
1. 概論

全球經濟狀況有所改善，實體經濟活動同步出現週期性反彈。然而，對全球經濟前景的樂觀預期令資產市場的估值升至高位，加上亞洲多個經濟體信貸增長加速，均增加全球及地區經濟面對的金融穩定風險。尤其全球經濟仍受眾多不明朗因素影響，包括環球經濟增長動力的可持續性、美聯儲甚或其他主要央行展開貨幣政策正常化所帶來的影響，以及地緣政治緊張局勢升級等。

港元匯率逐步轉弱，反映港元銀行同業拆息與美元銀行同業拆息之間的負息差擴大，導致利率套戥活動增加。雖然美國於3月及6月兩度加息，但部分由於流動資金充裕，港元利率仍然低企，整體貸款亦廣泛增長。雖然在5月推出審慎監管措施後住宅物業市場出現放緩跡象，但置業負擔能力依然偏緊。

展望未來，鑑於香港與美國之間的息差擴大，銀行應警惕在美聯儲持續加息且即將展開資產負債表正常化的情況下資金大舉外流的風險及其對本港利率的影響。由於企業槓桿水平持續上升，個人債務負擔亦不斷增加，若利率大幅上升，銀行的資產質素將會受到考驗。因此，銀行亦應維持審慎的信貸風險管理。

外圍環境

自2016年下半年以來，全球經濟活動出現週期性反彈，全球貿易及生產同步上升，復甦勢頭並延續至2017年上半年。另一方面，在歐洲選舉後市場對民粹及反建制情緒抬頭的憂慮亦有所緩和，令主要先進經濟體的經濟及政治不確定性有所降低。在此背景下，全球股市延續自美國選舉以來的升勢，部分市場（尤其是美國市場）的估值更升至偏高水平。

當前全球宏觀經濟及金融市場環境良好，但不明朗因素仍然眾多，當中包括環球經濟增長動力的可持續性、美聯儲甚至其他主要央行展開貨幣政策正常化所帶來的影響、中國內地如何在維持增長與控制金融風險之間取得平衡，以及近期地緣政治風險加劇。

美國經濟擴張出現步入晚週期階段的跡象。儘管美國於第2季的通脹保持輕微，加上增長加快，似乎反映經濟正處於初期至中段的復甦，但美國經濟在其他範疇的表現與晚週期擴張的情況更為類同。事實上，近期金融市場及勞工市場指標的走勢（例如國庫債券收益率曲線趨平以及失業率持續下降）表明美國經濟已步入晚週期擴張階段。若情況確實如此，則令人懷疑現時高企的股市估值及當前全球需求的週期性復甦能否持續。就此，專題1（見第12頁）透過使用一種稱為聚類分析(cluster analysis)的統計分類方法，研究各種經濟指標在經濟週期不同階段的表現，藉此評估美國經濟最新位處的經濟週期階段。

另一項重要發展是美聯儲計劃於短期內推行資產負債表正常化。鑑於縮減資產負債表的步伐緩慢，長期債券收益率的升幅應會溫和。然而，此舉對美國國庫債券市場的影響及其對美國及國際金融狀況的溢出效應仍難預料。

東亞方面，雖然多數經濟體受益於全球貿易活動同步改善，亦持續錄得資金流入，但美聯儲持續加息及展開資產負債表正常化，或會導致全球金融狀況趨緊，區內資金流向存在逆轉的風險。與此同時，若美國增長遜於預期，可能會導致區內復甦受阻；另一方面，近期信貸增長加速及資金再度流入持續推高資產估值，再加上保護主義情緒升溫，以及朝鮮半島地緣政治風險上升，區內經濟體受到衝擊的風險正在上升。

中國內地方面，2017年上半年增長動力進一步增強。經濟表現超出預期，部分原因是外部需求上升推動出口表現改善，以及房地產市場暢旺推動私人投資增長反彈。雖然內地經濟短期增長前景仍然樂觀，但亦取決於當局如何在支持經濟發展及防範系統性風險——如與房地產市場過熱及銀行對非銀行金融機構敞口增加相關的潛在風險——之間取得平衡。外部方面，資金外流壓力隨經濟狀況改善而繼續減緩，但主要經濟體的貨幣狀況及全球市場情緒的不確定性仍會對跨境資金流動的短期前景產生重要影響。

鑑於房地產週期與金融穩定關係密切，中國內地房地產價格飆升已經引起關注。雖然內地銀行對房地產市場的直接敞口風險應可控，但由於房地產市場在內地以抵押品為本的貸款體系中扮演重要角色，因此銀行透過抵押品渠道對房地產市場承擔的敞口風險不容忽視。專題2（見第25頁）透過研究房地產價格通過抵押品渠道對企業借貸的影響，討論銀行對房地產市場的敞口風險。我們的分析顯示，房地產價格變動對公

司的債務增長有正向影響，尤其是對小型及非國有企業等融資困難的公司。這表明銀行高度倚賴房地產及土地作為貸款抵押品，可能會導致這些公司的負債跟隨房地產週期而波動。

本港經濟

香港經濟在2017年上半年保持環比增長動力。第1季及第2季按季實質本地生產總值增長率分別為0.7%及1.0%，與此前兩季的平均增長率1%相若。與2016年下半年比較，2017年上半年勞工市場狀況良好，推動私人消費增長，而營商氣氛改善，亦推動整體投資開支於接近年中時回升。外圍方面，香港的貨物出口連續四個季度快速增長，其後於今年第2季有所放緩。服務輸出亦回落，部分原因是旅遊相關服務的需求減少。與此同時，服務輸入因本地居民旅遊需求強勁而持續增長。整體而言，淨出口於第1季對本地生產總值增長有正面貢獻，但於第2季則轉為拖累增長。

踏入下半年，本港經濟料將維持增長動力，雖然在上半年的基數較大下增幅會輕微收窄，但增速仍屬穩健。政府已將2017年全年實質本地生產總值增長預測由先前於2月份公佈的2至3%，調高至3至4%。儘管如此，本港增長前景仍受上文所述的各種外圍環境不明朗因素、中國內地的經濟表現及入境旅遊的復甦步伐影響。

2017年上半年，儘管失業率由2016年的3.4%跌至3.2%，但本地通脹壓力保持溫和。不過，按季通脹動力於最近數月有所加快，主要因貿易品價格上升所致。展望未來，由於進口通脹穩定及本地成本增幅溫和，通脹壓力應有限。

貨幣狀況及資金流動

自2017年初以來，港元現貨匯率逐步轉弱，反映美國於3月及6月兩度加息後，香港銀行同業拆息與美元倫敦銀行同業拆息之間的負息差擴大，導致利率套戥活動增加。於報告期內，兌換保證未被觸發，港元轉弱步伐至今仍然有序。

展望未來，隨著美國貨幣政策持續正常化，香港銀行同業拆息與美元倫敦銀行同業拆息之間的負息差可能會進一步擴大，套戥活動或會使港元匯率再度轉弱，因而不排除在貨幣發行局制度的正常運作下觸發弱方兌換保證的可能性。

雖然美國加息，但港元利率仍保持低位，部分反映銀行體系流動資金充裕。儘管美元倫敦銀行同業拆息上升，但香港銀行同業拆息於2017年首八個月全面下跌，隔夜及三個月香港銀行同業拆息分別跌36及26個基點。在香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息負息差擴闊的情況下，專題3（見第40頁）討論影響港元及美元息差的基本因素。與此同時，由於融資成本保持低位，且銀行之間競爭激烈，按揭市場的平均按揭利率於近期跌至約1.8%的水平。

由於本港流動性充裕以及經濟環境改善，整體貸款增長在2017年上半年加快至10.2%，這是由於對多數行業的本地貸款以及對本地及跨國企業在香港境外使用的貸款普遍增加。

儘管信貸強勁增長，但由於存款基礎龐大，銀行的融資狀況仍大致穩定。由於港元貸款及存款增速相若，港元貸存比率於6月底保持77.1%不變。因外幣貸款增速快於存款，外幣貸存比率上升至65.5%。

在岸及離岸人民幣匯率兌美元升值，逆轉較早前的跌勢，部分反映內地經濟改善及美元對其他主要貨幣普

遍轉弱。隨著人民幣匯率升值，人民幣客戶存款於第2季稍為回升，香港的離岸人民幣資金池（包括客戶存款及存款證餘額）有回穩跡象，但2017年上半年整體而言，人民幣資金池仍錄得輕微收縮。至於其他人民幣銀行業務方面，人民幣貸款餘額及香港銀行處理的人民幣貿易結算金額略為下降，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額則保持在高位。在人民幣持續國際化的背景下，專題4（見第44頁）分析在過去數年人民幣被視為避險貨幣的程度。實證研究結果表明，以美元及歐元為基礎貨幣的投資者對人民幣的貨幣避險程度評價普遍相當高。在特別提款權籃子當中，雖然人民幣被視為風險高於日圓及美元，但較歐元及英鎊為低。

資產市場

在過去六個月，由於宏觀經濟表現及企業盈利超出預期，本港股市跟隨其他主要市場強勁上揚，並於報告期內，錄得高額資金淨流入，扭轉前兩年資金淨流出的趨勢。儘管地緣政治風險事件湧現，例如歐洲發生多宗恐怖襲擊，朝鮮半島緊張局勢升級，但市場波幅不大。在此背景下，本港股票市盈率升至六年來的高位，但在全球及區內而言仍具吸引力。不過，美國偏斜指數的當前水平反映尾端風險相當高，意味市場更易受到衝擊。

港元債券市場於上半年穩定擴張，對美國國庫債券收益率的信貸息差全面收窄。與股市一樣，債券市場亦錄得資金淨流入，反映美國兩度加息完全在市場預期之內。與此相反，在岸融資成本相對較低，令香港的離岸人民幣債券市場收縮。展望未來，匯率及在岸與離岸融資成本差距的不明朗因素可能會令市場的短期發展蒙上陰影。長期而言，鑑於近期推行的債券通等政策舉措，以及在岸債券納入基準全球指數等持續市場演變，債市發展將取決於未來離岸與在岸市場的互動。

自3月以來，住宅物業市場再度活躍，二手市場的樓價已超越2015年9月的高位。一手及二手市場成交量均上升。樓價上升令置業負擔能力進一步減弱。部分因這一緣故所致，近期更多置業人士需借助父母的財務支援或選擇使用地產發展商提供的高成數按揭。就後一種情況，金管局於5月12日採取審慎監管措施，加強銀行對提供按揭的物業發展商的風險承擔的信貸風險管理。鑑於樓價不斷攀升及銀行之間按揭貸款業務競爭加劇，金管局於5月19日進一步推出第八輪物業按揭貸款審慎監管措施。自5月份採取審慎監管措施以來，樓價升勢出現放緩跡象，而7月及8月的平均成交量亦對比上半年有所下跌。

展望未來，住宅物業市場的前景仍極不明朗。由於利率低企、市場預料房屋供應短缺，以及物業發展商大力促銷及提供融資計劃，短期仍可能會支持住宅物業需求，但長期而言，預期房屋供應會增加，會收窄房屋供求缺口，而本港利率正常化會提高按揭貸款的債成本，將會抑制對樓價上升的壓力。

銀行業的表現

零售銀行的盈利有所改善，資產回報率從2016年上半年的1.07%上升至2017年上半年的1.17%。盈利改善是由於淨利息收入和非利息收入有所增長。零售銀行於2017年第2季的淨息差亦由2016年同期的1.33%擴闊至1.43%。

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維持在18.7%的高位。儘管綜合資本充足比率輕微下跌0.5個百分點，但仍遠高於國際最低標準。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%。

儘管美國加息，港元銀行同業拆息仍保持於低位，顯示銀行體系流動資金充裕。反映零售銀行港元資金成本的綜合利率亦於低位保持穩定。與此同時，根據《巴塞爾協定三》的標準，認可機構流動性狀況整體穩健。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2017年第2季分別保持在144.2%及49.7%的高位，遠高於各自80%及25%的法定最低要求。

銀行貸款於2017年上半年加快增長，錄得10.2%的增幅，相比前六個月的4.2%為高。銀行的資產質素按歷史標準衡量屬於穩健，並於報告期內進一步改善。

然而，我們預期銀行業未來將面臨多重挑戰。其中主要先進經濟體的政策不確定性更是影響香港銀行業的重要風險因素。專題5（見第65頁）研究主要央行的貨幣政策變動如何影響香港的外國銀行。我們的研究結果表明，主要先進經濟體同時收緊貨幣政策而產生的負面溢出效應，可能會對香港的美元信貸供應構成重大壓力。儘管如此，為促進銀行建立更穩健的資本及流動性狀況而持續推行的監管改革及審慎監管措施將有助緩和這些不利影響。

鑑於香港與美國之間的息差擴大，銀行應警惕在美聯儲持續加息且即將展開資產負債表正常化下資金大舉外流的風險及其對本港利率的影響。此外，由於企業槓桿水平持續上升，個人債務負擔亦不斷增加，若利率大幅上升，銀行的資產質素將會受到考驗。因此，銀行亦應維持審慎的信貸風險管理。

《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。