

貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2006年6月

概論

香港經濟復甦進入第3個年頭，並且仍然保持增長穩健及通脹輕微的特點。2006年第1季的實質本地生產總值按季增長2.4%，按年增長8.2%。失業率於4月底降至5.1%，是56個月以來的最低水平。按年通脹率為1.9%。

展望今年下半年，經濟前景繼續正面。共識預測平均估計2006年全年實質經濟增長為5.3%，通脹率為2.3%。

帶動實質經濟持續增長的因素包括有利的外圍環境，以及穩健的本地消費與投資需求。本地出口及轉口均受惠於香港主要貿易夥伴(尤其美國、中國內地及日本)的持續增長。儘管貨幣狀況普遍收緊及能源價格高企，但共識預測與國際貨幣基金組織均認為今年下半年上述經濟體系將會持續增長，為本港經濟帶來支持。就業人數及工資上升帶動家庭收入增加，應可繼續刺激本地消費；同時，未來需求會增長的預期，應可維持穩健的固定資產投資。

過去3年通脹逐漸微升，但大部分升幅是租金所致，而後者很受地產市場的變化影響。預期租金仍會進一步影響通脹，但若物業價格回穩，具體影響應該比較溫和。

貿易商品及非貿易商品(不包括租金)價格微升，顯示租金上升對其他貨品及服務的通脹無甚影響。此外，儘管名義工資上升，但勞工生產力增長強勁有助降低單位勞工成本。因此，預料中期的整體通脹壓力將仍然受到遏抑。

預測的基準情形表明，本港經濟將會維持強勁的增長，但不明朗因素逐漸增加，可能令香港日後的貨幣狀況波動更大。這些因素主要源自外圍環境，尤其包括美國收緊貨幣政策的路向、近期內地經濟過熱的風險引起的關注，以及內地當局先發制人採取降溫的對策。在聯繫匯率制度下，若全球貿易失衡的情況逆轉，對美元兌主要貨幣的匯率造成的影響亦會擴及香港。然而，正如第4章指出，相信這類外圍因素對本港經濟的影響會互相抵銷，以致整體影響不會很大。

本報告亦載有對銀行體系表現的詳細分析，作為金管局整體評估本港貨幣及金融穩定的一部分。分析顯示銀行體系過去一年的整體盈利改善，受惠於非利息收入增加及淨息差略為回升。分析亦指出，近年在物業價格回升下，銀行貸款業務的質素有所改善，私營企業的財政穩健狀況亦加強。

第3章摘述一項有關本港商業銀行效率的研究的結果。該研究顯示商業銀行的效率自爆發亞洲金融危機以來一直下降，這種趨勢維持至2003年才回升，反映近年銀行進行結構性調節已開始收效。

總括而言，根據今年下半年的宏觀經濟發展前景，以及銀行體系的穩健情況，香港具備主要條件繼續維持貨幣及金融穩定，但仍須提高警覺，留意市場波動超出預期時而帶來的風險。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2006年6月

目錄

1. 全球及區內環境	5
外圍環境	5
1.1 美國	5
1.2 歐元區及英國	10
1.3 日本	11
1.4 亞洲區內其他經濟體系（不包括中國內地）	12
中國內地	14
1.5 產出、增長及通脹	14
1.6 貨幣狀況及資產價格	15
1.7 政策回應	17
貨幣及金融狀況	20
1.8 利率	20
1.9 匯率	21
1.10 股票市場	21
2. 本港經濟	22
需求	22
2.1 整體需求	22
2.2 本地需求	22
2.3 對外貿易	24
產出及供應	25
2.4 產出	25
2.5 勞工及生產力	25
物價及工資	27
2.6 勞工成本	27
2.7 商品及進口價格	27
2.8 消費物價	28
資產市場	30
2.9 股票市場	30
2.10 物業市場	31
公共財政	33
2.11 公共財政	33
3. 貨幣及金融環節	35
匯率、利率及貨幣發展	35
3.1 匯率及利率	35
3.2 貨幣基礎及支持比率	36
3.3 貨幣及信貸總額	38
3.4 資金流向	39
銀行業的表現	40
3.5 盈利及資本額	40
3.6 流動資金及資金來源	45
3.7 利率風險	47
3.8 信貸風險	48
3.9 外匯持倉	51
4. 前景、風險及不明朗因素	55
4.1 全球前景	55
4.2 本地前景	57
4.3 不明朗因素及風險	59
專題 1 新興市場資金流入的逆轉風險及其對香港的潛在影響	7
專題 2 模擬內地經濟波動對香港的影響	18
專題 3 消費物價指數新數列	29
專題 4 香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的負差距對宏觀經濟的影響	37
專題 5 香港商業銀行的效率	42
專題 6 探討香港私營企業的財政穩健程度	52
詞彙	

1. 全球及區內環境

外圍環境

儘管油價再度上升，以及主要經濟體系進一步收緊貨幣政策，但全球經濟回升的力度在2006年初開始加強。良好的全球經濟狀況支持大部分東亞經濟體系的增長動力。近期有跡象顯示區內的整體消費開支增長變得更加穩定及強勁，反映帶動增長的因素增加。

1.1 美國

美國經濟增長在2005年第4季短暫放緩後，在2006年第1季上升至5.3%。這主要是由個人消費及商業投資增長大幅反彈帶動。政府開支增長轉為正數，出口增長進一步上升。然而，由於進口增長強勁，淨出口對國內生產總值增長的貢獻繼續錄得負數(圖1.1)。¹ 部分由於住房市場降溫，建屋量增長繼續放緩。展望未來，儘管能源及商品價格持續高企，以及連番加息的效應開始顯現，預期增長會放緩，但調查指標顯示經濟會繼續穩步擴張(表1.A)。

圖 1.1
美國：各組成部分對國內生產總值增長的貢獻

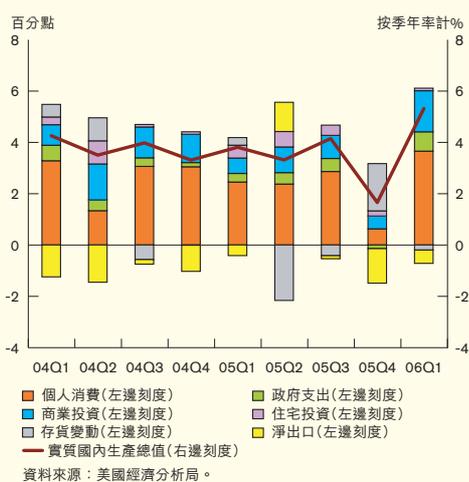


表 1.A
美國：經濟活動月度指標

	12月	1月	2月	3月	4月
製造業採購經理指數	55.6	54.8	56.7	55.2	57.3
非製造業採購經理指數	61.0	56.8	60.1	60.5	63.0
工業生產 (按3個月%)	1.3	1.8	2.0	1.3	1.3
耐用品訂單 (按3個月%)	7.0	4.0	0.8	-1.3	1.2
非國防資本貨品訂單， 不包括飛機 (按3個月%)	2.4	2.4	3.6	4.0	2.9
零售貨值 (按3個月%)	0.5	2.2	2.7	3.2	1.9
實質個人消費開支 (按3個月%)	0.2	1.3	1.6	1.3	0.8
實質除稅後收入 (按3個月%)	1.3	1.7	0.9	0.5	0.3
非農業職位就業人數變動 (以千計)	145	154	200	175	126
失業率 (%)	4.9	4.7	4.8	4.7	4.7
消費者信心指數					
會議局	103.8	106.8	102.7	107.2	109.6
就業前景 ¹	0.8	6.7	7.2	7.9	9.5
密歇根州大學	91.5	91.2	86.7	88.9	87.4

註 1：預期有大量職位空缺的指數減去預期職位難求的指數。
資料來源：彭博。

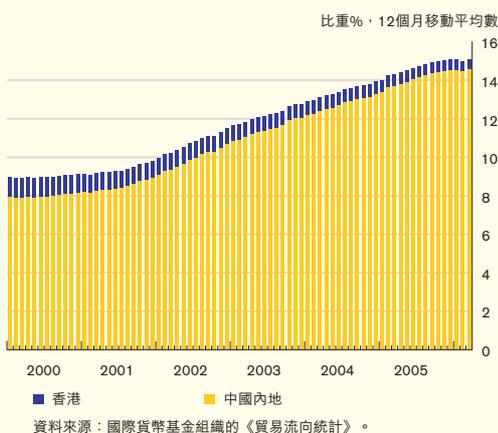
¹ 除另有說明外，就美國、歐元區、英國、日本及不包括日本的亞洲區(不計中國內地)而言，所有季度變動百分比都是以年率計，並經季節因素調整。

圖 1.2
美國：設備使用率及失業率



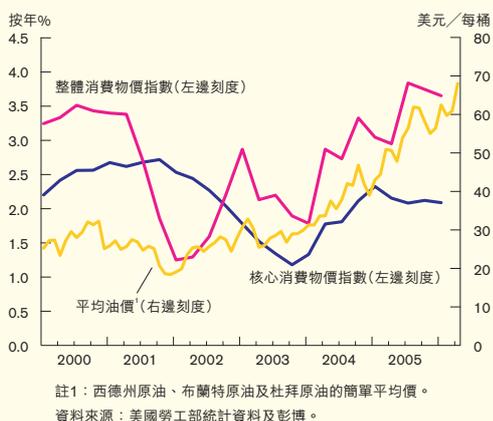
個人消費在2005年第4季增加0.9%後，在2006年第1季增加5.2%，消費開支得到勞工市場狀況改善及住戶收入增加支持。失業率在今年頭4個月一直維持在4.7%的4年低位，而平均時薪的增長保持強勁（圖1.2）。然而，4月份的零售貨值增長低於預期，近期石油價格急升也促使密歇根州大學的消費者信心指數轉弱。利率上升及住房市場降溫會對未來的消費開支造成壓力，也是令人關注的情況。另一方面，固定商業投資在2006年第1季增長13.1%。由於工業活動增加，設備使用率在4月份升至81.9%的高位。主要指標顯示經濟增長會擴展至更廣泛的層面，4月份的ISM製造業及服務業採購經理指數錄得較預期為佳的增長。

圖 1.3
美國：中國內地與香港佔美國商品進口總額的比例



美國貿易逆差繼續擴大，但在2006年第1季出乎意料收窄。受惠於歐亞地區強勁增長及美元轉弱，出口總額穩步增長。加上石油進口開支稍為下跌，貿易赤字佔國內生產總值的比例由2005年第4季的破記錄高位6.2%，回落至2006年第1季的6.0%。中國內地及香港在商品進口總額中所佔比例近月維持不變，按12個月滾動方式計約為15%（圖1.3）。

圖 1.4
美國：平均油價及核心消費物價指數



通脹保持溫和。迄今能源及商品價格急升對通脹的影響有限。儘管整體消費物價指數及私人消費開支按年通脹率維持在高位，在過去兩季分別為3.7%及3.0%，但核心通脹仍然保持穩定，約為2.0%（圖1.4）。由於生產力增長在2006年第1季回升，因此與對上一季比較，單位勞工成本增長下跌。然而，能源及商品價格上升、設備使用率位於高水平，以及勞工市場緊張，都可能令通脹壓力加劇。惟應注意，儘管美國目前的經濟表現良好，但仍有風險存在。與經濟增長及通脹前景有關的風險及不明朗因素會在第4章討論，而專題1載有有關新興市場資金流入逆轉的潛在影響。

專題 1

新興市場資金流入的逆轉風險及其對香港的潛在影響

圖 B1.1
新興市場國債收益息差



資料來源：JP摩根。

圖 B1.2
新興市場及美國政府債券收益率



資料來源：彭博及JP摩根。

全球貨幣狀況收緊及美元貶值令人關注到其對金融資產價格及跨境資金流向的影響，尤其是在新興市場信用息差異常狹窄的情況下，這個問題特別值得深思。近期流入新興市場的私人資金增加，主要反映組合投資及與銀行體系有關的資金流向增加，倘若出現流動資金緊絀及風險溢價上升的情況，便可能令資金流向迅速逆轉。由於資本市場活動愈趨全球化，新興市場金融資產價格的任何不利變動，均可能影響香港的貨幣及金融狀況。

新興市場信用息差異常狹窄

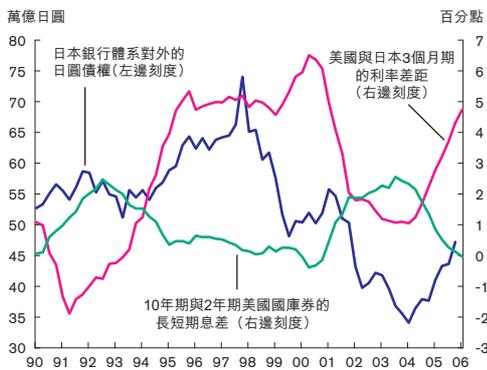
自美國步入當前的貨幣緊縮周期以來，長短期息差收窄已減低了套息交易（借入短期資金，然後投資於長期資產）的獲利機會。² 這導致大量資金流入收益較高的新興市場證券，因而令其國債的收益息差降至歷來最低水平（圖B1.1）。

儘管債券息差收窄部分反映新興市場信貸質素改善，但全球流動資金進一步收緊，或會觸發新興市場的證券被拋售。³ 近年美國與新興市場的長期利率有很強的同步關係。但兩者從2005年中開始卻背道而馳（圖 B1.2）。新興市場信用息差收窄增加了資金流向逆轉的風險，尤其若風險溢價未能充分反映有關政府的財政實力，情況更甚。事實上，近期美國的長期利率上升，已引發一些投資在新興市場債券的平倉活動，導致新興市場債券指數(EMBI+)的債券收益率自3月以來上升70基點，至約7%。

² 10年期與2年期國庫券的長短期息差由2003年中的270基點，大幅下跌至2006年中的10基點。

³ 國際貨幣基金組織的研究顯示，近年全球流動資金狀況（以3個月美元利率衡量）對新興市場債券息差的影響會較90年代大。詳情請參閱2004年4月的《全球金融穩定報告》。

圖 B1.3
日本銀行體系對外債權、長短期息差及利率差距

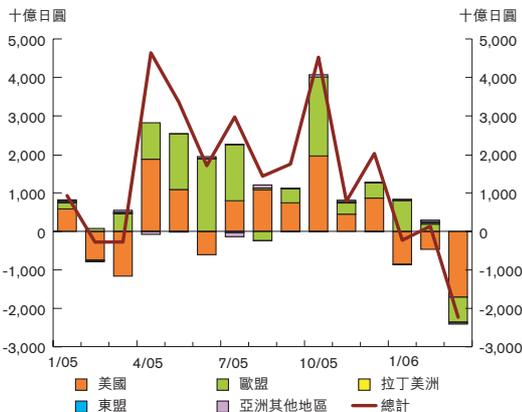


資料來源：日本銀行及彭博。

套息活動

以套息交易借入的資金進行跨境投資的情況趨升，進一步增加了流入新興市場的資金逆轉的風險。平坦的收益率曲線及先進國家之間大幅度的息差，促使一些國際投資者利用套息交易增加收益，透過借入收益較低的貨幣，投資於收益較高的貨幣或證券。由於日本的利率水平超低，日圓被不少國際投資者用作資金來源，投資在以美元計值的新興市場資產，當中包括債券，因其收益高於日本及美國的債券。有關以日圓套息交易所借入的資金及其流向的資料不多，但我們可以用一些相關指標來衡量。⁴ 例如，日本銀行體系的對外債權（以日圓計值）由2004年第2季（其時美國聯儲局開始收緊貨幣政策）的36萬億日圓，顯著上升至2005年第4季的47萬億日圓。以往的發展顯示，日圓套息交易的增長（反映在國外的日圓借款）與美日息差有正向關係，而與美國長短期息差則有反向關係（圖 B1.3）。

圖 B1.4
日本投資者購入外幣資產淨額



資料來源：日本財務省。

預期美日息差收窄及日圓轉強，可能導致部分日圓套息交易被平倉。繼3月份日本結束定量寬鬆的貨幣政策後，長期利率及長短期息差已顯著上升。⁵ 此外，日本投資者最近已由淨購入外幣資產（尤其是美國證券）變為淨沽出（圖B1.4）。迄今新興市場的國債收益息差維持在較低水平，反映該金融市場所受的影響有限。但若風險溢價急升，令大量資金從新興市場撤走，便可能引發日圓套息交易大舉平倉，這將對金融資產價格造成重大影響。⁶

對香港的影響

香港資金自由進出，與全球金融市場有着緊密聯繫，因此若國際資金突然逆轉，可能會影響本地資產價格。有些人擔心若新興市場息差逆轉及與日圓相關的套息交易被平倉，會對本地資本市場造成重大衝擊。

⁴ 大多數日圓套息交易都在離岸及場外進行，因此並無官方估計數字。

⁵ 在2月底至4月底期間，10年期日本政府債券收益率上升30基點，至1.9%；與此同時，10年期與2年期日本政府債券的長短期息差擴大14基點。

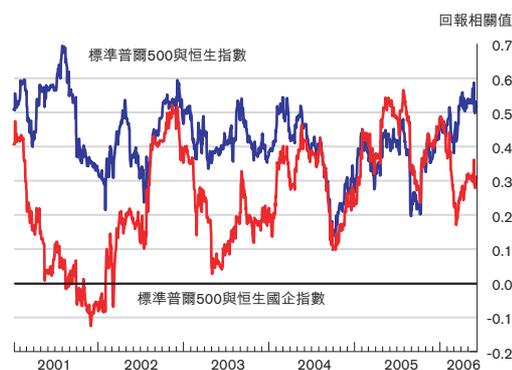
⁶ 在1998年，俄羅斯債務危機導致新興市場收益息差急升，結果引發大量日圓套息交易被平倉，令日圓匯價在兩個月內上升20%。

表 B1.A
亞洲經濟體系的財政實力¹

	財政結餘 (佔國內/ 總值%)	經常帳 差額 (佔國內/ 總值%)	短期對 外負債 (佔 出口%)	外匯儲備 (十億 美元)	銀行體系 不良貸款 (佔總 貸款%)	信貸評級 (標準 普爾)
香港	1.0	11.1	不適用	127.0	1.4	AA-
南韓	0.3	2.1	23.6	223.0	1.0	A-
新加坡	0.2	28.5	不適用	127.9	3.8	AAA
台灣	-4.9	4.6	不適用	259.0	2.5	AA-
印尼	-0.8	1.1	23.0	42.8	8.3	B+
馬來西亞	-3.1	15.2	12.4	73.4	5.7	A-
菲律賓	-3.6	2.3	23.5	20.8	8.4	BB-
泰國	0.0	-2.1	8.4	57.2	8.2	BBB+

註1：表內為2005年數據或最新估計數字。
資料來源：彭博、CEIC及職員估計數字。

圖 B1.5
股價回報的相關值¹



註1：回報相關值是根據90日滾動窗計算。
資料來源：彭博及職員估計數字。

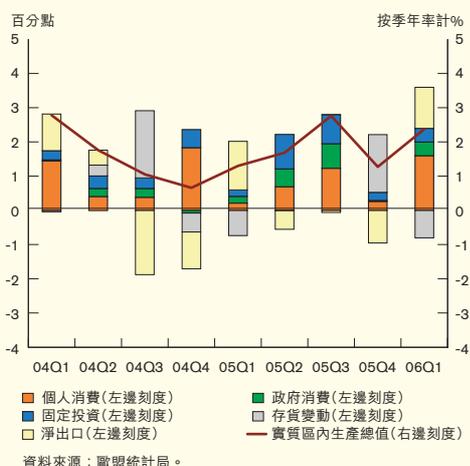
儘管大部分新興市場(尤其拉美及東歐)債券的息差已降至歷來最低位,亞洲債券的息差仍保持接近過往的平均水平。除印尼及菲律賓外,亞洲其他新興經濟體系(包括香港)由於信用息差相對穩定及並不倚賴國外融資,因此較少受到風險溢價上升的影響。此外,香港擁有穩健的銀行體系及雄厚的財政狀況(政府並無外債),其受到連鎖效應影響的風險不大(表B1.A)。事實上,1998年底以來亞洲及拉美債券的息差的相互關係已告下降,反映投資者逐漸區分兩者的風險。

香港與內地金融緊密聯繫,也可能紓緩全球流動資金緊絀所帶來的負面影響。⁷ 首先,部分外資投資在香港股市掛牌買賣的內地企業股票。這類股票的價格對內地經濟前景變動的反應,往往較對全球金融狀況的變動為大。如恒生國企指數與標準普爾500指數的相關值,普遍低於恒生指數與後者的相關值,這情況在最近數月更為明顯(圖B1.5)。第二,香港被視為投資內地金融資產的渠道,後者所具備的龐大增長潛力愈來愈受到重視。第三,儘管沒有太多直接資料證明現時內地跨境資金對本地資本市場的貢獻,但內地在2005年錄得的對外組合投資總額顯示內地對外投資增加的趨勢正在形成。這會令香港的資本市場受惠。此外,隨着最近出台的合格境內機構投資者計劃,預計較長線的资金在不久的將來會投資於本地金融市場。

上述因素顯示,儘管美國長期利率上升及美元疲弱增加了流動資金逆轉的風險,但資金從香港大舉撤走的風險依然較低。基於本港的信貸評級穩健及匯率穩定,加上與內地經濟及金融聯繫日益緊密,相信香港會較其他新興市場更有能力抵禦各種衝擊,以及應付其對金融穩定構成的任何潛在影響。事實上,若投資者按金融實力區別他們在不同經濟體系的投資,即使流入其他新興市場的资金逆轉,由於本地資本市場可能成為國際資金的安全港,香港可能會因而受惠。

⁷ 在2005年,內地企業透過香港聯交所集資230億美元,相比2004年為110億美元。內地股票佔恒生指數市值的比重也由20%上升至25%。

圖 1.5
歐元區：各組成部分對區內生產總值增長的貢獻



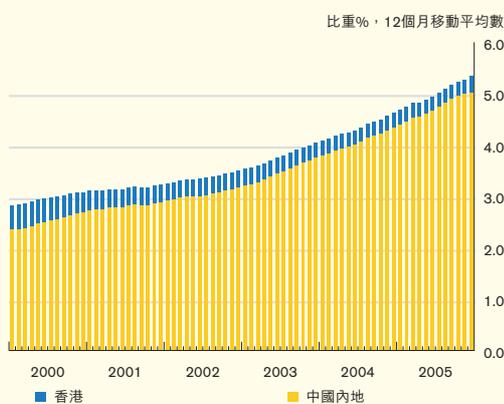
資料來源：歐盟統計局。

表 1.B
歐元區：經濟活動調查指標

指數	2005年	12月	1月	2月	3月	4月
綜合採購經理指數	53.4	56.4	56.6	57.7	58.5	58.7
製造業採購經理指數	51.2	53.6	53.5	54.5	56.1	56.7
服務業採購經理指數	53.8	56.8	57.0	58.2	58.2	58.3
歐洲委員會調查						
經濟景氣	98.2	100.5	101.5	102.7	103.6	105.3
工業信心	-7.7	-5.0	-4.0	-2.0	-1.0	1.0
訂單部分	-16.8	-13.0	-12.0	-10.0	-6.0	-2.0
消費者信心	-13.7	-11.0	-11.0	-10.0	-11.0	-10.0
ZEW經濟景氣(預期)	32.3	51.2	66.1	66.0	61.1	58.7
德國IFO(營商環境)	95.5	99.7	101.8	103.4	105.5	105.9

資料來源：彭博及路透社。

圖 1.6
歐元區：中國內地與香港佔歐元區商品進口總額的比例



資料來源：國際貨幣基金組織的《貿易流向統計》。

1.2 歐元區及英國

歐元區方面，實質區內生產總值增長在2006年第1季上升至2.4%，2005年第4季則因為德國及意大利的經濟增長停滯不前以及法國增長放緩而只有1.3%的增幅。最近的復甦得到區內需求上升支持，其中私人消費是帶動區內生產總值增長的主要因素。淨出口的貢獻在2005年首次轉為正數，但投資支出仍然表現疲弱(圖1.5)。按成員國分析，法國及意大利的經濟增長貼近區內平均數，德國經濟則溫和增長1.5%。

雖然區內需求是推動2005年增長的主要因素，但私人消費及固定投資在接近年底時急跌。然而，住戶消費增長由2005年第4季的0.5%，上升至2006年第1季的2.8%，反映消費者對整體經濟前景變得較為樂觀，令消費信心比上一季有所改善。投資增長在上一季表現疲弱後，在2006年第1季微升至1.2%，不過建造業主要由於天氣欠佳而出現收縮的情況。前瞻性商業活動指標顯示增長的動力增強，製造業及服務業採購經理指數近月改善，信心指標更升至多年以來的高位(表1.B)。

由於全球需求上升，對外貿易繼2005年第4季放緩後，出口增長強勁反彈。進口也急升，部分反映油價上升的影響。由於出口增長較進口快，淨出口對第1季的區內生產總值增長的貢獻為1.2個百分點。近期設備使用率及工業生產上升，顯示進口量會因為區內需求持續上升而繼續增加。以12個月滾動方式計，中國內地及香港在歐元區商品進口總額中所佔比重由1年前的4.6%，穩步上升至2005年12月的5.4%(圖1.6)。

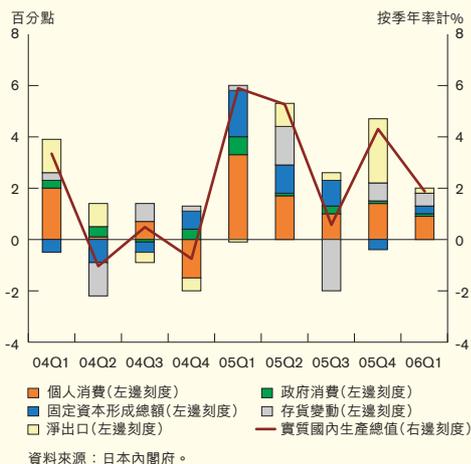
圖 1.7
英國：實質國內生產總值及私人消費



通脹壓力繼續受到遏抑，反映工資增長及區內需求呆滯。儘管能源價格上升令整體通脹在近期升至2%以上，核心通脹仍然溫和。然而，經濟活動近期有所增加，以及能源價格持續上揚，應會使整體通脹維持在高位，增加潛在的通脹壓力。

英國方面，實質國內生產總值在2006年第1季上升2.3%，與2005年第4季錄得的升幅相同（圖1.7）。工業生產增長上升，服務業生產增長溫和，反映消費開支增長放緩。商業投資繼上一季下跌後反彈。由於外部需求強勁，出口應能繼續為增長提供支持。由於消費物價指數通脹的非能源組成項目仍然呆滯，因此通脹壓力有限。綜合消費物價指數通脹率仍然貼近其大約2%的目標水平。

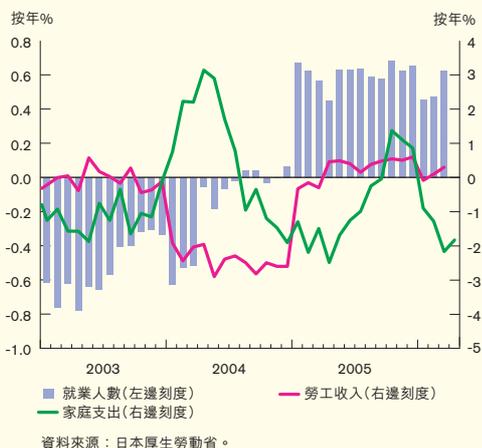
圖 1.8
日本：各組成部分對國內生產總值增長的貢獻



1.3 日本

日本的實質國內生產總值以年率計的增長由2005年第4季的4.3%，放緩至2006年第1季的1.9%，主要原因是私人消費開支增長較為疲弱以及進口比較強勁（圖1.8）。經濟增長由2004年的2.3%上升至2005年的2.7%，是5年來錄得最大的升幅。目前經濟復甦的層面更為廣泛，國內需求在第1季增長1.9%，上一季的增幅則為1.8%。前瞻性指標顯示商業活動持續擴張。根據3月份「短觀」調查，製造業及服務業的商業信心保持強勁，企業也正計劃在未來幾個月增加固定投資及增聘員工。

圖 1.9
日本：就業人數、勞工收入及家庭支出



消費開支繼2005年第4季強勁增長後，有跡象顯示在2006年第1季放緩，同期以貨量計的住戶開支按年上升1.0%後，在第1季減少2.7%。然而，隨着勞工市場狀況繼續改善，就業人數及勞工收入逐步上升，相信近期消費開支下跌只是暫時性的（圖1.9）。展望未來，預期企業盈利將會支持業務擴張，令失業率在過去6個月顯著下降。

圖 1.10
日本：各組成項目對消費物價通脹的貢獻

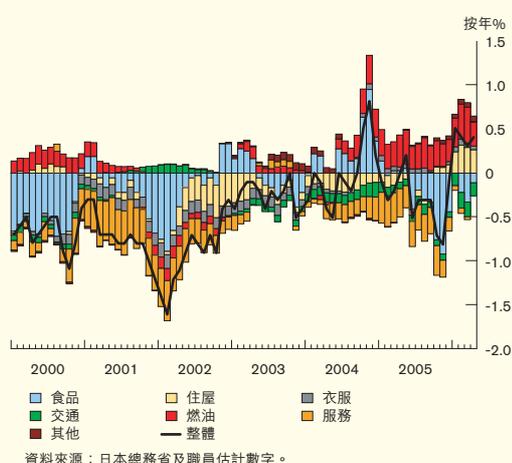


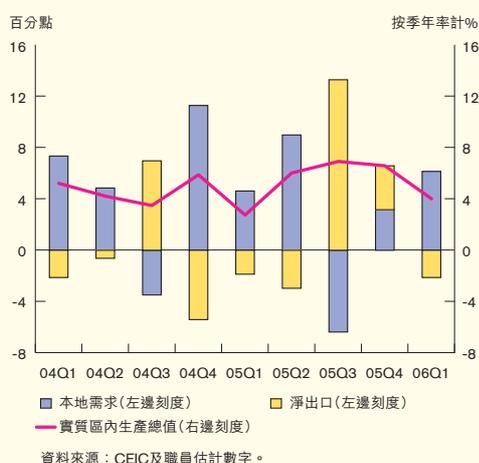
表 1.C
東亞：實質國內生產總值增長

按季年率計 %	04Q4	05Q1	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1
新興工業經濟體系：	4.5	3.1	6.8	7.1	7.7	4.8
韓國	3.5	2.1	5.9	6.6	6.7	4.9
新加坡	9.0	-2.1	14.6	9.6	12.5	6.8
台灣 ¹	5.3	5.9	6.9	7.6	8.4	4.4
東盟經濟體系：	7.1	2.4	5.3	6.8	5.7	3.3
印尼 ¹	10.7	2.3	3.7	5.8	7.8	1.2
馬來西亞 ¹	5.0	9.1	0.9	6.3	4.4	9.5
菲律賓	2.9	4.2	7.4	4.9	5.6	3.8
泰國	5.8	-2.2	8.6	9.7	3.1	3.0
東亞：	5.9	2.8	6.0	6.9	6.6	4.0

註 1：職員估計數字。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.11
東亞：各組成部分對區內生產總值增長的貢獻



受惠於日圓疲弱及外部需求增加，出口增長在第1季上升。主要由於美國及中國內地對汽車及設備的需求上升，出口貨量繼2005年第4季按季增長2.9%後，在2006年第1季再增加3.4%。由於出口增長比進口快，以貨量計的商品貿易盈餘在第1季擴大7.0%。然而，近期日圓升值及油價高企，可能會令2006年下半年的淨出口減少。

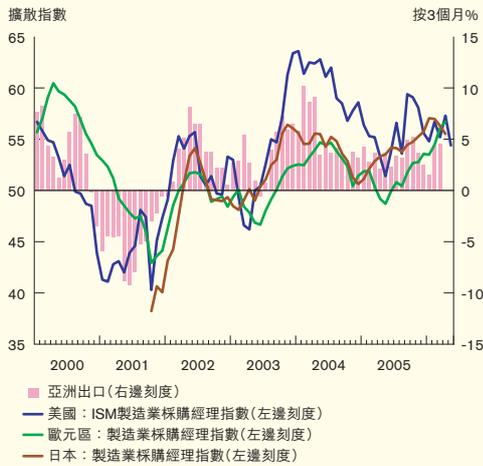
扣除新鮮食品，消費物價自去年11月以來一直上升，整體消費物價指數按年通脹率由2005年第4季的負0.5%，升至2006年第1季的0.4%，核心消費物價指數通脹率則由0.1%升至0.5%。消費物價升幅溫和，但範圍相當廣泛，其中租金支出及燃料價格對通脹上升的貢獻最大（圖1.10）。這被視為國內需求持續復甦的利好跡象。隨着通縮的風險逐步消失，日本央行在今年3月開始結束其寬鬆的貨幣政策，但維持政策利率貼近零。

1.4 亞洲區內其他經濟體系（不包括中國內地）

東亞其他地區的實質國內生產總值在2005年平均增長4.7%，2004年的增幅則為5.7%。⁸雖然大部分經濟體系在第1季的增長略為放緩，但仍然穩固。韓國、新加坡及台灣的實質國內生產總值以年率計的平均增長在2006年第1季放緩至4.8%，相比2005年第4季的7.7%；印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國則錄得3.3%的增長，相比2005年第4季的5.7%，反映商業開支疲弱及入口增加（表1.C）。本地需求受到消費開支表現強勁支持，繼續成為帶動經濟增長的主要因素（圖1.11）。近期全球對資訊科技產品的需求上升，刺激區內（特別是倚賴電子產品出口的經濟體系）出口增加。

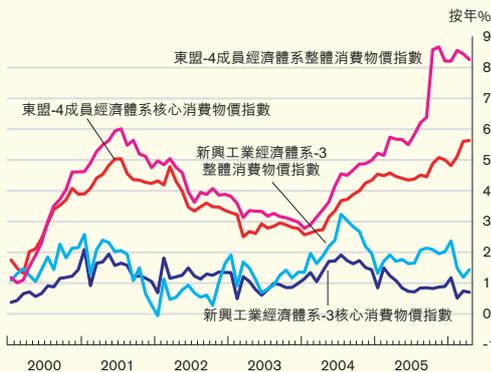
⁸ 為印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣及泰國的合計實質國內生產總值增長，是以有關經濟體系在2005年的國內生產總值加權（按購買力平價匯率計值）。

圖 1.12
東亞：出口及美國、歐元區與日本的採購經理指數



資料來源：CEIC、路透社、彭博及職員估計數字。

圖 1.13
東亞：整體及核心消費物價通脹¹



註1：簡單平均數。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

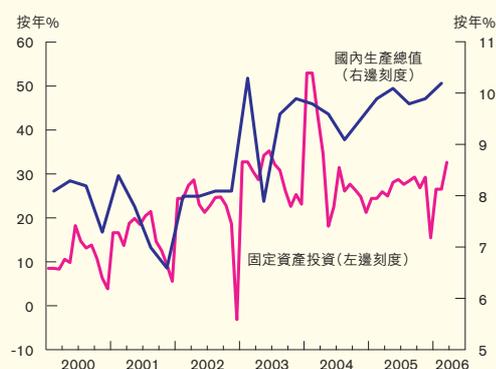
失業率下降及勞工收入上升繼續刺激韓國、新加坡及台灣的住戶開支。然而，印尼及菲律賓的私人消費仍然疲弱，部分反映失業率高企及油價上升的影響。利率上升對商業活動造成壓力，特別是近期收緊貨幣政策的經濟體系。菲律賓的工業生產增長在第1季轉為負數，泰國及馬來西亞則表現呆滯，韓國、新加坡及台灣的按季增長亦由平均4.7%顯著下跌至1.8%。展望未來，預期工業生產及出口會因為美國、歐元區及日本商業活動表現強勁而受惠（圖1.12）。

能源及商品價格上升使區內部分經濟體系的通脹壓力增加。然而，除印尼及菲賓外，目前能源及商品價格上升對核心消費物價的影響輕微（圖1.13）。儘管印尼在第1季的整體消費物價指數按年通脹率維持在17.9%的高位，菲律賓則為7.3%，但大部分其他東亞經濟體系的通脹率均回落。預期如馬來西亞及泰國等核心通脹率上升的經濟體系將會進一步收緊貨幣政策。馬來西亞央行在4月份調高其隔夜利率25基點至3.5厘，泰國央行也連續3次收緊政策利率，由今年初的4.0厘，調高至4月份的4.75厘。

中國內地

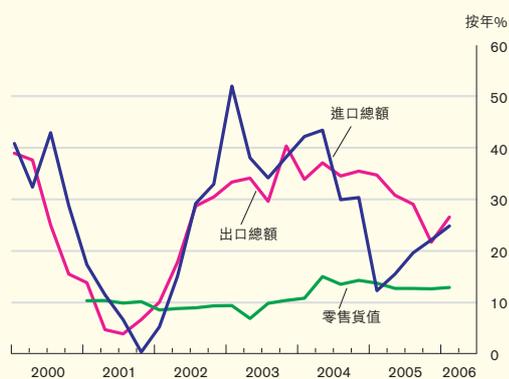
在固定資產投資及出口強勁增長帶動下，內地經濟增長速度在2006年第1季加快。雖然經濟增長步伐加快，但通脹壓力保持溫和。龐大的國際收支順差繼續對人民幣匯率構成壓力，促使有關當局進一步採取措施放寬對資金流出的管制。

圖 1.14
中國內地：國內生產總值及固定資產投資按年增長



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.15
中國內地：零售貨值及對外貿易



資料來源：CEIC。

1.5 產出、增長及通脹

實質國內生產總值在2005年增長率近10%之後，2006年第1季實現按年增長率10.3% (圖1.14)。固定資產投資及出口強勁增長帶動經濟急速擴張，反映消費的零售貨值則繼續穩步增長 (圖1.15)。

固定資產投資在2005年第4季開始反彈，並在2006年第1季增長接近28%。其中農業及製造業的投資增長尤其強勁，按年增幅分別達47%及36%，但前者僅佔總投資額的1%。服務業增長稍遜，但房地產業的投資增長則維持在頗高水平，達20%。投資急速增長，令人憂慮部分行業會出現生產力過剩的情況。

在主要貿易夥伴經濟強勁增長驅動下，出口增長2005年第4季小幅回落後，於2006年第1季回升至26.6%，相比去年同期低8.2個百分點 (圖1.15)。2005年的平均進口增長率顯著下降至17.6%，但在2006年第1季進口增長大幅上升至24.8%。然而，由於旨在降低投資與信貸增長速度的緊縮措施及因某些環節的生產力上升而引起進口替代效應的雙重影響，目前進口強勁增長的動力能否維持尚不得而知。例如，行業數據顯示，金屬及化學品的進口表現特別呆滯。

圖 1.16
中國內地：各組成部分對消費物價
通脹的貢獻

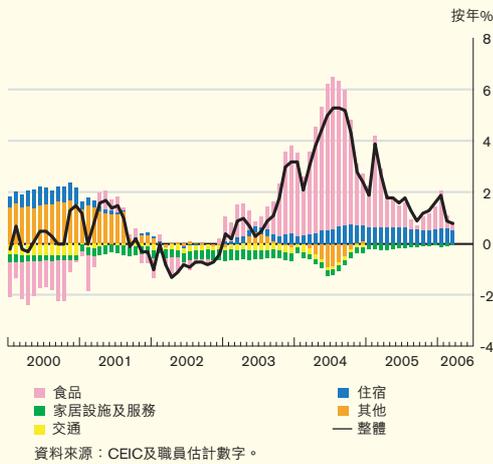


圖 1.17
中國內地：其他物價指數



圖 1.18
中國內地：貨幣及信貸

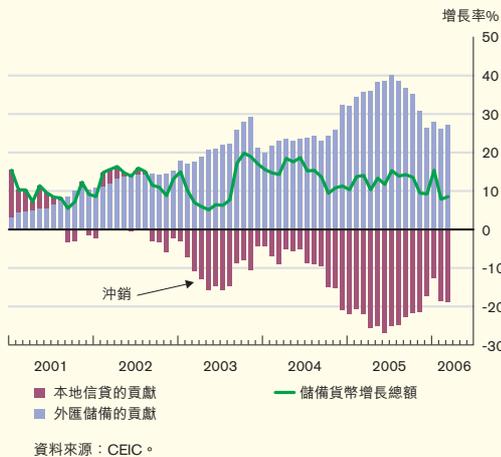


雖然經濟急速增長，但通脹保持溫和。消費物價指數在2005年上升1.8%，2006年第1季則錄得按年升幅1.2% (圖1.16)。生產物價指數通脹由2004年高位下滑的趨勢持續，在2006年4月份錄得按年升幅1.9%，2006年第1季則為2.9%，2005年則為4.9% (圖1.17)。鑑於石油及其他商品價格上升，生產物價指數通脹仍然保持溫和令人費解。究其原因，可能是因為一些重工業及製造業環節的生產力過剩。例如開採煤礦的生產物價指數增長由2005年4月的26.2%下跌至2006年4月的5.4%。

1.6 貨幣狀況及資產價格

廣義貨幣供應M2的增長步伐在2005年加快，2006年第1季達到18.8%，較2006年目標高出2.8個百分點 (圖1.18)。主要原因是中央銀行資產負債表中的淨外幣資產增加且只被部分沖銷。繼2005年中沖銷操作有所緩和後，中國人民銀行 (人行)

圖 1.19
中國內地：各組成部分對儲備貨幣增長的貢獻



在2006年2月加大沖銷操作的力度，反映對資金再度流入及貿易盈餘增加的關注。因此儲備增長開始穩定下來（圖1.19）。

信貸增長在2005年一季度相對放緩後，2006年第1季開始加快步伐，錄得14.7%的增幅。1至4月間批出的銀行貸款額佔2006年全年目標25,000億元人民幣的63%。由於低利率、對經濟的信心及增加在農村地區的投資的新政策措施的刺激，信貸需求強勁。在供應方面，寬鬆的貨幣環境使銀行同業市場的收益顯著受壓，促使銀行增加貸款，以維持盈利增長。

正如貨幣狀況指數顯示，整體貨幣狀況在2005年開始變得寬鬆。該指數在2005年8月前一直收緊，然後開始變得寬鬆（圖1.20），反映信貸增長上升以及實際有效匯率貶值的決定性影響，超過實質利率上升的影響。

圖 1.20
中國內地：貨幣狀況



在龐大的貿易盈餘、海外直接投資及組合資金淨流入帶動下，外匯儲備繼續增加，於2006年3月達到8,751億美元，超過日本，成為持有全球最龐大外匯儲備的經濟體系。單以2006年第1季計，外匯儲備增長562億美元（圖1.21）。

圖 1.21
中國內地：資金流入

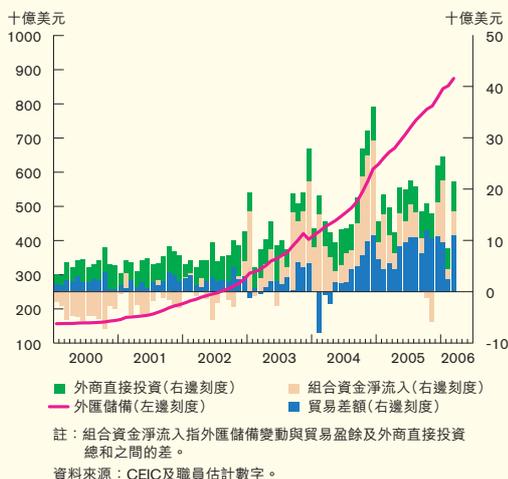


圖 1.22
中國內地：人民幣／美元市場匯率



註：圖中中斷部分是因為中國國慶假期而沒有數據。
資料來源：路透社。

圖 1.23
遠期人民幣不交收合約匯率



資料來源：彭博。

儲備迅速累積，對匯率造成持續的升值壓力。人民幣兌美元的市場匯率自去年7月升值約2%後，一直保持穩定而溫和的升值趨勢，並於2006年5月中旬接近每美元兌8.0元人民幣的關口(圖1.22)。另一方面，4月底的遠期人民幣不交收合約匯率顯示，市場人士預期人民幣會在3個月內升值1.2%，及在12個月內升值4.0%(圖1.23)。

為紓緩資金流入對匯率造成的壓力，人行採取了新的政策措
施，以放寬對資金外流的管制，容許國內公司更容易取得外
幣以進行海外直接投資，以及容許國內退休金投資海外。

人行也在2006年初於銀行同業現貨外匯市場透過做市商制度
推出場外交易，使匯率更具彈性，以及進一步發展外匯市
場。事實上，人民幣匯率的升值步伐及波幅似乎都有所增
加。

1.7 政策回應

銀行貸款增長加快使人行難以維持2006年的貨幣目標。更重
要的是，信貸急速增長增加了人們對資產價格通脹(特別是
物業市場)的風險的憂慮(專題2)。

然而，與2004年出現的經濟過熱情況相反，消費物價指數及
生產物價指數通脹保持溫和。此外，有關當局似乎在這次周
期中提早採取行動，於4月28日調高1年期的基準貸款利率
0.27個百分點，由5.58厘調高至5.85厘，存款利率則維持不
變。上調利率表示人行更樂於運用市場工具使經濟降溫。同
時，這項措施應不會引致人民幣的升值壓力，原因是美元與
人民幣存在龐大的息差。

與此同時，國家發展和改革委員會也發布一些條例，引導某
些行業(如水泥、煤炭及鋁)降低生產力及重組。國務院也在
5月17日發出六項條例，旨在通過遏抑投機需求及取締房地
產業的不合規手法，達到控制物業市場的目的。

專題 2 模擬內地經濟波動對香港的影響⁹

由於香港與內地經濟日漸融合，內地經濟增長強勁使香港受惠極多。與此同時，內地宏觀經濟管理不斷進步及持續推行結構性改革，形成良性循環，從而減少內地一旦受到負面衝擊對香港造成的不利影響。然而，有些人關注到如果內地經濟受到重大衝擊，因而偏離中期穩健增長的軌道，香港經濟將會受到多大影響。

波動傳遞的渠道

香港經濟可能透過兩大渠道受到內地波動的影響：

- (1) 貿易 — 若內地宏觀經濟出現大幅波動，香港的進出口可能受到影響。出口收益減少及貿易條件轉差的負面影響將會波及本地經濟。
- (2) 金融 — 若內地出現經濟波動導致投資者信心及資金流向逆轉，香港的貨幣及金融狀況可能隨之變動，導致港元利率變化，進而影響資產價格及本地需求。

模擬波動

為了加深對香港與內地經濟聯繫的認識，He *et al.* (2005) 評估了一系列內地經濟波動對香港的影響。該研究採用「牛津經濟預測」發展的全球經濟模型，就7項**虛擬**的波動情況(包括人民幣大幅升值、貿易戰、投資大幅縮減、信貸緊縮及金融不穩定)進行模擬分析。分析時特意將波動幅度定得較大(多採用10年樣本的兩個標準差)，以評估香港即使面對異常情況是否仍有能力承受衝擊(表B2.A)。

表 B2.A
模擬波動

模擬波動	假設
人民幣升值	人民幣一次過升值 10%
貿易戰	出口增長在 1 年內下跌 20 個百分點
投資大幅縮減	投資增長在 1 年內下跌 15 個百分點
信貸緊縮	信貸增長在 1 年內下跌 20 個百分點
銀行體系及貨幣不穩定	在 1 年內利率上升 10 個百分點，匯率下跌 50%，信貸增長下跌 20 個百分點

資料來源：He, Dong *et al.* (2005)。

⁹ 與本專題同名的一篇專題文章載於2006年6月號《香港金融管理局季報》(第47期)。研究的技術全文載於He, Dong, *et al.*, 「模擬內地經濟波動對香港的影響」(英文版本), 《研究備忘錄》, 金管局 (<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM15-2005.pdf>)。

表 B2.B
內地模擬波動的影響摘要

模擬波動	本地生產總值 (按年%)		通脹 (按年%)	
	第1年	第2年	第1年	第2年
人民幣升值	0.0	-0.2	0.0	0.0
貿易戰	-3.2	-3.0	-0.5	-1.5
投資大幅縮減	-1.9	-1.4	-0.3	-0.8
信貸緊縮	-0.9	-0.5	-0.1	-0.2
銀行體系及貨幣不穩定	-4.1	-0.3	-0.7	-1.2

資料來源：He, Dong *et al* (2005)。

表 B2.C
歷史上的重大經濟衝擊

	宏觀經濟調控 (1994至1996年)		亞洲金融危機 (1997至1998年)	
	內地	香港	內地	香港
本地生產總值(按年%)	-3.9	-2.1	-1.8	-9.7
消費(按年%)	1.0	-1.8	-3.6	-12.2
投資(按年%)	-19.2	7.1	2.9	-18.4
出口(按年%)	-2.3	-7.4	2.6	-9.4
進口(按年%)	-25.1	-7.8	-3.2	-10.7
通脹(按年%)	+9.6 (1994年) -15.9 (1995至 96年)	-2.5	-9.1	-3.4
失業率(每年%)	0.4	0.8	0.1	1.6
經常帳(佔本地生產總值%)	2.9	-8.2	2.5	2.1
財政收支平衡 (佔本地生產總值%)	0.0	-0.2	-0.5	-1.2

資料來源：He, Dong *et al* (2005)。

香港有能力抵禦內地經濟波動的衝擊

模擬分析顯示大部分波動對香港的影響相對溫和，出現波動後的2年內香港經濟增長累計錄得少於1.5個百分點跌幅。貿易戰、投資大幅縮減及金融不穩定則會對香港造成較大影響，導致經濟增長在2年內累計減少3至6個百分點(表B2.B)。

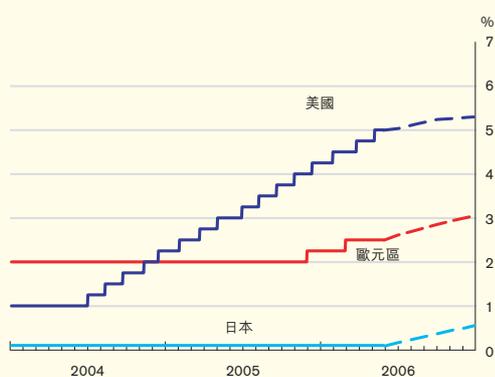
然而，即使在最惡劣的情況下，經濟增長損失的幅度仍較香港在亞洲金融風暴期間所經歷的輕微(表B2.C)，而香港經濟面對當時的嚴峻形勢，不論工商界、住戶環節或政府方面均無出現嚴重拖欠債務的情況。此外，模擬分析並無假設內地或香港政府會採取任何對策舒緩波動帶來的衝擊。事實上，香港政府持有龐大的資產淨頭寸，有足夠能力按需要採取適當的對策，為本地經濟提供支援。

總括來說，研究顯示香港經濟具備多項內在優勢，能夠承受內地幅度強大的波動所帶來的衝擊。這個抵禦衝擊的能力，反映全球各地與內地對香港外貿表現發揮同樣重要的作用。此外，在聯繫匯率制度下，港元息率基本上跟隨美元息率走勢，即使偏離後者也應該只是短暫現象。最後，靈活的勞工及產品市場，加上公營及私營部門均持有龐大的淨資產，都能為香港經濟提供相當能力抵禦不利因素的衝擊。

貨幣及金融狀況

踏入2006年，美國聯邦公開市場委員會繼續收緊貨幣政策，令美國國庫券收益率曲線變平，其後由於經濟表現強勁及油價上升而再次變得陡峭。亞洲方面，隨着日本經濟活動進一步活躍，日本央行在3月宣布結束為期5年極度寬鬆的貨幣政策。

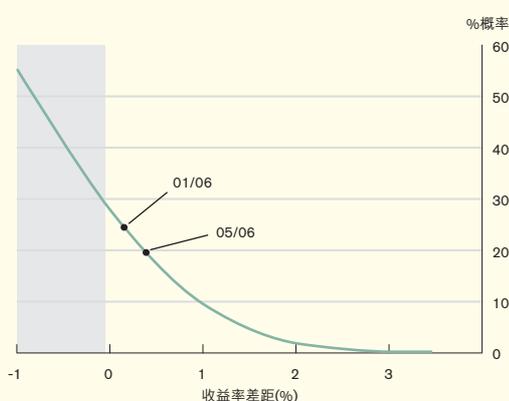
圖 1.24
美國、歐元區及日本的政策利率



註：虛線部分是按2006年5月31日的期貨合約價格引伸的走勢。
(歐元區及日本的利率走勢是根據3個月的期貨價格轉變引伸而來。)

資料來源：各中央銀行及彭博。

圖 1.25
收益率曲線差距與12個月後出現經濟衰退的概率



註：從歷史得知，一旦差距進入着色部分，經濟衰退往往會隨之出現。

資料來源：Estrella (2005)。

1.8 利率

今年以來，美國聯邦公開市場委員會先後3次調高聯邦基金目標利率合共75基點至5厘。雖然該委員會在最近的政策會議記錄中並未如以往般提及會以「審慎有序」的方式進一步調高利率，但對通脹的憂慮促使市場人士相信9月前會再加息(圖1.24)。

歐洲中央銀行今年以來曾調高政策利率1次，市場人士普遍預期6月會再加息。日本經過10年通縮後，日本央行在3月初宣布結束為期5年極度寬鬆的貨幣政策。日本央行採取的第一項措施將會是開始減少市場上過剩的流動資金，不過相信在未來幾個月內，官方利率仍然會維持在零水平。

在此背景下，各種期限的美國國庫券收益率均上升。在今年頭兩個月，收益率曲線繼續變平，某些部分更出現倒置的情況，令人們擔心緊縮的貨幣政策會使美國經濟瀕臨衰退的邊緣。其後，由於美國經濟活動轉趨活躍，以及中東及非洲地區部分國家的地緣政治緊張形勢升級使油價急升，收益曲線自3月起變得陡峭。這表示通脹的風險再次高於衰退的風險。於5月底，10年期國庫債券的收益率比3個月國庫債券的收益率高26基點。一些經濟學家以收益率曲線的坡度來估計未來會出現經濟衰退的概率(圖1.25)。¹⁰ 雖然這個關係的穩健程度引起很大的爭議，但估計結果仍顯示自年初至今美國會出現經濟衰退的機會有所減低。

¹⁰ 例如見Estrella, A. (2005) "The yield curve and recessions". *The International Economy*, Summer. 估計方法首先發表於Estrella, A. and G. Hardouvelis (1991) "The term structure as a predictor of real economic activity". *Journal of Finance*, 46, 第555-76頁。

圖 1.26
美元雙邊匯率



資料來源：彭博。

圖 1.27
全球股市指數



資料來源：彭博。

圖 1.28
引伸波幅指數



資料來源：彭博。

1.9 匯率

美元兌其他主要貨幣在2006年第1季大致保持穩定，但其後開始顯著轉弱(圖1.26)。美國經濟在第1季表現強勁，以及市場人士預期利率進一步上升，在踏入2006年後為美元提供支持。然而，其後公布美國錄得創記錄的貿易逆差，促使人們再次憂慮其對外貿易失衡的情況能否長期持續下去，使美國的經濟前景蒙上陰霾。歐洲央行總裁發表態度強硬的言論，以及日本央行結束寬鬆的貨幣政策，加強市場對美國息差收窄的期望，增加美元貶值的壓力。自2006年初以來，美元兌歐元及日圓分別貶值6.7%及4.4%。

1.10 股票市場

儘管利率及商品價格上升，但全球經濟未受影響，因此主要股票市場在2006年頭幾個月進一步上揚(圖1.27)。雖然日本及歐洲央行均明確表示收緊貨幣政策的周期已展開，但日本及歐洲股市受到經濟轉強支持，截至4月底一直錄得強勁增長。美國市場也錄得理想增長，但由於短期貨幣政策的方向及能源價格造成前景不明朗，因此增幅不及日本及歐洲股市。受到強大的獲利回吐壓力影響，5月份所有市場都出現急遽調整。整體來說，自2006年初以來，標準普爾500指數及法蘭克福DAX指數分別錄得1.7%及4.5%的升幅，日本東證股價指數則下跌4.4%。股價走勢不明朗也引致各主要指數的引伸波幅上升(圖1.28)。

2. 本港經濟

需求

香港實質本地生產總值繼續強勁增長，出色的經濟表現廣泛分布於各層面。由於勞工市場狀況改善、資產市場上揚造成財富效應及訪港旅遊業增幅擴大，私人消費在第1季加快增長。私人投資增長亦進一步加速，其中資本貨品投資增長強勁，抵銷了樓宇及建造活動沉滯造成的影響。由於香港主要貿易夥伴經濟增長穩健帶來支持，對外貿易依然暢旺。

圖 2.1
以固定市價計算的本地生產總值



表 2.A
按開支項目劃分的實質本地生產總值增長

按年 %	2004		2005			2006
	2004	2005	Q2	Q3	Q4	Q1
本地生產總值	8.6	7.3	7.2	8.2	7.5	8.2
本地需求	5.1	1.9	-1.0	4.0	7.3	6.9
消費						
私人	7.3	3.4	2.4	3.6	3.4	4.5
公共	0.7	-3.1	-2.3	-1.6	-3.8	1.3
本地固定資本形成總額	3.0	4.1	4.9	2.8	8.4	8.5
私人	5.1	7.9	8.6	5.7	15.2	14.5
公共	-6.7	-16.3	-19.1	-15.7	-26.6	-18.9
存貨變動 ¹	-0.2	-0.8	-3.3	0.9	2.6	1.4
貨品出口淨值 ¹	0.9	3.3	5.5	2.5	-0.7	0.2
服務輸出淨值 ¹	3.1	2.3	2.7	2.3	2.3	2.1

註：1. 以百分點表示對本地生產總值按年增長率的貢獻。
資料來源：政府統計處。

2.1 整體需求

面對石油價格高企及利率上升的形勢，香港經濟依然強勁增長。實質本地生產總值繼在2005年下半年增長7.9%後，在2006年第1季再度表現出色，與去年同期比較增長8.2%（圖2.1）。由於勞工市場狀況改善、資產市場上揚造成財富效應及訪港旅遊業迅速增長，第1季私人消費加快增長。私人投資增長亦加快，原因是資本貨品投資增長強勁，抵銷了建造業產值下降造成的影響。由於香港主要貿易夥伴增長穩健帶來支持，第1季外貿表現維持強勁。經季節因素調整後，實質本地生產總值在第1季連續第11個季度錄得按季增長，增幅為2.4%，而第2005年第4季的增幅為0.6%。

2.2 本地需求

本地需求在2006年第1季連續第3個季度上升（表2.A）。私人消費及本地固定資本形成總額在第1季增長步伐加快，公營部門支出則進一步下跌。本地需求上升同時亦反映存貨連續第3個季度累積。

圖 2.2
私人消費

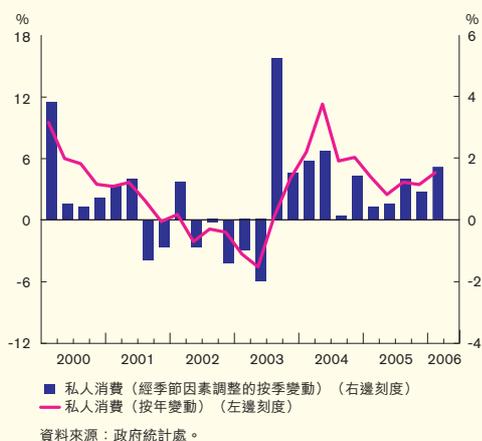


圖 2.3
私人投資及各組成項目

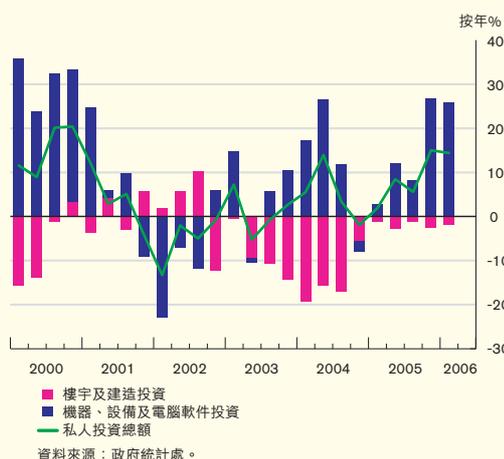


圖 2.4
樓宇與建造支出及政府賣地量¹



消費

勞工市場狀況改善、股市強勁回升造成財富效應，加上市場預期加息周期將會結束令物業市場稍升，以及訪港旅遊業增幅較預期大，帶動消費支出在2006年第1季加快增長（圖2.2）。私人消費開支在2006年第1季按年增長4.5%，而在2005年下半年的增幅為3.5%。經季節因素調整後，消費開支繼在2005年第4季按季微升0.9%後，在2006年第1季顯著增加1.7%。

然而，私人消費開支前景很大程度上視乎利率走勢而定。自2005年3月以來，最優惠貸款利率（釐定按揭利率的普遍基準）由5厘調高3至3.25個百分點，至8厘至8.25厘。這意味着，假設其他條件不變，供款負擔已大為加重，因而可用作購買其他貨品及服務的收入減少。

政府消費支出由2004年第3季起連續下跌6個季度後，在2006年第1季錄得1.3%的按年升幅，主要反映政府收入上升支持購買更多服務（表2.A）。

投資

主要受到資本貨物投資急增帶動，私人投資支出在2006年第1季繼續錄得14.5%的雙位數字按年增長，2005年第4季的增幅為15.2%（圖2.3）。機器、設備及電腦軟件方面的私人支出在過去兩季平均按年跳升26.6%，而2005年第3季的升幅為8.3%。相比之下，樓宇及建造支出持續減少，仍為經濟回升周期中最疲弱的環節。近年土地供應驟降是樓宇及建造活動沉滯的部分原因（圖2.4）。然而，初步跡象似乎顯示復甦正逐漸來臨，因為跌幅收窄及8個季度移動平均數增長率在第1季由負數變為正數。

公共投資支出在2006年第1季持續第9個季度減少，較去年同期下跌18.9%，反映公共房屋計劃工程減少及多個大型鐵路項目相繼完工。

圖 2.5
出口增長及貿易差額（實質）

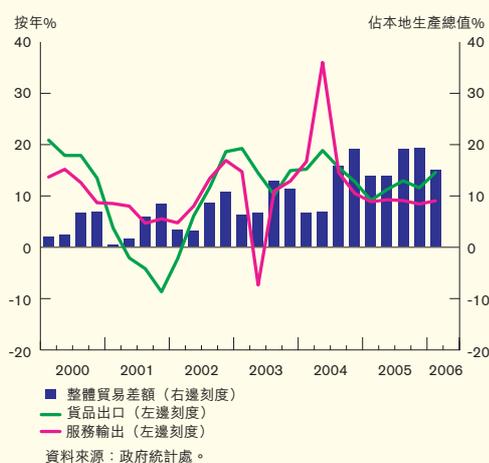


表 2.B
按主要市場劃分的商品出口¹

(按年%)	所佔 ² %	2004	2005	2005			2006
				Q2	Q3	Q4	Q1
中國內地	45	20	14	15	14	14	18
美國	16	5	6	7	8	2	4
歐盟	15	18	16	23	16	9	9
東盟五國 ³ + 韓國	7	19	7	8	6	8	8
日本	5	14	10	12	13	6	7
台灣	2	16	3	4	7	3	4
其他	10	9	10	3	15	5	11
總計	100	16	11	12	13	10	12

註：1. 轉口貿易佔2005年總貿易額的94%。

2. 在2005年所佔比重。

3. 東盟五國包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。

資料來源：政府統計處及CEIC。

2.3 對外貿易

受到香港主要貿易夥伴經濟表現強勁的支持，香港貨品出口在第1季按年上升14.4%，而2005年第4季的數字為11.4%（圖2.5及表2.B）。經季節因素調整後，貨品出口在過去兩個季度按季上升2.2%。本地出口在第1季錄得特別強勁的按年升幅，達到44.4%。受到內地出口增長蓬勃支持，第1季轉口貿易維持強勁，按年升幅為12.8%。第1季貨品進口連續第3個季度錄得雙位數字的升幅，主要是本地需求回升及轉口貿易增長強勁所致。

第1季服務輸出（經季節因素調整）按季上升0.8%，承接上年第4季的1.1%升幅。第1季按年增長8.9%，維持強勁，2005年全年的增幅為8.7%。服務輸出表現強勁主要反映與貿易有關服務的增長，尤其是涉及內地的貿易活動暢旺。由於訪港遊客人次錄得雙位數字的按年增長，表現較預期為佳，帶動旅遊服務在第1季加快增長。訪港旅遊業加快增長主要與內地訪港遊客數目增加有關。服務輸入按年增長在第1季亦加快，反映與貿易有關服務及旅遊服務增長。整體而言，貿易順差在2006年第1季較上一季增加。

產出及供應

服務行業仍然是帶動經濟增長的主要動力，其中與外貿有關的服務、金融及商業服務的表現尤其突出。經濟持續復甦提供更多就業機會，使失業率進一步下跌。

2.4 產出

佔本地生產總值九成的服務行業仍然是經濟增長的主要動力（表2.C）。香港與內地在貿易、旅遊及金融方面更趨融合，繼續支持香港的貨品及服務貿易發展。與貿易有關的服務在過去兩年錄得雙位數字增長，並以運輸及儲存有關的行業增長最快。製造業產值稍升，而建造成業則繼續收縮。

從對增長的貢獻來衡量，與對外貿易有關的服務佔去年產出增長的比率超過40%（表2.D）。其次是金融及商業服務業的貢獻，佔2005年下半年整體增長的比重約為25%。

2.5 勞工及生產力

經濟持續復甦刺激勞工需求，反映在第1季勞工處接獲的職位空缺登記數目按年急升43%。結果是，失業率降至2001年8月以來最低水平。勞工生產力在2006年第1季上升，反映產出增長步伐較就業人數增長快。

表 2.C
按主要行業劃分實質本地生產總值增長
(按年計)

(按年%)	2004	2005	2005			
			Q1	Q2	Q3	Q4
以要素成本計算的						
本地生產總值	8.5	7.1	6.5	7.4	7.6	6.9
工業環節	-2.7	-0.8	0.7	-1.6	-0.2	-1.4
其中：						
製造業	1.7	2.1	-2.3	-0.1	4.1	5.9
建造業	-9.8	-7.2	0.5	-8.4	-5.5	-12.4
服務環節	9.9	8.0	7.1	8.4	8.5	7.7
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	13.7	6.5	6.5	6.8	6.3	6.7
進口及出口	15.4	12.2	11.5	13.3	11.9	11.8
運輸及倉庫	14.0	14.3	13.8	13.0	16.6	14.2
金融、保險及 商業服務	17.3	10.3	8.0	12.6	11.2	9.4

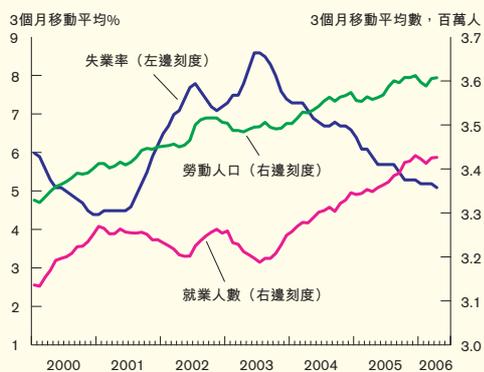
資料來源：政府統計處。

表 2.D
各主要行業對實質本地生產總值增長的貢獻
(按年計)

(百分點)	2004	2005	2005			
			Q1	Q2	Q3	Q4
以要素成本計算的						
本地生產總值	8.5	7.1	6.5	7.4	7.6	6.9
工業環節	-0.3	-0.1	0.1	-0.2	0.0	-0.1
其中：						
製造業	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.2
建造業	-0.4	-0.3	0.0	-0.3	-0.2	-0.4
服務環節	8.8	7.2	6.4	7.6	7.6	7.0
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
進口及出口	3.3	2.8	2.4	2.9	2.9	2.9
運輸及倉庫	1.0	1.1	1.0	1.0	1.3	1.1
金融、保險及 商業服務	2.9	1.9	1.5	2.4	1.9	1.7

資料來源：政府統計處。

圖 2.6
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

圖 2.7
每名工人產出量



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

勞工市場狀況

近數個月勞工市場狀況持續改善，就業人數增長的步伐略為加快。但勞動人口增加局部抵銷就業人數增長對失業率的效應。因此，經季節因素調整的3個月移動平均失業率在截至4月止的3個月內於今年首次略降，至5.1%，為56個月以來最低水平(圖2.6)。勞動人口參與率相對穩定，顯示勞動人口增加主要是期內就業年齡人口增加所致。失業率下降主要分布於裝修與維修、保險及零售等行業。

由於新的全職職位不足以取代兼職及臨時職位，就業不足率在截至4月止的3個月內升至2.4%，較上個月的2.3%微升。就業不足率上升的情況在建造、酒店及教育服務業尤其顯著。

生產力

勞工生產力增長率(以每名工人產出量按年增長計)持續近年的上升趨勢，由2005年第4季的4.6%上升至2006年第1季的6.0%，原因是產出量增長步伐較就業人數的增長為快(圖2.7)。在某種程度上，這與購置機械及設備的資本支出增加令生產能力的限制減少有關。

物價及工資

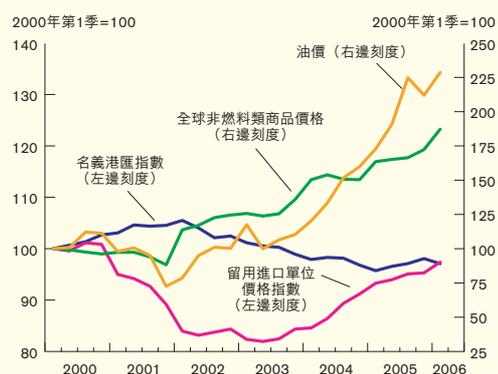
由於住宅租金上升繼續傳遞至消費物價指數，加上其他貨品及服務價格亦上升，通脹自12月份報告公布以來穩步向上，但升幅溫和。源自勞工成本及進口價格的通脹壓力依然有限。

圖 2.8
工資與薪金指數及單位勞工成本



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 2.9
進口價格



資料來源：政府統計處及Datastream。

2.6 勞工成本

雖然創造就業的情況穩健，但勞工收入在2005年的升幅溫和。名義工資(包括基本工資、固定津貼及保證花紅)在2005年第4季按年上升1.4%。期內每名工人名義薪金(亦包括超時工作收入及非固定發放的花紅)上升3.7%(圖2.8)。工資與薪金指數差距近期擴大，顯示不固定津貼及非保證發放的花紅在整套薪酬福利條件中愈來愈重要。儘管勞工成本上升，但過去幾年生產力上升有助將單位勞工成本降至相對較低水平。這表明來自工資上升的通脹壓力仍然溫和。

2.7 商品及進口價格

由於香港是較細小的經濟體系，天然資源有限，加上農業及製造業規模較小，因此進口價格一直是主導消費物價通脹的主要因素之一。¹¹ 留用進口單位價格指數按季上升步伐在2005年第4季略為減慢後，在2006年第1季回升至2.2%，承接2005年第3季及第4季分別錄得的1.2%及0.2%升幅。近期的升幅反映港匯指數下降及石油與非燃料類商品價格上升(圖2.9)。

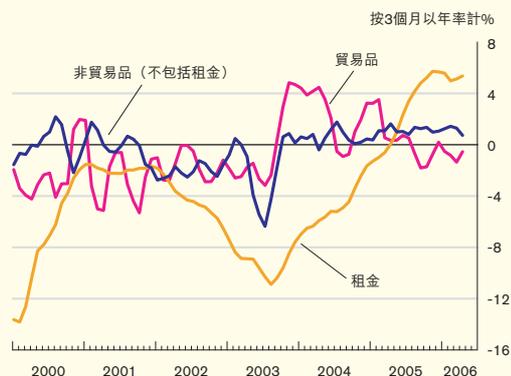
¹¹ 實證研究顯示，進口價格對香港通脹的短期變化有重要影響。詳情參閱Ha, J., C. Leung and C. Shu (2002), 「香港小型宏觀經濟模型」(英文版本), 《研究備忘錄》, 金管局, 2002年6月, 以及Genberg, H. and L. Pauwels (2005), 「An Open-economy New Keynesian Phillips Curve: Evidence from Hong Kong」, 《Pacific Economic Review》, 第10冊, 第2號, 6月, 第261至77頁。

圖2.10
消費物價通脹及產值差距



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 2.11
按主要組成項目分析消費物價通脹



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

2.8 消費物價

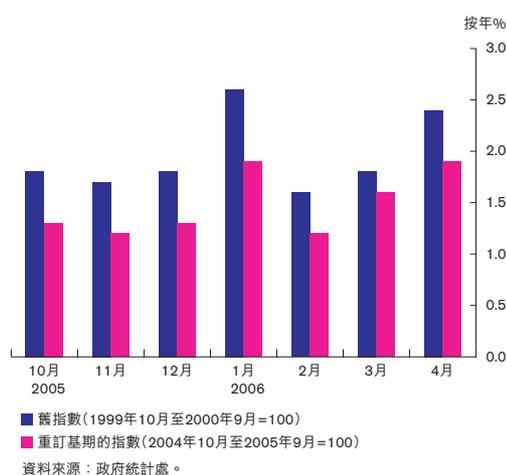
隨着經濟增長繼續超越潛在水平，消費物價指數自12月份報告公布以來略為上升（圖2.10）。然而，綜合消費物價指數的各項變化反映整體通脹仍然溫和。按年計綜合消費物價指數在2006年4月上升1.9%，較6個月前的1.3%升幅為高。經季節因素調整後，按3個月以年率計綜合消費物價指數的升幅在4月份為1.6%，而6個月前的升幅為1.5%。¹²

雖然進口價格進一步上升，但貿易商品價格持續下跌，因為耐用品價格的跌幅大於其他貿易商品價格的升幅（圖2.11）。國際能源價格上升導致石油氣、煤氣、汽車燃料及潤滑劑零售價急升。然而，能源價格上升對整體通脹的直接影響仍然輕微，原因是這些項目的整體權數只佔綜合消費物價指數的1.9%。租金項目的升幅是三大組成項目中之最，按3個月以年率計，自2005年10月以來錄得超過5%的升幅。另一方面，非貿易商品價格（不包括租金）的變化速度較2006年初略為減慢。

¹² 政府統計處最近公布重訂基期的消費物價指數數列（參閱專題3有關詳細資料）。新舊指數的按年變化幅度略有出入，但兩者均顯示通脹仍然溫和。

專題 3 消費物價指數新數列

圖 B3.1
根據以1999至2000年及2004至2005年
為基期的綜合消費物價指數計算
的消費物價通脹



政府統計處最近推出重訂基期的消費物價指數數列，將一籃子消費項目的權數更新，以反映過去5年住戶開支模式的變化。新的消費物價指數數列是根據2004年10月至2005年9月期間進行的「住戶開支統計調查」所得的開支模式編製，舊數列則根據1999至2000年期間的調查資料編製。

根據重訂基期的綜合消費物價指數，香港自2005年10月以來的按年計通脹率較根據舊指數計算的低(圖B3.1)，原因是住戶傾向購買較多價格升幅相對較小或價格跌幅相對較大的貨品及服務。基於替代效應，以基期年的固定開支模式計算的消費物價指數會隨時間趨向高估價格升幅或低估價格跌幅。但儘管按年變動的幅度不同，兩個指數同樣顯示2005年10月以來通脹率逐漸上升。此外，兩者反映通脹率維持溫和。

表 B3.A
以1999至2000年及2004至2005年為基期的
綜合消費物價指數的組成項目權數

佔總數%	1999/2000	2004/2005	變動
食品	26.67	26.94	0.27
外出用膳	16.39	16.86	0.47
其他	10.28	10.08	-0.20
住屋	29.91	29.17	-0.74
電力、燃氣及水	2.98	3.59	0.61
煙酒	0.94	0.87	-0.07
衣履	4.13	3.91	-0.22
耐用物品	6.24	5.50	-0.74
雜項物品	5.70	4.78	-0.92
交通	9.01	9.09	0.08
雜項服務	14.42	16.15	1.73
總計	100.00	100.00	0.00

資料來源：政府統計處。

表B3.A 比較以1999至2000年及2004至2005年為基期的綜合消費物價指數的權數。這些權數是根據每5年進行的住戶開支統計調查定出。該調查顯示，貿易商品項目的權數下跌，非住屋類服務項目的權數則上升，其中雜項服務的權數顯著上升1.73個百分點，反映教育、醫療和美容及健身服務的開支增加。貿易品方面，耐用物品及雜項物品的權數分別下跌0.74及0.92個百分點。住屋服務的權數也下跌0.74個百分點，主要是私人住宅租金在兩個基期期間下跌所致。

資產市場

踏入2006年本港股市甚為波動。物業市場在2005年略為回落後，於近數個月有復甦的跡象。

圖 2.12
香港股票價格



2.9 股票市場

踏入2006年本港股市甚為波動。直至5月初股市大幅攀升，但接近期末時在強大的獲利回吐壓力下迅速調整。整體而言，恒生指數上升6.6%，表現較大多數主要海外市場為佳。在頗大程度上，本地股市表現受惠於內地重大改革及政策變動的消息，尤其有關批核可投資海外金融工具的合格境內機構投資者計劃出台。由於市場普遍預期H股指數成分股將最受惠，令H股指數於期內急升25%（圖2.12）。

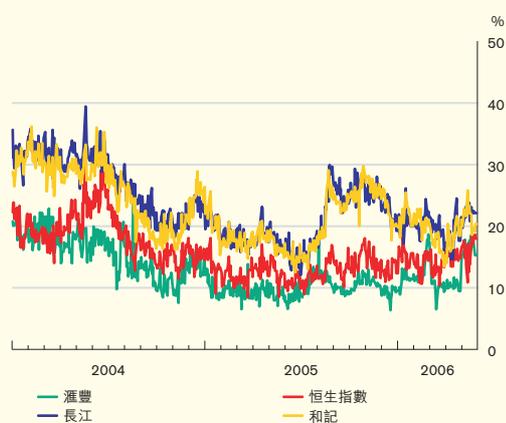
衍生認股權證在2005年的平均每日成交量上升67%，至35億港元，使香港連續兩年成為全球最活躍的認股權證市場。¹³ 衍生認股權證交投的大增，令人關注認股權證發行人的對沖活動可能會令股價波動增加。¹⁴ 但是，證券及期貨事務監察委員會的一項研究指出，衍生認股權證對市場波動的影響遠較預期小。¹⁵

¹³ 參閱「香港的衍生權證市場與時並進—緊貼亞洲其他權證市場迅速發展的步伐」，證券及期貨事務監察委員會，2006年4月。

¹⁴ 認股權證發行人在發行這類工具時承諾在某個日期按某個定價從投資者買入，或向投資者沽出相關的資產。為對沖履行這項承諾的下跌風險，發行人須在市場上升時買入或在市場下跌時沽出。這種對沖活動可能會增加市場的波動。

¹⁵ 這方面的原因有二。第一，儘管本港的衍生認股權證大幅增加，但與股市的規模相比仍然頗小。證監會估計，就恒生指數六大成分股而言，認股權證發行人若要獲得十足的對沖保障，其理論上須持有的相關股份數目僅佔股市已發行股份的0.1%至1.6%。第二，與股票掛鈎的票據愈來愈常見，這類票據的發行人買入及沽出相關股票的對沖方法，與認股權證的發行人的對沖方法完全相反，產生了緩和作用。

圖2.13
香港部分股票的引伸波動



資料來源：彭博。

圖 2.14
物業價格及利率



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

事實上，近年本港股市的引伸波幅維持穩定(圖2.13)。然而，從目前的加息周期來說，這可能不會維持太久。¹⁶我們的內部研究估計了恒生指數在1995至2005年期間隨時間變化的波動，並測試其與3個月香港銀行同業拆息的因果關係，¹⁷結果顯示利率對測試期的股價波動有正面影響。因此，去年開始本地利率回升可能引發對股票投資的風險溢價的重新評估，以致波動下跌的趨勢結束。

2.10 物業市場

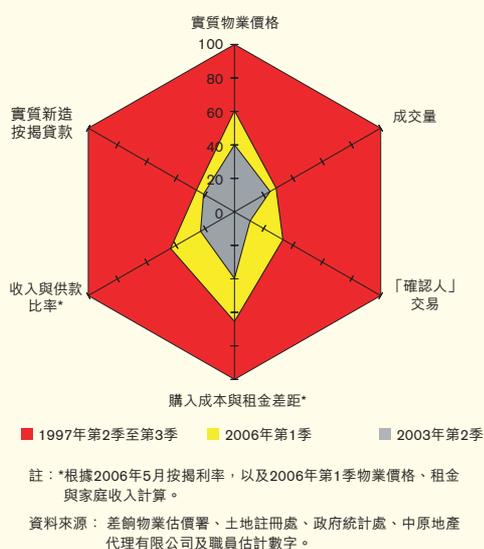
從物業成交價格略為下跌，可見2005年初以來利率上調已對樓市產生冷卻作用。但在實質利率較穩定的情況下，物業價格在近數個月有回升的跡象(圖2.14)。私人住宅物業價格在2005年第4季較第3季下跌3.7%後，在2006年第1季上升0.7%，較2003年谷底水平約上升50%。大型單位(實用樓面面積160平方米或以上)價格上升速度較整體價格指數快，與谷底水平相比上升超過90%。非住宅物業方面，回升速度更明顯，私人辦公室及零售店舖在2006年3月的價格與谷底水平相比分別上升129%及94%。

物業成交量在2005年下半年大幅下跌後，在近數個月有回穩的跡象。買賣協議數目在2005年下半年較上半年減少32.4%，在2006年第1季則較2005年第4季減少8.1%。然而，3月及4月份的物業成交量較對上幾個月明顯增加。

¹⁶ 很多人認為波幅減少與利率低企導致全球各地投資者追求高收益的現象有關。參閱國際貨幣基金組織《全球金融穩定報告》，2005年9月。

¹⁷ 此內部研究採用的統計模型是GARCH (generalised autoregressive conditional heteroskedasticity)模型，並根據Granger因果法測試有關的關係。

圖 2.15
圖解分析



由於按揭利率上調，按揭還款額的升幅較家庭收入及物業租金的升幅大，因此近數季住屋負擔能力下降，自置居所支出已超出租金。收入與供款比率（即按揭還款額佔家庭收入比率）由2003年第2季的15%上升至2006年第1季的28%。¹⁸ 期內購入成本與租金差距（以按揭還款額與租金比率計）由80%擴大至132%。然而，綜合6個主要物業指標的六角形最新圖解說明顯示，與1997年相比，2006年第1季私人住宅物業市況維持溫和（圖2.15）。¹⁹ 然而，應注意1997年的高峰水平是市況明顯偏離經濟基本因素所造成的極端情況。

供應方面，儘管近年新落成的住宅物業明顯減少，但由於物業空置量仍多，短期內應不會出現供應短缺的情況。於2005年底，私人住宅物業空置率稍降至6.0%，但仍高於過去20年的平均數字4.6%。另一方面，辦公室空置率由2004年的12.7%顯著減少至2005年的8.7%，而過去20年的平均數字為9.7%。空置率減少的情況以甲級寫字樓較明顯，由13.1%降至8.1%。寫字樓供應量相對緊絀，促使這類物業的價格上升步伐較住宅物業迅速。

¹⁸ 按揭還款額是假設一個典型50平方米的單位，借入相當於買入價七成，並分20年攤還的按揭貸款為計算基礎。計算時採用第75百分位數的家庭收入，而不是中位數家庭收入，原因是前者較能反映購置私人住宅人士的收入水平。

¹⁹ 參閱Chan, N., W. Peng and K. Fan (2005), 「利用圖解監察香港的物業市況」，《香港金融管理局季報》，2005年3月號。

公共財政

2005 至 06 年度的政府財政狀況顯著改善，經營及綜合帳目在 8 年來首次同時回復收支平衡，遠較政府原先預計的時間 2008 至 09 年度為快。

2.11 公共財政

表 2.E
財政帳目分析

財政年度	2005/06	2005/06	2005/06	2006/07	
	2004/05	預算案 ¹	估計 ²	臨時數字 ³	預算案 ²
	(相當於以曆年計本地生產總值 %)				
收入 ⁴	18.7	18.2	17.4	17.9	17.7
稅收	11.9	11.6	12.0	不詳	11.5
直接稅	7.7	7.5	8.1	8.2	7.7
間接稅	4.2	4.1	4.0	不詳	3.8
非稅收	6.8	6.5	5.4	不詳	6.1
開支 ⁵	19.0	19.0	17.1	16.9	17.1
經營	15.5	15.6	14.1	不詳	14.4
非經營	3.5	3.4	3.0	不詳	2.7
整體差額 ⁶					
未計淨債項	-0.3	-0.8	0.3	1.0	0.6
已計淨債項	1.7	-0.8	0.3	1.0	0.4
經營差額	-0.7	-1.2	0.4	不詳	0.0
財政儲備	23.3	20.8	21.8	22.5	21.1
淨財政儲備	21.3	18.9	20.0	20.7	19.6

註：1. 根據 2005 年 3 月公布的 2005/06 財政年度預算案編製。

2. 根據 2006 年 2 月公布的 2006/07 財政年度預算案編製。

3. 根據 2006 年 4 月公布的每月財政狀況編製。

4. 不計發行政府債券及票據的收益。

5. 已扣除政府債券及票據的利息支出。

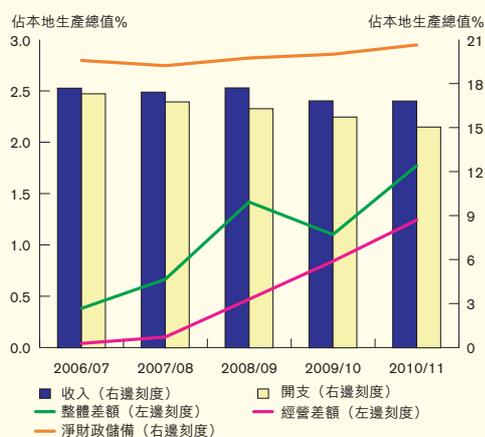
6. 淨債項指發行或償還政府債券及票據。

資料來源：政府財政預算案演辭、財經事務及庫務局，以及職員估計數字。

政府財政狀況顯著改善，綜合帳目在截至3月底止的財政年度錄得140億元盈餘(相當於本地生產總值的1.0%)。此數字超過2006年2月預計的41億元盈餘(相當於本地生產總值的0.3%)，以及2005年3月預計的105億元赤字(相當於本地生產總值的1.2%)(表2.E)。財政狀況改善主要是反映薪俸與利得稅收入增加及經營開支減少。

2006至07年度預算案預計綜合盈餘為56億元(相當於本地生產總值的0.4%)(表2.E)，並建議將薪俸稅第二個、第三個及最高稅階的邊際稅率調低1個百分點，以及將居所貸款利息扣除期限由7年延長至10年。這些措施估計可為納稅人節省27億元支出。此外，預算案建議未來5年內平均每年撥出290億元進行基建項目。財政司司長宣布將於2006年中開始就貨品及服務稅進行為期9個月的正式公眾諮詢。現時繳交薪俸稅的家庭只佔少數，引入貨品及服務稅將可擴闊稅基。

圖2.16
中期預測



資料來源：《二零零六至零七年度政府財政預算案》。

中期而言，預期財政狀況將會繼續改善。預計綜合盈餘對本地生產總值的比例會由2007至08年度的0.7%上升至2010至11年度的1.8%，而財政儲備可應付超過1年的政府開支(圖2.16)。然而，投資及地價收入繼續會是未來幾年的重要收入來源，約佔總收入的五分之一。不過，由於政府財政實力有過去多年累積的龐大資產作為支持，中期的財政狀況看來仍是寬裕。這些資產不僅指財政儲備，亦包括外匯基金的累計盈餘及政府企業的投資和固定資產。政府於2005年3月底的資產淨值估計達8,620億元(相當於本地生產總值的62%)。²⁰ 這些資產可帶來定期收入(儘管每年具體數字可能變化頗大)，以應付政府開支或透過投資帶來更多資產。此外，這些資產亦可透過出售或私有化行動為短暫的財政短缺情況提供融資。

²⁰ 參閱「二〇〇四至〇五年度政府綜合財務報表(按應計制編製)」，香港特別行政區政府，2005年12月。

3. 貨幣及金融環節

匯率、利率及貨幣發展

受到利率套戥活動的影響，港元匯率在2006年第1季略為轉弱，其後在第2季由於股票有關的資金流入而轉強。繼美國聯邦基金目標利率在1月至5月間合共上調75基點後，港元利率亦跟隨美元利率上升。狹義及廣義貨幣同告增加，反映經濟穩步增長以及（就狹義貨幣而言）股票市場表現活躍。

3.1 匯率及利率

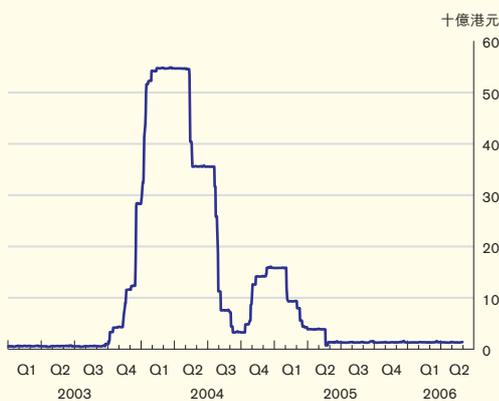
圖 3.1
港元匯率



資料來源：金管局。

港元匯率在2005年最後幾個月一直貼近強方兌換保證匯率每美元兌7.75港元的水平，然後在2006年1月中開始轉弱，貼近7.76的水平（圖3.1）。港元匯率轉弱是與利率套戥活動有關；銀行借入港元，並將有關款項兌換為美元，以從香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的負息差圖利。港元匯率自4月初以來再度轉強，據報是由於股票有關的資金流入所致。整體來說，自2005年第4季起，港元匯率一直貼近兌換範圍的強方。

圖 3.2
在貼現窗運作前的總結餘數額



資料來源：金管局。

自2005年6月份報告以來並未觸發兌換保證交易，金管局也沒有在兌換範圍內進行市場操作。因此，總結餘幾乎沒有變動，保持在13億港元左右的水平，只是因為支付外匯基金票據及債券的利息而輕微波動（圖3.2）。

圖 3.3
港元與美元息率



隨着美國聯邦基金目標利率在1月至5月間累積上升75基點至5厘，香港銀行同業拆息也相應上調，但仍低於同期美元利率，自2005年12月份的報告以來兩者的息差擴闊(圖3.3)。專題3分析香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的負差距對經濟的潛在影響。

反映息差的走勢，12個月港元遠期匯率折讓幅度擴闊，於5月30日收市時報440點子(圖3.4)。在推出3項優化措施後，利率調節機制能更有效發揮作用，相比之前由2003年底至2005年初面對升值壓力期間，港元遠期匯率折讓幅度收窄。

圖 3.4
港元遠期匯率溢價／折讓



3.2 貨幣基礎及支持比率

支持比率在1月降至110.76%的低位，原因是農曆新年假期前負債證明書增加。²¹ 其後，銀行在假期過後陸續贖回負債證明書，促使支持比率於5月30日收市時升至111.94%(圖3.5)。整體而言，期內未償還負債證明書總額以及政府發行紙幣及硬幣微升，未償還外匯基金票據及債券市值以及總結餘則保持穩定。

圖 3.5
支持比率



註：支持比率是支持資產與貨幣基礎的比率。根據外匯基金內支持組合與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%。

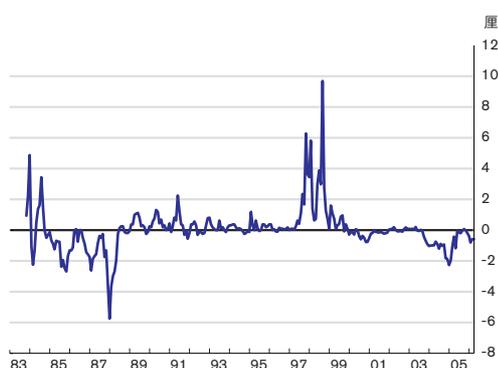
資料來源：金管局。

²¹ 由於支持資產的總值高於貨幣基礎，因此當兩者升幅相同時，支持比率便會下跌。同樣，當兩者跌幅相同時，支持比率便會上升。

專題 4

香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的負差距對宏觀經濟的影響

圖 B4.1
3個月香港銀行同業拆息與
倫敦銀行同業拆息的差距(厘)



資料來源：金管局。

圖 B4.2
整體消費物價指數通脹率



資料來源：政府統計處。

圖 B4.3
貨幣狀況指數



資料來源：職員估計數字。

由2003年底至2005年中，香港持續有大量資金流入。香港銀行同業拆息下降至長期低於同期倫敦銀行同業拆息的水平，而香港的最優惠利率並未跟隨美國利率上調。為理順這種情況，金管局於2005年5月推出3項優化措施。香港銀行同業拆息隨之迅速追近同期倫敦銀行同業拆息。

香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息最近再次出現負差距(圖B4.1)。雖然目前的負息差僅為40至80基點左右，與過去有大量資金流入時的負息差相比並不算大(當時3個月香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息的負差距最多超過200基點)，但若負息差持續並進一步擴闊，其對經濟所造成的影響便會引起關注。

我們應該從整體貨幣及宏觀經濟狀況來評估負息差的影響。儘管近期通脹微升，但這次負息差是在通脹處於歷史低位的情況下出現(圖B4.2)。此外，香港貨幣狀況指數上升，反映本地貨幣狀況在最近幾個季度已經顯著收緊來遏抑經濟過熱(圖B4.3)。貨幣狀況指數上升，主要是因為實質利率及實質港匯指數上升。

為能更有效將未來的風險量化，我們假設3個月香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息的負差距擴闊至250基點(即之前港元多次面對轉強壓力時的高位)來進行模擬測試。模擬測試結果顯示，視乎物業價格對負息差的假設反應而定，實質本地生產總值增長在2006年會超越基準預測0.3至0.7個百分點。綜合消費物價指數通脹率只會較基準預測略為上升。若負息差在2006年下半年收窄，以致港元利率與同期美元利率同步(這個處境的目的是顯示利率大幅波動可能造成的影響)，2007年的增長會較基準預測少0.5個百分點。

整體而言，模擬測試結果顯示若負息差由現水平進一步擴闊，應不會對經濟增長及通脹造成重大影響。這主要反映香港利率(包括實質利率)目前正處於相對高的水平，同時實質港匯指數亦上升，表示整體貨幣狀況已收緊，以遏抑經濟過熱。

圖 3.6
相比3個月前的貨幣總體數字增長情況

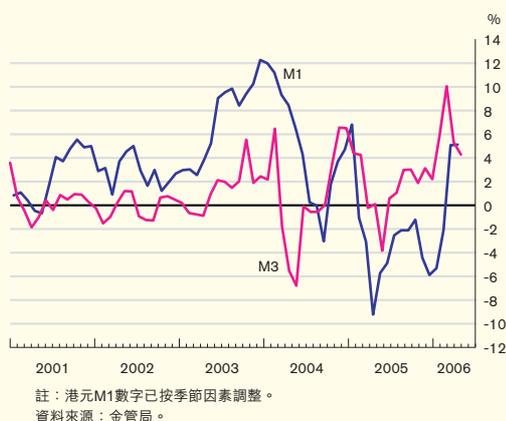


圖 3.7
貨幣總體數字按年增長



圖 3.8
在香港使用的貸款與名義本地生產總值



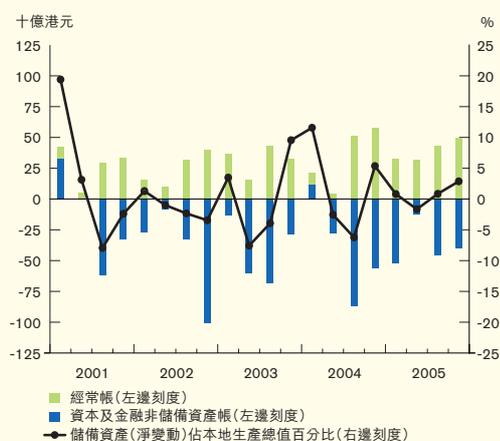
3.3 貨幣及信貸總額

與3個月前比較，港元狹義貨幣供應M1及廣義貨幣供應M3在4月份增加，反映(就狹義貨幣而言)股票市場表現活躍以及名義本地生產總值穩步增長(圖3.6)。²²按年比較，M3在4月份進一步上升，M1則繼續下跌，但跌幅收窄(圖3.7)。自2005年以來，狹義貨幣及廣義貨幣的按年增長率出現分歧，部分反映由於定期存款利息相對流動貨幣資產的利息上升，資金由流動貨幣資產轉移至定期存款。

與2005年第4季比較，2006年第1季在香港使用的貸款微跌，但按年增長率保持強勁，為5.8%，與名義本地生產總值的增長步伐大體一致(圖3.8)。在香港使用的貸款錄得輕微跌幅，大概是由於利率上升遏抑信貸需求(見第3.8節按行業分析本地貸款的資料)。

²² 股票市場的活動(如新股上市活動)與狹義貨幣供應有關，原因是股票市場的交投活動往往涉及運用活期存款。金管局進行的實證研究顯示，股票市場的交易量會影響狹義貨幣的短期走勢。有關詳情，請參閱「估計狹義貨幣及廣義貨幣的需求」，《金管局研究備忘錄》(2006年2月)。

圖 3.9
國際收支平衡



資料來源：政府統計處。

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	2004	2005	2005			
			Q1	Q2	Q3	Q4
經常帳	9.5	11.4	10.2	9.7	12.2	13.3
資本及金融帳	-14.3	-11.6	-16.9	-2.2	-13.7	-13.5
資本轉移	-0.2	-0.4	-0.8	-0.5	-0.2	-0.1
金融非儲備資產(淨變動)	-12.1	-10.5	-15.3	-3.4	-12.6	-10.5
直接投資	-7.0	1.9	0.3	1.2	-8.6	13.8
組合投資	-23.7	-12.2	-22.0	-27.5	-5.4	3.5
金融衍生工具	3.4	1.0	1.3	1.7	0.3	0.8
其他投資	15.2	-1.2	5.1	21.1	1.1	-28.6
儲備資產(淨變動)	2.0	0.8	0.8	-1.7	0.8	2.9
淨誤差及遺漏	4.8	0.2	6.7	-7.4	1.5	0.2

資料來源：政府統計處。

3.4 資金流向

繼2005年第2季錄得輕微資金流出後，2005年下半年開始再度有資金流入港元。最新的國際收支平衡數據顯示，2005年下半年儲備資產增加（圖3.9及表3.A）。資金流入部分是受到經濟持續復甦支持，也可能與市場憧憬人民幣進一步升值有關。

2005年全年均錄得經常帳盈餘，約相當於2005年本地生產總值的11%。經常帳盈餘主要來自貨品及貿易有關服務出口的強勁增長，旅遊有關服務進一步增長也提供一定支持。

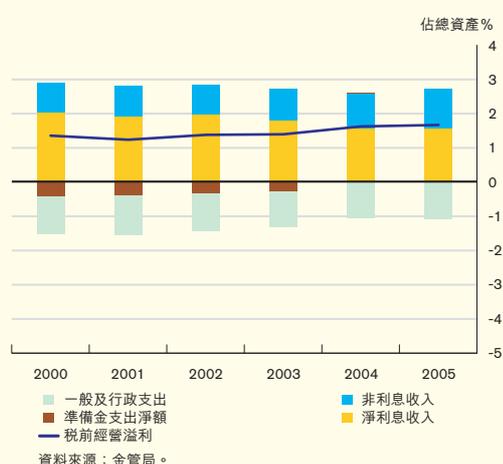
儘管本地經濟穩健復甦，以及股票市場表現活躍，但資本及金融非儲備帳在2005年第4季繼續錄得資金淨流出。在各組成項目中，主要記錄離岸貸款及存款變動的「其他投資」項目由持續有資金流入逆轉為資金淨流出。「其他投資」項目出現資金流出，是因為銀行體系的海外存款顯著增加，超過對外負債的增幅。有一點應該留意，香港是國際銀行中心，與其他投資帳戶有關的資金流量向來都比較波動。

組合投資扭轉2005年首3季錄得淨流出的情況，在第4季錄得淨流入。這主要是因為非居民對本地股票的投資增加，部分反映投資者對香港上市公司的表現感到樂觀，而有關增幅超過居民對海外股票投資的增長。

銀行業的表現

非利息收入上升及淨息差略為擴闊，帶動零售銀行的盈利在2005年進一步增加。雖然營運成本開始上升，但整體成本壓力保持溫和。然而，部分由於利率持續上升，本地信貸擴張速度在最近幾個季度放緩。由於按揭市場競爭激烈，淨息差可能會再次受壓。儘管銀行並未因此而面對重大困難，貸款增長表現呆滯構成的風險卻令人關注。

圖 3.10
零售銀行盈利



3.5 盈利及資本額

盈利

以稅前經營溢利佔總資產的百分比計，零售銀行的盈利在2005年進一步增加（圖3.10）。雖然一般及行政支出佔總資產的比率上升，但非利息收入穩健增長及淨息差略為擴闊這兩項有利因素足以抵銷前者有餘，使盈利增加。

員工成本因加薪及增聘人手而上升，加上擴展業務令營運開支增加，使一般及行政支出佔總資產的比率在2005年上升。然而，根據金管局對零售銀行效率的分析，年內零售銀行的生產效率有所提升（專題5）²³，有助紓緩成本壓力。

²³ 銀行的效率是透過估計效率欠佳的程度來評估。失效的程度是指以銀行的產出水平及投入（要素）價格，以及當前的生產技術的狀況，而計算出有關銀行未能將生產成本減到最低的程度。若銀行管理層未能以最有效的方式運用生產要素，就會出現失效情況。將效率定為常數，投入價格上升便會令銀行的一般及行政支出上升。然而，提升效率有助紓緩投入價格增加對成本造成的壓力。

圖 3.11
零售銀行淨息差



自2005年第2季起，淨息差略為擴闊(圖3.11)。反映零售銀行平均資金成本的綜合利率在2006年首4個月內上升22基點，相比最優惠利率升25基點，3個月香港銀行同業拆息升39基點(圖3.12)。²⁴ 然而，由於自年初以來按揭市場再次掀起減價戰，有跡象顯示淨息差可能會再度受壓。

資本額

本地註冊認可機構的平均綜合資本充足比率由12月份報告公布的15.3%，微降至2006年3月底的15.0%(圖3.13)。這是因為風險加權資產的擴張速度略為超過資本基礎，反映由於經濟繼續穩步增長，盈利機會增加。儘管如此，綜合資本充足比率仍遠高於8%的國際最低標準。核心資本佔資本基礎的91%；核心資本與風險加權資產比率達到13.7%的高水平。

圖 3.12
綜合利率

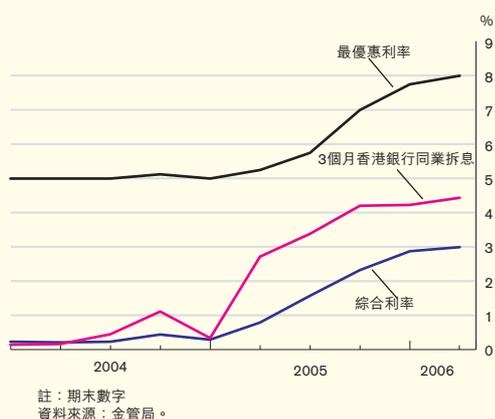
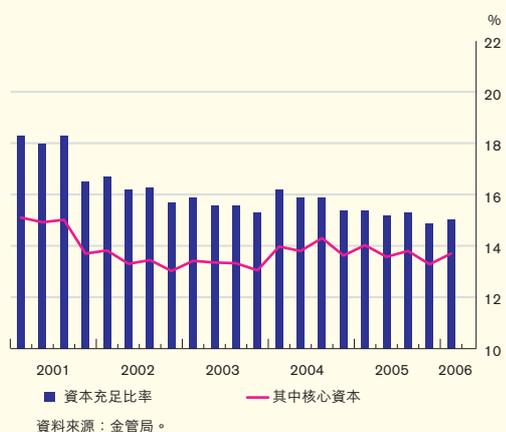


圖 3.13
本地註冊認可機構資本額



²⁴ 最優惠利率為香港上海滙豐銀行有限公司所報的利率。

專題 5 香港商業銀行的效率

率先研究香港商業銀行效率的是Kwan (2002)。²⁵ 他發現香港銀行的效率在1992至1997年上升，但在1998及1999年則下降。1997年後效率降低，可能是因為受到亞洲金融危機的影響。因此，銀行近年的效率如何改變，實在值得研究。

我們根據隨機成本邊界分析法 (stochastic cost frontier approach) (即按指定投入成本得出某一產出水平所需的最低成本) 更新對銀行效率的估算。我們用最高似然方法 (maximum likelihood method) 估計偏離隨機成本邊界的幅度。²⁶ 有關的偏離幅度是衡量失效的指標，可視為若銀行以最低成本運作，總成本應能節省的百分比。²⁷ 當投入成本上升，或產出值水平下降，偏離最低成本的幅度便會擴大，造成失效指標上升。即是說，失效指標越高，效率便越低，反之亦然。

²⁵ 見Kwan (2002)《香港商業銀行的X-效率》(The X-efficiency of Commercial Banks in Hong Kong)，香港金融研究中心研究文章，12/2002。

²⁶ 具體而言，隨機成本邊界 f 的一般(對數)格式為：
 $\ln C_n = f(\ln y_{i,n}, \ln w_{j,n}) + \varepsilon_n$ ，其中 C_n 是第 n 間銀行的總經營成本， $y_{i,n}$ 評估第 n 間銀行的第 i 項產出項目，而 $w_{j,n}$ 則為第 n 間銀行的第 j 項投入項目的價格。誤差項 ε_n 有兩個組成部分，即 $\varepsilon_n = v_n + u_n$ 。第一項組成項目 v_n 是假設會仿照對稱的 $N(0, \sigma_v^2)$ ，以記錄不受控制(隨機)因素的影響，而第二個組成項目 u_n 則假設會仿照 $N(0, \sigma_u^2)$ ，以代表受控制因素。就第 n 間銀行而言，由條件預期 u_n 代表的失效指標(IE $_n$)可引伸為：

$$\frac{\sigma\lambda}{(1+\lambda^2)} \left[\frac{g(\varepsilon_n\lambda/\sigma) + \varepsilon_n\lambda}{G(\varepsilon_n\lambda/\sigma) + \sigma} \right]$$

其中 λ 是 σ_u/σ_v ， σ^2 是 $\sigma_v^2 + \sigma_u^2$ ，而 g 及 G 則分別為標準正態密度及累積分布函數。有關這個方法的詳情見Aigner et al. (1977)《隨機邊界生產函數模型的設定及估計》(Formulation and Estimation of Stochastic Frontier Production Function Models)，《經濟計量學期刊6》(Journal of Econometrics, 6)，第21至37頁。

²⁷ Aigner et al. (1977) 將這種偏離情況歸咎於技術及經濟失效，以及生產商及其僱員的意志及努力等因素引致的生產失效。

我們利用1991年第2季至2005年第4季的銀行業數據來估計模型參數。生產成本(設定為多產出「對數轉換」函數(multi-product “translog” function))是營運支出及利息支出之和。成本效率邊界的產出項目包括：(1) 用作為進口、出口、轉口及商品貿易融資的貸款；(2) 非貿易融資貸款；及(3) 盈利資產，包括可轉讓存款證、所有其他可轉讓債務工具及股票投資。而銀行業務的三項投入要素則為勞工、借入資金與資本。勞工成本以職員支出與總資產的比率來代表。²⁸ 借入資金的價格以利息支出與客戶存款、欠銀行的款項以及根據回購協議及已發行但未贖回的可轉讓債務工具三者之和的比率來代表。資本成本以扣除職員及租金支出後的總支出與固定資產的比率來代表。

表 B5.A
2005 年第 4 季零售銀行的描述統計數字

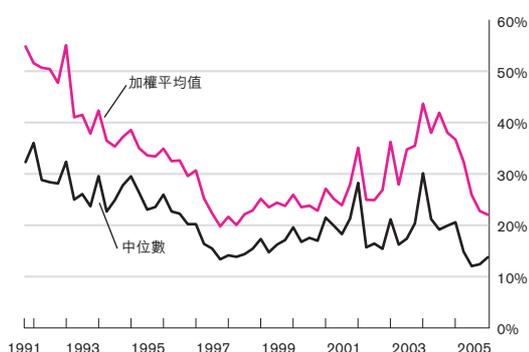
	平均數		中位數	
	款額	比對 1999 年第 4 季的變動 %	款額	比對 1999 年第 4 季的變動 %
每間銀行的平均產出值				
(百萬港元)				
貿易融資貸款	4,997	124.7	2,475	82.1
非貿易貸款	68,876	107.5	34,949	76.8
其他盈利資產	47,394	310.5	20,842	383.8
投入成本 (港元)				
勞工				
(每 100 萬港元資產)	1,645	-4.4	1,442	0.9
借入資金				
(每 100 萬港元客戶存款)	8,431	-36.3	7,601	-42.7
資本				
(每 1,000 港元固定資產)	872	29.0	607	6.1
其他 (百萬港元)				
每間銀行的平均總資產	190,902	120.9	81,062	97.4
每間銀行的平均總成本	1,732	47.4	766	28.7

資料來源：金管局。

表B5.A提供有關所有零售銀行的描述統計資料。在2005年第4季，每間零售銀行的三組產出項目(貿易融資貸款、非貿易貸款及其他盈利資產)的平均值分別約為50億港元、689億港元及474億港元。每100萬港元總資產的平均勞工成本及每100萬港元客戶存款的平均借入資金成本分別為1,645港元及8,431港元，而每1,000港元固定資產的平均資本成本為872港元。與1999年第4季相比，所有產出值均大幅增加超過100%。雖然平均資本成本也告上升，但平均勞工及借入資金的成本均下降。

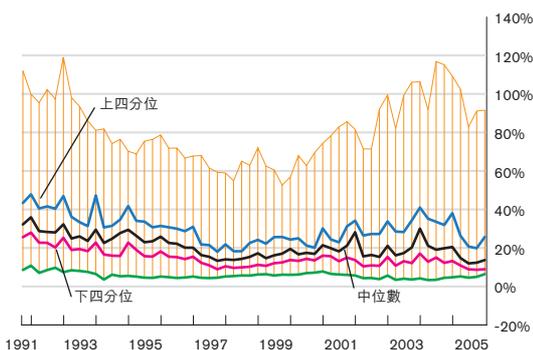
²⁸ 我們仿效Atunbas et al. (2001) 以職員支出與總資產的比率來代表勞工成本(見 Atunbas, Y., Evans, E. and Molyneux, P. (2001), 「銀行擁有權與效率」(Bank Ownership and Efficiency), 《貨幣、信貸與銀行業期刊》(Journal of Money, Credit and Banking) 33, 4, 第926至954頁)。估計結果與Kwan (2002) (將勞工成本定為職員支出與僱員人數的比率)一致。

圖 B5.1
零售銀行的失效指標



資料來源：職員估計數字。

圖 B5.2
零售銀行的失效分布情況

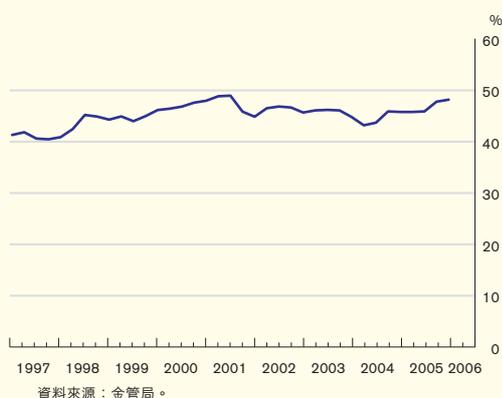


註：着色部分涵蓋零售銀行的所有失效數值。

資料來源：職員估計數字。

圖B5.1顯示1991年第3季至2005年第4季估計失效指標的加權平均值及中位數。與Kwan (2002)一致，失效指標在1991至1997年間下降，但在1998至1999年間微升。我們的估計結果顯示其後失效指標繼續上升，在2003年第4季升至44%，但在2004年第1季開始下降，於2005年第4季回落至22%。如圖B5.2所示，所有零售銀行的失效指標都顯著傾斜：上四分位及下四分位及中位數均非常貼近最低數值，表示相對有效率的銀行多於無效率的銀行。正如Kwan (2002)所指出，1991至1997年間失效指標下降，反映香港銀行在該段期間的運作效率更為貼近成本效率邊界。1997年的亞洲金融危機及2003年初爆發的非典型肺炎疫症令失效指標急升，原因是貸款需求驟減引致產出下跌，銀行或許並未具備所需彈性，以迅速調整其勞工及資本投入項目。同時，銀行亦可能在這段艱難的期間，因收緊信貸管控、推出新業務措施及加強客戶關係而引致額外的營運開支。**2004及2005年的失效指標下降，可能反映銀行近年作出的調整及精簡措施開始發揮作用。**

圖 3.14
零售銀行流動資金比率

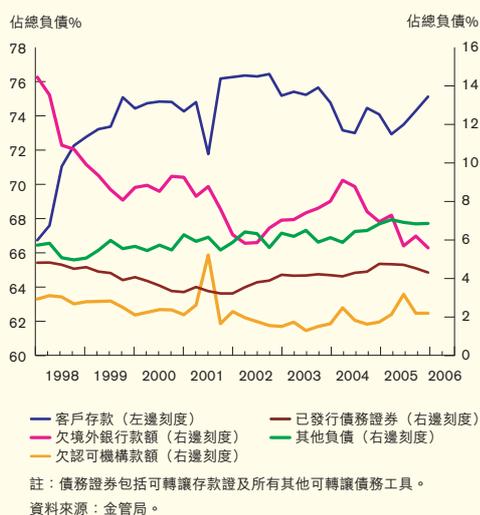


3.6 流動資金及資金來源

銀行作為中介機構，將存款轉為流動性較低的貸款，無可避免地會承受流動資金風險，因此有需要監察這項風險，確保銀行具備足夠的流動資金，以履行意料之內及之外的財務承擔。

零售銀行平均流動資金比率在2006年第1季為48.2%，遠高於25%的法定要求(圖3.14)。銀行投放於外地銀行的淨存款額及持有的債券(兩者均為流動性相對較高的資產)佔零售銀行總資產的一大部分，分別為15%及24%。

圖 3.15
零售銀行負債結構



除了持有流動資產外，銀行還可以從銀行同業市場取得流動資金。銀行同業市場的流動資金狀況，對銀行承受流動資金風險的能力有很大影響，因為同業市場流動資金的多少，會影響銀行在短時間內透過同業借款籌措資金的能力。自2005年12月份的報告以來，銀行同業流動資金水平保持穩定。正如第3.1節提及，總結餘保持在13億港元左右的水平，只有因支付外匯基金票據及債券的利息而出現的輕微波動。

銀行的負債結構是影響流動資金風險水平的長期因素。客戶存款是零售銀行最重要的資金來源(圖3.15)。自1998年9月以來，客戶存款一直佔零售銀行負債七成以上，有關比例更由2005年12月的74.3%微升至2006年3月的75.2%。龐大的客戶存款基礎是銀行融資實力的有利因素，因為零售資金成本一般低於批發資金，同時零售資金的來源亦比較穩定。

圖 3.16
零售銀行客戶存款結構

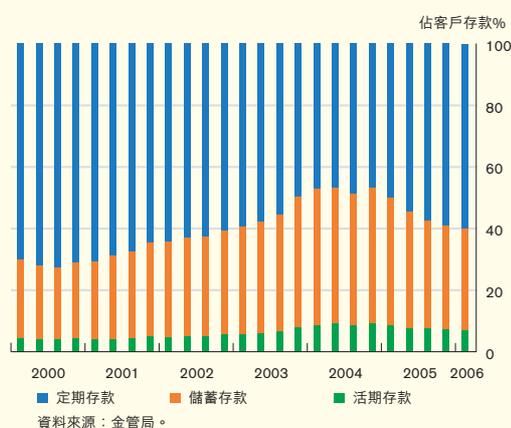


圖 3.17
按資金來源分類的零售銀行資金差額

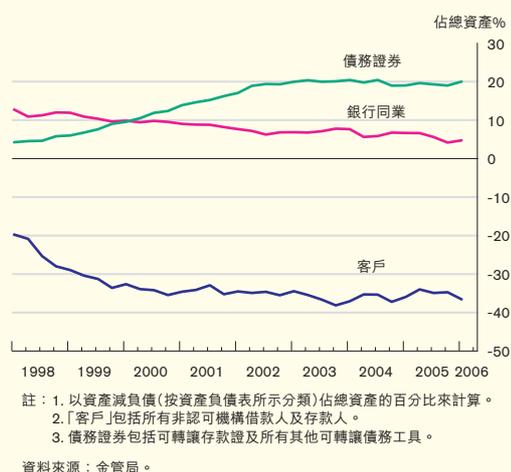
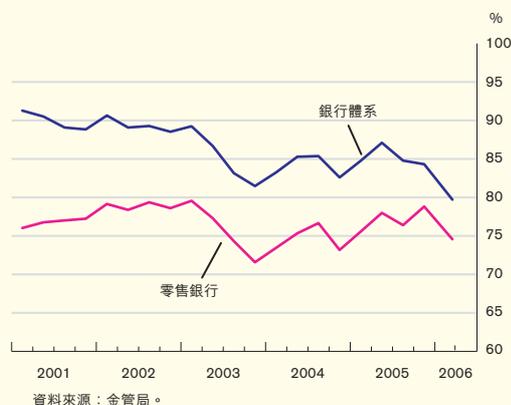


圖 3.18
港元貸存比率

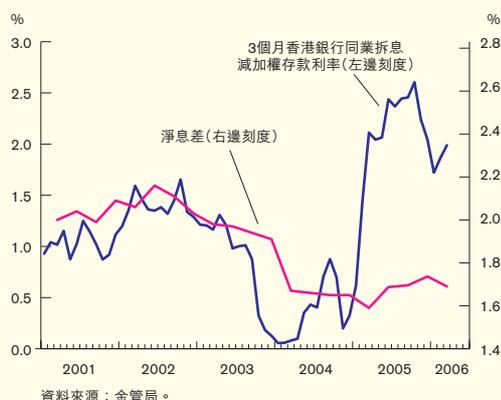


於2000年9月，在客戶存款中有72.5%是定期存款。這個比例一直逐步下降，至2004年12月降至46.7% (圖3.16)。這是因為在利率下降周期，定期存款與儲蓄存款的息差收窄，於是存戶將資金轉移至儲蓄存款。然而，近期利率上升，促使存戶尋求較高收益，於是之前存款替代的方向逆轉，存戶將資金由儲蓄存款轉移至定期存款；定期存款所佔比例增加至2006年3月的59.8%。零售銀行的資產及負債之間期限錯配情況因而得以舒緩，但零售資金成本卻上升。

銀行的流動資金水平也視乎有多少客戶存款被用作提供流動性較低的貸款而定。近年整體零售銀行的「客戶資金差額」均保持在負數水平，即客戶貸款額低於客戶存款額。在2006年3月，這個差額為負36.6% (圖3.17)，使零售銀行成為銀行同業貸款 (期限一般較短) 的淨貸款人，以及由可轉讓存款證及其他可轉讓債務工具組成的債務證券 (為流動資產) 的淨持有者。於2006年3月底，整體銀行體系的港元貸存比率為79.7%，零售銀行的港元貸存比率則為74.6% (圖3.18)。這種結構顯示流動資金風險應不會構成重大問題。

認可機構面對的交易對手風險水平也相當重要，原因是由1間認可機構引發的衝擊可能會迅速擴散至整個銀行體系。由於零售銀行擁有龐大的客戶存款基礎，銀行同業資金並不是重要資金來源。自2001年12月以來，整體零售銀行欠其他香港認可機構的款額約為總負債的2.0%。在2006年3月，銀行同業資金所佔百分比僅為2.2%，顯示因銀行同業貸款所引起的連鎖影響風險不會是重大問題。

圖 3.19
香港銀行同業拆息與存款利率的差距



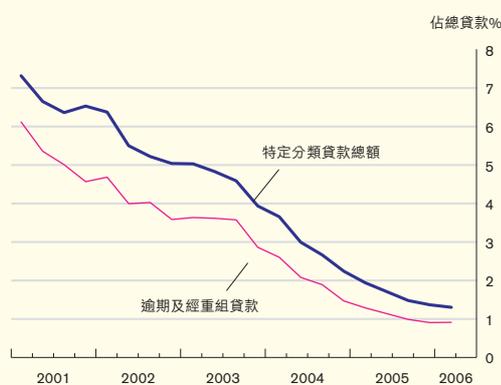
3.7 利率風險

因為銀行大部分計息資產都以浮息為計算基礎，所以縱然面對利率波動，中介息差仍相對穩定。然而，有一點要留意，就是部分銀行一大部分資產，特別是按揭貸款組合，是參考最優惠利率釐定利息，但它們的部分資金的利息卻按香港銀行同業拆息及與香港銀行同業拆息掛鈎的定期存款利率釐定。最優惠利率及香港銀行同業拆息對美元利率變動的不同反應，可能會對銀行的淨息差構成壓力。此外，過去幾年部分銀行加重了投資組合中定息證券所佔的比例，因而變得更容易受息率波動影響。長債孳息率上升可能會使這些銀行面對一些困難。

同業拆息的變動，會透過以香港銀行同業拆息為基準的貸款直接影響銀行的利息收入。由於整體零售銀行是銀行同業市場的淨貸款人，因此香港銀行同業拆息相對加權存款利率上升，會擴闊以香港銀行同業拆息為基準的貸款的息差（圖3.19），也會提高不計息資金的回報。在2005年5月18日推出3項優化聯繫匯率制度運作的措施後，香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息趨於較為一致，以及本地最優惠利率因應美國加息作出調整的步伐加快，為淨息差提供了支持。

雖然本地利率上升似乎有利於擴闊淨息差，但本地利率急升窒礙本地貸款增長的風險卻令人關注。

圖 3.20
零售銀行的資產質素指標



資料來源：金管局。

表 3.B
認可機構提供在香港使用的貸款

	按季變動(%)				佔總額(%) 3/06
	6/05	9/05	12/05	3/06	
在香港使用的貸款 ¹	4.2	0.0	1.8	-0.3	
其中：					
貿易融資	12.2	-1.4	-3.8	-2.6	6.7
住宅按揭貸款 ²	1.1	-1.1	-1.3	-1.1	29.0
製造業	10.1	-2.1	3.5	-2.0	5.7
運輸及運輸設備	1.2	0.9	2.2	-1.0	5.9
電力及氣體燃料 ³	37.9	-5.3	14.6	-10.4	1.5
資訊科技 ³	20.2	38.6	-5.8	5.1	1.2
建造業、物業發展與投資	2.7	2.1	7.6	0.6	22.0
批發及零售業	6.7	-2.3	-1.3	0.8	4.9
與財務及金融有關公司	3.4	2.2	1.0	3.6	8.9
證券經紀	10.9	-7.8	-36.6	5.3	0.3
信用卡透支	0.0	5.6	15.4	-10.6	2.7

註：1. 包括貿易融資。

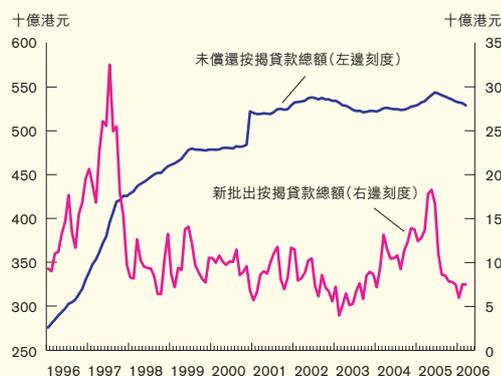
2. 住宅按揭貸款包括「居者有其屋計劃」、「私人機構參建居屋計劃」及「租者置其屋計劃」單位的貸款。

3. 部分貸款由2004年3月起重新分類。

4. 提供予與財務及金融有關公司的貸款是指對投資公司、保險公司、期貨經紀及財務公司的貸款。

資料來源：金管局。

圖 3.21
受訪認可機構未償還及新批出按揭貸款



註：2000年底未償還按揭貸款額驟增，反映調查涵蓋的銀行數目有變動。

資料來源：住宅按揭每月統計調查。

3.8 信貸風險

特定分類貸款以及逾期及經重組貸款佔貸款總額的比例保持穩定，分別由12月份報告的1.5%及1.0%，下跌至2006年第1季的1.3%及0.9% (圖3.20)。資產質素改善，反映本地經濟持續增長，為企業盈利及個人收入提供支持。

最近幾個季度貸款增長表現呆滯。在2006年第1季，不同經濟用途的貸款表現不一 (表3.B)。在物業有關貸款中，對建造業及物業發展與投資的貸款繼續擴張，但速度有所緩和。然而，由於現有按揭貸款的還款額超過新批出的貸款，故未償還住宅按揭貸款繼續減少。自12月份報告以來，新批出按揭貸款額減少 (圖3.21)，反映樓價及成交額下跌。整體而言，物業有關貸款佔本地貸款總額的比例在2006年第1季保持穩定，約為51%。

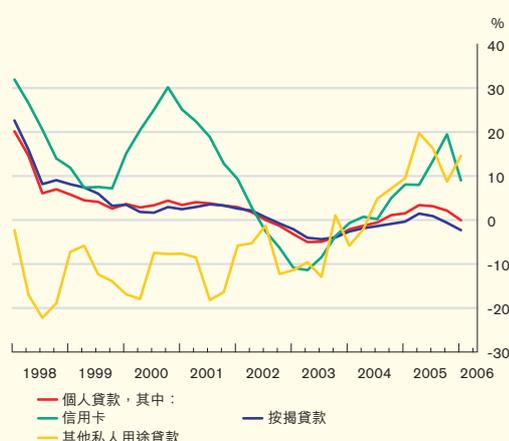
其他環節方面，證券經紀貸款錄得最大的按季增長，其次是資訊科技貸款及金融有關公司的貸款。信用卡透支、電力及氣體行業、製造業、運輸及運輸設備行業以及貿易融資貸款則有所減少。

個人貸款

於2006年3月，個人貸款佔在香港使用貸款的39.1%。²⁹按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘則為信用卡貸款及其他私人用途貸款。截至2006年3月底，在個人貸款中有79.5%用作購買住宅物業。

²⁹ 個人貸款 (Loans to households) 亦可譯作「住戶」貸款。個人貸款有別於提供予政府部門、公司、機構及其他作商業用途的貸款。在此報告個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款 (包括按揭及信用卡貸款等)，但不包括撥作商業用途的貸款。

圖 3.22
認可機構提供的個人貸款按年增長



資料來源：金管局。

在2006年第1季，住宅按揭貸款微跌，信用卡貸款則大幅減少。有關減幅超過其他私人用途貸款的增幅。整體個人貸款的按年增幅由2005年12月的正2.1%，下降至2006年3月的負0.1% (圖3.22)。

近年物業價格回升，使個人資產對比負債的狀況改善，銀行的按揭貸款組合質素普遍有所提高。房屋資產槓桿比率，即房屋存量的市值相對其資產淨值(為房屋存量市值減去未償還的銀行按揭貸款)的比率，自2003年以來顯著下降 (圖3.23)。

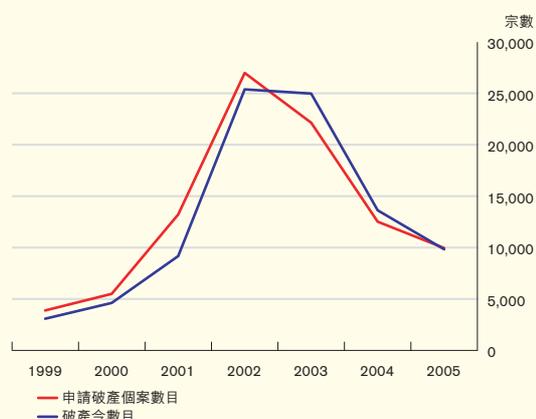
圖 3.23
房屋資產槓桿比率



資料來源：職員估計數字。

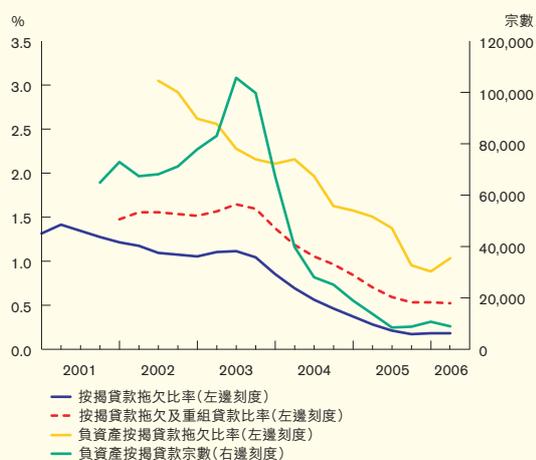
在其他與個人貸款有關的環節，一些基本因素也改善了。正如第2.5節提及，自12月份報告以來，勞工市場狀況持續改善。失業率由截至2005年12月止3個月的5.3%，微跌至截至2006年4月止3個月的5.1%，每名工人的名義工資在2005年錄得按年升幅3.7%。與此同時，破產令及破產申請宗數分別由2004年的13,593項及12,489宗，減少至2005年的9,810項及9,933宗 (圖3.24)。2006年第1季有關數字分別為2,525項及2,476宗。這些最新發展改善了個人貸款的質素。

圖 3.24
破產宗數



資料來源：破產管理署。

圖 3.25
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率



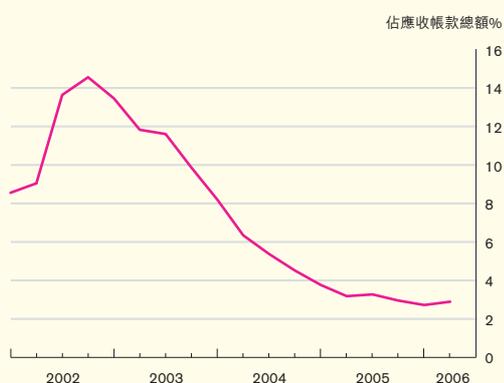
註：1. 有關重組貸款比率、按揭貸款拖欠比率及負資產按揭貸款的數字最早分別由2001年第四季、2002年第二季及2001年第三季起收集。
2. 按揭貸款拖欠比率指拖欠3個月以上的貸款額與未償還貸款總額的比率。
資料來源：金管局。

整體按揭貸款的表現與這些最新發展一致，3個月拖欠還款比率維持在低水平，2006年3月份的數字為0.19%；經重組貸款比率則由2005年12月的0.35%，下降至2006年3月的0.34% (圖3.25)。雖然負資產住宅按揭貸款的拖欠比率由2005年12月的0.89%，微升至2006年3月的1.04%，但負資產住宅按揭貸款宗數由10,983宗減少至9,193宗。同時，以年率計的信用卡應收帳款撇帳比率由12月份報告的2.95%，降至2006年第1季的2.89% (圖3.26)。

公司貸款

於2006年3月，公司貸款佔在香港使用貸款的60.4%。³⁰ 相比2005年3月，增幅為10.3%。一般來說，與按揭貸款 (為個人貸款的主要組成部分) 相比，公司貸款面對的虧損會較為不穩定，原因是公司貸款的抵押品通常不及住宅物業穩健及容易管理。

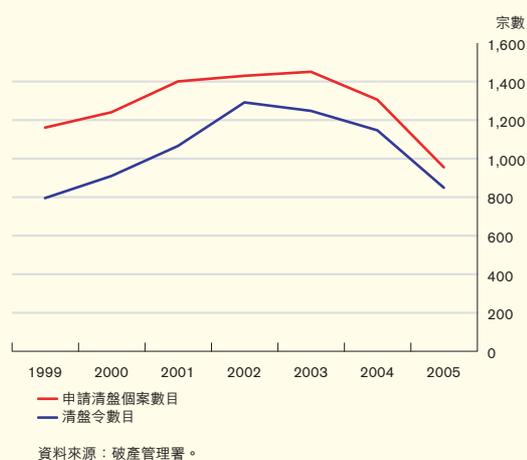
圖 3.26
受訪認可機構信用卡應收帳款的撇帳比率



註：以年率計數字
資料來源：金管局。

³⁰ 公司貸款包括在香港使用的貸款及墊款，但不包括提供予專業人士及其他個人作私人或商業用途的貸款。

圖 3.27
清盤令及申請清盤個案宗數



經濟繼續增長，私營企業的信貸風險隨之下降。公司強制清盤令的數目及清盤申請宗數分別由2004年的1,147項及1,306宗，減少至2005年的849項及955宗(圖3.27)。2006年第1季的有關數字分別為168項及119宗。公司近期的資產負債表反映私營企業財政的穩健情況進一步增強(專題6)。初步數字顯示，私營企業的平均債務及股本比率由2004年的44.5%下降至40.3%，平均股本回報則由12%升至13%，表示公司貸款的信貸風險減低。

圖 3.28
恒生指數非金融類成分公司
整體拖欠債務概率



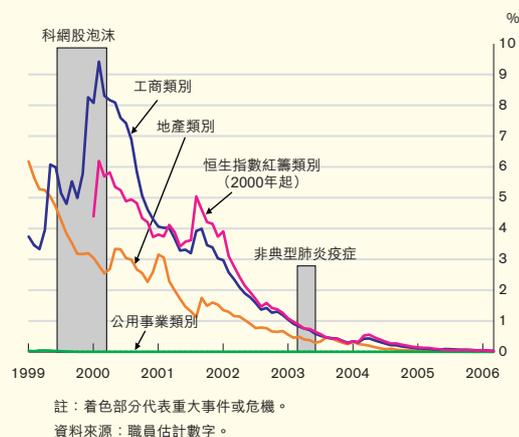
此外，從一項結構模型估計得出的私營企業拖欠債務概率顯示香港企業的財政實力有所改善。³¹ 在2006年第1季，恒生指數非金融類成分公司的整體估計拖欠債務概率降至0.03%(圖3.28)。恒生指數所有分類成分行業及紅籌成分股的估計拖欠債務概率也出現類似跌幅(圖3.29)。

3.9 外匯持倉

所有認可機構合計的淨外匯持倉量(包括即期及遠期)由12月份報告的水平上升至2006年3月底的385億港元，但與2003年5月底985億港元的近年高位比較，走勢仍然向下。這主要是因為自1997至98年亞洲金融危機後銀行所積累的龐大外匯持倉被平倉。

表3.C 列載銀行體系的主要表現指標。

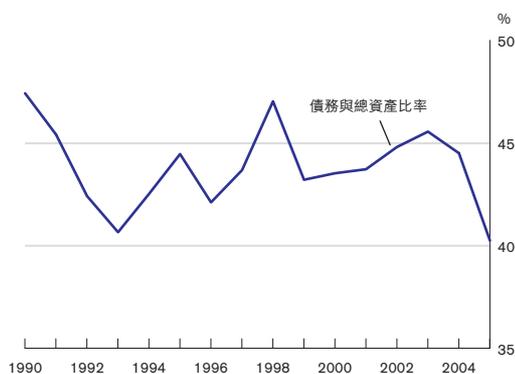
圖 3.29
恒生指數成分類別公司整體拖欠債務概率



³¹ 有關詳情請參閱Yu and Fung (2005)，「利用結構方法評估香港企業的信貸風險」(英文版)，《金管局研究備忘錄》，<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM24-2005.pdf>。

專題 6 探討香港私營企業的財政穩健程度

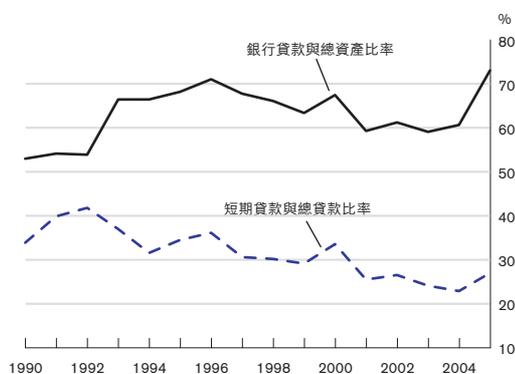
圖 B6.1
非金融類公司的債務槓桿結構



註：上圖顯示整體私營企業的平均比率。債務與總資產比率指不包括股東資金在內的總負債佔公司總資產的百分比。

資料來源：Thomson Financial。

圖 B6.2
非金融類公司的負債結構



註：上圖顯示整體私營企業的平均比率。短期貸款與總貸款比率指短期總貸款佔公司總貸款的百分比。短期貸款指在1年內到期的貸款。總貸款指短期貸款與長期貸款的總和。銀行貸款與總貸款比率是指銀行貸款總額佔公司總貸款的百分比。

資料來源：Thomson Financial。

評估私營企業穩健程度的常見方法是研究公司資產負債表內的一系列財務比率。在整體層面，這些比率可透視私營企業是否容易受到衝擊，以及其對其他經濟環節（如銀行體系）造成連鎖影響的風險。本專題探討1990至2005年期間本港非金融類上市公司的主要財務比率。^{32,33} 研究涵蓋的公司數目由357間至790間。

債務槓桿及負債結構

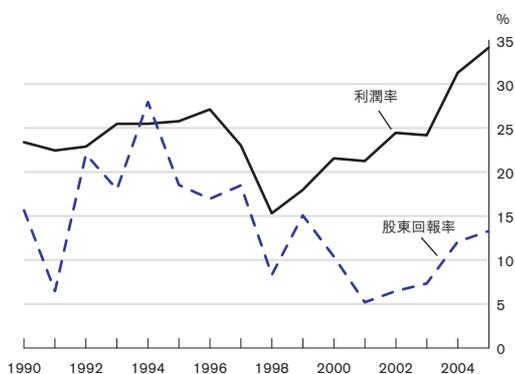
一般來說，公司的債務槓桿愈高，其承受衝擊（特別是加息或流動資金收緊）的能力便愈低。如圖B6.1所示，研究中的公司在2000至2003年期間的平均債務與總資產比率上升至45.6%的高位，其後在2004年降至45%以下。初步數字顯示，該比率在2005年可能進一步降至40%。債務槓桿水平降低，加強了私營企業承受衝擊的能力。

私營企業的債務還款年期組成轉移至較長期限，其中短期貸款與總貸款比率由2000年的33.6%降至2004年的22.9%（圖B6.2）。根據初步數字，該比率在2005年可能升至27%，但仍遠低於亞洲金融危機前達35.7%的平均水平。短期貸款與總貸款的比率較金融危機前低，反映私營企業的債務還款年期情況改善。然而，應注意銀行貸款佔總貸款的比例可能上升。初步數字顯示，銀行貸款佔總貸款的比率於2001至2004年間穩定於約60%的水平，其後在2005年攀升至金融危機以來的最高水平，達到71%，部分原因可能與2005年上半年的低息環境有關。

³² 非金融類公司指在香港主板及創業板上市的公司，但不包括H股公司、投資公司，以及從事銀行、保險與金融的公司。有關數據來自Thomson Financial。有關定義及方法，參閱Yu et al. (2003)，「香港私營企業的財政穩健情況分析」，《香港金融管理局季報》，2003年12月號。

³³ 應注意2005年的財務比率僅為初步數字，並只涵蓋本報告截稿時已公布2005年業績的公司。這些數字可能會作修訂，解讀時應該審慎。

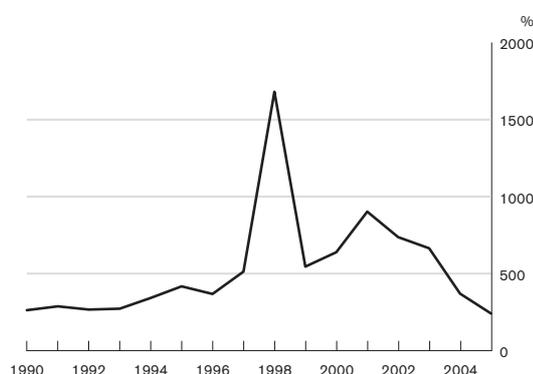
圖 B6.3
非金融類公司的盈利能力



註：上圖顯示整體私營企業的平均比率。利潤率是將有關公司的未扣除利息、稅項、折舊及攤銷的盈利總額除以總銷售收入(以百分比表示)。股東回報率代表稅後盈利佔公司平均股東資金的百分比。涵蓋的公司不包括1999年的和記黃埔及2000年的電訊盈科。

資料來源：Thomson Financial。

圖 B6.4
非金融類公司總貸款與稅後純利率



註：上圖顯示整體私營企業的平均比率。這個比率是將有關公司的總貸款除以稅後純利(以百分比表示)。

資料來源：Thomson Financial。

盈利能力

盈利直接影響一間公司的還債能力，因此是其財政穩健程度的重要指標。由於2003年爆發非典型肺炎疫症，私營企業盈利略為下挫，但在2004年受到經濟復甦強勁帶來的支持，以利潤率計的公司盈利上升至31.2% (圖 B6.3)。初步數字顯示，公司的利潤率進一步改善，而由於經濟持續錄得穩健增長，利潤率在2005年更可能達到自金融危機以來的34%高位。³⁴

股東回報率是企業盈利能力的另一指標。圖B6.3顯示股東回報率經過2000至2001年連續兩年急跌，至金融危機以來的5.2%低位後，在2002年回升，並在2004年加快上升至12%。根據初步數字，股東回報率在2005年預期會進一步上升至13%。

償債能力

整體私營企業的債務承擔相對其盈利的比重(以總貸款與稅後純利率計)由2001年金融危機以來的高位9倍，降至2004年的少於4倍(圖B6.4)。初步數字顯示，隨着企業盈利上升(圖B6.3)，該比率在2005年應可進一步降至少於3倍。

財務比率顯示，香港私營企業的財政穩健程度在2005年進一步改善。隨着債務槓桿比率下降、債務還款年期情況改善、盈利能力上升及償債能力提高，香港整體私營企業的財政狀況在過去幾年已加強，承受衝擊的能力亦已提高。

³⁴ 本港經濟增長由2003年的3.2%上升至2004年的8.6%，並在2005維持在7.3%的水平。

表 3.C
銀行體系的主要表現指標¹(%)

	3/05	12/05	3/06
利率²			
1 個月香港銀行同業拆息 ³	1.28	4.10	3.98
3 個月香港銀行同業拆息 ³	1.50	4.26	4.15
最優惠利率與 1 個月香港銀行同業拆息的差距	3.75	3.27	3.77
最優惠利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距	3.53	3.11	3.60
綜合利率	0.80	2.88	3.00
零售銀行			
資產負債表狀況⁴			
存款總額	-1.3	2.8	3.7
港元	-1.1	1.4	5.2
外幣	-1.4	4.9	1.6
貸款總額	1.6	4.3	-0.1
在香港使用的客戶貸款 ⁵	1.6	4.1	-0.8
在香港境外使用的客戶貸款 ⁶	1.9	8.0 ^r	14.3
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	3.5	-2.6	-0.5
持有的可轉讓債務工具	1.8	-0.1 ^r	6.2
資產質素⁷			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	94.30	95.96	95.97
需要關注貸款	3.75	2.66	2.71
特定分類貸款(總額) ⁸	1.95	1.38	1.32
特定分類貸款(淨額) ⁹	1.40	0.98	0.95
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	1.30	0.92	0.93
盈利¹⁰			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率	-0.02	-0.003 ^r	0.04
淨息差	1.59	1.68	1.69
成本與收入比率	42.6	41.8 ^r	41.0
流動資產比率¹¹	45.8	47.7 ^r	48.2
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.29	0.19	0.19
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.45	0.37	0.40
撤帳率 — 按季年率計(經調整)	3.18	2.72	2.89
— 本年度截至該日止以年率計	3.18	2.81	2.89
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率(綜合)	15.4	14.9	15.0

註：

- ¹ 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
- ² 除綜合利率為期末數字外，所有數字均為季度平均數。
- ³ 參考香港銀行公會公布的港元利息結算利率。
- ⁴ 季度變動百分比。
- ⁵ 在香港使用的貸款及貿易融資貸款。
- ⁶ 包括「其他」（即沒有指定用途的貸款）。
- ⁷ 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
- ⁸ 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
- ⁹ 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
- ¹⁰ 本年度截至該日止按年計數字。
- ¹¹ 季度平均比率。
- ^r 經修訂數字。

4. 前景、風險及不明朗因素

預期全球經濟會繼續強勁增長，通脹則維持溫和。香港方面，增長應會保持穩健，通脹也會受到遏抑。然而，這個基準預測面對的不明朗因素增加，包括近期油價急升、美國收緊貨幣政策的方向變得不明確，以及內地經濟過熱的風險增加及持續累積龐大貿易盈餘。然而，有關經濟增長、通脹及資產價格大幅波動對香港的貨幣與金融穩定構成的風險依然有限。

4.1 全球前景

表 4.A
2005 至 07 年全球增長及通脹

按年%	國際貨幣基金組織			世界銀行 ¹		
	2005	2006 預測	2007 預測	2005	2006 預測	2007 預測
全球增長 ²	4.8 (4.3)	4.9 (4.3)	4.7 -	4.4 (4.2)	4.3 (4.1)	4.4 -
美國	3.5	3.4	3.3	3.5	3.5	3.6
歐元區	1.3	2.0	1.9	1.1	1.4	2.0
日本	2.7	2.8	2.1	2.3	1.8	1.7
新興亞洲	8.2	7.9	7.6	7.8	7.6	7.4
全球消費物價通脹	3.8	3.8	3.5	不適用	不適用	不適用
七大工業國	2.3	2.3	2.1	2.2	2.0	1.7
新興亞洲	3.5	3.8	3.4	不適用	不適用	不適用

註：1. 亞洲新興經濟體系的增長包括東亞及太平洋的發展中國家。

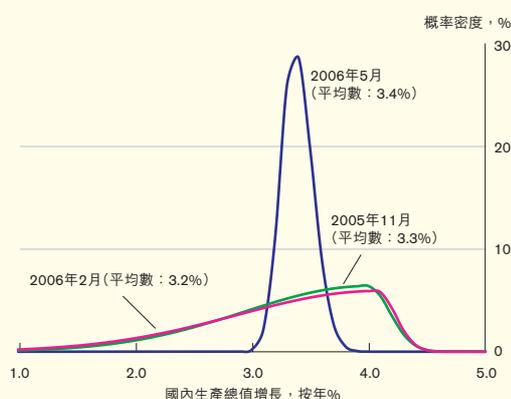
2. 全球增長按購買力平價匯率計的國內生產總值作加權。至於其他整體數字及國家，基金組織以購買力平價匯率計算，世界銀行則用市場匯率計算。括號內為以往的預測數字。

資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》(2006年4月)及世界銀行《2006年全球經濟前景》。

全球經濟預期會繼續穩健增長。國際貨幣基金組織(基金組織)及世界銀行預測2006年全球經濟會穩步增長。基金組織的最新預測將2006年的估計增長由之前的4.3%，向上修訂至4.9%。這部分反映2005年錄得的4.8%增長較預期為高(表4.A)。《共識預測》也預計2006年的實質全球生產總值會穩步增長，速度會比2005年略快。

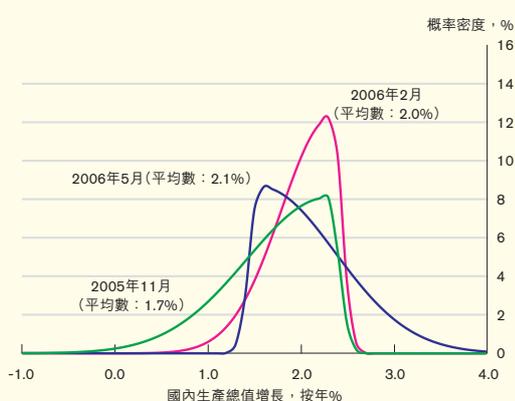
美國方面，2006年的增長預測仍然是工業國家中最高的，但預期隨着過去兩年接連加息的影響逐步體現，以及住屋市場放緩，增長步伐在今年較後時間應會減慢。基金組織預測今年美國的實質國內生產總值增長會輕微回落至3.4%。《共識預測》對美國在2006年的增長預測的平均數字由2月份的3.2%向上修訂至5月份的3.4%，同時預測的分布也較前集中(圖4.1)。

圖 4.1
美國：2006年增長預測概率分布



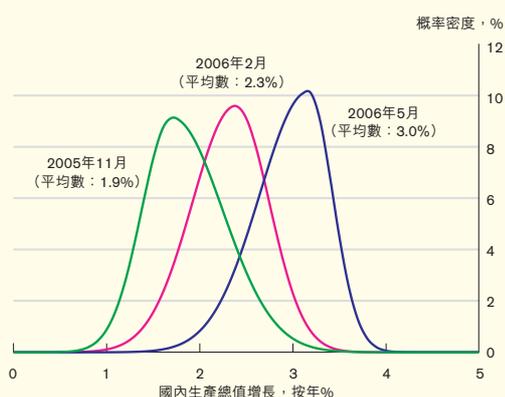
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

圖 4.2
歐元區：2006年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

圖 4.3
日本：2006年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

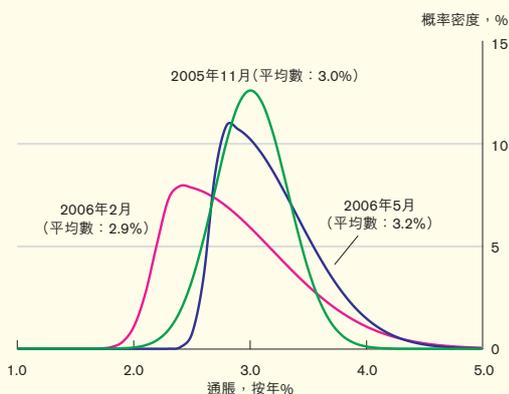
歐元區的經濟增長速度在2006年第1季加快。經濟擴張的情況似乎變得穩健，層面也更為廣泛。然而，由於消費仍然疲弱，因此歐元區的經濟增長仍然會容易受到本地及外來衝擊影響。《共識預測》對歐元區在2006年的增長預測的平均數字變動不大，為2.1%，與今年2月的2.0%相若（圖4.2）。

日本經濟在2005年第4季顯著回升，並錄得10年來最強勁的4個季度實質增長。在企業及住戶開支相互增長的動力支持下，增長的層面變得更加廣泛，消費、商業投資及出口均對增長有所貢獻。最近的《共識預測》對日本在2006年的增長預測的平均數字由2月份的2.3%向上修訂至3.0%（圖4.3）。

最新一期的《共識預測》將2006年內地的實質國內生產總值增長由3個月前的9.0%，向上修訂至9.6%，部分反映第1季的增長數字較預期強勁。儘管銀行貸款增長速度加快，可能引起出現經濟過熱的憂慮，但消費物價指數及生產物價指數均保持溫和。然而，資產價格，特別是住屋價格急升。在銀行體系流動資金充裕的情況下，貸款與存款息差因最近調高貸款利率而擴大，可能會促使銀行增加貸款，從而可能抵銷貸款利息上升遏抑貸款需求的效應。同時，投資強勁也會影響對外貿易。這是因為內地的製造業生產力提高，將會增加進口替代效應，從而使人懷疑最近進口回升的情況能否持續。龐大的國際收支順差將會繼續對人民幣造成升值壓力。不過有關當局先發制人，預早推出措施限制投資及信貸增長，預期經濟增長在未來幾個季度將稍為放緩，但增長速度仍會處於頗高水平。

其他新興亞洲經濟體系方面，基金組織與世界銀行預期繼2005年錄得約8%的強勁增長後，在2006年會繼續穩健增長。基金組織對2006年的最新預測由較早前估計的7.3%，向上修訂至7.9%，這部分是因為基金組織大幅向上修訂對中國內地的預測。預期增長動力會因為全球經濟狀況良好及日本的國內需求持續復甦而得到支持。預計增長的層面會變得更加廣泛，並有跡象顯示區內的整體消費開支會以更堅穩的步伐增長。

圖 4.4
美國：2006年通脹預測概率分布



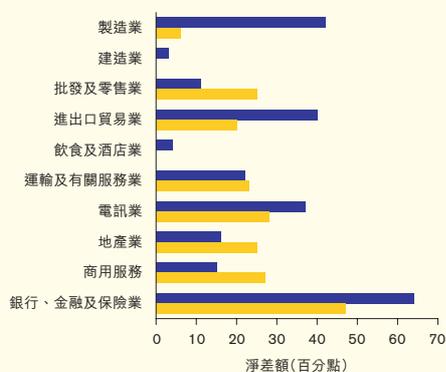
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

圖 4.5
主要貨幣的期權價格引伸波幅



註：由3個月平價期權引伸得來。
資料來源：JP 摩根。

圖 4.6
業務展望統計調查結果：
2006年第1季及第2季的
產出量變動預期



註：「淨差額」指預期「上升」的受訪者百分比減去預期「下降」的受訪者百分比。
資料來源：政府統計處。

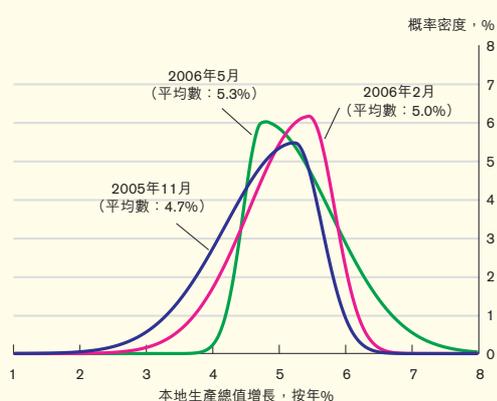
基金組織預測2006年的全球消費物價通脹會維持在3.8%的水平。美國方面，《共識預測》對2006年的消費物價通脹預測的平均數字由2月份的2.9%，向上修訂至3.2%（圖4.4）。預期2007年的通脹會保持溫和。基金組織預測全球消費物價通脹會在2007年回落至3.5%，而《共識預測》也預計通脹在2007年會回落。

展望全球金融狀況，市場普遍預期短期及長期利率均會進一步上升。隨着美國緊縮貨幣政策的周期接近完結，而歐元區及日本則剛開始收緊貨幣政策，息差應會收窄。雖然息差收窄的方向頗為明顯，但時間方面則並不明朗。因此，主要貨幣的匯率前景並不明確，在可見的將來波幅可能會增加（圖4.5）。然而，鑑於主要金融機構的財政狀況近年均大為改善，因此相信它們都能應付裕如。

4.2 本地前景

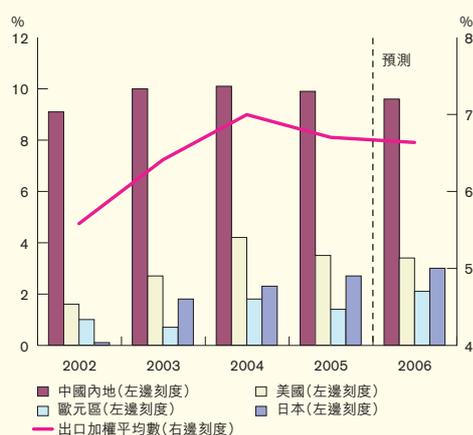
香港的短期經濟前景保持良好。根據業務展望按季統計調查，調查涵蓋的所有行業均預期2006年第2季的業務及產出量上升（圖4.6）。以所有行業整體而言，回應機構中預期經營狀況會改善的機構超過預期經營狀況會惡化的機構的比例，由第1季的20個百分點，增加至第2季的30個百分點，反映香港公司對短期業務前景普遍感到樂觀。與業務展望按季統計調查的結果一致，採購經理指數也由第1季的平均54.0升至4月份的54.9，表示私營部門的經濟活動持續擴張。

圖 4.7
香港：2006年增長預測概率分布



資料來源：職員根據市場普遍意見估計的數字。

圖 4.8
香港主要貿易夥伴的經濟增長



資料來源：《共識預測》及職員估計數字。

預期 2006 年餘下時間實質本地生產總值會錄得穩健增長，但步伐會比第 1 季的顯著增幅稍為緩和。儘管第 1 季表現較預期佳，但鑑於外圍環境令不明朗因素增加，加上近期國際金融市場大幅波動，因此政府仍維持其 2006 年的增長預測於 4% 至 5% 的水平。最新的市場普遍意見預測實質本地生產總值平均增長 5.3%（圖 4.7）。市場普遍預期內地有關當局最近為遏抑信貸急速增長而實施的政策措施對香港的影響溫和，原因是內地經濟增長急速放緩的風險仍然很低。

預期 2006 年的出口增長會從 2005 年錄得的雙位數字增幅稍為回軟，反映比較基數偏高，以及歐美地區對內地實施的貿易保護主義措施的影響。然而，香港的主要貿易夥伴經濟狀況良好及預期美元轉弱，應有助支持香港的出口（圖 4.8）。此外，預期服務出口將會保持穩定，原因是在《更緊密經貿關係的安排》第三階段下，服務提供者進入內地市場的條件會進一步放寬。

預期本地需求在 2006 年會保持堅穩。勞工市場狀況改善應繼續支持消費支出，但利息上升及出口收益增長放緩應會遏抑本地需求增長。儘管市場普遍預期美國進一步收緊貨幣政策的幅度將有限，但利率前景的不明朗因素似乎有所增加。若美國聯儲局暫停其收緊貨幣政策的周期，資產價格，特別是物業價格將會得到支持，本地需求將會因財富效應而受惠。然而，若美國繼續其緊縮貨幣政策，則不僅會增加需要償還按揭貸款的住戶的債務負擔，更會對市場氣氛造成不利影響，繼而損害資產市場，甚或打擊私人消費。

消費物價通脹經過過去一年穩步上升後，預期在 2006 年餘下時間會維持目前的增長步伐。綜合消費物價指數的租金組成項目是近期整體通脹上升的主要因素。展望未來，住宅租金上漲將會對綜合消費物價指數造成進一步上升的壓力，原因是市場租金增加會在租約續期時繼續影響租金組成項目。

圖 4.9
綜合消費物價指數租金組成項目及
市值租金

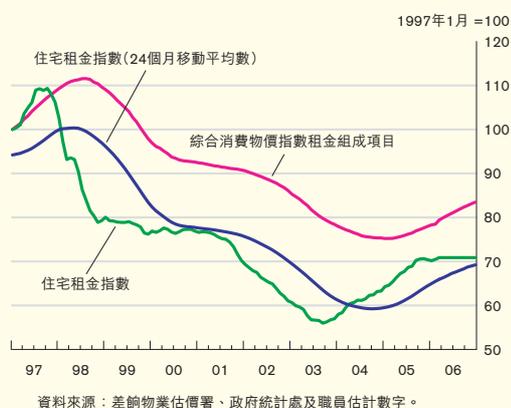


圖 4.10
香港：2006年通脹預測概率分布

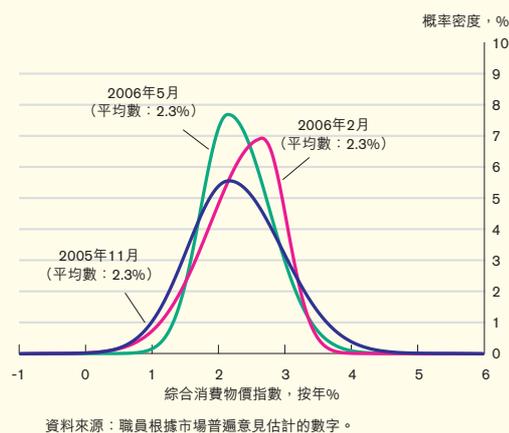


圖4.9顯示租金組成項目與私人住宅租金指數的24個月移動平均數的變動密切相關。虛線部分顯示即使租金指數在現水平穩定下來，租金組成項目仍然會繼續向上調整。然而，有跡象顯示最近幾個季度市值租金已穩定下來，若這個趨勢持續，綜合消費物價指數承受的上升壓力將會逐步減退。另一方面，油價高企、人民幣升值及美元轉弱等外圍因素的影響，可能會促使進口價格上升。不過，勞工生產力上升以及機器及設備投資增加使單位勞工成本相對偏低，應有助遏抑通脹壓力。此外，預期增長放緩應會令通脹上升步伐保持溫和。最新的市場普遍意見預測消費物價通脹會由2005年的1.1%，上升至2006年的2.3%（圖4.10）。政府向下修訂其對2006年的通脹預測，由2月份的2.3%下調至5月份的2.0%。然而，向下修訂主要是因為政府重訂綜合消費物價指數的基期。較早前2.3%的預測是根據舊的以1999至2000年為基期的綜合費物價指數計算，而最新的預測則根據新近公布以2004至2005年為基期的指數計算（見專題3）。

4.3 不明朗因素及風險

總括而言，我們的基準預測是香港經濟將會繼續穩健增長，通脹維持溫和。然而，相比6個月之前的情況，這個基準預測面對的不明朗因素在增加。具體而言，近期油價急升、美國的貨幣政策方向不明朗、中國再次出現經濟過熱的跡象以及繼續累積龐大的貿易盈餘，使香港未來的貨幣狀況以及市場對盈利增長的預期都存在很大程度的不確定性。與此同時，儘管傳媒對爆發禽流感的關注程度大為減低，但這仍然是一項潛在風險。

全球經濟增長及通脹的前景由於油價持續高企及大幅波動而蒙上陰影。正如基金組織在其最近對全球及地區前景的分析中指出，雖然油價上升到目前為止對全球經濟活動及通脹只造成輕微影響，但這個情況日後可能會改變。由於油價日益受到供給因素的帶動，油價上升造成的不利影響可能會比前

一段時間嚴重，尤其若油價上升被視為更持久，並影響核心通脹上升。因此各主要央行強調通脹上升的風險，但日後進一步收緊貨幣政策的方向相當不明確。這種情況可能會使資產價格的波幅增加，繼而影響全球（包括香港在內）的投資氣氛。

自3月初以來，主要金融市場的長期利率均告上升。雖然最近長期收益率上升可能是反映實質利率在一段期間內維持在極低水平後作出修正，但市場對促使長期實質利率上升的原因，以及升勢會維持多久，升幅會有多大仍有疑問。同時，市場人士對於外匯市場的關注重點似乎由預期息差的變化，逐步轉移至一些結構性因素，例如全球經常帳失衡的問題。4月中美元兌歐元及日圓大幅貶值，但主要貨幣匯率會否繼續出現調整，幅度又會有多大都並不明朗。

全球金融體系中的部分環節可能會很容易受到金融環境惡化的影響。在發達經濟體系中，風險最大的似乎是住戶環節，特別是住屋市場比較熾熱的經濟體系。亞洲方面，雖然銀行體系的穩健程度有所提高，但部分經濟體系的銀行對住戶的信貸急速增長，一旦金融環境變得緊拙，不良貸款便可能會增加。儘管亞洲區因為新興市場的股票價格急升而受惠，但也會與其他地區一樣，一旦海外投資者因為對全球風險的警覺性提高而撤離時，股價便會下跌。

中國內地經濟過熱的風險隨着銀行貸款增長步伐加快而增加。有關當局先發制人，提高基準貸款利率，並對某些投資活動採取管制措施。然而，對於究竟需要進一步採取多少緊縮措施，以及有關措施的力度要有多大，仍不清晰。貿易盈餘繼續保持在創記錄的高位。儘管美國財政部並未在其最新一期有關匯率政策的報告中將中國內地列為「匯率操縱國」，或許可讓內地得以避過一場貿易戰，但貿易盈餘繼續增加，令內地受到貿易保護主義措施影響的風險升級。

由於外圍的不明朗因素增加，香港的貨幣狀況及出口收益增長的前景都可能會出現較大的波動。然而，香港應不會受到重大不利風險影響。事實上，香港經濟增長及通脹面對的風險大致好壞參半。美國利率進一步上升會令香港的貨幣狀況收緊，但內地貿易盈餘增加令市場對人民幣進一步升值的預期加強，則會吸引資金流入香港，因而部分抵銷美國利率上升引致貨幣狀況收緊的影響。同時，即使內地對美國的出口放緩可能會令香港的轉口貿易的收入減少，但國內需求增長強勁，對香港為來自全球其他地區的進口提供中介服務的需求增加，在一定程度上可紓緩香港所面對的壓力。

整體而言，外圍環境的不明朗因素增加，可能會引致香港的主要經濟及金融市場指標在未來一段時間出現較大波動，因此需要更為密切監察較預期大的市場波幅造成的影響。然而，經濟增長、通脹及資產價格大幅波動，以致危害貨幣及金融穩定的風險依然有限。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口的結餘總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限牌照銀行及接受存款公司。

支持資產／支持組合

外匯基金中指定用作支持貨幣基礎的一批美元資產。

支持比率

支持資產與貨幣基礎的比率。當初設立貨幣發行局帳目時，已有足夠的美元資產撥入貨幣發行局帳目，為貨幣基礎提供105%的支持(支持組合)。根據財政司司長於2000年1月批准的新安排，若支持比率達到112.5%(觸發上限)，金管局會從外匯基金的支持組合內撥出資金，然後注入外匯基金的投資組合，使支持比率回落至110%。相反，若比率降至105%(觸發下限)，金管局會從投資組合撥出資產注入支持組合內，使比率回升至107.5%。這項措施可提高過剩資產的投資回報，亦可確保支持組合有足夠的流動資產。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率往往是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，作為發行銀行紙幣的支持。

《更緊密經貿關係的安排》

香港特別行政區政府與中華人民共和國中央人民政府於2003年6月29日簽訂的自由貿易協議。該安排的目的是透過逐步減少貨物與服務貿易的關稅和非關稅壁壘以及促進貿易投資便利化，以加強內地與香港之間的貿易及投資合作。

綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數數列。甲類消費物價指數的對象是開支範圍較低的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支範圍中等的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支範圍較高的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元付息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。

綜合帳目

這是一項政府帳目，其目的是顯示香港特別行政區政府的整體財政狀況及現金資源。綜合帳目是以現金收付制編製，並包括政府一般收入帳目及8個政府基金，分別為：基本工程儲備基金、資本投資基金、公務員退休金儲備基金、賑災基金、創新及科技基金、土地基金、貸款基金及獎券基金。

兌換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兌換為外幣，或將外幣兌換為本地貨幣。就香港而言，金管局已在每美元兌7.80港元的聯繫匯率的強方及弱方作出兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兌換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

負資產住宅按揭貸款拖欠比率

拖欠3個月以上的負資產住宅按揭貸款佔負資產住宅按揭貸款總額的比率。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具。外匯基金票據及債券計劃在1990年3月推出，多年來不斷擴充；外匯基金票據及債券期限由3個月至10年不等，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。

流動資產比率

香港所有認可機構必須將每月平均流動資產比率維持在不低於25%的水平。流動資產比率是指流動資產（如：有價債務證券及1個月內償還的貸款，而這些資產必須按照流動資產換算因數調整）與限定債務（基本上是指1個月內到期的所有負債）的比率，有關的計算方法及組成部分載於《銀行業條例》附表4。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部分。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣（銀行紙幣及硬幣）與銀行體系存放在中央銀行的結餘（儲備結餘或結算餘額）的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書（作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持）、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

按揭貸款拖欠比率

這是指逾期超過3個月的按揭貸款總額佔未償還按揭貸款總額的比率。這項數據摘錄自住宅按揭每月統計調查。

負資產按揭貸款

未償還貸款額超過按揭物業的當前市值的按揭貸款。

經營帳目

這項政府帳目主要由政府一般收入帳目組成，但不包括被視作非經營收入的收入項目，而包括土地基金的投資收入。

經重組貸款比率

經重組貸款總額佔未償還貸款總額的比率。

就業不足率

這是指就業不足人士(即在非自願情況下於一星期內工作少於35小時)在勞動人口中所佔的比例。

