

---

# 1. 概論

---

縱然香港的金融體系在2011年下半年經歷巨大市場波動，但仍然安然無恙，港元匯率未受任何嚴重的資金流出或流入壓力所影響。信貸增長放緩，而物業市場整固。離岸人民幣市場因預期人民幣匯率升值速度減慢而出現調整，銀行方面的人民幣資產負債狀況則更趨多元化。

2012年外圍環境可能依舊動盪不穩。若區內經濟增長實現下行風險，銀行資產的信貸質素或將受到壓力。另一方面，由於利率仍然比通脹率低，本地物業市場所累積的風險有可能會再次增加。銀行一方面將面臨審慎管理這些風險的挑戰，另一方面則須準備實施巴塞爾《資本協定三》規定的資本及流動資金新標準。

## 外圍環境

2011年下半年歐元區主權債務危機加劇，令全球金融體系再次瀕臨一場嚴重危機。雖然危機爆發的風險現已有所消退，但歐洲銀行去槓桿化將令全球經濟復甦勢頭蒙上陰影。主要發達經濟體系的經濟復甦亦會因持續的財政整頓及家庭資產負債表的調整而受到抑制。增長疲弱加上資源利用率低，可能促使主要央行實行進一步的量化寬鬆措施，加劇增長較快的新興市場經濟體系的金融失衡。

由於外部需求低迷，包括中國內地的大多數東亞經濟體系的增長有所放緩。雖然疲弱的環球經濟將繼續拖累亞洲地區的出口，但穩健的內需及充足的政策刺激空間意味著經濟不會大幅偏離中長期增長趨勢。區內部份央行已開始放寬貨幣政策，但除非短期經濟前景急劇惡化，否則政策立場預期不會出現重大轉向。

## 本地經濟

由於外圍環境疲軟令出口受壓，本地需求亦蒙上陰影，故此香港經濟於2011年下半年未有較大回升趨勢。第3季及第4季本港經濟的按季增幅分別只有0.1%及0.4%。雖然淨出口經過第2季急跌後回穩向上，但是本地需求（尤其是存貨投資）轉弱。

本地經濟的疲弱增長勢頭尚未對勞工市場狀況產生任何明顯影響。尤其是經季節因素調整後的3個月移動平均失業率於2011年下半年仍繼續在約3.3%的低位徘徊，而總就業人數至2012年1月底達到363萬的歷史新高。隨著增長步伐放緩，產出缺口估計於2011年下半年已有所收窄。

通脹壓力逐漸消退。按3個月以年率計，基本通脹率由7月份的6.8%降至1月份的5.3%。按季動力減弱，主要是由於綜合消費物價指數的住房組成項目增長放緩及商品價格回穩所致。然而，一旦出現上行風險，例如美國實行新一輪的量化寬鬆措施，或因地緣政治局勢緊張，導致石油供應減少而價格攀升，均有可能令預期的通脹壓力紓緩情況出現逆轉。

近期有消息顯示，增長動力或可於2012年下半年逐步恢復。本報告專題1討論我們編製的綜合領先及同期經濟指標，以期通過高頻數據為經濟把脈。然而，基本的全球環境依然極不明朗。一方面，歐洲主權債務危機所造成的下行風險仍然存在。另一方面，預期發達經濟體系會維持高度擴張的貨幣政策，因此資產市場再度熾熱的風險亦不容輕視。根據最新預測，2012年增長率為3.0%，但觀點可謂人言人殊。同時，政府對增長率預測的範圍亦較寬闊，介乎1.0 - 3.0%。

## 貨幣狀況及資金流動

2011年下半年，港元即期匯率繼續窄幅波動。港元即期匯率於第3季轉弱，但多數情況下仍處於兌換範圍的強方。事實上，港元轉弱的壓力較區內許多地方的情況溫和，不少當地貨幣因全球避險情緒升溫而遭到大舉拋售。

於2011年第4季，在市場氛圍不斷變化及銀行年底融資需求的推動下，港元匯率變得較為反覆。10月份，港元匯率隨著股市同步上揚，但及至11月份，由於避險需求上升，資金轉投美元，港元匯率逐漸轉弱。臨近2011年底時，港元需求因銀行年底的流動資金需要而再次上升。

2011年下半年的港元利率變動因市場類別及年期而異。就拆息市場而言，香港銀行同業拆息繼2011年頭十個月基本持平後，於11月及12月略有攀升，其走勢大致追隨美元變動。相比之下，較長期的外匯基金票據及債券收益率隨美國國庫券收益率下跌而降低，但前者降幅較小。在零售層面，銀行上調按揭利率及存款利率，以應付融資壓力的增加。

由於信貸需求減弱及監管措施加強，貸款增速自2011年中期以來明顯減弱。其中外部貸款(即所有外幣貸款和在香港境外使用的港元貸款的總和)的增速放緩程度比在香港使用的港元貸款嚴重，但人民幣貸款則一直快速增長(儘管比較基數極低)。實際上，過去幾年外部貸款的變動較本地貸款而言大致上更具順週期性，因而使香港信貸週期的波幅擴大。本報告專題2旨在幫助我們了解外部貸款增長的決定因素，著重說明內地貨幣狀況如何帶動香港的信貸需求。

2011年下半年港元及外幣存款均穩健增長。人民幣存款於第3季的增長較2011年上半年慢，這很大程度上是由於香港與內地之間就貿易結算的人民幣匯款進出額變得較為均衡。最近數月人民幣存款減少，反映全球市場因素令市場參與者對離岸人民幣的需求轉弱。由於全球避險情緒升溫，資金紛紛流向避險貨幣，區內多數幣種遭遇大舉拋售。在此情況下，香港的離岸人民幣交易價較在岸人民幣出現明顯折讓，扭轉之前離岸市場人民幣價格較高的局面。本報告專題3研究在岸及離岸人民幣金融市場的價格動態。值得注意的是，香港離岸人民幣市場的下調壓力及波幅，遠較同期大多數其他區內貨幣市場的情況溫和。

鑑於美國聯儲局已表明現行經濟狀況適宜維持低利率政策至少至2014年底，未來一年，港元銀行同業拆息可能仍處於低水平。然而，隨著全球經濟及金融狀況的發展，資金流及較長期的港元利率或會加劇波動。如上所述，其一風險是發達

經濟體系如實行進一步的量化寬鬆措施，可能會導致資金重新流入並壓低長期利率。相反，歐元區主權債務危機升級可能令資金大量外流，同時為長期利率帶來上調壓力。

## 資產市場

股票市場歷經大起大落：由回顧期之初的大舉拋售發展至期末的反彈回升。由於歐元區主權債務危機於夏季過後急劇惡化，投資者紛紛尋求避險而逃離高風險資產，令本地股市直線下滑及引伸波幅升至自全球信貸危機以來的最高位。其後，由於歐元區資金狀況緩和，加上美國聯儲局表明欲將高度寬鬆的貨幣政策維持至2014年底，使風險胃納恢復。在貨幣環境較為寬鬆、全球需求轉弱、歐洲銀行去槓桿化等因素相互影響下，預期未來一段時期股市可能依然會大幅波動。

本地債券市場亦受到外圍環境的影響。有見歐元區債務危機加重，全球投資者對風險愈加規避，尤其是在評估信貸風險時，更為明顯，因此，私人機構在國際資本市場的債務發行活動普遍減少。由此導致海外私人機構對港元債務的發行亦因此縮減，延緩了本地債券市場的擴展。相比之下，儘管收益率上升，和市場對人民幣匯率的升值預期減低，離岸人民幣債券市場擴展不俗。隨著人民幣匯率變動日益靈活，香港的離岸人民幣債券市場日後料會穩步增長。

住宅物業市場進入整固階段。2011年下半年，住宅物業價格下跌4.4%，但仍較先前2008年中期的高峰水平超出約40%，官方數據也顯示物業交易量驟減。不過根據近期的臨時買賣記錄，交易活動已告反彈。非住宅物業市場亦出現一些整固跡象。

對比前兩年房屋價格飆升的情況，截至目前的市場回調幅度溫和。前期活躍的市場活動令房價通脹及家庭收入增長顯著脫鉤。儘管近期價格調整，價格收入比率(置業負擔能力的衡量指標)仍高踞11，大大超過10年平均值8。展望未來，由於利率持續低企且供應緊張，住房市場不排除有進一步積聚風險的可能。權衡風險，金管局有必要維持現時就住宅按揭貸款實施的審慎規定。

## 銀行業表現

儘管歐元區主權債務危機揮之不去，以及外圍環境的不確定性增大，本地銀行業仍保持健康增長。然而，2011年下半年零售銀行的整體稅前盈利較上半年減少13.7%。銀行平均淨息差由上半年的1.21%上升至下半年的1.28%，部份由於銀行於期內將以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率提高所致。但淨息差的增加卻因非利息收入減少及經營成本上升而被抵銷。因此，資產回報率由2011年上半年的1.2%輕微下降至1%。鑑於部份銀行最近更改先前提高按揭利率之舉而將按揭利率下調，這對淨息差的影響仍有待觀察。

本港銀行體系的流動資金於報告期內輕微收緊，不過最近有稍為放鬆的跡象。在下半年，信貸增長有所放緩，從2011第3季的4.4%減慢至第4季的1%，存款總額增長則輕微上升至3.6%，較第3季僅1.2%的增幅為快。儘管如此，於2011年底，港元及所有貨幣的貸存比率仍分別處於約84.5%及66.9%的相對較高水平。

本地銀行業環境將繼續因外圍環境波動而受影響。專題4表明倘若出現因歐元區危機導致的經濟衰退，香港銀行業將難免受到較高的信貸虧損所影響。此外，歐洲銀行的去槓桿化壓力亦可能會影響本港銀行業的信貸供應。尤其如果歐洲銀行在本港出現同業資金大幅外流，香港外幣貸款增長速度將可能減慢。儘管如此，壓力測試結果顯示，在極端情況下的貸款損失幅度仍會大大低於亞洲金融危機後所錄得的實際損失。同時，由於本地資金應可適當地支持信貸供應，對資金供應的可能影響應會顯著地輕於2008-09年全球金融危機的影響。然而，銀行將要面對繼續審慎管理信貸及流動資金風險的挑戰，並須做好準備以符合巴塞爾《資本協定三》的資本及流動資金新標準。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製。