

---

# 1. 概論

---

全球及地區金融市場的波幅在近期降至很低水平，顯示市場似乎低估了美國聯儲局退出非常規貨幣政策的相關風險。

港元受多個全球、地區及本地因素影響而面對流入壓力。因此，本地貨幣狀況仍將寬鬆，但不排除可能會跟隨美元息率上升而突然收緊。

香港本地經濟增長緩慢，由於助長借貸的因素不減，金融體系的信貸、流動性和利率風險可能會在近期進一步上升。

## 外圍環境

近幾個月來全球金融市場窄幅波動。然而，在主要先進經濟體系，信貸增長低迷，與資產價格大幅上升的情況出現顯著分歧，反映金融市場與實體經濟的表現日益脫節。投資者的行動印證他們對全球貨幣環境持續寬鬆及全球經濟強勁增長的預期，但他們可能低估了可引致市場動盪的潛在經濟及政治風險。

一個主要影響因素是美國貨幣政策正常化的時機及步伐。美國失業率及通脹接近聯儲局的長期政策目標的速度較預期快，構成貨幣政策收緊程度超出預期的風險。歐元區方面，歐洲央行最近為應對通脹持續下降而實施的貨幣寬鬆措施效果尚未明朗。日本於4月加稅後，經濟反彈的力度和可持續性仍不確定，若政府未能落實所承諾的結構性改革，安倍經濟學便未必能刺激長期經濟增長。

東亞方面，美國及中國增長放緩使區內經濟體的對外環節表現疲弱，令2014年上半年增長勢頭放緩，但投資者異常平靜的情緒似乎增強了他們承受風險的意欲，進而推動區內金融資產價格上升。由於借貸誘因仍然強勁，於美國聯儲局最終結束寬鬆貨幣政策之前，區內的槓桿水平會進一步上升。這可能會導致陷

入榮衰週期的風險上升，以致現時被壓縮的風險溢價急速擴大，並出現資金流逆轉。專題1(見第11頁)透過研究美國國庫債券收益率與亞太區主權債券收益率之間的關係，尤其是市場承受嚴重壓力時的情景，藉以探討美國聯儲局貨幣政策正常化的潛在影響。

區內金融市場調整及資金流逆轉的程度，亦會受中國內地經濟的增長前景所影響。內地經濟的增長動力有所改善，而隨著外部需求逐步轉好及政府微調經濟政策，預期增長動力在短期內會大致保持平穩。然而，房地產市場下行，及其對產能過剩行業及地方政府債務造成的影響，會繼續對銀行的資產質素產生壓力。專題2(見第18頁)的分析表明，產能過剩行業中的國有企業(國企)和大型企業以及房地產發展商是委託貸款(內地影子銀行的重要組成部分)的主要參與者。本專題採用公司層面的數據以對內地的委託貸款進行更深入的了解。

## 本地經濟

香港方面，2014年上半年增長乏力，實質本地生產總值於第1季僅按季輕微增長0.3%，第2季更微跌0.1%。本地需求較早前曾是主要增長動力，但現已顯著減弱，以第2季尤為顯著。投資支出是主要拖累

因素。此外，由於經濟增長前景轉淡及房屋財富效應減弱，私人消費亦有所減少。同時，服務輸出下跌，主要原因是旅客消費轉弱，其次是金融市場活動偏軟。貨物出口則表現較佳，得益於外部需求增加而輕微上升。

2014年首7個月，本地通脹有所紓緩，按3個月以年率計的基本通脹率由1月份的4.0%跌至7月份的2.5%，主要由於服務項目通脹放緩所致。同時，租金漲幅溫和及勞動成本壓力輕微，預料將抑制通脹壓力，因此通脹可望持續溫和。

雖然上半年經濟活動疲弱，不過增長勢頭在下半年有望增強，但速度仍將溫和，並且會略低於長期平均水平。隨著美國經濟持續復蘇及中國內地經濟顯現回穩跡象，出口表現將進一步改善。專題3（見第25頁）探討中國內地及美國對推動香港經濟週期及趨勢增長的相對重要性。內地旅客消費轉弱可能會繼續拖累本港服務輸出，但貿易相關服務及金融服務的出口可提供部分支持，而後者可能受惠於即將啟動的「滬港股票市場交易互聯互通機制」（「滬港通」）。

本地需求方面，由於勞工市場仍然相對穩定（雖然輕微緩和），預期私人消費將小幅增長。基建項目以及其他樓宇及建造活動將繼續支撐整體固定投資，但資本開支表現則傾向反覆。

政府已將其於5月公佈的2014年實質本地生產總值增長率區間預測由3-4%下調至2-3%。私人部門分析師亦於近期將他們的經濟增長預測下調至平均2.4%。金管局內部編製的綜合領先經濟指標也預示經濟活動將於下半年溫和回升。然而，由於全球經濟及金融環境尚存不明朗因素，且地緣政治局勢緊張加劇，香港經濟前景仍然存在下行風險。

## 貨幣狀況及資金流動

港元於第1季略為偏軟，但之後一直面對較大買入壓力，於第2季及其後數月，港元匯率逐步轉強至逼近7.75，而認可機構的即期淨外匯頭寸也大幅增加，顯示有大量港元淨流入非銀行私人部門，而當時股市活動回暖，投資者風險胃納增加。近幾個月資金流入壓力持續強勁，以致於7月及8月強方兌換保證被多次觸發，為此金管局被動地從銀行購入總計97億美元、沽出了753億港元，令總結餘相應增加。最近的資金淨流入是由多個全球、地區及本地因素推動，包括市場對中國內地經濟的信心增強，以及股票派息、跨境併購交易及首次公開招股等商業活動暢旺。

由於銀行體系流動資金充裕，且利率在低位徘徊，本港的貨幣及信貸狀況仍相當寬鬆。港元廣義貨幣供應量（港元M3）快速增加，銀行業的批發融資成本繼續處於低水平，隔夜及3個月港元銀行同業拆息分別徘徊於0.06%及0.37%。港元債券收益率曲線隨美元債券收益率曲線趨於平緩，10年期外匯基金債券的收益率跌約20個基點。另一方面，由於存款利率輕微上升，反映香港零售銀行平均融資成本的綜合利率由去年12月的0.39%升至6月份的0.47%。不過新造按揭貸款的平均貸款利率近期輕微下跌至約2%，或反映銀行稍為放寬按揭信貸。

銀行貸款總額繼2013年增長16.0%後，於2014年上半年按年率計增幅加快至19.1%。反映跨境需求強勁及內地相關貸款增加，外幣貸款及在香港境外使用的貸款持續以較快速度增長，但較去年略有減緩。同時，港元貸款及在香港使用的貸款（包括貿易融資）亦加速增長。因個人貸款強勁增長，家庭債務佔本地生產總值的比例於第2季升至63.6%。港元貸存比率大致穩定，而外幣（尤其是美元）貸存比率則上升，不過最近於高位回落。

香港的離岸人民幣業務持續穩定增長。上半年人民幣存款及存款證總額增長6.8%（非按年率計），而人民

幣貿易結算則增長36.4%（非按年率計）。同時，香港人民幣融資活動亦穩健增長，未償還貸款上升20.6%（非按年率計），人民幣債券發行亦錄得強勁增長。銀行間離岸人民幣流動資金於5月及6月略為收緊，3個月人民幣銀行同業拆息升約60個基點至6月底的3%，主要反映上半年度末人民幣債券投資的融資需求及流動資金需求上升。離岸人民幣匯率緊貼在岸人民幣匯率，離岸匯率與在岸匯率之間並無任何長時間的正差價或負差價。

## 資產市場

香港股票於年初遭到拋售後，過去6個月間錄得反彈。一方面，美國聯儲局重申在可預見的未來維持低利率，國際投資者因而重拾對高風險資產的信心。另一方面，內地當局採取的一系列「微刺激」措施以及香港與上海股票市場互連的試驗計劃均刺激港股回升，令恒指升至6年新高。然而，鑑於目前全球市場窄幅波動，若利率回升，可能會導致環球金融市場風險重估。因此，本港股市的中期前景仍存在重大不明朗因素。

本港債券市場方面，上半年未償還債券總額錄得輕微跌幅。亞洲債券於年初曾遭到拋售，及後區內經濟狀況有所改善，有利於私營機構在債務市場籌集更多資金。公營機構的債券發行亦錄得增長，但增幅甚小。然而，債券發行量增幅不足以抵銷到期債券。專題4（見第39頁）回顧區內企業債券市場的最新發展，並討論發行人債務槓桿比率上升所涉及的潛在風險。儘管投資者對某些發行人的信貸質素心存疑慮，香港的離岸人民幣債務市場仍持續快速增長。展望未來，鑑於再融資需求殷切，債券市場可望穩步增長。若內地經濟前景進一步向好，投資者的胃納亦會增加。

住宅物業市場經過一年多的整固後，於近數月轉趨活躍，在累積的住房需求及市場情緒改善帶動下，成交量自近期的低位回升，樓價也再度上升。然而物業估值相對於家庭收入及經濟基本因素而言仍屬偏高，價

格收入比率及收入槓桿比率仍處於高位。專題5（見第45頁）將探討逆週期審慎及需求管理措施對住宅物業市場活動的影響。

## 銀行業表現

零售銀行維持穩健的盈利增長、優良的資產質素及雄厚的資本水平。2014年上半年，零售銀行的稅前經營溢利較去年下半年增長7.3%，資產回報率微升至1.22%。盈利增長主要是因為淨利息收入增長7.6%。同時，零售銀行淨息差維持於1.4%。

平均流動資產比率於第2季達40.8%，遠高於25%的最低監管要求。《巴塞爾協定三》流動性標準為提高銀行抵禦流動性受壓的能力引入流動性覆蓋比率，定於2015年1月1日起分階段實施，並將於2019年1月1日全面落實。預期香港銀行普遍在過渡期內遵從新的流動性標準方面不會有重大困難。

於6月底，所有認可機構的整體貸存比率升至73.6%，部分反映外幣貸款增幅較大，超過外幣存款的溫和增幅。就此而言，美國聯儲局終止非常規貨幣政策，可能會引致國際美元信貸供應的潛在干擾。專題6（見第58頁）研究這個問題，並發現儘管聯儲局終止非常規貨幣政策對全球流動性產生的緊縮影響會被其他央行的非常規貨幣政策的擴張影響部分抵銷，但淨影響主要取決於美國流動性正常化是否與資金為避險而撤出高風險資產同時發生。在此類受壓的情況下，與國際美元信貸流有關的流動性風險可能相當高，對決策者帶來重大挑戰。

展望未來，銀行應保持警惕，防範與企業槓桿比率上升及個人負債增加有關的風險。因個人及企業的償債負擔在近年來均已增加，若收入增長緩慢，則可能會嚴重惡化。

《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。