

# 1. 概論

美國聯邦儲備局逐漸減少購買資產，引起新一輪影響新興市場經濟體的市場波動。在波動的外圍環境下，港元仍然大致穩定，本地金融市場仍然井然有序。

隨著有關主管部門引導內地經濟實現較慢但更可持續的發展，且逐步降低企業及地方政府的槓桿水平，本地銀行需要保持警惕，為內地持倉潛在的信貸風險增加作好準備。與此同時，亦需要準備好應對潛在資金外流及房地產市場調整帶來的風險。

## 外圍環境

美國聯邦儲備局於1月開始逐漸縮減其大規模資產購買計劃，此舉標誌著一個可能既慢長且錯綜複雜的貨幣正常化過程正在展開。在先進經濟體前景改善及主要央行會維持寬鬆貨幣狀況一段長時間的預期支持下，全球金融市場對退市的初步反應平靜。然而，在評估過新興經濟體對美國撤銷貨幣刺激政策的承受能力後，市場便出現新一輪的波動。

美國聯邦儲備局的貨幣政策開始正常化，可能反映美國經濟的增長勢頭有所改善，但美國經濟並未全面好轉。勞動人口參與率持續下降及資本投資仍然低迷，可能表示潛在產出增長放緩，令通脹風險難以判斷及增加貨幣政策的執行難度。事實上，退市的路徑未必會一帆風順，利率波動亦可能高於預期。在歐元區，儘管經濟穩定復蘇，但私人及公共部門均債臺高築以及金融狀況持續存在重大差異阻礙了復蘇。在日本，經濟增長及通脹均有所改善，但由於工資增長緩慢及經常賬出現赤字，經濟前景仍不明朗。公共債務高企及財政空間有限，也意味著一旦經濟增長放緩或政府債券收益率跳升，日本的主權債務狀況就有可能會惡化。

在東亞地區，在美國聯邦儲備局於去年年底宣佈逐漸減少購買資產之後，若干經濟體系已感受到資本外流

的壓力，但與去年夏天出現大量拋售相比較，此次金融市場總體反應尚算平靜。展望未來，資金流向或會受到一些會觸發市場避險情緒的事件而變得更敏感，在美國貨幣政策正常化的過程中，由於對新興市場的擔憂揮之不去，市場很可能出現更大的震盪。從樂觀的方面看，亞太地區大多數政府均擁有應對經濟週期性波動的空間，可減輕資本流向逆轉帶來的衝擊。

該地區資本流向的波動性，也可能反映了市場對於中國內地經濟增長放緩的擔憂。隨着增長放緩，對於地方政府及企業部門過度槓桿化的憂慮，也可能導致市場波動。有關主管部門已表示，它們決心引導內地經濟走向較緩慢但更可持續的增長路徑。而憑藉內地政府在上世紀90年代的經驗，它們應有能力實現有序的去槓桿化。

內地的房地產市場對其宏觀經濟及金融穩定舉足輕重。專題1（見第16頁）探討房地產業與其他行業之間的關聯。分析表明，房地產業與其他行業的關聯在過往數年間有所增強，而房地產業的信貸風險可能會對內地經濟的其他行業產生外溢效應。

## 本地經濟

在本地需求強勁及外部需求逐步復蘇的背景下，香港的實質本地生產總值於2013年第3季的按季增長率加

速至0.7%，第4季則達到1.1%。私人消費保持動力，機器及設備購買旺盛亦令投資得到加強。隨著先進經濟體及內地經濟逐漸復蘇，出口表現有所改善，但由於留用進口增速更快，淨出口仍然拖累經濟增長。

以2013年全年計，實質本地生產總值增長率由一年前的1.5%回升至2.9%，但仍低於過往十年4.5%的平均按年增長率。然而，勞工市場狀況大致保持穩定，失業率於第4季輕微下降至3.2%，就業總人數以穩健的速度增長。專題2（見第21頁）探討近幾年本地生產總值增長儘管低於趨勢水平，但勞工市場卻保持穩定的若干可能原因。

本地通脹壓力較2013年上半年有所緩和，按3個月以年率計的基本通脹率由2013年上半年4.6%的平均增長率下降至2014年1月的4.0%。此種緩和勢頭未來很可能會持續，原因是較溫和的住宅物業租金增幅應能繼續抑制通脹壓力。

香港的實質本地生產總值增長率很可能會在2014年略為加快並貼近趨勢水平。隨著先進經濟體更強勁的復蘇及內地經濟大致保持穩健，出口表現有望進一步改善。由於私人消費及投資穩定增長，本地需求或會保持強勁。然而，樓市降溫可能會導致房屋財富效應減弱，甚至轉而拖累消費。此外，因為紓困措施的規模及範圍略有縮減，財政政策已略微轉向緊縮。

市場分析師目前對香港2014年的實質本地生產總值增長率的預測平均約為3.5%，而港府預料增長率加快至3.0-4.0%之間。金管局內部編製的綜合領先經濟指標亦預示未來增長步伐會略為加快。雖然經濟前景相對上正面，但仍存在諸多不明朗因素及風險，特別是亞太地區資金流向變動有關的因素及風險。

## 貨幣狀況及資金流動

於2013年下半年，部份新興市場貨幣被拋售，但港元現貨匯率繼續在接近強方兌換保證匯率7.75的位

置窄幅移動。事實上，隨著本地股市在7至11月期間轉趨活躍，非銀行私人部門仍面對著溫和的資金流入壓力。至12月，美國聯邦儲備局宣佈逐漸減少購買資產，港元現貨匯率才略微走弱。但總體來說，資金流壓力較輕微，市場繼續對聯繫匯率制度保持信心。

貨幣環境依然寬鬆，利率仍然處於低水平，而貨幣供應增長速度加快。銀行業的批發融資成本繼續處於低水平，隔夜及3個月香港銀行同業拆息結算利率分別徘徊於0.08%及0.38%。零售利率亦在低位保持穩定。然而，市場對美國聯邦儲備局減少購買資產的憂慮，導致長年期港元收益率跟隨同期美元逐漸上升。另一方面，由於銀行客戶存款及由非銀行持有的可轉讓存款證增長強勁，港元廣義貨幣供應量（港元M3）下半年的增速加快至5.5%。

信貸方面，儘管整體貸款於第4季出現放緩跡象，但2013年整體貸款增長仍達到16.0%，而2012年為9.6%。在香港境外使用的貸款及外幣貸款急增，而美元貸存比率於2013年年底達到85.4%。為防止融資風險進一步積累，金管局推出穩定資金要求並於2014年1月生效。根據該要求，整體貸款增長20%或以上的認可機構要保持一定水平的穩定資金。

港元貸款及本地信貸的增速亦有加快。儘管物業市場活動放緩及審慎監管措施的影響已導致住宅按揭貸款增長乏力，個人貸款卻增加了16.8%，使家庭債務佔本地生產總值的比例達到創紀錄的62%。有鑑於此，金管局於2014年1月發出通告，要求認可機構檢視個人貸款業務的批核標準，並提升對該業務的風險管理。

香港作為離岸人民幣業務中心的地位得到進一步發展。2013年，人民幣存款及存款證總額顯著上升46.2%，主要由於人民幣貿易結算業務增加，另外在較少程度上，人民幣利率相對其他貨幣高，以及人民幣升值預期亦導致人民幣需求量上升。人民幣貸款亦

較上年顯著增長了46.3%。儘管內地流動資金收緊導致在岸銀行同業拆息大幅波動，離岸銀行同業拆息保持相對穩定。然而，遠期隱含收益率(forward-implied yields)與在岸的收益率波動較為一致。專題3(見第33頁)概述關於在岸及離岸可交收遠期外匯市場的互動的主要研究結果。一般來說，由在岸向離岸市場的外溢高於相反方向的外溢，而這兩個市場均會影響人民幣遠期匯率的價格發現過程。

## 資產市場

香港股票市場在過往六個月的表現落後環球股市。投資者關注美國縮減買債規模所造成的外溢效應，以及對中國內地經濟增長放緩的疑慮，令本地市場蒙受陰影。然而，因中國內地企業首次公開招股的数量在下半年急劇增加，使股票發行市場成為了亮點。展望未來，儘管在現有估值水平下，股市下行風險有限，但美聯儲進一步退市的步伐可能引致市場波動。

儘管環球債券市場波動性增加，本地債務市場仍穩步擴張。聯儲局退市的言論令投資者採取觀望態度，導致私人部門債務的發行量大幅下降。但其負面的影響已被公營機構債務發行的顯著增長完全抵銷。與此同時，離岸人民幣市場於2013年再次錄得快速增長。發行市場活動顯著增長，發行人及產品組合日益多樣化。展望未來，鑑於再融資需求增加及中國內地私人發債需求強勁，市場可能在來年維持穩步增長。此外境外企業以互換交易為基礎的債券發行(關於其近期強勁增長的分析見專題4(見第40頁))預期將進一步增加，從而成為另一股推動市場發展的力量。

在加息預期升溫，以及逆週期措施的抑制下，物業市場活動在2013年下半年及近幾個月依然疲弱，整體成交大幅萎縮，住宅價格有一些下行壓力。由於發展商提供折扣及優惠，一手市場成交有所復蘇。同時有跡象顯示，更多業主願意降低放盤叫價，銀行的物業估價亦變得相對保守。儘管分析師普遍預期房地產市場會在今年進一步整固，但並沒有樓市週期逆轉的明

顯跡象。物業估值仍然偏高，價格收入比率及收入槓桿比率仍維持於較高水平。

## 銀行業表現

銀行業繼續錄得穩健增長，主要表現為資產質素優良、流動資金狀況良好及按國際標準而言雄厚的資本水平。雖然銀行業的盈利在2013年下半年較上半年非常強勁的表現有所放緩，但仍優於前年同期，其中零售銀行錄得的稅前資產回報率為1.2%，而上半年及2012年下半年則分別為1.4%及1.1%。就2013年全年計，零售銀行的除稅前經營溢利錄得22.1%的增長，平均資產回報率由2012年的1.2%上升至1.3%。

於2013年下半年，流動資金狀況仍然良好，本地利率則整體保持平穩。由於存款增長超過信貸擴張，所有認可機構的整體貸存比率由2013年6月的71.9%下降至12月的70.4%。專題5(見第57頁)評估香港銀行業的流動資金風險。簡而言之，是項流動資金風險壓力測試顯示，在面臨嚴重的經濟及金融衝擊時，香港銀行業的系統性流動資金風險仍可受控。儘管敏感度測試結果亦得出相同的結論，但它突顯銀行的流動資金風險對利率變動反應敏銳。因此，銀行應警惕利率正常化的潛在影響及其步伐。

鑑於跨國銀行在香港業務規模龐大，當跨國銀行受到源於其總部所在國的衝擊時，香港銀行業的流動資金及融資實不能免於受到其內溢效應的影響。專題6(見第60頁)研究決定由跨國銀行集團內部融資活動傳遞有關衝擊的程度，及其對境外銀行香港分行的經營造成的相關影響的各種因素。研究結果表明，儘管銀行母公司的融資衝擊或會對分行經營所在國家的信貸供應及貸款定價造成顯著壓力，但在推行中的監管改革可能有助於減輕其負面影響。

展望未來，隨著全球貨幣狀況繼續正常化，應密切注視銀行資產負債表可能受到的影響。特別是鑑於近期

家庭債務及企業槓桿水平上升，倘若利率顯著上升或本地物業市場大幅度調整，則借款人的償債能力或會面臨考驗。為了防範銀行資產負債表上出現資金來源不穩的風險，金管局推出穩定資金要求，並於2014年1月生效，在相關措施公佈以後信貸增長於2013年底有所放緩。同時，本地銀行業對內地相關業務的信貸風險承擔增加，仍然對銀行業構成挑戰，銀行應繼續審慎管理其內地相關貸款的信貸風險。為了加強監察這些業務，金管局推出全新的季度內地業務申報表，要求所有銀行就其非銀行內地風險承擔呈報更詳細資料。另外，金管局亦要求內地業務活躍的銀行，就其風險管理和內部監控進行專題審查。

《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。