1. 概論

全球增長勢頭在2019年上半年進一步放緩，反映主要先進經濟體的商業投資轉弱以及美國徵收進口關稅對全球貿易和供應鏈帶來的不利影響。香港經濟同期亦錄得近十年來最緩慢的按年增長。

儘管港元市場出現一些波動，尤以5月和6月面對季節性資金需求以及大型新股集資的時候為甚，但港元市場交易保持暢順有序。港元廣義貨幣供應及廣義貨幣供應總額均錄得穩定增長，銀行信貸於2018年下半年經歷收縮後，於2019年上半年恢復擴張。住宅物業市場在今年首五個月強勁反彈後，自6月起有所回軟。

展望未來，香港銀行業將面臨多重阻力，包括中美貿易糾紛進一步升級、全球經濟下行風險上升、部份主要央行採取貨幣寬鬆措施的時機及規模越趨不明朗，以及地緣政治風險有所上升。鑒於企業槓桿及個人債務負擔持續增加，銀行應對其企業及個人信貸風險保持警惕，以防外圍環境進一步惡化的影響。

外圍環境

全球增長勢頭在2019年上半年進一步放緩，反映主要先進經濟體的商業投資轉弱、以及美國徵收進口關稅對全球貿易和供應鏈帶來的不利影響。鑒於全球經濟增長動力減弱，國際貨幣基金組織在7月下調了2019年和2020年的全球經濟增長預測。

自5月以來，中美貿易摩擦及雙方持續不斷的科技戰升溫，令全球經濟面臨更大阻力，並不時引發金融市場調整。然而，由於市場預期全球貨幣政策會更趨寬鬆，環球股市普遍續見支持，但經濟增長放緩和盈利前景趨淡，令估值水平是否合理成疑。

展望未來，全球經濟前景將取決於多項因素，尤其是中美貿易緊張局勢的發展，以及各大央行未來的貨幣政策走向。美國方面，雖然經濟於2019年上半年依然保持穩健，但面對外圍環境的不利因素日益增加，美聯儲在7月實施基於「風險管理」的降息，不過主席鮑威爾在8月傑克遜霍爾經濟研討會(Jackson Hole Symposium)發表的演說中，並沒有就未來貨幣政策取向提供新的提示。歐元區在面臨經濟增長和通脹前

景疲弱的背景下，歐洲央行於9月的貨幣政策會議上進一步放寬貨幣政策，並表明打算將政策利率維持在目前或更低水平，直至通脹前景穩固地靠向目標。主要央行實施的貨幣寬鬆政策能否有效重振疲弱的全球經濟增長，仍是未知之數。尤其重要的是，通脹的發展將繼續顯著影響主要央行的貨幣政策走向。與此同時，英國脱歐、美國與伊朗間的緊張局勢以及朝鮮半島無核化進程存在變數等多項地緣政治因素的發展，也將對全球經濟前景帶來不明朗因素。

東亞[1]方面，出口因全球經濟增長和消費電子產品的需求同時放緩而表現疲弱。貿易前景不明朗，加上營商信心下降等負面因素，亦進一步影響投資環境，拖累區內的經濟增長。由於東亞多個經濟體的通脹仍然疲弱，區內多間央行已表示短期內會實施更寬鬆的貨幣政策以支持經濟增長。貨幣寬鬆政策亦可緩和貿易戰對製造業以至更應該的全球價值鏈所造成的壓力。若經濟進一步放緩，而不確定因素並未減退，區內的金融市場將繼續波動。實際上，專題1顯示流向新興經濟體當地貨幣債券基金的投資對匯率的波動非常敏感，在市況欠佳時尤甚。此外，鑒於區內的公司在未來幾年會有大量的再融資需求，區內的高負債行業可能會面臨償債能力方面的考驗。

中國內地方面，在政府採取支持經濟措施，以及中美貿易戰暫時休戰的情況下，第1季的增長動力有趨穩的跡象，但隨著貿易摩擦在5月後再次升級，第2季的經濟增長再度放緩。由於貿易形勢惡化，內地經濟面臨外圍和內需的壓力，經濟前景的不確定性仍然非常高。增長的前景還取決於決策者怎樣權衡採取支持短期經濟增長措施以及防控可能帶來長遠不利影響的系統性風險的措施。最新的共識預測顯示，2019年全年內地經濟增長將放緩至6.2%，明顯低於2018年的實際增幅6.6%。

為於近期經濟增長放緩的情況下支持商業擴張，內地政府推出多項減稅降費措施。其中多項減稅措施旨在降低小型私營企業的稅務負擔，而小型私營企業是經濟增長的主要動力，也是重要的僱主。專題2對內地上市非金融公司進行研究，發現近期的減稅似乎確實減少了小型私營企業的稅務負擔。此外，稅率的詳細細項分析（例如流轉稅稅率和所得稅稅率）並未顯示小型私營企業的稅務負擔較內地一般私營企業為高。

本港經濟

香港經濟在2019年上半年緩慢增長。實質本地生產總值的按年增長率於第1季下降至0.6%，而第2季更進一步放緩至0.5%，是近十年的低位。按季比較，

[1] 東亞指下列七個經濟體：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

本地私人消費增長減弱，投資開支總額亦收縮。外圍方面，隨着中美貿易摩擦持續以及全球經濟增長放緩，香港的對外貿易表現亦顯著轉差。由於貨物進口的下滑速度快於貨物出口，淨出口在第1季仍然為本地生產總值增長提供支持，但在第2季卻變成拖累生產總值增長。專題3詳細探討最近香港貨物出口的表現及其與中國內地出口的關係。

預計本地經濟表現在2019年的餘下時間將持續低迷。外圍方面，中美貿易糾紛和全球經濟增長放緩將繼續拖累香港的對外貿易表現。本地方面，私人消費可望為經濟增長帶來正面貢獻。然而，部份由於消費者態度轉趨審慎，預期私人消費僅錄得輕微的增幅。在固定資本形成方面，經濟不明朗因素增加及營商環境信心脆弱可能抑制資本開支和樓宇及建造活動。鑒於本地生產總值數據遜於預期，政府對2019年實質本地生產總值增長的預測由之前的2–3%下調至0–1%。

前述的疲弱經濟增長前景受到多項不明朗因素及最近數月出現的下行風險所影響。全球經濟增長放緩、中美貿易糾紛持續、美國的未來貨幣政策走向、中國內地的經濟表現、英國脱歐的發展，以及香港近期的社會事件，均是影響香港經濟的核心因素。

鑒於失業率在今年首七個月變動輕微，香港的勞工市場大致保持穩健。失業率於7月處於2.9%的低水平。然而，勞工市場的前景因經濟展望轉差而蒙上陰影。

儘管本港通脹率在2019年上半年輕微上升，但仍處於溫和水平。通脹動力稍增主要反映新鮮豬肉的供應受阻而引致豬肉價格上漲，但扣除基本食品價格的通脹動力仍維持在和緩的水平。展望未來，由於全球通脹低企，早前新簽訂的住宅租金放緩，加上本地經濟增長疲弱，預料本地通脹壓力將保持溫和。儘管如此，通脹率於短期內或會取決於新鮮豬肉供應的情況及相應的豬肉價格。政府於8月份將2019年全年的基本和整體通脹率預測由早前的2.5%分別上調至2.7%和2.6%。

貨幣狀況及資金流動

今年年初，套利交易活動將港元匯率推向兑換範圍的弱方，並在3月8日至29日期間八次觸發弱方兑換保證。自5月底開始，港元匯率顯著反彈，部分原因是市場參與者為大型新股集資而對資金有需求，加上季節性因素影響，例如接近半年結時企業需要港元派發股息等。於7月及8月，因半年結後流動性狀況改善，港元兑美元的匯率有所轉弱。由於3月時弱方兑換保證被觸發，總結餘由2月底的763億港元下跌至8月底的544億港元。儘管如此，港元交易保持暢順有序。2019年至今，港元廣義貨幣供應（港元M3）溫和增長3.3%。

港元銀行同業拆息在2019年首兩個月一度走低後，於3月至6月期間再次出現上升壓力，反映季節性資金需求，以及市場預期下半年將出現大型新股集資而

產生的流動性需求。於2019年首五個月，綜合利率基本保持穩定於大約0.82%的水平，但由於銀行在資金需求增加的情況下提高優惠存款利率，綜合利率在6月底回升至0.95%，其後於7月底輕微回落至0.94%。新造按揭的平均貸款利率在上半年大部分時間內保持平穩，約為2.4%。但踏入7月，主要銀行提高了部分新造按揭貸款中以最優惠利率釐定的上限，新造按揭的平均貸款利率略有上升。雖然總結餘自去年4月起有所減少，可能增加了港元拆息對於港元資金供求變化的敏感度，但今年以來銀行同業市場的運作仍然有序。

港元利率的變動將繼續受美元利率影響。預計在資金需求強勁時，港元利率會出現較大波動。倘若因大型資本市場活動導致流動性短期緊絀，銀行可以使用金管局為銀行提供的流動資金安排。

在中美貿易衝突升級之際，離岸及在岸人民幣自5月初以來面對貶值壓力，於8月初人民幣兌美元匯率跌破7的水平。在此期間，在岸與離岸人民幣的差價不時擴大，但與以往比較仍屬溫和。人民幣客戶存款及存款證餘額由2018年底的6,577億元人民幣略微下降至今年7月底的6,388億元人民幣。儘管人民幣匯率存在貶值壓力，人民幣客戶存款於首七個月微升。於今年首七個月，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額高達人民幣11,213億元。雖然離岸人民幣市場的發展將繼續受到外圍不利因素影響（尤其是中美貿易衝突持續），但內地資本帳開放、國際投資者的人民幣資產配置增加，以及「一帶一路」與「粵港澳大灣區」倡議下推動的區內經濟和金融合作預料將繼續為離岸人民幣業務帶來支持。

資產市場

年內至今，本港股市較為波動，主要由中美貿易摩擦的消長所帶動。雖然全球經濟放緩，但主要股市（尤其是美國市場）似乎更關注主要央行就準備採取貨幣寬鬆政策的可能取態。本港股市雖受惠於上述全球情緒的好轉，然而市場前景仍然極度不明朗。雖然中國和美國在大阪峰會結束後已重啟談判，但更趨明顯的是，在一些結構性問題上的摩擦需要更多時間來解決，故貿易談判很可能要經歷十分漫長的過程。這為人民幣帶來越來越大的下行壓力。專題4研究上述壓力是否會影響股市互聯互通機制中的股票的資金流。除貿易因素以外，市場還有許多不明朗因素，例如英國的硬脫歐風險、英美和伊朗之間尚未解決的地緣政治緊張局勢等。

於回顧期內，港元債券市場繼續受美國國庫券影響，主權債券（外匯基金票據及債券）和非主權債券的孳息均大幅下跌。債券市場表現強勁的主要原因，是市場對美聯儲寬鬆貨幣政策的預期增加。自1月起，香港錄得連續數月的債券資金淨流入，這與全球新興市場非居民投資組合流入資金增加的整體情況一致。就市場發展的角度而言，今年上半年的未償還債務總額略有上升。與此同時，離岸人民幣債務經歷幾個季度的表現疲弱之後，其一級市場再次活躍，這主要是因為海外發行人和內地官方機構大幅增加債券發行量所致。但由於內地經濟前景愈加不明朗，私營行業發行債券的表現仍然疲弱。

住宅物業市場在今年首五個月強勁反彈後，自6月起有所回軟。隨着市場情緒好轉，住宅成交量於1月至5月期間颼升，樓價收復2018年下半年的失地。然而，成交量和樓價自6月以來由升轉跌。置業負擔能力仍然偏緊，樓價與收入比率及收入槓桿比率依然高於長期平均水平。

住宅物業市場前景更趨不明朗。雖然目前的低失業率或可支持物業的需求，但疲弱的經濟可能會導致勞工市場狀況惡化。與此同時，中美貿易摩擦和全球經濟增長放緩等其他風險因素，或會在短期內令住宅市場氣氛轉差。雖然美聯儲已在7月份減息，惟本港按揭貸款利率的走勢仍不明確，並將取決於本地銀行同業市場的流動性狀況等多種因素。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年仍有不少私人樓宇落成，這將有助收窄往後的房屋供求缺口。

銀行業的表現

儘管經濟增長疲弱，但香港零售銀行於2019年上半年仍能錄得與2018年同期相若的盈利水平，稅前經營溢利與上年同期相比溫和上升0.6%。在回顧期內，非利息收入減少以及貸款減值撥備和營運開支增加，差不多抵銷了淨利息收入的增長，令盈利增長放緩。由於零售銀行的盈利增長慢於資產的增幅，2019年上半年的資產回報率稍微下降至1.27%，而去年同期為1.31%。

銀行的資本狀況，按《巴塞爾協定三》的標準衡量，在回顧期內維持強勁。於2019年6月底，本地註冊認可機構的綜合總資本比率上升至20.6%。香港的逆周期緩衝資本比率已設定為2.5%，旨在增強銀行抵禦系統風險的能力。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2019年第2季分別處於152.8%及54.6%的高位。此外，第1類機構的平均穩定資金淨額比率及第2A類機構的平均核心資金比率均遠高於法定最低水平。按歷史標準衡量，銀行貸款組合的資產質素於回顧期內仍然維持穩健。

儘管全球經濟增長放緩，銀行貸款在2018年下半年經歷收縮後，在2019年上半年恢復擴張。本地貸款及在香港以外使用的貸款經過在去年下半年分別緩慢上升0.1%及收縮3.0%後，於本年上半年分別回升4.5%和3.5%。因此，在2019年上半年，所有認可機構的貸款與墊款總額增加4.2%。

由於回顧期內貸款總額的增長速度高於存款的增速，於2019年6月底，所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由6個月前的72.6%上升至74.5%。所有認可機構的港元平均貸存比率亦由86.9%上升至89.3%。儘管如此，基於銀行體系的存款水平保持穩定，港元資金流動性維持充裕，而於第2季內，並沒有明顯跡象顯示有資金流出港元或香港銀行體系。

鑒於《巴塞爾協定三》的監管改革，以及香港按揭證券有限公司推出的中小企融資擔保計劃，或會對香港中小企的信貸狀況造成明顯影響。專題5以實證分析，評估上述措施在銀行貸款供應方面對香港中小企的影響。評估結果顯示，儘管《巴塞爾協定三》訂定更嚴格的規管要求，但香港銀行對中小企的貸款供應並無出現持續性的負面影響，原因可能與其雄厚資本及流動性狀況有關。與此同時，評估結果亦顯示公營機構推出的貸款擔保計劃能有效減輕中小企面對的融資困難。

展望未來，香港銀行業將面臨多重阻力，包括中美貿易糾紛進一步升級、全球經濟下行風險上升、本地近期的社會事件、部份主要央行採取貨幣寬鬆措施的時機及規模越趨不明朗，以及地緣政治風險有所上升。鑒於企業槓桿及個人貸款負擔持續增加，銀行應對其企業及個人債務風險保持警惕，以防外圍環境進一步惡化的影響。

《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 。