

# 1. 概論

由於市場預期美國聯儲局會削減資產購買規模，導致美元債券收益率曲線急速上移，亞洲區內出現資金外流壓力。不過港元匯率仍維持穩定，在強方兌換保證匯率7.75附近徘徊。

物業市場降溫，但仍存在失衡風險。此外，香港銀行的內地風險承擔持續增加，由於內地經濟明顯放緩及企業槓桿比率上升，已備受更嚴格的監管審查。銀行尤其應該做好準備，以應對信貸、利率及流動性風險可能變得非常不利的情況。

## 外圍環境

在市場人士重新評估美國貨幣政策會否正常化的影響下，過去6個月全球金融市場劇烈波動。在美國聯儲局主席伯南克表示將逐漸減少並最終結束無限量資產購買計劃的初期，市場出現大規模拋售及美元大幅升值。其後在聯儲局澄清「結束資產購買計劃並不一定意味著即將加息」下，全球股市收復大部份失地，主要先進經濟體系的經濟表現更優於預期。

美國第2季本地生產總值意外錄得強勁表現，紓緩市場對夏季增長因財政緊縮而會變得疲弱的擔憂。因此，聯儲局似乎將如期在2013年底前開始減少資產購買。歐洲方面，經濟收縮的情況似乎已趨穩定，但復甦前景仍難以預料。歐洲央行在7月召開的理事會會議上提出一項前瞻指引，「預期歐洲央行的主要利率在較長時期內將維持目前或更低的水平」。日本方面，經濟復甦動力加強，資產市場向好，為推行雙料寬鬆政策及安倍經濟學提供良好開端，但安倍政府能否推行備受期待的結構改革，仍有待觀察。

目前影響全球貨幣及金融穩定的最主要因素是美國聯儲局能否有序結束其資產購買計劃。若未能有序結束計劃，便可能會再次出現2013年5月底—6月時因擔憂聯儲局採取收緊措施所導致的全球長期債券收益率

急升及全球股市同步下跌的局面。聯儲局宣佈逐漸結束量化寬鬆政策，亦引發金融資產重新定價，導致新興市場經濟體系出現資金逆流。

隨著新興市場出現資產拋售，東亞地區在5月底及8月底明顯出現資金外流跡象。這是由於市場擔憂聯儲局逐漸減少購買資產，引發區內風險資產被拋售，並對區內部分經濟體系的貨幣構成下跌壓力。這可能亦反映美國復甦相對強勁，而區內（包括中國內地）經濟增長放緩，令投資者對風險重新定價。

專題1嘗試解釋中國內地近期信貸擴張與本地生產總值增長背馳的原因。我們的分析表明，這可能反映信貸中介鏈延長，而與此同時，信貸資金可能並無分配予能夠創造更高投資及產出的企業。事實上，槓桿比率過高似乎集中在已存在產能過剩的行業中的大型企業。

## 本地經濟

本港首兩季的實質本地生產總值按季增長率分別為0.2%及0.8%，低於趨勢水平。由於先進經濟體系需求低迷，內地及區內經濟增長放緩，淨出口仍欠佳，繼續是拖累增長的主要因素。本地消費在第2季出現稍緩跡象，但仍然相對強勁。然而，整體投資支出似乎增長乏力。

儘管經濟增長減速，但勞工市場持續改善。經季節性因素調整後的3個月移動平均失業率於2013年首7個月在約3.4%的低位徘徊，而總就業人數由1月的371萬人增至7月的375萬人。勞工市場緊絀，似乎與過去幾個季度經濟略低於產能的狀況有所不符。

2013年首4個月本地通脹壓力仍然高企，但自5月以來略有緩和。按3個月以年率計，基本通脹率在4月達到5.3%，其後逐漸降至7月的3.1%。按季動力減弱，主要因非貿易品及租金所致，而貿易品的通脹壓力則在4月份至6月份間上升，到7月份稍為回落。展望未來，隨著住宅租金升勢趨緩，按季通脹動力可能會輕微減弱。然而，未來通脹上升及下跌的機會同時存在。在上升因素方面，中東地緣政治危機或會推高油價。在下跌因素方面，美國聯儲局計劃逐漸減少資產購買，可能會抑制資產價格及本地經濟活動，從而緩解本地通脹壓力。

今年餘下時間，預料本港經濟增長仍將低於趨勢水平。雖然先進經濟體系（尤其是美國）復甦步伐加快，將有助帶動外部需求增長。但另一方面，鑑於聯儲局將逐漸減少資產購買規模，會導致資產市場表現轉差，令財富效應減弱，加上實質收入增長放緩，預料本地私人消費增長將因此趨緩。私營機構分析員已將本港2013年的增長預測調低至平均2.9%，而政府的增長預測介乎2.5-3.5%，金管局內部編製的綜合領先經濟指標預示未來經濟增長溫和。專題2回顧1994年美國債券市場暴跌的經過，並討論美國利率急升對本港的潛在影響。

## 貨幣狀況及資金流動

儘管上半年全球及本地金融環境大幅波動，但港元外匯市場仍然有序運作，匯率維持接近7.75的水平。貨幣市場方面，隔夜及3個月港元銀行同業拆息分別微跌至0.09%及0.38%。另一方面，零售銀行的加權存款利率於5月及6月上升，主要因流動性需求增

加，因此整體融資成本溫和上升。與此同時，由於市場擔憂聯儲局將逐漸減少購買資產並最終會加息，外匯基金票據及債券收益率曲線與美國國庫券收益率曲線均變得陡峭。

非銀行私人部門的港元資產需求有所減少，這與去年最後一季港元資產需求及資金流入壓力強勁的情形不同，當時金管局向銀行體系注入逾1,000億港元。然而，整體而言，上半年非銀行私人部門的資金流出壓力並非特別大。港元匯率仍保持接近強方兌換保證匯率的水平，認可機構的即期淨外匯頭寸並無顯著減少。與此同時，銀行的港元需求增加，部份抵銷上述資金流出壓力。

由於資金流出壓力不大，港元貨幣總額相對保持穩定。港元廣義貨幣供應量（港元M3）輕微上升，其中銀行客戶的存款及非銀行機構持有的可轉讓存款證按年率計則分別微跌0.4%及0.5%。

銀行資產方面，2013年上半年總貸款額增長加快，按年率計增長率為19.0%，其中本地使用貸款增長20.5%，反映貿易融資飆升。外地使用貸款亦穩步增長15.4%，與2012年的增幅大致相同。港元貸款按年率計溫和增長9.4%，而外幣貸款由於貿易融資激增而顯著增長。因此，港元及外幣的貸存比率分別上升至近期高位83.7%及60.4%。不過，近期信貸增長有放緩跡象，流動性也有所放鬆。最新的金管局信貸狀況展望調查也顯示，短期內信貸需求將趨向緩和。

香港人民幣融資活動在2013年上半年持續穩健增長，於6月底，未償還貸款較6個月前增長39.8%（非按年率計）至1,105億元人民幣。與此同時，人民幣流動資金池亦穩步增長，人民幣存款及存款證未償還總額增長19.5%至8,607億元人民幣，其中客戶存款增長15.7%，主要因人民幣更廣泛地作為結算貨幣，以致企業賬戶存款增加。個人客戶存款也有增長，其中非居民個人客戶存款截至今年6月底達108億元人民幣，佔個人客戶存款4.8%。因此，6月底人民幣存款佔認可機構存款總額的比例上升至10.4%。

## 資產市場

在過去6個月中，股票市場受到一系列不利外圍因素衝擊，出現大幅波動。意大利大選結果懸而未決，以及塞浦路斯爆發銀行危機，在初期對全球股票市場構成壓力，本港市場亦不例外。及後，美國經濟出現轉好的跡象，刺激市場信心，但亦導致美國聯儲局更明確表示會結束非常規貨幣政策。加上中國內地的流動資金緊絀，觸發市場大幅向下調整。儘管在主席伯南克澄清聯儲局的政策意向後，市場收復部份失地，但全球（尤其是新興經濟體系）經濟前景的不明朗，預期將持續對本地股市構成壓力。

儘管外圍環境惡化，本地債務市場的規模卻進一步擴大。專題3將回顧本港債券市場近年來的發展，並討論其有關推動因素。在過去6個月，私營部門債券發行額有所減少，部份原因是有關量化寬鬆政策逐漸結束的不明朗因素，令投資者暫時離場觀望，以致對債券的興趣在6月間冷卻下來。相反，離岸人民幣債務市場持續發展，企業發行量增長尤其強勁。與此同時，投機級別債務的比例上升，這可能因近期內地流動資金狀況緊絀所致。展望未來，鑑於金融基礎設施不斷完善（例如推出人民幣香港銀行同業拆息定價），預期離岸人民幣債務市場在可預見的將來會維持穩步增長。

自今年2月份政府當局及金管局推出新一輪印花稅及審慎措施以來，住宅價格回軟，成交量也顯著減少。不過，置業負擔能力持續惡化，物業市場失衡仍嚴重。一度暢旺的非住宅市場已顯著降溫，但價格仍繼續溫和上升。租金相對堅挺，整體租金收益率保持接近2-3%的歷史低位。然而物業估值過高的風險及租金上漲對營商活動的壓力，仍是主要憂慮。展望未來，低息環境將會逆轉，且本地經濟活動增長仍然緩和，令物業市場的前景蒙上陰影。

## 銀行業表現

儘管外圍環境不明朗及內地經濟放緩，本港銀行業持續錄得卓越表現，2013年上半年零售銀行的整體稅前盈利較2012年下半年增長30.9%，上半年平均稅前資產回報率亦升至1.39%，而2012年下半年則為1.1%。淨利息收入及非利息收入均有所改善，加上營運支出控制增強，以及準備金支出淨額減少，是盈利增長的主要推動因素。淨利息收入增長部份受惠於淨息差上升（後者因銀行平均融資成本下降而升至1.41%）。

截至2013年6月止的6個月，銀行借貸增長9.5%，而之前的6個月期間僅為4.7%。信貸增長加速的主要原因是外幣貸款（尤其是貿易融資）顯著增加。由於貸款增速超過存款增速，2013年上半年銀行體系的貸存比率上升，尤其是外幣貸存比率由2012年底的54.2%顯著升至2013年6月底的60.4%。儘管如此，本地流動資金狀況仍然健康，銀行流動資金比率遠高於監管要求。

展望未來，來年銀行業面臨的本地及外圍風險將上升。本地方面，在全球金融環境不明朗狀況持續之下，預期利率波動風險會上升。具體而言，隨著美國貨幣政策最終正常化，若收益率曲線有任何變動，可能會對銀行資產負債的價值產生重大影響。此外，若利率大幅上升，或會對銀行資產質素產生不利影響。特別是在過去一年中，企業槓桿比率上升，令企業的償債能力可能受到考驗，而物業價格亦可能面臨重大壓力。若如部份市場參與者所預期，美國逐步縮減量化寬鬆的規模或會導致本港大量資金外流，則情況會更為嚴峻。專題4探討全球金融危機後銀團貸款息差上升的因素，並指出即使短期內利率接近零的環境保持不變，本地流動資金狀況仍會受外圍因素影響而出現變動，以致可能顯著影響本港的貸款定價。

外圍方面，銀行的內地相關貸款比例上升，仍是一個重大風險因素。儘管銀行借予內地相關客戶的貸款大部份有擔保或抵押，但鑑於市場對內地增長前景、企業槓桿比率及資金狀況的憂慮加劇，銀行應繼續嚴格地審慎管理內地風險。

在金融穩定委員會倡議下，衍生工具宏觀經濟評估小組對場外衍生工具改革的成本及效益展開評估。專題5載述該評估的主要結果，評估預計改革可在16個司法管轄區產生相當於當地本地生產總值0.12%的平均淨效益。就本港而言，淨效益估計約相當於本地生產總值的0.13%。

《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。