長所帶動，而家庭負債總額則沒有明顯變動，對該比率近乎沒有影響。

圖 5.12
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



註：

- 僅包括認可機構提供的借款。
- 本地生產總值指按年率計本地生產總值，即連續四個季度本地生產總值的總和。
- 由 2018 年 12 月起，家庭負債的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。

資料來源：金管局。

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；及 (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。

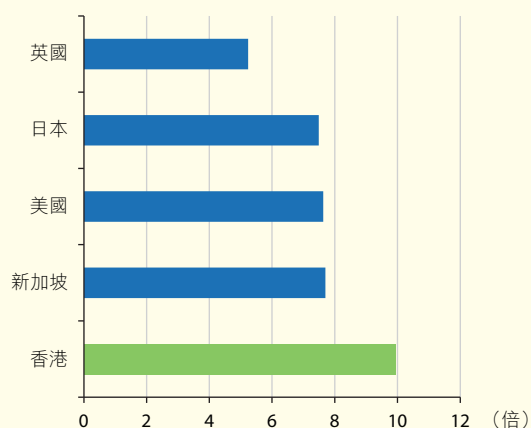
因此，若要全面及客觀評估家庭負債的風險，就需要參考其他不同的因素，包括實際的供款與入息比率及家庭的資產狀況。事實上，銀行新批按揭貸款的平均供款與入息比率一直處於健康水平，2024 年 7 月的平均數字為 40.5%。家庭資產淨值也維持在高位。2022 年香港的家庭資產淨值對負債比率及家庭安全資產對負債比率分別處於 9.9 倍及 2.9 倍的高位 (圖 5.13 及 5.14)，遠高於大多數其他發達經濟體，顯示香港整體的家庭財務狀況穩健，有強大緩衝抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

金管局一直密切監察家庭負債，並定期向銀行收集相關數據。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。⁵⁹ 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、以及在有需要時實行有效的追加保證金和強制平倉的機制等。

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



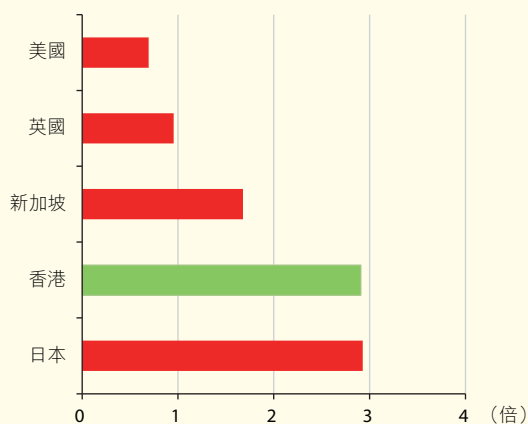
註：新加坡、英國及美國的數字為截至2023年年底的數字，其他經濟體（包括香港）的數字則為截至2022年年底的數字。

資料來源：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。

⁵⁹ 在2024年2月，金管局經考慮到近期市場狀況變化等一系列因素，修訂逆周期宏觀審慎監管措施及其他相關的監管要求，包括上調住宅物業以及非住宅物業的按揭成數上限，以及暫停實施物業按揭貸款的利率壓力測試要求。詳情請參閱於2024年2月28日發出的《物業按揭貸款逆周期宏觀審慎監管措施》新聞稿 (<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2024/02/20240228-3/>)。金管局在2024年6月對相關逆周期宏觀審慎監管措施作進一步的技術調整，將措施的涵蓋範圍擴大至2024年2月28日前已簽訂的臨時買賣合約並且在2024年2月28日或以後預計完成的自用樓花住宅物業的按揭申請。詳情請參閱於2024年6月14日發出的《物業按揭貸款逆周期宏觀審慎監管措施》新聞稿 (<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2024/06/20240614-4/>)。

圖 5.14

選定經濟體的家庭安全資產對負債比率



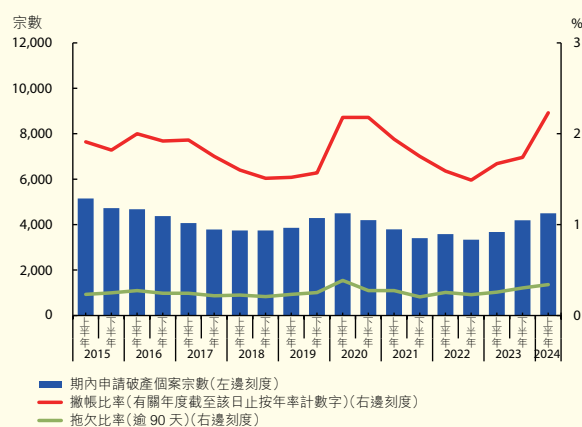
註：安全資產包括存款以及硬幣和紙幣(如有數據)。就香港而言，安全資產僅包括存款。新加坡、英國及美國的數字為截至2023年年底的數字，其他經濟體(包括香港)的數字則為截至2022年年底的數字。

資料來源：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而言，雖然相關的信貸風險在回顧期內稍微轉差，但仍然保持受控。2024年上半年的破產申請個案較六個月前增加約7.4%。按年率計的信用卡撇帳比率由2023年第4季的1.74%升至2024年第2季的2.23%，而拖欠比率亦微升至2024年6月的0.34% (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



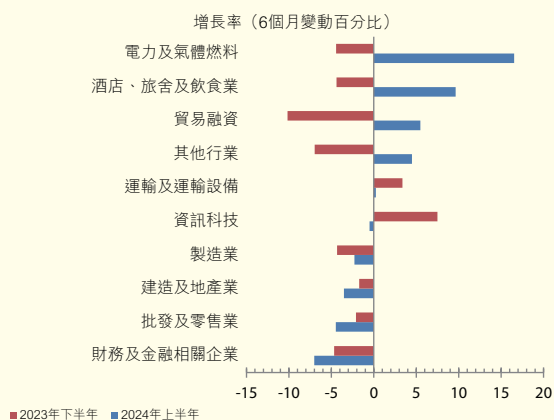
資料來源：破產管理署、金管局。

公司貸款⁶⁰

經過在2023年下半年下跌3.4%後，本地公司貸款於2024年上半年繼續收縮1.4%。雖然向個別行業(例如電力及氣體燃料業、酒店及飲食業)發放的貸款在2024年上半年錄得增長，但是向其他行業(例如批發及零售業、建造及地產業)發放的貸款則繼續下降(圖 5.16)。

⁶⁰ 不包括銀行同業貸款。於2024年6月底，公司貸款佔本地貸款的比例為63.2%。

圖 5.16
個別行業的本地企業貸款增長



資料來源：金管局。

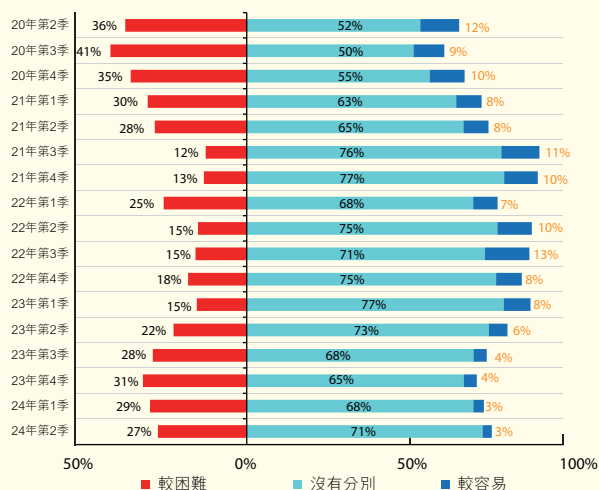
中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，中小企貸款狀況維持穩定。中小企對銀行貸款批核取態的觀感在2024年第2季有所改善，認為貸款批核較困難的受訪者比例為27%（圖5.17）。

在已獲批貸款的受訪者中，有2%表示銀行的取態於2024年第2季有所收緊，較前一季的12%顯著下降（圖5.18）。貸款收緊的含義包括各種可能的措施或安排（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實際對中小企的貸款投放。

金管局鼓勵銀行在符合審慎風險管理原則下，以包容的態度支持面對資金周轉壓力的企業的融資需求。於2024年3月，金管局聯同「銀行業中小企貸款協調機制」宣布推出九項支援措施，協助中小企獲取銀行融

資，並支持其開拓業務領域和升級轉型。於2024年8月，金管局和香港銀行公會共同成立一個聯合「中小企融資專責小組」，從個案及行業層面進一步推動相關工作。

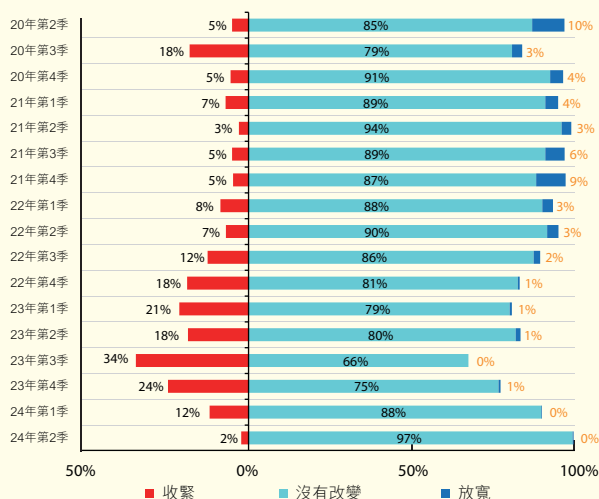
圖 5.17
中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感（與六個月前相比）



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

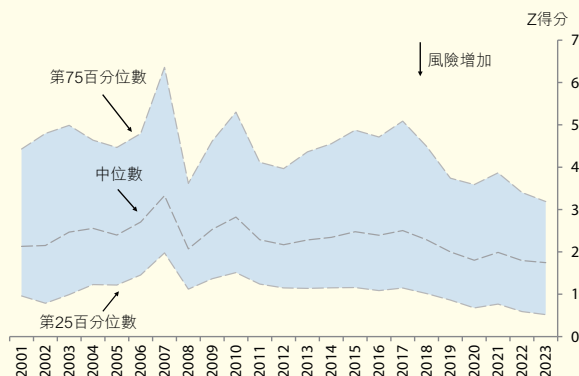


註：僅包括已獲批貸款的受訪者。

資料來源：金管局。

最新的財務資料顯示上市公司的財務狀況有轉差的跡象。根據在香港上市的所有非金融類公司截至2023年年底的會計數據顯示，Altman的Z得分（一項衡量非金融類公司違約風險的指標）輕微下跌（圖5.19）。

圖 5.19
香港非金融類上市公司的 Altman 的 Z 得分

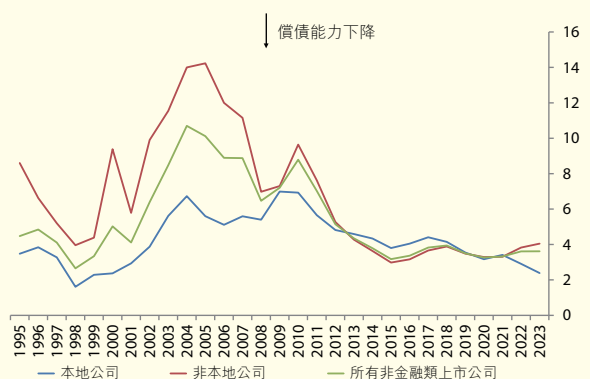


註：

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2024年8月中止的資料計算。
- 資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

雖然加權平均利息覆蓋比率反映上市非金融類公司的償債能力整體保持平穩，但是在高息環境下，本地企業的利息覆蓋比率則繼續下跌（圖5.20）。與此同時，加權平均負債與股東權益比率反映企業槓桿在2023年大致保持平穩（圖5.21）。

圖 5.20
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率

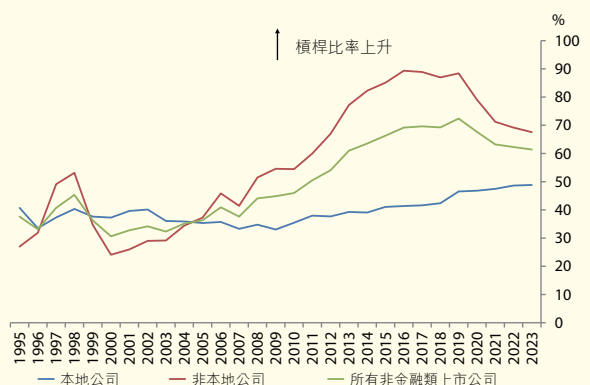


註：

1. 加權平均數。
2. 利息覆蓋率按息税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2024年8月中止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖 5.21
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2024年8月中止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

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2023年年底的42,260億港元(佔總資產的13.7%)減少4.4%至2024年6月底的40,420億港元(佔總資產的13.0%)(表5.C)。其他非銀行類客戶風險承擔減少0.5%至20,000億港元(表5.D)。所有認可機構的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率⁶¹由2023年年底的2.58%升至2024年6月底的2.78%。

表 5.C
內地相關貸款

十億港元	2023年 9月	2023年 12月	2024年 3月	2024年 6月
中國內地相關貸款	4,291	4,226	4,140	4,042
中國內地相關貸款 (不包括貿易融資)	4,025	3,978	3,891	3,797
貿易融資	266	247	249	245
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,516	1,490	1,399	1,373
本地註冊認可機構*	2,010	1,964	1,968	1,886
本地註冊認可機構設於中國 內地的銀行附屬公司	765	771	773	783
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,822	1,841	1,798	1,779
中國內地民營企業	1,300	1,256	1,248	1,199
非中國內地企業	1,169	1,128	1,093	1,063

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入賬的貸款。
2. 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	2023年 9月	2023年 12月	2024年 3月	2024年 6月
可轉讓債務工具及其他資產 負債表內的風險承擔	1,409	1,468	1,452	1,466
資產負債表外的風險承擔	532	542	508	534
總計	1,941	2,011	1,959	2,000

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。

信貸風險宏觀壓力測試⁶²

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，應能承受嚴重的宏觀經濟衝擊。表5.E使用截至2024年第2季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊⁶³和一個企業部門衝擊下，零售銀行於2026年第2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1.07%(利率衝擊和物業價格衝擊)至1.55%(香港本地生產總值衝擊)之間。

考慮到尾端風險，於99%的置信水平下，銀行信貸虧損的風險值在四類情境下都會上升，介乎2.82%(物業價格衝擊)至3.88%(香港本地生產總值衝擊)之間。

⁶¹ 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

⁶² 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《貨幣與金融穩定情況半年度報告》(2023年9月)專題4中一個經優化的框架計算得出。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。

⁶³ 相關衝擊是參考過往觀察到的極端事件進行調校：例如，香港本地生產總值衝擊的情境複製了2019年第3季至2020年第2季間經濟顯著下行的情況。

表 5.E
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值¹

情境	估計信貸虧損 (佔貸款組合的百分比)	
	平均值	於99%的置信 水平下的風險值
基準情境 ²	0.82	2.17
受壓情境 ³		
香港本地生產總值衝擊	1.55	3.88
物業價格衝擊	1.07	2.82
利率衝擊	1.07	2.83
中國內地國內生產總值衝擊	1.33	3.29
企業衝擊	1.46	3.54

註：

- 有關評估將2024年第2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自2024年3季開始連續四個季度每季分別減少3.2%、3.6%、9.3%及9.4%。
物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2024年第3季開始連續四個季度平均而言每季減少約12%。
利率衝擊：實質利率自2024年第3季開始連續四個季度分別上升0.1、0.9、1.8及3.2個百分點。
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2024年第3季起連續四個季度為2%。
企業衝擊：假設在香港上市的公司發生流動性及盈利衝擊，具體而言所有公司的短期債務在第一年無法展期，同時所有公司的收入在受壓期間的第一年按年減少50%。這些衝擊對公司違約概率中位數的估算影響會作為壓力測試的輸入值。

資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 風險及穩健性

如前文所述，香港銀行業於回顧期內仍然保持穩健。然而，若干下行風險因素未來可能在多方面對香港銀行業構成挑戰。

首先，與美國貨幣政策利率走勢相關的不確定因素仍然是重大風險因素。雖然美聯儲已在2024年9月開始下調貨幣政策利率，但接續下來的利率調整的時間與幅度，及其對本港利率未來的影響，仍然不明朗。美國與本地利率前景的不確定性或會對銀行管理融資成本構成壓力，從而拖累銀行的盈利能力。

銀行在信貸風險管理方面亦應保持警惕，並密切監察公司借款人的財務基礎，尤其是在「較長時間維持高息」的利率環境下可能受到的影響。儘管在亞洲地區的公司在疫情期間累積的額外流動資金緩衝有助抵禦融資成本上升的影響，但隨着公司的利率覆蓋比率普遍呈現下降趨勢，這些流動資金緩衝亦逐漸消耗。因此，若目前的較高息環境維持，這可能不利於公司借款人的償債能力。

地緣經濟碎片化情況，包括多個地區之間的貿易糾紛升級，是另一個值得密切監察的重要風險。任何貿易糾紛加劇都可能增加經濟碎片化程度，從而削弱全球增長前景。

儘管如此，香港銀行業的穩健資本及流動性狀況，應能提供強大緩衝以抵禦相關風險因素帶來的衝擊。

從較長期的角度而言，近期科技發展及在銀行業內數碼創新日益普及的趨勢，可能有助提升銀行的財務基礎及表現。專題4以全球多個地區上市的銀行為樣本，運用電腦文字分析方法，以新的實證證據評估數碼創新的好處。值得注意的是，專題通過使用銀行業績電話會議紀錄建構的文字指標分數作衡量，發現數碼化程度較高的銀行往往表現更佳，市場估值亦更高。

儘管數碼創新有上述好處，但隨着技術不斷發展，新的挑戰和風險（例如網絡安全）亦無可避免出現。為了安全、可持續地利用創新的好處，銀行與監管機構必須緊密合作，以確保主要的風險管理原則得到充分落實。

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。最新適用於香港的 CCyB 比率為 1.0%。⁶⁴

在定出 CCyB 比率時，金融管理專員已考慮多項指標（表 5.F），包括初始參考計算值 (IRC) 得出的「緩衝資本參考指引」。IRC 是一項為計算 CCyB 比率提供參考的衡量標準，綜合以下數據而定出：(i) 信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距；(ii) 住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距⁶⁵；及(iii) 正值中性 CCyB。⁶⁶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。⁶⁷

⁶⁴ 詳情請參閱「香港 CCyB 比率以往的時間序列」部分 (<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-legislation-policies-and-standards-implementation/countercyclical-capital-buffer-ccyb/>)。

⁶⁵ 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。

⁶⁶ 本港現時的正值中性 CCyB 為 1%，自 2024 年 4 月 1 日起生效，是 IRC 的下限，有助確保提供足夠緩衝，以應付可能出現的外來系統衝擊。根據正值中性 CCyB 的方法，若有關當局判斷風險水平並無偏高或偏低，便會致力達致一個正值的 CCyB 目標。詳情請參閱 https://www.bis.org/publ/bcbs_n130.htm (英文版)。

⁶⁷ 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利、資產質素及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

根據基於2024年第1季數據所作的最新評估，以及根據經修訂IRC公式計算所得的正值中性CCyB⁶⁸，IRC反映CCyB比率應為1%。根據作出決定時所有可得數據作出的預測顯示，在取得2024年第2季所有相關數據後，IRC較大可能反映CCyB比率應為1%。

經同時參考一系列全面參考指標和在2024年第三季作出決定時可取得的所有相關資料，定量指標顯示香港經濟過熱風險受控。在已納入「正值中性CCyB」的框架下，金融管理專員認為現時較適宜將CCyB比率維持在現有水平，並繼續密切觀察相關情況。

表 5.F
香港適用的CCyB比率相關資訊

	24年5月3日	24年第三季
經發布CCyB比率	1.0%	
生效日期	24年5月3日	
初始參考計算值	1.00%	1.00%
巴塞爾共用參考指引	0.00%	0.00%
物業緩衝資本指引	0.00%	0.00%
綜合CCyB指引	0.00%	0.00%
正值中性CCyB	1.00%	1.00%
主要差距指標		
信貸／本地生產總值差距	-24.3%	-32.8%
物業價格／租金差距	-21.5%	-21.5%

註：

- 各項CCyB指引的數值以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發佈日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據（有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1）。如果有CCyB發布，發布日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發布，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。
- 根據自2024年4月1日起生效的經修訂CCyB框架，2.5%的上限適用於綜合CCyB指引，而非巴塞爾共用參考指引及物業緩衝資本指引（有關公式及解釋的詳情，請參閱《監管政策手冊》單元CA-B-1）。

資料來源：金管局。

表5.G載列銀行業的主要表現指標。

⁶⁸ 根據將於2024年4月1日生效的最新CCyB框架，IRC會取兩項組成項目的較高值，分別為i) 根據信貸與本地生產總值差距及樓價與租金差距定出的綜合CCyB指引；及ii) 為IRC設定下限的正值中性CCyB。

表 5.G
銀行業的主要表現指標¹ (%)

	6/2023	3/2024	6/2024
利率			
1 個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數)	3.98	4.63	4.39
3 個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	4.28	4.73	4.65
最優惠貸款利率 ³ 與 1 個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	1.72	1.25	1.49
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)	1.42	1.15	1.23
綜合利率 ⁴	2.35	2.73	2.62
所有認可機構			
資產負債表狀況⁵			
存款總額	-0.3	-0.2	3.4
港元	-0.9	0.1	1.0
外幣	0.2	-0.4	5.5
貸款總額	-1.3	-1.0	-0.9
本地貸款 ⁶	-0.4	-1.2	0.3
在香港境外使用的貸款 ⁷	-4.1	-0.5	-4.6
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-5.4	-0.9	5.2
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	0.8	2.7	2.1
資產質素			
估貸款總額百分比 ⁸			
合格貸款	96.57	96.16	96.18
需要關注貸款	1.93	2.05	1.93
特定分類貸款 ⁹ (總額)	1.50	1.79	1.89
特定分類貸款 (淨額) ¹⁰	0.84	1.02	1.09
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	1.09	1.48	1.52
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率 (總額) ¹¹	2.41	2.77	2.78
流動性比率 (綜合)			
流動性覆蓋比率 — 適用於第 1 類機構 (季度平均數)	169.8	176.1	183.3
流動性維持比率 — 適用於第 2 類機構 (季度平均數)	63.8	66.8	67.9
穩定資金淨額比率 — 適用於第 1 類機構	137.6	141.5	142.3
核心資金比率 — 適用於第 2A 類機構	154.0	169.0	174.7
零售銀行			
盈利			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率 (有關年度截至該月止以年率計)	0.14	0.11	0.18
淨息差 (有關年度截至該月止以年率計)	1.62	1.53	1.51
成本與收入比率 (有關年度截至該月止)	38.8	38.1	38.3
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.07	0.09	0.10
信用卡貸款			
拖欠比率	0.26	0.33	0.34
撇帳率 — 按季年率計	1.76	2.20	2.33
— 有關年度截至該月止以年率計	1.67	2.20	2.23
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率 (綜合)			
普通股權一級資本比率	17.0	17.4	17.5
一級資本比率	19.0	19.1	19.1
總資本比率	21.0	21.1	21.1
槓桿比率	8.0	8.0	7.9

註：

- 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
- 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
- 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
- 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元利率敏感負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債（如港元不計息活期存款）。詳情載於金管局網站。
- 季度變動。
- 在香港使用的貸款及貿易融資。
- 包括「其他」（即沒有指定用途的貸款）。
- 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
- 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
- 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
- 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

專題 4

評估數碼化應用對銀行財務表現的影響：基於電腦文字分析方法的新證據

引言⁶⁹

銀行業的數碼化步伐在過去 10 年進展迅速。尤其是，隨着金融科技及人工智能等其他數碼科技的興起，銀行在業務營運中更廣泛應用各類數碼創新科技，從而達致提升營運效率、改善客戶體驗及開拓新商機等目標。香港的銀行亦積極應用數碼創新服務，通過數碼渠道提供銀行服務（例如按揭申請及定期存款安排）的比例正不斷上升。⁷⁰

由於數碼創新在提升營運效率及生產力方面具有巨大潛力，預計銀行將繼續將其作為其中一項核心發展策略。為更深入了解這一趨勢的影響，評估迄今為止數碼創新應用對銀行表現的影響是十分重要的。然而，針對相關議題的實證研究仍相對稀少。⁷¹ 實證研究面對的其中一項主要挑戰是缺乏現成指標以量化銀行的數碼化應用程度，傳統財務數據亦通常無法全面反映銀行的數碼化轉型情況。⁷²

在此背景下，本專題對銀行業績電話會議紀錄作電腦文字分析，以此構建銀行數碼化應用的衡量標準。⁷³ 其後我們利用所構建的文本指標分數，探討數碼化應用對全球上市商業銀行的表現指標有何潛在影響。⁷⁴

基於業績電話會議紀錄對銀行的數碼化應用 作文本指標分數

首先簡述如何構建銀行數碼化應用的文本指標分數。

最新文獻顯示，業績電話會議紀錄能夠提供及時而豐富的質性資訊，展示銀行目前及未來的企業策略，其中亦包括管理層對數碼化應用的立場。因此，如果相關電話會議紀錄中有較多涉及數碼創新的主題討論，可能表示銀行管理層對採用數碼化更為積極。為提取相關資訊，本專題把機器學習文獻中新穎的主題建模算法 *Top2Vec* 應用於銀行的業績電話會議紀錄上，以衡量其內容中與數碼科技相關討論的頻率及重要性。

⁶⁹ 詳情請參閱 Wong 等人 (2024)：《評估銀行數碼化應用對財務表現的影響：基於電腦文字分析方法的新證據》(英文版本)，香港貨幣及金融研究中心工作論文，編號 07/2024。

⁷⁰ 相關統計數據載於金管局於 2024 年 1 月 31 日發表的《香港銀行體系—2023 年回顧與 2024 年工作重點》第 13 頁。(https://www.hkma.gov.hk/media/chi/doc/key-information/speeches/s20240131c1.pdf)

⁷¹ 雖然已有很多調查分析評估數碼創新對金融機構的影響，但多為針對特定司法管轄區的個別分析，有關此主題而具備跨國性及時序可比性的實證分析仍然很少。

⁷² 此外，不同銀行所採用的數碼策略及應用程式亦各不相同，從而使建立一致且可比的衡量標準以用於實證分析中更為困難。

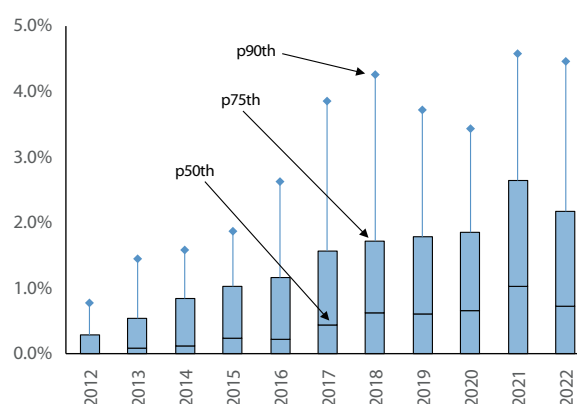
⁷³ 本文所採用的文本紀錄記載了上市銀行董事會與投資者、分析師及傳媒召開業績電話會議討論某一財務期間財務表現的內容。本項目所採用的相關文本紀錄及財務資料均來自標普 Capital IQ。

⁷⁴ 最終樣本涵蓋全球 219 家上市商業銀行。樣本銀行來自北美、歐洲及亞太地區的比例分別為約 40%、30% 及 20%。

Top2vec 算法使用超過一百萬段文字紀錄作為輸入數據，首先計算出每個段落及其中詞彙的數值嵌入向量表示。然後，算法會應用集群分析於段落和詞彙向量來建構潛在主題向量數值。下一步是接着計算出這些段落與代表着所關注的關鍵字概念（即「數碼」及「金融科技」）的潛在主題向量之間的相似度。透過這一過程，能找出哪些段落的主題與數碼及金融科技議題有關。根據每份紀錄謄本中與「數碼」及「金融科技」相關的段落佔總段落數的比例，可得出一個分數（表示為 DFscore），用以量化銀行在不同時間對數碼轉型题目的重視程度。⁷⁵

圖 B4.1 的箱形圖顯示樣本銀行 DFscore 的歷時分布。圖表顯示，過去 10 年，樣本銀行對數碼化相關內容的討論有上升的趨勢，顯示有關議題越來越受銀行持份者關注。

圖 B4.1：
2013 年至 2022 年間銀行的 DFscore 分布



註：p50th、p75th 及 p90th 數值分別代表每個年度 DFscore 分布的中位數值、第 75 個百分位數值及第 90 個百分位數值。

資料來源：金管局職員根據標普 Capital IQ 數據提供的樣本銀行業績電話會議紀錄所作的估計。

為驗證 DFscore 能否有效反映銀行數碼化應用的程度，本專題採用 probit 迴歸模型，檢視以下兩者之間的關係：(i) DFscore 數值；及 (ii) 樣本銀行在同一年度宣布推出新數碼化服務類別產品，或擴展科技相關新業務（「科技事件」）⁷⁶ 的概率。

⁷⁵ 上述段落為有關本專題中所應用的電腦文字分析方法的簡要概述。有關該方法的詳細技術討論，請參閱香港貨幣及金融研究中心的工作論文。

⁷⁶ 為識別相關事件，我們從標普 Capital IQ 收集了樣本銀行的「產品相關公告」或「業務擴展」類型事件，並透過人工地檢視這些事件的標題中出現的銀行科技相關字眼（例如「數碼」、「金融科技」、「區塊鏈」、「應用程式」等），從 2012–2022 年間超過 5,000 宗事件中識別出 663 宗與銀行科技應用直接相關的事件。

圖 B4.2：
較高度數碼化銀行與一般銀行發生「科技事件」的估計機率

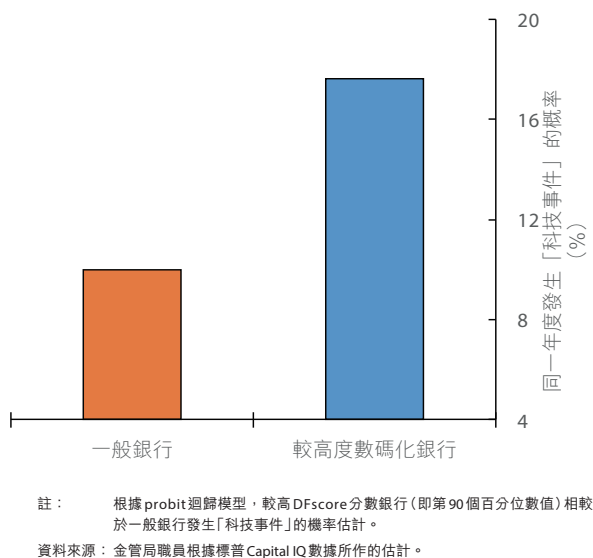


圖 B4.2 顯示兩間假設銀行的估算結果：一間是較高度數碼化銀行（即藍色柱，其DFscore位於第90個百分位），另一間是一般銀行（即橙色柱，其DFscore位於中位數）。較高度數碼化銀行發生「科技事件」的估計概率較中位數銀行高出約7個百分點。這表明DFscore分數越高的銀行在同一年間發生「科技事件」的可能性越大。此結果顯示DFscore可作為衡量銀行數碼化應用程度的有效替代指標。

數碼化應用對銀行財務表現的影響

為檢視銀行數碼化應用對其財務表現的潛在影響，我們採用面板迴歸模型，對銀行的DFscore分數與銀行財務表現的五項指標作迴歸分析。相關指標包括資本比率(CapR)，資產回報率(ROA)，不良貸款比率(NPL)，成本效率比率(costEff)⁷⁷及貸存比率(LTD)。我們的分析主要集中於對這些指標的影響，是因為近期市場資料亦顯示，銀行愈來愈常在不同場景應用數碼創新的技術，例如協助風險分析、簡化工作流程，以及預測監管資本與流動資金需求等。⁷⁸

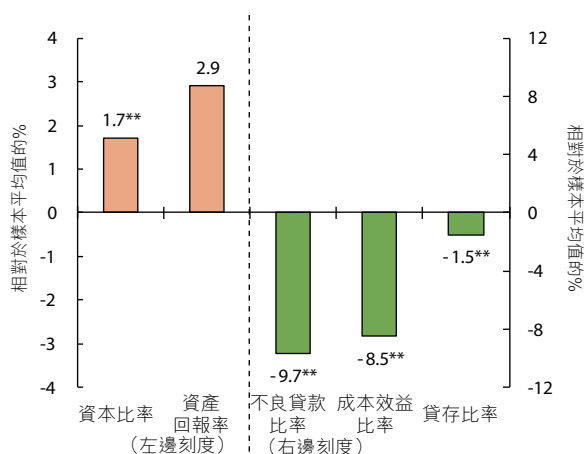
迴歸模型亦包含一組銀行層面及宏觀層面的控制變量，以及多項用於控制不同銀行及年份之間的差異的固定效應虛擬變量。因此，DFscore的估計係數可以反映較高程度的數碼科技應用對五項財務表現指標的影響。

⁷⁷ 成本效益比率=非利息支出總額／(收入總額-利息支出)

⁷⁸ 巴塞爾銀行監管委員會在2024年5月出版的《Digitalisation of finance》(英文版)報告中提及這些創新應用的例子。

圖B4.3顯示較高度數碼化銀行在各項表現指標方面的估算影響，並與一般銀行的估算影響作比較。為方便比較五項指標，所估算的影響按各項指標的樣本平均值進一步縮放。

圖B4.3：
較高度數碼化銀行與一般銀行在各表現指標的估算影響的差異



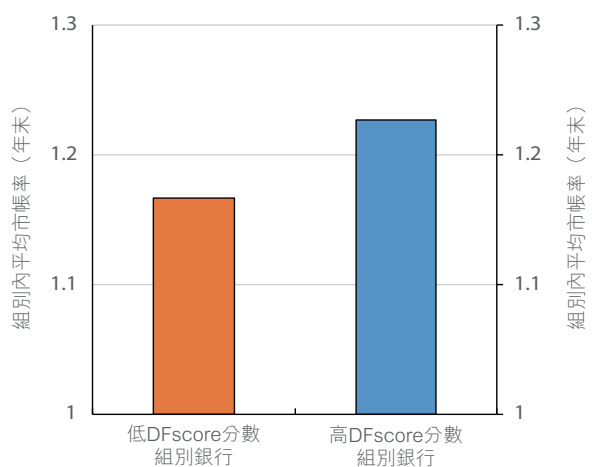
註： **表示5%水平上的統計顯著性。

資料來源：金管局職員估計數字。

研究結果顯示，DFscore分數越高，成本效益表現及資產質素亦較佳，資本與流動資金狀況亦越強，兩者呈正相關關係。這些影響不單在統計學上具顯著性，在經濟學層面上亦具有重要性。例如，較高度數碼化銀行的不良貸款比率估算較一般銀行低0.24個百分點。鑑於不良貸款比率的樣本平均值為2.47%，較高的數碼應用率(即DFscore由中位數增加至第90個百分位數)的影響相當於資產質素表現呈現9.7%的改善。

除了基於會計的財務指標外，本專題亦評估了數碼創新對基於市場表現的銀行指標有何潛在影響。數碼創新的不斷發展可能提供更大潛力，讓銀行未來的生產力及盈利能力得到提升。如投資者認為，數碼應用程度較高的銀行，相較於同業可能有更好的增長機會，就可能會推高銀行的估值，並改善銀行的市帳率。

圖 B4.4
2020 至 2022 年間高 DFscore 分數組別銀行與低 DFscore 分數組別銀行的平均市帳率



註：高 DFscore 分數組別是指每年 DFscore 分數高於中位數的銀行組別，而低 DFscore 分數組別是指 DFscore 分數低於中位數的銀行組別。

資料來源：金管局職員根據標普 Capital IQ 數據作出的估計數字。

圖 B4.4 顯示，高 DFscore 分數組別的銀行（高於中位數）的平均市淨率較其他銀行為高⁷⁹，顯示銀行的科技應用程度較高，是與投資者對盈利前景較樂觀有關，亦再次顯示銀行數碼化應用的積極作用。⁸⁰

結語

本研究以全球多個地區的上市商業銀行為樣本，使用電腦文字分析法獲得一些新的發現，有助更深入了解數碼化對銀行表現的潛在影響。值得注意的是，根據本專題構建的文本指標分數，數碼化應用程度較高的銀行往往會有更好的財務表現及更高的市場估值，有力地支持了一些銀行推動數碼轉型以提升競爭力的決定。

雖然數碼創新有許多益處，但隨着科技不斷進步，新的挑戰及風險（例如網絡安全）亦無可避免地出現。為了安全、可持續地發揮創新帶來的好處，銀行與監管機構必須掌握最新的科技發展，並評估其相關風險。雙方亦應緊密合作，以確保主要的風險管理原則得到充分落實。

⁷⁹ 這觀察證據亦與我們的實證分析結果一致，即在 2020 年至 2022 年期間，較高度數碼化銀行（即 DFscore 分數位於第 90 個百分位數）的市帳率較一般銀行平均值高出 6.1%。

⁸⁰ 然而，由於科技持續快速發展，數碼化的長期效益可能尚未完全反映在估算結果中，因此我們需要小心詮釋這些估算結果。此外，由於不同銀行會採用的特定數碼創新，這亦使數碼化的效益對不同銀行的影響可能存在巨大差異。

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、有限制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

由弱方及強方匯兌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，再加上有限制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。

©2024 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 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

www.hkma.gov.hk