

## 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。

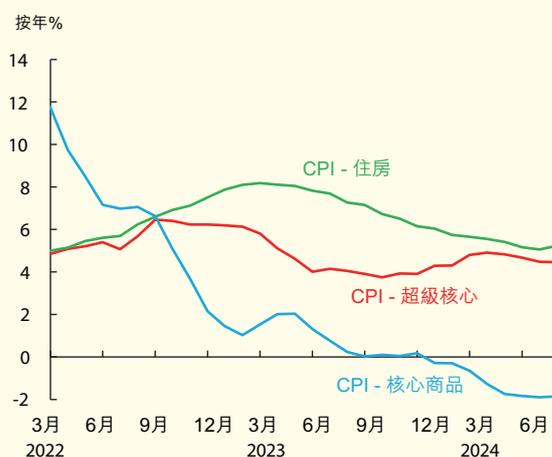
儘管美國息口仍然高企，亞洲新興經濟體的金融體系仍然穩健。展望未來，仍然高息的環境將繼續對企業的債務償還能力構成挑戰，而日益緊張的貿易關係亦不利區內出口的復甦。

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一組企業 (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。<sup>1</sup> 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。

<sup>1</sup> 請參閱亞洲開發銀行 (2024)《亞洲經濟一體化報告》。

## 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<sup>2</sup>，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)<sup>3</sup>。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。

<sup>2</sup> 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%。

<sup>3</sup> 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%。

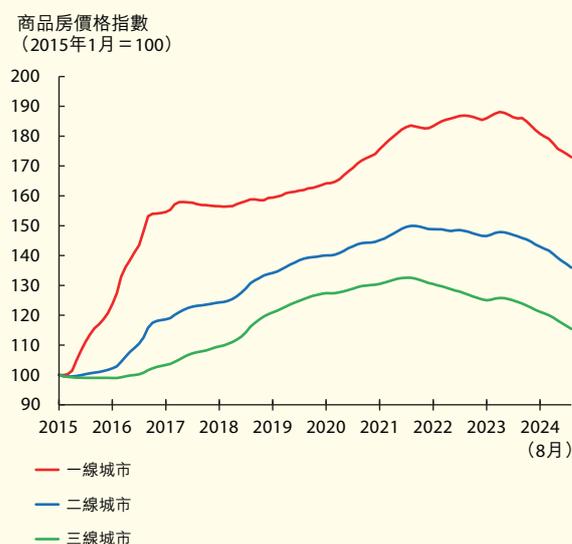
短期而言，在寬鬆政策及優化政策框架的推動下，內地經濟有望持續復甦。<sup>4</sup>然而，在內需不足及複雜的國際地緣戰略環境下（例如美國及歐盟提高對華關稅<sup>5</sup>，以及美國總統大選後貿易政策的高度不確定性），短期經濟增長前景仍然面臨多重阻力。長遠而言，隨着經濟轉向高質量發展，三中全會宣布的深化改革措施將為經濟增長提供有力支持。相關改革措施包括以戶籍和土地改革推動新型城鎮化、健全保障和改善民生制度體系、完善中央和地方的財政收支關係、培育新質生產力等。

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

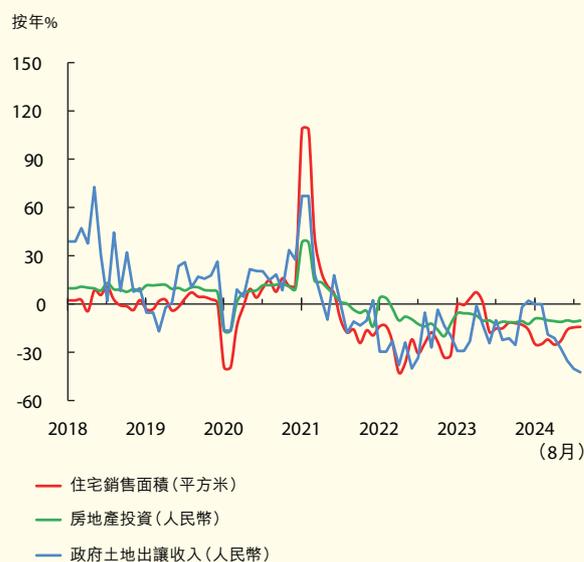
房地產市場在2024年首八個月仍然疲弱。各線城市的住宅物業價格持續下跌（圖2.4）。房地產市場活動亦持續低迷，其中銷售、投資及政府土地出讓收入按年均顯著下跌（圖2.5）。

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。

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 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，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。<sup>6</sup>

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		2024年
	6月	12月	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。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 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<sup>7</sup>，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	2024年	2024年	2024年	2024年
	6月	上半年	4月	5月	6月	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。

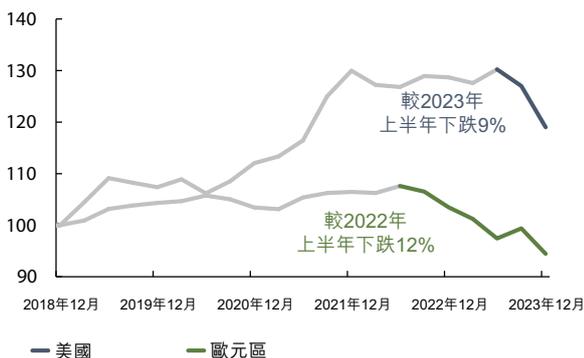
## 專題 1

# 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<sup>8</sup>

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）。<sup>9</sup>

**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。<sup>10</sup>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。<sup>11</sup>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。<sup>12</sup>我們的壓力測試主要分為以下三個步驟：

<sup>8</sup> 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。

<sup>9</sup> 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）。

<sup>10</sup> 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。

<sup>11</sup> 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。

<sup>12</sup> 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。<sup>13</sup> 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。

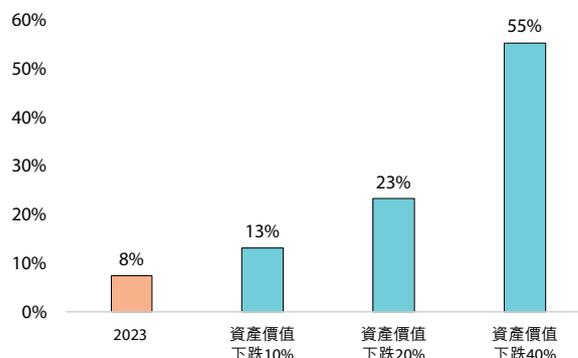
### 壓力測試結果

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。

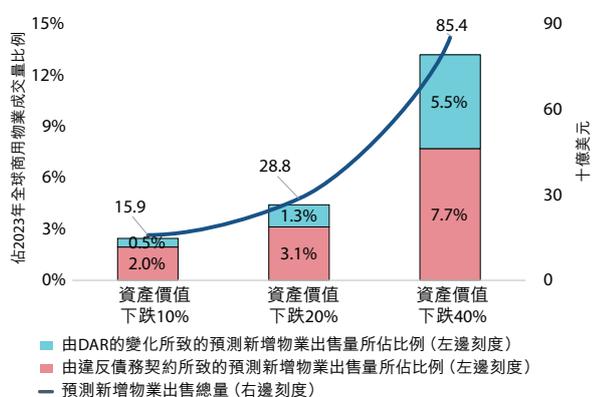
在個別上市地區或投資界別，違反一般債務契約的情況相對普遍。鑑於2023年底的槓桿水平較高，在美洲上市的房地產基金及投資於零售商舖和寫字樓的房地產基金，相較於在亞太區上市的房地產基金及工業房地產基金更容易出現槓桿違規。相關上市地區及投資領域的房地產基金可能面臨更大的拋售物業及信貸降級風險。

#### 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。

<sup>13</sup> 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。

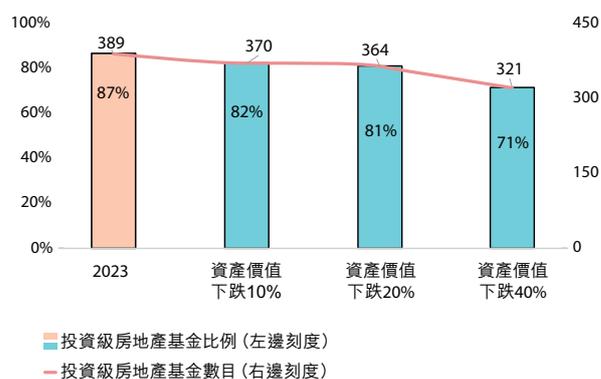
此外，不同上市地區及投資界別的房地產基金DAR水平差異亦反映在物業出售量的增幅上。按上市地區劃分，在任何情景下，大部分被拋售的物業來自在美洲上市的房地產基金，其份額佔模擬總額的60%至88%。按投資界別劃分，在樣本中所有界別的房地產基金中，工業房地產基金的槓桿水平最低，因此其估計物業出售量增幅最小。

### 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/PPP>.

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

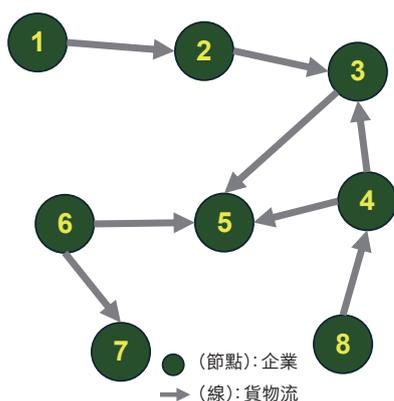
### 簡介

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。<sup>14</sup>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

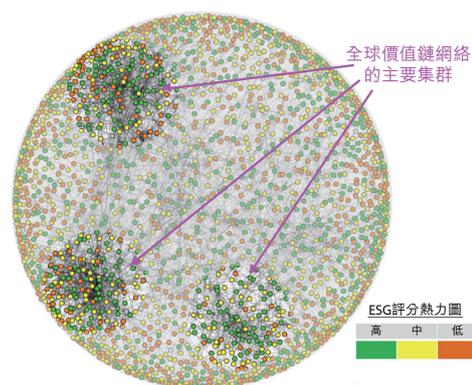
網絡分析技術是研究GVC網絡的合適工具，能提供全面的視角，並在迴歸分析上帶來有參考價值的指標。在有向的GVC網絡中，每個節點代表一家企業，而每條帶有箭頭的線代表一組貿易關係及貨物流向。例如，在圖B2.1中，企業2是企業1的客戶，也是企業3的供應商。

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。<sup>15</sup>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

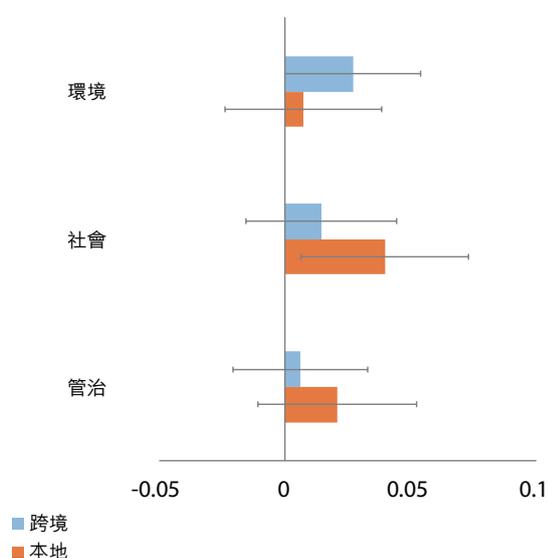
本專題利用 2020 年至 2022 年期間的企業層面數據作迴歸分析，以檢視 ESG 實踐如何在 GVC 上傳遞。具體而言，根據供應商所屬行業平均 ESG 分項評分(環境(E)、社會(S)及管治(G))的變化、其客戶 ESG

<sup>14</sup> 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

<sup>15</sup> 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。<sup>16</sup>為探究ESG的漣漪效應在跨境和本地價值鏈<sup>17</sup>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，<sup>18</sup>進而在整個GVC網絡中產生正面的漣漪效應。

<sup>16</sup> 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。

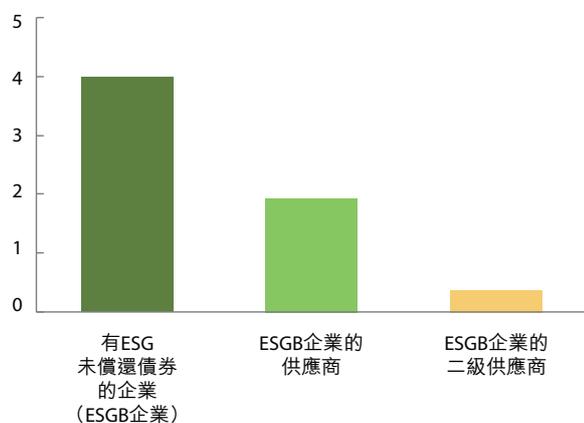
<sup>17</sup> 具體而言，當供應商及客戶的總部均位於同一司法管轄區內，該價值鏈關係則被界定為本地價值鏈關係，相反則被界定為跨境價值鏈關係。

<sup>18</sup> 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。<sup>19</sup>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。<sup>20</sup>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）。

<sup>19</sup> 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。

<sup>20</sup> 例如金管局於2022年推出的「商業數據通」。