

1. 概論

隨着市場重新評估美國的通脹風險，全球金融市場於年初再現波動。在2月份，全球股市由1月底的高位大幅下挫，完全抵銷年初的顯著升幅，而基準10年期美國國債收益率亦升至四年高位。過去兩年全球股市在低波幅情況下持續上揚，是因為市場預期經濟環境會延續穩健增長、且通脹及利率保持低企的理想狀態。然而，這種預期正面對全球貨幣狀況收緊、貿易保護主義情緒升溫及地緣政治局勢緊張的風險。

港元匯率轉弱，市場繼續運作有序。2017年下半年，整體貸款繼續增加，但速度較為緩慢。樓價升幅及成交量在經歷去年中小幅放緩後，於2017年第4季均有所回升。展望未來，全球及本地金融市場波動再現，可能會為香港資金流向增添波動。

鑑於金融市場存在不確定性，以及美國貨幣政策正常化及地緣政治風險持續，銀行應持續警惕利率波動加大及潛在的資金外流風險。尤其是，鑑於企業槓桿水平持續上升，以及個人債務負擔亦處於高位，銀行應評估利率升幅超過預期可能對資產質素產生的影響。

外圍環境

繼芝加哥期權交易所波幅指數(VIX)在過去兩年多在低位徘徊後，全球金融市場於年初再現波動。全球股市由1月底的高位大幅下跌，標普500指數一度下挫超過10%，完全抵銷1月初錄得的顯著升幅。市場情緒出現轉變，原因在於有跡象顯示全球經濟復甦有可能對低企已久的美國工資及價格構成壓力，因而有可能導致美聯儲加快其加息步伐。基準10年期美國國債收益率亦升至四年高位。

過去兩年全球股市長期上揚，是建基於市場預期經濟狀況將持續理想。2017年下半年，全球經濟增長動力繼續增強，先進及新興市場經濟體的經濟活動同步回升。接近年底時，美國國會通過稅改方案，當中包括減稅及全面改革企業及個人稅務條例，令市場憧憬美國的強勁經濟復甦於短期內將獲得額外的週期性刺

激。儘管活動有所加強，主要先進經濟體的核心通脹依然溫和，更加鞏固市場對全球利率將長期低企的預期。在此背景下，2017年全球資產市場顯著上揚，特別是美國股市更屢創新高。

然而，隨著美國公布1月份的工資增長數據強於預期，全球股市重新評估通脹風險。在短期的金融市場波動過後，全球貨幣狀況收緊的風險，可能會繼續為全球經濟前景蒙上陰影。在美國，經濟現已達至其產出潛力，預期減稅對內需的週期性刺激可能會加速通脹反彈，從而促使美聯儲加快收緊貨幣政策。同時，由於減稅會導致財政赤字上升，美國未來或會發行更多國債，此舉料會在美聯儲繼續推進資產負債表正常化之際，加大長期債券收益率的上行壓力。在美國以外，其他主要先進經濟體的增長動力趨強，令市場預期它們的央行可能縮減量化寬鬆計劃規模。倘若落實，此舉將會導致全球貨幣狀況同步收緊。

國際政治及地緣政治緊張局勢引發的政策和事件風險，亦有可能為全球經濟增長前景蒙上陰霾。美國政府似乎越來越傾向採取貿易保護主義措施，以保護國內產業免受競爭，近期例子包括宣布向太陽能電池板、洗衣機、鋼材及鋁徵收進口關稅。這些舉動令人憂慮其貿易夥伴會否以報復性措施回應。此外，一旦地緣政治緊張局勢出乎意料升溫，可能會影響全球貿易，並加劇全球金融市場的波動。

鑑於全球經濟前景存在上述不確定性因素，目前全球資產市場高企的估值能否持續成為疑問。從基本層面來看，全球需求的週期性增長及美國減稅預期導致財政赤字上升，是否會推高自然利率(R^*)，仍然有待觀察；加上美聯儲的資產負債表正常化料會導致期限溢價上升，或會推高長期利率，從而不利於資產市場估值。

東亞方面，區內經濟體亦處於穩健增長及通脹溫和的理想環境。隨着良好的經濟表現及樂觀的前景，資金亦加速流入，金融市場同時上揚。不過，由於主要央行同步推進貨幣政策正常化導致全球流動性收緊；美國政府推行內向型貿易政策；地緣政治局勢緊張以及美國企業因應該國稅改下的一次過「視為匯回」規定而大舉將利潤匯回美國可能使離岸美元流動性緊絀，這種種因素都令上述良好前景面臨下行風險。一旦信貸及金融市場面臨任何衝擊，均有可能引發資金流動逆轉，而槓桿水平較高的行業及經濟體最容易受到金融狀況收緊的衝擊。

中國內地方面，在消費穩健、基建強勁及工業支出於接近年底時反彈等因素的支撐下，中國內地經濟於2017年下半年表現良好。與此同時，「新經濟」興起的跡象愈加明顯，過去幾個季度，高增值的製造業及服務業等行業展現了強勁的業務擴張動能。展望未來，近期經濟增長前景維持正面，但仍存在不明朗因素。特別是，「新經濟」的快速增長能夠在多大程度上

有助於抵銷結構性改革進一步推進對增長構成的短期壓力，仍然有待觀察。內地當局於2018年宣布繼續採取積極的財政政策立場，這或會有助於在必要時紓緩經濟方面的不利變化。

回顧期內，結構性改革及系統性風險的控制均取得若干進展。特別是，隨着收緊措施的推出，內地房地產市場於回顧期內呈現降溫跡象，尤其以一線城市最為明顯。與此同時，由於銀行收緊貸款審批標準，銀行對產能過剩行業的企業的風險敞口仍然受控，而影子銀行活動在金融去槓桿的情況下亦有所放緩。除以上的正面發展外，我們的分析亦顯示，中國內地的資金配置效率似乎有所提高。尤其是，還款能力較弱的國有企業所面臨的借貸約束似乎有所收緊，可能是由於地方政府所提供的支持有所減弱（詳情請參閱第28頁專題2）。外圍因素方面，在經濟形勢趨穩及風險減弱的情況下，資金流出壓力於2017年的大部分時間內保持溫和。

本港經濟

香港經濟於2017年下半年保持環比增長動力。實質本地生產總值於2017年全年增長3.8%，增速是近6年以來最快。由於就業及收入狀況良好以及資產價格上升，私人消費於2017年下半年依然穩健增長。整體投資開支也因企業資本開支增加而反彈。外圍因素方面，受惠於全球貿易增長改善，加上入境旅遊業逐步復甦，香港的出口表現因而進一步改善。儘管如此，由於進口增速較出口增速為快，貨物淨出口仍拖累本地生產總值增長，而服務淨輸出則對本地生產總值增長有正面貢獻。

預期2018年經濟增長仍然穩健。當中私人消費、樓宇及建造活動以及出口將繼續支撐經濟增長。鑑於港元利率最終會上升，專題3研究較高按揭供款負擔對私人消費的影響。政府及市場共識預測2018年實質

本地生產總值增長分別為介乎3至4%及3.0%。然而，香港的增長前景仍受包括上文提到的外圍環境、中國內地在金融狀況收緊下的經濟表現，以及本港資產市場的走勢等眾多不明朗因素及風險所影響。

雖然失業率降至近20年來的低位2.9%，但是本地通脹壓力仍然受控。不過，環比通脹動力於最近數月有稍微上升的跡象。當中，貿易品及服務價格均告上升。展望未來，基本通脹率可能略微回升至仍屬溫和的水平，部分反映新簽訂私人住宅租金上漲所帶來的傳遞效應。

貨幣狀況及資金流動

受新股集資活動的資金需求與季節性資金需求影響，流動性狀況趨緊，港元短倉的平倉活動增加，促使港元現貨匯率於2017年9月至11月期間轉強。隨着流動性狀況有所舒緩及利率套戥活動重新活躍，港元匯率自2017年12月起再度回軟。2018年初，儘管全球金融市場（尤其是股票市場）出現震盪，但港元仍基本保持穩定。港元匯率於2018年3月初進一步轉弱，但兌換保證未有被觸發。

港元銀行同業拆息於2017年9月至12月期間有上升壓力。這主要是由新股集資活動的資金需求及銀行臨近年底對流動性管理持審慎態度所致。於12月，隔夜及3個月香港銀行同業拆息平均值分別較六個月前上升14個及50個基點，為0.25%及1.26%。香港銀行同業拆息於2018年1月初略為回落後，大致保持穩定，未有受近期全球金融市場調整的影響。儘管按揭貸款業務競爭激烈，但銀行的新造按揭平均貸款利率仍跟隨短期港元銀行同業拆息的升勢，於12月份升至2.16%。另一方面，零售銀行融資成本因新股集資活動於10月份短暫上升後仍普遍低企，綜合利率於12月份收報0.38%。

展望未來，隨着美國貨幣政策持續正常化，港元利率可能面臨更大的上行壓力；若全球金融市場情緒急劇轉變，資金流的波動或會增加。

2017年全年，銀行貸款總額穩步增長16.1%。繼上半年強勁增長10.2%之後，貸款增速於下半年放緩至5.3%。其中，多數行業的本地貸款及在香港境外使用的貸款的增速均告下降。外幣貸款增長放緩，部分原因是美元融資成本上升。而由於本地經濟環境向好及港元融資成本相對較低，港元貸款則繼續錄得快速增長。

由於港元貸款的增長速度快於存款，港元貸存比率於2017年下半年上升，於年底時升至82.7%，為2015年3月以來的高位。另一方面，由於外幣貸款的增長相對緩慢，外幣貸存比率於年底降至63.1%。

在岸及離岸人民幣兌美元匯率於2017年9月至11月期間呈現回穩跡象。其後，隨着美元兌多數主要貨幣顯著轉弱，在岸及離岸人民幣兌美元匯率自12月份起有所轉強。香港的離岸人民幣資金池（包括人民幣客戶存款及存款證總額）繼上半年小幅下滑後，於下半年略有回升，大致反映市場對人民幣匯率預期的變化。至於其他離岸人民幣業務，雖然人民幣貸款繼續減少，但香港銀行處理的人民幣貿易結算金額於下半年有所回升。人民幣即時支付結算系統的日均成交金額仍保持在高位。展望未來，香港的離岸人民幣業務有望受惠於「一帶一路」倡議的推進及人民幣持續國際化。

資產市場

香港股市延續升勢，但於臨近回顧期末時大幅向下調整。在過去六個月，全球經濟明顯好轉，加上美國通過減稅方案，全球投資者對企業表現的預期不斷提升，令市場情緒一直高漲。此外，越來越多投資者對

新一輪資訊科技熱潮的來臨持樂觀態度，相信數據技術及人工智能被廣泛應用於多個領域的經濟活動。透過與中國內地兩家交易所的股票市場互聯互通機制，本港股市亦受益於南向投資的大幅增長。然而，市場擔心債券收益率上升，促使本港股市於回顧期末大幅調整。

市場前景確實仍存在重大不確定性，特別是主要經濟體的貨幣政策收緊程度會否超乎預期，以及投資者的願境能否實現。例如當前蓬勃的資訊科技能否一如預期令生產力提升？專題4（第48頁）分析區域內外發生的衝擊對包括香港在內的亞太股市帶來的潛在影響。

港元債券市場於去年輕微擴張。隨著美國貨幣政策正常化持續，港元債券收益率逐步攀升。於回顧期內，借貸成本上升，削弱了發行港元債券的動機，導致非外匯基金票據及債券的發行量輕微減少。至於需求方面，債券基金淨流入有所下降，反映本地貨幣債務吸引力下降。與此同時，由於一級市場活動持續低迷，香港境外人民幣債券市場於2017年進一步收縮。儘管在岸與離岸收益率的變化使得離岸發行較為有利，但市場前景仍取決於其他多項因素，例如人民幣匯率預期及內地當局現時推動經濟去槓桿的動力。

隨着第八輪宏觀審慎監管措施於2017年5月份實施，住宅物業市場交投在2017年中短暫放緩。其後因經濟狀況及市場情緒改善，成交量再度回升。樓價升勢自第4季起亦有所加快，導致置業負擔能力進一步趨緊。

住宅物業市場前景仍不明朗。短期而言，目前香港經濟環境良好、市場預期房屋供應短缺、按揭利率仍然低企，加上可從其他融資渠道獲取置業所需資金，均可能會繼續支持住宅物業需求，但市場情緒或會受到近期環球金融市場的波動所影響。長遠而言，樓市仍繼續面臨一些阻力。特別是隨着美國貨幣政策正常化

進程持續，本地按揭利率最終會上升。倘若因環球金融市場的波動性加劇，大量資金從香港外流，本地利率的上升速度更有可能加快。此外，在政府竭力增加土地及住宅物業供應的情況下，房屋供求缺口或會逐步收窄，長遠有望緩解樓價上升的壓力。

銀行業的表現

零售銀行的盈利持續改善，2017年下半年，資產回報率升至1.15%，而2016年同期為1.11%。這主要由於淨利息收入增長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總資本比率上升至19.1%。為增強香港銀行對系統性風險的抵禦能力，自2019年1月1日起，香港逆周期緩衝資本比率將由現時的1.875%提高至2.5%。此外，金管局最近公佈了一份諮詢文件，就《金融機構（處置機制）條例》下訂制適用於認可機構吸收虧損能力規定的規則展開諮詢。專題5（見第68頁）對吸收虧損能力的規定對香港的潛在影響進行成本效益評估。我們的評估表明，實施吸收虧損能力的規定有望為香港經濟帶來淨經濟效益。

部分由於與首次公開招股相關的資金需求以及美國於6月及12月的兩次加息，港元銀行同業拆息於2017年下半年顯著上升。然而，在零售存款利率低企的支持下，反映零售銀行港元資金成本的綜合利率於低位保持穩定。與此同時，按《巴塞爾協定三》的標準衡量，認可機構的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4季分別保持在155.1%及49.4%的高位，遠高於最低監管要求。為加強銀行具備足夠穩定資金來源為其業務活動用作融資的能力，金管局於2018年1月1日引入穩定資金淨額比率，作為其中一項《巴塞爾協定三》流動性要求。認可機構實施新規定將有助減低其中長期資金風險。

信貸增長繼2017年上半年快速增長10.2%之後，於下半年放緩至5.3%。與此同時，資產質素按歷史標準衡量保持良好，並於回顧期內進一步改善。鑑於近年來香港境外使用的貸款增長迅速，銀行的資產質素可能對外部環境更為敏感，因此銀行應密切監察其信貸風險。此外，銀行應警惕在美聯儲進一步加息及持續縮減資產負債表的情況下可能引致突發資本外流和利率波動加大的風險，以及地緣政治風險。特別是，鑑於企業槓桿水平持續上升，以及個人債務負擔處於高位，銀行應評估利率升幅超過預期可能對資產質素產生的影響。