



## 穆迪下調香港信貸評級分析

1月20日，全球三大評級機構之一穆迪(Moody's)宣佈將香港的信貸評級由Aa2下調至Aa3，評級展望則由負面調升至穩定，反映短期內不會再次下調香港的信貸評級，這是該機構於2017年5月以來再次下調香港信貸評級。穆迪在正式下調香港信貸評級前，該行早於去年9月便下調了香港評級展望至負面，預視未來可能將下調信貸評級。除了穆迪以外，另一評級機構惠譽評級更早於去年9月6日宣佈將香港信貸評級由AA+下調至AA，評級展望維持負面，標準普爾於去年10月8日則確認香港AA+的信貸評級，以及穩定的展望。現時，穆迪給予香港Aa3評級是其第四高評級，較內地A1的信貸評級僅高一級。綜合3間評級機構給予香港的信貸評級，穆迪最低，標準普爾最高，兩者前景均為穩定，料於短期內不會作出調整，惠譽的評級則處於兩者中間，為其第三高評級，但對前景展望負面，不排除有機會再次下調評級。

### 一、穆迪下調香港評級的理據

穆迪下調香港信貸評級主要反映其認為香港的體制和治理實力低於先前的估計。該機構認為香港的行政和立法部門對引發持續示威的問題缺乏有效回應，行政和立法部門日益出現惰性，故認為香港的體制和治理實力弱於先前評估。當前示威活動的根本驅動因素儘管是根深蒂固且難以處理的，但面對部分市民的政治訴求，以至普遍市民對生活水平、房屋成本和經濟機會不均的關注，特區政府均未能有效回應，也未有明確應對計劃，可能一定程度上反映內在體制實力低於先前評估。同時，亦可能表明儘管一國兩制在過去 20 年一直支撐香港的自治權，但香港的體制在自治權方面的制約比先前想像的更大。

穆迪認為香港的體制面臨的壓力會直接損害其信用質量。若香港體制的自治權發生實際的或預期的變化，會增加外國政府的

蔡永雄  
高級經濟研究員  
Tel:28266976  
rickychoi@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

**聲明：**  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

行動對香港競爭力和經濟實力產生負面影響，並進一步阻礙決策有效性的風險，如美國國會通過了《2019年香港人權與民主法》，據此美國國務院和其他機構將從現在開始進行年度審查，以確定香港政治地位的變化是否有理由改變美國對香港的貿易政策。

雖然穆迪將香港的信貸評級下調了一級，但將其評級展望由負面調升至穩定，反映穆迪認為香港與內地評級之間的一個子級差距在可預見的未來可持續存在，即短期內將不會再次下調香港的信用評級。具體而言，該行認為香港的財政實力和宏觀經濟穩定性將繼續支持香港的信用評級，香港的體制實力和治理亦顯著高於內地，有助支持其未來信貸評級的表現。

## 二、穆迪下調香港評級並不具備足夠合理性

我們認為本次穆迪下調香港信貸評級，並不具備足夠的合理性。儘管目前香港社會和經濟正面對一些困難，但必須注意到的是香港的核心競爭力沒有受到根本性衝擊，包括資金、貨物、資訊、人才自由進出，以及簡單低稅制、健全的監管制度、法治和司法獨立、高質素的專業服務等。

香港國際金融中心的地位未受打擊，2019年香港再次榮登全球新股上市集資額最多的交易所、股市市值更升至全球第五位、繼續成為全球最大的離岸人民幣中心、區內日趨重要的資產管理中心，並擔當內地企業國際集資重要平台和中西資金融通的國際金融市場的角色。同時，自去年6月份以來，未有錄得大量港元資金流出，金管局沒有因港元匯率觸及7.85的弱方保證而需要買入港元或進行干預，銀行體系總結餘一直維持於540多億港元，港幣和美元存款規模維持穩定，港元匯率在港美息差收窄和倒掛下更一度升至7.76的水平，反映金融體系持續正常運作。

資產價格往往是評估一個地方的經濟前景是否樂觀的重要指標，香港恒生指數未有受到社會事件的顯著影響，去年全年上升9.1%，其表現主要是受全球經濟因素，如中美貿易爭端和美聯儲減息等影響。香港住宅樓價更居高不下，僅從高位整固了3.2個百分點，可見本地和海內外投資者對香港經濟前景仍充滿信心，未有受到一連串社會事件的打擊。

香港經濟基調穩健，財政緩衝充裕。即使面對目前困難的環境，也有能力應對挑戰，確保宏觀經濟和金融體系維持穩定。首先，香港的經濟結構靈活性高、適應力強。勞動市場、物業與零售市場等均能迅速就不斷轉變的環境作出回應。這種靈活性有利內

部價格與成本的調整，確保宏觀經濟維持穩定；第二，香港銀行體系穩健、銀行資本充足、流動性管理有效、資產質素健康，可支持香港續享優越的信用評級；第三，香港政府奉行審慎的理財政策，且累積了龐大的財政盈餘，並以平衡預算為中期目標。政府財政儲備於去年 11 月底為 10,257 億港元，或本地生產總值的 36.1%。截至去年 12 月底，外匯儲備 4,413 億美元，較 2018 年末增長 3.9%，超過本地生產總值 120% 和港元基礎貨幣 2 倍，是香港金融穩定的龐大後盾，必須指出的是上述基本因素均是全球大多數經濟體不具備的。

上述香港金融中心的發展成果，更是回歸以來，特區政府堅定落實一國兩制的方針，遵守基本法的規定的最佳證明，亦是香港社會和經濟持續發展的最重要基礎，不會動搖，故不存在穆迪所指香港的體制和治理實力弱於其先前評估的情況。再者，在一國兩制下，香港正受惠於國家經濟的快速發展，成為香港長遠發展的積極推動力，未來國家不斷擴大對外開放，特別是近年來，中國自主、有序啟動了新一輪金融業高水準雙向開放；粵港澳大灣區建設的落實，領導小組宣佈了惠港 16 條措施，包括：粵港澳三地保險監管機構推進成立跨境監管沙箱，對接三地不同的法例法規，以及跨境雙向理財通，將為資本項目開放在政策上的一大突破；一帶一路倡議的持續推進亦會為香港帶來新的業務機會，推動香港經濟發展邁向新的台階。

最後，特區政府多年來均對市民關注的問題作出積極回應，如積極解決市民最為關注的房屋問題，推動新界東北發展區的發展、重建置業階梯、政府資助出售房屋的定價與市價脫鉤，確保置業人士有能力負擔，增加對公營房屋供應的承擔，比例由 60% 提升至 70%；對教育、社會福利及衛生開支的承擔持續提高，2019 至 20 年度的預算分別升至 1,240 億、972 億及 886 億港元，較 2014 至 15 年度分別增加 64.5%、57.0% 及 56.3%。再者，自經濟下行壓力增加以來，特區政府亦積極推出了多輪紓困的措施，足以證明特區政府是有對市民在生活水平、房屋成本和經濟機會不均的關注作出回應。另外，特區政府即將就過去數月的社會事件進行獨立研究及檢討，正積極與不同背景、政治立場和年齡層的市民對話，虛心聆聽他們的意見，為社會尋找出路，可見穆迪下調香港評級並不具備足夠合理性。

## 近期報告

澳門擬建人幣計價證券交易所的機遇與挑戰	蘇傑	12.17
中美貿易暫時休戰	蔡永雄	12.16
英國大選保守黨大勝 “脫歐” 僵局有解	柳洪	12.13
美聯儲維持利率不變, 點陣圖預期持續到2020	韓鑫豪	12.13
香港經濟步入技術性衰退	張文晶	10.31
聯儲局完成年內第3次降息	黃思華	10.31
中美貿易再次休戰	蔡永雄	10.15
美聯儲如期降息, 但會議指引偏鷹	韓鑫豪	09.19
境內外人民幣匯率價差(CNH-CNY)的波動規律	張謙	09.18
英國硬脫歐風險正在提升	蔡永雄	08.23
步入全球低息和負息的新時代	蔡永雄	08.19
阿根廷政治風險驟增, 溢出效應或有限	韓鑫豪	08.14
低息環境料長期維持	蔡永雄	08.02
香港經濟延續輕微增長	蔡永雄	08.01
美國經濟面臨下行風險	鄂志寰	06.26
2019年一季度香港經濟僅錄輕微增長	蔡永雄	05.02
從香港就業市場結構看輸入人才計劃前景	蔡永雄	04.16
香港住宅樓市出現回穩跡象	蔡永雄	04.02
美國貨幣政策正常化快將完成	蔡永雄	03.21
2019年全球經濟步入金融海嘯後最低增長	蔡永雄	02.19