

---

# 1. 概論

---

特朗普當選美國總統後，全球經濟面臨更大的不確定性。在美國新政府上台後，美國政策方向可能在兩方面出現根本性變化 — 從貨幣寬鬆轉變為財政擴張，以及從全球化轉變為反全球化 — 對全球經濟格局可能產生深遠影響。值得一提的是，在美國加息的步伐加快、美元轉強以及美國可能採取貿易保護主義措施的情況下，新興市場經濟體所面臨的風險有所加劇。

港元匯率大致保持穩定，而港元銀行同業拆息隨美元拆息上升。儘管如此，流動性狀況仍然良好，整體貸款增長在2016年下半年進一步上升。在新印花稅措施推行後，住宅物業市場隨即出現調整跡象，但近期有所回升。展望未來，銀行應謹慎評估美國加息步伐可能快於預期，以及在更廣泛層面上美國政策不確定性的影響，特別是資金大舉外流的風險及對本港利率的潛在影響。

## 外圍環境

特朗普當選美國總統後，全球經濟面臨更大的不確定性。不僅選舉結果出乎市場預料，相關市場反應亦令人感到意外。尤其對於特朗普推出的稅務改革、增加基建開支及放鬆管制等措施會推動美國經濟增長的預期，帶動全球股票市場因而上揚。

美國新政府上台後，美國政策方向可能在兩方面出現根本性變化 — 從貨幣寬鬆轉變為財政擴張，以及從全球化轉變為反全球化 — 或會對全球經濟格局產生深遠影響。然而，市場期待的特朗普減稅措施或未能對美國經濟增長產生預期的刺激作用。特別是現時美國經濟活動已接近其經濟潛力，財政刺激措施可能只會對美國經濟增長帶來輕微的週期性刺激作用，但卻會加劇美國通脹的上行風險。雖然美國聯儲局（美聯儲）會否因此顯著加快收緊貨幣政策的步伐仍是未知之數，但長期債券收益率已明顯上升，部分反映市場預期通脹風險正在增加。與此同時，貿易保護主義抬

頭會對美國及世界其他地區造成「雙輸」。貿易壁壘增加會導致市場扭曲損害整體利益，妨礙全球貿易往來，降低全球供應鏈的效率，並對全球經濟前景帶來下行風險。與此同時，政治局勢不穩仍是一個主要風險及不利因素，特別是對復甦仍然疲弱的歐洲經濟而言。

就新興市場經濟體而言，因美國加息步伐加快及美元進一步升值而導致資金外流的風險已經上升。這可能會拖累經濟增長，並加劇資金急速外流的風險。事實上，在預期特朗普政府會推行大規模財政擴張及憂慮能源價格急升下，市場已為通脹風險重新定價，引致長期債券收益率在先進經濟體以至多個新興市場經濟體均全面顯著上升。專題1（見第13頁）評估美國加息預期對26個選定經濟體的主權債券市場的潛在溢出影響。研究結果顯示，自2013年的「削減買債恐慌」以來，美國國庫債券市場對主權債券市場的影響已加深，而美國加息及金融狀況收緊會對先進經濟體及新興市場經濟體產生重大影響。

東亞方面，隨著出口回升，2016年下半年經濟增長輕微加快，但之前因憂慮新一屆美國政府可能作出的政策變動而導致區內貨幣貶值及主權債券收益率上升等市場波動則至本年初才逐漸回穩。展望未來，2017年東亞或可保持平穩增長，但其面對的風險及不確定性俱升。美國加息，區內貨幣貶值，金融市場波動加劇，這些因素或會導致金融狀況收緊。與此同時，美國可能會推行保護主義政策，此舉或會影響區內經濟體，但實際影響現時仍未明朗。

中國內地方面，在基建投資增長堅挺和私營部門業務開支改善的情況下，2016年下半年整體經濟增長微幅加快。雖然經濟持續出現回穩跡象，但內地的增長前景仍存在不確定性。特別是在政府決心抑制房價上漲的情況下，如果房地產市場持續降溫，今年房地產業對增長的貢獻可能會減少。與此同時，經濟結構調整的持續推進以及中美貿易關係的變化可能增加短期經濟前景的不確定性。外部方面，儘管人民幣對中國外匯交易中心(CFETS)一籃子貨幣於報告期內保持穩定，但隨著美元升值及美國加息，資本外流壓力在2016年年底時有所增加，而隨後在2017年初似乎略有減輕。

儘管私營部門經濟活動有回穩的跡象，但市場上仍存在一些對貨幣政策有效性的顧慮，特別是有鑒於M1增長加速的同時，M2增長卻有所放緩。專題2(見第24頁)探討內地經濟是否陷入流動性陷阱的問題，而專題3(見第27頁)探討可能導致M1與M2增長背離的因素。研究結果表明，沒有證據顯示內地已陷入流動性陷阱，而M1增長明顯快於M2的主要原因是近年來的貨幣寬鬆令持有流動貨幣的機會成本減低，以及經濟不確定性上升可能增加了預防性貨幣的需求。

## 本港經濟

香港經濟增長在2016年下半年內稍微加快。按季實質本地生產總值增長由第3季的0.8%上升至第4季的1.2%。本地方面，私人消費增長繼續增強，而第

4季暢旺的基建活動推動了投資增長。對外方面，貨物出口增長隨區內貿易流動改善而上升，而服務輸出則隨貿易相關及運輸服務復甦而穩步增長。由於貨物及服務進口增長較快，淨出口在下半年繼續拖累實質本地生產總值增長。隨著經濟增長上升，整體失業率微跌至12月的3.3%。

2017年的經濟增長料將保持溫和。政府及市場共識對2017年實質本地生產總值增長的預測分別為2-3%及2.0%。然而，香港的增長前景仍面對重大外部阻力。新一屆美國政府的保護主義論調增加了全球貿易以及香港外部需求面對的下行風險。在美元面對升值壓力及預期美國加息步伐加快下，全球金融環境料將減少對實體經濟的支持，特別是在尾部風險出現的情況下可能會導致本地金融狀況收緊。專題4(見第41頁)討論香港金融狀況指數的編製，以助監察本地金融狀況。

自2016年下半年以來，本地通脹壓力保持溫和，而按季通脹動力於2016年第4季稍為加快，主要是食品價格波動及房屋租金上升所致。由於進口價格穩定，本地成本壓力溫和，預期通脹壓力仍然可控。

## 貨幣狀況及資金流動

儘管市場波動，港元匯率大致保持穩定，但在美國12月加息後間中轉弱。兌換保證未被觸發。隨著美元升值，港元名義有效匯率進一步上升。

由於貨幣基礎龐大，香港銀行同業拆息仍然偏低，但自10月份以來因年底資金需求以及追回美元加息而有所上升。因此，平均按揭利率在按揭貸款業務競爭激烈而於10月跌至1.71%的近期低位後，於2017年1月小幅上升至2.07%。

整體貸款增長於2016年下半年加快至4.2%，而上半年的增長則為2.2%。增長受本地經濟活動轉強及跨國公司在年底的融資需求上升所支持。本地貸款增長輕

微加快，而香港境外使用貸款於上半年小幅減少後回升。按貨幣分析，港元貸款在下半年強勁增長5.0%，而在內地借款人逐步減少償還外幣貸款下，外幣貸款錄得3.2%的增長。

銀行資金狀況仍然大致穩健。港元貸存比率輕微跌至2016年年底的77.1%，反映存款增長超過貸款增長。整體外幣貸存比率降至年底的59.9%，美元貸存比率因美元存款增長強勁而顯著下跌至63.8%。

由於美元強勢，在岸及離岸人民幣匯率均轉弱。在此背景下，香港的離岸人民幣資金池（包括客戶存款及存款證餘額）與其他離岸人民幣市場進一步整固，離岸人民幣香港銀行同業拆息的波動顯著增加。儘管如此，銀行的人民幣流動性管理保持穩健，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額仍維持在高水平。香港離岸人民幣業務很可能會繼續面對人民幣匯率走勢不確定所帶來的阻力。

## 資產市場

隨著全球市場狀況改善，香港股市於報告期內大幅高收。雖然美國總統選舉出現意料之外的結果，但市場僅受到短暫衝擊。這主要是由於投資者對特朗普政府的財政刺激措施有所憧憬，推動全球股市上升。雖然受惠於此，但本港市場在樂觀之餘亦表現審慎，其原因可能是擔憂美國加息的步伐加快，內地經濟前景面臨挑戰，人民幣政策不明朗以及對資金流動的管制。展望未來，儘管本港市場可能會受到外部經濟狀況影響，但其估值吸引，可為市場提供支持。

雖然港元債券收益率於去年底急速上升，且與美國國庫債券的息差急速擴大，但港元債券市場於報告期內仍穩定擴張。同時，香港的離岸人民幣債券市場於2016年上半年收縮後於下半年復甦，但全年錄得新債券發行仍較上年減少。展望未來，若全球投資者逆轉早前尋求收益的投資策略，則港元及離岸人民幣債券市場均會承壓。由於美國貿易政策尚未明朗，人民

幣匯率可能仍會波動，這兩個債券市場於未來半年的前景仍會備受重大不明朗因素困擾。

在政府推出新印花稅措施後，住宅物業市場隨即出現調整跡象，但近期有所回升。鑑於市場再度亢奮，政府於11月將印花稅劃一調高至15%。一手及二手市場交易量在其後兩個月均下跌。但成交量在近期有所上升，部份反映發展商增加推出一手樓盤。同時物業價格繼續升至新高，但升勢有所放緩。

## 銀行業的表現

零售銀行的盈利能力有所改善，資產回報率從2015年下半年的0.95%上升至2016年下半年的1.12%。改善的原因是由於淨利息收入和非利息收入增長，以及貸款減值撥備減少。

銀行的資本狀況維持穩健，本地註冊認可機構的綜合資本充足比率於2016年12月底維持在19.2%的高位。為增強香港銀行對系統性風險的抵禦能力，自2018年1月1日起，逆周期緩衝資本比率將由現時的1.25%提高至1.875%。

縱使港元銀行同業拆息從美國於12月恢復加息後明顯上升，香港銀行業的流動性狀況仍然良好。零售銀行的融資成本在龐大的零售存款基礎上維持低位且穩定。根據《巴塞爾協定三》的標準，第1類機構的平均流動性覆蓋比率與第2類機構的平均流動性維持比率於2016年第4季均保持在156.3%及51.0%的高位。這些比率均遠高於相關的最低監管要求。

雖然資產質素按歷史標準衡量而言仍屬穩健，但銀行仍須對外圍環境保持關注。正如專題5（第61頁）的評估顯示，於全球金融危機後，銀行業在香港境外使用的貸款方面迅速增長，意味著它們的資產質素對外圍環境的敏感度上升。然而，銀行於全球金融危機後持有較多的安全資產以及建立了更穩定的資金結構，或可部分抵銷這些風險。

展望未來，在特朗普政府領導下，美國加息的步伐可能加快，加息幅度亦可能擴大，這或會對香港銀行業構成諸多挑戰。一、加息步伐可能快於預期，或會對銀行的信貸風險管理（特別是對非本地企業的貸款）帶來壓力。二、銀行業在全球金融危機後增持債務證券，即使其中安全資產的比重較大，它們仍面臨更高的按市價估值虧損風險。三、隨著銀行開始競逐零售存款，它們的融資成本亦可能飆升。

儘管如此，由於本地流動資金充裕及資本狀況穩健，香港的銀行業於美國總統選舉後仍然維持穩健。然而，銀行應謹慎評估美國加息步伐可能快於預期，以及在更廣泛層面上美國政策的不確定性的影響，特別是資金大舉外流的風險及對本港利率的潛在影響。

《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。