

---

# 1. 概論

---

在美元顯著轉強，油價大幅下挫的雙重震盪下，外匯市場最近變得更波動。當一眾新興市場貨幣遭受更大的貶值壓力之際，港元仍然維持穩定。

隨著香港經濟放緩，貸款增長稍見緩和，但本地樓市又趨活躍，家庭債務繼續上升，增加了金融穩定風險。展望未來，美元強勢和美國將會加息，將會為本地的流動性狀況加添不明朗因素，也可能會增加信貸風險和利率風險，對銀行槓桿比率的相關效應亦有可能會影響到銀行的貸款能力，需要加倍留意。

## 外圍環境

在美元顯著升值，原油價格大幅下跌的雙重震盪下，全球外匯市場最近大幅波動。最為突出的例子是在瑞士央行於1月取消瑞士法郎（瑞郎）兌歐元的匯率下限後，瑞郎隨即急升；以及俄羅斯盧布在去年年底油價暴跌中應聲大幅貶值。

基於美國在經濟增長和勞工市場復蘇方面領先各先進經濟體，美國與其他世界各國的貨幣政策分歧勢將持續，推動美元進一步走強。在美國聯邦

儲備局（聯儲局）已開始貨幣政策正常化並將啟動加息周期之際，歐洲央行有鑒於歐元區增長乏力，通縮風險上升，於2015年1月宣佈量化寬鬆計劃。日本方面，由於2014年4月上調消費稅後，經濟已處於技術性衰退，日本央行於2014年底擴大其量化寬鬆貨幣政策。在中國內地，隨著房地產市場繼續調整，增長動力有所減弱。資金外流壓力亦有所顯現，部分反映對經濟前景的憂慮。中國人民銀行採取措施降低融資成本和維持銀行體系流動性穩定。專題3（見第27頁）探討中國內地不同行業和不同所有制的企業槓桿水平，並得出企業槓桿水平上升主要源於政府隱性擔保的結論。

各主要經濟體經濟增長和貨幣政策持續分歧，勢將加劇外匯市場的波動。外匯市場（特別是新興市場和傳統避險貨幣）的波動亦受信貸違約掉期市場近期波動的影響而進一步加劇。專題1（見第14頁）審視各主要貨幣的貨幣風險與主權信用風險間的相互影響。

近來油價下跌可減低生產成本及刺激其他商品和服務的消費，對各進口石油的主要先進經濟體應該有利；但它同時會增加新興市場石油出口經濟體及美國高收益債券市場中的美國能源生產商的信貸風險，可能會有金融風險擴散的負面效應。

油價大幅下挫，也增加了聯儲局加息的時機和步伐的不確定性。短期內，油價的大幅下挫，以及其有可能傳遞至核心通脹和通脹預期的顧慮，都令市場預期聯儲局的加息步伐會有所減慢。但是，由於美國的基本復蘇力度強勁，勞工市場閒置的情況正以比預期更快的速度改善，意味著工資及通脹壓力最終會上揚。若第二個因素的影響最終佔上風，聯儲局的加息步伐可能會比預期快。

東亞方面，由於對外環節表現平平，2014年下半年的增長動力仍然有限。雖然美國經濟復蘇動力轉強，但對區內的出口增長影響，整體上仍遠低

於金融危機前的程度。專題2（見第17頁）審視過去幾年美國對區內出口需求疲弱的各種原因，揭示自全球金融危機以來，美國的進口模式已可能有所改變。

2014年底，源於美元轉強和油價急挫的雙重震盪，令投資者轉為看淡新興市場經濟體。但如果區內經濟體有較強的基本因素，其貨幣則會經受較小的貶值壓力，由此看出，到目前為止，投資者仍會區分優劣。展望未來，較強的美元以及預期中較高的美元息率，有可能成為拉動因素，令投資者避開區內的風險資產，而美元信貸借款人的償債負擔則會有所增加。同時，區內的央行將需面對日趨嚴重的兩難政策：一方面要支持增長，遏抑通縮壓力，另一方面則要減低資金突然大量外流的風險。

## 本地經濟

香港經濟於2014年下半年繼續以低於長期平均水平的速度增長。隨著外貿環境轉差，實質本地生產總值增長率由第3季的1.4%回落到第4季的0.4%。由於海外需求轉弱，淨出口在第4季又成為拖累經濟增長的主要因素。另一方面，本地需求相比上半年稍有改善。私人消費仍受惠於穩定的勞工市場狀況，而由於樓宇及建造活動蓬勃，整體投資支出略有改善，但資本投資仍然偏弱。

本地通脹壓力在2014年下半年稍有增加，但於2015年初有所減弱。按3個月以年率計的基本通脹率由8月2.4%上升至11月的4.3%，但受到較緩和的房屋租金通脹及服務通脹所影響，通脹率下降至其後2月的1.3%。展望未來，由於進口價格偏軟以及本地增長動力溫和，通脹壓力預料將會受控。

預料香港經濟在2015年將會保持溫和增長。美國增長加快固然可以提供一定的支持，但歐元區和日本的 demand 仍然偏弱，中國內地及其他新興市場經濟體的增長又正在放緩，因此總體而言香港的出口表現難望大幅改善。本地方面，勞工市場狀況穩定，應繼續有助私人消費增長。大型公共基建工程和私營建造活動雖會維持暢旺，但由於營商前景反覆，加上利率可能上升，資本投資仍會繼續受壓。私營機構分析師預測，2015年的實質本地生產總值增長率平均為2.6%，政府的增長預測則為1%至3%之間。金管局內部編製的綜合領先指標也預示2015年上半年的經濟增長動力溫和。

增長前景仍存在一些不明朗因素和風險。特別是，一旦加息周期開始，香港的貨幣狀況無可避免地將會收緊，從而對實體經濟活動會構成壓力。此外，美元持續強勢，加上美國息口趨升，或會增加風險資產定價突然調整的風險及資金外流壓力，以及加重美元信貸借款人的償債負擔。

## 貨幣狀況及資金流動

去年7月及8月初由於商業及股市集資活動頻繁，引發大量資金流入港元，及至第4季，銀行的即期淨外匯頭寸變動甚少，顯示買入港元的壓力已告舒緩。近期環球貨幣市場較為波動，而且新興市場貨幣備受貶值壓力，不過港元仍維持穩定，並且交易有序。

過去10年，香港與中國內地經濟融合日增，兩地的雙邊資金流動也大幅增加。專題4（見第53頁）在國際收支平衡的框架下分析這類雙邊資金流動，並解釋雙邊資金流動怎樣會轉化為香港的經濟活動。

香港的貨幣及信貸狀況仍保持寬鬆，銀行體系流動資金充裕。即使外圍環境異常波動，貨幣市場仍運作暢順。港元貨幣基礎大致持平約一年後，在2014年下半年出現擴張，主要是7月和8月初強方兌換保證多次被觸發，令總結餘增加。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繼續遠低於0.5%的基本利率。港元收益率大致跟隨美元收益率變動，中期債券收益率有所上升，但長期債券收益率則回落。在零售銀行業務方面，綜合利率及按揭利率均維持在低位。

貸款增長在2014年下半年放緩，部分由於信貸需求放緩，以及金管局推動的審慎監管措施的影響。全年貸款增長由2013年的16.0%回落至2014年的12.7%。本地信貸在下半年升勢放緩，主要反映貿易融資顯著減少。另一方面，香港境外使用的貸款則繼續以較快的步伐擴張。與此同時，由於按揭貸款和個人貸款都增長較快，家庭債務佔本地生產總值在2014年底上升至65.3%。整體上，香港銀行的資金狀況大致維持穩定，港元貸存比率大致保持平穩，美元貸存比率則有所回落。

香港的離岸人民幣業務繼續擴展。人民幣資金池溫和擴張，其中客戶存款在下半年錄得穩健增長，部份反映撤銷香港居民每日兌換人民幣2萬元上限的影響。撤銷該兌換上限，有助港人參與同月推出的「滬港股票市場交易互聯互通機制」(滬港通)。另一方面，由於大型中資銀行減少發行存款證，未償還存款證總額有所下降。於下半年，金管局亦推出多項措施協助銀行管理人民幣流動資金，並加強香港離岸人民幣市場基建。

由於美元強勢，離岸人民幣匯率在2014年底至2015年初偏軟，走勢緊貼在岸人民幣匯率。離岸

人民幣銀行同業市場的流動性進一步收緊，3個月人民幣銀行同業拆息由2014年6月的3%上升至2月的4.2%，部份由於流動資金需求隨著人民幣交易增加而上升，以及季節性流動資金需求上升所致。

## 資產市場

香港股票市場在過去6個月的經歷了大幅的波動。去年夏季過後，市場對美國貨幣政策正常化的進程的疑慮再度升溫，加上中國內地的宏觀經濟表現又差於預期，股價大幅下調。其後隨著全球，尤其是歐洲大陸經濟疲態加劇，股市進一步受壓。集資活動可說是唯一的亮點：去年香港首次公開招股的集資金額全球排名第二。及後聯儲局表明在加息問題上將保持「耐性」，而歐洲央行又實施新一輪的量化寬鬆，本港股市在今年初收復大部分的失地。儘管如此，美國收緊貨幣政策的前景以及全球經濟轉弱的預期，將會令市場在未來的一段日子內處於高度不明朗和波動的狀態。

未償還港元債務證券總額去年輕微減少。受惠於強勁的避險需求和較預期為低的通脹，美國國庫債券市場造好，本地債券收益率也隨著美元債券收益率而下降。在此背景下，私營及公營機構為了鎖定較低的借貸成本而增加了發債活動。然而，發債量的增幅，並不足以抵銷到期債券的總

額，導致未償還債務證券總額略為下跌。同時，去年離岸人民幣債務證券市場錄得強勁的增長。雖然宏觀經濟前景疲弱，但新發行的債務證券整體上仍受市場歡迎。產品種類漸趨多元化，反映離岸人民幣債務證券市場已變得較成熟。從市場發展的角度來看，在可見的將來，市場仍大有增長的餘地。

住宅物業市場自2014第2季後轉趨活躍，至年底和最近幾個月仍然暢旺，主要是受到低息環境和供求情況偏緊支持。樓價在2014年上升13.5%，其中大部分的升幅是在下半年錄得的，樓市成交亦上升。物業估值相對於家庭收入和經濟基本因素偏高，價格收入比率升至歷史新高，收入槓桿比率則遠高於其長期平均水平。

### 銀行業表現

儘管外圍環境不算有利，銀行業仍錄得健康的增長，並擁有優良的資產質素、充裕的流動資金和雄厚的資本。雖然零售銀行的盈利在2014年下半年由於非利息收入減少而略為下降，2014年全年的盈利仍比上一年為佳，稅前經營盈利錄得3.6%的年增長率。另一方面，零售銀行淨息差仍徘徊於1.4%左右。

平均流動資產比率到第4季進一步上升到41.1%，遠高於25%的最低監管要求。《巴塞爾協定三》的

流動性覆蓋比率已從2015年1月1日起分階段實施，由於流動資金充裕，市場至今尚未出現任何跡象顯示該比率的實施有顯著的影響。在過渡期內，預料香港銀行整體上對遵從新流動性標準不會出現重大困難。

部分反映「穩定資金要求」的政策影響，所有認可機構的整體貸存比率在2014年年底略為下降至72.2%。但是，由於各先進經濟體之間存在貨幣政策分歧，流動性情況仍充滿不明朗因素。具體而言，我們的評估顯示，與國際美元信貸流有關的流動性風險仍然偏高，當外匯掉期市場出現嚴重干擾時尤其如此。專題5（見第72頁）探討銀行槓桿比率的動態，結果顯示任何全球資金收縮引起的衝擊，會令銀行作出減低槓桿比率的反應，因而收縮其借貸能力。全球資金收縮的影響可能會因而被放大。這一潛在衝擊對流動性風險和融資成本的影響值得密切留意。

展望未來，銀行應繼續留意對家庭和企業償債負擔增加相關的信貸風險。同時，銀行亦要繼續關注中國內地經濟增長放緩，對中國內地相關貸款日增的信貸風險。

《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。