

# 1. 概論

貿易緊張局勢持續及全球貨幣政策背馳的風險，相信會是全球經濟前景面臨的兩個最大威脅。前者可能會打擊營商信心、影響投資及降低生產效率，而後者或會推動美元持續走強，對新興市場經濟體的金融穩定構成風險。至於東亞方面，雖然貿易緊張局勢的影響尚未反映於增長數據中，但資本外流及貨幣貶值的壓力已經顯現。

自3月以來，港元匯率逐步轉弱，弱方兌換保證於4月、5月及8月被觸發27次。儘管如此，港元仍大致在弱方兌換保證匯率7.85水平附近暢順有序地交易。2018年上半年，貸款總額繼續穩步增長，樓價持續上升，成交亦保持暢旺。

鑑於中美貿易衝突、美國加息步伐及地緣政治風險引致的不確定性增加，銀行應保持警覺，留意資金外流加速的風險及對本地利率的相關影響。特別在企業槓桿水平持續上升的情況下，銀行應審慎評估這些風險因素如何影響其公司貸款的信貸風險。

## 外圍環境

2018年上半年，全球增長依然強勁，但各國之間的增長勢頭不及以往同步。在順週期財政政策及樂觀情緒的支持下，美國經濟繼續穩步增長。然而，歐元區及日本的經濟活動於今年年初出乎意料地轉差，其後於第2季雖有所改善，但增長表現仍較2017年遜色。先進經濟體之間的增長差異擴大，令市場擔心美國以外的其他先進經濟體於過往兩年的週期性上行勢頭已經見頂。此外，意大利及英國的政局不明朗，亦令歐洲的短期增長前景蒙上陰影。

在全球經濟增長步伐愈見參差的背景下，美國與主要貿易夥伴之間的貿易緊張局勢升溫，令全球經濟復甦面臨打擊的風險正在增加。自今年初以來，美國政府對多種進口產品徵收或威脅徵收關稅，促使全球多個國家採取報復措施。與此同時，美聯儲繼續推進資產負債表及利率政策正常化，導致美國長期國債收益率上升及美元轉強，觸發投資者憂慮上述發展對新興市

場經濟體造成的溢出效應。自4月中旬以來，這些憂慮導致主要新興市場經濟體的金融市場波動加劇，從新興市場經濟體股市指數下跌、以及一些基本面較弱或政治風險較高的新興市場經濟體面對的資金外流及貨幣貶值壓力有所增加，可見一斑。

展望未來，貿易緊張局勢持續及全球貨幣政策背馳的風險，相信會是全球經濟前景面臨的其中兩個最大威脅。貿易局勢惡化或會影響營商信心、投資及生產效率。與此同時，全球貨幣政策長期背馳或會推動美元持續走強，不利於新興市場經濟體的金融穩定。

東亞方面，雖然中國內地與美國之間的貿易衝突不斷升級的影響尚未反映於增長數據中，但區內資本外流及貨幣貶值壓力浮現，與中國內地的生產鏈關係密切的經濟體尤為明顯。持續的貿易衝突將對東亞地區的前景構成多重挑戰。儘管美國加徵關稅對該地區出口貿易的直接影響預計可控，但貿易戰對投資者信心的損害可能會對經濟帶來更大的破壞。若經濟增長放

緩，央行需要謹慎地調整貨幣政策以維持平衡：一方面要透過寬鬆貨幣政策支持經濟增長，另一方面又要透過收緊措施遏制資本外流。隨著下行風險及不確定性上升，東亞經濟體可能會在短期內面對更波動的市況，而經濟動能亦會減弱。在區內眾多經濟體中，基本面較為強勁、外部頭寸較為穩健及財政政策空間較大的經濟體或能較好地應對相關挑戰。

中國內地方面，經濟增長在2018年第1季大致保持穩定。但其後在當局收緊地方政府融資活動的環境下，基建投資增長顯著減少，經濟增長在第2季有所放緩。然而，因勞工市場情況穩健及消費者情緒樂觀，消費增長依然強勁。展望未來，雖然增加值較高的製造業及服務業增長堅挺，將繼續為短期增長前景帶來支持。但在中美貿易衝突升級的情況下不確定性因素有所增加，令內地當局在促進結構性改革、維持金融穩定與支持經濟適度增長方面面臨更大挑戰。

於回顧期內，內地當局繼續透過緊縮措施控制金融風險。受這些舉措影響，物業價格（尤其一線城市的物業價格）趨於穩定，這對於金融穩定非常重要，因為物業價格的急劇變化可能對企業違約風險產生顯著的影響（詳情請參閱第24頁專題1）。在政府去槓桿化的過程中，債券違約的數量有所增加，但相關債券佔整體非金融債券的比重仍然相當小。在股票及外匯市場，近幾個月投資者情緒轉差，反映市場對貿易衝突的擔憂。然而，大概在穩定的經濟環境支持下，期內資本外流有限。

## 本地經濟

與2017年下半年相比，香港經濟於2018年上半年仍然保持強勁增長。今年上半年的實質本地生產總值較去年下半年增長2.4%，處於長期平均水平之上。然而，實質本地生產總值的按年增長率於上半年內變得波動，由第1季4.6%的顯著增幅，降至第2季3.5%的較慢增幅，與2017年下半年大致穩定的增長情況

形成強烈對比。具體而言，私人消費於第1季錄得大幅增長，但於第2季有所放緩。隨着中美貿易衝突升溫導致市場情緒轉差，對外貿易表現於第1季強勁復甦後，於第2季有所放緩。

預期本地經濟於2018年餘下時間將繼續保持增長，但步伐會較上半年有所放緩。雖然貿易緊張局勢升級（特別是美國與中國內地之間的貿易摩擦）或會拖累香港的出口表現，但本地生產總值的其他組成部分，包括私人消費、樓宇及建造活動，以及其他服務輸出，預計將會支持經濟增長。就2018年全年而言，政府預測實質本地生產總值增長介乎3至4%，而私營機構分析師的最新增長預測平均為3.6%。

隨着中美貿易衝突加劇，經濟增長的下行風險與幾個月前相比已經增加。雖然估計貿易衝突透過傳統貿易渠道對香港的短期影響有限，但本地經濟或會透過其他渠道受到影響，以致本地經濟所面對的整體負面影響可能會擴大。舉例來說，經濟不確定因素增加可能會對宏觀經濟及金融狀況產生影響（參閱專題2）。除貿易保護主義之外，前述的基準經濟前景還面對其他不確定因素或風險。它們主要包括各大央行的貨幣政策正常化、中國內地在金融去槓桿化下的經濟表現以及國際資金流的潛在波動等。

本地通脹於2018年上半年輕微上升，但是仍處於溫和的水平。由於外部及本地價格均面臨壓力，所以通脹動力微升。與此同時，勞工市場進一步趨緊，失業率下降至2.8%，是20多年來的最低水平。展望未來，由於全球通脹壓力增加以及早前新簽訂的本地私人住宅租金增長所帶來的傳遞效應，預計本地通脹壓力於2018年餘下時間將會輕微上升。

## 貨幣狀況及資金流動

主要受套息交易活動增加所帶動，港元兌美元現貨匯率自3月以來逐步轉弱，弱方兌換保證於4月、5月

及8月被觸發共27次。自4月12日首次被觸發以來，金管局於弱方兌換保證水平向銀行合共買入1,035億港元(截至8月底數字)。因此，銀行體系總結餘從3月底的1,797億港元減少至8月底的764億港元。儘管如此，港元仍大致在弱方兌換保證匯率7.85水平附近暢順有序地交易。

港元銀行同業拆息自第2季以來普遍回升，反映市場對美國加息的預期升溫、弱方兌換保證觸發後銀行同業流動性減少、以及受新股集資活動及季節性的流動資金需求所支持。在半年結時的新股認購活動期間，隔夜港元銀行同業拆息飆升至3.0%，其後於7月中旬一度回調至近期低位0.08%，然後於8月底回升至0.9%左右。與此同時，隨着港元銀行同業拆息上升，零售銀行的融資成本自第2季以來出現更大的上升壓力，綜合利率由3月底的0.38%上升至7月底的0.63%。另一方面，儘管港元銀行同業拆息有所上升，下半年新造按揭貸款的平均利率仍在按當前最優惠利率釐定的上限2.15%附近徘徊。

隨着美國貨幣政策正常化進程持續，港元利率無可避免會維持上升趨勢。同時，港美息差或會繼續刺激套息交易活動而導致資金流出。資金流出港元，是香港利率正常化的必經過程，亦是聯繫匯率制度下的正常運作。銀行體系持有大量外匯基金票據，銀行可以利用這些票據在貼現窗取得港元流動資金，這可有效緩衝利率過於波動的情況。金管局亦隨時準備透過調較外匯基金票據的發行量以提供額外流動性，以應對資金可能出現急劇流出港元的情況。

隨着美國與中國內地的貿易摩擦加劇，離岸人民幣和在岸人民幣兌美元匯率自6月中旬以來急劇貶值，並打斷了離岸人民幣和在岸人民幣兌美元匯率於2018年首五個月的穩定走勢。隨着逆周期因子被重新逐步引入在岸人民幣兌美元的中間價定價機制，人民幣匯率已於8月再度穩定下來。此外，自6月中旬以來的貶值壓力亦導致離岸人民幣對在岸人民幣在大多數時

間呈現折讓，但差價按歷史標準而言仍屬適度。儘管現貨匯率市場顯著波動，中美貿易摩擦尚未對離岸銀行同業市場的資金狀況造成不良影響。隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息於2018年首八個月大多維持在4%以下。與此同時，在個人及企業客戶的人民幣存款帶動下，回顧期內，香港的離岸人民幣資金池繼續增長。人民幣即時支付結算系統的日均成交金額持續處於高位。展望未來，香港離岸人民幣市場的發展取決於市場在中美貿易摩擦籠罩下對人民幣匯率走勢的預期，以及內地的宏觀金融狀況。儘管如此，預期香港的離岸人民幣業務將受惠於內地持續開放資本帳、股票與債券的互聯互通發展、以及「一帶一路」與「粵港澳大灣區」倡議下推動的區內經濟合作。

## 資產市場

隨着貿易衝突升級，貨幣政策正常化進一步加快，香港股市於回顧期內面對的壓力逐漸增加。儘管在新加坡的美朝峰會舉行過後，朝鮮半島地緣政治的緊張形勢有所緩解，但市場焦點迅速轉移至中美貿易方面的緊張局勢。與此同時，隨着全球經濟的增長動力不斷增強，各大央行加快推進貨幣政策正常化，對利率構成上升壓力，影響全球各地的收益率曲線。不利的貿易及貨幣狀況造成的綜合負面影響導致本地股票價格急劇下跌。然而，展望未來，雖然市場前景仍極不明朗，但估值吸引，可能引發投資者趁低吸納，特別是市場若從目前的水平進一步調整則更是如此。專題3探討長線機構投資者以價值為出發點的買賣策略對本地股票市場的影響。

今年上半年債券基金的資金流出仍在繼續，這是由於主權及非主權部門的收益率上升導致其表現欠佳。儘管如此，港元債務市場在此期間仍錄得顯著增長。除認可機構外，債務市場的增長頗為全面。展望未來，推行三年試點債券資助先導計劃及政府綠色債券計劃等多項政府措施，預計會刺激本地債券發行。相比之下，截至2018年第2季，離岸人民幣債務市場已連

續六個季度錄得萎縮。雖然近期一級市場活動有所回升，但中期發展前景仍面臨重大不確定因素，包括對人民幣匯率預期的變化，在岸與離岸融資成本的差距，以及內地當局推動經濟去槓桿化的舉措，而中美貿易戰亦進一步增添不利因素。

香港的住宅物業市場於上半年保持活躍。在經濟環境穩健及按揭貸款利率低企的環境下，樓價持續上升，成交亦保持暢旺。然而踏入第三季，樓市開始出現放緩跡象。由於報告期內樓價升幅超過家庭入息，置業負擔能力進一步趨緊。

為解決土地及房屋供應問題，政府委任的土地供應專責小組邀請持份者就土地供應方案及其他與土地供應有關的問題提出意見。政府亦於6月底公佈6項房屋政策新措施，當中包括修訂資助出售房屋的定價政策、透過改撥若干私營房屋發展用地來增加公營房屋供應，以及對空置一手私人住宅單位徵收「額外差餉」。

由於住宅物業市場正受着各種因素所影響，其前景並不明朗。一方面，當前就業及收入狀況向好，或會繼續支持住宅物業的需求。但另一方面，樓市有可能面臨一些阻力。特別是如果中美貿易緊張局勢持續或加劇，正面的市場情緒或會急速逆轉。加上美國貨幣政策正常化進程持續，銀行融資成本會隨之上升，本地按揭利率最終亦會趨升。事實上，銀行已於8月份上調新批出按香港銀行同業拆息釐定的按揭息率上限，藉此調高實際按揭息率。此外，長遠而言，由於政府致力解決土地及房屋短缺問題，住宅物業供應量有望增加，房屋供求缺口或會收窄。

## 銀行業表現

零售銀行的盈利於2018年上半年持續改善，稅前經營溢利按年大幅增長24.8%。這主要受惠於淨利息收入大幅增加（受淨息差擴闊推動）及貸款減值撥備有

所減少。同時，回顧期內資產質素按歷史標準衡量維持良好。

銀行的資本狀況持續穩健，2018年6月底，本地註冊認可機構的綜合總資本比率輕微上升至19.4%的高水平。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，香港逆週期緩衝資本比率將由現時的1.875%提高至2.5%。

銀行體系的流動性於2018年上半年維持充裕。儘管短期香港銀行同業拆息因弱方兌換保證被觸發及與新股集資活動相關的需求而明顯上升，但主要由於零售存款利率維持在相對較低水平，零售銀行的港元融資成本按歷史標準衡量仍然處於低位。由於第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率於2018年第2季分別上升至156.6%及51.3%，遠高於其法定最低要求，故按《巴塞爾協定三》標準衡量，認可機構的流動性狀況整體表現穩健。此外，作為其中一項《巴塞爾協定三》流動性要求，穩定資金淨額比率的實施有助加強銀行以足夠穩定的資金支持其業務的能力，並減低其中長期資金風險。

儘管全球經濟環境不明朗因素增加，但銀行貸款於2018年上半年繼續穩步增長。本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款分別增長5.4%及5.1%，而前6個月則分別為5.6%及4.6%。因此，所有認可機構的貸款及墊款總額於2018年上半年繼續穩定增長5.3%，與2017年下半年錄得的增速一致。由於回顧期內貸款總額增長快於存款增長，所有認可機構的貸存比率由6個月前的73.0%上升至2018年上半年的75.7%。

於本地貸款中，公司貸款以半年計於2018年上半年持續穩定增長5.4%，而個人債務增長則由2017年下半年的6.5%放緩至2018年上半年的5.3%。儘管個人債務增長放緩，但2018年第2季的家庭負債佔本

地生產總值的比率由去年第4季的70.3%微升至71.2%。儘管如此，我們的評估發現，香港家庭部門作為一個整體擁有穩健的資產負債表，資產淨值對負債比率以及安全資產（存款）對負債比率均處於較高水平，反映家庭部門有強大的緩衝，可抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

專題4（見第64頁）根據香港銀行的數據以實證方式分析貸款組合集中度對銀行信貸風險的淨影響。總體而言，實證結果表明，銀行的甄選及監察能力或能因集中借貸予某些行業而得到提升，而其效益可緩解相關的集中度風險。分析得出的關鍵含義是，貸款集中度增加所帶來的潛在專門效益亦應納入考慮因素，以便更中肯地評估銀行貸款組合的信貸風險。

鑑於中美貿易衝突、美國加息步伐及地緣政治風險引致的不確定性增加，銀行應保持警覺，留意資金外流加速的風險及對本地利率的相關影響。特別在企業槓桿水平持續上升的情況下，銀行應審慎評估這些風險因素如何影響其公司貸款的信貸風險。

《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。