

# 貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2004年6月

## 概論

隨着今年上半年經濟環境繼續改善，本港貨幣及金融體系面對的風險進一步減退，整體前景看好。近月有關香港2004年的實質本地生產總值增長預測已被向上修訂，分析員並預計通縮(以綜合消費物價指數按年變動百分比計)可能會在今年底前結束。但與此同時，若干外部風險可能對香港經濟造成影響。儘管目前經濟前景已經轉好，但仍以慎防過度樂觀為宜。

本港經濟改善反映全球經濟復甦及利率處於極低水平所發揮的作用。香港的主要貿易夥伴(尤其中國內地、美國及日本)的增長較預期為佳，其中內地經濟發展步伐顯著加快，並逐漸成為帶動區內經濟體系增長的重要源頭。儘管市場愈漸預期今年美國與其他地區會收緊貨幣政策，加上內地推行新措施令增長步伐減慢，但全球貨幣及金融狀況仍有利經濟增長。

基於這些有利的外部環境因素，香港經濟復甦已擴展至更廣泛的層面。受到內地蓬勃的貿易帶動，香港的商品及服務出口維持強勁升勢。內地的國民收入增加及擴大「個人遊」計劃，令香港的旅遊業受惠。樓價從2003年中的谷底強力回升，本地需求亦有回升跡象，其中2004年第1季的個人消費與投資均錄得升幅。綜合消費物價指數自2003年中以來大致保持平穩，反映通縮壓力已告減少。失業率亦開始回落。

在這些情況下，香港的貨幣及金融狀況保持穩定。港元匯率已回復至極接近每美元兌7.8港元的水平，部分反映美元轉強及人民幣匯率受到的升值壓力減退。4月及5月期間港元變動多次觸發兌換保證，使總結餘開始回落至較正常的水平。

由於美國利率低企及資金流入，港元短期利率保持在接近零的水平，加上通縮放緩，促使實質利率下降。實質港匯指數繼續下跌。儘管近月股市比較波動，但股價仍維持在相對較高的水平。銀行盈利增加及資產質素改善亦與上述發展有關。預期本港經濟將會持續復甦。根據《共識預測》的最新估計，香港在2004年的實質本地生產總值可望增長6%，通縮亦會逐漸減退。

有關未來經濟狀況的預測誠然仍存在一定的不明朗因素，同時亦有幾項潛在風險或會削弱增長動力。特別是鑑於全球經濟復甦推高商品及消費品價格，美國等地區可能會收緊貨幣政策。但除非利率調升的幅度遠較預期大，調升次數亦較預期頻密，否則相信加息不會影響香港的經濟復甦。另一隱憂是內地經濟可能出現硬著陸。但當局近月公布的措施似乎頗為恰當，調校力度亦得宜，能切合控制投資及銀行信貸增長的需要。因此，內地經濟急速減慢的風險應該較小。總括而言，儘管展望未來的增長速度存在不明朗因素，但宏觀經濟條件普遍向好，將有助香港繼續維持貨幣及金融穩定。

# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

## 2004年6月

### 目錄

<b>1. 全球及區內情況</b>	<b>31</b>
<b>外部需求</b>	31
1.1 美國	31
1.2 歐元區	32
1.3 亞洲（不包括中國內地）	33
<b>中國內地</b>	36
1.4 生產總值	36
1.5 物價發展	37
<b>貨幣及金融狀況</b>	38
1.6 利率	38
1.7 匯率	39
1.8 股票市場	40
<b>2. 本港經濟</b>	<b>41</b>
<b>生產總值</b>	41
2.1 本地生產總值增長	41
2.2 對外貿易	42
2.3 本地需求	43
<b>勞工市場及物價</b>	45
2.4 就業情況及失業率	45
2.5 勞工成本	46
2.6 商品及進口價格	46
2.7 消費物價	46
<b>資產市場</b>	47
2.8 股票市場	47
2.9 物業市場	48
<b>公共財政</b>	49
2.10 公共財政	49
<b>3. 貨幣及金融穩定</b>	<b>50</b>
<b>匯率、利率及貨幣方面的發展</b>	50
3.1 匯率及利率	50
3.2 貨幣基礎及支持比率	52
3.3 貨幣總額	53
3.4 資金流向	54
<b>銀行業的表現</b>	56
3.5 盈利及資本額	56
3.6 利率風險	61
3.7 信貸風險	62
3.8 流動資金	64
3.9 外匯持倉	64
<b>4. 前景、風險及不明朗因素</b>	<b>66</b>
<b>前景、風險及不明朗因素</b>	66
4.1 全球前景	66
4.2 本地前景	68
4.3 不明朗因素及風險	70
<b>專題 1 支持比率近期發展</b>	55
<b>專題 2 香港銀行業的競爭情況</b>	57
<b>專題 3 本地貸款近期發展</b>	59
<b>專題 4 石油漲價對香港的影響</b>	74

# 1. 全球及區內情況

## 外部需求

在12月份報告發表至今的6個月內，全球經濟復甦轉強，並擴展至廣泛層面。美國經濟增長維持穩健，新興亞洲經濟體系及日本的增長亦加快，歐元區經濟仍落後於全球復甦的步伐。貨幣政策普遍維持寬鬆，但市場焦點已逐漸轉移至經濟增長加快對通脹及全球利率的影響。

### 1.1 美國

圖 1.1  
美國：各組成部分佔國內生產總值增長的比重

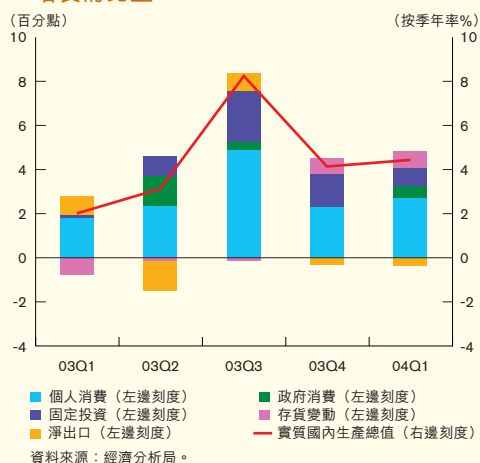


表 1.A  
美國：經濟活動領先指標

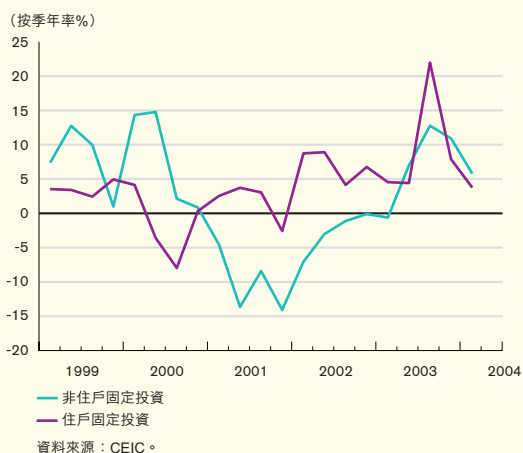
		1月	2月	3月	4月	5月
美國供應管理協會						
製造業採購經理指數	指數	63.6	61.4	62.5	62.4	62.8
非製造業採購經理指數	指數	65.7	60.8	65.8	68.4	65.2
耐用品訂單	按月%	-2.6	3.9	5.9	-3.2	不詳
零售貨值	按月%	0.5	1.0	2.0	-0.5	不詳
會議局消費者信心	指數	97.7	88.5	88.5	93.0	93.2

資料來源：彭博。

美國實質國內生產總值增長由2003年第4季的4.1%，加快至2004年第1季的4.4%（以按季年率計）。消費及投資開支維持高增長。政府開支及存貨增加對經濟增長帶來貢獻，但淨出口所佔比重仍是略低於零（圖1.1）。前瞻性指標顯示，第2季增長動力持續，尤其商業調查結果及消費者信心均見轉強（表1.A）。

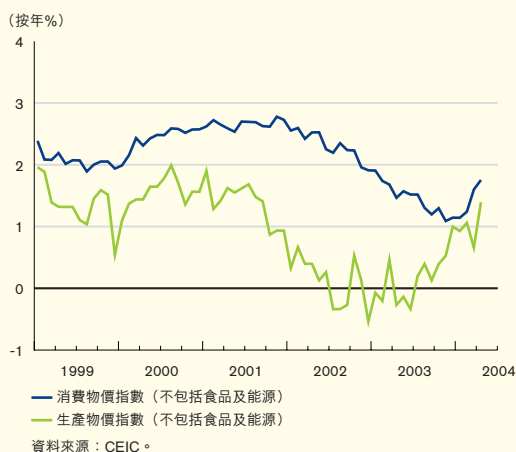
2004年第1季消費增長步伐加快至3.9%（以年率計）。實質收入逐漸成為帶動消費增長的主要因素。2004年第1季實質個人可動用收入增幅為4.9%（以年率計），較2003年的平均數3.8%高；其中給予僱員實質報酬的增長由2003年的平均數2.5%，上升至3.9%（以年率計），主要是非工資收入增加所致。近期非農業職位數目增加，已減低市場對復甦未能創造就業的憂慮，同時勞工收入增加將會支持消費增長。以上的利好因素亦加強消費者信心。

**圖 1.2**  
美國：住戶及非住戶固定投資



2004年第1季非住戶投資支出的增長維持強勁，增幅為5.8%（以年率計）（圖1.2），反映盈利大幅增長。繼上兩季錄得雙位數字的增長，生產設備及軟件支出增加接近10%；住戶投資則錄得兩年多以來最小的增幅。商業調查結果顯示，第2季經濟增長仍然穩健，尤其4月份製造業採購經理指數仍處於高位，非製造業的指數更升至歷史新高。

**圖 1.3**  
美國：核心消費及生產物價指數

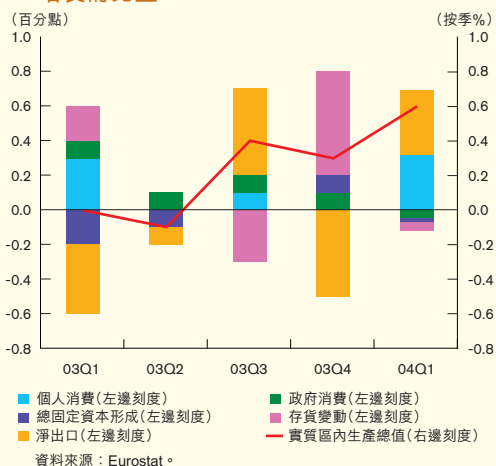


反映經濟強勁增長，核心通脹率持續上升。4月份按年生產物價通脹率（不包括食品及能源）持續向上，錄得1.4%的升幅（圖1.3）。更重要的是營商成本及勞工報酬亦上升，2004年第1季時薪增幅加快至4.6%（以年率計）。在生產力強勁增長的帶動下，單位勞動成本在2003年大部分時間內下跌，但在2004年第1季上升。4月份按年核心消費物價通脹率升至1.8%，整體通脹率則由過去6個月的平均1.8%，上升至2.3%。

美國商品出口（實質）自2003年中以來迅速增長，但2004年第1季的增長步伐減慢至6.3%（以年率計），而對上兩季的平均增幅為15%。進口增幅亦由2003年第4季的高位，回落至6.6%。此外，中國內地及香港出口佔美國進口貨值的比重由2002年的11.6%升至2003年的12.8%。

## 1.2 歐元區

**圖 1.4**  
歐元區：各組成部分佔區內生產總值增長的比重



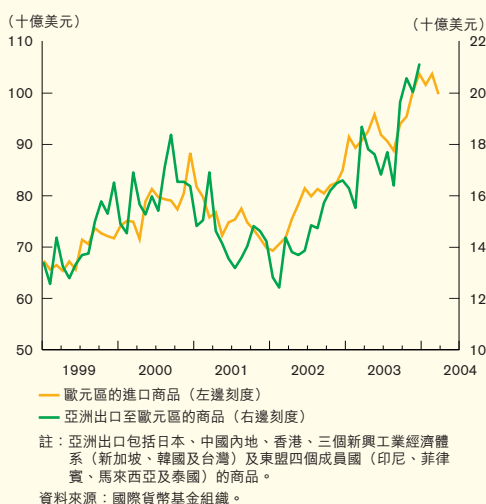
歐元區經濟增長落後於全球復甦的步伐，2004年第1季實質區內生產總值僅升0.6%，而按年計的增幅為1.3%，是由消費及淨出口增加所帶動（圖1.4）。投資支出減少0.1%，是2003年第2季以來首次下跌。在三大經濟體系中，法國經濟增長幅度最大，為0.8%，德國及意大利的增幅則較小，均為0.4%。

**表 1.B**  
歐元區：部分經濟指標

歐元區		1月	2月	3月	4月	5月
綜合採購經理指數	指數	56.2	55.4	54.5	54.9	56.1
製造業	指數	52.5	52.5	53.3	54.0	54.7
服務業	指數	57.3	56.2	54.4	54.5	55.8
工業信心	指數	-6	-7	-7	-4	-5
訂單	指數	-20	-21	-21	-16	-18
消費者信心	指數	-15	-14	-14	-14	-16
失業率	%	8.8	8.8	8.8	9.0	不詳
消費信貸增長	按年%	3.8	4.9	4.8	不詳	不詳
<b>國內調查</b>						
德國 IFO (營商環境)	指數	97.5	96.4	95.4	96.3	96.1
意大利 ISAE (商業信心)	指數	93.4	92.6	93.4	96.2	94.2

資料來源：彭博、路透社及歐洲委員會。

**圖 1.5**  
歐元區：亞洲輸往歐元區的商品出口及  
歐元區的進口商品



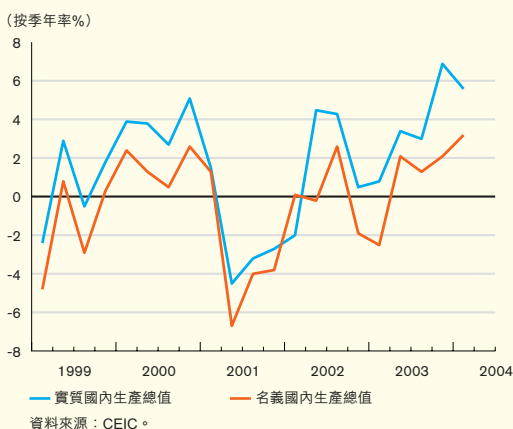
近期的經濟數據顯示短期內的經濟復甦存在一些不明朗因素（表1.B）。工業生產增長步伐在年初開始減慢，但商業調查顯示第2季生產上升。歐洲委員會編製的工業信心指標在4月份上升至3年來的高位（該指標在5月份稍跌），採購經理指數亦同時上升。在消費支出方面，消費信貸增長步伐加快，但2月及3月份零售總值均下跌，消費者信心仍然疲弱。2004年第1季整體消費物價按年通脹率下跌，而4月份則回升至2.0%；截至4月底的3個月內，核心通脹率維持穩定，為1.8%。

歐元區出口增長自2003年中開始加快，顯示全球需求轉強抵銷了歐元升值對出口的影響。2004年第1季商品出口增加1.7%，進口則減少0.6%。亞洲輸往歐元區商品出口貨值的增長率由2003年第3季的2.8%，上升至2003年第4季的14.8%，而按年計的升幅為25.1%（圖1.5）。中國內地及香港佔歐元區進口貨值的比例，由2002年的7.1%上升至2003年的8.1%。

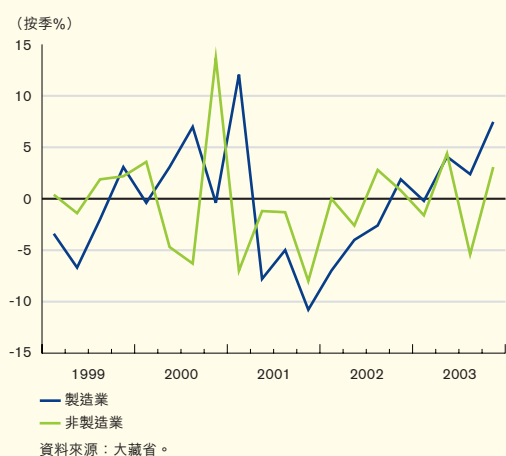
### 1.3 亞洲（不包括中國內地）

日本經濟在第1季維持強勁的增長動力。2004年第1季實質國內生產總值增長5.6%（以年率計），而2003年第4季的增幅為6.9%；前者是連續第8個錄得增長的季度（圖1.6）。經濟全面增長，其中固定投資及出口增長尤其強勁。此外，有更多跡象顯示家庭支出正在回升。

**圖 1.6**  
日本：實質及名義國內生產總值增長

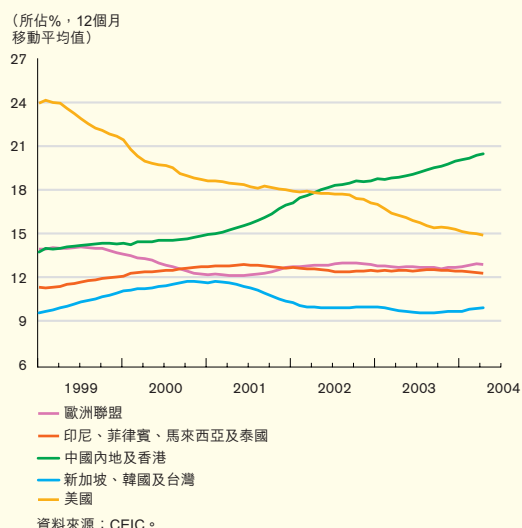


**圖 1.7**  
日本：製造業及非製造業固定投資



但市場仍然關注復甦能否持續，迄今製造業的投資開支有較明顯的增長，非製造業方面則仍未展現明顯的升勢(圖1.7)。雖然「短觀」調查報告顯示，工商企業對前景仍然樂觀，但幾項基本因素仍然過抑投資支出，其中包括：自90年代經濟放緩所積聚的過剩生產力、工商企業(尤其規模較小公司)負債水平過高，以及金融體系穩健程度不足。私人環節方面，2004年第1季私人消費上升4.0%(以年率計)，與對上一季升幅接近。勞工市場情況逐漸改善，從以下兩點可以證明：一是2002年以來就業人口的跌勢似已見底，另一是3月份失業率下跌至3年來最低水平。通縮壓力亦略為紓緩，其中消費物價通脹率(不包括新鮮食品)在近月徘徊於零水平附近。

**圖 1.8**  
日本：按來源地劃分的商品進口



2004年第1季日本商品出口維持強勁，錄得17.4%(以年率計)的實質升幅，進口則上升10.8%。主要是投資需求強勁所致，並以進口資本貨品(不包括飛機)及與資訊科技有關的貨品帶動整體升勢。中國內地及香港佔日本進口貨值的比例持續上升，由2002年的19%上升至2003年的20%(圖1.8)。

新加坡、韓國、台灣、印尼、菲律賓、馬來西亞及泰國在2003年第4季至2004年第1季的增長步伐均告加快(表1.C)。這些經濟體系的經濟復甦主要由出口帶動，並受到各項因素支持，包括息率低企、貨幣匯率具競爭力，以及來自美國及中國內地的強勁外部需求，促使工業生產及盈利大幅上升(圖1.9)。

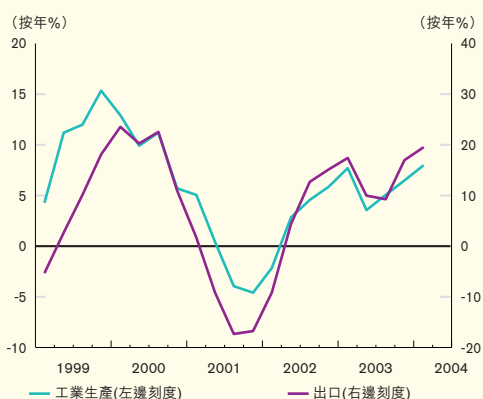
**表 1.C**  
亞洲(不包括日本)：按年計實質國內生產總值增幅

	2003				2004
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
三個新興工業經濟體系：					
新加坡	1.7	-3.9	1.7	4.9	7.5
韓國	3.7	2.2	2.4	3.9	5.3
台灣	3.5	-0.1	4.2	5.2	6.3
東盟四個成員國：					
印尼	5.5	4.8	3.7	4.1	4.5
菲律賓	4.8	4.2	4.8	5.0	6.4
馬來西亞	4.6	4.5	5.2	6.6	7.6
泰國	6.7	5.8	6.6	7.8	6.5

資料來源：彭博。



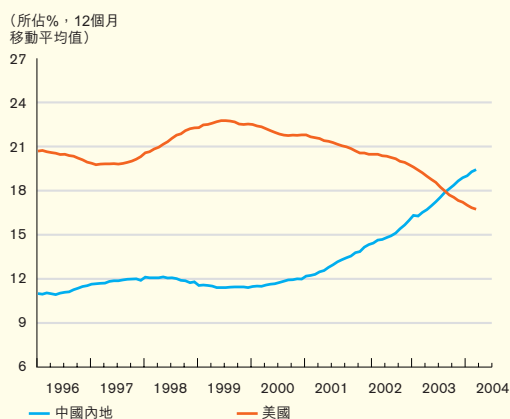
**圖 1.9**  
亞洲(不包括日本)：工業生產及  
商品出口



註：整體數字涵蓋香港、三個新興工業經濟體系及東盟四個成員國；其中工業生產增長按照以購買力平價計算的2003年國內生產總值進行加權調整。

資料來源：CEIC及《世界經濟展望》數據庫。

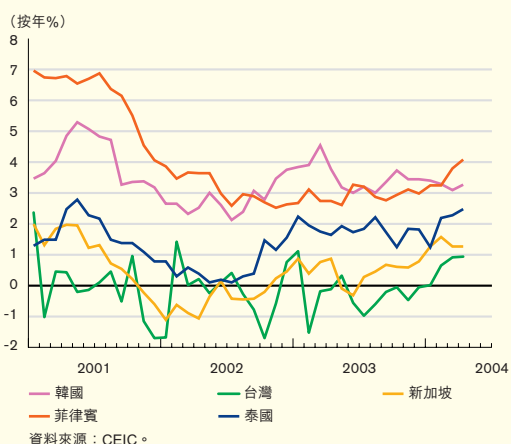
**圖 1.10**  
亞洲(不包括日本)：輸往內地及美國商品  
出口所佔比重



註：數據涵蓋香港、三個新興工業經濟體系及東盟四個成員國(由於缺乏最新資料，因此數據並不包括印尼。)

資料來源：CEIC。

**圖 1.11**  
亞洲(不包括日本)：消費物價通脹率



資料來源：CEIC。

由於亞洲較細小的經濟體系高度開放，使其能充分掌握全球復甦及相關的貿易增長所帶來的機會。區內貿易日益增加，約佔2003年亞洲(不包括日本)整體出口量的五成，亦成為推動區內經濟增長的強大動力。由於近年亞洲各經濟體系與中國內地的貿易聯繫迅速擴展，亞洲輸往中國內地出口的比重增加，輸往美國出口的比重則減少(圖1.10)。內地已逐漸成為區內貨品最後加工及組裝的基地，但亞洲出口仍非常倚賴區外(尤其是美國)的最終需求。金管局估計數字顯示，約有一半亞洲(不包括日本)輸往內地的出口屬於半製成品，最終會成為輸往區外的出口貨品<sup>1</sup>。

愈來愈多跡象顯示，由出口帶動的經濟復甦正逐漸加快內部需求增長，並由資產價格上升及銀行信貸擴張等因素所支持。在亞洲的新興工業化經濟體系內，內部需求佔2003年下半年國內生產總值增長的比重較上半年的大(只有韓國例外)。在印尼、菲律賓及泰國，內部需求佔2003年國內生產總值增長的比重便達到80%以上。若干經濟體系的信貸周期亦踏入升軌；2003年下半年新加坡及台灣的內部信貸增長加快，印尼及馬來西亞在這方面的增長亦繼續保持強勁。

區內多個經濟體系的消費物價通脹率已從低位回升(圖1.11)，台灣方面亦有跡象顯示通縮可能將告結束。這些最新發展均具有正面作用，反映外部及內部需求轉強。商品及能源價格急升對生產價格造成上升壓力，但由於很多亞洲經濟體系的資本及勞工市場均存在生產能力過剩的問題，因此迄今對消費物價的影響有限。

<sup>1</sup> 見「人民幣升值對全球貿易不平衡及區內貿易的影響」，《香港金融管理局季報》，2004年3月。

## 中國內地

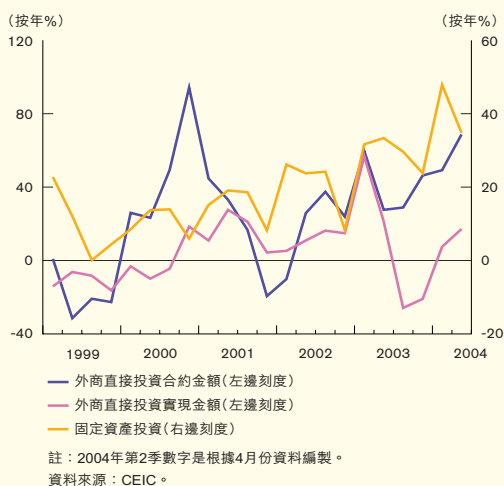
中國內地經濟增長維持強勁，主要受到投資支出增加帶動。儘管當局自2003年中以來實施一系列緊縮措施，廣義貨幣及銀行信貸繼續迅速增長，加上消費物價通脹上升，這些最新發展令人關注內地經濟是否過熱。

**表 1.D**  
中國內地：主要經濟指標

		2003				2004
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
國內生產總值	實質，按年%	9.9	6.7	9.6	9.9	9.8
工業生產	實質，按年%	17.2	15.2	16.6	17.7	16.6
零售貨值	按年%	9.3	6.8	9.7	10.3	10.7
固定資產投資	按年%	31.6	33.3	29.6	23.8	47.8
出口(以美元計)	按年%	33.5	34.3	29.7	40.5	34.1
消費物價通脹率	按年%	0.5	0.7	0.8	2.7	2.8

資料來源：彭博。

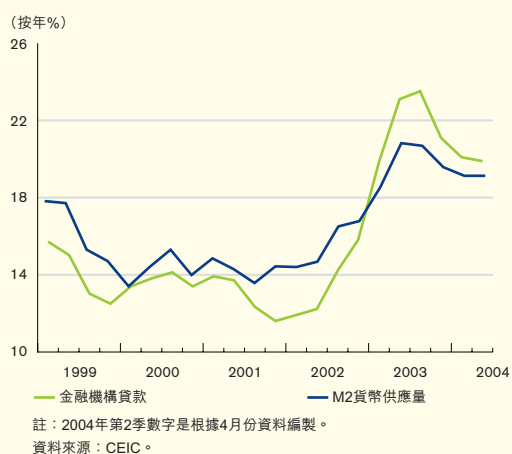
**圖 1.12**  
中國內地：投資



### 1.4 生產總值

中國內地在 2003 年第 4 季及 2004 年第 1 季的經濟增長加快，按年增幅接近 10% (表 1.D)，主要由投資支出增加所帶動。2004 年第 1 季以名義計的總固定資產投資大幅增加，到了 4 月份增長步伐放緩，按年增幅為 34.7% (圖 1.12)。近年投資額佔國內生產總值的比例一直上升，在 2003 年升至接近五成。消費增長亦強勁，4 月份名義零售值按年上升 13.2%。在 2003 年底，由於出口貨品要趕及在預先公布於 1 月 1 日實施的減少增值稅回扣前付運，因此令出口增加。雖然比較基數較大，但 2004 年首 4 個月的出口增長步伐僅略為減慢。進口錄得強勁增長，反映國內對工業原料及消費貨品需求上升。

**圖 1.13**  
中國內地：廣義貨幣及信貸

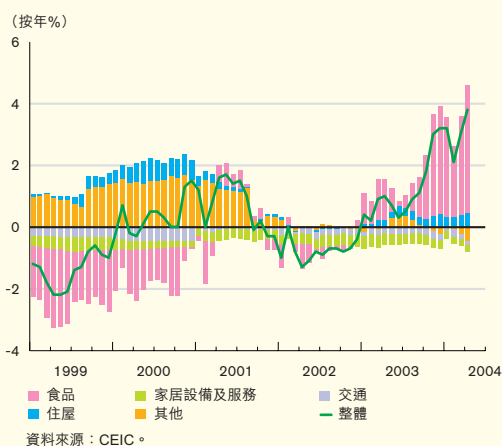


貨幣總額繼續迅速擴張。4月份廣義貨幣按年增長19.1%，較2003年底的19.6%僅略為放緩（圖1.13）。4月份信貸增長19.9%，與2003年第4季的21.1%增幅相比略為減慢。內地經濟繼續吸引大量外商直接投資。2004年首4個月內外商直接投資合同金額按年大幅增加54.0%，外商直接投資實現金額則增加10.1%。

## 1.5 物價發展

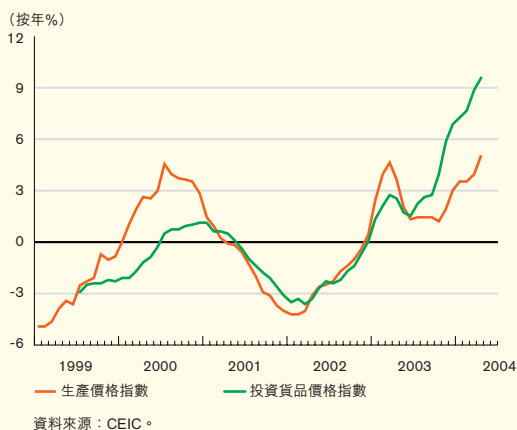
按年消費物價通脹率最近開始上升，於4月份上升至3.8%，而2003年的通脹率為1.2%（圖1.14）。消費物價通脹率上升，主要受到食品價格升幅帶動。在2004年首4個月內，食品價格平均通脹率為7.9%，佔整體通脹率超過兩個百分點。住屋支出亦增加，但增幅較為溫和。其他消費項目的通脹幅度較小，交通及電訊服務收費則繼續下跌。

**圖 1.14**  
中國內地：各組成部份佔消費物價通脹率的比重



發達經濟體系對核心通脹率的估計一般會扣除價格波動較大的項目（如食品及能源），以衡量通脹的走勢。若從內地的消費物價指數扣除食品，4月份的按年通脹率只是0.4%。但如此調整內地的通脹率會有兩個問題，一是食品約佔消費物價指數三分之一的比重，扣除此項便會大幅影響該指數涵蓋的範圍；另一是由於食品佔消費較大的比重，當食品價格上升（儘管只是漲價一次），受僱者可能要求較多報酬以抵銷生活開支增加的影響，從而對工資造成較大的壓力（鑑於目前失業率高企，這種連鎖式影響可能很有限），這種第二輪效應最終會推高通脹率。

**圖 1.15**  
中國內地：其他物價指數

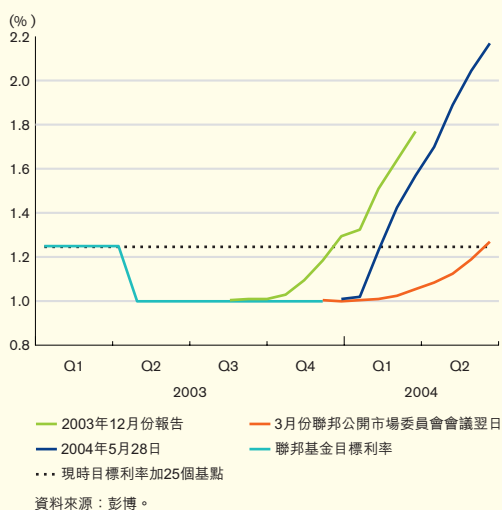


其他物價指標亦顯示通脹壓力正逐漸形成。4月份生產價格按年通脹率升至5.0%，部分原料價格的升幅更達到雙位數字（圖1.15）。過去兩年全球商品價格上升，主要是內地及美國經濟增長強勁所致。

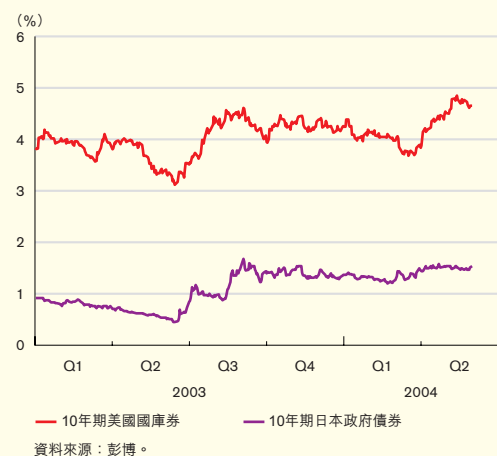
## 貨幣及金融狀況

美國、日本及歐元區短期利率維持不變，但市場預期今年美國將會加息。中國內地當局於4月份調高金融機構的法定存款準備金比率，是8個月內第二度調整，藉此遏抑信貸及投資支出的增長。美元兌歐元上揚，但前景仍存在一些不明朗因素，主要原因是美國持續錄得龐大的經常帳赤字。

**圖 1.16**  
美國：聯邦基金目標利率及期貨利率



**圖 1.17**  
美國及日本長期政府債券收益率



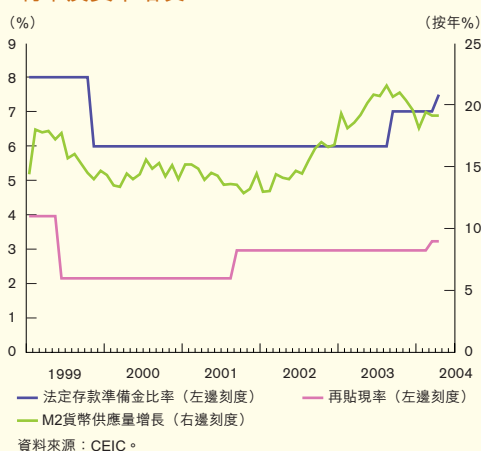
### 1.6 利率

自 2003 年 7 月起，美國聯邦公開市場委員會一直將聯邦基金目標利率保持在 1 厘，但市場對利率的前景仍然是不穩定的。儘管 12 月份的半年度報告提及市場預期有很大機會加息，但在公布宏觀經濟數據較預期為差後，上述預期在 2004 年第 1 季已告減退（圖 1.16）。但由於 3 月及 4 月份非農業職位人數驟增，市場定價反映聯邦基金目標利率會在 6 月被調高 25 個基點，並於年底前再調高 75 個基點。10 年期美國國庫券收益率亦大幅攀升（圖 1.17）。

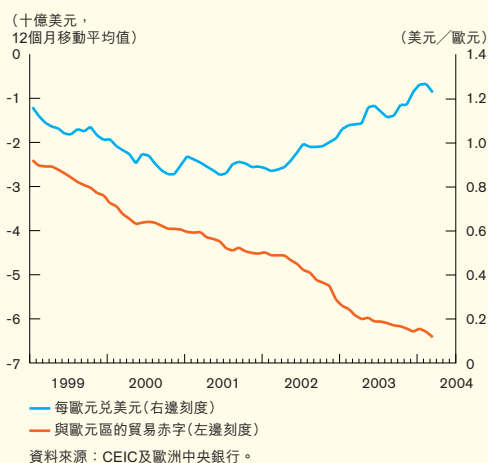
另一方面，受到強勁的經濟數據刺激，日本政府債券收益率在 3 月中開始上升。股價上揚、經濟基本因素改善及日本政府債券的供應增加，將會繼續對收益率造成上升壓力。日本政府計劃在本財政年度內發行歷來最大規模的 117.8 萬億日圓（相當於 1.1 萬億美元）債券，為到期債券及 82.1 萬億日圓預算赤字進行再融資。但日本銀行已表示通縮結束後短期利率才會從目前的低位回升。

歐洲中央銀行自 2003 年 6 月至今維持利率不變。該行預期歐元區會因外部需求強勁而加快經濟增長，但實際復甦步伐仍需其他因素配合，部分成員國私人消費依然呆滯。

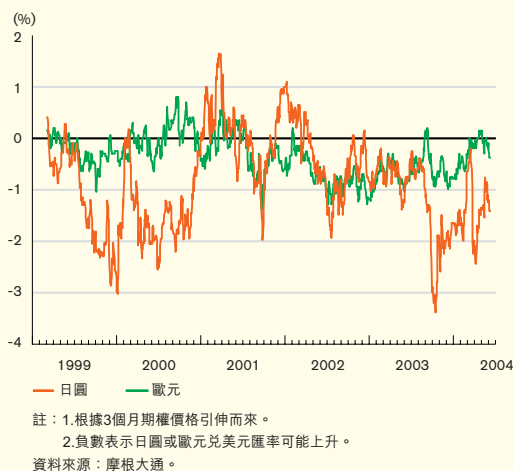
**圖 1.18**  
中國內地：法定存款準備金比率、  
利率及貨幣增長



**圖 1.19**  
美國：歐元兌美元匯率及與歐元區的  
貿易平衡



**圖 1.20**  
美元匯價風險逆轉指標



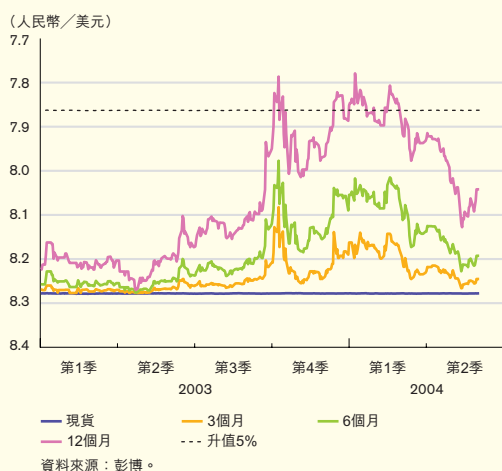
中國人民銀行於3月份調高轉貸利率（即借予商業銀行而年期不超過1年的貸款利率）及再貼現率，後者是2001年9月以來首次調高（圖1.18）。該行亦將金融機構的法定存款準備金比率調高50個基點，至7.5厘，是8個月以來第2次調整。至於未符合標準資本充足比率的銀行，法定比率將會定於較高的8%。這些措施旨在遏抑貨幣及信貸增長的速度。

## 1.7 匯率

在1月至5月期間，美元匯價（以聯邦儲備局的廣義有效匯率指數計）上升4.0%。美元升勢主要是其兌歐元匯率上升所致。美元在2月17日跌至每歐元兌1.29美元的歷史低位後，於5月底回升至約1.20美元的水平。期權價格顯示市場人士預期美元兌歐元的匯率在短期內將會維持在目前水平。一方面，收益率差距偏向對美元有利，市場預期美國將會加息，歐元區則可能減息。另一方面，美國貿易赤字龐大繼續對美元強勢造成壓力。雖然過去兩年美元兌歐元大幅貶值，但美國對歐元區的貿易赤字繼續擴大（圖1.19）。

金融市場預期今年下半年日圓將會上升。經過第1季多番干預後，由於市場傳言指當局計劃減少干預外匯市場，日圓兌美元於4月初急升至103.7，其後回落，但從期權價格所得的匯價風險逆轉指標顯示，市場相信未來幾個月內日圓兌美元可能大幅上升（圖1.20）。

**圖 1.21**  
中國內地：人民幣現貨及不交收遠期匯率



由於近期內地當局表示要維持人民幣匯率穩定，加上美國聯儲局官員的言論強調中國內地採取較靈活的匯率制度可能帶來風險，紓緩了人民幣的上升壓力。在2004年首5個月內，不交收人民幣遠期合約匯率下跌，其中1年期匯率折讓幅度約收窄2,000點子(圖1.21)。

## 1.8 股票市場

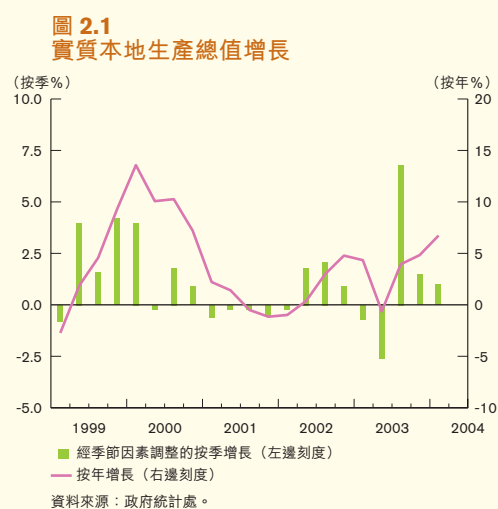
美國股市在2004年第1季穩步上揚，其後由於市場預期美國會提早加息，股價回落至2003年底的水平。相比之下，日本股市繼續受到較樂觀的經濟前景刺激而上升，年初以來日經225指數上升5%，TOPIX指數亦因銀行及零售類股份顯著造好而上升9%。有關歐美未來股價走勢的不明朗因素繼續減退，只有在3月中馬德里發生恐怖襲擊事件後才短暫增加。由於盈利前景改善，標準普爾500指數及法蘭克福DAX指數期權的引伸波幅自2003年第1季以來下跌。

## 2. 本港經濟

### 生產總值

本港經濟在2004年上半年的復甦步伐更為穩固。2004年第1季投資支出及消費增長也在上升。由於競爭力增強及外部需求強大，出口增長維持蓬勃。商業統計調查結果顯示，經濟增長在第2季仍然持續。這些宏觀經濟發展有利貨幣及金融穩定。

#### 2.1 本地生產總值增長



按年計，2004年第1季實質本地生產總值增長強勁，達到6.8%，但經季節因素調整後的按季計增幅則略為減慢至1%（圖2.1）。經濟增長仍以本地需求及出口帶動為主。本地需求增長按年計上升至6.8%，是因為投資支出及消費增長步伐加快（表2.A）。內地強勁需求及美元轉弱使競爭力增強亦令出口受惠。

商業統計調查結果顯示，經濟復甦在2004年第2季仍然持續。尤其香港的採購經理指數（反映整體商業活動的綜合指數）仍然保持遠高於50（代表中性）的水平（圖2.2）。這與業務展望按季統計調查的結果相符，後者顯示各行業均預期第2季的業務量將會增加。

**表 2.A**  
本地生產總值及各組成項目  
(按年增幅)<sup>1</sup>

	2002		2003				2004
	2002	2003	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
本地生產總值	1.9	3.2	4.4	-0.6	4.0	4.9	6.8
本地需求	-0.8	0.4	1.4	-3.6	-0.3	4.2	6.8
消費							
私人	-1.2	-0.2	-2.5	-3.6	1.5	3.6	5.0
公共	2.5	1.9	1.0	0.5	0.5	5.5	5.1
本地固定資本形成總額	-4.5	0.1	4.2	-5.3	0.0	1.9	5.8
私人	-5.2	0.1	6.7	-5.9	-1.5	2.0	6.8
公共	-1.4	0.3	-4.7	-2.6	8.8	1.4	1.7
存貨變動 <sup>2</sup>	0.9	0.3	1.7	0.0	-1.2	0.8	1.5
商品出口淨值 <sup>2</sup>	0.3	0.6	-1.0	3.3	2.1	-1.9	-2.9
服務出口淨值 <sup>2</sup>	2.3	2.2	4.1	-0.3	2.2	3.0	3.2

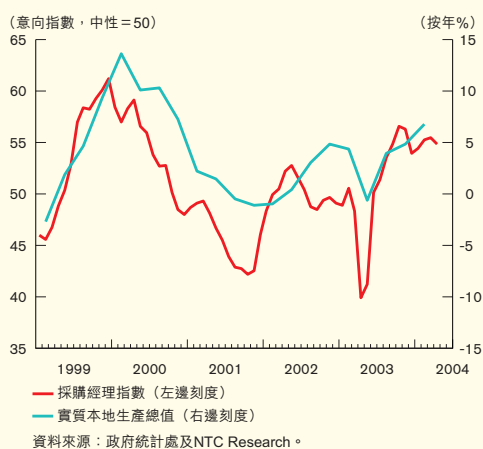
註：1. 以2000年市價計算。

2. 以百分點表示在本地生產總值按年增長率所佔比重。

資料來源：政府統計處。



**圖 2.2**  
實質本地生產總值增長及採購經理指數



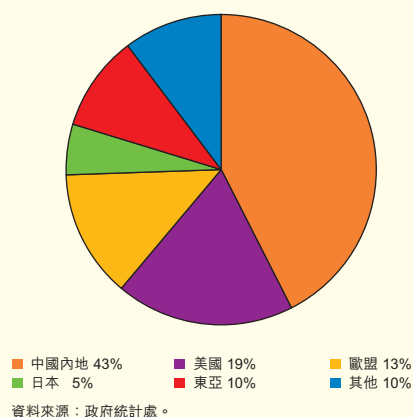
**表 2.B**  
對主要貿易夥伴的出口

(按年%)	2002	2003	2003				2004
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
中國內地	13.6	18.8	17.8	19.8	16.5	21.2	16.6
美國	0.9	-2.6	7.5	-4.9	-6.9	-2.7	3.6
歐盟	-3.3	11.7	16.1	17.5	7.9	7.5	12.4
日本	-4.5	12.3	13.5	16.9	11.0	8.8	9.6
東亞	9.9	12.2	12.7	12.5	9.1	14.8	23.0
其他	-0.6	12.2	51.4	9.1	-1.8	5.7	7.4
總計	5.4	11.6	17.6	12.2	7.0	11.3	13.0

註：東亞指台灣、新加坡、韓國、菲律賓、馬來西亞及印尼。

資料來源：政府統計處。

**圖 2.3**  
對主要貿易夥伴的出口所佔份額 (2003年)



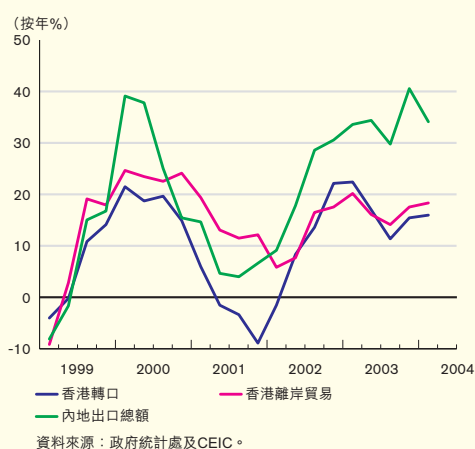
## 2.2 對外貿易

淨出口是推動去年經濟增長的主要動力，佔實質本地生產總值增長超過五分之四。在實質本地生產總值的3.2%增幅中，淨商品貿易所佔比重為0.6個百分點，淨服務出口所佔比重為2.2個百分點。然而，2004年第1季的淨出口由2003年比較高的基數下跌，抵銷了服務出口持續強勁增長的影響。

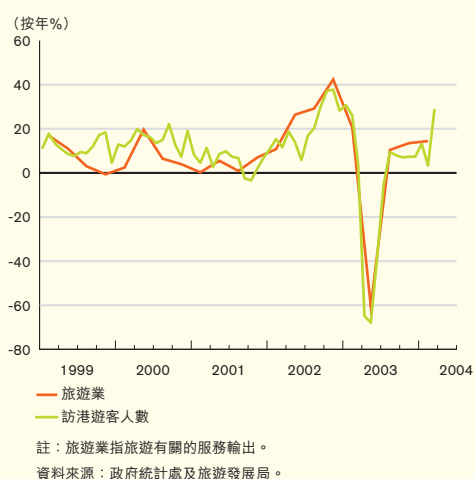
由於香港與中國內地經濟日益融合，過去兩年對中國內地的出口增長得特別快，年度名義增幅約上升至20% (表2.B)。連同對東亞的出口在內，上述出口佔香港總商品出口超過五成 (圖2.3)。經季節因素調整後，2004年第1季按季計的商品出口增長放慢至3.3%，不過2003年第4季的水平是偏高的。與



**圖 2.4**  
商品出口



**圖 2.5**  
旅遊業及訪港遊客人數



貿易有關的服務出口(包括離岸貿易)與商品貿易同步增長(圖2.4)。此外,訪港遊客人數上升。與2003年7月推出「個人遊」計劃時相比,2004年3月份來自中國內地的遊客人次增加約40%(圖2.5)。

## 2.3 本地需求

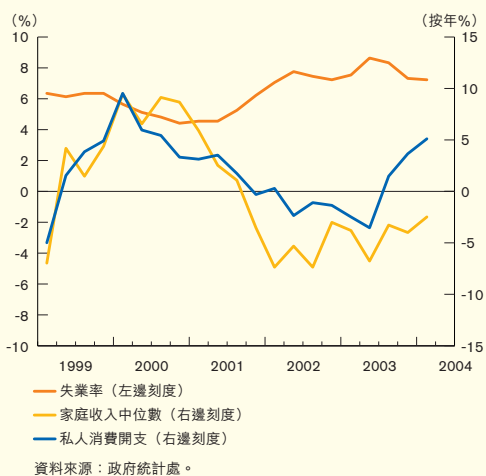
2004年本地需求繼續回升,其佔2004年第1季經濟增長的比重為6.5個百分點,而2003年的比重為0.4個百分點。

### 私人消費

私人消費開支繼續回升,2004年第1季按年計的升幅為5.0%,是3年來的最大升幅。但經季節因素調整後,私人消費開支的按季計增長卻由2003年第4季的1.4%,減慢至2004年第1季的0.9%。近年耐用品開支上升的速度較非耐用品及服務快,原因是耐用品價格相對非耐用品價格呈現下調趨勢,因而刺激對耐用品的需求。此外,有跡象顯示本地開支回升有助促進耐用品開支的強勁增長。<sup>2</sup>零售額數字顯示增長最快的支出類別為家具、電器用品及攝影器材。雖然對電器用品及攝影器材的需求可能是來自遊客,但家具的消費應主要來自本地居民。

<sup>2</sup> 在國民經濟核算統計數字中,消費不包括非居民在香港的開支,及包括居民在境外的開支,但消費的組成部分(或零售量數字)卻並不是這樣。我們難以用國民經濟核算統計數字估計居民及非居民耐用品消費的相對重要性。

**圖 2.6**  
收入、就業與消費

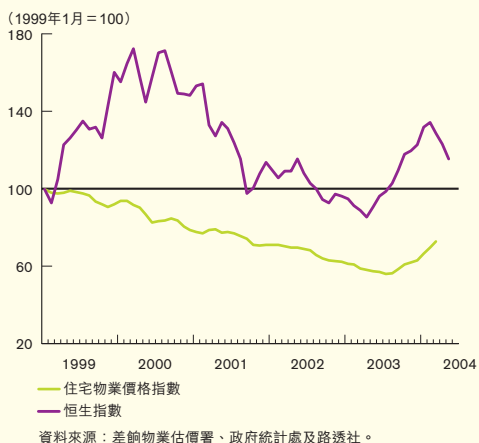


家庭收入更加穩定、失業率下降及樓價上升推動消費開支回升（圖 2.6 及 2.7）。在連續兩年下跌後，名義家庭收入中位數在 2003 年下半年開始回穩。失業率自 2003 年 7 月起開始下降，樓價亦穩步上升。在這些因素影響下，消費信心自去年秋季起轉強。

### 私人投資及存貨累積

私人投資支出於 2003 年第 4 季扭轉為正增長，並在 2004 年第 1 季上升 6.8%（按年計）。機器、設備與電腦軟件支出帶動投資回升。這三項支出在 2004 年第 1 季的按年計升幅為 17.7%，在一定程度上是因為盈利增加，業務展望季度調查的結果顯示了這一點。該調查結果還反映，第 1 季差不多所有行業（除了建造業）都錄得強勁的盈利增長及穩健的財政狀況。根據香港政策研究所的調查結果，工商企業對業務前景的預期在第 2 季開始改善。該調查訪問工商界對香港及內地業務前景的看法（圖 2.8）。

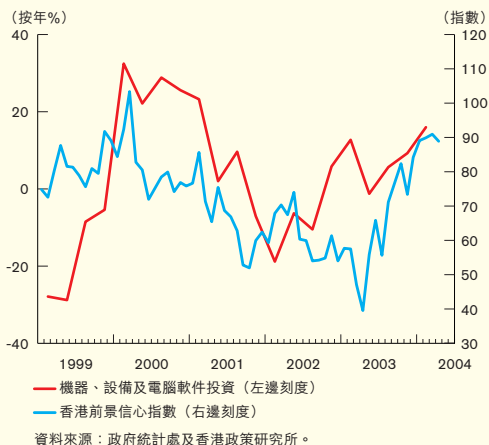
**圖 2.7**  
資產價格



另一方面，新樓及其他建築工程方面的投資支出落後於經濟復甦及物業市場回升的步伐。過去的數據顯示物業價格上升會帶動建築工程，不過這個過程需要一定的時間。

存貨累積在 2003 年第 4 季及 2004 年第 1 季加快，在一定程度上是因為預期內需上升而增加進口。

**圖 2.8**  
投資與信心



### 公共開支

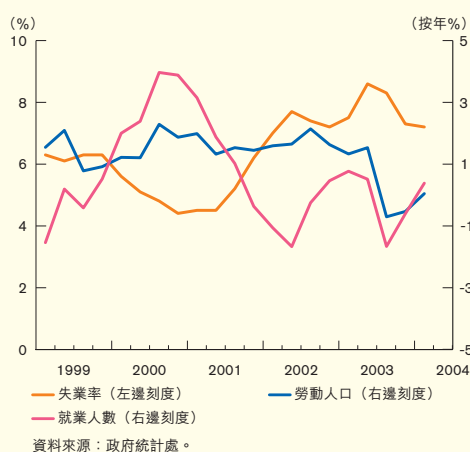
經季節因素調整後，政府消費開支增幅由 2003 年第 4 季的 3.0%，減慢至 2004 年第 1 季的 0.3%。2003 年第 4 季的較大增幅是因為一些一次性因素（包括第二輪自願退休計劃所付的補償金）影響。由於新基建項目陸續展開，公共投資支出自 2003 年第 3 季起增加。

## 勞工市場及物價

在經濟復甦帶動下，勞工市場的情況開始改善。就業人數增加，失業率下降，並有跡象顯示名義薪金的下跌已見底。近月綜合消費物價指數大致保持穩定，反映消費物價通縮可能已告一段落。

### 2.4 就業情況及失業率

圖 2.9  
失業率



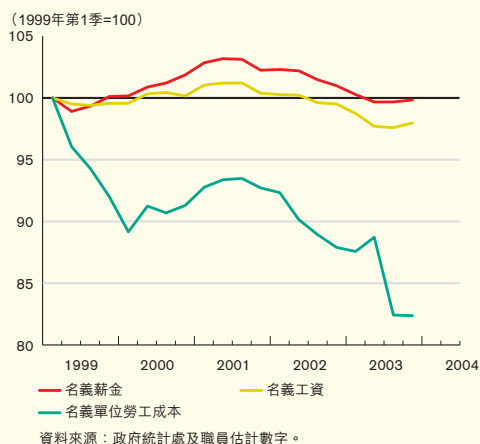
經濟復甦令勞工市場情況改善。由於服務業的勞工需求增加，就業人數在 2004 年第 1 季增長 0.7%（圖 2.9）。然而，製造業的就業人數持續下跌，同時物業價格上升亦未能為建造業創造新的就業機會（表 2.C）。與 2003 年第 4 季比較，勞動人口在 2004 年第 1 季增長 0.5%。失業率繼續下降，在截至 4 月止的 3 個月跌至 7.1%，但由於就業人數增加的同時，勞動人口參與率也在增加，因此失業率回落的速度比較緩慢（圖 2.9）。自 2003 年 12 月份的《半年度報告》刊發以來，就業不足率（在非自願情況下每星期工作少於 35 小時的人士在勞動人口中所佔比例）亦有所下降。

表 2.C  
主要行業的失業率

(%)	2002		2003				2004
	2002	2003	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
製造業	7.3	7.6	7.3	8.4	7.3	7.5	7.1
建造業	15.8	19.0	18.9	19.7	19.6	17.7	17.9
貿易及旅遊業	7.8	8.2	7.9	9.1	8.7	7.0	7.0
運輸業	5.4	6.5	6.1	7.6	6.2	6.1	6.1
金融業	4.7	5.2	4.5	5.6	5.4	5.2	4.9
個人服務業	3.2	3.5	2.9	3.7	3.7	3.5	3.5
其他行業	2.4	2.8	3.5	3.2	3.2	1.5	2.0
<b>整體</b>	<b>7.3</b>	<b>7.9</b>	<b>7.4</b>	<b>8.5</b>	<b>8.5</b>	<b>7.3</b>	<b>7.1</b>

資料來源：政府統計處。

**圖 2.10**  
工資與薪金指數及單位勞工成本



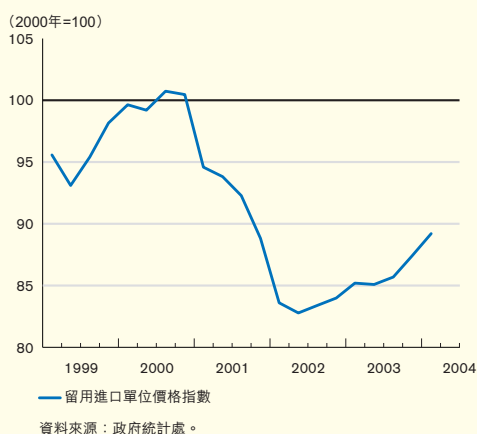
## 2.5 勞工成本

有關勞工成本的最新數據顯示，平均收入已在2003年底穩定下來。尤其經季節因素調整後，平均薪金(包括薪酬以及超時工作補薪、補薪及其他不定期津貼及花紅)在2003年第4季上升0.2%(圖2.10)。但平均實質薪金在2003年第3季至第4季之間輕微下跌，原因是綜合消費物價指數在2003年第3季至第4季之間增長超過名義薪金的增幅。由於生產力的增幅超過平均薪金的增幅，根據薪金總額數據計算的單位勞工成本在2003年下半年下跌(圖2.10)。

## 2.6 商品及進口價格

最近幾個季度進口價格有所上升，是因為港元有效匯率轉弱以及全球商品價格上漲。留用進口的單位價格指數由2003年第4季的4.1%，上升至2004年第1季的4.7%(圖2.11)。其中增幅最大的是消費品、原材料及燃油，而資本貨物的價格則繼續下跌。

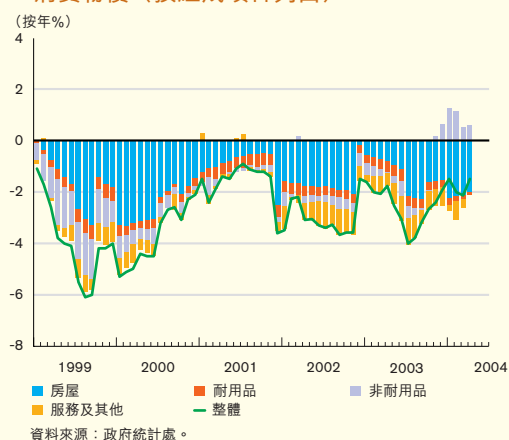
**圖 2.11**  
進口價格



## 2.7 消費物價

自2003年12月份的《半年度報告》刊發以來，消費物價通縮的程度有所緩和。綜合消費物價指數的年通縮率由3月份的負2.1%，減少至4月份的負1.5%(圖2.12)。然而，由於按年計的比較數字同時受到上一個年度及當前年度的價格變動影響，單是這項數字未能準確反映當前的價格走勢。因此，月度變動數字對分析通脹最新走勢比較有用。經季節因素及特別的臨時因素調整後，綜合消費物價指數自2003年8月起大致保持穩定，反映通縮可能已經結束。衣履的價格顯著上升，食品價格亦開始回升。但是綜合消費物價指數的租金部分因新舊租約的雙重影響而仍然繼續下跌，滯後於物業價格與市場租金上揚的走勢。金管局有關核心通脹率估計的研究顯示，自2003年9月以來，基本消費物價通脹率大致保持穩定。<sup>3</sup>

**圖 2.12**  
消費物價 (按組成項目列出)



<sup>3</sup> 見簡立賢及姚兆鋒(2004年)，「基本通脹率的簡單評估方法 — 香港與內地的估計數字」(英文版)，《金管局研究備忘錄》，2004年2月，<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM02-2004.pdf>。

## 資產市場

近月股市較為波動，在2004年初上升，然後當市場預期美國提前收緊貨幣政策時開始下跌。住宅物業價格大幅反彈，其中以豪宅市場的升幅最為顯著。

### 2.8 股票市場

自2003年12月份的《半年度報告》刊發以來，香港股市一直頗為動盪。恒生指數在2003年創下35%的升幅後，再繼續上升11%，在2月中升至13,928點（圖2.13）。物業價格回升使物業股的表現特別堅挺，投資者對內地企業（H股）的首次公開售股反應熱烈。然而，由於市場預期美國會調高利率，以及內地會進一步收緊貨幣政策，投資者的信心減弱。因此，3月份多隻新上市股份在首個交易日跌破招股價，與2月份的情況完全相反。恒生指數在5月底跌至約12,000點，其中與內地有關的股份所受影響特別顯著。與2003年底的水平比較，恒生中國企業指數及恒生香港中資企業指數分別下跌14%及6%。由恒生指數期權合約推算而來的引伸波幅反映，市場認為香港未來股價走勢存在的不明朗因素仍然多於美國（圖2.14）。

圖 2.13  
股票價格

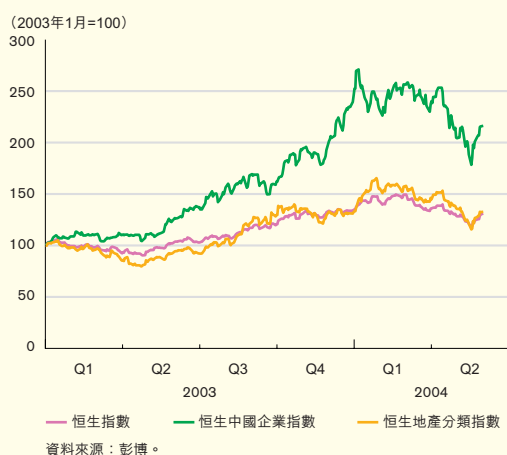
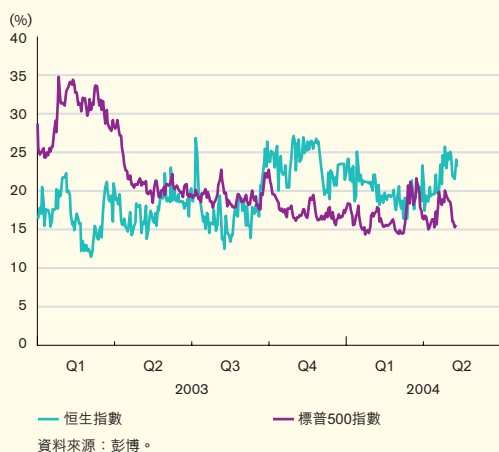
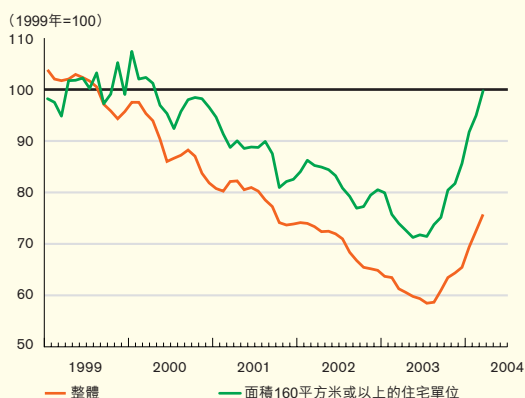


圖 2.14  
引伸波幅

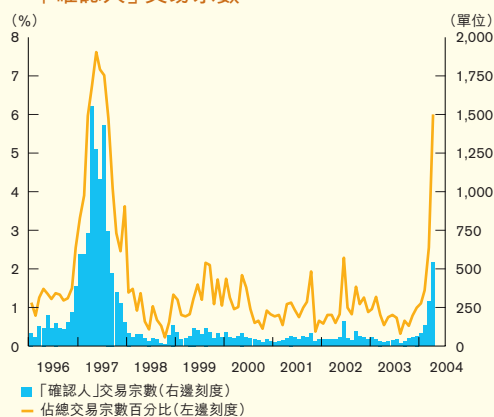


**圖 2.15**  
住宅物業價格



資料來源：差餉物業估價署。

**圖 2.16**  
「確認人」交易宗數



註：如在原有買賣的交易完成前樓宇單位被轉售給二手買家，所有二手買家均會以「確認人」身分在轉讓契上簽名。

資料來源：土地註冊處及中原物業代理有限公司。

## 2.9 物業市場

與股票市場的情況相反，物業市場的復甦繼續保持穩固。差餉物業估價署編製的住宅物業售價指數在3月份由2003年7月的谷底大幅回升三成，同期大型單位的平均售價上升四成（圖2.15）。中原城市領先指數（由一家私營地產代理公司編製的每周住宅售價指數）顯示住宅售價在4月份繼續上升。不過，私人住宅的租金升幅較小，自2003年7月以來上升3.3%，因此租金收益率有所下降。

住宅物業交易宗數自2003年下旬以來亦大幅上升（不過在2004年4月份輕微下跌）。「確認人」交易宗數（分析員有時會視之為反映投機活動的指標）大幅增加，由2003年初不足50宗，增加至4月份超過500宗（圖2.16）。雖然這個數字遠低於九十年代中物業價格高企期間的確認人交易宗數，但這類交易佔總交易宗數的比例顯著上升。

## 公共財政

政府預測財政預算赤字會逐步減少，並於2007/08年度回復至平衡預算。政府的龐大金融資產以及早前公布的削減開支及增加收入措施會為政府的長遠財政健康奠下穩固的基礎。

**表 2.D**  
政府帳目分析

財政年度	00/01	01/02	02/03	03/04 <sup>1</sup>	03/04 <sup>2</sup>	04/05 <sup>2</sup>
(佔本地生產總值百分比)						
收入	17.5	13.8	14.1	15.1	16.5	15.5
稅收	9.8	9.8	9.0	9.6	10.1	10.4
直接稅	5.9	6.3	5.9	6.1	6.4	6.6
間接稅	3.9	3.6	3.1	3.5	3.6	3.8
非稅收	7.7	4.0	5.1	5.5	6.4	5.1
開支	18.1	18.8	19.0	20.4	20.5	20.9
經常	14.3	15.4	15.7	16.1	16.3	16.4
非經常	3.8	3.4	3.3	4.2	4.2	4.5
整體結餘 <sup>3</sup>	-0.6	-5.0	-4.9	-5.3	-4.0	-5.4
經營結餘 <sup>4</sup>	-1.2	-3.7	-3.7	-3.9	-2.9	-3.7
政府借款						
證券化債券						0.5
政府債券						1.6
財政儲備						17.6
財政儲備淨額	33.4	29.3	24.7	18.6	21.6	15.6

註： 1 根據《2003至04年度財政預算案》。

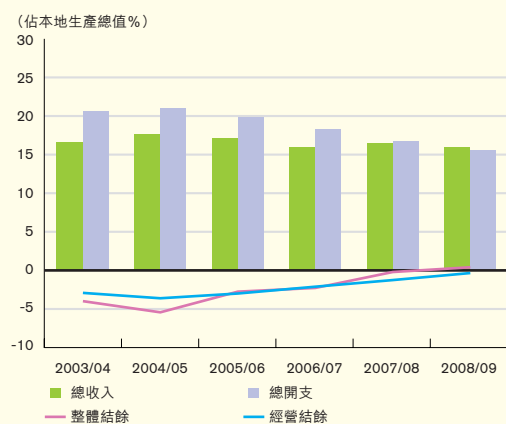
2 根據《2004至05年度財政預算案》。

3 未計政府借款。

4 經營結餘主要包括經常收入與開支。

資料來源：財經事務及庫務局及職員估計數字。

**圖 2.17**  
中期展望



### 2.10 公共財政

政府在2004/05年度的《財政預算案演詞》中將2003/04年度的預算赤字由佔本地生產總值的4.0%，調低至3.3%。這個最新的赤字估計遠低於2003年3月公布的預測(佔本地生產總值的5.3%)及2003年10月計入非典型肺炎紓困措施的費用後的預測(佔本地生產總值的6.3%)。赤字預算下調，反映投資收入及利得稅與印花稅的收入高於預期(表2.D)。

2004/05年度的財政預算案預測本財政年度的赤字佔本地生產總值的3.4%，這已是計入200億港元的債券發行計劃以及60億港元的證券化計劃的預期收入。若將這些政府借貸從收入中扣除，預測赤字應為本地生產總值的5.4%。

2004/05年度的財政預算案中公布了兩項新措施，以加強政府的中長期財政管理。第一是計劃發行政府債券，以提高政府管理其財政帳目的靈活性。第二是財政司司長認同需要推出商品及服務稅，以擴闊香港的稅基。假如財政預算案內提及的中期削減開支及增加收入措施能夠落實，政府的財政狀況應不會有大問題(圖2.17)。特別值得一提的是，香港過去多年來累積了龐大的金融資產，是香港特區政府財政實力的保障。



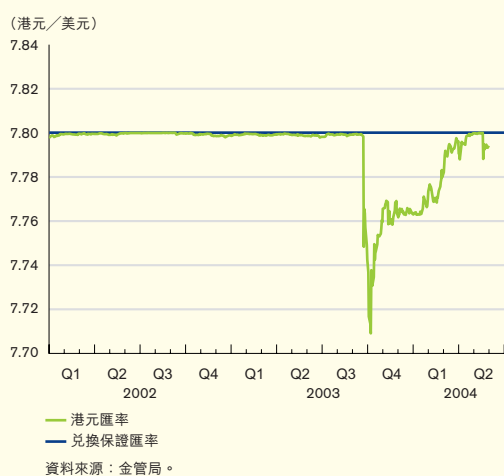
## 3. 貨幣及金融穩定

### 匯率、利率及貨幣方面的發展

港元匯率在2004年頭4個月一直貶值至貼近1美元兌7.8港元聯繫匯率的水平後，在5月下旬隨着股價反彈而一度轉強。在4月30日至5月18日期間進行了多次兌換保證交易，不過銀行同業流動資金仍然處於高水平，使港元利率繼續低於美元利率。狹義貨幣供應量增長迅速，部分原因是股市交投活躍；廣義貨幣供應量增長則略為上升，反映經濟增長幅度有所提高。

#### 3.1 匯率及利率

圖 3.1  
港元匯率



港元匯率在2004年頭4個月一直貶值至貼近1美元兌7.8港元聯繫匯率的水平後，由4月底至5月中期間進行了多次兌換保證交易，然後在5月下旬隨着股市反彈而一度轉強(圖3.1)。在此之前，港元兌美元曾大幅升值，去年10月曾一度升至7.70港元的水平，這主要受到多項因素影響，包括香港經濟增長力度轉強、市場看淡美元，以及要求內地政府將人民幣升值的國際壓力造成的效應。

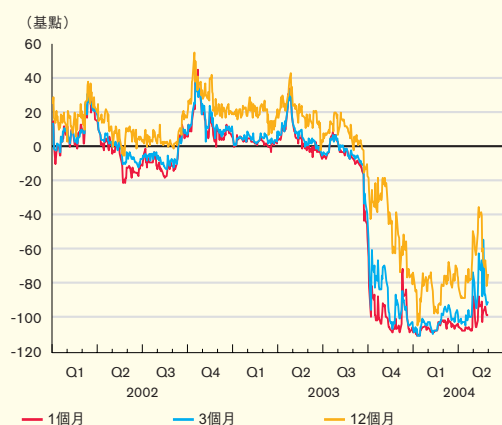


**圖 3.2**  
香港銀行同業拆息



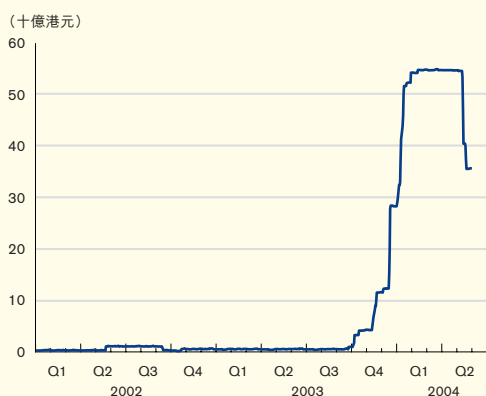
資料來源：金管局。

**圖 3.3**  
港元與美元息差



資料來源：金管局。

**圖 3.4**  
貼現窗運作前的總結餘



資料來源：金管局。

按照貨幣發行局制度，金管局被動地回應銀行以市場匯率買入港元的要求，使港元匯率順利回復至接近聯繫匯率的水平。由 2003 年 9 月至 2004 年 2 月之間，金管局合共向銀行售出 542 億港元，使總結餘及外匯儲備相應增加。其後，金管局在 4 月 30 日至 5 月 18 日之間根據兌換保證購入 192 億港元。然而，由於銀行體系流動資金充裕，利息僅輕微上升，而且仍然處於低位，其中短期利率貼近零，仍低於美元利率（圖 3.2 及 3.3）。總結餘於 5 月 31 日達到 356 億港元，遠遠高於港元在 2003 年第 4 季轉強前平均為 5 億港元左右的水平（圖 3.4）。

外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會最近曾考慮是否需要增發外匯基金票據及債券，以吸納銀行同業流動資金。由於外匯基金票據及債券是貨幣基礎的組成項目之一，因此增發外匯基金票據及債券只會改變貨幣基礎內各組成項目所佔的比例，但不會改變其數額，因此符合貨幣發行局制度的運作原則。然而，委員會對是否需要這項措施以及其成效表示懷疑。<sup>4</sup> 自 4 月底以來，由於出現資金淨流出，銀行同業流通資金高企的情況已不再引起太大的關注。

總結餘開始回落至比較正常的水平。預期港元與美元的負息差會引發資金進一步流出，但經常帳盈餘穩健及對外投資淨資產龐大，以及經濟前景改善應有助支持對港元的需求。與此同時，目前的貨幣環境有利於正在復甦的經濟，而且亦沒有跡象顯示通脹壓力顯著增加（見第 2.7 節）。

<sup>4</sup> 見金管局網站（網址為 <http://www.hkma.gov.hk>）所載外匯基金諮詢委員會轄下貨幣發行委員會 2004 年 3 月 5 日會議記錄。

**圖 3.5**  
港元遠期匯率溢價／折讓

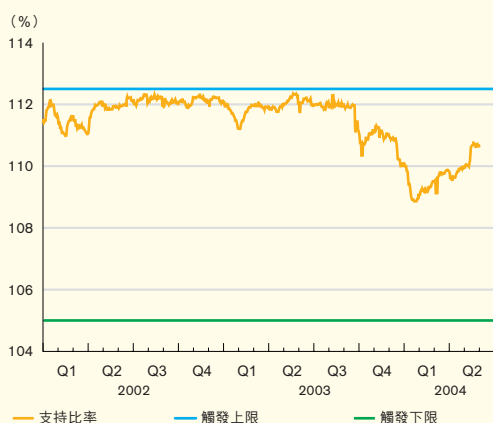


12個月港元遠期匯率折讓幅度收窄，反映港元升值的壓力在2004年第1季減退（圖3.5）。這可能是因為美元近期轉強，以及隨着股價表現反覆，對港元資產的組合投資需求下降。然而，若市場再次揣測內地政府的匯率政策，又或者美元再度轉弱，都可能會影響市場對港元的看法。

### 3.2 貨幣基礎及支持比率

支持比率在2003年9月至2004年1月期間大幅下跌至108.9%的低位，然後才於5月底回升至110.6%（圖3.6）。支持比率下跌，是因為有資金淨流入。為應付港元需求增加，金管局買入美元並沽出港元，使貨幣基礎與支持資產相應增加。由於支持資產的數額大於貨幣基礎，因此兩者增加的數額相同，會令支持比率下降（見專題1）。然而，支持比率仍然遠高於觸發下限，因此無需自外匯基金的投資組合將資產轉撥至支持組合，以提高支持比率至107.5%。

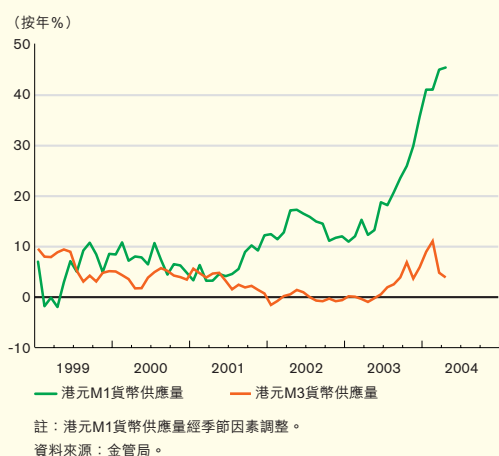
**圖 3.6**  
支持比率



註：支持比率是支持資產與貨幣基礎的比率。根據支持組合與外匯基金投資組合之間的資產轉撥安排，若支持比率達到112.5%（觸發上限），支持組合的資產便會轉移至投資組合，從而把支持比率調低至110%。相反，若比率降至低於105%（觸發下限），投資組合的資產便會注入支持組合，使比率回升至107.5%。

資料來源：金管局。

**圖 3.7**  
貨幣總額



### 3.3 貨幣總額

港元狹義及廣義貨幣供應量的增幅在2004年頭4個月上升(圖3.7)。與去年同期比較，4月底狹義貨幣供應量(經季節因素調整)大幅增長46%，主要是因為活期存款增加。這部分反映與公開招股有關的集資活動增加，以及股市交投活躍。此外，持有現金及活期存款的機會成本偏低，亦是狹義貨幣供應量大幅增長的部分原因。廣義貨幣供應量亦上升(但幅度比狹義貨幣供應量小)，反映經濟活動增加及通縮收窄(圖3.8)。

**圖 3.8**  
廣義貨幣供應量增長與名義本地生產總值

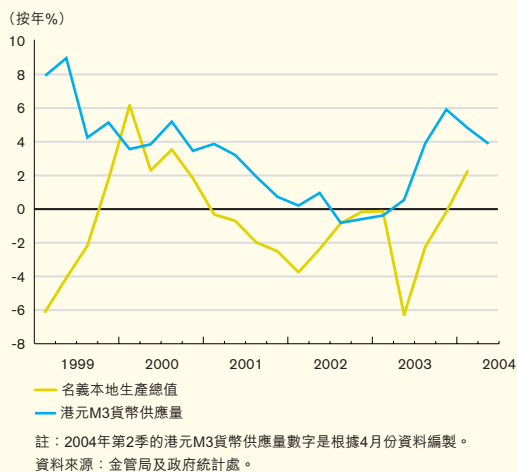


圖 3.9  
國際收支平衡帳

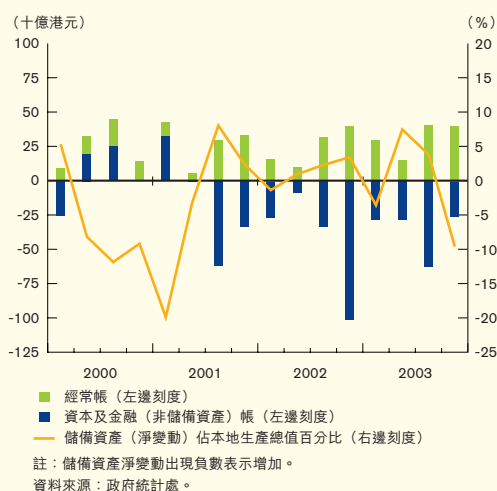


表 3.A  
按標準組成項目分析國際收支平衡帳

佔本地生產總值百分比	2002	2003	2003			
			Q1	Q2	Q3	Q4
經常帳	7.9	10.3	10.1	5.4	12.9	12.3
資本及金融帳	-12.1	-12.4	-13.0	-2.2	-15.9	-17.5
資本轉移	-1.3	-0.6	-0.7	-1.0	-0.4	-0.6
金融非儲備資產（淨變動）	-12.3	-11.1	-8.8	-8.9	-19.5	-7.2
直接投資	-4.9	6.3	1.0	12.3	6.5	5.5
組合投資	-24.2	-19.4	-18.6	-9.1	-25.8	-23.1
金融衍生工具	4.1	6.5	4.1	7.8	12.1	2.3
其他投資	12.6	-4.5	4.6	-19.8	-12.2	8.0
儲備資產（淨變動）	1.5	-0.6	-3.5	7.7	4.0	-9.6
淨誤差及遺漏	4.2	2.1	2.9	-3.2	3.0	5.1

註：儲備資產淨變動出現負數表示增加。  
資料來源：政府統計處。

### 3.4 資金流向

最新公布的國際收支統計數據顯示，2003年第4季儲備資產有所增加（圖3.9及表3.A），這是因為金管局根據貨幣發行局制度買入美元。經常帳繼續錄得龐大盈餘，反映全球經濟復甦及香港的競爭力提升，帶動出口增長。

資本及金融（非儲備資產）帳錄得資金淨流出。這淨流出主要是來自組合投資資金。自2003年中以來，非居民對本地股票的投資有所增加，但有關增幅被本港居民對外地股票的投資所抵銷。<sup>5</sup> 部分組合資金外流是與購買在香港交易及結算所有限公司（港交所）上市買賣的內地公司股票有關，而就編製國際收支統計數據的標準而言，該等股票被視作外地股票。

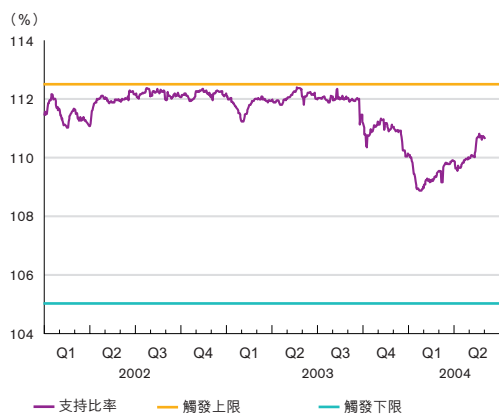
「其他投資」帳（主要包括銀行及非銀行環節的離岸貸款與存款）在2003年第4季錄得資金淨流入，第3季則錄得資金淨流出。有資金流入，主要是因為非銀行居民的海外存款減少，反映本地經濟轉強，以及本港銀行體系錄得淨存款。

現有資料顯示儲備資產在2004年初繼續增加，主要是因為金管局因應1月份資金流入港元資產而買入美元。不過，對港元資產的組合投資需求似乎自2月份開始下降。這一點從港元與美元長期利率的（負）差距收窄可見一斑。

<sup>5</sup> 國際收支平衡統計帳目是根據居民的概念編製，而個人或機構的居民身分主要是以其經濟利益中心為依據。例如雖然某家H股公司在港交所上市，但由於該公司並非以香港為業務基地，所以仍然被列為非居民公司。

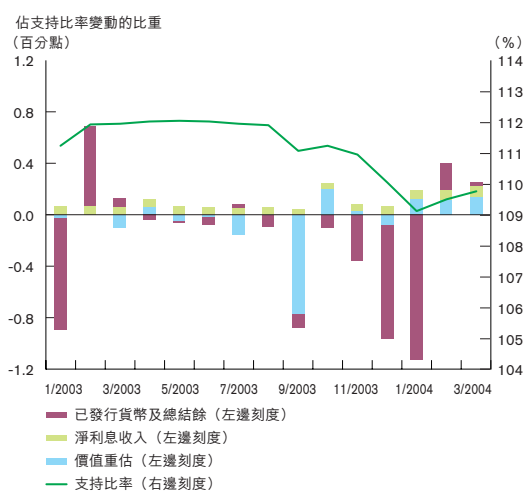
## 專題 1 支持比率近期發展

圖 B1.1  
支持比率的變動



資料來源：金管局。

圖 B1.2  
各因素佔支持比率變動的比重



資料來源：金管局。

支持比率（即支持資產與貨幣基礎的比率）由 2003 年 9 月底約 112%，下跌至 2004 年 3 月底的 110%（圖 B1.1）。本專題探討該比率下跌的原因。

由於所有支持資產均可享有利息收入，但只有四成貨幣基礎（具體上即外匯基金票據及債券）獲得利息報酬，因此支持比率會傾向於隨時日逐漸上升。支持比率下跌可能有幾個原因。第一，若港元利率相對美元利率下跌，貨幣基礎的市值相對支持資產便會上升，令支持比率下降。第二，若港元兌美元轉強，以港元計的支持資產價值便會下跌，令比率相應下跌。第三，若貨幣基礎自動擴大，支持資產按比例計的升幅會小於貨幣基礎（原因是前者數值較大），令比率下跌。<sup>6</sup>

這 3 項因素都促成支持比率於 2003 年後期開始下跌。在香港持續錄得資金淨流入的情況下，本港利率跌至顯著低於美元利率水平，同時港元兌美元匯率大幅上揚，總結餘（作為貨幣基礎的一部分）亦擴張。

圖 B1.2 顯示這些因素的相對重要程度。支持比率在 2003 年 9 月份下跌，主要是由於港元升值造成重估損失。其後則主要由於金管局根據淨資金持續流入的情況而沽出港元，同時在接近聖誕及農曆新年假期時貨幣發行量增加，貨幣基礎隨之擴大。這些因素完全抵銷淨利息收入帶來的正面作用。

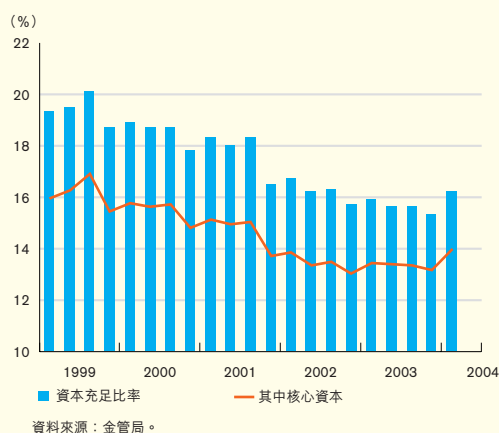
<sup>6</sup> 為了解這個情況，假設  $R$  是支持比率、 $A$  是支持資產，而  $B$  是貨幣基礎； $R = A/B$ ，代表  $dR = 1/B * dA - A/B^2 * dB$ 。由於貨幣基礎變動時，支持資產亦會有相應的變動，即  $dA = dB$ ， $dR/dA = 1/B (1-AB)$  是負數（原因是  $A > B$ ）。

## 銀行業的表現

銀行業因經濟活動增加及資產價格回升而受惠。零售銀行盈利增加，反映資產質素改善，以及近年銀行成功進行多元化業務發展，使非利息收入持續上升。另一方面，由於貸款增長仍然疲弱，住宅按揭貸款競爭依然激烈，因此淨息差持續收窄。

### 3.5 盈利及資本額

圖 3.10  
本地認可機構資本額



香港貨幣政策的主要目標是貨幣穩定，穩健的銀行體系是維持貨幣穩定的其中一個關鍵因素。具體而言，資本雄厚及有利可圖的銀行體系更能承受不利因素的衝擊。過去10年間銀行業經營環境的競爭相當激烈（見專題2），但本地註冊認可機構一直保持雄厚資本。最新數據顯示銀行體系於2004年3月底的平均綜合資本充足比率為16.2%，遠高於8%的國際最低標準（圖3.10）；核心資本約佔資本基礎的86%（表3.B）；核心資本與風險加權資產比率亦位於14%的高位，遠高於許多發達經濟體系的水平。

表 3.B  
本地認可機構綜合資本充足比率

(百萬港元)	3/2004
已減去扣減項目後的資本基礎總額	330,110
其中核心資本額	285,312
風險加權總額	2,040,163
資本充足比率	16.2%

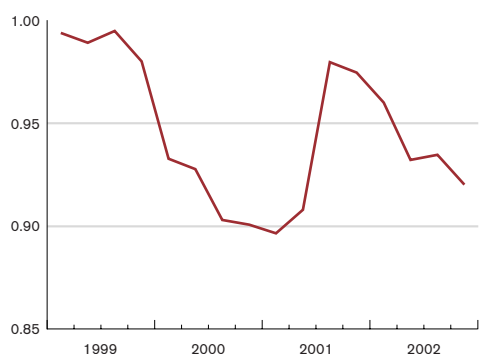
註：1. 已減去扣減項目後的資本基礎總額是指從核心及附加資本扣除《銀行業條例》附表3所定的項目後得出的數額。

2. 核心資本主要包括普通股權益及若干優先股，但不包括商譽。

資料來源：金管局。

## 專題 2 香港銀行業的競爭情況

圖 B2.1  
H 統計值估計



註：H統計值是投入價格係數的遞迴估計數字之和。

銀行業的競爭情況是負責貨幣與金融穩定的決策者所關注的環節。雖然競爭可降低金融中介費用及增進經濟效益，但亦會削弱銀行的市場力量，從而影響其盈利，甚至可能降低銀行承受不利衝擊的能力。

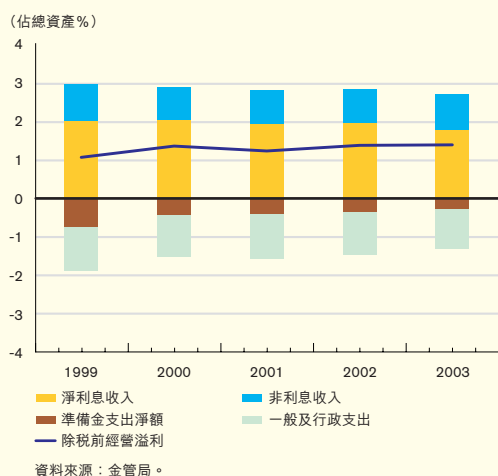
近年香港銀行業面對的競爭環境出現了重大轉變。首先，金管局根據1998年銀行體系研究報告的建議，逐漸撤銷妨礙市場競爭的幾道屏障，其中包括利率管制、外地銀行設立分行的限制及若干進入市場的準則。第二，科技創新有助克服地理限制及促進產品推陳出新。第三，銀行體系整固增加市場集中程度。亞洲金融危機的影響、國際銀行整固、信貸需求疲弱及樓價急跌，迫使銀行業考慮進行收購及合併。

放寬監管限制及科技的創新應有助提高銀行體系的競爭，但業內整固的影響卻較不明確，並可能視乎當時市場的結構及情況（如市場最初的集中程度）而定。有些研究<sup>7</sup>發現在集中程度較低的市場，銀行整固會減少競爭，但在高度集中的市場，則會增加競爭。金管局曾利用Panzar 及Rosse<sup>8</sup>提出的實證方法研究銀行體系的競爭情況。這個方法評估某行業投入成本與輸出價格的關係，並得出稱為H統計值的摘要數字，該數值範圍可由負無限至1。若數值較接近1，便代表市場的競爭程度較大。以這個方法分析香港銀行體系，估算出自1992至2002年期間的H統計值為接近1（圖B2.1），表示經營環境具競爭性。

<sup>7</sup> 例如Jackson, W., (1992), 「The Price-concentration Relationship in Banking: A Comment」, 《Review of Economics and Statistics》, 第74冊, 5月, 第373-376頁。

<sup>8</sup> 有關詳情, 見Jiang等(2004), 「Banking Sector Competition in Hong Kong — Measurement and Evolution Over Time」, 《金管局研究備忘錄》, <http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM04-2004.pdf>。

**圖 3.11**  
零售銀行盈利

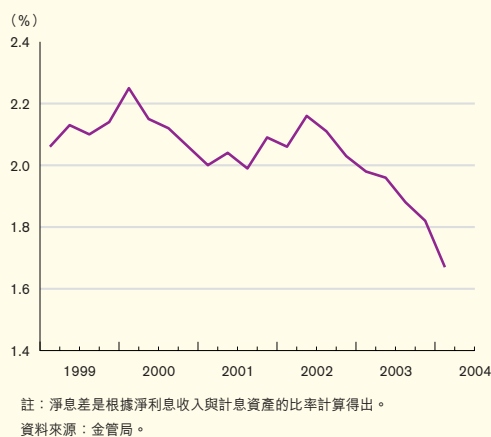


近期發展顯示，2003年下半年零售銀行的盈利(以除稅前回報與總資產的百分比計)改善的情況持續至2004年第1季(圖3.11)。雖然淨息差收窄，但有關影響被呆壞帳準備下降及非利息收入增加所抵銷。淨息差收窄反映按揭貸款市場競爭激烈、信貸需求疲弱以及銀行體系流動資金充裕(圖3.12)。

雖然香港經濟正在復甦，但銀行貸款增長仍然呆滯。這是因為投資支出仍然疲弱，以及名義收入增長緩慢(圖3.13)(專題3載有更詳細的討論)。

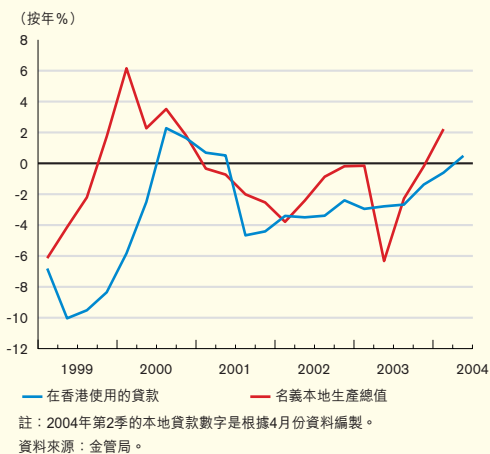
非利息收入佔總收入的比例以及與總資產的比率都上升，反映銀行過去幾年致力拓展新業務，以增加收入。尤其股市交投活躍令銀行的收費及佣金收入增加。

**圖 3.12**  
零售銀行淨息差



至於銀行業的前景，主要視乎經濟復甦的步伐、物業市場的持續復甦，以及利率走勢而定(見第4節)。本港上市銀行的股價在3至5月間下跌，但仍遠高於去年中的低位，反映市場預期銀行的盈利保持穩定(圖3.14)。

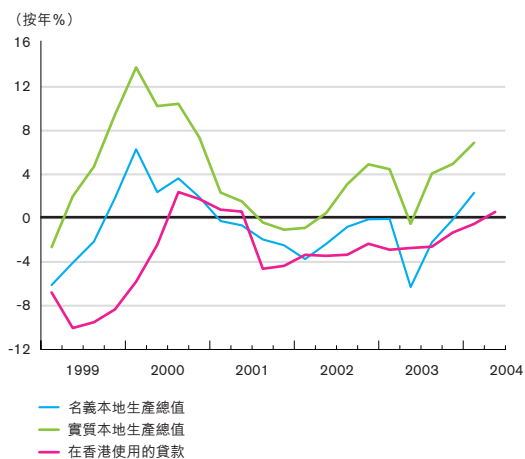
**圖 3.13**  
本地貸款與名義本地生產總值的增長





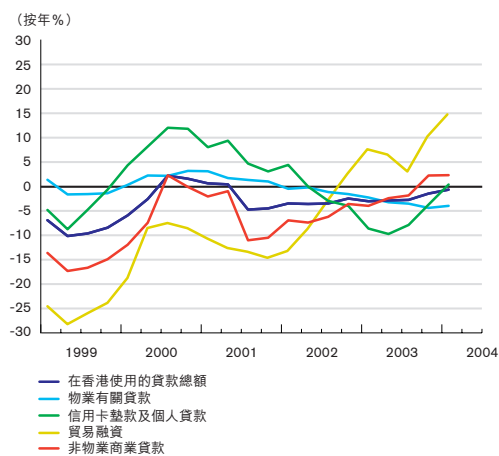
### 專題 3 本地貸款近期發展

**圖 B3.1**  
本地生產總值及本地貸款



註：2004年第2季的本地貸款數字是根據4月份資料編製。  
資料來源：金管局及政府統計處。

**圖 B3.2**  
按行業分析本地貸款



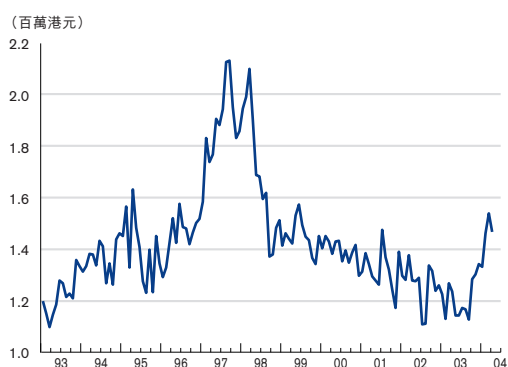
註：非物業商業貸款指除物業有關貸款、個人貸款、信用卡墊款及貿易融資以外的本地貸款。  
資料來源：金管局。

雖然香港經濟已在復甦，但本地貸款增長仍然呆滯，兩個原因有助解釋這種情況。一是名義收入增長步伐不及實質經濟增長的快，這反映整體經濟通縮持續的影響。另一是雖然樓價大幅上升，但與物業有關貸款活動仍然低沉。

圖B3.1顯示名義收入增長與本地信貸增長的密切關係。儘管自2003年下半年起實質本地生產總值升幅強勁，但按年計的名義本地生產總值增長仍然偏低，原因是整體價格水平與上年同期比較繼續下跌。

佔所有貸款超過半數的與物業有關貸款增長緩慢，亦發揮重要的影響(圖B3.2)。具體上，建造業投資疲弱，是導致有關建造及物業發展與投資的貸款進一步減少的部分原因。私營部門的建造工程受到較早時期積壓大量未出售住宅單位、鐵路公司押後物業發展計劃及2003年暫停賣地等因素遏抑。

**圖 B3.3**  
新造按揭平均金額



註：新造按揭平均金額是根據新造按揭貸款總額與新造按揭貸款宗數的比率計算得出。

資料來源：金管局每月住宅按揭統計調查結果。

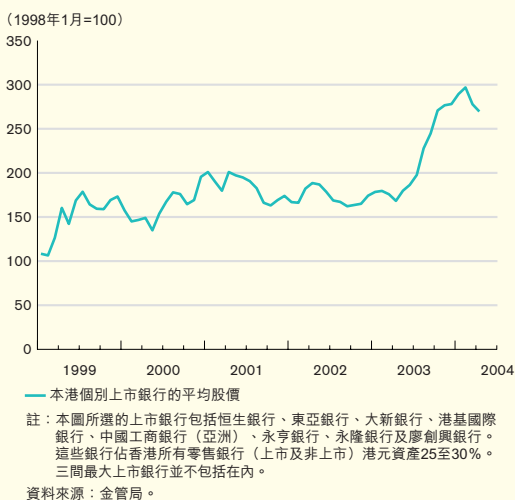
雖然近月新造按揭貸款額跟隨樓市回升而顯著增加，但按揭貸款未償還餘額的增長仍然疲弱。<sup>9</sup> 原因是供款人根據現有貸款進行還款，大致上抵銷了新造按揭貸款的作用。近月新造按揭貸款平均金額雖然增加，但由於現在樓價與1996至98年期間相比仍然較低，因此該金額與當年比較依然顯著較小（圖B3.3）。<sup>10</sup>

其他商業貸款及貿易融資大幅增加，其中借予證券經紀及其他財務及金融有關公司的貸款增長尤其顯著，反映股市暢旺（圖B3.2）。

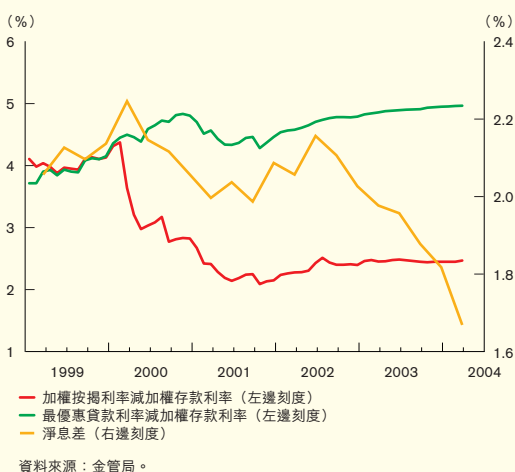
<sup>9</sup> 根據差餉物業估價署統計數字，3月份住宅物業價格與去年夏季低位相比上升約三成。第1季物業成交宗數與上年同期比較上升一倍。

<sup>10</sup> 樓價最近回升，但與1997年中最高水平相比仍下跌約六成。

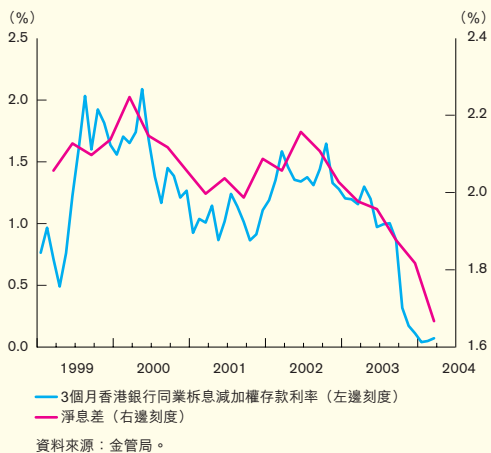
**圖 3.14**  
個別上市銀行的股價



**圖 3.15**  
中介息差



**圖 3.16**  
香港銀行同業拆息與存款利率的差距



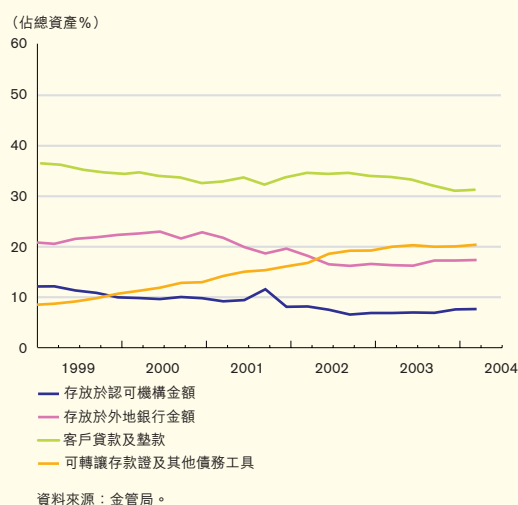
### 3.6 利率風險

銀行大部分計息資產均以浮息為計算基礎，因而減低銀行因利率變化而承受的風險，但利率基準風險會因採用不同參考利率而產生。大多數住宅按揭及私人貸款都參考最優惠貸款利率。最優惠貸款利率與加權平均存款利率的差距（衡量中介息差的指標）在資金成本跌幅較大的情況下擴大（圖3.15），預期會使淨息差擴闊。另一方面，受到住宅按揭市場競爭激烈影響，新造按揭貸款的利率低於最優惠貸款利率的幅度進一步擴大。這個情況對淨息差造成負面影響，而且隨着這些新造貸款在銀行的資產組合內所佔比例逐漸增加，其所造成的負面影響亦會越來越大。

銀行業亦受到同業拆息走勢的影響。同業拆息的變動，可透過以香港銀行同業拆息為基準的貸款（包括銀行同業貸款）直接影響利息收入。鑑於大部分零售銀行的存款基礎龐大，因此它們是銀行同業市場的淨貸款人。3個月香港銀行同業拆息與加權存款利率的差距自2003年第4季以來已跌至極低水平，相信是令淨息差收窄的其中一個因素（圖3.16）。

為取得較高回報，銀行逐漸增加債務證券的投資（圖3.17）。此舉雖然對利息收入有幫助，但可能會使銀行承受債市波動風險，而近月由於利率前景不明朗，債市的波幅有所增加。

**圖 3.17**  
零售銀行資產組合



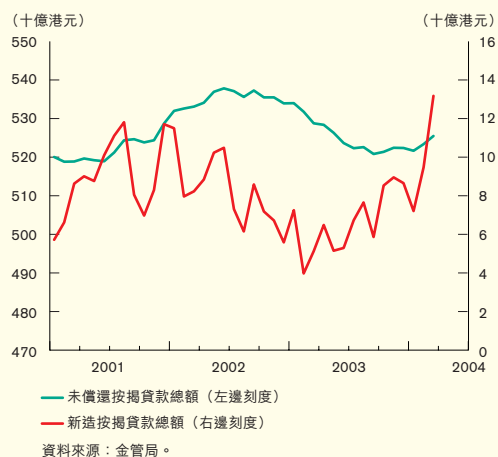
**表 3.C**  
按經濟用途分類的貸款

	按季變動(%)				佔總額(%) 3/04
	6/03	9/03	12/03	3/04	
在香港使用的貸款 <sup>1</sup>	-0.3	-1.5	0.9	0.3	
其中：					
貿易融資	6.2	-1.5	3.0	6.4	5.9
住宅按揭貸款 <sup>2</sup>	-1.4	-1.0	-0.3	0.1	34.0
製造業	4.9	3.1	3.1	5.4	4.7
運輸及運輸設備	1.7	2.8	3.8	-3.3	5.9
電力、氣體燃料及電訊 <sup>3</sup>	2.7	-26.1	9.9	不適用	不適用
電力及氣體燃料 <sup>3</sup>				不適用	1.2
資訊科技 <sup>3</sup>				不適用	1.1
建造業、物業發展與投資	-1.3	-2.2	-1.1	-1.5	19.6
批發及零售業	-0.5	-5.4	-3.1	2.5	5.4
與財務及金融有關公司 <sup>4</sup>	2.8	7.3	5.8	4.3	8.5
證券經紀	-5.5	10.0	12.3	6.0	0.6
信用卡透支	-1.3	1.0	4.7	-4.8	2.6

註： 1. 包括貿易融資貸款。  
2. 住宅按揭貸款包括「居者有其屋」計劃、「私人機構參建居屋計劃」及「租者置其屋計劃」單位的貸款。  
3. 部分貸款由2004年3月起重新分類。  
4. 提供予金融企業的貸款指對投資公司、保險公司、期貨經紀及財務公司的貸款。

資料來源：金管局。

**圖 3.18**  
住宅按揭貸款：新批貸款與未償還總額



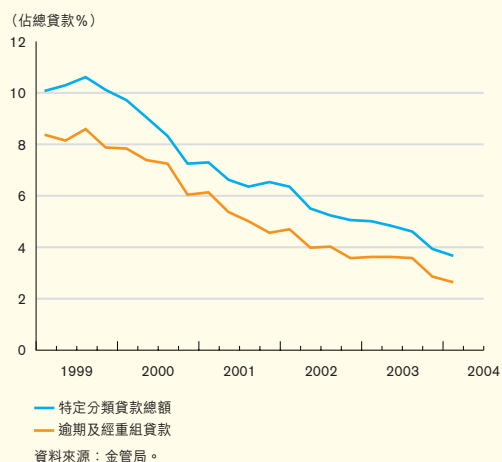
### 3.7 信貸風險

#### 信貸風險

與物業有關的貸款額約佔本地貸款總額的54% (表3.C)。2004年第1季未償還住宅按揭貸款總額微升。雖然新造住宅按揭貸款大為增加，但相對於未償還貸款總額的規模仍然很小 (圖3.18)。這部分反映樓價下跌的估值效應。<sup>11</sup> 對建造業、物業發展及投資的貸款減少，是因為投資支出及建造業的復甦步伐緩慢。貿易融資貸款在2003年第3季曾一度下跌，但在第4季開始顯著回升。由於股市交投活躍，提供予證券經紀以及與財務及金融有關公司的貸款 (特別是有關認購股份的貸款) 亦上升。

<sup>11</sup> 這部分反映二手市場交易增加，而這些交易涉及償還在較早前平均物業價格較高的期間批出的按揭貸款。償還這些按揭貸款抵銷了相應以較低估值批出的新造按揭貸款。

**圖 3.19**  
零售銀行資產質素指標

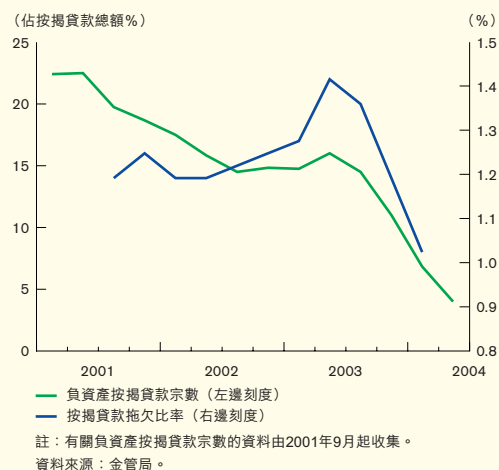


### 資產質素

經濟情況好轉及物業價格回升令資產質素受惠。2004年第1季特定分類貸款以及逾期及經重組貸款兩者佔貸款總額的比例均繼續下跌(圖3.19)。

與家庭環節貸款有關的信貸風險相信已減低。尤其物業價格上升會對家庭的財政狀況有正面影響。其中負資產住宅按揭貸款宗數減少至低於2003年初的高峰的一半。破產宗數亦顯著減少。儘管名義薪金增長表現呆滯，但預期就業情況改善會提高銀行客戶貸款的質素。按揭貸款拖欠比率在2004年4月下跌至0.66%(圖3.20)，信用卡應收帳款撤帳比率在2004年第1季亦進一步下降(圖3.21)。

**圖 3.20**  
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率



**圖 3.21**  
破產宗數及受訪認可機構信用卡撤帳比率

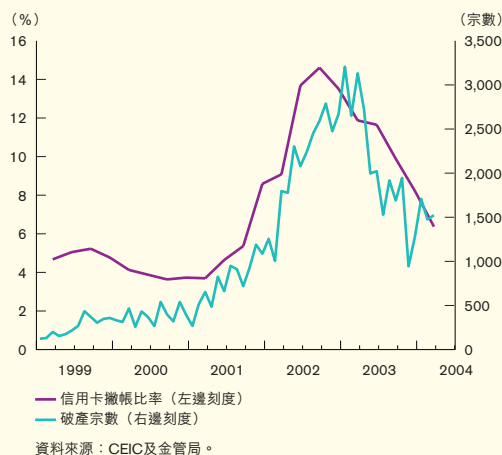
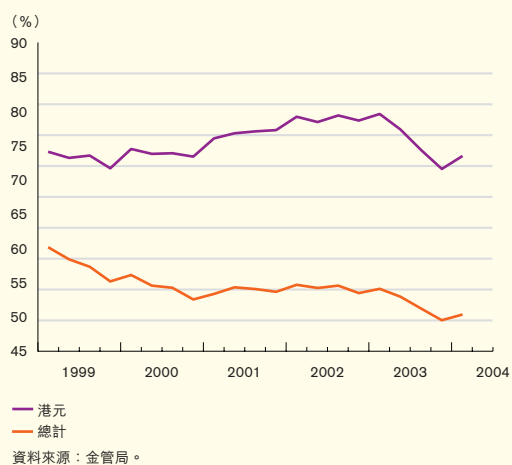


圖 3.22  
零售銀行貸款與存款比率



### 3.8 流動資金

2004年第1季零售銀行平均流動資金比率為44.8%，遠高於25%的最低要求。銀行存放於外地銀行的淨額及持有的債券（兩者均為流動性相對較高的資產）分別佔零售銀行總資產的13%及25%。於2004年第1季，零售銀行港元貸款與存款比率處於73%的低位，反映銀行體系流動資金相當充裕（圖3.22）。

### 3.9 外匯持倉

雖然所有認可機構合計的淨外匯持倉（包括現貨及遠期）已從2003年5月底980億港元的高位回落，但於2004年3月底仍處於570億港元的高水平。

表3.D列載銀行體系的主要表現指標。

**表 3.D**  
**銀行體系的主要表現指標<sup>1</sup>(%)**

	3/03	12/03	3/04
<b>利率<sup>2</sup></b>			
1 個月香港銀行同業拆息	1.31	0.12	0.07
3 個月香港銀行同業拆息	1.33	0.24	0.08
最優惠利率與 1 個月香港銀行同業拆息的差距	3.69	4.88	4.93
最優惠利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距	3.67	4.76	4.92
<b>零售銀行</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>3</sup></b>			
存款總額	-0.9	4.2 <sup>r</sup>	-1.1
港元	-1.1	3.9	-2.6
外幣	-0.5	4.5	1.3
貸款總額	0.3	0.7	0.6
在香港使用的客戶貸款 <sup>4</sup>	0.2	0.5	0.3
在香港境外使用的客戶貸款 <sup>5</sup>	4.3	6.5	12.4
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	8.5	5.1	-3.3
所持可轉讓債務工具	4.1	5.0	2.8
<b>資產質素<sup>6</sup></b>			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	88.49	89.53 <sup>r</sup>	90.07
需要關注貸款	6.47	6.53 <sup>r</sup>	6.26
特定分類貸款(總額) <sup>7</sup>	5.03	3.94 <sup>r</sup>	3.66
特定分類貸款(淨額) <sup>8</sup>	3.52	2.78 <sup>r</sup>	2.62
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	3.64	2.87 <sup>r</sup>	2.62
不履行貸款 <sup>9</sup>	4.03	3.17	2.92
<b>盈利<sup>10</sup></b>			
壞帳支出佔平均總資產的比率	0.27	0.28 <sup>r</sup>	0.01
淨息差	1.98	1.91	1.67
成本與收入比率	37.5	38.6 <sup>r</sup>	38.0
<b>流動資金比率<sup>11</sup></b>	45.7	46.1	44.8
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	1.11	0.86	0.70
信用卡應收帳款			
拖欠比率	1.25	0.92	0.78
撇帳率 — 按季年率計(經調整) <sup>12</sup>	11.82	8.19	6.34
— 本年度截至該日止以年率計數字	12.35	10.02	6.34
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率(綜合)</b>	15.9	15.3 <sup>r</sup>	16.2

註：

<sup>1</sup> 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。

<sup>2</sup> 季度平均數。

<sup>3</sup> 季度變動百分比。

<sup>4</sup> 在香港使用的貸款及貿易融資貸款。

<sup>5</sup> 包括「其他」（即沒有指定用途的貸款）。

<sup>6</sup> 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。

<sup>7</sup> 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。

<sup>8</sup> 已扣除特殊準備金。

<sup>9</sup> 利息已記入暫記帳或已停止累計利息的貸款。

<sup>10</sup> 本年度截至該日止以年率計數字。

<sup>11</sup> 季度平均數。

<sup>12</sup> 由於某些撇帳額不會在往後的季度再次出現，因此以年率計算時不宜包括在內。本年度截至該日止以年率計數字並無作出類似調整。

<sup>r</sup> 數字經修訂以反映最新作出的調整。

## 4. 前景、風險及不明朗因素

### 前景、風險及不明朗因素

主要在美國、中國內地及日本帶動下，全球經濟增長預期會在今年加快。預測通脹率會維持在低位，部分原因是全球利率開始回升至比較中性的水平。本港方面，出口增長及本地物業價格回升將推動本地需求，帶動香港經濟持續復甦。雖然如此，經濟前景仍會受到多項風險因素影響，其中主要包括美國與中國內地收緊貨幣政策、油價上升及市場對美元的看法。

#### 4.1 全球前景

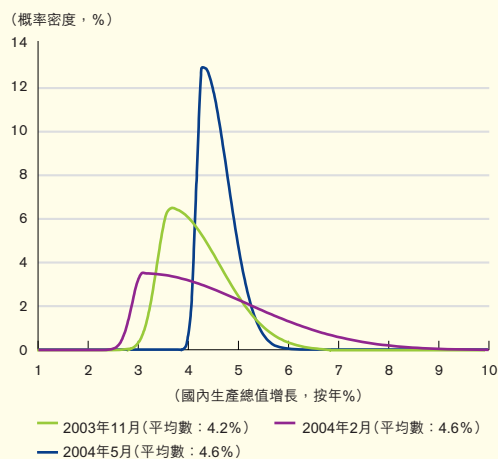
由於美國、中國內地及日本的經濟增長較預期強勁，促使多邊組織及私人機構均向上調整對2004年全球經濟增長的預測。國際貨幣基金組織(基金組織)在2004年4月的預測中估計，全球經濟增長率會由2003年的3.9%上升至2004年的4.6%，2005年則為4.4%。美國的經濟增長率預測會由2003年的3.1%加快至2004年的4.6%，但在2005年則減慢至3.9% (表4.A)。日本方面，預測2004年的經濟增長率會上升至3.4%，而中國內地在2004年的經濟增長率會略為放緩至8.5% (但仍屬於高水平)。預期增長最緩慢的地區為歐元區，預測增長率會由2003年的0.5%升至2004年的1.7%。最新的《共識預測》顯示，美國與日本面對的風險愈趨平衡(圖4.1及4.2)。

表 4.A  
主要經濟體系的增長預測

	共識預測		國際貨幣基金組織		經濟合作及發展組織	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
美國	4.6	3.8	4.6	3.9	4.7	3.7
歐元區	1.6	2.0	1.7	2.3	1.6	2.4
日本	3.1	1.8	3.4	1.9	3.0	2.8

資料來源：《共識預測》(2004年5月)、國際貨幣基金組織(2004年4月)與經濟合作及發展組織(2004年5月)。

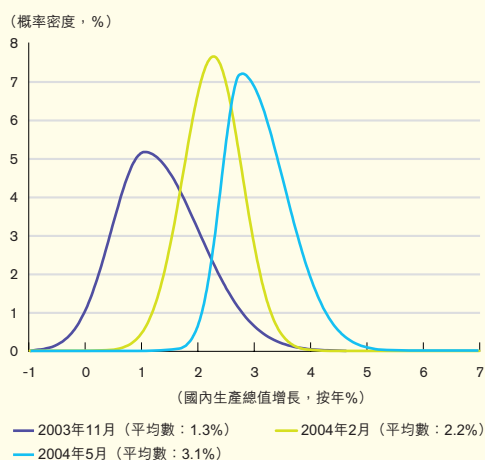
圖 4.1  
美國：2004年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字推算。



圖 4.2  
日本：2004年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字推算。

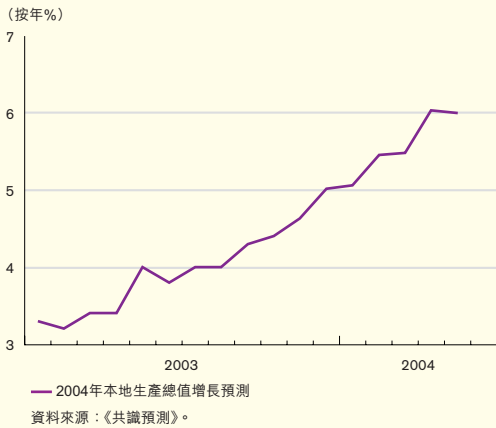
寬鬆的貨幣政策及股市上揚將成為全球經濟復甦的主要動力。股價上揚令私營機構及消費者均受惠，因為企業的融資成本得以降低的同時，投資者的財富亦得以增加。與2003年下半年的情況一樣，預期投資支出（特別是機器設備及電腦軟件的投資支出）會迅速增長。至於亞洲區的較小規模開放型經濟體系，預期出口會繼續穩健增長，而內部需求在帶動經濟增長方面亦會越見重要。

全球消費物價通脹率預期會上升（但升幅不會很大），部分原因為全球的強勁需求及石油市場的地緣政治風險，使2002及2003年的能源及商品價格大幅上升。期貨合約顯示石油價格將會回落，但短期內仍然會處於高位（見專題4）。根據基金組織的最新預測，美國的消費物價通脹率會在2004年第4季升至2.7%，然後在2005年第4季回落至2.1%。中國內地的消費物價通脹率預期會在今年升至3.5%，然後在明年回落至3.0%。日本方面，預計其消費物價變動幅度在直至2005年底前均會貼近零。

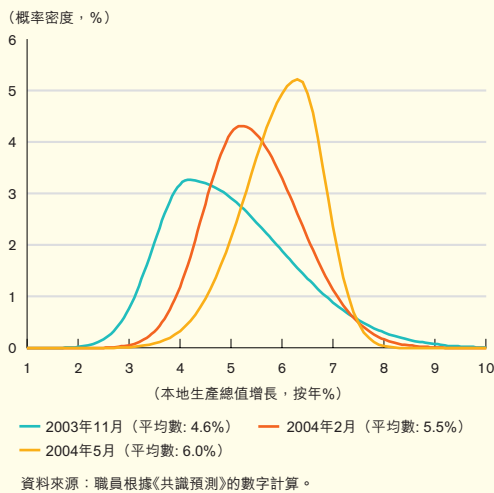
金融市場預期多個主要經濟體系，包括美國、英國及中國內地都會在今年調高利率。美國的長期利率自3月中以來已上升約100個基點，美元（按貿易加權計）自2月中以來亦升值約3.5%，顯示美國的貨幣狀況已見收緊。

## 4.2 本地前景

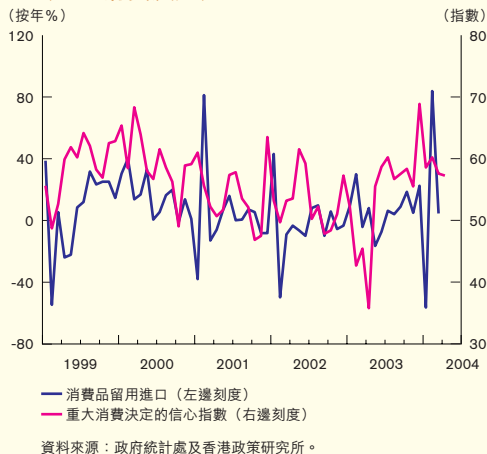
**圖 4.3**  
香港：經濟增長的共識預測



**圖 4.4**  
香港：2004年增長預測概率分布



**圖 4.5**  
消費品的留用進口及消費信心  
(重大消費決定)

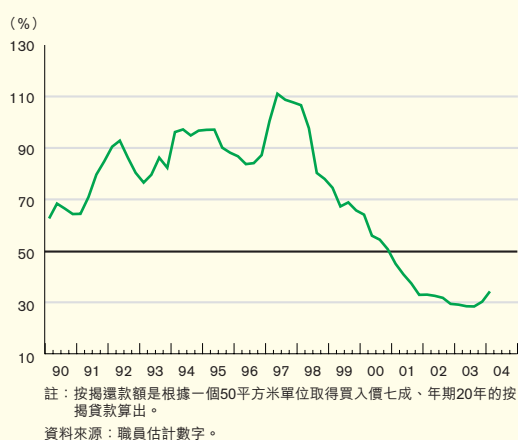


香港經濟前景良好(圖4.3及4.4)。預期的全球經濟及貿易增長會有助香港出口，特別是內地出口大幅擴張，會使香港的轉口及離岸貿易受惠。本地出口會繼續因為《更緊密經貿關係安排》而獲益，旅遊業收益亦應會持續穩健增長。

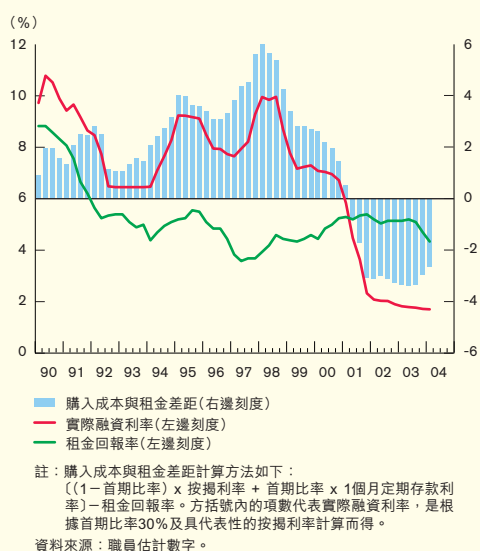
本地需求預計會繼續復甦。香港政策研究所進行的調查顯示，消費者信心自去年秋季經濟復甦後仍然高企。物業價格及股價大幅上升有助提高消費者信心。2004年第1季的留用消費品進口比1年前增加5.4%，反映消費會持續增長(圖4.5)。投資支出的領先指標亦上升。自2003年11月以來，留用原材料及資本貨物進口一直強勁增長，2004年第1季比1年前分別增長33.4%及18.6%。

勞工市場情況改善亦有助支持消費者信心。業務展望按季統計調查結果顯示，除建造業外，所有行業的預期就業人數均會在第2季增加。根據勞工處的職位空缺統計資料，職位空缺數目在2004年第1季末大幅增加至27,572個，比2003年底的數目高61.5%，其中大部分屬私營機構的職位。

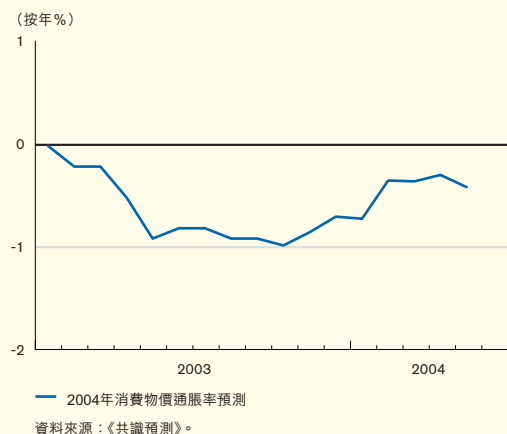
**圖 4.6**  
香港的住屋負擔能力



**圖 4.7**  
購入成本與租金差距



**圖 4.8**  
香港消費物價通脹率的共識預測



自去年7月以來，香港的物業價格顯著回升。由於資產價格具有前瞻性的特質，可反映市場對宏觀經濟及金融發展的預期，因此要評估物業價格增加的走勢會否持續存在困難。不過，多項指標顯示近期物業價格上升大體上與經濟基本因素一致。首先，供款成本仍然處於低位。雖然按揭供款與家庭入息中位數的比率在2004年第1季升至35%，但仍遠低於過去20年間大約的平均比率65%，以及銀行在批出住宅按揭貸款時所遵守的上限50% (圖4.6)。<sup>12</sup>這反映自1997年以來住屋價格相對家庭收入中位數下跌及按揭利率低企。第二，購買單位及繼續供款的成本低於租住單位的成本。購入價與租金差距反映實際融資成本與租金收益的差距。雖然最近幾個季度有關差距略為收窄，但相差的幅度仍顯示購買比租住物業有利 (圖4.7)。

鑑於近期經濟的發展，政府在5月份維持2004年的增長預測於6.0%。最新的《共識預測》亦預期香港經濟在2004年增長6.0%，但顯示實際結果比預期低的可能性較大 (圖4.4)。惠譽國際及標準普爾於5月份再次確認對香港的信貸評級，而惠譽國際另亦將香港的前景由負面調高至穩定。

預期今年通縮壓力會大為減退，基於本地需求回升、港元轉弱導致的進口價格增加、全球商品價格上漲以及中國內地通脹上升。尤其負產量差距收窄會對價格造成上調壓力。此外，物業價格回升應會紓緩租金的跌幅。假設綜合消費物價指數保持在4月份水平，截至2004年7月止的按年變動會高於零 (全年計的按年變動為負0.2%)。最新的《共識預測》預計2004年綜合消費物價指數下跌0.4%，2003年的跌幅則為2.6% (圖4.8)。

<sup>12</sup> 此外，住屋負擔能力可能被低估，原因是這項指標是根據整體人口的家庭入息中位數來編製，因此沒有能力置業的低收入家庭亦包括在內。

### 4.3 不明朗因素及風險

儘管整體經濟前景看好，但外部及本地環境仍存在若干風險。在全球經濟環境方面，美國可能較預期更快加息，調升幅度亦可能較預期大。油價上升壓力持續，可能影響全球復甦的進度（見專題4）。美元可能急跌，中國內地致力令經濟降溫的措施，可能導致經濟硬著陸。雖然預計硬著陸的機會較小，但其對區內造成的影響將會很大。本地方面，樓價回升（儘管從低位回升）亦開始引起關注。

市場廣泛預期，美國未來幾季短期利率將會上升至較中性的水平。目前短期實質利率為負數，但由於目前經濟增長幅度達到4%至5%，通脹亦跟隨上升，因此預計有需要調整貨幣政策以略為減慢增長的步伐。美國過去幾個月發表的強勁數據，已促使金融市場預期首次加息的時間將會提早。目前聯邦基金期貨利率已反映市場預期6月份將會加息25個基點，年底前更會再加75個基點。但有關美國收緊貨幣政策的幅度及頻密程度仍存在不明朗因素。在過去幾次收緊及放寬貨幣政策的過程中，聯邦公開市場委員會調整利率的時間均較金融市場預期快。但目前的情況與上述不同，原因是全球通脹率顯著較低，加上美國失業率下跌未有連帶形成通脹壓力，以及自90年代中以來美國生產力增長有所改善，因此難以估計中性的利率水平。

由於香港實施聯繫匯率制度，美國加息一般都會促使香港利率同步向上，本地消費及投資可能會受打擊。但基於幾個理由，預期美國加息對香港以至區內經濟體系的影響將會有限。首先，金融市場已廣泛預期利率將會在低位作若干調升。第二，與上次在90年代後期收緊貨幣政策時相比，香港及亞洲現處的經濟周期與美國的較接近。加息亦較切合區內現時的經濟環境，並可有助遏抑通脹（對某些亞洲經濟體系的樓價亦可產生降溫作用）。第三，即使美國經濟強勁增長而促使加息幅度大過預期，但由於區內出口的外部需求增加，最少應能抵銷加息對增長造成的部分負面影響。<sup>13</sup>

<sup>13</sup> 見Ha J.及C. Leung (2002)，「美國息率對香港的宏觀經濟影響」(英文版)，《金管局研究備忘錄》，2002年5月，<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM05-2002.pdf>。

銀行體系方面，加息將會透過三方面影響盈利。首先，銀行的資產質素可能被削弱，這是由於大部分貸款都以浮息定價，借款人的還款負擔以至貸款拖欠的風險均會增加。第二，貸款需求將會下跌，影響銀行的利息收入。但由於銀行體系流動資金充裕，淨利息收入或會因貸存息差擴大而受惠。<sup>14</sup>第三，銀行持有的債券增加，令其較容易受債市波動影響，但由於銀行備有較佳的管理利率風險的工具，相信有關影響有限。整體而言，儘管某些銀行的盈利所受的影響可能較其同業大，而實際加息幅度可能大過預期，但銀行體系應有足夠能力應付。

非銀行金融環節方面，去年大量資金流入使其受惠，但全球利率上調將會使新興市場資產的相對價值及吸引力下降，並可能促使投資者按新興市場的基本風險重新定價。此舉可能引發國際投資者重整所持組合，造成資金外流。但在亞洲金融危機過後，區內資本市場已趨向深化發展，在某些程度上應有助減輕本地經濟受到外來資金流向波動所造成的影響。

至於美元前景方面，相信短期內仍受經濟增長及收益率差距所支持。近幾個月美元轉強，扭轉2002年中以來的跌勢，但這將可能令經常帳赤字惡化。中期而言，美元經常帳赤字持續受到關注，加上自2002年起財政赤字急增，可能會影響市場對美元的看法。鑑於美元享有儲備貨幣的地位，雙赤局面能否持續將視乎外來投資者對購買美元資產是否仍感興趣而定。雖然目前沒有太多跡象顯示融資需求方面出現壓力，但經常帳赤字偏高的情況維持愈長，美元便有愈大機會受到投資者情緒轉向打擊。

基於聯繫匯率制度，美元逐漸回落將引致港元兌其他貨幣下跌。由於人民幣亦與美元掛鈎，這亦會促使人民幣匯價向下，從而可能令香港在轉口增加方面受惠。儘管提高競爭力可能為香港出口帶來正面作用，但由於鄰近經濟體系相對美國的競爭力會下降，從而拖慢經濟增長，由此造成的負面影響或會在某程度上抵銷上述的益處。若美國加息的目的是為

<sup>14</sup> 金管局研究顯示，長遠而言有關影響會全面觸及存款與貸款利率。見Peng等(2003)，「利率震盪對銀行體系表現的影響」(英文版)，《金管局研究備忘錄》，<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM07-2003.pdf>。

了遏抑通脹，香港加息將會打擊本地需求。美元急跌對香港的影響將會更大，這包括直接增加美國加息的機會，並減慢全球增長的步伐；另外由於資產價格波動較大，亦會間接對銀行及金融體系造成顯著影響。

對香港與區內經濟體系來說，中國內地硬著陸的風險可能影響更大，其中涉及金融狀況顯著收緊、經濟增長急速放緩及通縮重現。有關方面亦愈漸關注某些經濟環節過熱可能擴展至其他層面，以致形成廣泛的通脹壓力。

內地當局一項要務是訂出收緊貨幣的步伐。一方面收緊貨幣過急會窒礙經濟增長，另一方面若對處理過度的信貸增長及債務累積的反應太慢或不力，日後可能需要以加息對付通脹，屆時對經濟增長造成的打擊可能更嚴重。由於目前投資率偏高令生產能力增加，以致可能對日後價格造成下調壓力，因此這種情況尤其受到關注。另一點要考慮的是，如果現時某些投資是反映對盈利前景過度樂觀的看法，便會使銀行體系現時的不履行貸款問題加劇。

內地收緊貨幣政策及增長放緩，將會從幾方面影響香港，包括緊密的商貿聯繫、內地旅客帶來的收益、投資收益及因中港兩地價格融合而可能令通縮壓力重現。金融體系方面，儘管香港銀行承受內地機構的直接風險較小，但其盈利及資產質素仍可能受到影響。

但相信內地硬著陸的機會應該不大。與上一次在90年代初收緊貨幣時相比，目前的增長及通脹水平顯著較低，市場對人民幣的信心較強，銀行信貸增長亦不如當時般急速。總括而言，預期內地當局的緊縮措施將能成功達致軟著陸及較均衡的增長。這將會減少宏觀經濟的波動及有助維持復甦動力，使香港受惠。

本地風險方面，去年7月以來香港樓價迅速反彈，已引起有關方面關注這種升勢背後是否有足夠的因素支持，若然沒有的話，則銀行體系能面對多少與樓價逆轉有關的風險。我們難以估計住房價格的合理價值，但有幾項指標顯示住屋負擔能力仍維持在歷史高位，而去年中以來樓價上升是反映樓市



低潮時樓價可能因過度調整而跌至低位，樓價反彈只是從低位回升的表現而已。

從銀行體系的角度而言，樓價回升有助減少負資產按揭貸款數字，從而提高銀行的資產質素。此外，目前沒有太多證據顯示銀行過度承受樓市的風險。2004年第1季與物業有關貸款(包括住宅按揭貸款及物業發展與投資貸款)僅錄得溫和的升幅，其佔總貸款的比例亦沒有太大變動，僅略為高於50%。但根據過往經驗，樓價往往會過度調整。若樓價繼續急升，以致脫離經濟基本因素，便可能形成另一個明顯的調整周期，對銀行體系的盈利及資產質素均造成影響。

雖然經濟基本因素普遍維持良好，但香港金融市場仍有可能對外部發展(如美國收緊貨幣的力度較預期強及內地進行宏觀經濟調整)有過度反應。這種風險似乎不大，但在極端的市況下，金融市場的短期波動可能會影響香港的貨幣與金融穩定，而這可能令香港利率與美國利率相比的折讓，扭轉成為溢價。

總括而言，自12月份《貨幣與金融穩定情況半年度報告》以來，香港及亞洲區內經濟環境已見改善，通縮壓力亦漸減退。雖然經濟復甦原先由出口帶動，但有更多跡象顯示復甦層面已漸擴大，使本地需求增長回升。區內仍高度倚賴外部需求，並備受美國或內地經濟放緩的影響，但相信美國或內地增長步伐突然減慢的機會不大，因此香港貨幣及金融穩定所受的風險應該有限。

## 專題 4 石油漲價對香港的影響

圖 B4.1  
西德州中級原油現貨及期貨價

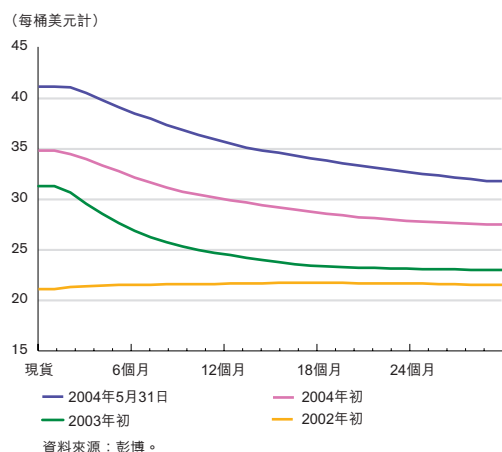


圖 B4.2  
美國原油存量

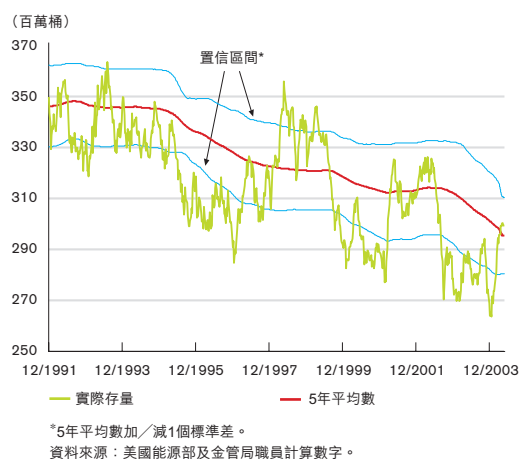


表 B4.A  
全球石油需求 (每日百萬桶)

	需求		年度變動	
	2004*	2002	2003	2004*
北美	25.0	0.15	0.48	0.39
歐洲	15.5	-0.15	0.14	0.24
亞洲	23.0	0.35	0.86	1.01
其中：中國	6.2	0.27	0.55	0.75
其他	17.1	-0.16	0.17	0.31
全球	80.6	0.19	1.65	1.95

\*預測

資料來源：國際能源總署。

石油價格由2002年1月每桶約19美元，顯著升至2004年5月的38美元<sup>15</sup>。期貨合約反映石油價格將會下跌，但仍維持於每桶30美元以上的水平(圖B4.1)。油價飆升是供求因素所致。首先，全球經濟(尤其耗油量龐大的美國及中國內地)增長強勁增加對石油的需求。根據國際能源總署統計，全球石油需求量的增長幅度由2002年每日20萬桶，跳升至2003年每日170萬桶；全球石油存量則降至較低水平(見圖B4.2有關美國石油存量的資料)。該組織預計，今年全球石油需求量的增長幅度將達到每日190萬桶(表B4.A)。第二，地緣政治持續緊張影響全球石油供應，並促使多個國家(尤其美國)增加策略性石油儲備。第三，由於預計今夏季節性需求將會減少，石油輸出國組織於2004年初調低生產目標。

油價高企對香港的影響主要透過以下渠道傳遞：出入口價格對供求的影響及通脹。由於香港倚賴石油入口，因此實質收入及支出會因貿易條件變差(入口價格上升)而減少。油價上升相信對供應方面的影響會較輕微，原因是香港屬於服務業為主的經濟體系，製造業所佔比重較小。進口需求將會減少，反映本地需求下降，但出口的跌幅可能較大，原因是地區及全球經濟增長放緩<sup>16</sup>，最終令淨出口下降。油價上升亦會刺激通脹，其中包括直接影響消費物價指數的能源部分，並可能因消費者為了抵銷生活成本上升而要求提高工資，間接影響勞工收入。其他影響包括：貿易平衡惡化(主要是石油支出較大)；股價亦可能下跌，尤其若美國與其地區收緊貨幣政策，出現這種情況的機會更大。

<sup>15</sup> 根據英國布蘭特、杜拜及西德州中級原油現貨價的算術平均數。

<sup>16</sup> 根據國際貨幣基金組織的估計數字，假設因應通脹上升的情況而收緊貨幣政策，油價持續上升每桶5美元將會令未來兩年相對基數的全球產量減少0.3個百分點，因此2002年至2004年5月期間油價上升一倍，可能使全球產量減少約1.0%。另一方面，若貨幣政策並無反應，影響幅度則會減半。見Robinson, D. 等(2000)，「油價上升對全球經濟的影響」，國際貨幣基金組織。



根據金管局的估計數字，油價在2002至2004年期間的漲幅可能令香港的實質本地生產總值減少約1%。由於油價的漲幅大部分是反映全球需求增加，因此香港勞工收入及出口的增加將會抵銷部分影響。估計油價上升對綜合消費物價指數的直接影響約為0.4個百分點，反映能源所佔比重較小(少於1個百分點)。這些影響部分已於去年被消化，但今年的經濟增長亦可能會受到影響。整體而言，油價高企對香港經濟復甦進度的影響應不會太大。

