

---

# 1. 概論

---

全球金融市場在2016年初經歷大幅調整後有所回穩。展望未來，全球經濟增長進一步放緩的風險上升，市場對主要中央銀行進一步擴大貨幣政策的空間和支持經濟增長的成效存疑，以及石油和大宗商品價格持續疲弱，可能會繼續導致市場大幅波動。全球經濟前景將取決於金融市場持續波動會否波及實體經濟活動，而新興市場經濟體的前景亦取決於美元的表現。

港元匯率在2016年初轉弱，反映聯繫匯率制度在美國加息及經濟金融環境存在高度不明朗因素下的正常運作。貸款增長在2015年下半年減慢，住宅物業市場也回軟。展望未來，隨著美國利率正常化，香港的銀行將需要面對利率波動加劇及潛在資本外流的挑戰。加上全球經濟增長可能放緩及金融市場動盪持續，銀行的整體資產信貸質素或會面臨更大的壓力。

## 外圍環境

全球金融市場的避險情緒在今年初突然升溫，導致全球股價大幅下挫，油價下跌至12年來的低位，而新興市場貨幣亦持續受壓。全球金融市場動盪反映過去支持金融市場高估值的因素正在減弱，投資者因此重新進行風險定價。由於美國聯儲局（美聯儲）已進入加息週期，以及主要新興市場經濟體的增長繼續放緩，令投資者憂慮全球經濟可能會失去增長動力及央行對流動性的支持可能會逆轉，導致市場出現廣泛性的拋售。由於新興市場經濟體在過去幾年對全球經濟增長的貢獻高近八成，全球經濟前景將在很大程度上取決於新興市場經濟體的表現。在主要新興市場經濟體特別是內地經濟放緩，加上歐洲和日本增長乏力的情況下，單靠美國經濟不太可能推動全球經濟，令全球經濟增長進一步放緩的風險增加。

與此同時，市場憂慮主要央行擴大貨幣政策的空間和支持疲弱經濟的成效。歐洲央行和瑞典央行正在進一步推低負利率，而日本央行亦已跟隨實施負利率。雖然負利率政策旨在降低借貸成本，刺激貸款需求，鼓勵投資和消費開支，但主要央行進一步擴大負利率政策，卻引發全球股市特別是銀行股被大幅拋售。市場認為主要央行實行負利率政策，標誌著全球貨幣寬鬆政策可能已步入尾聲。但另一方面，市場擔心長期的低利率環境已令銀行的淨息差受壓，負利率政策或會令情況更差。美國方面，雖然市場預料美聯儲加息步伐將更為緩慢，但美國的通脹前景在互相對立的因素影響下，未來加息的步伐仍不明朗。儘管能源和大宗商品價格持續疲弱或會降低美國的通脹，但本地需求壓力增強會令到佔家庭消費比重較大的核心服務通脹繼續上升。

中國內地的經濟增長在2015年下半年放緩。產能過剩行業的去槓桿和房地產庫存過剩繼續拖累經濟增長，但穩健的消費及較快的基礎建設支出抵消了其影響。供應方面，隨著經濟轉向為更均衡的增長模式，服務業蓬勃擴張為經濟活動提供重要的支持。專題1（見第22頁）討論服務業的最新發展及其對產出和就業增長的貢獻。

內地股票和外匯市場近期顯著波動。美國利率正常化及中國內地經濟前景不明朗，令內地自2015年下半年以來資金外流壓力增加。人民幣於去年7月底至今年1月底對美元貶值5.6%，其後在2月企穩。雖然近期的資金外流壓力部分是出於跨境資金外流所致，但亦反映內地居民重新配置其資產負債組合的狀況。為抵消資金外流對流動性的影響，人民銀行透過逆回購工具向銀行體系注入流動性，並於3月下調存款準備金率50個基點。同時，股市的避險情緒和低企的交易所回購利率已令公司債券市場相關的槓桿活動上升，引起信貸風險錯誤定價的擔憂。專題2（見第27頁）分析內地公司債券市場的槓桿活動，並評估其對金融穩定的風險。

東亞方面<sup>1</sup>，2015年第4季度的增長勢頭仍然疲弱。區內出口增長未見起色，不少區內經濟體的內部需求繼續放緩。有見及此，儘管或會增加進一步資本外流的風險，區內部分中央銀行已經放寬貨幣政策以求刺激經濟增長。展望未來，東亞地區的前景將取決於美國加息的步伐、美元的強弱、商品價格走勢和主要出口市場的增長，以及這些因素如何與區內各經濟體的內在風險因素（如高企的私營部門債務及資產市場估值偏高）互動並影響經濟增長和金融穩定。

## 本港經濟

香港經濟增長於2015年底進一步放緩，按季實質本地生產總值增長由前三季約0.6%跌至第4季的0.2%。本地方面，由於消費信心下跌、資產價格調整及金融服務需求減少，私人消費增長顯著放緩。雖然去庫存有所下降，但公共投資項目進展緩慢及營商氣氛低迷拖累了整體投資支出。對外方面，貨物出口有所增長，但入境旅遊減少及金融服務活動放緩導致服務輸出繼續收縮。由於進口增長反彈，淨出口拖累了第4季的本地生產總值增長。

綜合消費物價通脹自2012年以來一直呈向下趨勢，但由於食品價格波動及電力燃料費特別回扣的影響逐漸減退，通脹動力於2015年下半年及2016年年初稍為重拾升勢。按年基本通脹率大致保持穩定。展望未來，由於進口價格通脹偏軟、房屋租金放緩及本地增長動力溫和，通脹壓力料仍受控。

在美國貨幣政策正常化、全球增長持續放緩及國際金融市場高度波動下，預料香港經濟在2016年仍然疲弱。本地方面，利率上升及資產價格調整將拖累私人消費和投資。專題3（見第34頁）探討加息對私人消費的影響。對外方面，全球經濟環境低迷及入境旅遊持續疲弱將拖累貨物出口及服務輸出。由於本地經濟活動表現欠佳，預料失業率有上升壓力。政府目前預測2016年實質本地生產總值增長為1-2%，而私營機構分析則預測增長平均為1.8%。

<sup>1</sup> 東亞經濟體系指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

## 貨幣狀況及資金流動

港元匯率在2015年下半年維持貼近強方兌換保證後，於2016年初走弱。強方兌換保證於2015年9月及10月被多次觸發，部分原因是離岸人民幣被兌換成為港元。港元匯率在踏入2016年後有所回落。美國加息後港美拆息差距擴闊、香港股市被拋售、人民幣匯率波動增加、香港和內地市場前景沒有以往般樂觀，以及亞洲貨幣普遍疲弱等因素，導致港元需求減弱。在全球風險情緒企穩下，港元匯率在1月中短暫下跌至超過7.8後，於2月在7.7668至7.7905的區間內移動。7.85的弱方兌換保證未有被觸發。

港元銀行同業拆息市場繼續正常運作。儘管於最近幾週因金融市場波動加劇而有所上升，香港銀行同業拆息仍繼續維持在低水平。在美國聯邦基金利率的目標範圍於2015年12月由0至0.25%上升至0.25至0.5%後，金管局將其貼現窗基準利率由0.5%相應上調至0.75%。

展望未來，港元拆息上升的時間和幅度將取決於資金外流的時間、速度和規模，而後者受多種因素影響，包括港元與美元息差、環球宏觀金融前景及市場情緒。鑑於美國加息步伐應會漸進，加上港元貨幣基礎龐大，港元拆息的調整應不會太急速。如資金外流導致港元匯率觸發7.85的弱方兌換保證，金管局會向銀行買入港元、沽出美元，使貨幣基礎減少及推高港元短期拆息至貼近美息水平。這是港元利率正常化的必經階段，也是根據港元聯繫匯率的設計的正常運作。

由於全球經濟環境低迷及匯率波動加劇，貸款總額於2015年下半年按年率計下跌3.7%，令全年貸款增長從2014年的12.7%下降至3.5%。本地信貸及境外使用的貸款減少，後者部分受內地相關貸款增長放緩所導致。按貨幣分析，港元和外幣貸款下降，後者部分由人民幣匯率疲弱引發美元貸款的償還所導致。同

時，存款總額增速放緩，港元和人民幣存款收縮，而美元存款則強勁上升。因此，港元貸存比率由2015年6月底的79.9%下降至2015年年底的78.2%，而美元貸存比率則由88.6%顯著下降至76.1%。

由於市場關注美國利率正常化及內地經濟前景，在岸人民幣及離岸人民幣匯率同時走弱，離岸人民幣對在岸人民幣的折讓在1月初一度擴闊至約1,500點子。由於流動性收緊，隔夜離岸人民幣銀行同業拆息定價亦於1月中一度飆升至66.8%。近期在岸人民幣及離岸人民幣匯率回穩，離岸人民幣對在岸人民幣的折讓於2月底收窄至接近零水平。同時，離岸人民幣銀行同業市場的緊張狀況亦有所緩解。鑑於近期在岸人民幣及離岸人民幣同時出現大幅波動，專題4（見第44頁）研究人民幣匯率定價機制實行前後導致離岸人民幣與在岸人民幣價差的主要因素。

人民幣匯率預期的變化導致香港人民幣資金池（包括未償還人民幣客戶存款及存款證）於2015年下半年有所整固，但其他離岸人民幣業務領域，如人民幣貿易結算、人民幣銀行貸款及人民幣即時支付結算系統的日均成交金額繼續穩步增長。展望未來，儘管香港的離岸人民幣業務短期內或會繼續受到內地宏觀金融發展的不明朗因素影響，但長遠將繼續從內地開放資本帳及人民幣國際化進程中獲益。

## 資產市場

鑑於市場對全球經濟放緩的憂慮，香港股市於回顧期間大幅波動並出現大幅調整。經歷了去年夏季的動盪之後，投資者的信心在第4季初期有所恢復。然而，由於石油和大宗商品價格再度疲弱，以及全球經濟放緩的風險增加，市場於2015年年底再次受壓。展望未來，全球經濟不明朗、美國貨幣正常化的步伐及石油和大宗商品價格波動，均有可能令投資者保持觀望態度。因此，儘管本港股市的估值較亞太地區的其他市場更具吸引力，但在年內餘下時間難以平穩發展。

## 概論

儘管全球債券市場出現大幅風險重估，港元債務市場在 2015 年保持穩步增長。雖然年內本港私營部門的新債發行下跌，但公營部門發行的增長已足以抵銷。與此同時，經過一段高速增長期後，香港離岸人民幣債務市場錄得自 2007 年以來首次按年跌幅。短期來看，由於全球金融市場波動和不明朗加劇，以及監管改革或會令內地企業更容易選擇在岸債券市場，使離岸人民幣債務市場充滿挑戰。但長遠來看，前景或會變得樂觀，特別是人民幣被納入特別提款權的貨幣籃子後，有望刺激人民幣資產的需求。

由於市場情緒轉弱，住宅物業市場自 2015 年下半年開始回軟。住宅成交量在下半年下跌 26%，二手市場平均每月成交量跌至歷史低點，而由於發展商在期內推出更多新樓盤，一手市場平均每月成交量僅輕微下降。樓價亦有所下滑，中原城市領先指數自 9 月的高位下跌了 13.2%。然而，置業負擔能力依然偏緊，樓價與收入比率及收入槓桿比率均維持在較高水平。同時，非住宅物業市場也出現調整跡象，各環節的價格自上季度以來均有所下跌。

## 銀行業的表現

零售銀行的盈利在 2015 年下半年下滑，稅前經營溢利下降 15.5%，資產回報率亦降至 0.97%。盈利下降主要是由於非利息收入減少，而營運成本增加及貸款減值撥備提高亦是其因素之一。同時，銀行業的貸款業務亦自全球金融危機以來首次出現收縮。

不過，踏入 2016 年，銀行業仍維持穩健。銀行的資產質素儘管在 2015 年下半年輕微下降，但仍保持健康。根據《巴塞爾協定三》的標準，銀行的資本和流動性狀況在結構上仍然穩健並進一步加強。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率於 2015 年 12 月底提高至 18.3%。第 1 類機構的平均流動性覆蓋比率提高至 142.9%，而第 2 類機構的平均流動性維持比率也提高至 53.9%。這些比率均遠高於相關的最低監管要求。此外，自 2017 年 1 月 1 日起，逆周期緩衝資本

比率將由現時佔銀行風險加權資產的 0.625% 提高至 1.25%，這將加強銀行對系統性風險的抵禦能力。

為了更全面及實際地評估銀行的主要風險，專題 5 (見第 65 頁) 呈現一個包含宏觀金融反饋連結的壓力測試框架。透過一項壓力情境分析顯示，金融系統與實體經濟之間的相互作用會令到最初的宏觀衝擊被放大，並導致銀行的特定分類貸款比率有較明顯的上升。當前形勢的一個推論是，雖然近期資產質素下降並不顯著，但銀行應保持警惕，並為宏觀金融反饋效應可能導致的資產質素下降做好準備。

展望未來，銀行業面臨諸多挑戰。銀行應密切注意隨著美國利率正常化帶來的利率波動加劇及潛在資本外流的影響。加上全球經濟增長可能放緩及金融市場動盪，銀行的整體資產信貸質素或會面臨更大的壓力。

鑒於企業槓桿比率和償債負擔上升，企業貸款的信貸風險或會進一步增加。在這更具挑戰性的經營環境下，銀行應保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。