

# 经济观察

## 亚洲

香港 2011 年 12 月 20 日  
经济分析

### 亚洲

Chief Economist  
**Stephen Schwartz**  
Stephen.schwartz@bbva.com.hk

Senior Economist  
**Le Xia**  
xia.le@bbva.com.hk

**George Xu**  
george.xu@bbva.com.hk

## 香港：金融业展现韧性

### 总结

- 近几年，尽管面临着与新加坡和上海等城市之间的激烈竞争，香港一直扮演着亚洲区域性商业枢纽和国际金融中心的角色。这一成就应归功于其在金融、商业和旅游等服务业领域所拥有的强大竞争力。
- 此外，在中国政府的支持之下，香港成为世界上重要的人民币离岸中心。虽然目前发展步伐趋缓，但过去一年香港的离岸人民币存款及其相关业务增长迅猛。总的说来，香港的经济将继续从与中国大陆越发紧密的融合中受益。
- 鉴于香港经济对贸易和金融的依赖程度很大，宏观方面的短期挑战在于驾驭日趋复杂的外部环境。继 2010 年 GDP 增速达到 7.0% 之后，受到外需减弱导致出口下滑的影响，其经济增速正在放缓。我们预计香港 2011 年全年 GDP 增长将达 4.8%，2012 年的经济增长前景因外部环境的不确定性而变得不明朗。
- 由于联系汇率制度下港币与美元挂钩，香港无法实施独立的货币政策，只能通过财政政策来减轻经济周期的影响。因此，宏观审慎措施在抑制信贷增长和资产价格泡沫等风险，特别是房地产市场的泡沫风险方面发挥了重要作用。
- 随着港币升值压力的减弱，年初有关“联系汇率制度”可持续性的疑问也随之减小。然而，鉴于人民币国际地位的日益提升，可能还是会再次面临这样的疑问。当局已反复重申其维持当前政策框架的承诺，目前没有更好的选择，近期汇率制度不可能发生改变，特别是考虑到日益加剧的外部风险。
- 由于许多大陆企业试图规避国内趋紧的信贷条件转而向香港金融机构寻求按揭贷款及其他贷款，过去一年，香港政府一直在监测信贷增速过快的相关风险。现在信贷增长已有所趋缓，帮助减轻了市场对于贷款质量恶化的担忧。同时，宏观审慎措施也帮助抑制了资产泡沫风险，尽管还没有消除。
- 香港面临着欧债危机进一步蔓延的影响。欧洲去杠杆化可能导致资本撤离和流动性趋紧。当局进行银行压力测试以评估金融稳定性所面临的风险，鉴于当前资本充足率和流动性比率较高，风险仍处于可控的水平。事实上，香港仍享有很高的主权债评级，标普授予其 AAA 评级，惠誉和穆迪对其的评级要低一个级别（AA+）。

## 背景

20 世纪 80 年代, 香港迅速从一个出口导向型的制造业中心转型成为服务业为主导的经济体, 并确立其当今世界主要国际金融中心之一和亚洲商业枢纽的地位。香港的较低税负、自由贸易、低限度政府干预和成熟的法律体系等有利的商业环境吸引了全球众多跨国企业前来, 所有的这些有利条件使香港在世界银行最新的“经商便利度”调查中, 位居所有 183 个经济体的第二名, 排名仅次于新加坡。

- 香港的优势在于金融服务业、旅游、贸易、物流行业和其他专业及工商业支援服务行业, 这些总共约占其 GDP 总量的 60%。作为其提升经济增长前景和与中国内地经济一体化的长期战略一部分, 香港政府正在积极促进其他六大服务产业的发展, 其中包括: 医疗服务、环保产业、检测与认证、教育服务、科技创新及文化创意等优势产业。
- 香港自 1983 年以来一直采用与美元挂钩的联系汇率制度。港币兑美元汇率可以在 7.75 至 7.85 这个区间窄幅波动。港币的升值压力——从国际储备的增加, 通胀攀升和去年大部分时间港币交易价格逼近波动区间上限可见一斑——导致一些市场参与者对其当前汇率政策的可持续性产生了疑虑。然而, 近来升值压力已经逐步减弱, 目前来看也没有更好的选择——尚不清楚港币转而与一篮子贸易伙伴货币挂钩的效果是否更好, 且无法与人民币挂钩, 因其仍不可自由兑换——我们预计未来几年香港的汇率制度不会发生改变。此外, 当局已经重申其会维持当前政策框架的承诺, 这也受到了国际货币基金组织的支持。然而, 中期来看, 香港金融管理局(事实上的地区央行和银行业监管机构)最终仍可能会转而与范围更广的一篮子贸易伙伴货币(包括人民币)挂钩。
- 中国的“一国两制”国策赋予香港在政治和经济上的高度自治权, 同时使香港从与内地日益深化的经济联系中获益。作为促进香港长期经济增长的一部分, 中央政府积极推动香港发展成为世界主要的人民币离岸中心和国际资产管理中心。
- 2012 年 3 月, 香港将进行新一届的行政长官选举, 以接替现任行政长官曾荫权。目前有两位候选人参选特首: 包括近日辞去香港特区政府政务司司长一职的唐英年与特区政府前行政会议成员梁振英。更重要的是, 两位候选人都被认为是与中央政府有着良好的关系, 这应有助于形成良好的政策合作环境并且加深双方经济一体化进程。

## 经济发展与前景

作为一个自由港和国际金融中心, 香港经济受全球经济增长趋势变化的影响较大。近由于欧洲债务危机升温、美国经济增速放缓和中国经济增长势头减弱的影响, 香港 GDP 增速自 2011 年二季度以来放缓。到目前为止, 香港经济增速放缓幅度还处于健康良好的状态, 有助于减轻部分经济过热压力。经济增速的放缓, 以及过去一年所采取的各种宏观审慎措施, 帮助减轻了香港的通胀压力并抑制资产价格攀升, 两者均是过去两年来香港政府所面临的重大政策挑战。

- 继 2011 年一季度 GDP 增速超过预期之后, 从二季度开始, 受外需下滑导致出口增速趋缓的影响, 香港的经济增长势头开始减弱, 二季度经季节因素调整后按季环比收缩 0.4%, 而三季度环比增长 0.1%, 勉强避免陷入技术性衰退。尽管如此, 其内需仍然保持旺盛, 特别是私人消费和零售销售因低失业率和强劲的访港旅客量而增长强劲。这也帮助抵消了外需疲弱所带来的负面影响。

表 1

香港经济前景（基准预测）

	2008	2009	2010	2011 年底	2012 年底
实际 GDP 增长（%同比）	2.3	-2.7	7.0	4.8	3.9
个人消费（%同比）	2.4	0.7	6.2	7.9	5.0
公共消费（%同比）	1.8	2.3	2.7	2.2	2.1
投资（%同比）	1.0	-3.9	7.8	6.0	10.4
通胀（%同比，平均）	4.3	0.5	2.4	5.3	4.5
外汇汇率（港元兑美元，期终）	7.75	7.75	7.75	7.80	7.80
政策利率（%期终）	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
财政平衡（GDP%）	0.2	0.8	4.1	0.1	3.0
经常账户（GDP%）	13.7	8.6	6.2	6.0	7.0

来源：BBVA 研究部

- 通胀高企一直是香港主要的政策担忧。虽然目前通胀回落，但从年度同比来看，整体通胀水平仍然居于高位，受到食品价格上涨和较高的住房成本（单是租金占香港 CPI 权重就达 30%）推动，11 月份整体 CPI 同比上升 5.7%。强劲的劳动力市场和工资上涨压力（香港近几个月失业率相对稳定在 3.4%，远低于 4.5% 的长期平均水平）也导致通胀的攀升。更重要的是，在货币面临升值压力的时期，联系汇率制度促成了高通胀局面。
  - 在我们 11 月初出版的[亚洲经济展望](#)中的基准情景预测下，预计香港 2011 和 2012 年全年 GDP 增速分别为 4.8% 和 3.9%。然而，鉴于香港对全球经济增长和中国经济发展的风险敞口，2012 年的预测面临较大的下行风险。在欧洲财政紧缩计划持续和全球经济增速放缓的情况下，香港的 GDP 增长很容易就会录得萎缩 2% 至 3%（2009 年 GDP 按年下跌 2.7%）。
  - 香港的资产价格继 2009 年初快速上涨至 1997 年以来的历史高点后，几个月来有所下滑。除导致金融稳定性风险外，居民住房负担能力比率（供楼能力指数）下降，楼市泡沫也成为主要的社会问题。对此，香港政府实施了一系列宏观审慎措施，在经济增长前景黯淡和金融资产价格回落共同作用下，房地产价格的上涨势头放缓。为房市降温的主要措施包括提高首付比例并对投机性交易（购入后两年内转售）征收特别印花税。当局还致力于增加土地供给并再度对中低收入家庭实施“居者有其屋”计划，计划从 2016/17 年开始的 4 年内提供不少于 17,000 套面向低收入者的住宅单位。
  - 公共财政状况良好，这使得政府能够在必要时实施财政刺激措施。香港 2011 年财政或有很大盈余，再次取得好于财政预算目标的结果。
- 縱 中央政府对香港提供的旨在扩大离岸人民币用途（加快人民币国际化进程的一个主要障碍就是离岸人民币的适用范围有限，特别是回流中国大陆这方面）的额外支持巩固了香港作为世界主要人民币离岸中心的地位。2011 年 7 月，中央宣布允许香港的境外企业定期将离岸人民币以外商直接投资的形式回流至中国大陆，并可以将其有限地投资于内地证券市场。当局近日还批准了人民币合格境外机构投资者（R-QFII）试点项目，允许将离岸人民币投资境内证券市场，首批额度限额为 200 亿元人民币。同时，中国人民银行和香港金融管理局之间的双边货币互换协议的规模也翻了一番，达到 4000 亿元人民币（约 566 亿美元），这可以降低离岸市场人民币流动性不足的风险，保证市场的顺利运转。

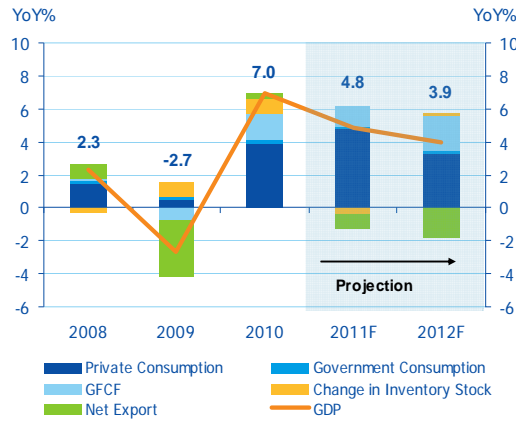
- 同时, 香港的人民币存款(一个衡量人民币国际化的常用指标)年度同比增长了135%, 占香港总存款比例的10%。但鉴于近期人民币升值预期减弱, 此类存款余额从10月份开始出现了月度环比下滑, 表明这一市场的增长受到了阻力。事实上, 由于受升值预期减弱和全球经济前景不确定性的影响, 离岸市场的投资者竞相抛售人民币资产, 人民币离岸汇率与在岸汇率一度出现倒挂现象。
- 总的说来, 香港经济将从与中国一体化进程的深化中获益。中国的“十二五”发展规划(2011-2015)详细阐述了促进香港未来发展的战略。香港旨在成为一个国际专业服务中心, 对中国自身的服务业发展产生积极影响, 并成为首要的人民币离岸业务中心。香港和中国大陆正在就扩大现有“内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排”做出积极努力, 大陆将向香港企业进一步敞开服务业的大门。

## 银行业前景

香港银行业资本充足且继续保持良好的盈利能力。但近期信贷增长过快, 外部环境的不确定性, 以及离岸人民币存款的变化趋势对香港银行体系的流动性带来一定挑战。

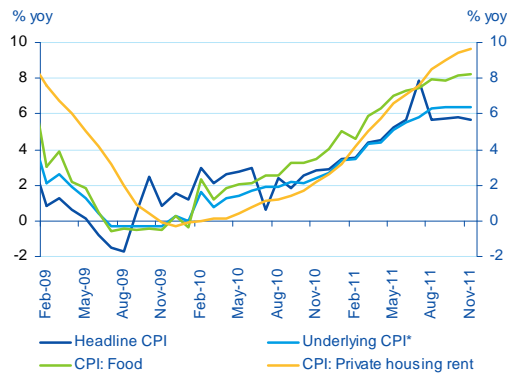
- 今年上半年银行业盈利良好, 较去年同比增长22.4%。随着净息差收窄, 这主要归因于信贷的快速增长。和其他地区一样, 香港经济增速放缓和趋紧的融资环境可能会影响2011年下半年及2012年的盈利前景。
- 总的说来, 10月份贷款同比增长21.9%, 较3月份30.9%的最大增幅有所下滑。同时, 离岸贷款同比增长47.5%, 其中以对中国大陆企业发放的贷款增长为主。香港金融管理局已经表达了贷款迅速增长或使信贷质量下降的担忧, 特别是随着内地经济增速放缓和房地产市场的降温, 对内地企业的贷款增长所带来的风险。
- 信贷增速过快也导致了流动性趋紧, 且港币贷款的平均贷存比已从一年前的77.6%上升至9月份的86.6%。尽管如此, 该指标仍处于健康区间。
- 除信贷快速增长之外, 欧洲债务危机的蔓延也可能对银行业体系造成了流动性压力。根据国际清算银行的数据显示, 香港银行的债务中约有三分之一来自于欧洲国家, 因此欧洲各国去杠杆化或将导致资本大量流出并造成筹资压力。
- 鉴于诸如此类的风险, 香港金融管理局于5月份要求各银行进行在资本大规模流出情况下的压力测试。压力测试, 连同其他包括降低个人住房按揭贷款抵押率在內的宏观审慎措施, 促使银行业增加缓冲储备资金, 且对于跨境人民币贸易融资监管的加强也会提升行业的风险管理能力。
- 香港应能够抵御外部环境恶化导致的资本流出, 就像2008至2009年的全球金融危机时期一样。特别是, 虽然当时由于海外投资的损失造成盈利有所下滑, 但没有银行要求政府实施援助。考虑到银行业对欧洲国家的资产敞口较低(低于1%), 而且香港一直是传统的资金避险天堂, 我们相信其银行业体系也具有较强的抵御外部风险的能力。

图 1: 近期经济发展  
GDP 增长的贡献组成



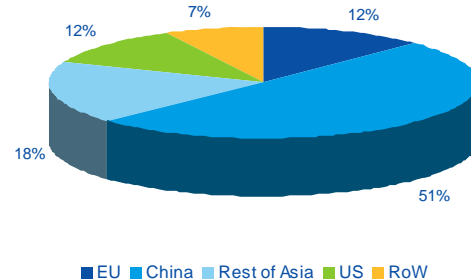
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

### 通胀居于高位



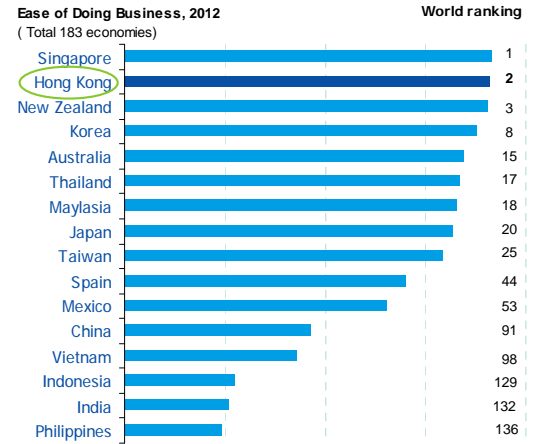
来源: CEIC 及 BBVA 研究部  
\* 扣除政府一次性救济措施的影响

### 亚洲: 香港的主要出口市场



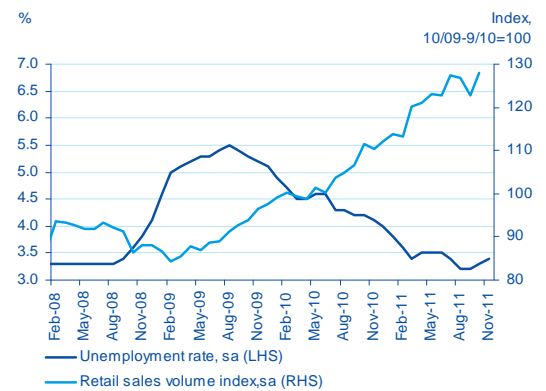
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

### 卓越的商业环境



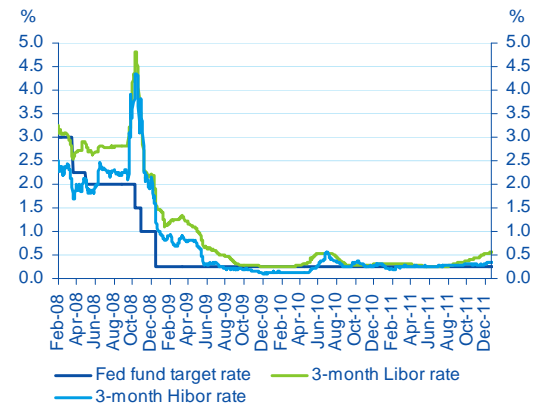
来源: 世界银行 (EDB2012) 及 BBVA 研究部

### 失业率持续偏低



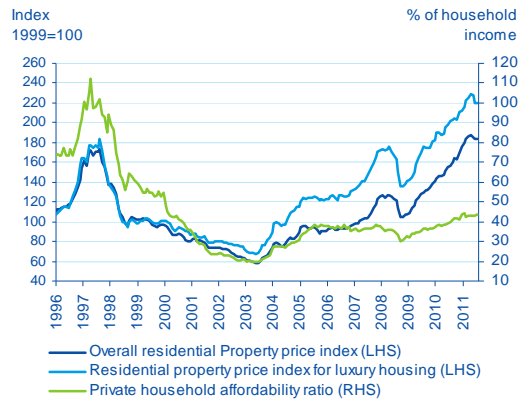
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

### 受美国影响下的低利率政策



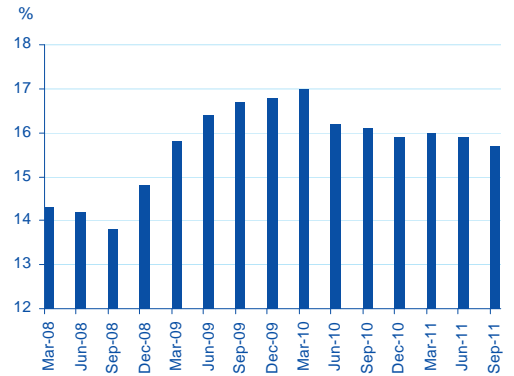
来源: Bloomberg 及 BBVA 研究部

图2: 银行业前景  
房价开始回落



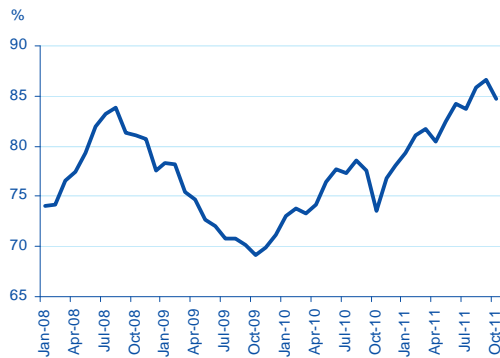
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

银行资本状况良好 (资本充足率)



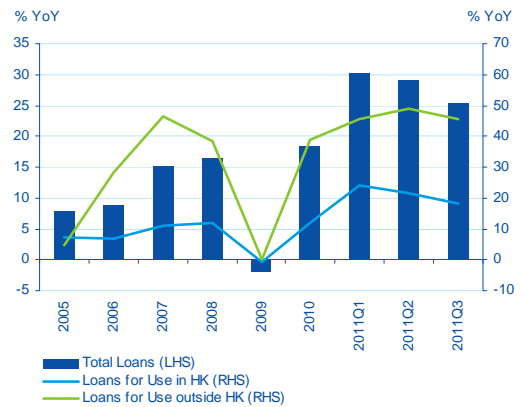
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

贷存比攀升...



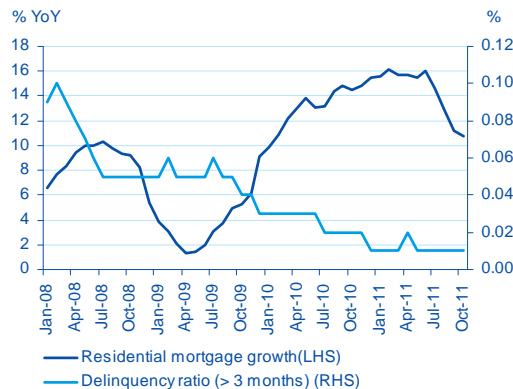
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

...2011年信贷快速增长



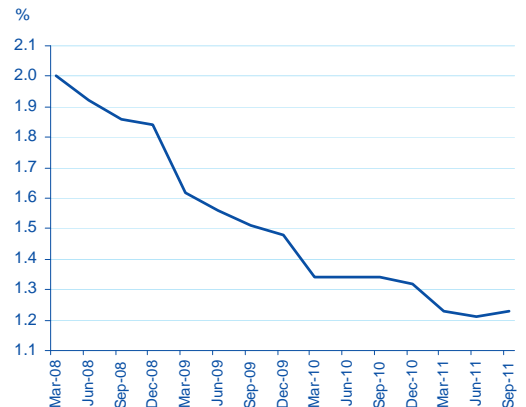
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

按揭贷款增速放缓



来源: CEIC 及 BBVA 研究部

银行业的净息差偏低

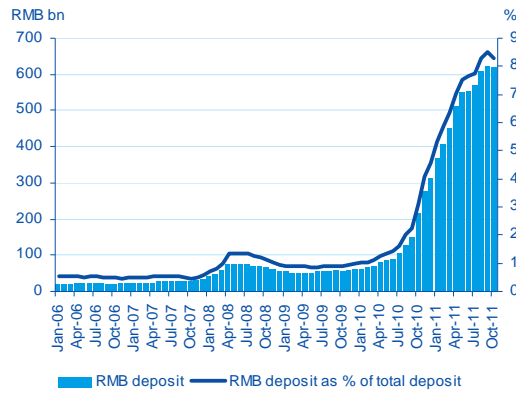


来源: CEIC 及 BBVA 研究部

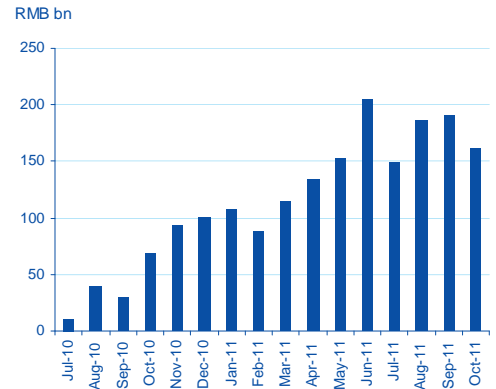
香港离岸人民币存款一度大幅增长

人民币跨境贸易结算增长放缓



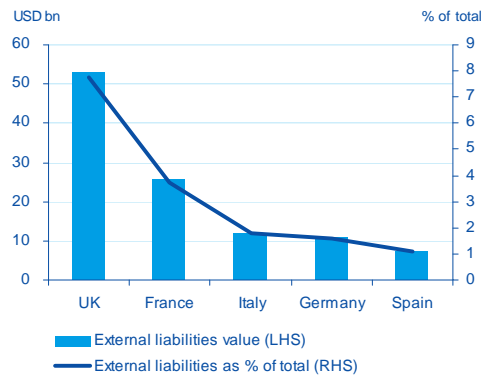


来源: CEIC 及 BBVA 研究部



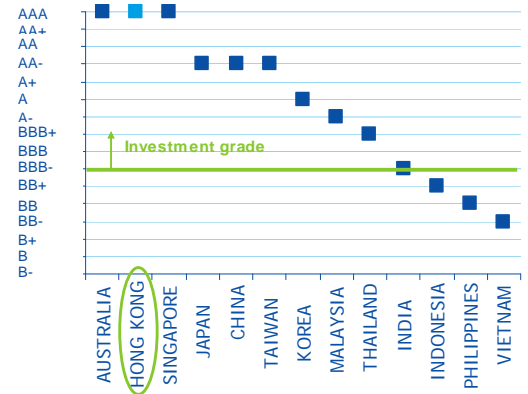
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

### 对欧盟国家信贷敞口 (截至 2011 年上半年)



来源: 香港金融管理局 及 BBVA 研究部

### 香港维持标普最高主权信用评级



来源: 标准普尔评级  
香港: 穆迪 AA1, 惠誉 AA+

## 免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

**阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。**因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

**证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。**

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

**“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:**

**[www.bbva.com/CorporateGovernance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)”**

**BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182**