

貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2006年12月

概論

香港經濟繼續穩健增長，且通脹輕微。在2006年首3季，實質本地生產總值較去年同期增長6.8%，綜合消費物價指數則上升2.0%。失業率在10月份回落至4.5%，相比2005年底的5.2%。

按本地生產總值的組成項目分析，出口增長9.5%，投資增長8.5%，而私人消費的擴張速度則較慢，為4.7%。對外貿易是帶動經濟增長的主要因素，與我們過去觀察所得的模式一致。由於香港經濟倚重對外貿易，因此全球經濟前景在很大程度上會左右香港經濟的未來發展。

通脹的變化繼續由租金項目主導，反映租約大約24個月的滯後影響。由於房地產價格趨於穩定，因此這項影響通脹的因素將會逐步減弱。與此同時，本地生產的貨品及服務的價格升幅溫和，原因是勞工生產力急速增長，所以工資上升並未轉化為較高的單位勞工成本。

整體來說，經濟並沒有出現明顯的失衡跡象。金管局的「貨幣狀況指數」大致維持中性，貨幣及信貸總額增長率與名義本地生產總值的變化一致。資產價格的走勢也未引起特別的關注。雖然年內股票價格大幅上升，但物業價格自2005年初以來一直趨於平穩，而金管局對物業市場的壓力評估顯示走勢保持溫和（第2.10節）。

我們對銀行體系穩定性的分析亦顯示銀行業經營環境維持穩定。第3.6至3.9節顯示銀行業的盈利表現理想，資本實力雄厚，年內資產質素持續改善，銀行體系及私營企業環節重複拖欠債務的機會率亦偏低。我們總結認為銀行及金融體系現今的狀況比過去10多年來都穩健。

由於香港的實質經濟主要倚賴出口需求，而貨幣狀況亦由美國的貨幣狀況及美元在外匯市場的變化所主導，因此2007年的展望將取決於外圍因素。全球經濟的共識預測及國際貨幣基金組織的預測均顯示，來年本港的主要出口市場的增長會稍為放緩。雖然各機構所作的預測略有不同，但大家的共識似乎是美國、歐元區及日本的減幅會介乎0.5至0.8個百分點，中國內地的減幅有可能達到1個百分點。由於香港容易受到外圍環境影響，因此這些預測表示香港的內部增長會在2007年逐步放緩。然而，勞工市場狀況改善以及利好的財富效應持續，應能支持本地消費，紓緩經濟增長減慢的影響。對香港本地生產總值增長的最新市場共識預測介乎4.3%至6.0%之間，平均值為5.1%，與上述的論點一致。

通脹前景受到兩項相反的因素影響；一方面是租金項目增幅逐步收窄，另一方面則為本地生產貨品的價格持續上升，以及美元普遍轉弱令港元對本港主要貿易夥伴的貨幣貶值可能會引致進口價格上升。共識預測平均數顯示2007年全年的通脹率為2.6%。

這些預測存在一定程度的誤差，主要原因是美國經濟前景存在不明朗因素。雖然市場共識是美國經濟會軟著陸，但有評論員指出受到住房環節及建造業顯著放緩影響，美國經濟的增長速度亦有可能會大幅減慢。根據我們的經濟計量模型所作的模擬測試顯示，雖然美國經濟大幅放緩會令香港的增長下跌，但有關影響不會太大，而且肯定不會危及貨幣與金融穩定（見第4.3節）。

與通脹前景有關的不明朗因素，主要是受到美元貶值幅度大於預期的影響，令進口貨品價格上升。然而，量化影響應會溫和。例如，若美元的貿易加權匯率在2007年貶值10%（基準共識預測為貶值4.5%），我們的模型預測香港的通脹率會比基準預測高四分之一個百分點。

在金融市場方面，香港面對的主要不明朗因素與利率前景有關。在聯繫匯率制度下，香港的利率因應美國的利率政策而變化。雖然美國有關當局暫停兩年多前開始的緊縮周期，但若通脹壓力未能快速消退，有關當局仍有可能加息。此外，由於香港的利率目前比同期美元利率約低100基點，因此若目前流動資金充裕的市場狀況出現變化，本港利率便有可能上調。金融市場參與者，尤其按揭貸款人及借款人應留意有關的基準息率風險。（見第3.7節及專題8的分析。）

自這一期的報告起，我們擴大了有關中國內地經濟的篇幅。（見第1.5至1.7節及專題1至4。）由於中國內地在全球經濟的重要性不斷增加，我們期望有關的分析可以為讀者提供具參考價值的資料，讓大家對本港以至區內及全球經濟所受的影響有所了解。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2006年12月

目錄

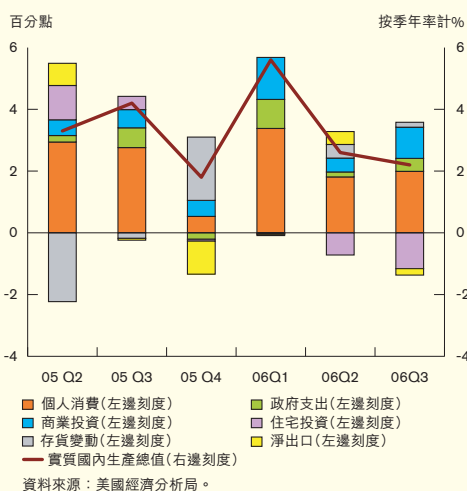
1. 全球及區內環境	5
外圍環境	5
1.1 美國	5
1.2 歐元區及英國	6
1.3 日本	8
1.4 亞洲區內其他經濟體系（不包括中國內地）	9
中國內地	11
1.5 產出增長、對外貿易及通脹	11
1.6 貨幣狀況及人民幣匯率	17
1.7 政策回應	24
貨幣及金融狀況	26
1.8 利率	26
1.9 匯率	27
1.10 股票市場	27
2. 本港經濟	28
需求	28
2.1 整體需求	28
2.2 內部需求	28
2.3 對外貿易	30
產出及供應	31
2.4 產出	31
2.5 勞工及生產力	35
物價及工資	36
2.6 勞工成本	36
2.7 商品及進口價格	36
2.8 消費物價	37
資產市場	38
2.9 股票市場	38
2.10 物業市場	38
公共財政	42
2.11 公共財政	42
3. 貨幣及金融環節	43
匯率、利率及貨幣發展	43
3.1 匯率及利率	43
3.2 貨幣基礎及支持比率	45
3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況	45
3.4 資金流向	46
銀行業的表現	48
3.5 盈利及資本額	48
3.6 流動資金及資金來源	53
3.7 利率風險	54
3.8 信貸風險	59
3.9 外匯持倉	62
4. 前景、風險及不明朗因素	64
4.1 全球前景	64
4.2 本地前景	66
4.3 不明朗因素及風險	68
專題 1 評估中國內地投資的效率	15
專題 2 中國內地：第三國家實質有效匯率	20
專題 3 中國內地：基準利率期限結構的估計	22
專題 4 中國內地的境外證券投資	32
專題 5 利率衝擊透過物業市場渠道對香港的產出及通脹的影響	40
專題 6 香港經常帳盈餘的結構性決定因素	47
專題 7 以 Panzar-Rosse 方法評估香港銀行體系的競爭情況	50
專題 8 有關與香港銀行同業拆息掛鈎按揭計劃 以最優惠貸款利率掛鈎作為利率上限的期權價值	56
詞彙	

1. 全球及區內環境

外圍環境

第3季全球的增長情況比較均衡。雖然美國經濟隨着住屋市場的調整而放緩，但東亞地區的增長步伐加快，歐元區及日本亦維持穩健，不過步伐有所緩和。近期的指標指向美國的經濟活動會進一步放緩，因此有跡象顯示區內大部分經濟體系的工業生產的增長速度開始減慢。

圖 1.1
美國：各組成部分對國內生產總值增長的貢獻



1.1 美國

美國經濟自6月份報告以來顯著減慢。實質國內生產總值在第3季增長2.2%，低於第2季的2.6%及第1季的5.6%。經濟增長放緩，是因為住宅投資持續錄得兩位數的跌幅，以及貿易差額惡化，其中建屋量下跌減少增長超過1個百分點。由於進口增長的升幅超過出口增長的升幅，淨出口令整體增長再減少0.2個百分點(圖1.1)。¹ 中國內地及香港在商品進口總額中所佔比例，按12個月滾動方式計由上一份報告的15.1%增加至15.3%。相反，個人消費及商業投資在第2季同告下跌後穩健回升。商業及消費支出對第3季的增長的貢獻約為3個百分點。整體而言，月度指標顯示第4季經濟會溫和擴張(表1.A)。

表 1.A
美國：經濟活動月度指標

	7月	8月	9月	10月	11月
製造業採購經理指數	54.7	54.5	52.9	51.2	49.5
非製造業採購經理指數	54.8	57.0	52.9	57.1	58.9
工業生產(按3個月%)	1.6	1.7	1.0	0.5	不適用
耐用品訂單(按3個月%)	0.2	-0.1	2.3	2.0	不適用
非國防資本貨品訂單(按3個月%)	1.8	1.8	3.5	2.2	不適用
零售貨值(按3個月%)	1.0	0.8	0.9	0.2	不適用
實質個人消費開支(按3個月%)	0.8	0.8	0.7	0.5	不適用
實質除稅後收入(按3個月%)	-0.3	0.3	0.9	1.4	不適用
非農業職位就業人數變動(以千計)	123	230	203	79	132
失業率(%)	4.8	4.7	4.6	4.4	4.5
消費者信心指數					
會議局	107.0	100.2	105.9	105.1	102.9
就業前景 ¹	9.0	3.4	5.3	3.8	3.4
密歇根州大學	84.7	82.0	85.4	93.6	92.1

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，美國、歐元區、日本及非日本亞洲區(不包括中國內地)的按季實質國內生產總值變動百分比都是經季節因素調整以年率計數字。

圖 1.2
美國：住屋市場活動指數

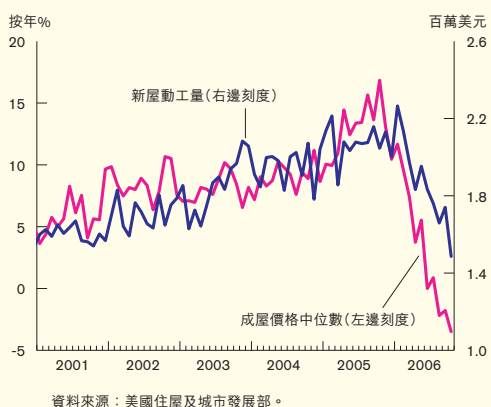


圖 1.3
美國：整體通脹率及核心消費物價指數通脹率¹

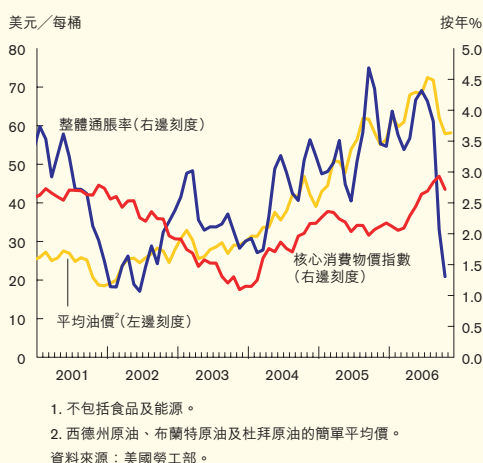
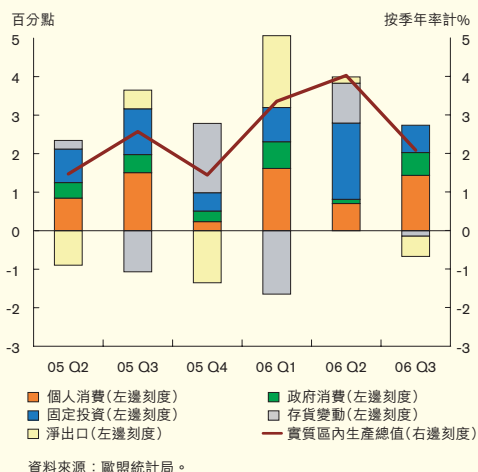


圖 1.4
歐元區：各組成部分佔區內生產總值增長的貢獻



零售貨值增長在10月份急跌，而就業前景亦轉壞。儘管11月份的ISM非製造業採購經理指數在能源價格下跌及勞工市場表現堅穩的情況下升至6月份報告以來的最高水平，製造業指數卻跌至低於50的水平，達到49.5，反映3年多以來製造業首次出現收縮。然而，有利的經濟基本因素——平均時薪持續快速增長、長期利率仍處於低位，以及企業利潤增長維持穩健——或許能為內部需求放緩提供緩衝。

儘管如此，住屋市場的走勢是影響短期增長前景的主要負面風險。住屋市場活動指標在2006年普遍轉壞。10月份成屋銷售量及新屋銷售量分別自2005年中的高位回落14%及27%，新屋動工量更跌至6年多來的最低水平(圖1.2)。展望未來，雖然預期住屋市場會經歷逐步調整，但若住屋市場活動及住屋價格的跌勢較預期為快，可能會引致消費及投資增長出現較預期為大的跌幅。

通脹風險自6月份報告以來有所增加，但在第3季末時出現緩和的跡象(圖1.3)。雖然整體通脹率大致上跟隨近期油價下跌的走勢，但受到業主等價租金上升的帶動，反映核心通脹的指標呈向上走勢。相對上一份報告的按年約2.0%的水平，核心私人消費開支及核心消費物價指數通脹率分別在8月及9月上升至2.5%及2.9%，然後才於之後一個月份隨着油價回落而下降至2.4%及2.7%。儘管經濟放緩，但由於單位勞工成本上升，以及勞工及產品市場的資源利用率高企，通脹壓力仍然存在。

1.2 歐元區及英國

歐元區的實質區內生產總值在2006年第3季增長2.1%，與其潛力大致相符，但較第2季高於趨勢增長的4.0%增幅為低。增幅放緩是因為歐元區內第二大經濟體系法國沒有增長，德國經濟則繼第2季錄得4.4%的顯著增幅後，在第3季再錄得2.6%的穩健增長。按支出組成分析，區內需求仍然是增長的主要動力，而投資亦在最近的上升周期中成為帶動增長越來越重要的因素。然而，由於進口增長速度比出口快，淨出口的貢獻在第3季由第2季的接近零轉為負數(圖1.4)。

表 1.B
歐元區：經濟活動調查指標

指數	2005年	7月	8月	9月	10月	11月
綜合採購經理指數	53.5	58.5	57.8	57.3	57.4	57.6
製造業採購經理指數	51.2	57.4	56.6	56.6	57.0	56.6
服務業採購經理指數	53.9	57.9	57.5	56.7	56.5	57.6
歐洲委員會調查						
經濟景氣	98.4	108.6	108.5	109.3	110.4	110.3
工業信心	-7.4	4.0	2.0	4.0	5.0	6.0
訂單部分	-16.8	3.0	3.0	4.0	5.0	6.0
消費者信心	-13.8	-8.0	-9.0	-8.0	-8.0	-7.0
ZEW經濟景氣	32.3	18.1	1.3	-10.2	-12.5	-11.0
德國IFO(營商環境)	95.6	105.6	105.0	104.9	105.3	106.8

資料來源：彭博及路透社。

圖 1.5
歐元區：經濟景氣指標

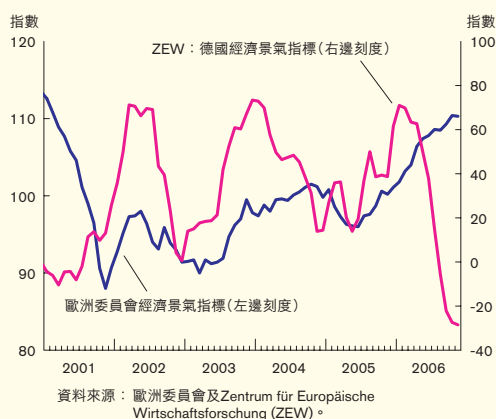
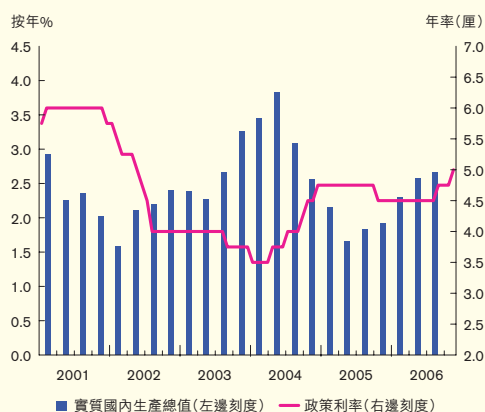


圖 1.6
英國：實質國內生產總值及利率



資料來源：英國國家統計局及英倫銀行。

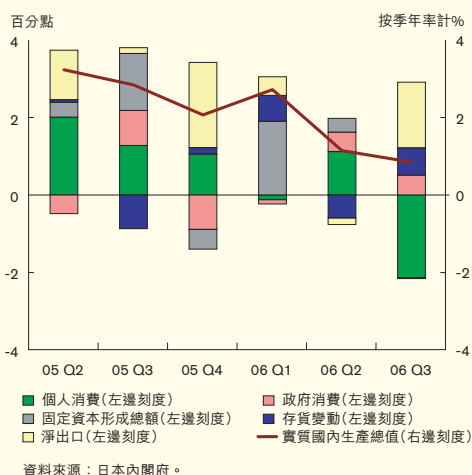
受惠於有利的利率環境、強勁的企業盈利及經營效率改善，投資增長在第 2 季躍升至 9.4%。投資支出的增長儘管在第 3 季放緩至 3.3%，但隨着支持因素繼續存在，尤其是德國方面，預計短期內表現會保持堅穩。由於勞工市場逐步改善及消費者信心增強，消費支出增長由第 2 季的 1.2% 上升至 2.6%，並預期會保持穩健，直至 2007 年初在德國調高增值稅的計劃推出後減慢增速。

前瞻性指標顯示增長的勢頭應會持續至第 4 季。近月製造業及服務業採購經理指數保持在高位，表示各行業均穩健及均衡地擴張（表 1.B）。歐洲委員會的經濟景氣指標於 11 月保持在 2001 年初以來的最高水平，而且在商業及住戶信心方面都得到廣泛支持。然而，對於美國經濟放緩、利息上升、歐元轉強以及德國調高增值稅的憂慮，令增長前景蒙上陰霾，以致過去兩季 ZEW 德國經濟景氣指標大跌（圖 1.5）。

通脹風險依然存在。由於經濟表現蓬勃及能源價格上升，整體消費物價調和指數按年通脹率在第 2 季上升至 2.5% 的新高，然後於 9 月及 10 月回落至低於歐洲中央銀行 2% 的目標，反映油價下跌及基數效應（通脹率在 2005 年 9 月達到 2.6% 的高位）的影響。預計消費物價調和指數通脹率會再次受到基數效應以及德國於 2007 年調高增值稅的影響，在未來幾個月會上升。

英國經濟在 2006 年第 3 季錄得按年增長率 2.7%，是兩年來最大的增幅（圖 1.6）。住戶收入穩定增長、住屋市場暢旺、企業財政狀況穩健，以及製造業活動回升，都支持經濟在 2006 年持續復甦。鑑於經濟快速增長以及剩餘產能有限，因此自上一份報告以來，通脹壓力有所增加。針對高於目標的整體綜合消費物價指數通脹率（在 6 至 9 月期間徘徊於按年 2.4 至 2.5% 的水平），英倫銀行自 8 月以來已兩次加息。

圖 1.7
日本：各組成部分對國內生產總值增長的貢獻

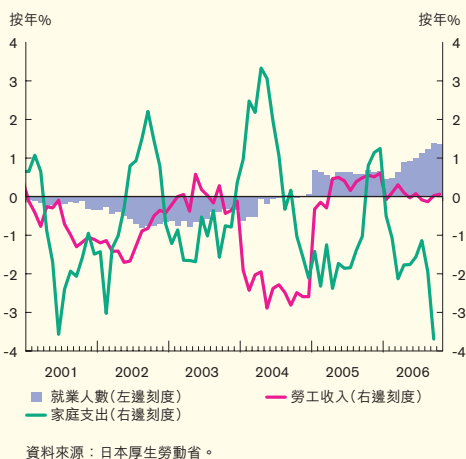


1.3 日本

日本的實質國內生產總值增長由上一季的1.1%，減慢至0.8%，原因是淨出口及商業投資的增長不足以抵銷消費下跌(圖1.7)。日本多處地方異常清涼及潮濕的天氣打擊消費意欲，令私人消費減少1.6%。由於近月勞工收入增長表現呆滯，消費疲弱的情況相信會持續(圖1.8)。

雖然第3季的商業投資表現強勁，但前瞻性指標顯示未來幾個月商業活動的增長步伐可能會放緩。第3季核心機器訂單(不包括船隻及電力)按季減少11%，而製造業採購經理指數亦於11月連續第2個月下跌。儘管如此，9月份「短觀」調查顯示商業信心及過剩的生產能力沒有變動。

圖 1.8
日本：就業人數、勞工收入及家庭支出



隨着海外經濟體系持續擴張，以及日圓匯率保持在有利水平，出口增長表現強勁。第3季的出口貨量相對上一季的3.4%增加8.5%。對美國、歐元區及東亞地區的出口全部錄得穩定增長。出口表現理想，主要是受到對高燃料效率的日本汽車需求強勁的支持。然而，由於進口增長速度較快，商品貿易盈餘在第3季下降至國內生產總值的1.5%。

自5月以來，整體消費物價指數通脹維持正數，並於10月錄得按年升幅0.4%，而扣除新鮮食品，消費物價指數則上升0.1%。消費物價上升，主要是受食品及能源價格帶動，而其餘的消費商品對消費物價指數的貢獻則仍然為負數(圖1.9)。隨着能源價格自高位大幅回落，通脹很可能在未來幾個月放緩。有見及此，日本銀行將2006財政年度的核心消費物價通脹率(扣除新鮮食品)由之前估計的0.6%，下調至0.3%。

圖 1.9
日本：各組成項目對消費物價通脹的貢獻

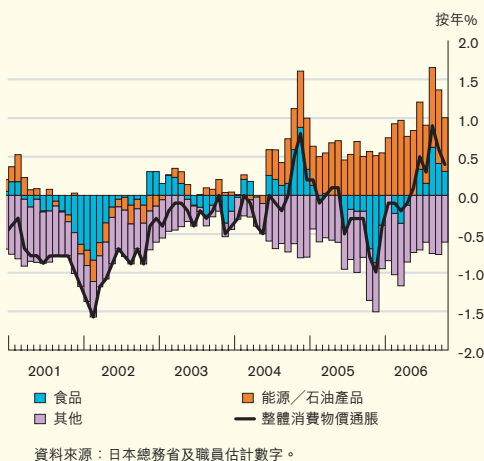


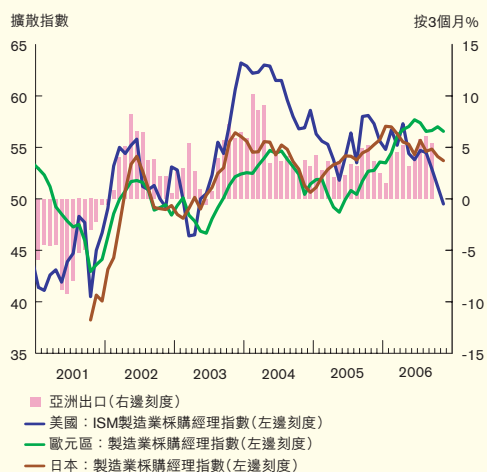
表 1.C
東亞：實質國內生產總值增長

按季年率計 %	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1	06Q2	06Q3
新興工業經濟體系：	6.8	7.1	7.7	4.8	1.6	6.2
韓國	5.9	6.6	6.7	4.9	3.4	4.4
新加坡	14.6	9.6	12.5	7.0	3.9	5.7
台灣 ¹	6.9	7.6	8.4	4.4	-1.8	9.5
東盟經濟體系：	5.4	6.2	5.9	4.2	5.3	5.6
印尼 ¹	3.7	5.8	7.8	1.2	5.6	7.7
馬來西亞 ¹	0.9	6.3	4.4	12.4	2.1	4.4
菲律賓	7.4	4.9	5.6	4.6	8.0	1.3
泰國	8.9	7.8	3.9	4.3	4.5	6.0
東亞：	6.1	6.7	6.7	4.5	3.6	5.9

註 1：職員估計數字。

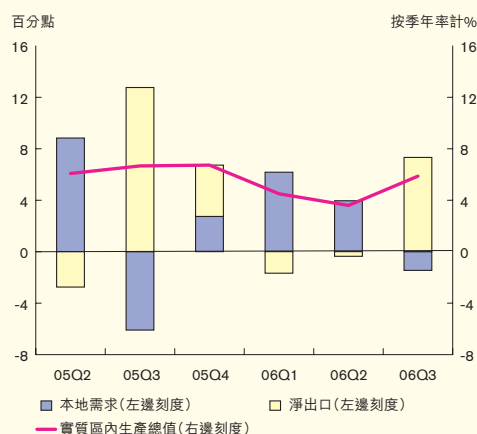
資料來源：CEIC 及職員估計數字。

圖 1.10
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 1.11
東亞：各組成部分對區內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC及職員估計數字。

1.4 亞洲區內其他經濟體系(不包括中國內地)

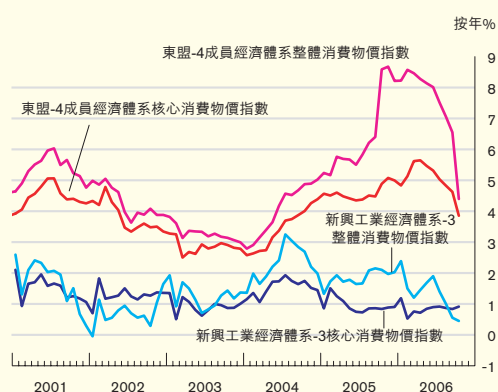
東亞其他地區的實質國內生產總值在第3季繼續按平均5.9%的比率穩健增長，上一季的增幅則為3.6%。² 出口表現強勁繼續是帶動經濟增長的主要因素。尤其韓國、新加坡及台灣的平均增長率在第3季上升至6.2%，第2季則為1.6%。印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國於同期的平均增長率由上一季的5.3%，上升至5.6% (表1.C)。

受到美國需求強勁支持，區內大部分經濟體系的出口在第3季都錄得顯著增長(圖1.10)。然而，美國經濟放緩令區內強勁出口的持續性變得難以預料。除韓國外，最新數字顯示區內大部分經濟體系的工業生產開始放緩。由於工業產出中大部分都是供出口，這走勢將會隨着外部需求放緩而持續。

私人消費繼上半年增加後，在第3季減少4.2%(圖1.11)。新加坡、台灣及韓國這幾個較先進的經濟體系的零售貨值在9月份下跌，但印尼及菲律賓則錄得升幅。

² 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：整體及核心消費物價通脹¹



註1：簡單平均數。

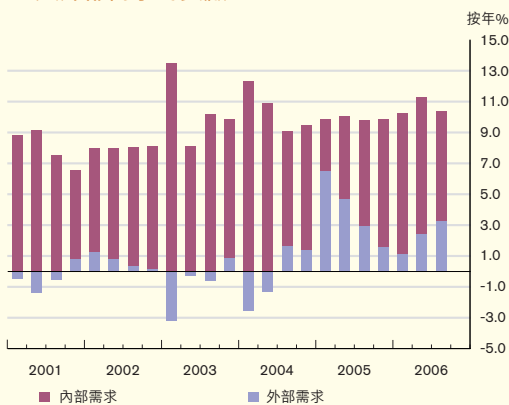
資料來源：CEIC及職員估計數字。

隨着燃油價格下跌及連番收緊貨幣狀況的措施開始發揮作用，大部分亞洲經濟體系的通脹壓力在10月份繼續緩和。韓國、新加坡及台灣的平均按年整體消費物價指數通脹率由6月的1.9%穩步放緩至10月的0.5%，其中台灣的物價更於8月至10月連續3個月下跌（圖1.12）。同期，馬來西亞、菲律賓及泰國的平均整體通脹率亦降至3.8%。隨着去年印尼削減燃料補貼的影響逐漸減退，印尼的消費物價指數通脹率亦由過去12個月的雙位數字水平回落至10月份的6.3%。展望未來，若商品價格向下的走勢持續，區內的消費物價指數通脹率可能會進一步放緩。

中國內地

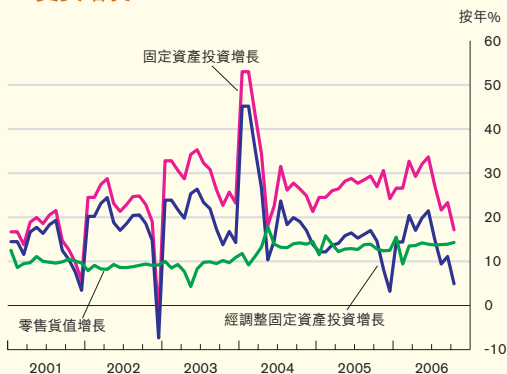
內地經濟增長在第2季錄得新高後，在第3季放緩。雖然經濟過熱的風險減退，但對外貿易不平衡的情況惡化，表現為破紀錄的貿易盈餘，以及超過1萬億美元的龐大外匯儲備。因此，內地的政策重點可能會更多地關注對外貿易不平衡的成因，包括改革對外貿易及投資制度、促進內部消費及增加匯率的靈活性。

圖 1.13
中國內地：實質國內生產總值增長及內部與外部需求的貢獻



註：實質外部需求是以國內生產總值平減物價指數調整的商品貿易差額來代表。
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.14
中國內地：固定資產投資及零售貨值的實質增長



資料來源：CEIC及職員估計數字。

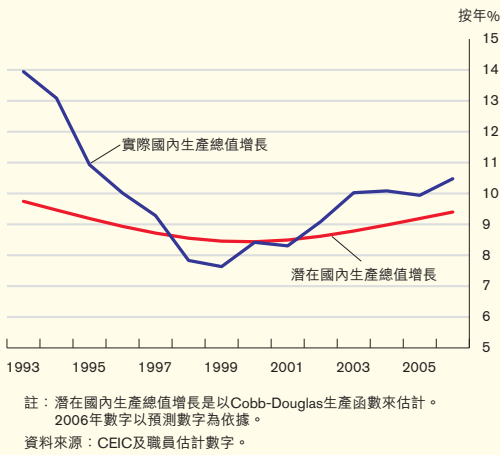
1.5 產出增長、對外貿易及通脹

產出增長

實質國內生產總值在第2季錄得破紀錄的按年增長率11.3%後，第3季增幅放緩至10.4% (圖1.13)。經季節因素調整的按季增長亦由上一季的2.5%降至1.3%。增長放慢主要由內部需求放緩所致，但被外部需求增加的貢獻 (其對國內生產總值貢獻的相對重要性由第1季的約10%上升至第3季約30%) 部分抵銷。

內部需求放緩，主要是因為固定資產投資增長顯著減慢，第3季的按年增幅為24%，比對上一季少8個百分點 (圖1.14)。(專題1概述一項分析中國內地投資的效率的實證研究結果。) 尤其新建投資的按年增長由第2季的39%減少至第3季的24%。圖1.14亦呈列經調整的固定資產投資增長序列，這個序列比較接近以增值計的固定資本形成總額 (而且平均較2003年1月至2006年9月之間的原有序列低約10個百分點)。另一方面，反映私人消費開支的零售貨值穩步增長 (圖1.14)。

圖 1.15
中國內地：產出增長率

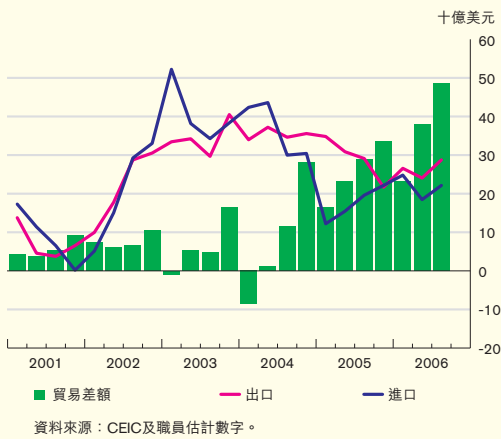


固定資產投資增長減慢，表示自4月下旬以來推行的緊縮政策開始對經濟發揮影響力。然而，正如圖1.15所示，目前的產出增長率仍比其潛力高約1個百分點，因此相信有關當局仍會保持警覺，慎防經濟過熱的風險。

對外貿易

由於外部需求強勁，出口快速增長，第3季錄得按年增幅接近29%，幾乎較上一季高5個百分點，進口增長在第2季放緩後第3季亦顯著反彈（圖1.16）。對出口的海外需求表現強勁，以及對進口的內部需求表現相對略為遜色，令貿易順差急升，在今年頭10個月達到1,336.7億美元。

圖 1.16
中國內地：對外貿易



加工貿易對貿易順差的貢獻繼續佔最大份額，在第2季及第3季分別佔貿易順差總額的70.4%及66.2%（圖1.17）。外資企

圖 1.17
中國內地：按貿易種類分析貿易差額

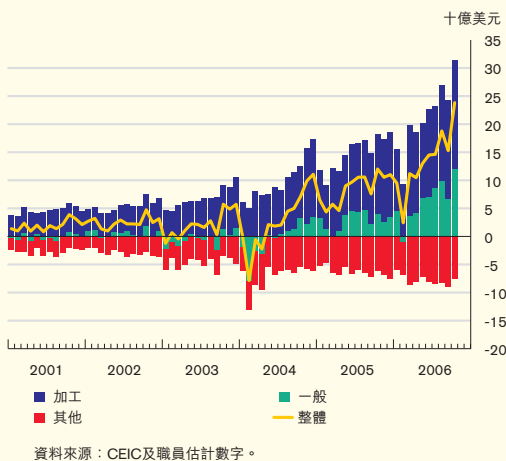
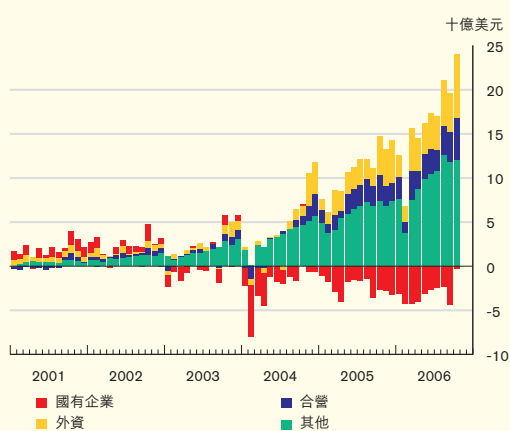
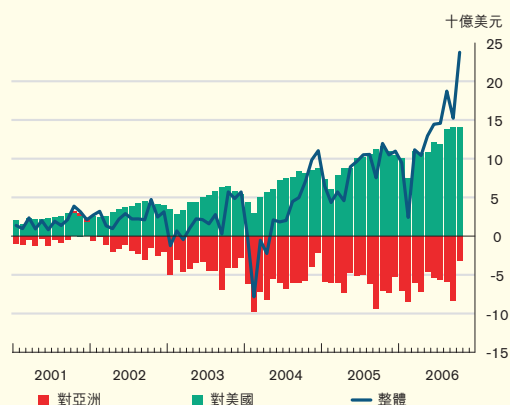


圖 1.18
中國內地：按企業擁有權分析貿易差額



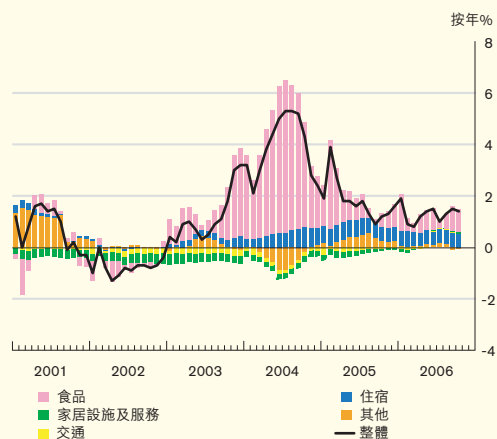
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.19
中國內地：按地理區域分析貿易差額



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.20
中國內地：各組成部分對消費物價
通脹的貢獻



資料來源：CEIC及職員估計數字。

業、合營企業及其他私營公司都對龐大的貿易順差作出貢獻，國有企業則是唯一引致貿易逆差的單位(圖1.18)。

雖然內地對美國錄得龐大貿易順差，但對東亞經濟體系(包括日本、韓國及台灣)及東南亞經濟體系則錄得大額的貿易逆差。過去兩年對美國的順差似乎顯著擴大，對東亞地區的逆差亦有所增加，但步伐則比對美國的順差慢(圖1.19)。

通脹

雖然食品價格波動，但整體通脹率仍位於低水平，首3季的按年通脹率低於2%，10月份的按年通脹率為1.4%(圖1.20)。儘管近期物價下調，但經濟回到通縮的可能性非常低。正如圖1.15所顯示，經濟增長率很可能仍然較其潛力高1個百分點，表示物價上調的壓力仍在。此外，經濟評論員指出由於住房組成項目在內地的消費物價指數中所佔權重頗低，因此整體通脹數字可能偏低。例如，在內地的消費開

表 1.D
中國內地：不同國家的消費物價指數權數

國家	食品* (%)	住屋** (%)
巴西	22.1	13.3
哥倫比亞	29.5	29.4
馬來西亞	30.0	21.4
墨西哥	23.2	26.2
泰國	38.5	25.9
土耳其	27.7	16.3
平均	28.5	22.1
中國	33.2	13.2

註：

*：巴西：食品及飲料；墨西哥：食品、飲料及煙草；泰國：食品及飲料；土耳其：食品及非酒精飲料；

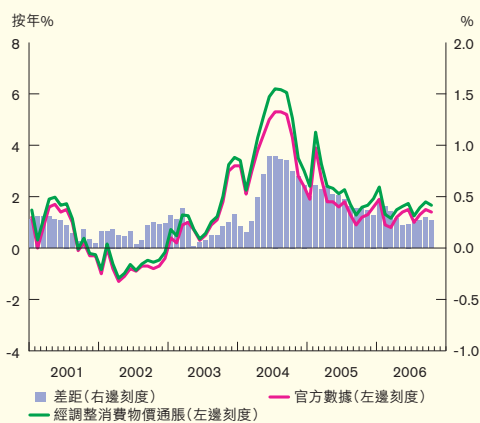
**：馬來西亞：住屋、水、電力、氣體及其他燃料；泰國：住屋及裝飾；土耳其：住屋、水、電力、氣體及其他燃料。

資料來源：CEIC、Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística 及 Departamento Administrativo Nacional de Estadística。

支籃子中住房權數僅為13.2%，相比一組發展水平相若的中等收入經濟體系的平均數，這個權數屬偏低(表1.D)。鑑於各城區範圍的物業價格顯著上升，加上建造材料價格及租金上揚，若調高住房組成項目的權數(例如調高至表1.D所列的中等收入國家的平均數)，則消費物價指數通脹率將會較目前的水平高約0.3個百分點(圖1.21)。

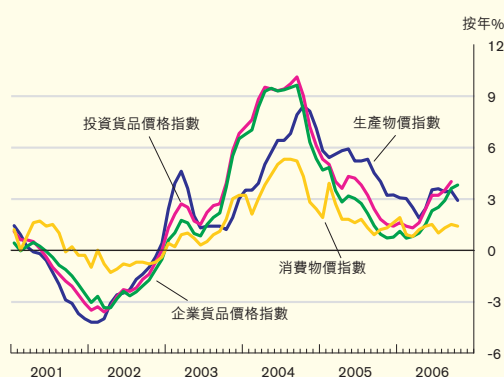
另一方面，生產物價指數按年通脹率在2006年6月至9月的4個月內一直維持高於3%的水平，然後在10月降至2.9%，主要反映能源價格的變動。然而，儘管近期商品及能源價格下跌，投資商品價格指數及企業商品價格指數通脹的走勢仍然向上(圖1.22)。因此，即使近期油價下跌及內部經濟放緩，短期內通脹壓力大概不會顯著減弱。

圖 1.21
中國內地：經調整消費物價通脹



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.22
中國內地：物價指數



註：企業貨品價格指數是一項全面的價格指數，反映企業間交易提供的貨品價格的變動。這項指數由中國人民銀行編製，其前身是始於1994年的批發價格指數。

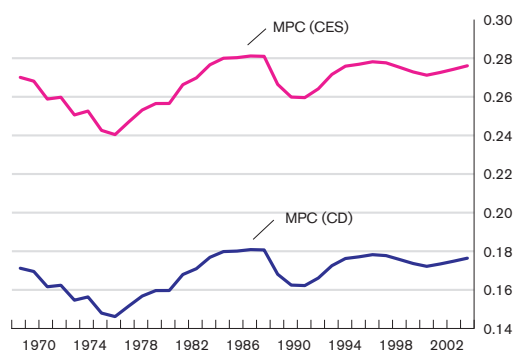
資料來源：CEIC。

專題 1 評估中國內地投資的效率

中國內地的投資一直強勁增長，資本形成總額佔國內生產總值的比重，亦高於其他東亞經濟體系在20世紀七十至八十年代經濟顯著增長的期間所錄得的比重。許多評論員都指出中國內地投資高速增長的情況，是由一些非理性的因素帶動，大部分都有欠效率，會令銀行體系的不良貸款增加，並導致產能過剩及通縮。然而，其他人士則認為中國尚處於資本短缺狀態，資本回報相當可觀，投資率高是適當的，同時亦是可維持下去的。

He et al (2006)分析了中國的資本支出的配置效率(allocative efficiency)及動態效率(dynamic efficiency)，讓大家對上述討論涉及的課題有進一步瞭解。³ 配置效率評估資源被投放於高資本回報環節的程度。潛在回報率可用從總生產函數(aggregate production function)得出的邊際資本產量(marginal products of capital)來計算。動態效率評估資本與產出比率(capital-output ratio)高於最佳水平(optimal level)的程度。資本額最佳水平由目前讓中國居民能夠享有可能達到的最高消費水平，而又不會犧牲日後消費水平的投資率決定。

圖 B1.1
中國內地：
邊際資本產量(MPC)



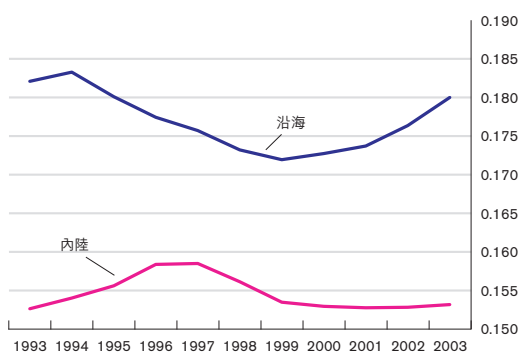
資料來源：He et al (2006)。

中國的邊際資本產量處於頗高水平

Cobb-Douglas (CD)及constant-elasticity-substitution (CES) 生效函數的估計結果顯示，過去20年中國的邊際資本產量處於頗高水平，近年也沒有明顯的回落跡象(圖B1.1)。此外，中國的邊際資本產量可媲美主要工業經濟體系及亞洲區的經濟體系觀察所得的邊際資本產量。有關結果亦顯示中國沿海

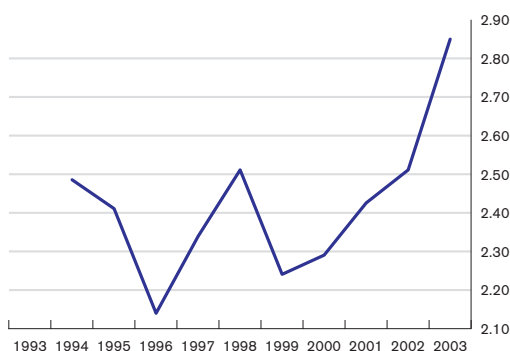
³ 研究的技術全文載於He, D., W.L. Zhang and J. Shek, 「中國投資的效率：全國及省級數據得出的實證證據」(英文版本)，《研究備忘錄》(19/2006)，金管局。

圖 B1.2
中國內地：
來自CD生產函數的各區的邊際資本產量



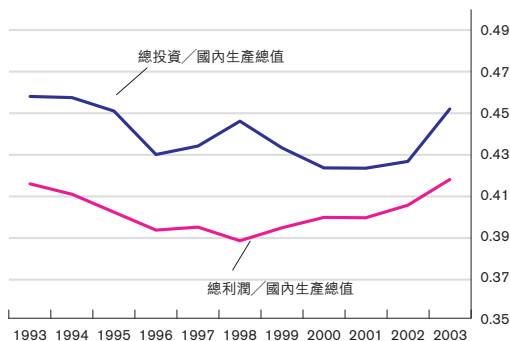
資料來源：He et al (2006)。

圖 B1.3
中國內地：
投資的配買效率



資料來源：He et al (2006)。

圖 B1.4
中國內地：
投資及資本收入佔國內生產總值的比重



資料來源：He et al (2006)。

地區的邊際資本產量高於中西部較為落後的地區(圖B1.2)，但內陸地區的基建資本的邊際產量則高於沿海地區。這些結果對以不同假設構建出的資本數據都表現穩健。

投資的配置效率一直在改善

近年投資增長與邊際資本產量的相關值一直在上升，意味着投資的配置效率有所改善(圖B1.3)。沿海地區的投資增長與邊際資本產量的正向關係比內陸地區強，說明前者的配置效率高於後者。在各類投資中，海外直接投資的配置效率最高。內陸地區的基建投資的配置效率偏低，大概反映這些地區的基建投資一般由公營部門作出，不太注重當期回報率。

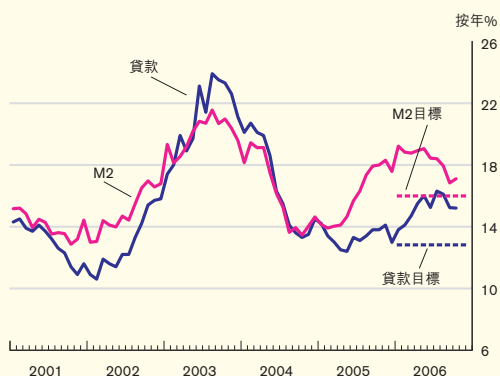
投資率可能過高

研究亦運用Abel et al (1989) 發展的方法以判斷一個經濟體系的動態效率，從而分析目前的投資率是否過高。⁴ 根據這個方法，若一個經濟體系在穩定狀態下的投資數額超過其總利潤，則表示其動態效率偏低。透過比較中國的資本收入佔國內生產總值的比重與投資率，研究發現自20世紀九十年代初以來，後者持續高於前者(圖 B1.4)，表示中國的投資過高，中國經濟增長很可能處於一個欠缺動態效率的路徑上。這項分析結果顯示政府減低投資率及提高消費率的意向是正確的。

因此，儘管目前的高投資率並不一定表示中國的投資欠缺配置效率，或會導致中國經濟硬著陸，但改變支出模式，減少投資及增加消費，將可裨益廣大的中國人民及他們的後代。

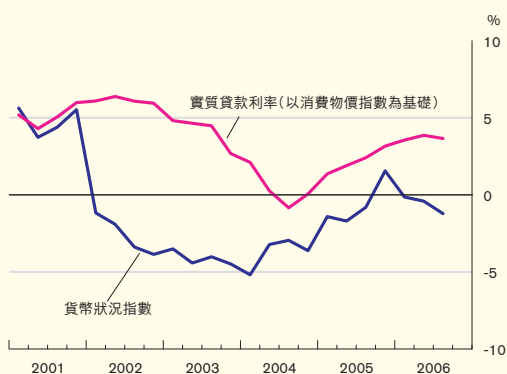
⁴ Abel, A. B., N. G. Mankiw, L. H. Summers and R. J. Zeckhauser (1989), 「評估動態效率：理論與實證」(Assessing dynamic efficiency: theory and evidence), *The Review of Economic Studies*, 第56期, 第1號, 第1-19頁。

圖 1.23
中國內地：貨幣及信貸增長



資料來源：CEIC及職員估計數字。

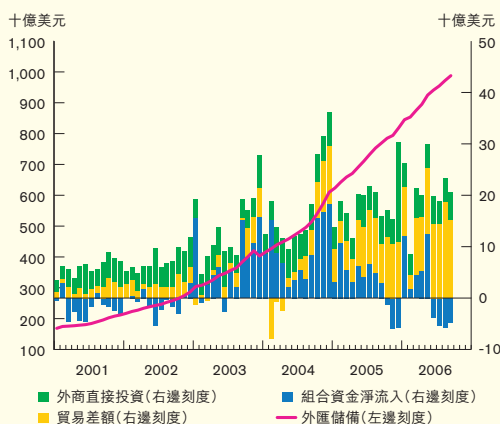
圖 1.24
中國內地：貨幣狀況



註：貨幣狀況指數指實質利率、實質有效匯率及實質信貸增長的加權總和。指數上升表示貨幣狀況收緊。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.25
中國內地：資金流入



資料來源：CEIC。

1.6 貨幣狀況及人民幣匯率

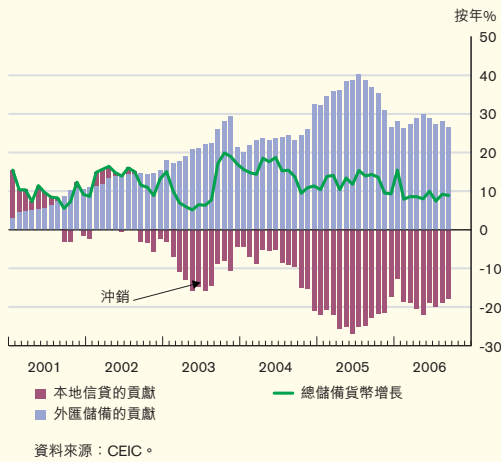
貨幣狀況

廣義貨幣M2的按年增幅維持在較高水平，第3季為16.8%，略為低於第2季的水平，並於10月份回復至17.1% (圖1.23)。貸款在第3季及10月按年增長15.2%，與第2季相同。M2及銀行信貸的增長仍高於政府公布的2006年的目標，反映銀行體系流動性過剩仍然是需要關注的情況。

儘管實質貸款利率上升，貨幣狀況指數顯示第3季的整體貨幣狀況持續寬鬆 (圖1.24)。這主要是由實質有效匯率回軟帶動。(專題2簡介計算中國內地的第三國家實質有效匯率的方法，以更有效反映國家的對外競爭力。)

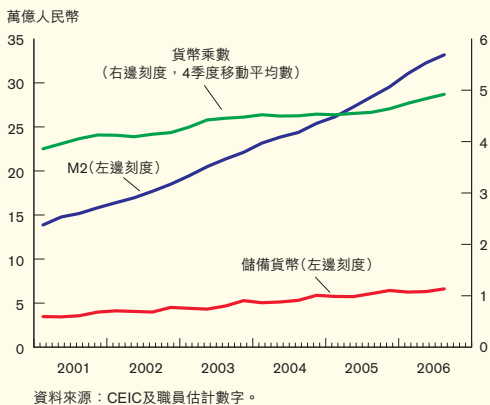
第3季的外匯儲備總額為9,879億美元，比第2季高約470億美元，至10月底時已超過1萬億美元 (圖1.25)。外匯儲備迅速累積，主要是來自貿易順差，這是因為資金外流的速度似乎有所加快。正如2006年上半年的國際收支平衡統計數字所顯示，中國投資者的境外證券投資由2005年上半年的85億美元，大幅增加至2006年上半年的448億美元。此外，過去幾個月證券投資淨流入亦由正數變為負數，在2006年6月至9月間達到200億美元，可能反映猜測人民幣大幅升值的情況減弱及控制物業市場的境外投機活動的措施開始奏效。

圖 1.26
中國內地：各組成部分對儲備貨幣增長的貢獻



外匯儲備迅速累積，繼續令推行貨幣政策變得複雜。雖然儲備貨幣的增長今年已穩定下來（圖1.26），但貨幣乘數（M2/儲備貨幣）的增長速度卻可能由於支付系統改善及商業銀行以盈利為目標而加快（圖1.27）。這表示貨幣管理當局需要較以前減少更多的流動性，才能對廣義貨幣增長造成相同的影響。（專題3簡介對內地利率基準期限結構的估計，有關的利率基準期限結構可用作分析貨幣狀況在一段時間內的變化。）雖然人民幣資產及美元資產之間有利的息差顯示有關當局可繼續進行沖銷而不會引致利息收入損失，但一旦人民幣升值的步伐加快，中央銀行承受的資本損失便有可能增加。

圖 1.27
中國內地：貨幣乘數



人民幣匯率

近月人民幣繼續升值，現貨匯率走勢向上，自2005年7月完善匯率制度以來累積升值約3.5%。11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個月內升值至約1美元兌7.74元人民幣，及在12個月內升值至約1美元兌7.50元人民幣（圖1.28）。隨着人民幣升值的步伐加快，有關當局似乎容許人民幣匯率有更大的靈活性，這一點從現貨匯

圖 1.28
中國內地：人民幣匯率
(遠期人民幣不交收合約匯率及現貨匯率)

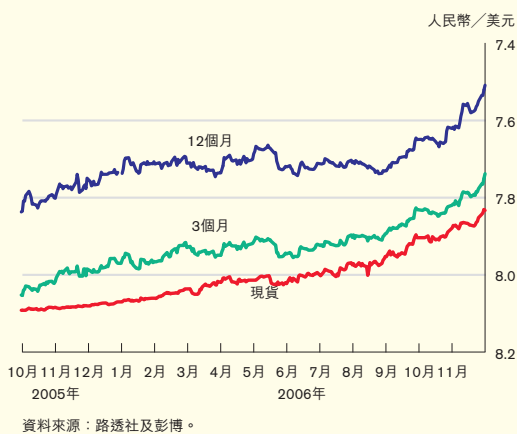
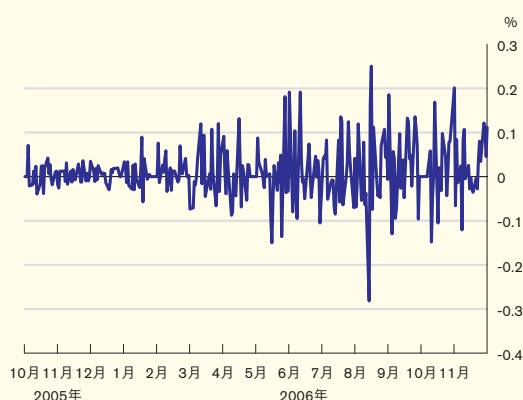


圖 1.29
中國內地：人民幣兌美元匯率的每日波幅



資料來源：彭博及職員估計數字。

率每日波幅逐步擴大可見一斑(圖1.29)。人民幣匯率的靈活性增加，對匯率走勢構成雙向風險，從而遏抑短期資金流入。

自去年7月推出完善人民幣匯率制度的措施以來，美元在決定人民幣匯率方面的重要性似乎有所下降。在作為參考以決定人民幣匯率的假設的一籃子貨幣中，美元的估計權數似乎自2005年10月以來顯著下降。這一點可以從我們以人民幣匯率每日變動幅度為因變量，並以一籃子9種貨幣為解釋變量(全都以瑞士法郎為計價標準)，進行普通最小二乘滾動式迴歸中看出(圖1.30)。美元權數下降的情況在11月以前的3個月尤為顯著(儘管又回到90%以上)。

圖 1.30
中國內地：改革後美元在一個由9種貨幣組成的籃子中的權重



註：9種貨幣為美元、歐元、日圓、韓圓、加拿大元、新加坡元、英鎊、澳元及泰銖，以60日滾動樣本進行普通最小二乘迴歸。

資料來源：彭博及職員估計數字。

專題 2

中國內地：第三國家實質有效匯率

傳統的實質有效匯率是根據有關經濟體系與其主要貿易夥伴的雙邊貿易的比重計算而得，經常被用作評估經濟體系的對外競爭力。雖然傳統的實質有效匯率是具參考價值的指標，但未能反映所謂的「第三國家」效應——出口經濟體系在海外市場面對來自出口同類產品的其他經濟體系的競爭。其中一個例子是內地與墨西哥的經濟關係。由於兩個經濟體系之間的貿易往來很有限，因此墨西哥在內地的傳統實質有效匯率中所佔權重很小。然而，墨西哥是美國的重要進口來源，而美國又是內地最龐大的出口市場之一。內地及墨西哥的出口很有可能在美國市場互相競爭，而傳統的實質有效匯率並未充分反映這個情況。

Shu and Yip (2006)構建了內地的第三國家實質有效匯率，以反映內地經濟相對於其在目的地市場的競爭對手的競爭力。⁵ 這個指標的加權框架是利用內地的主要競爭對手對美國、歐盟及日本（這3個市場佔內地出口的一半以上）的出口數據來釐定。若某經濟體系與內地出口同類產品到該3個目的地，便會被視為內地的競爭對手。某競爭對手的權數視乎該競爭對手與內地在目的地市場的市場佔有率而定。在數學上，競爭對手j的權重是：

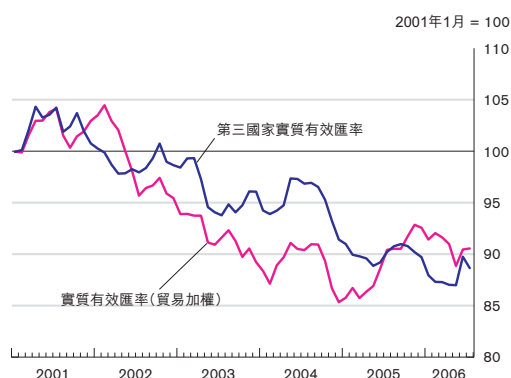
$$w_j = \sum_k \left(\frac{X_{CN}^k}{\sum_k X_{CN}^k} \right) \cdot \left(\frac{M_j^k}{\sum_j M_j^k} \right),$$

其中 M_j^k = 經濟體系k來自競爭對手j的進口 (k = 美國、歐盟及日本)

X_{CN}^k = 內地對經濟體系k的出口。

⁵ Shu, C. and R. Yip (2006), 「匯率變動對中國經濟的影響」(Impact of Exchange Rate Movements on the Chinese Economy), 《China Economic Issues》, 第3/06號, 2006年7月, 金管局。

圖 B2.1
傳統及第三國家實質有效匯率



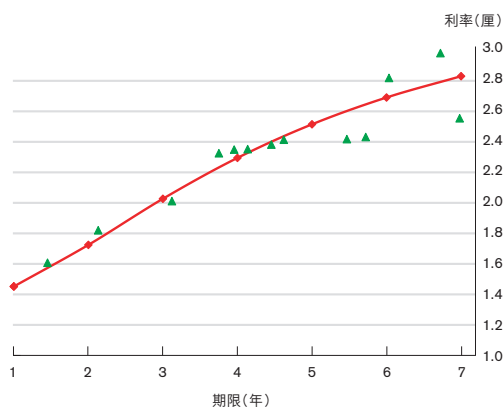
資料來源：職員估計數字。

圖B2.1顯示傳統及第三國家實質有效匯率。按傳統實質有效匯率來衡量，由於美元兌其他主要貨幣貶值，人民幣(在2005年7月21日以前與美元掛鈎)在2004年下半年轉弱。隨着美元轉強及人民幣在7月升值2.1%後，人民幣在2005年回升，但在2006年再度轉弱，回落到與2004年中相若的水平。然而，雖然傳統的實質有效匯率反映過去幾年人民幣出現多次起跌，引致內地的競爭力增長有限，但第三國家實質有效匯率顯示的情況卻不盡相同。根據第三國家實質有效匯率，由於內地的競爭對手的貨幣升幅較大，因此內地相對其競爭對手的競爭力持續得到提高。兩個指標的比較顯示，傳統實質有效匯率大概低估了近年內地對外競爭力的增長。內地相對其競爭對手的競爭力有所提高，可能是造成其出口持續強勁增長的原因。

專題 3

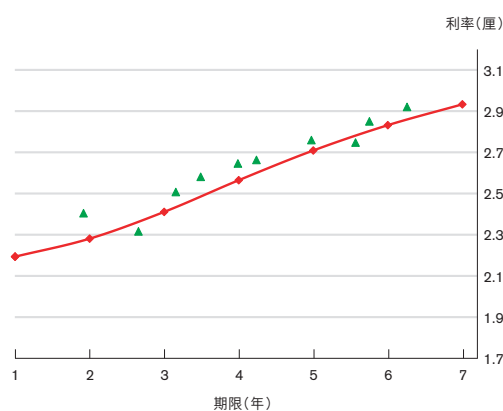
中國內地：基準利率期限結構的估計

圖 B3.1
2006年3月8日的基準利率期限結構



資料來源：職員估計數字。

圖 B3.2
2006年8月25日的基準利率期限結構



資料來源：職員估計數字。

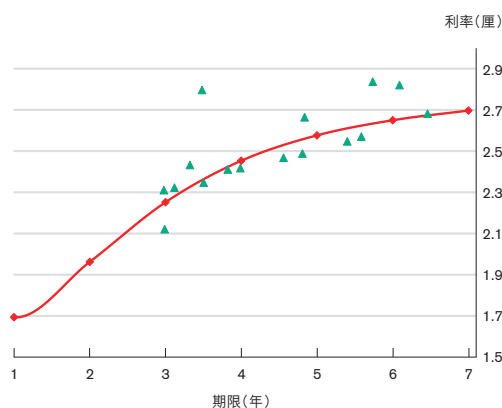
利率的期限結構反映即期利率與期限之間的關係。基準利率期限結構是為債券及銀行貸款、按揭、私營機構債券以至利率衍生工具等其他債務工具定價所必需的元素。同時，基準利率期限結構亦有助進行投資組合估值、風險管理及貨幣政策分析。基準利率期限結構往往以政府或貨幣管理當局發行的國庫債券或債務工具為依據，原因是這些債券或工具一般不會附帶任何信貸風險。中央國債登記結算有限責任公司(中央國債登記結算公司)定期公布國庫債券的到期收益率曲線(yield-to-maturity curve)。然而，到期收益率與即期利率不同，前者視乎債券的當前價格、利息支付辦法及再投資方式而定，後者則不受利息支付辦法影響。若債券的發行不附息票，則到期收益率會相等於即期利率。否則，到期收益率可能會與同等期限的即期利率出現很大差距。

Chen and Yeung (2006) 運用國庫債券的數據估計中國的基準利率期限結構，並呈列期限由1年至7年的估計曲線，多年來這些期限的國庫債券已累積了一定程度的流通量。⁶此外，又採用其他中央銀行廣泛運用的方法來估計每個期限的相應即期利率，特別針對因為支付債券利息所引起的複雜情況。⁷圖B3.1、B3.2及B3.3呈列在三個日期(分別為2006年3月8日、8月25日及10月25日)的估計期限結構曲線。

⁶ Chen, H. and Vincent Yeung, 「估計中國內地的基準利率期限結構」(Estimating a Benchmark Term Structure of Interest Rates for Mainland China), 《China Economic Issues》, 第4/06號, 2006年10月, 金管局。

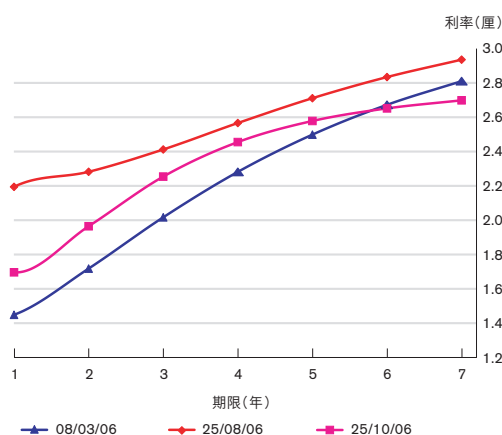
⁷ Svensson, Lars E.O., 「估計及闡釋遠期利率：瑞典1992至1994年」(Estimating and Interpreting Forward Interest rates: Sweden 1992-1994), NBER 研究文件4871。

圖 B3.3
2006年10月25日的基準利率期限結構



資料來源：職員估計數字。

圖 B3.4
比較期限結構曲線



資料來源：職員估計數字。

圖B3.4比較這三個期限結構曲線。根據這些結果，我們觀察到以下的情況。

第一，在作出估計的三個日期，期限結構曲線普遍向上，顯示市場預期未來短期利率會上升。

第二，在2006年3月8日至2006年8月25日之間，期限結構曲線向上移，在8月25日至10月25日之間則向下移。中國人民銀行在2006年3月起透過提高存款準備金率、增加基準借款及存款利率、發行中央銀行票據、進行回購交易及勸導等方法來加強收緊貨幣狀況。這些政策舉動令短期及長期利率均告上升，使期限結構曲線整體上移。然而，曲線稍為變平，反映市場在8月25日預期未來短期利率上升的幅度比於3月8日的預期為小，這大概是受到該段期間當局收緊貨幣狀況的措施影響。近期曲線由8月25日的水平下移至10月25日的水平，反映在10月25日銀行體系的流動資金比較充裕。

運用利率估計期限結構時，須留意幾個事項：

第一，估計期限結構曲線是否適合作為設定其他利率的基準。中國內地近年在開放利率方面有長足進步。例如銀行存款利率及貸款利率只分別設有上限及下限。因此，在釐定銀行貸款利率方面，估計期限結構曲線（不附帶風險的市場為本利率結構）具有參考價值。但私營機構債券的定價卻複雜得多。中國內地的私營機構債券市場尚在發展初期，私營機構債券的利率仍受管制。因此，估計期限結構作為基準的作用有限，只能提供私營機構債券利率的下限。

第二，就債券定價、組合估計及風險管理運用基準期限結構時，應作出適當調整，以計及相關資產的流動性及風險狀況。以中國內地而言，由於缺乏信譽良好的本地信貸評級機構，因此目前難以量化流動性及風險狀況。

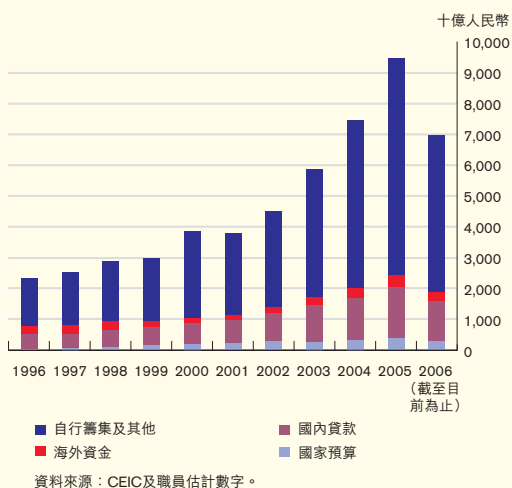
第三，雖然人民幣與美元的息差可提供有關市場對未來人民幣及美元匯率變動的預期的信息，但大家應緊記中國內地仍然實施資本管制，即是說套戥機制不一定能有效運作。大家以人民幣與美元的息差作為人民幣遠期匯率的定價參考時，應留意這一點。

1.7 政策回應

內地有關當局已表明主要宏觀經濟政策挑戰包括使投資增長回復到可持續的狀況、控制物業市場價格上升，以及減輕對外貿易不平衡。雖然最近一季投資增長放緩可讓有關當局稍為安心，但它們仍要確保投資正常增長的現象不會只維持一段短時間。從外人來看，物業價格未至於以驚人的速度上升，但對有關當局來說仍屬過快。然而，當局似乎尚未定出解決辦法。至於減輕對外貿易不平衡，人民幣加快升值預計可承擔部分調整的責任，但有關當局曾指出必須對開支模式作出根本改變（這涉及增加消費），才能解決這個問題。

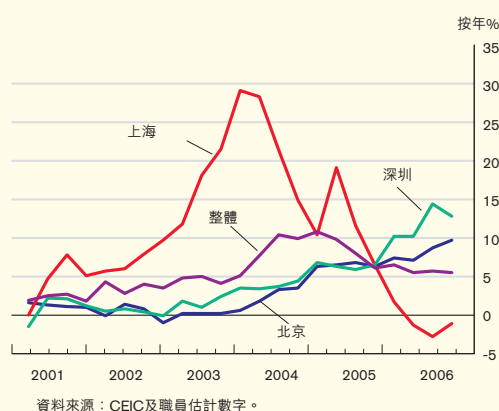
第3季投資增長減少，表示所實施的宏觀經濟緊縮政策開始達到預期效果。與2003至04年經濟過熱的期間比較，這一次有關當局提早採取行動，推出貨幣政策及行政措施（包括窗口指導），將經濟引導至逐步放緩的方向。由於整體貨幣狀況維持寬鬆，有關當局應會繼續採取緊縮的貨幣政策。中央銀行最近顯示比較願意以存款準備金率作為政策工具，在11月調高存款準備金率0.5個百分點至9.0%，是今年內的第3次上調。相對於公開市場操作，調高存款準備金率會增加銀行的財務負擔。然而，內地銀行目前的存款準備金率的水平相比過去曾經歷龐大的資金流動的經濟體系而言仍屬偏低，因此不能排除日後存款準備金率會繼續被用作沖銷流動性的工具。

圖 1.31
中國內地：投資資金來源



企業盈利理想，亦帶動投資快速增長。投資支出主要來自留存溢利及其他形式的自籌資金的證據越來越明顯（圖1.31），反映國有企業沒有向政府支付股息的情況。為遏抑投資增長，據報政府當局正討論收緊對大型國有企業的股息政策，並曾表示有意調整財政政策以控制投資增長。政府可能會將增加的財政資源用於公共服務支出（如農村教育及醫療）而非投資支出，此舉將有助刺激私人消費。這個新的政策方向似乎已反映在2006年的預算案內，但可能需要一段時間才可察覺到對私人消費的影響。

圖 1.32
中國內地：部份城市的物業價格變動



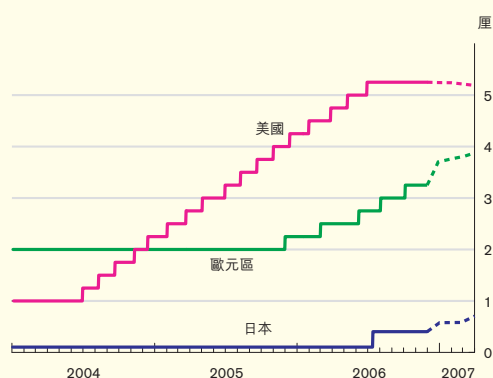
由於對金融穩定及社會公平的憂慮，政府當局推出了一系列政策措施，以遏抑物業價格在今天的升勢。雖然上海的物業價格在2006年第3季的增幅已較2005年的高位下跌約20個百分點，但北京及深圳等主要城市的增幅仍然偏高，不過全國平均增長率則有所放緩(圖1.32)。由於不同的大城市的物業周期會有所有不同，因此其他城市的物業價格也有可能在未来幾個月下跌，尤其因為自第2季末起，全國更加嚴格執行遏抑房地產投機活動的措施。事實上，深圳的物業價格升幅在第3季開始下跌。然而，在現階段仍未能能確定是否需要推出更多措施令物業市場降溫。

有關當局似乎從多方面着手處理貿易順差激增的問題。它們比較願意循序漸進地讓人民幣匯率有更大的靈活性。然而，中央銀行已表明不應單靠名義匯率的調整，來使實質有效匯率作出必要的調整。這是因為主要的內部價格仍然由國家控制，環境保護與勞工保障欠缺，因此環保及勞工成本人為地保持在低水平。當局已開始改革內部價格，以更準確地反映資源稀少的情況。這些改革可能會令內部通脹上升，從而可部分地承擔實質有效匯率調整的負擔。有關當局亦採取財政政策措施，以促進調整的進行。近期進一步調低出口退稅及對能源及資源產品出口徵收稅項的措施，都旨在減低出口增長。金融業改革，如發展國內資本市場及推出合格境內機構投資者計劃，都有助提高住戶的投資回報，從而可減少其預防性儲蓄。更廣泛來說，縮窄儲蓄與投資差距的政策會有助減低經常帳盈餘。然而，這些政策的實施與發揮影響都需要一段時間。

貨幣及金融狀況

美國聯邦儲備局暫停其實施達兩年的緊縮貨幣政策，而其他主要央行則繼續趕上貨幣緊縮周期，在制定政策時立場比較強硬。

圖 1.33
美國、歐元區及日本的政策利率



註：虛線部分是按2006年11月30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 1.34
美國國庫券收益率



資料來源：美國聯邦儲備局。

1.8 利率

自2004年6月以來連續加息17次後，美國聯邦公開市場委員會投票通過暫停加息，等待經濟傳遞更清楚的信息後，才決定政策方向(圖1.33)。10月份會議記錄顯示成員認為(但非一致意見)：「經濟的增速將接近或者略低於其潛在增長率，而通脹率亦將從目前的高水平逐步下降。」金融市場普遍認為短期內央行將會繼續暫停加息。期貨價格目前的水平預期聯邦基金利率在直至2007年3月期間維持不變的機會率是72%。歐洲方面，自上一份報告以來，歐洲中央銀行調高其官方利率合共75基點至3.25厘。雖然歐洲中央銀行在11月份維持息率不變，但行長特里謝表示12月份可能進一步收緊銀根。英倫銀行在該段期間內兩次調高政策利率，由4.5厘調高至5厘。亞洲方面，日本央行在7月份調高其無抵押隔夜拆借利率至0.25厘，正式結束其零利率政策。

自上一份報告以來，美國國庫券收益率顯著下跌。通脹前景改善對期限較長的國庫券收益率的影響較大，10年期國庫券收益率下跌66基點，1年期國庫券收益率僅下跌13基點，導致收益率曲線呈更顯著的倒置趨勢(圖1.34)。於11月底，1年期及10年期國庫券收益率分別為4.94%及4.46%。

圖1.35
美元雙邊匯率



1.9 匯率

在市場缺乏方向的情況下，美元兌主要貨幣在窄幅徘徊（圖1.35）。隨着美國經濟的發展方向出現變化，數據傳遞的信息亦不一致。由於較早前市場對日本經濟強勁復甦引發日本央行大幅收緊貨幣政策的預期並沒有實現，因此日圓兌美元及歐元貶值。在經濟領域以外，以色列及黎巴嫩之間的軍事衝突以及北韓的核試令地緣政治局勢更形緊張。這些情況偶爾會加強了期內美元的避風港地位，在某程度上抵銷了息差收窄的影響。持有大量外匯儲備的機構，如中國及俄羅斯的央行計劃將儲備分散至非美元金融資產的消息令情況更加不明朗。自上一份報告以來，美元兌歐元貶值3.4%，兌日圓則升值2.8%。

1.10 股票市場

圖1.36
全球股市指數



繼5月及6月的全球性調整後，主要股票市場均強勁反彈。日本股市在第2季表現理想，但由於今年經濟數據表現不一而失去增長動力。其餘主要股票市場在過去6個月則顯著上升（圖1.36）。股市表現強勁，是受到較預期為佳的企業盈利及油價下跌所支持，在美國方面再加上暫停緊縮貨幣政策及長期債券收益率大幅下跌的影響。由6月初至11月底期間，標準普爾500指數上升10.3%，法蘭克福DAX指數上升10.8%，而日本東證股價指數則微升1.5%。

2. 本港經濟

需求

香港經濟在2006年第3季連續第13個季度擴張，反映轉口貿易增長步伐加快，以及在良好的貨幣狀況支持下，資本貨品投資（機器、設備及電腦軟件）表現蓬勃。由於勞工市場狀況持續改善，本地消費繼續穩健增長，服務輸出則受到離岸貿易強勁增長的支持。

圖 2.1
以固定市價計算的本地生產總值

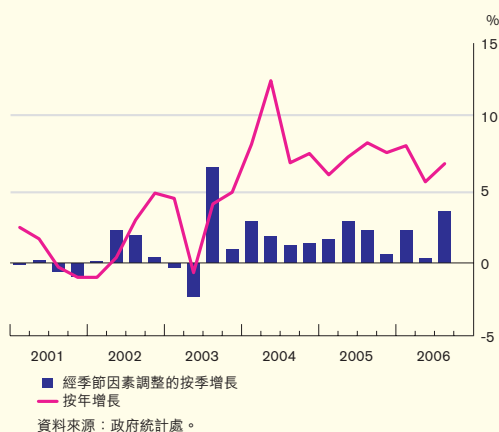


表 2.A
按開支項目劃分的實質本地生產總值增長

(按年%)	2004	2005	2006			
			Q4	Q1	Q2	Q3
本地生產總值	8.6	7.3	7.5	8.0	5.5	6.8
本地需求	5.1	1.9	7.3	6.7	5.5	4.9
消費						
私人	7.3	3.4	3.4	4.5	5.1	4.4
公共	0.7	-3.1	-3.8	1.2	-1.5	-1.0
本地固定資本形成總額	3.0	4.1	8.4	7.6	5.0	12.7
私人	5.1	7.9	15.2	14.1	7.6	16.5
公共	-6.7	-16.3	-26.6	-22.1	-17.6	-18.3
存貨變動 ¹	-0.2	-0.8	2.6	1.4	0.8	-1.0
貨品出口淨值 ¹	0.9	3.3	-0.7	0.2	-0.7	0.8
服務輸出淨值 ¹	3.1	2.3	2.3	2.1	1.5	2.0

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。

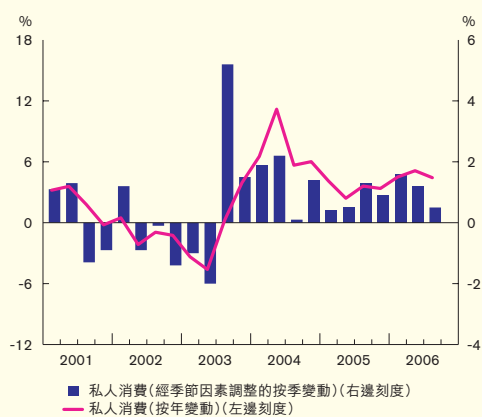
2.1 整體需求

香港經濟在2006年第2季增長放緩後，在第3季大幅擴張。實質本地生產總值按年增長由第2季的5.5%，上升至第3季的6.8%（圖2.1）。增長加快，主要是因為私人資本貨品投資（機器、設備及電腦軟件）大幅上升以及轉口貿易強勁增長，而私人消費及服務輸出則以較慢但仍屬穩健的步伐繼續增長。經季節因素調整後，實質本地生產總值在第2季按季增長0.3%後，在第3季的增幅為3.5%。這已是連續第13個季度錄得按季增長，亦是過去3年來錄得的最大升幅。

2.2 內部需求

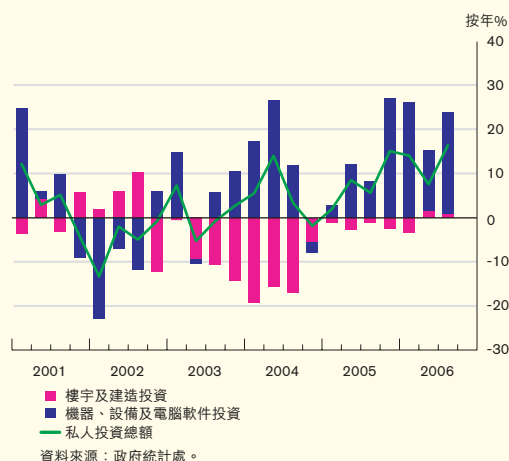
內部需求繼續是支持本地生產總值在第3季上升的主要因素。與去年同期比較，內部需求在第3季增長4.9%，第2季的增幅則為5.5%（表2.A）。在良好的貨幣狀況支持下，整體投資支出在第3季顯著上升。私人消費開支在第3季繼續穩健增長，但較上半年的增幅為小。政府消費進一步減少，反映整固財政狀況的措施持續。經過截至2006年第2季止連續4個季度重新累積存貨後，第3季存貨顯著下降，對本地生產總值增長的貢獻為負數。

圖 2.2
私人消費



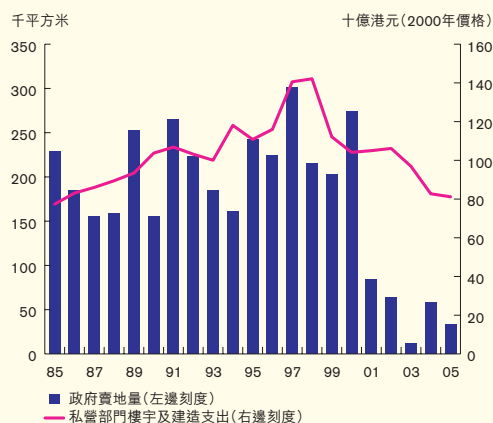
資料來源：政府統計處。

圖 2.3
私人投資及各組成項目



資料來源：政府統計處。

圖 2.4
樓宇與建造支出及政府賣地量¹



註：1. 包括透過公開拍賣及投標作住宅、商業及工業樓宇發展的
土地出售。

資料來源：政府統計處、地政總署及CEIC。

消費

勞工市場狀況全面改善，以及美國暫停貨幣緊縮政策使股市上揚造成的財富效應，帶動本地消費自上一份報告以來繼續穩健增長(圖2.2)。然而，私人消費開支的增長在第3季略為放緩，按年增幅由第2季的5.1%放緩至4.4%。經季節因素調整後的按季增幅則由第2季的1.2%下降至第3季的0.5%。

政府消費開支在第3季繼續表現疲軟，較去年同期下跌1.0%，第2季的跌幅則為1.5%(表2.A)，反映政府決心維持穩健及可持續的財政狀況。

投資

整體投資支出的按年增幅由第2季的5.0%，大幅上升至第3季的12.7%。這主要是因為在機器、設備及電腦軟件方面的私人支出急升，與去年同期比較升幅為22.9%(圖2.3)。私人樓宇及建造支出在第3季連續第2個季度微升，按年升幅為0.9%。連同有關擁有權轉讓的開支溫和上升，整體私人投資支出大幅上升16.5%。儘管建造業在第2及第3季均微升，但在近期的經濟復甦中仍然是表現最弱的環節。近年土地供應驟降，是樓宇及建造活動表現疲弱的原因之一(圖2.4)。公共投資支出在第3季連續第11個季度減少，較去年同期下跌18.3%，原因是沒有大型公共工程。

圖 2.5
出口增長及貿易差額(實質)

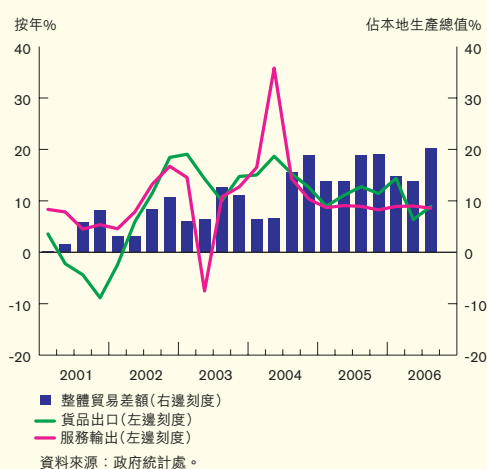


表 2.B
按主要市場劃分的商品出口¹

(按年%)	所佔 ² %	2005		2006			
		2004	2005	Q4	Q1	Q2	Q3
中國內地	45	20	14	14	18	8	13
美國	16	5	6	2	4	0	1
歐盟	15	18	16	13	9	4	2
東盟五國 ³ + 韓國	7	19	7	9	8	2	13
日本	5	14	10	6	7	2	0
台灣	2	16	3	3	4	-7	9
其他	10	9	10	5	11	7	9
總計	100	16	11	10	12	5	8

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

受惠於香港主要貿易夥伴的進口需求增加以及實質港匯指數貶值，香港的貨品出口在第 2 季放緩後，於第 3 季的增長步伐加快。貨品出口總額按年增幅由第 2 季的 6.4% 上升至第 3 季的 8.9%，其中對大部分主要市場的出口都明顯改善（圖 2.5 及表 2.B）。經季節性因素調整後，貨品出口在第 3 季按季增長 6.4%，第 2 季則下跌 1.1%。

轉口貿易增長步伐加快，按年升幅自第 1 季的 12.8% 顯著放慢至第 2 季的 5.3% 後，在第 3 季回升至 9.8%。另一方面，本地產品出口在過去 4 個季度強勁增長，平均按年升幅達 26.7% 後，在第 3 季扭轉升勢，錄得按年跌幅 3.2%。這主要是因為紡織品及成衣產品以及機器、設備及儀器的本地產品出口顯著下跌。紡織品及成衣產品出口下跌則反映原來的基數較高；這是因為先前數季歐美各國對來自內地的紡織品進口實施保護措施，本地的成衣生產因而擴張。貨品進口的增幅由第 2 季的 6.7% 上升至第 3 季的 8.5%，主要是因為與轉口貿易有關的進口及留用進口（尤其是資本貨物）均告增加。

服務輸出在第 3 季繼續表現強勁，第 3 季錄得按年升幅 8.6%，第 2 季則為 9.0%。反映轉口貿易增加及離岸貿易持續表現強勁，貿易相關服務及運輸服務輸出的增長步伐在第 3 季加快。相反，由於訪港遊客數目增長減慢，旅遊服務輸出的增長放緩。金融及其他服務輸出繼續錄得顯著升幅，部分原因是股票市場集資活動暢旺。另一方面，服務輸入增長由第 2 季的 8.3% 放緩至第 3 季的 5.5%，原因是貿易有關服務及運輸服務擴大了的增幅，被其他服務增幅放緩所抵銷。

由於貨品貿易逆差收窄及服務貿易順差擴大，因此整體貿易順差由第 2 季的 13.8%，大幅上升至第 3 季的 20.3%。

產出及供應

最近幾個季度，金融及物流業對產出總值增長的貢獻最大。經濟持續增長繼續帶動就業人口上升，令失業率進一步下降。

表 2.C
按主要行業劃分的實質本地生產總值增長
(按年計)

(按年%)	2004	2005	2005		2006	
			Q3	Q4	Q1	Q2
以要素成本計算的						
本地生產總值	8.5	7.1	7.6	6.9	8.1	6.7
工業環節	-2.7	-0.6	-0.2	-1.4	-2.4	1.2
其中：						
製造業	1.7	2.1	4.1	5.9	7.0	5.3
建造業	-9.8	-6.6	-5.5	-12.4	-12.3	-4.1
服務環節	9.9	7.9	8.5	7.7	9.1	7.3
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	13.7	6.6	6.3	6.7	6.3	6.1
進口及出口	15.4	12.1	11.9	11.8	13.8	7.0
運輸及倉庫	14.0	14.5	16.6	14.2	10.7	5.7
金融、保險及 商業服務	17.3	10.3	11.2	9.4	16.7	18.4

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		2006	
			Q3	Q4	Q1	Q2
以要素成本計算的						
本地生產總值	8.5	7.1	7.6	6.9	8.1	6.7
工業環節	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.1
其中：						
製造業	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
建造業	-0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	-0.1
服務環節	8.8	7.1	7.6	7.0	8.3	6.6
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	2.9	2.9	3.1	1.6
運輸及倉庫	1.0	1.1	1.3	1.1	0.9	0.4
金融、保險及 商業服務	2.9	1.9	1.9	1.7	3.2	3.6

資料來源：政府統計處。

2.4 產出

服務行業，特別是金融及物流業繼續是帶動2006年上半年經濟增長的主要因素(表2.C)。⁸然而，隨着對外貿易流量放緩，貿易相關及運輸行業的產值增長在第2季大幅放緩，一改過去幾個季度按年增幅達雙位數字的情況。另一方面，金融、保險及其他商業服務的產值增長則由2005年的10.3%顯著增加至2006年上半年的17.6%，主要反映銀行服務強勁增長及股市交投暢旺。中國內地進一步開放資本項目應會有利金融業。專題4提供分析框架，就中國內地在資本項目與任何其他先進經濟體系同樣開放的條件下，境外證券投資的規模及流向，以及香港在其中所佔份額作出有根據的估計。工業環節方面，製造業產值增幅在2006年上半年溫和上升，建造業則繼續收縮。

在2006年上半年，金融及商業服務行業對產出總值增長的貢獻約為46%(表2.D)，對外貿易有關服務的貢獻緊隨其後，約佔總增幅的31%。

⁸ 在本報告發表時，尚未有2006年第3季按主要行業分析的本地生產總值的資料。

專題 4

中國內地的境外證券投資

內地最近加快其開放資本項目的步伐。2006年4月推出的合格境內機構投資者 (QDII) 計劃容許某些合資格金融機構從事離岸證券投資，是循序漸進的開放過程的開始。內地的儲蓄高達國內生產總值的50%，但國內市場的投資機會又有限，因此一旦放寬對資金流出的限制，可投資於境外的資金將會相當龐大。

表 B4.A
國際投資狀況比較，2001 至 2005 年平均值

(佔國內生產 總值百分比)	證券投資			海外直接投資		
	資產	負債	總額	資產	負債	總額
組合組織	46	57	103	30	24	54
美國	24	46	71	24	22	46
英國	95	102	197	61	36	97
德國	55	67	123	29	25	54
日本	38	19	57	8	2	10
中國 ¹	5	3	8	3	28	30
東亞 ²	12	22	34	14	22	36
印尼	1	8	10	-0.4	10	9
韓國	3	26	28	4	12	16
馬來西亞	2	13	15	11	24	35
菲律賓	4	24	28	1	16	17
新加坡	84	61	145	102	157	258
台灣 ³	32	27	58	27	12	38
泰國	1	17	19	2	31	34

註： 1. 2004 至 2005 年的平均值。
2. 東亞包括 3 個新興工業經濟體系及東盟 4 國。
3. 1981 年 3 月至 2005 年 12 月的資本流向累計總額。

資料來源：CEIC。

中國的國際投資狀況

雖然中國內地的海外直接投資總額佔國內生產總值的百分比在九十年代初已追近全球平均水平，但境外證券投資流量仍落後於其他主要經濟體系 (表B4.A)。尤其是與東亞地區的12%及經合組織的平均比率46%相比，內地的境外證券投資總額只佔國內生產總值的5%。因此，一旦內地進一步開放資本項目，境外證券投資將會有龐大的增長潛力。

內地境外證券投資的潛在規模

若內地的資本項目與其他先進經濟體系同樣開放，香港從內地的境外證券投資中可佔有多少份額？一般來說，一個國家流出的證券投資額可根據一些因素來確定，包括 (1) 當地金融市場的先進程度；(2) 當地及全球股市回報的差距；(3) 在當地股票市場上市的海外公司所佔比例；(4) 開放程度；(5) 取得海外資訊的難易；及 (6) 人均收入。

以上述因素為基礎，Cheung et al. (2006)提供了一個分析框架，對內地境外證券投資的潛在規模作出有根據的猜測。⁹ 他們首先根據經合組織國家的經驗，估計一個國家的境外證券投資與上述因素的量化關係，然後將估計結果用來預測在不同的假設情況下內地的境外證券投資總額。

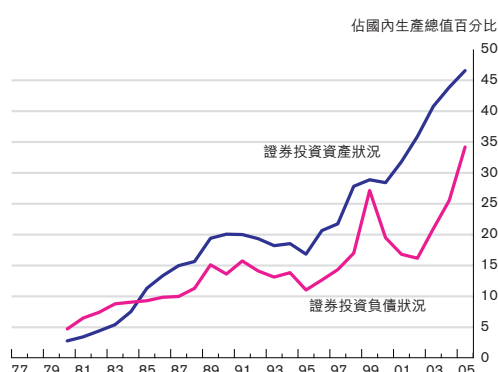
⁹ Cheung, L., K. Chow, J. Chang and U. Li (2006), 「中國內地在資本項目開放條件下境外證券投資的規模及流向」(英文版本), 《研究備忘錄》(13/2006), 金管局。

表 B4.B
中國內地的潛在境外證券投資

	2005年 反事實分析	情景 1	情景 2
實際境外證券投資 (佔國內生產總值百分比)	5.3%	—	—
預測境外證券投資 (佔國內生產總值百分比)	15%	23%	54%
(十億美元)	340	904	4,468

資料來源：Cheung et al.。

圖 B4.1
日本證券投資佔國內生產總值的百分比



資料來源：基金組織。

表 B4.C
香港在中國內地的境外證券投資中所佔的潛在份額

(十億美元)	2005年 反事實分析	處境 1	處境 2
預測中國境外證券投資總額	340	904	904
預測香港在中國內地境外證券 投資總額中所佔份額	9.4%	13.6%	20.1%
預測來自中國內地的證券 投資金額	32	123	182

資料來源：Cheung et al.。

根據假設2005年內地的資本項目與一般經合組織國家同樣開放的反事實情景下，Cheung et al. 估計內地的境外證券投資會達到3,400億美元，相當於國內生產總值的15%，而實際數字則為國內生產總值的5% (表B4.B)。¹⁰ 此外，作者們預測了在內地經濟發展成熟到足以開放資本帳項時，兩個不同情景下的資金流出規模。在比較保守的情景下 (內地的人均收入達到沿海地區目前的平均水平)，內地的境外證券投資額估計會達到9,040億美元，佔國內生產總值的23%。在比較樂觀的情景下 (內地的人均收入達到上海目前的水平)，境外證券投資額估計會達到44,680億美元，佔國內生產總值的54%。¹¹ 這些估計結果似乎與國際經驗一致。舉例來說，日本開放資本項目後最初10年，境外證券投資增加至國內生產總值的18%，再經過10年則增加至目前的46% (圖B4.1)。

香港在其中所佔份額

大家很自然會問香港可以從內地龐大的潛在境外證券投資中佔有多少份額。國際證券投資的分配模式顯示，帶動雙邊證券投資分布的因素包括：(1) 投資國與受資國的股市規模；(2) 投資國與受資國之間的距離；(3) 資訊成本；(4) 共通語言；(5) 投資國與受資國的股市回報差距；及(6) 匯率波幅。

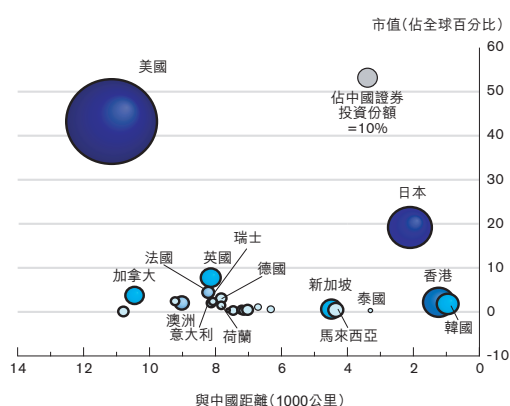
根據上述因素，Cheung et al.進一步估計了一個包括19個經合組織國家的雙邊證券投資的引力模型 (gravity model)，然後將估計結果用來預測若中國內地的資本項目如經合組織國家同樣開放，香港在內地的境外證券投資中所佔的份額。在利用中國內地及香港2005年數據所作的反事實分析中，結果顯示香港在內地的境外證券投資額中所佔份額為10%左右，約相當於320億美元 (表B4.C)。情景1假設香港的股市市值隨着內地有關股票在未來10年日趨重要而增加，在這個情況下，香港能夠從內地的境外證券投資中爭取到接近14%的份額。¹²

¹⁰ 有一點要注意的是，這個假設只是作為一個容易明白的情景，不應假定經合組織國家的經驗適用於內地目前的情況。

¹¹ 在兩個情景中，對互聯網用戶的比例的假設亦有所不同：第一個情景假設互聯網用戶的比例達到經合組織國家中最低的希臘的水平；第二個情景則假設達到經合組織國家的平均水平。

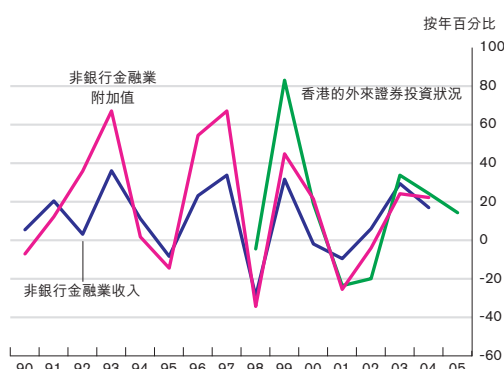
¹² 假設在未來10年於本港上市的內地有關股票的市值會按近年20%的平均增長速度增加，而本港股市的其餘部分則會按全球市場3%的幅度增長。這樣，香港股市在全球股市市值中佔的比重將會為7.6%。

圖 B4.2
中國內地
在主要金融市場的
境外證券投資分布*



*根據有關2005年的反事實分析。
資料來源：Cheung et al.。

圖 B4.3
外來證券投資狀況及金融業收入
與附加值



資料來源：CEIC。

在情景2中，作者們進一步假設香港的股市市值增加至與日本相同的規模，結果顯示在這個情況下，香港從內地的境外證券投資中可以爭取到20%的份額，幾乎是反事實分析中的份額的兩倍。¹³

值得研究的是香港相比其他國家在吸引內地的證券投資方面的競爭情況(圖B4.2)。雖然香港應會在內地的證券投資中佔有可觀的份額，但預期內地的大部分證券投資將會流向美國、日本及英國，反映了這三個國家在全球股市市值中所佔的合計約為75%的份額。

對香港的影響

雖然模型的結果顯示香港在地理及文化上與內地相近是重要的決定因素，但決定跨境投資分布最重要的因素是股市市值。因此香港須維持穩定及先進的金融市場以及保持其國際金融中心地位，以增加其股市市值。

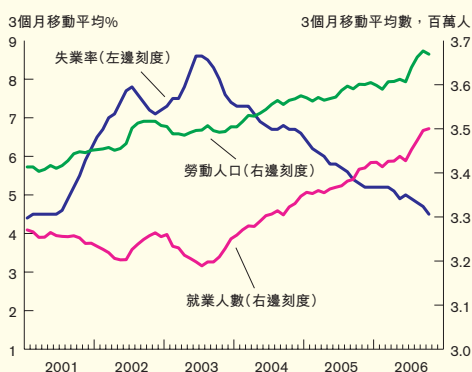
內地證券投資額的增長潛力預期會有利香港金融服務業。過去的發展顯示香港的外來證券投資狀況與非銀行金融業的收入有很強的同步關係(圖B4.3)。內地可觀的潛在證券投資不僅會刺激香港的股票及債券市場的交投，更會促進基金管理及託管服務業的發展。

¹³ 在這個情況下，香港股市在全球股市市值中所佔比重將會為19%。

2.5 勞工及生產力

經濟持續增長繼續帶動就業人口上升，令失業率進一步下降。近期實質本地生產總值增長比就業人數增長快，使勞工生產力增幅在第3季上升。

圖 2.6
勞工市場狀況



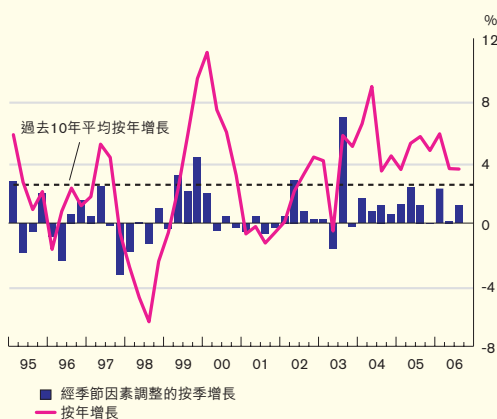
資料來源：政府統計處。

勞工市場狀況

勞工市場狀況繼續改善，就業人數在10月份上升至歷史高位。雖然就業人數增長對失業率的影響因勞動人口增加而被部分抵銷，但經季節因素調整的3個月移動平均失業率在10月份降至5年來的低位4.5%，6個月前的數字則為5.1%（圖2.6）。自上一份報告以來，失業率下降主要分布於建造、通訊及金融業。

近月就業不足率亦由6月份的2.7%下降至10月份的2.4%，與6個月前相比則沒有變動。就業不足率下跌的情況以建造及製造業最為顯著。

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。

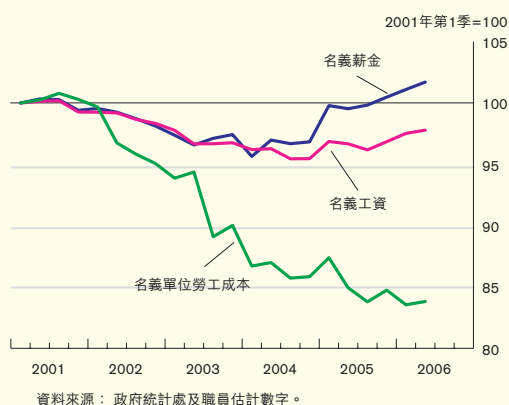
生產力

勞工生產力增長率(以每名工人產出量按年增長計)在第3季維持在高於10年平均數的水平(圖2.7)。這部分是因為過去幾個季度購置機器及設備的資本支出增加，令生產力的限制減少。

物價及工資

報告期內，消費物價通脹回軟，反映新鮮食品及租金成本增幅收窄。由於單位勞工成本升幅溫和，以及租金升幅放緩，預期今年餘下時間通脹壓力將會舒緩。若近期能源價格下跌的趨勢持續，通脹前景應會更為穩定。

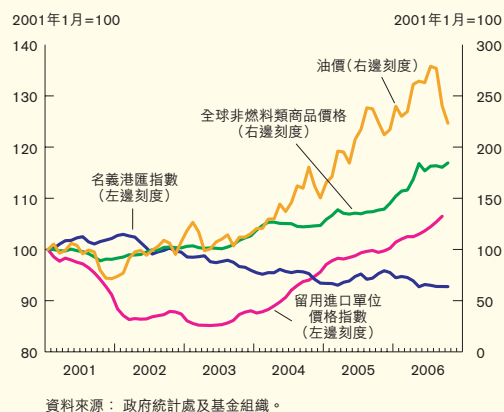
圖 2.8
工資與薪金指數及單位勞工成本



2.6 勞工成本

反映商業活動持續擴張及就業人數增加，2006年上半年的勞工收入穩步上升。按季比較，名義工資在第2季上升0.3%，第1季的升幅則為0.7%。人均名義薪金增長步伐更快，在第2季增加0.6%，是連續第3個季度上升，反映超時工作收入及非固定發放的花紅增加（圖2.8）。薪金增幅最大的是金融及地產相關行業。截至目前，勞工收入增加並未對通脹造成顯著的上升壓力，原因是生產力穩健增長令單位勞工成本相對穩定，讓企業在租金上升的情況下仍可繼續保持盈利。近期的採購經理指數調查顯示，儘管企業會繼續增聘人手，但預期在僱員方面的支出所面對的上升壓力仍然輕微。

圖 2.9
進口價格

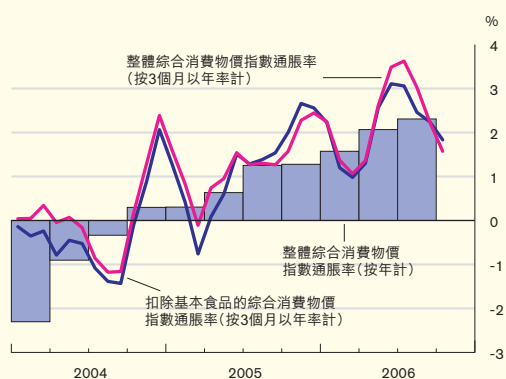


2.7 商品及進口價格

進口價格升幅在第3季擴大，主要是非燃料類商品價格上升所帶動。留用進口價格的按季增幅在第3季為2.3%，第2季則為1.1%。進口食品價格在第2季下跌後，在第3季上升，同期原材料價格亦顯著上漲。然而，近期原油價格下跌令燃料成本下降，部分抵銷了非燃料類商品價格上升的影響（圖2.9）。展望未來，預期全球對燃料及其他商品的需求將會放緩，這有助遏抑來自進口方面的通脹壓力，亦抵銷部分因人民幣升值對進口價格造成的上升壓力。

2.8 消費物價

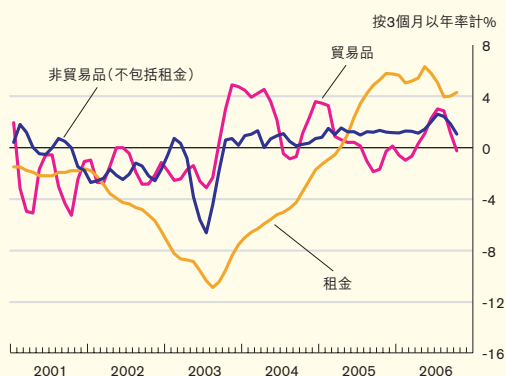
圖 2.10
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

消費物價通脹在第3季稍升，反映內部需求穩健增長及租金成本上漲。綜合消費物價指數通脹率的按年升幅由第2季的2.1%，上升至第3季的2.3%。然而，近期食品價格通脹回軟及租金升幅放緩，紓緩部分通脹壓力。按3個月比較，綜合消費物價指數通脹率由7月份所錄得的近期高位3.6%（以年率計），回落至10月份的1.6%，主要是因為新鮮食品價格增幅收窄。扣除波幅較大的新鮮食品項目，期內消費物價通脹由3.1%下降至1.8%，反映租金升幅放緩（圖2.10）。

圖 2.11
按主要組成項目分析消費物價通脹



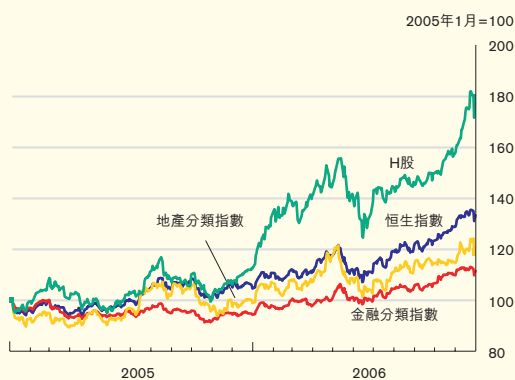
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

近期的物價走勢顯示通脹壓力可能會在第4季減弱。首先，若原油及能源價格近期的跌勢持續，會減低綜合消費物價指數內與燃料有關的項目的升幅。第二，由於住宅物業價格是反映租金項目的領先指標，在住宅物業價格穩定的情況下，預期租金成本的增長步伐會在未來幾個月放緩。由於住屋項目在綜合消費物價指數中所佔比例近30%，因此租金升幅放緩可紓緩消費物價的上升壓力。第三，雖然商業活動擴張令勞工市場的閒置生產力減少，但10月及11月份的採購經理指數調查均顯示在僱員方面的支出及產出價格所面對的上升壓力很小，反映來自供應方面的通脹壓力仍然有限。按組成項目分析綜合消費物價指數通脹顯示，合共佔家庭支出超過三分之二的租金及其他非貿易商品項目的通脹率自年中以來逐漸回軟（圖2.11）。

資產市場

自6月份報告以來，香港的股票價格大幅上揚，住宅物業價格則下跌。在住屋負擔能力改善及利率前景轉趨穩定的支持下，物業市場的交投在最近幾個季度回升。

圖 2.12
香港股票價格



資料來源：彭博。

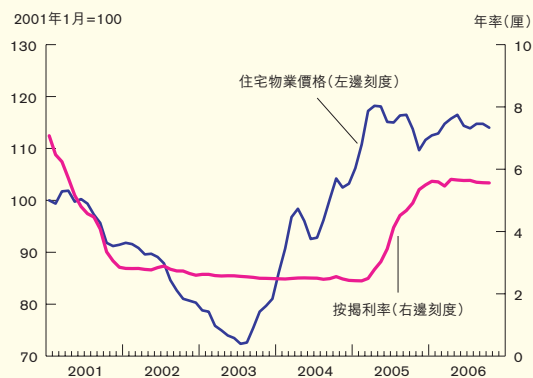
2.9 股票市場

本港股市經過5、6月的調整後大幅反彈，在接近報告期末時升上新高(圖2.12)。市場氣氛樂觀是受到多項因素支持，包括美國利率前景利好、油價下跌、流動資金增加、首次發售新股事項的刺激，以及人民幣繼續升值。報告期內恒生指數升19.6%，同時波幅收窄。然而，H股表現比恒生指數更為突出，錄得28.2%的升幅。中國建設銀行於9月11日成為首隻躋身恒生指數成分股行列的H股。另外兩隻H股中國銀行及中國石化亦會緊隨其後，於12月4日成為恒生指數成分股。此外，恒生中國H股金融行業指數亦已推出，以回應對反映在香港上市的內地金融企業的基準不斷增加的需求。這些發展反映了香港在內地經濟中所扮演的金融中介角色日益重要。

2.10 物業市場

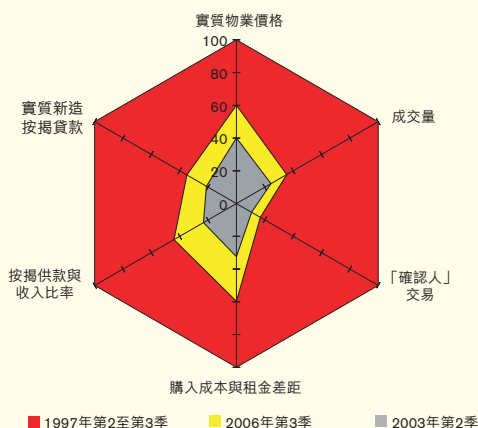
私人住宅物業價格在上年半回升後，在第3季下跌。鑑於市場對私人住宅的需求放緩，主要地產商紛紛調低一手市場樓價相對二手市場樓價的溢價以吸引買家。按可售樓面面積計，中型住宅單位(40平方米至100平方米以下)的價格在第3季的跌幅最大，大型單位(160平方米或以上)的價格則微升。儘管經濟持續擴張，但住宅物業價格並未進一步上升，同時自2005年初以來一直在固定範圍上落，原因是按揭利率的累積升幅遏抑了房地產市場的資產需求(圖2.13)。(專題5分析住房市場在傳遞利率上升的影響至本地生產總值及通脹方面的重要性。)然而，豪宅價格持續上升，部分優質地段的價格更升至接近1997年的水平。

圖 2.13
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。

圖 2.14
圖解分析

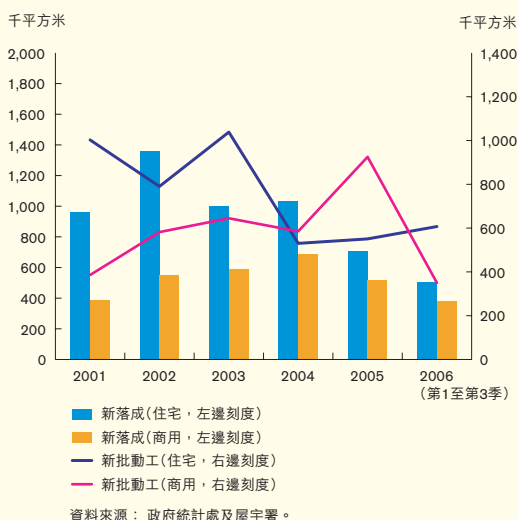


資料來源：差餉物業估價署、土地註冊處、政府統計處、中原地產代理有限公司及職員估計數字。

物業成交量經過第1季下跌後，在第2及第3季回升，主要是一手市場的住宅物業成交宗數增加。買賣協議宗數在第2季按季大幅上升23.1%，在第3季則微升0.2%。近期樓價回軟及按揭市場競爭激烈，可能會刺激第4季的住宅物業成交量。

由於資金成本上升以及物業價格回軟，近月物業市場的投機活動減少。確認人交易的比重由第2季的1.8%，下降至第3季的1.2%。然而，受到家庭收入穩步上升支持，私人住宅需求仍然穩健。按揭供款與收入比率（即每月按揭還款額佔家庭收入比率）由第2季的28.4%，下降至第3季的28.2%。¹⁴ 租金收益率上升亦增強購置住宅的意欲，帶動物業成交量及新造按揭貸款在第2及第3季上升。購入成本與租金差距（以按揭還款額與租金比率計）由第2季的61.3%下降至59.7%。整體而言，各項指標均顯示在住屋負擔能力改善及置業人士的持續需求的支持下，物業市場前景仍然不俗。透過圖2.14的圖解比較目前的物業市況，以及以往高峰與谷底時期的情況，可見目前物業市場並不存在過熱跡象。¹⁵

圖2.15
住宅及商用物業供應



資料來源：政府統計處及屋宇署。

供應方面，新落成住宅物業（以建成面積計）在2006年上半年上升，但在第3季按季減少36.8%。然而，由於空置率相對偏高，以及批出住宅單位動工的宗數增加，因此並沒有跡象顯示私人住宅市場在短期內會出現供應短缺的情況。商用物業方面，空置率相對偏低以及新落成寫字樓單位增幅減慢，可能會令非住宅物業租金維持在高位。自今年初以來批出商用單位動工的宗數減少，顯示中期的寫字樓單位供應會相對有限（圖2.15）。

¹⁴ 按揭還款額是以一個典型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。計算時採用佔頭25個百分比的家庭收入，而並不是家庭收入中位數，原因是前者較能反映購置私人住宅人士的收入水平。

¹⁵ 參見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。

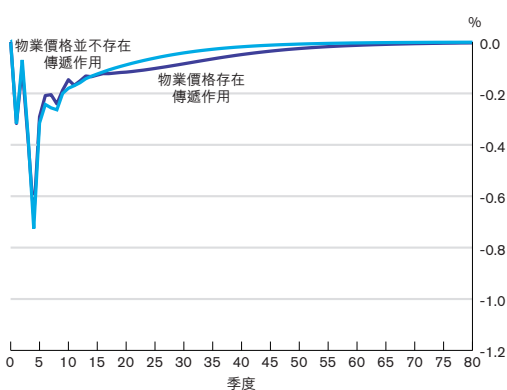
專題 5

利率衝擊透過物業市場渠道對香港的產出及通脹的影響

本專題研究利率變動透過物業市場的渠道對香港經濟增長及通脹方面的影響。理論上，利率引發的物業價格波動會透過財富及資產負債表效應影響私人消費及固定資產投資，並會直接影響綜合消費物價指數中的租金項目，繼而影響整體通脹率。另外，亦會透過對整體需求的影響，間接影響商品及服務的價格。

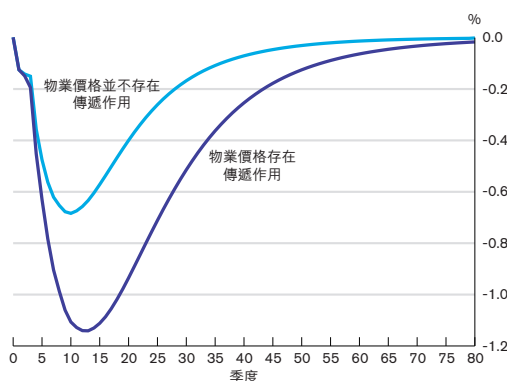
為了量化3個月香港銀行同業拆息上升透過物業價格渠道對經濟增長及通脹造成的影響，我們建立了一個小型的向量自迴歸模型，這個模型由整體綜合消費物價指數通脹率、實質本地生產總值及物業價格按季增長率，以及3個月香港銀行同業拆息的變動組成。我們所用的方法分為兩個步驟。第一個步驟是利用向量自迴歸模型得出經濟增長與通脹在3個月香港銀行同業拆息上升100基點下所受的影響。第二個步驟是假設物業價格的傳遞作用並不存在，去模擬相同的利率上升對經濟增長及通脹所帶來的衝擊；以上的假設狀況可以透過將與通脹及經濟增長有關的方程式內的物業價格滯後值系數設定為零，以隔離物業價格波動對經濟增長及通脹的影響。從上述兩種情況下對經濟增長及通脹影響的差異，便可估計利率變動透過物業價格渠道對兩者的影響。

圖 B5.1
3個月香港銀行同業拆息上升100基點對經濟增長的影響



資料來源：金管局職員估計數字。

圖 B5.2
3個月香港銀行同業拆息上升100基點對整體通脹的影響



資料來源：金管局職員估計數字。

在3個月香港銀行同業拆息上升100基點的情況下，物業價格的傳遞作用存在與否對本地生產總值增長及整體通脹率的影響分別呈列於圖B5.1及B5.2。圖中可見3個月香港銀行同業拆息上升會導致實質本地生產總值增長及整體通脹率下跌，其中以物業價格渠道存在並發揮傳遞作用的情況下的跌幅更為顯著。

圖B5.1顯示利率衝擊透過物業價格渠道對實質本地生產總值增長的影響相對輕微，因為不論物業價格存在及發揮傳遞作用與否，實質本地生產總值所受的影響相若。換言之，對整體需求的影響而言，由利率導致的物業價格波動所引發的財富及資產負債表效應相比由利率衝擊直接造成的資金成本效應（即並非透過物業價格渠道所傳遞的影響）為小。圖B5.2顯示物業價格渠道對整體通脹率下跌的影響很大，因為物業價格渠道存在及發揮傳遞作用與否對通脹的影響差異很大，顯示出透過物業價格渠道傳遞的對通脹的影響與透過其他渠道傳遞的影響相若。整體來說，模擬結果顯示透過物業價格渠道對經濟增長的影響較細，但對整體通脹率的影響則非常顯著。

雖然模擬結果顯示在利率衝擊下，物業市場的變動一般不會導致經濟周期的波幅擴大，不過假若在一段短時間內物業價格異常地大幅波動（例如1996至1997年間的暴漲及其後在1998至1999年間的急挫），其傳遞作用可以對消費及經濟活動造成很大的影響。鑑於這種情況罕見及其影響有非線性特質，因此難以用傳統的計量經濟學方法來作出評估。

公共財政

經濟穩健增長及金融市場交投活躍令政府收入增加，2006至07年度上半年財政狀況繼續改善。預期在本財政年度餘下時間，政府收入將會上升，反映來自賣地及直接稅的收入增加。

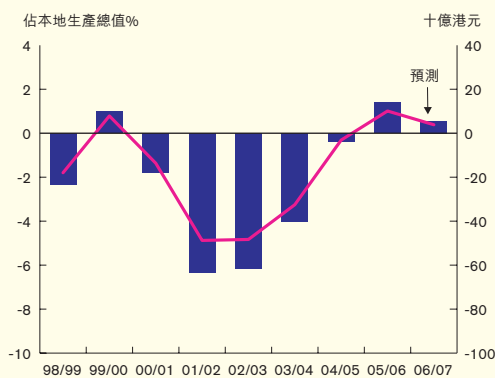
2.11 公共財政

政府財政狀況在2006至07年度上半年繼續改善。與去年同期比較，政府收入上升20.2%至830億港元，部分原因是股市交易額增加令間接稅收入上升。期內政府支出變動不大，微跌1.0%。因此，2006至07年度上半年的財政赤字減少至300億港元，較2005至06年度同期錄得的450億港元赤字為少。

展望未來，預期政府可於2006至07年度會錄得財政盈餘（圖2.16）。這是基於接近2006年底時進行的多宗土地拍賣會令賣地收益增加，同時在2007年第1季入帳的直接稅收及投資收益將會大幅提高政府收入。中期而言，政府預測顯示財政狀況將會繼續改善，預計綜合盈餘佔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%。

考慮到本港經濟穩健增長以及目前的公共支出情況後，國際貨幣基金組織最近預測政府在本財政年度將會錄得盈餘，估計佔本地生產總值的比例將高於0.5%。這與今年較早時政府在財政預算案公布的預測相若。然而，長期來說政府在財政方面仍面對多項挑戰，包括與人口老化有關的支出有上升壓力以及收入持續波動，反映政府財政倚靠投資及賣地收入。就此而言，一個更為廣泛及穩定的收入基礎將有助減低財政狀況的波幅。

圖 2.16
財政收支差額及2006至07年度預測



■ 收支差額(右邊刻度)
— 收支差額對本地生產總值的比例(左邊刻度)

註：1. 2000至01年度差額不包括地鐵私有化收入；2004至05年度差額不包括來自發行政府債券的收益。
2. 2006至07年度收支差額是預算案的預測。
3. 香港的財政年度由每年的4月起計。

資料來源：《二零零六至零七年度政府財政預算案》、庫務署及職員估計數字。

3. 貨幣及金融環節

匯率、利率及貨幣發展

儘管人民幣匯率上升，港元匯率在5月至10月期間逐步轉弱至貼近兌換保證範圍中間水平，其後於報告期結束前轉強。本地貨幣狀況仍然溫和，其中負息差、貨幣增長穩定及國際收支順差穩健的情況持續。

3.1 匯率及利率

港元匯率在2006年5月至10月期間逐步回落至貼近兌換保證範圍的中間水平，部分是港元與美元銀行同業拆息的負息差所引發的套息活動所致(圖3.1)。其後港元匯率於接近年底時轉強，據悉是受到股票有關的流入資金所帶動。整體而言，港元匯率自6月份報告以來轉弱。同一時間，人民幣匯率升幅則頗為顯著。人民幣以往是影響市場對港元看法的重要因素，但近期兩者的現匯走勢各異，反映彼此的相連關係可能開始減弱。即使這樣，當人民幣繼續上升，與港元匯率達到1兌1時，港元市場的心理反應可能會重現。

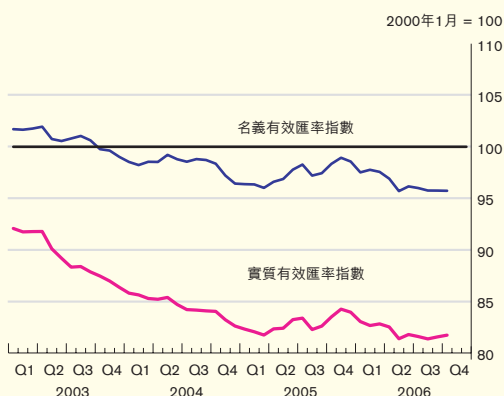
在聯繫匯率制度下，港元兌其他貨幣雙邊匯率的變動密切跟隨後者與美元相應雙邊匯率的走勢。報告期內，美元兌人民幣繼續回落，但兌其他主要貨幣的匯率缺乏方向，並在窄幅上落(見第1.9節較詳細分析)。在此情況下，港元貿易加權名義及實質有效匯率指數於報告期內大致保持穩定(圖3.2)。

圖 3.1
港元匯率



資料來源：金管局。

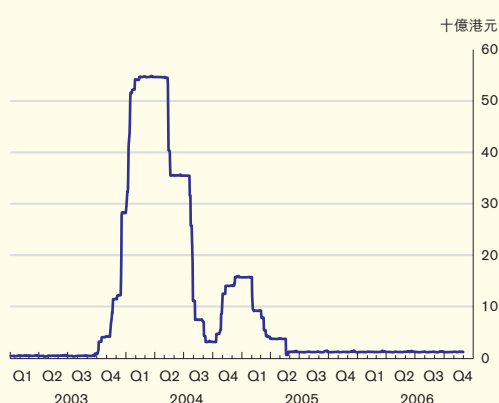
圖 3.2
名義及實質有效匯率



註：實質有效匯率指數已按季節因素調整。

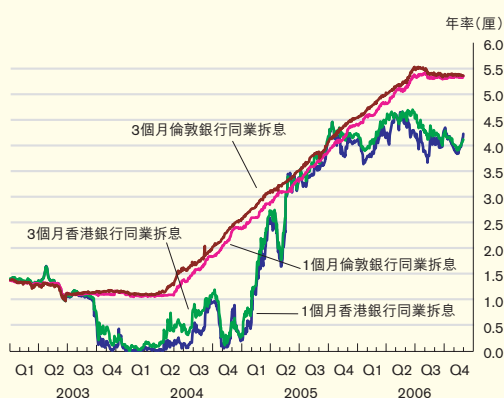
資料來源：金管局、職員估計數字。

圖 3.3
在貼現窗運作前的總結餘數額



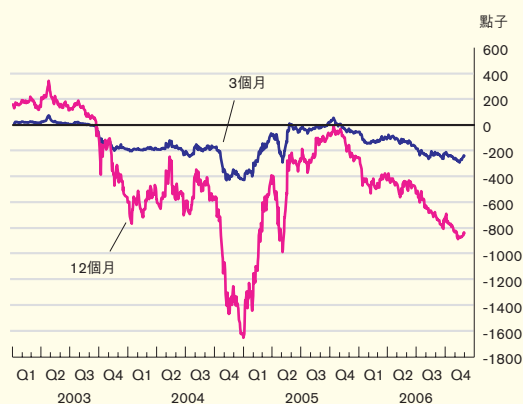
資料來源：金管局。

圖 3.4
港元與美元利率



資料來源：金管局。

圖 3.5
港元遠期匯率溢價／折讓



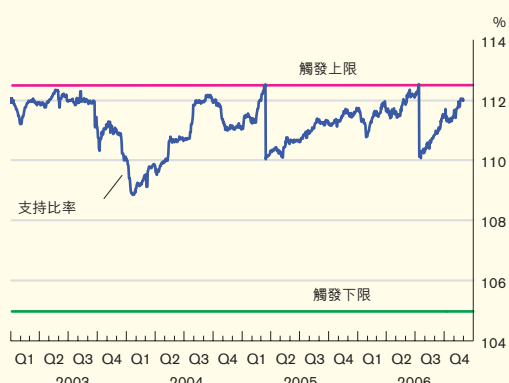
資料來源：金管局。

報告期內並未觸發兌換保證交易，金管局也沒有在兌換範圍內進行任何市場操作。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3.3)。目前，總結餘超越銀行同業交易所需的正常水平，但能提供足夠資金，以應付特大規模與超額認購比率偏高的新股上市活動(如中國工商銀行)有關的臨時資金需求。

繼美國聯儲局自8月起暫停加息後，1個月及3個月香港銀行同業拆息於4厘附近波動，同期倫敦銀行同業拆息則保持在5.3厘左右的水平(圖3.4)。儘管在銀行同業市場資金充裕的情況下市場有套戥活動，但1個月及3個月香港銀行同業拆息仍然與同期倫敦銀行同業拆息之間保持負息差。銀行同業市場資金持續充裕，促使銀行於11月將最優惠貸款利率下調25基點。

報告期內3個月及12個月港元遠期匯率折讓擴大(圖3.5)。在人民幣與港元現匯走勢各異可能顯示兩者相連關係開始減弱的情況下，港元與人民幣12個月遠期匯率方面的差距亦擴闊。

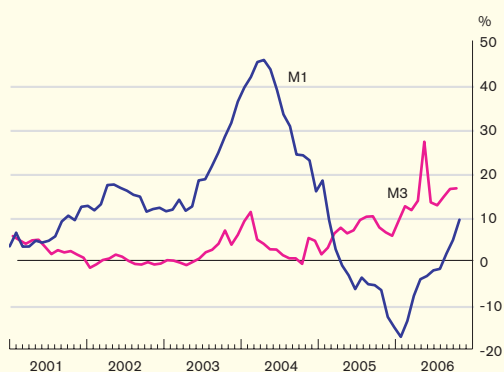
圖 3.6
支持比率



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。

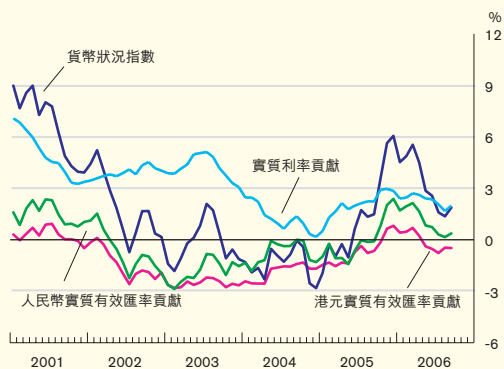
圖 3.7
貨幣總體數字按年增長



註：港元M1已按季節因素調整。

資料來源：金管局。

圖 3.8
貨幣狀況指數



註：貨幣狀況指數是實質利率與港元及人民幣實質有效匯率的4個季度變動的加權總和。

資料來源：金管局、職員估計數字。

3.2 貨幣基礎及支持比率

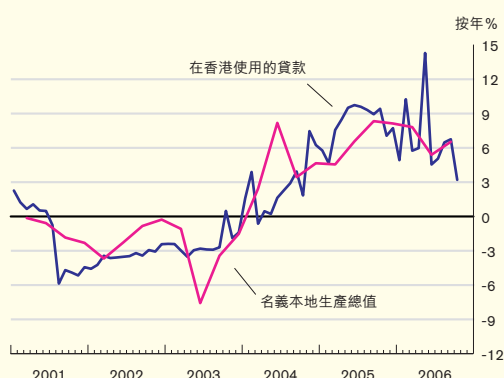
在重估收益及利息收入帶動下，支持資產在報告期初段增加，但貨幣基礎卻下降。因此，支持比率於7月13日升至112.52%，超出112.5%的觸發上限(圖3.6)。根據財政司司長於2000年1月核准的安排，外匯基金支持組合的資產被轉撥入投資組合內，使支持比率於7月14日回落至110%左右。其後由於重估收益超過了貨幣基礎增加的效應，支持比率大致向上。於11月30日收市時，支持比率為111.98%。

3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況

報告期內貨幣總體數字增加。港元狹義貨幣供應M1繼續上升，其按年增長率經過16個月負增長後，於8月份錄得正數，反映集資活動暢旺及股市交投增加(圖3.7)。在經濟增長帶動下，港元廣義貨幣供應M3在第3季上升5.8%，按年增長率亦繼續上升。

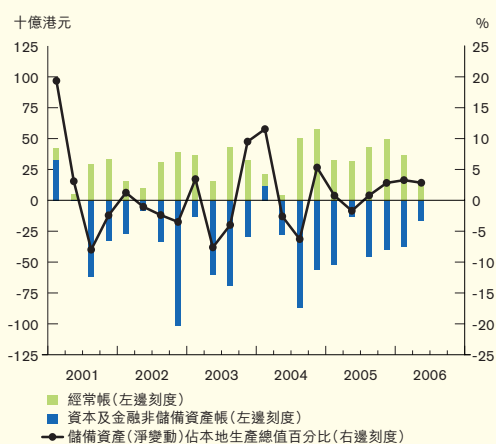
從貨幣狀況指數的下調趨勢可見，本地貨幣狀況自2006年3月以來變得較為寬鬆(圖3.8)。港元及人民幣實質有效匯率回落，加上通脹上升令實質利率下降，均有助貨幣狀況回順。從宏觀經濟角度看，現時貨幣狀況指數的水平並非過鬆(如2003年末至2004年)或過緊，因此沒有增加經濟過熱的壓力或窒礙經濟增長之虞。

圖 3.9
在香港使用的貸款與名義本地生產總值



資料來源：金管局及政府統計處。

圖 3.10
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		2006	
			Q3	Q4	Q1	Q2
經常帳	9.5	11.4	12.2	13.3	10.6	4.3
資本及金融帳	-14.3	-11.6	-13.7	-13.5	-14.2	-7.6
資本轉移	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	0.1
金融非儲備資產(淨變動)	-12.1	-10.5	-12.6	-10.5	-10.8	-4.8
直接投資	-7.0	1.9	-8.6	13.8	7.9	-8.6
組合投資	-23.7	-12.2	-5.4	3.5	9.8	-22.4
金融衍生工具	3.4	1.0	0.3	0.8	0.7	4.2
其他投資	15.2	-1.2	1.1	-28.6	-29.1	22.0
儲備資產(淨變動)	2.0	0.8	0.8	2.9	3.3	2.9
淨誤差及遺漏	4.8	0.2	1.5	0.2	3.6	3.3

資料來源：政府統計處。

在香港使用的貸款增長通常緊貼名義本地生產總值的增長步伐。在名義本地生產總值增長穩定的情況下，在香港使用的貸款增長保持穩健，間中則因新股上市相關的信貸需求增加而上升(圖3.9)。

3.4 資金流向

港元連續第4季錄得穩定資金流入。最新的國際收支平衡數據顯示第2季儲備資產增加(圖3.10及表3.A)。

在國際收支平衡各組成項目中，經常帳在第2季繼續錄得盈餘(專題6分析香港經常帳盈餘的結構性決定因素)。該盈餘額小於對上幾季的數字，主要原因是對外要素收益淨流出及有形貿易赤字增加，其中前者主要受股票投資相關的境外應付收入影響。

由於組合投資及直接投資淨流出額超過來自其他投資及金融衍生工具的淨流入額，(非儲備)資本及金融帳在第2季繼續錄得淨流出。在各組成項目中，組合投資明顯逆轉，由錄得淨流入轉為淨流出，相當於本地生產總值的22.4%(表3.A)。這部分是由於香港居民買入內地企業的新股，而這些新股在國際收支平衡統計中被列作海外股票。

另一方面，包括離岸貸款及存款變動的「其他投資」帳在第2季錄得顯著淨流入。銀行環節中的非居民貨幣持有量及存款顯著增加，是其他投資錄得淨流入的主因。值得一提的是，與其他投資帳有關的資金流量向來波動，反映香港作為國際金融及銀行中心的角色。

最近資料顯示，接近報告期末時儲備資產進一步增加。

專題 6 香港經常帳盈餘的結構性決定因素

圖 B6.1
經常帳與淨外匯資產

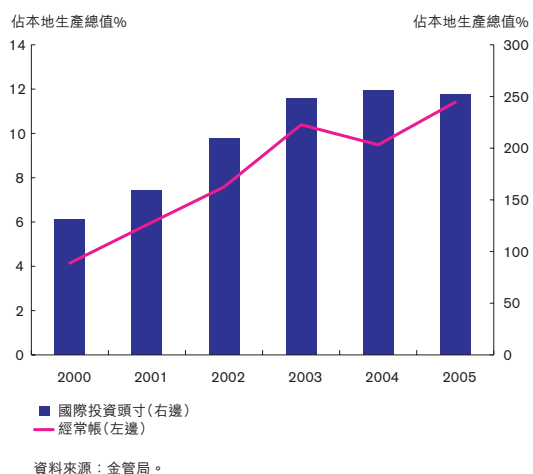


表 B6.A
經常帳差額的主要決定因素

變數	經濟關係
貿易價格比率	貿易價格比率改善表示非經常性收入上升，進而令儲蓄（而非消費）增加，帶動經常帳差額上升。
產值差距波幅	產值差距波幅擴大意味著經濟不明朗因素增加，會引致為應付不時之需而作出的儲蓄上升，並削弱投資意欲，因而令經常帳差額上升。
貿易開放程度	香港的貿易開放程度比率越高，表示經香港處理的貿易流量增加，透過服務業出口為香港帶來外部收入，因而令經常帳差額增加。

香港在過去20年的大部分時間都錄得經常帳盈餘。因此，香港累積了相當可觀的淨外匯資產，在2005年達到本地生產總值的250%以上（圖B6.1）。Leung (2006) 分析經常帳盈餘的性質，並識別影響其中期變動的因素，尤其是與儲蓄及投資的平衡及本地經濟結構性變化有關的因素。¹⁶ 有關研究進行了多元迴歸分析，以考究經常帳差額變動與結構性變數的關係。

實證研究結果顯示經常帳盈餘與貿易價格比率、產值差距波幅、貿易開放程度、M2與本地生產總值比率以及非服務業與本地生產總值比率存在正向關係，但與受供養老年人口比率成反向關係。在各項解釋變數中，以貿易價格比率、產值差距波幅及貿易開放程度最能解釋經常帳差額的變動（表B6.A 說明上述解釋變數與經常帳差額之間的關係的經濟理據）。

從儲蓄與投資的角度來看，貿易價格比率、產值差距波幅及貿易開放程度對經常帳的影響均為顯著，這一特點支持可以用累積淨外匯資產的角度來理解香港的經常帳盈餘。香港作為細小及開放型的經濟體系，專門化程度高，備受貿易價格比率變化及經濟周期波動的影響，令收入波動較大，而且本地的投資機會亦相對集中。因此，香港居民便有需要錄得經常帳盈餘，以累積龐大的境外淨資產，達到減少收入波動及分散風險的目的。

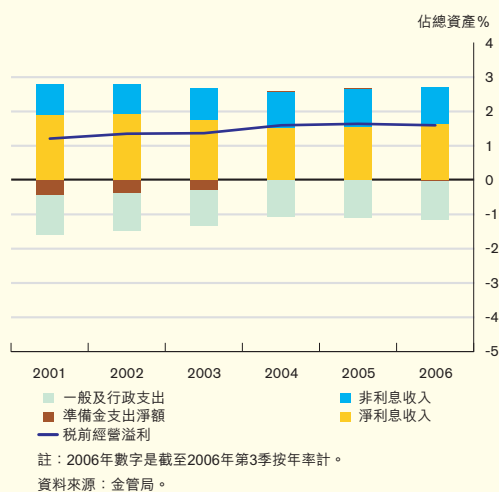
根據對結構性因素的未來走勢所作出的合理假設，便可預測經常帳差額的中期表現。預測結果顯示，未來10年的平均經常帳盈餘與本地生產總值的百分比為4.4%，低於5.8%這歷年平均數，反映(1)內地城市所提供的中國貿易中介人服務令該行業的競爭變得更為激烈（減慢香港透過服務業出口所帶來的外部收入的步伐）；(2)人口老化（減低儲蓄率，令經常帳盈餘下降）；及(3)預期人民幣升值令貿易價格比率下跌。

¹⁶ Leung, Frank (2006), 「香港經常帳盈餘的結構性決定因素」, 《研究備忘錄》(14/2006), 2006年10月, 金管局。

銀行業的表現

淨息差改善及貸款額增加，帶動零售銀行繼續錄得穩定盈利。零售銀行維持充足的資本及充裕的流動資金。雖然有跡象顯示信用卡貸款質素略為下降，但銀行整體資產質素維持穩健。另一方面，銀行業繼續面對存款增長遠遠超出本地信貸增長的挑戰。由於貸款業務機會有限，加上部分由於大量資金流入促使資金成本降至低水平，價格競爭（尤其按揭市場）加劇，可能令銀行息差再度受壓。在此環境下，銀行有需要密切注視資金流向逆轉可能對銀行構成的息率基準風險。

圖 3.11
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，零售銀行盈利在2006年維持穩定（圖3.11）。儘管員工成本及租金支出顯著上升，令一般及行政支出增加，同時銀行由在2005年有淨回撥準備金，轉為在2006年首3季有少量淨撥出準備金，但這些因素均被淨利息收入穩步上升所抵銷，因而有助銀行盈利。

淨息差在2006年第1季一度收窄後，在第2季及第3季進一步改善，但仍處於相對較低水平（圖3.12）。反映零售銀行平均資金成本的綜合利率在2006年首10個月內上升15基點，相比最優惠貸款利率上升25基點，而3個月香港銀行同業拆息則

圖 3.12
零售銀行淨息差

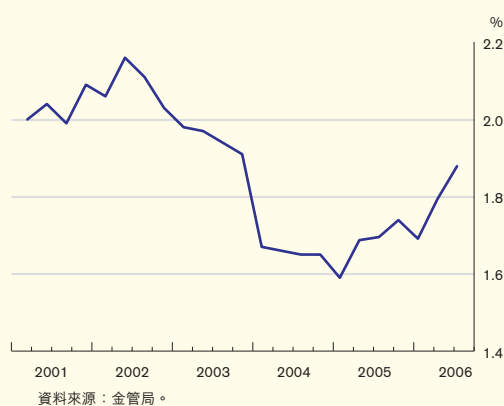
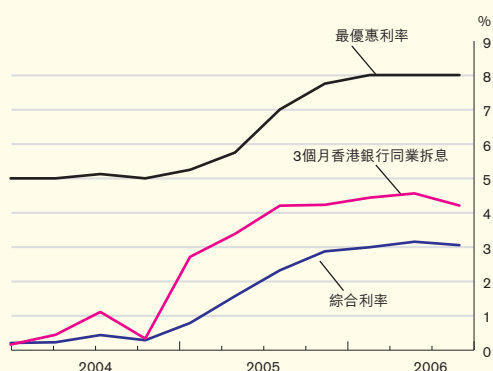
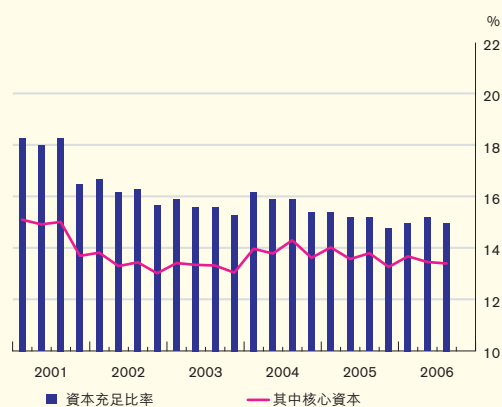


圖 3.13
綜合利率



註：期末數字。
資料來源：金管局。

圖 3.14
本地註冊認可機構資本額



資料來源：金管局。

下跌20基點(圖3.13)。^{17、18} 近幾個月價格競爭加劇，尤以按揭市場較明顯，部分銀行提供最優惠貸款利率減3.0厘，以及與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭產品，可能令息差再度受壓。

競爭可能推低利率令借款人受惠，但亦可能削弱銀行承受不利事件衝擊的能力。因此有需要監察業界競爭的情況及其轉變。專題7以Panzar-Rosse模式評估香港銀行體系的競爭情況，結果證明近年香港銀行體系的競爭程度頗大。

資本額

在6月份報告至2006年9月底期間，本地註冊認可機構的平均綜合資本充足比率維持穩定，仍為15%(圖3.14)。這是因為資本基礎的增長步伐(上升8.6%)與風險加權資產的相若(上升8.4%)。綜合資本充足比率自1999年起普遍呈向下趨勢，很可能反映資本使用效益提高及與銀行業整固有關係。儘管這樣，綜合資本充足比率仍遠高於8%的國際最低標準。於2006年9月底，核心資本佔資本基礎的89.2%，核心資本與風險加權資產比率達到13.4%的高水平。

¹⁷ 最優惠貸款利率指香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。

¹⁸ 銀行於2006年3月28日將最優惠貸款利率及儲蓄存款利率調高25基點。

專題 7

以 Panzar-Rosse 方法評估香港銀行體系的競爭情況

本專題繼Jiang et al. (2004) 的首項研究後¹⁹再次探討香港銀行體系的競爭情況。該研究發現，儘管在1992至2002年期間銀行經營環境經歷重大轉變，其中包括多宗銀行合併與收購，以及於2001年及2002年前後完成或推行的各項放寬管制措施，香港銀行體系的競爭程度仍維持在相當高的水平。

鑑於重大市場整固與放寬管制的影響迄今已較全面浮現，本專題趁此時機再度評估銀行業的競爭環境，以及競爭程度在上次研究過後幾年來的變化。此外，本專題會利用香港零售銀行截至2005年一段較長時間的橫切面時間序列混合數據來進行更準確的評估。²⁰

正如上次研究，我們以Panzar-Rosse 模式來評估競爭情況。透過估計銀行的收入函數中銀行收入的變化對生產要素價格變化的敏感度計算出稱為H統計的摘要數字；該數字介乎負無窮大與「1」之間。數值較接近「1」代表市場結構較具競爭性，非正數則代表市場被壟斷。若市場存在壟斷性競爭，H統計會介乎「0」與「1」之間(表B7.A)。

我們利用1991年第1季至2005年第4季期間香港零售銀行橫切面時間序列混合數據來估計模型參數。由於資產負債表外的業務持續增長，而這些業務以收費及佣金為主要收入來源，因此，在此研究中，我們採用總收入²¹而非總利息收入來代表銀行收入。銀行投入的生產要素被設定為勞工、資金及資本三類。資本充足比率及存款組合被設定為控制變數，分別反映銀行風險及資金結構的不同。除了銀行本身特徵，我們亦加入兩項宏觀經濟變數，即香港的實質本地生產總值增長率及通脹率。表 B7.B 提供研究樣本的統計摘要。

表 B7.A
競爭結構及 H 統計

競爭結構	H 值
壟斷	$H \leq 0$
壟斷性競爭	$0 < H < 1$
完全競爭	$H = 1$

表 B7.B
研究對象的統計摘要
(1991 年第 1 季至 2005 年第 4 季)

變數*	中位數	平均數
總收入 (百萬港元)	584	1,169
勞工單位價格	0.0015	0.0019
資金單位價格	0.0122	0.0115
資本單位價格	0.6995	3.6293
總資產 (百萬港元)	32,352	76,628
資本充足比率(%)	19.7	25.9
存款組合(%)	83.1	78.6
經濟增長(%)	1.200	1.123
通脹(%)	0.250	0.232

- 註： (1) 勞工單位價格是以員工支出與總資產比率計。
 (2) 資金單位價格是以利息支出與總資金比率計 (總資金即客戶存款、銀行同業存款、根據回購協議的應付數額與及已發行及未償還可轉讓債務證券的總和)。
 (3) 資本單位價格是以除員工及利息以外的支出與固定資產比率計。
 (4) 存款組合是以客戶存款與銀行資金比率計。

資料來源：金管局。

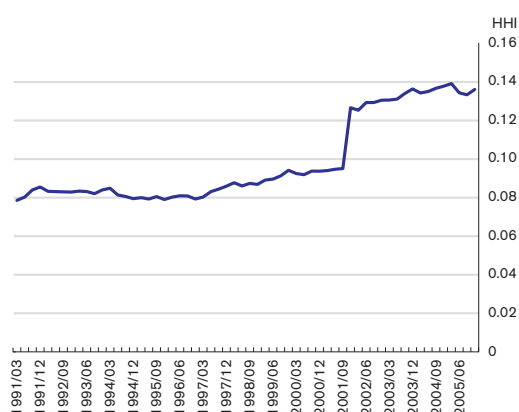
¹⁹ Jiang et al. (2004), 「香港銀行業的競爭狀況及其演變」(英文版本), 《金管局研究備忘錄》。

²⁰ Jiang et al. (2004) 的研究受到數據不足所限, 其中業界層面的觀察數據相對較少, 因此未能設計及測試較複雜的模型, 以探討像香港銀行競爭壓力與銀行規模之間的關係等課題。

²¹ 總收入包括總利息收入及非利息收入。

我們設定 H 統計為一常數，並利用整個樣本期的比例化收入（或非比例化收入）及各解釋變數進行迴歸分析，藉此評估1991至2005年期間的整體競爭情況。²² H 統計估計值約為0.64，顯示1991至2005年期間銀行體系處於壟斷性競爭狀態。統計結果亦顯示這個市場不可列作完全競爭或壟斷經營，但競爭程度相當高。

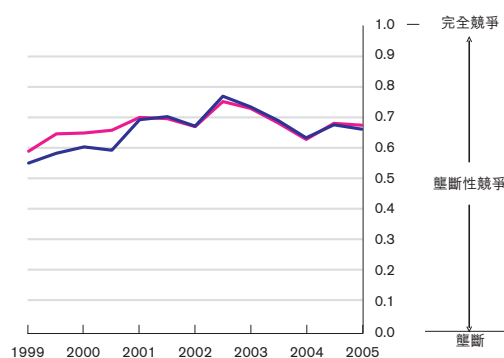
圖 B7.1
市場集中情況於2001年前後的主要變動



註：HHI是市場上各零售銀行資產佔市場份額的平方總和。該數字由「0」至「1」不等。若大量銀行各佔一個細小的市場份額，則HHI數值接近「0」。若由一間銀行壟斷，並佔有100%的市場份額，其HHI是「1」。

資料來源：職員估計數字。

圖 B7.2
 H 統計的滾動式估計



— H 統計(非比例化收入迴歸)

— H 統計(比例化收入迴歸)

資料來源：職員估計數字。

為探討銀行體系的結構性轉變對競爭程度逐漸產生的影響，我們個別估計1991年第1季至2001年第2季，以及2001年第3季至2005年第4季的 H 統計。我們選擇2001年第2季作為分隔兩段時期的時間點，原因是大多數的主要銀行整固活動都在2001及2002年出現，對市場集中程度造成重大影響。²³ 此外，放寬規管限制的主要措施(包括撤銷利率管制與境外銀行設立分行的限制，以及放寬若干准入市場的準則)亦於這些時期前後完成或推行。如圖B7.1所示，以Herfindahl-Hirschman指數(HHI)計算的市場集中程度在2001年下半年左右急升。估計結果發現，儘管1991年第1季至2001年第2季²⁴ 的 H 統計估計值略高於2001年第3至2005年第4季的數字，²⁵ 兩個時期的 H 統計估計值在統計顯著上並無分別。1999至2005年期間 H 統計的滾動估計時間序列(透過一系列比例化及非比例化收入的滾動迴歸分析得出)顯示的結果與圖B7.2的接近， H 統計估計值在2001至2005年期間在0.6至0.8附近移動，而並沒有持續上升或下降趨勢。實證結果再次確認以往的研究結果，就是1992至2002年期間銀行業的競爭程度相當高，並顯示儘管其後幾年經營環境出現重大變化，但競爭壓力依舊維持在高水平。

²² 具體上，研究包括兩個形式的收入設定。比例化收入函數公式設定為

$$\log\left(\frac{R_{it}}{TA_{it}}\right) = \alpha_0 + \sum_{k=1}^K \alpha_k \log w_{it}^k + \mathbf{x}_{it} \boldsymbol{\beta} + \varepsilon_{it},$$

其中 R 是收入； TA 是總資產； w^k 是生產要素 k 的單位價格； \mathbf{x} 是控制變數矢量； ε 是殘差項； i 及 t 分別代表銀行與時間單位。在這個設定中， H 統計是 α_1 至 α_K 的總和。研究另亦分析非比例化總收入的公式設定，其中應變數以 $\log(R_{it})$ 代替，變數 TA 則作為控制變數。若非比例化總收入函數的 TA 估計係數等於1，非比例化總收入的設定便成為比例化收入設定的一個特例。 TA 係數值可方便判別規模經濟是否存在。有關詳情，請閱Wong et al. (2006)，「以Panzar-Rosse方法評估香港銀行體系的競爭情況」，《金管局研究備忘錄》。

²³ 市場整固詳細資料載於Jiang et al. (2004)表1。

²⁴ 就1991年第1季至2001年第2季而言，比例化收入迴歸分析的 H 統計估計值為0.683，非比例化收入迴歸分析的 H 統計估計值為0.690。

²⁵ 就2001年第3季至2005年第4季而言，比例化收入迴歸分析的 H 統計估計值為0.659，非比例化收入迴歸分析的 H 統計估計值為0.656。

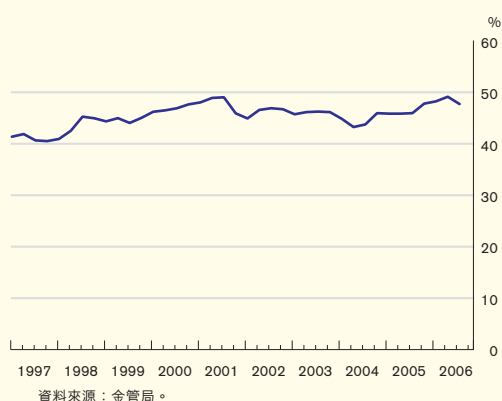
就競爭情況與銀行規模的關係而言，估計結果顯示較大型銀行的*H*統計估計值略高於較小型銀行。^{26, 27} 有趣的是關於較大型與較小型銀行的*H*統計相同的假設檢定於1%水平的顯著程度被拒絕，表示較大型銀行的競爭壓力較小型銀行大。這反映儘管兩個組別在本地零售市場，包括按揭及信用卡產品方面有激烈競爭，但就企業客戶市場、財富管理及其他資產負債以外等小型銀行較少染指的業務而言，大型銀行面對地區或國際層面對手的競爭可能更大。

競爭可以降低金融中介成本，並提高經濟效益。然而，由於競爭亦影響銀行的市場力量及盈利，因此可能削弱銀行承受衝擊的能力。決策者必須清楚了解銀行業的競爭程度及其變化。放寬管制及科技進步往往會增加銀行體系的競爭，整固活動的影響則可能視乎當前市場環境而定。儘管近年銀行整固可能妨礙競爭，同期的放寬管制及科技發展似乎大致上抵銷了這些不利影響。隨着業界進行收購合併，多間較大規模的銀行陸續誕生，應有較大能力與現存的大型銀行競爭，亦可能促進上述情況的發展。然而，由於預期銀行整固將會繼續，我們仍需密切注視日後市場集中程度對競爭產生的影響。

²⁶ 就較大型銀行而言，比例化收入迴歸分析的*H*統計估計值為0.673，非比例化收入迴歸分析的*H*統計估計值為0.675。

²⁷ 就較小型銀行而言，比例化收入迴歸分析的*H*統計估計值為0.648，非比例化收入迴歸分析的*H*統計估計值為0.651。

圖 3.15
零售銀行流動資金比率

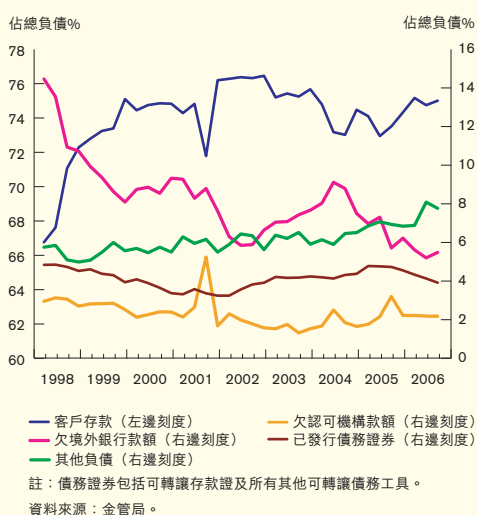


3.6 流動資金及資金來源

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，以履行預期及意料以外的財務承擔。

零售銀行平均流動資金比率在2006年第3季為47.7%，遠高於25%法定最低的要求（圖3.15）。於2006年9月，投放於外地銀行的淨存款額及債券持有量（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17%及24%。

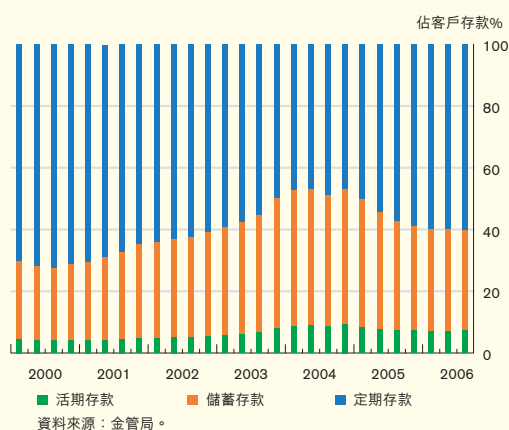
圖 3.16
零售銀行負債結構



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6月份的報告以來，銀行同業流動資金水平保持穩定。於2006年10月，總結餘上升至13.5億港元，並曾因支付外匯基金票據及債券的利息而出現輕微波動。

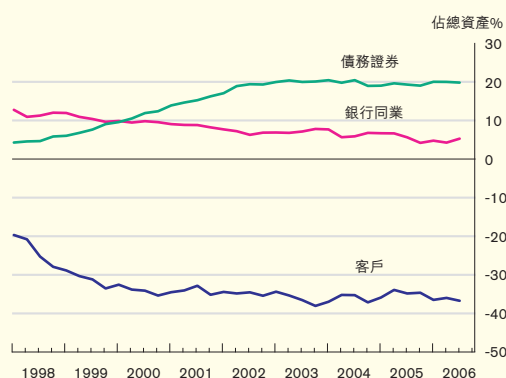
銀行負債結構是影響流動資金風險水平的長期因素。客戶存款是零售銀行最重要的資金來源（圖3.16）。自1998年9月以來，客戶存款一直佔零售銀行負債七成以上，有關比例更由2005年12月的74.3%微升至2006年9月的75.0%。龐大的客戶存款基礎是銀行融資實力的有利因素，因為零售資金成本一般低於批發資金，資金來源亦比較穩定。

圖 3.17
零售銀行客戶存款結構



由於利率維持於高水平，存戶將儲蓄存款轉作定期存款的趨勢持續。因此，定期存款所佔比重由2006年3月的59.8%進一步上升至9月的60.2%，儲蓄存款則由33.0%下跌至32.3%（圖3.17）。這有助紓緩零售銀行資產與負債之間的期限錯配情況。然而，若美國利率一如部分市場人士預期開始下調，上述存款可能逆向轉移，並可能影響銀行資產與負債的期限錯配。

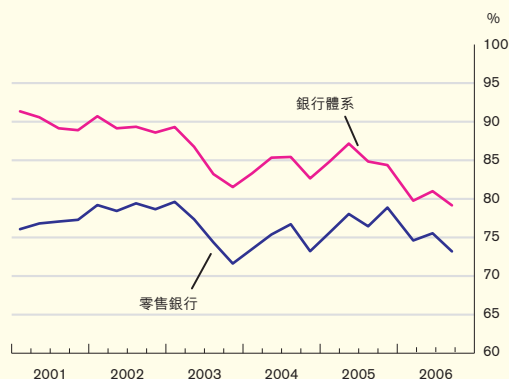
圖 3.18
按資金來源分類的零售銀行資金差額



註：1. 以資產減負債(按資產負債表所示)佔總資產的百分比來計算。
2. 「客戶」包括所有非認可機構借款人及存款人。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。

資料來源：金管局。

圖 3.19
港元貸存比率



資料來源：金管局。

銀行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9月，這個差額為負36.9% (圖3.18)，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)的淨持有人。於2006年9月底，整體銀行體系的港元貸存比率為79.1%，零售銀行的比率則為73.1% (圖3.19)。這種結構顯示流動資金風險應不會構成重大問題。²⁸

認可機構面對的交易對手風險水平也相當重要，原因是由一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，銀行同業資金並非重要資金來源；零售銀行反而是銀行同業資金市場的淨貸款人。在9月，整體零售銀行的本港銀行同業借款的款額僅佔總負債的2.1%，而整體零售銀行對本港銀行同業貸款的款額只佔總資產的7.4%，顯示銀行同業借貸可能引起的連鎖影響風險亦不會是重大問題。

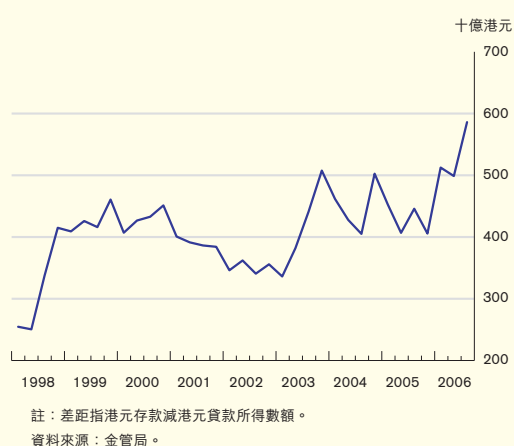
3.7 利率風險

鑑於銀行大部分計息資產都以浮息為計算基礎，即使利率波動，中介息差仍相對穩定。然而，應注意部分銀行一大部分資產(尤其按揭貸款組合)是最優惠貸款利率為定價基準，但其部分資金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定價。最優惠貸款利率及香港銀行同業拆息對美元利率變動的不同反應，可能會對銀行淨息差構成壓力。

²⁸ 然而，流動資金過剩對銀行盈利造成壓力。(另見註腳39)

為降低按揭貸款的息率基準風險，近期部分銀行積極推出以香港銀行同業拆息為基準的混合式按揭產品。為吸引客戶，這些產品的息率一般以香港銀行同業拆息減某個固定息差作為定價，並設有以最優惠貸款利率為基準的利率上限。這些產品設計在香港銀行同業拆息偏低的环境下可減低按揭貸款的息率基準風險。²⁹ 然而，若市場流動資金狀況突然逆轉令香港銀行同業拆息驟升，而最優惠貸款利率升幅較小，在此的情況下，銀行最終亦要承受有關的息率基準風險，情況將與以最優惠貸款利率基準定價的貸款無異（見專題8）。

圖 3.20
零售銀行港元存款與貸款差距



分析顯示，主要由於定期存款持續增長，近期港元存款的增長，顯著超越了貸款的增長（圖3.20）。鑑於近期港元定期存款增長強勁，可能是流入資金所致，而後者部分是受到股市交投上升（尤其新股上市活動）而增加，而大多數此類港元定期存款的期限可能較短，亦不及其他客戶存款般穩定，因此有需要密切注視這類存款的性質及期限。銀行若持有大量這些存款，或其大部分資金都是倚賴銀行同業市場拆借得來，便可能承受較高的利率風險。若因市場氣氛轉變令資金流向逆轉，導致流動資金收緊，以上述存款作為資金來源的貸款組合的息差便可能受壓。

圖 3.21
香港銀行同業拆息與加權存款利率的差距



銀行同業拆息的變動，亦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。香港銀行同業拆息相對加權存款利率的下跌，令到以香港銀行同業拆息為基準的貸款的息差收窄（圖3.21），亦削弱不計息資金的回報。整體零售銀行是銀行同業市場的淨貸款人。活躍於銀行同業市場的零售銀行可能發覺其以香港銀行同業拆息為基準的貸款息差受壓。

²⁹ 然而，若貸款以香港銀行同業拆息為基準，借款人的按揭還款額可能波動較大。

專題 8

有關與香港銀行同業拆息掛鈎按揭計劃 以最優惠貸款利率掛鈎作為利率上限的期權價值

在目前的低息環境下，按揭貸款市場的價格競爭在近數個月愈趨激烈，而不少零售銀行積極推出與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭計劃。以香港銀行同業拆息維持在4厘附近水平計，部分銀行提供的實際按揭利率已降至4.6厘，較某大型銀行將按揭利率定在最優惠貸款利率減2.75厘後的實際利率5厘為低³⁰。為吸引客戶，按揭利率以最優惠貸款利率減若干厘——由2.5厘至3厘不等——作為上限。

此利率上限相當於一項期權：當香港銀行同業拆息突然飆升，但最優惠貸款利率升幅較溫和時，借款人便可能行使這項期權。因此，就利率基準風險的管理而言，銀行在釐定以香港銀行同業拆息掛鈎的按揭貸款的價格時，除考慮本身的資金結構外，亦應顧及上述期權所牽涉的潛在成本。³¹

本專題包括兩節，第一節說明該上限的期權值及其特色，第二節陳述計算期權價值的技術細節。

利率上限的期權價值

香港銀行同業拆息上升對最優惠貸款利率產生的短期傳遞效應小於「1」，是使此利率上限具有價值的原因。³²換言之，由於最優惠貸款利率的升幅將小於香港銀行同業拆息的升幅，當與最優惠貸款利率掛鈎的利率上限被觸發，實際按揭利率的升幅可能小於銀行資金成本的升幅，令息差受壓。息差最終所受影響，將會視乎銀行的資金結構而定。

³⁰ 該銀行現時的最優惠貸款利率為7.75厘。

³¹ 這一產品設計可減少在低息環境下按揭貸款的利率基準風險。然而，若借客人行使期權，銀行便會像按照最優惠貸款利率釐定息率的情況一樣，最終亦會承受有關的利率基準風險。

³² 這是根據Wong et al. (2005)的誤差修正模型所得結果。請閱「銀行按揭貸款定價的利率風險」(英文版)，《金管局研究備忘錄》，<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM05-2005.pdf>。該研究分析批發利率變化對零售利率產生的傳遞效應。

表 B8.A
假設 3 個月香港銀行同業拆息上升 200 基點
對與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭計劃的息差
產生的影響

	現時 (2006 年 11 月 30 日)	假設 3 個月香港 銀行同業拆息 上升 200 基點
零售息率升幅¹		
最優惠貸款利率	—	53.3 基點
儲蓄存款利率	—	53.3 基點
定期存款利率	—	98.6 基點
實際按揭利率		
與香港銀行同業拆息掛鈎 ²	4.73 厘	6.73 厘
以最優惠貸款利率掛鈎作為上限 ³	5.20 厘	5.73 厘
資金成本		
混合融資 ⁴	3.70 厘	4.81 厘
按香港銀行同業拆息借入資金	4.13 厘	6.13 厘
按揭息差		
混合融資	1.03 厘	0.92 厘 ⁵
按香港銀行同業拆息借入資金	0.60 厘	-0.40 厘 ⁵

- 註： 1. 最優惠貸款利率與定期存款利率的估計升幅是根據 Wong et al. (2005) 的誤差修正模型得出。該研究評估批發息率（即香港銀行同業拆息）變動對零售息率（即最優惠貸款利率、儲蓄存款利率及定期存款利率）產生的傳遞效應。估計傳遞效應只源自短期性質的影響，因此只反映最優惠貸款利率、儲蓄存款利率及定期存款利率在即時月份的反應。然而，長遠而言，實際影響會大得多。例如，假設 3 個月香港銀行同業拆息上升 200 基點，長遠而言對最優惠貸款利率及定期存款利率的影響幅度分別為 147 基點及 190 基點。
2. 以 2006 年 11 月 30 日，3 個月香港銀行同業拆息為 4.13 厘，以及與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭計劃息率為該拆息加 0.6 厘計。
3. 若與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭息率超過與最優惠貸款利率掛鈎的上限，實際按揭利率將會改為以最優惠貸款利率為基準。假設與最優惠貸款利率掛鈎的上限為最優惠貸款利率減 2.8 厘。現時銀行的最優惠貸款利率為 7.75 厘或 8 厘。本表以後者作為計算基準。
4. 這是根據某假設銀行如下的資金結構得出：18% 儲蓄存款；54% 定期存款；以及 24% 銀行同業拆借資金。在該兩個假設情況下混合融資的成本是按照儲蓄存款利率升幅會與最優惠貸款利率的升幅相同的假設定出。
5. 按揭息差是以與最優惠貸款利率掛鈎的上限作為計算基準。

資料來源：職員估計數字。

表 B8.B
與最優惠貸款利率掛鈎上限的期權溢價數值結果

期限 (年數)	期權溢價 (以 % 計)				100 萬元 的分期攤還 本金
	遠期 3 個月 香港銀行同業 拆息加 0.6 厘	引伸最優惠 貸款利率減 2.8 厘	($\rho=$ 0.91)	($\rho=$ 0.45)	
0.25	4.67	5.18	0.12	1.36	987,289
1	4.57	5.16	2.17	8.41	928,688
3	4.79	5.22	15.58	32.59	760,591
5	4.78	5.21	24.02	46.63	573,788
7	4.93	5.25	36.29	64.37	366,197
9	4.95	5.26	43.43	75.41	135,503
9.75	4.95	5.26	45.72	78.99	42,521

資料來源：職員估計數字。

為說明這一點，我們對某假設銀行所提供的與香港銀行同業拆息掛鈎按揭計劃，以 3 個月香港銀行同業拆息加 0.6 厘計，並以最優惠貸款利率減 2.8 厘為上限作出分析。另假設該行的資金結構如下：活期存款佔 4%，儲蓄存款佔 18%，定期存款佔 54%，以及銀行同業拆借資金佔 24%。在 3 個月香港銀行同業拆息上升 200 基點的情況下，若按揭貸款的資金單靠 3 個月香港銀行同業拆息拆借得來，息差受壓幅度將會達到 100 基點；若有關資金像該假設銀行般屬混合融資型，息差將被擠壓 11 基點（見表 B8.A）。³³

該利率上限的價值可從市場數據計算得出。如第二節所示，以一筆 10 年期住宅按揭貸款為例，若其利率訂為以 3 個月香港銀行同業拆息加 0.6 厘或最優惠貸款利率減 2.8 厘之最低者為準，而香港銀行同業拆息與最優惠貸款利率之間的相關值為 0.91，則估計這個與最優惠貸款利率掛鈎的上限的溢價介乎 0 基點（期限為 3 個月）至 46 基點（期限為 9.75 年）不等，按分期攤還調整的溢價為 17 基點。後者是按 10 年期分期攤還本金加權調整的利率上限單元溢價的平均數。這項溢價代表若利率上限的期權並非免費，借款人便要就有關住宅按揭貸款支付每年 17 基點的額外利息（見表 B8.B）。

研究發現利率上限的價值對兩個參考利率之間的相關值有敏感反應。若 3 個月香港銀行同業拆息與最優惠貸款利率的相關值降至 0.45（即為 1997 年 3 月至 1998 年 9 月期間觀察得出的價值），按分期攤還調整的溢價將會升至 34 基點。

計算期權價值

銀行提供與最優惠貸款利率掛鈎的利率上限，保證了某住宅按揭貸款在任何時間的利率均以當前利率（即香港銀行同業拆息加 x 厘）與上限利率（即最優惠貸款利率減 y 厘）兩者中的較低為準，其中 x 及 y 是預設價值。正如普遍的利率上限一樣，其上限利率為固定的利率，與最優惠貸款利率掛鈎的利率上限可被視為一個香港銀行同業拆息的買入期權組合，其

³³ 若銀行資金屬混合融資型，並取消與最優惠貸款利率掛鈎的上限，息差將會擴闊 89 基點。

中的回報包含在住宅按揭各期供款內。包含上限的個別期權有時被稱為利率上限單元。

與最優惠貸款利率掛鈎的利率上限單元是指可將「香港銀行同業拆息加x厘」(以H代表)轉換作「最優惠貸款利率減y厘」(以B代表)的選擇權，兩者波幅分別為 σ_H 及 σ_B 。由於不同利率上限單元有不同期限，用作計算期權價值的香港銀行同業拆息及最優惠貸款利率分別為以港元利率掉期引伸出的遠期香港銀行同業拆息及最優惠貸款利率。³⁴意思是就現時起計1年的利率上限單元而言，相關的香港銀行同業拆息是1年期遠期利率。利率上限單元的價值 p 如下：

$$p = HN(d_1) - BN(d_2), \quad (1)$$

其中

$$d_1 = \frac{\ln(H/B) + \sigma^2 t / 2}{\sigma \sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{t}$$

$$\sigma = \sqrt{\sigma_H^2 + \sigma_B^2 - 2\rho\sigma_H\sigma_B},$$

ρ 是香港銀行同業拆息與最優惠貸款利率之間的相關值， $N(\cdot)$ 是累計常態分布函數。³⁵

模型參數 σ_H 、 σ_B 及 ρ 可利用市場及過往數據估計。引伸波幅 σ_H 可從傳統利率上限及下限市場得出。以10年期住宅按揭貸款計，我們採用16.6%的市場 σ_H ，並從10年期利率掉期引伸出遠期香港銀行同業拆息。³⁶根據我們的估計，按年率計的過往波幅 σ_B 約為8.6%，3個月香港銀行同業拆息與最優惠貸款利率之間的長期相關值(ρ)約為0.91。

³⁴ 最優惠貸款利率對香港銀行同業拆息變化的反應是從Wong et al. (2005)的誤差修正模型得出。

³⁵ 這是以甲資產換取乙資產的期權定價公式(請閱Hull J. (1997),《Option, Futures and Other Derivative》, 第三版, 468頁)。相關值 ρ 與最優惠貸款利率均假設是連續式的時間指標。

³⁶ 所用市場數據截至2006年11月30日止。

圖 3.22
零售銀行的資產質素指標

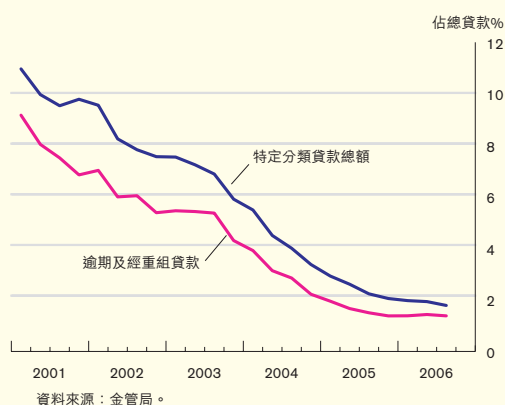


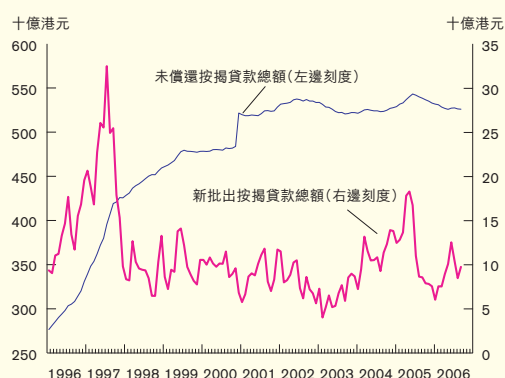
表 3.B
認可機構提供在香港使用的貸款

	按季變動(%)				佔總額(%)
	12/05	3/06	6/06	9/06	
在香港使用的貸款 ¹	2.0	-0.3	2.8	2.2	
其中：					
貿易融資	-3.8	-2.4	10.1	4.9	7.4
住宅按揭貸款 ²	-1.3	-1.1	-0.6	-0.5	27.3
製造業	6.4	-1.9	3.7	-4.4	5.0
運輸及運輸設備	2.2	-1.0	5.5	0.9	5.9
電力及氣體燃料	14.6	-10.4	14.9	-0.3	1.6
資訊科技	-5.5	4.7	-8.0	17.9	1.2
建造業、物業發展與投資	7.6	0.6	5.7	-0.7	21.9
批發及零售業	-1.2	0.9	1.9	1.4	4.8
與財務及金融有關公司 ³	1.0	3.6	-1.3	6.2	8.9
證券經紀	-36.6	5.3	-6.0	620.6	2.2
信用卡透支	15.4	-10.6	2.4	2.5	2.7

註：1. 包括貿易融資。
2. 包括「居者有其屋計劃」、「私人機構參建屋計劃」及「租者置其屋計劃」單位的貸款。
3. 包括對投資公司、保險公司、期貨經紀及財務公司的貸款。

資料來源：金管局。

圖 3.23
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

在本地經濟持續增長，企業盈利及住戶收入均得到支持的情況下，特定分類貸款及逾期與經重組貸款佔貸款總額的比例維持於低水平。截至2006年9月的6個月內，資產質素保持穩定，其中特定分類貸款由1.32%稍降至1.19%，逾期及經重組貸款比率則維持在0.92%（圖3.22）。

由於經濟狀況穩健，本地貸款自2006年第2季起開始上升，但升幅只屬溫和。各經濟行業的貸款需求增長情況不一（表3.B）。由於物業市場氣氛疲弱，物業有關貸款在第3季普遍回落。建造業及物業發展與投資的貸款微跌0.7%。雖然新造按揭貸款在近幾個月保持穩定，但現有按揭貸款還款額超過上述貸款額，故未償還住宅按揭貸款持續下降（圖3.23）。整體而言，物業有關貸款佔本地貸款總額的比例由6月份報告的51%降至9月份的49%左右。

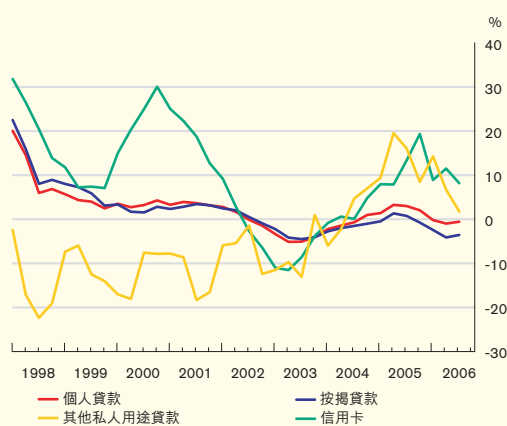
其他環節方面，只有電力及氣體與製造業貸款錄得跌幅。隨着股市交投增加，尤其新股上市方面，證券經紀貸款在各行業中錄得最大季度增長，其次是資訊科技、金融有關公司、貿易融資、信用卡透支，以及運輸與運輸設備行業。

個人貸款

在9月份，個人貸款佔在香港使用貸款的37.6%，較6月份報告的39.1%為低。³⁷按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部分為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。截至9月底，在個人貸款中有78.4%用作購買住宅物業。

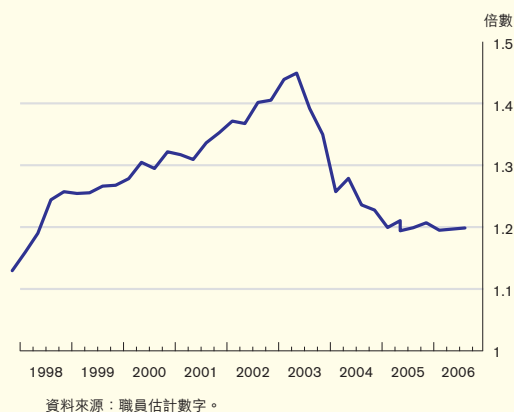
³⁷ 個人貸款 (loans to households) 亦可譯作「住戶」貸款。個人貸款有別於提供予政府部門、公司、機構及其他作商業用途的貸款。在此報告內，個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款（包括按揭及信用卡貸款等），但不包括撥作商業用途的貸款。

圖 3.24
認可機構提供的個人貸款按年增長



在2006年第2季，住宅按揭貸款持續下跌，信用卡貸款則繼在第1季減少後恢復增長。由於住宅按揭貸款跌幅超過信用卡貸款及其他私人用途貸款的增幅，個人貸款繼在2006年3月按年下跌0.1%後，在9月進一步按年下跌0.4% (圖3.24)。信用卡貸款及其他私人用途貸款所佔比例由2006年3月的20.5%上升至9月的21.6%，顯示銀行可能透過擴展無抵押個人信貸業務以尋求盈利機會，但這類業務的信貸風險普遍高於按揭貸款。³⁸

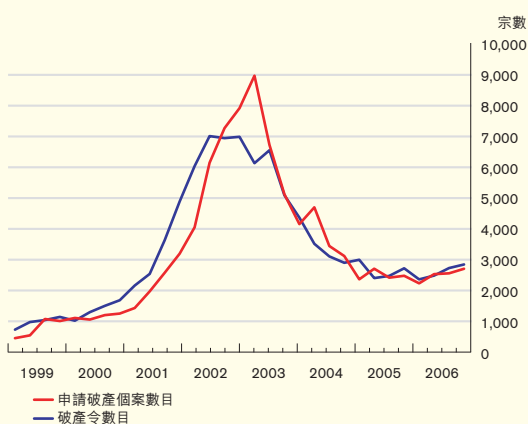
圖 3.25
房屋資產槓桿比率



自2006年第1季以來，影響銀行個人貸款資產質素的各種因素發展不一。近年物業價格回升，使個人資產對比負債的狀況改善，因而令銀行按揭貸款組合質素普遍提高。在2003年至2005年期間，房屋資產槓桿比率，即房屋存量市值相對其資產淨值(房屋存量市值減去未償還的銀行按揭貸款)的比率顯著下降，並在2006年首9個月內保持穩定(圖3.25)。

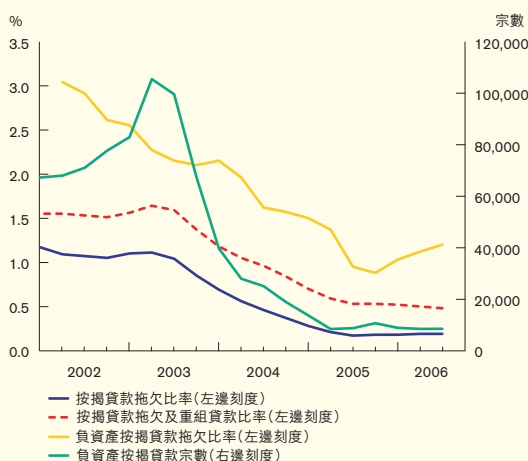
³⁸ 若有關貸款定價正確，則不應構成問題。

圖 3.26
破產宗數



資料來源：破產管理署。

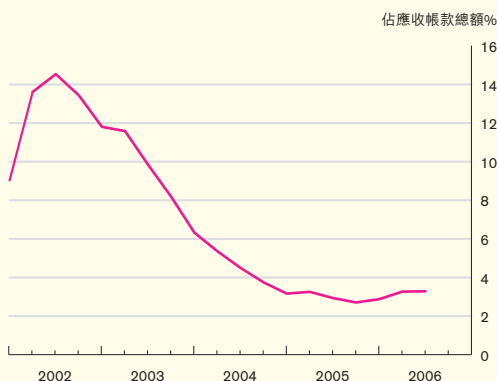
圖 3.27
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率



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。

圖 3.28
受訪認可機構信用卡應收帳款的撇帳比率



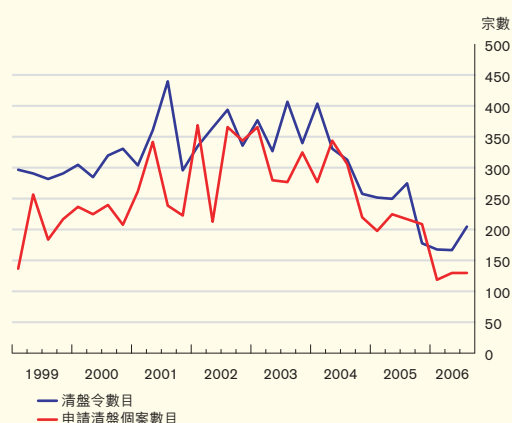
註：以年率計數字
資料來源：金管局。

儘管勞動市場狀況自6月份報告以來持續改善，但住戶收入並未顯著改善。失業率由截至2006年4月止3個月的5.1%，進一步下跌至截至2006年10月止3個月的4.5%，每名工人名義工資在2006年第2季按年上升2.2%。然而，每名工人以實質購買力計的實質工資在2006年第1季下跌0.3%後，在2006年第2季只微升0.1%。在2006年3月至6月期間，每月家庭收入中位數亦稍跌1.2%。破產令及破產申請宗數分別由2006年第1季的2,525項及2,479宗，上升至2006年第3季的2,699項及2,838宗(圖3.26)。

在上述情況及物業市場呆滯的形勢下，負資產住宅按揭貸款及信用卡貸款質素呈現一些輕微下降的跡象。負資產住宅按揭貸款的拖欠3個月以上還款比率由2006年第1季的1.04%微升至2006年第3季的1.21%，這類貸款個案的數字則由9,193宗降至8,813宗(圖3.27)。以年率計信用卡應收帳款撇帳比率由2006年3月的2.89%升至2006年9月的3.30%(圖3.28)。³⁹然而，自2006年第1季以來，銀行整體按揭貸款質素大致維持穩定。於2006年9月，整體按揭貸款拖欠比率維持於0.20%的低水平，只較3月底的0.19%微升；經重組貸款比率則由3月的0.34%降至9月的0.29%(圖3.27)。

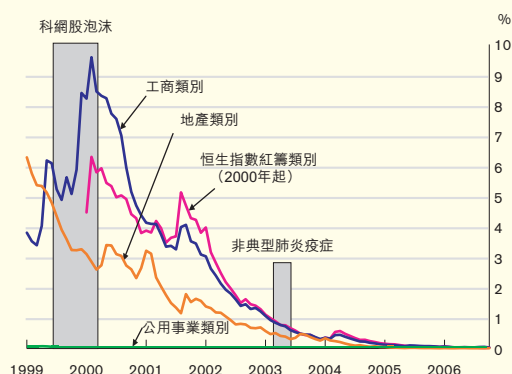
³⁹ 這與銀行為尋求較高回報而着意承受較大風險的趨勢相符。若銀行有妥善的風險管理，並正確定價，則不應構成問題。

圖 3.29
清盤令及申請清盤個案宗數



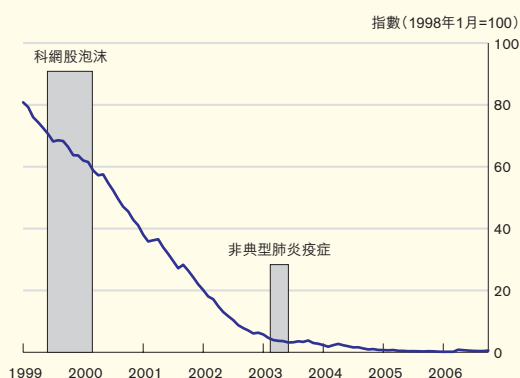
資料來源：破產管理署。

圖 3.30
恒生指數成分類別公司
整體拖欠債務概率



資料來源：職員估計數字。

圖 3.31
香港銀行體系的複合拖欠債務風險指數



資料來源：職員估計數字。

公司貸款

在9月，公司貸款佔在香港使用貸款的61.9%。⁴⁰ 相比2005年9月，該類貸款增長11.5%。一般來說，與按揭貸款（為個人貸款主要類別）相比，公司貸款面對的虧損會較不穩定，其中一個原因是大多數公司貸款並無抵押，而且即使有抵押，有關的抵押品一般不如住宅物業般穩健及容易管理。

隨着經濟繼續增長，私營企業的信貸風險下降。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。在2006年上半年，有關數字分別為249項及335宗。（圖3.29）。

以過往標準計，從一項結構模型估計得出的私營企業拖欠債務概率仍處於低水平。⁴¹ 在2006年9月，恒生指數非金融類成分公司的整體估計拖欠債務概率由2006年3月的0.03%稍升至0.04%。與6月份報告的水平相比，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亦維持於低水平（圖3.30）。

此外，反映香港經濟復甦及銀行體系進行整固，自1999年以來，作為香港銀行體系系統性風險預警指標的複合拖欠風險指數（1998年1月=100）穩步下降。於2006年9月，該指數為0.4，顯示銀行體系現時的系統性風險較低（圖3.31）。

3.9 外匯持倉

所有認可機構合計的外匯持倉量（包括即期及遠期）由6月份報告的水平進一步降至2006年9月底的73億港元，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。

⁴⁰ 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。

⁴¹ 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>。該研究所用方法可被視作時間點評估。

表 3.C
銀行體系的主要表現指標¹(%)

	9/05	6/06	9/06
利率²			
1 個月香港銀行同業拆息 ³	3.53	4.40	4.05
3 個月香港銀行同業拆息 ³	3.68	4.59	4.29
最優惠利率與 1 個月香港銀行同業拆息的差距	3.05	3.60	3.95
最優惠利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距	2.90	3.41	3.71
綜合利率	2.33	3.16	3.06
零售銀行			
資產負債表狀況⁴			
存款總額	1.9	2.2	4.9
港元	2.2	1.0	7.3
外幣	1.5	4.0	1.5
貸款總額	0.2	3.0	3.2
在香港使用的客戶貸款 ⁵	-0.5	2.4 ^r	3.2
在香港境外使用的客戶貸款 ⁶	19.1	13.0 ^r	3.8
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	0.4	-3.2	-2.4
持有的可轉讓債務工具	0.6	2.6	3.0
資產質素⁷			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	95.26	96.15 ^r	96.44
需要關注貸款	3.25	2.55 ^r	2.37
特定分類貸款(總額) ⁸	1.49	1.29 ^r	1.19
特定分類貸款(淨額) ⁹	1.06	0.94	0.88
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	1.00	0.96 ^r	0.92
盈利¹⁰			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率	-0.05	0.02	0.03
淨息差	1.66	1.74	1.79
成本與收入比率	41.1	41.5	41.9
流動資產比率¹¹	45.9	49.1	47.7
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.18	0.20	0.20
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.39	0.40	0.40
撤帳率 — 按季年率計(經調整)	2.95	3.28	3.30
— 本年度截至該日止以年率計	3.05	2.98	3.02
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率(綜合)	15.2 ^r	15.2	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

預期平穩增長及較低通脹將會是全球經濟在 2007 年的主調。在利好的外圍環境下，香港經濟增長會維持強勁，通脹也屬溫和。然而，全球經濟「軟着陸」仍要面對幾項重要的風險。美國住屋市場疲弱所持續的時間可能長過近期一些數據所顯示，由此對私人消費的影響也可能更大。主要經濟體系的基本通脹壓力持續，可能促使有關當局進一步收緊貨幣政策。金融市場價格可能並未充分反映這些風險，而一旦出現負面衝擊，市場波動可能較大。中期風險因素如對外貿易失衡嚴重等仍然持續。然而，香港金融體系對這些風險的脆弱性依然較低。

表 4.A
2005 至 07 年全球增長及通脹

按年 %	2005	2006 預測	2007 預測
國際貨幣基金組織			
全球增長 ¹	4.9 (4.8)	5.1 (4.9)	4.9 (4.7)
美國	3.2	3.4	2.9
歐元區	1.3	2.4	2.0
日本	2.6	2.7	2.1
新興亞洲	8.5	8.3	8.2
全球消費物價通脹	3.7	3.8	3.7
七大工業國	2.3	2.6	2.3
新興亞洲	3.4	3.6	3.5
共識預測²			
全球增長 ³	3.4	3.8	3.2
美國	3.2	3.3	2.5
歐元區	1.5	2.6	1.9
日本	2.7	2.7	2.0
東北亞	8.1	8.4	7.4
東南亞	5.3	5.5	5.2
全球通脹 ³	2.8	2.9	2.5
美國	3.4	3.4	2.3
歐元區	2.2	2.2	2.1
日本	-0.3	0.2	0.4
東北亞	2.0	1.7	2.2
東南亞	6.2	7.2	4.2

註： 1. 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，基金組織按購買力平價匯率以國內生產總值作加權計算。括號內為以往的預測數字。

2. 歐元區包括歐元區 12 國。東北亞包括中國內地、香港、南韓及台灣，東南亞包括東盟成員經濟體系。

3. 全球增長及通脹均按 2005 年平均匯率以 2005 年國內/本地生產總值作加權調整。

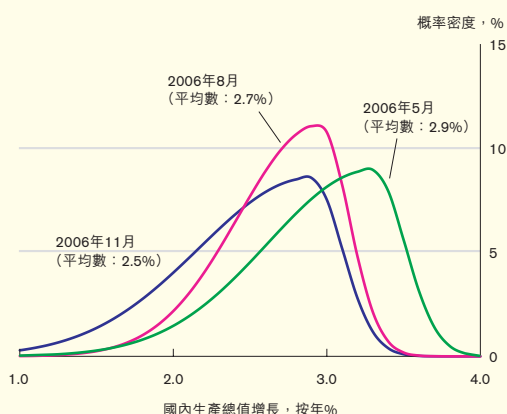
資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》(2006年9月)及《共識預測》(2006年11月)。

4.1 全球前景

全球經濟預期在 2006 年繼續增長。國際貨幣基金組織 (基金組織) 於 9 月份《世界經濟展望》將全球增長預測由原來的 4.9%，向上修訂至 5.1% (表 4.A)。這將會是 20 年來最大幅度的全球增長之一。此外，增長觸及層面也較平均，其中歐元區的增長與 2005 年相比的增幅會較美國的顯著，新興亞洲經濟體系增長則較溫和。然而，全球增長步伐預期會在 2007 年減慢，基金組織預計全年增長為 4.9%。《共識預測》也預計 2007 年實質全球生產總值的增長速度會稍遜於 2006 年。

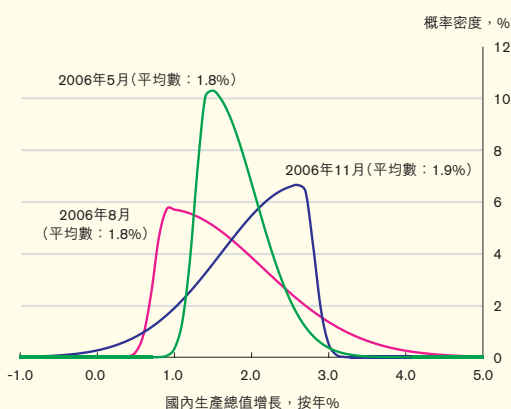
美國方面，第 1 季的增長特別強勁，到了第 2 及第 3 季則由於住屋市場降溫及燃料成本上升而減少。基於這個情況，基金組織預測今年美國實質國內生產總值增長在達到 3.4% 之後，到了 2007 年則減慢至 2.9%。自 5 月開始，《共識預測》對美國 2007 年增長預測的平均數字不斷下調至現時的 2.5%

圖 4.1
美國：2007年增長預測概率分布



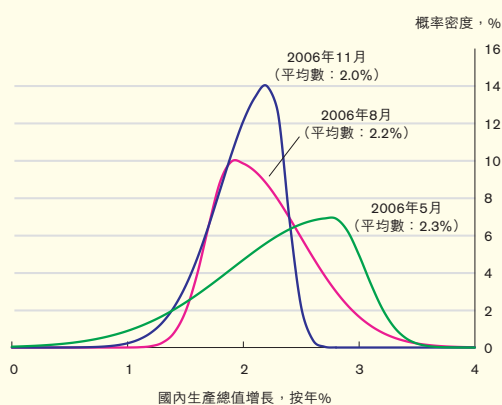
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

圖 4.2
歐元區：2007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：2007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4.1）。住屋市場降溫將會繼續遏抑私人消費及住宅投資，但企業投資應會受到設備使用率高企及盈利強勁支持。

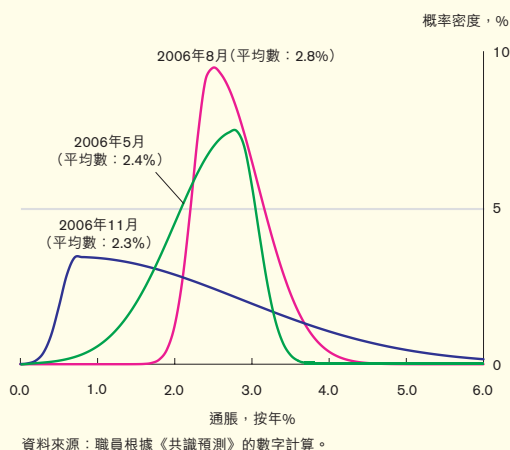
《共識預測》對歐元區在2007年增長預測的平均數字由今年8月的1.8%略為上調至1.9%（圖4.2）。歐元區今年的復甦動力預期可以維持，但在2007年的增長可能減慢，主要反映德國將會調高增值稅。今年第2季累積的存貨可能逐漸減少，而包括德國在內的一些國家正在收緊財政政策。

日本在2007年的增長預測平均數字由8月份的2.2%向下修訂至2.0%，增長分布較集中（圖4.3）。隨着經濟復甦周期逐漸成熟，日本經濟增長預期將會減慢，但亞洲其他地區預期的增長——尤其中國內地將繼續成為來年增長的主要動力——應可繼續支持對日本出口的需求。

在有利的經濟因素影響下，中國內地經濟前景繼續保持強勁。高企業盈利及銀行體系流動資金充裕，為加快投資增長提供有利的條件。此外，政府在瓶頸環節的基建投資繼續維持強勁。短期內經濟很可能受到投資增長強勁帶動。由於政府投資重點轉向醫療、教育及社會安全網，消費預期將會維持暢旺。然而，出口增長可能下降，反映外部需求預期放緩、人民幣持續升值，以及減少出口退稅及調高能源與資源密集出口的稅率。由於進口替代能力逐漸提升，進口增長應不會顯著加快。因此，淨出口對國內生產總值增長的貢獻可能維持強大。總的來說，內部需求對經濟增長的貢獻的上升步伐似乎會快過淨出口。整體上，短期經濟增長可能略低於現時的偏高水平。最新的共識預測顯示，2007年的經濟將會步向較可持續的發展，達到略高於9%的增長。

若將中國內地與其他新興亞洲經濟體系合計，基金組織預期增長會由2005年的8.5%高水平略為回落至2006年的8.3%。預期2007年的增長只會輕微降至8.2%，顯著低於預期發達國家將會錄得的跌幅。區內增長預期持續穩健，部分反映美國經濟可能「軟著陸」及中國內地持續增長強勁。隨着發達國家的進口需求預期減慢，新興工業化經濟體系的增長可能放

圖 4.4
美國：2007年通脹預測概率分布



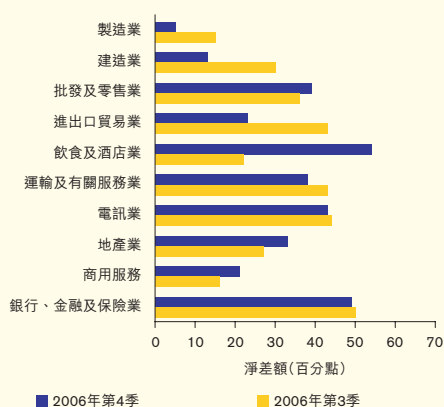
緩，但由於油價高企及以往收緊貨幣政策的影響逐漸減退，東盟經濟體系的經濟活動預期將會略為回升。

基金組織預測全球消費物價通脹會由2005年的3.7%稍升至2006年的3.8%，主要反映年內油價上升。美國方面，《共識預測》對2007年消費物價通脹預測的平均數字由原來的2.8%，向下修訂至2.3%，原因是近期油價下跌及增長放緩，但預測的分布明顯較前分散（圖4.4）。隨着油價上升的效應逐漸減退，預期全球通脹會保持溫和。基金組織預測全球消費物價通脹會在2007年稍降至3.7%，《共識預測》也預計通脹會較2006年的水平回落。

展望2007年全球金融市場，仍會受到主要國家之間息差收窄所主導。由於美國息率已到達「高原」水平，英國也可能很快便進入同一處境，普遍相信至少在明年初，貨幣政策的改變會集中在歐洲大陸及日本發生。歐洲央行迄今已合共調高政策利率125基點，並明言會繼續打擊通脹；日本銀行則仍未算進入收緊貨幣的周期。然而，鑑於全球通脹似乎受到控制，有關當局採取主要行動的機會並不大。另一方面，美國聯儲局或英倫銀行短期內似乎不會開始減息，而英美兩國經濟距增長放緩大於通脹重燃的階段似乎仍有一段距離。因此，在全球經濟未出現較明確的訊號前，主要貨幣的匯率可能只會在窄幅上落。

4.2 本地前景

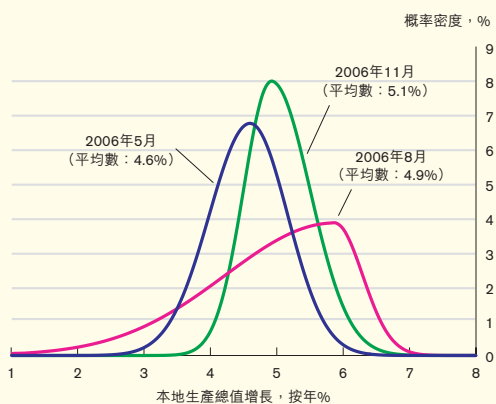
圖 4.5
業務展望統計調查結果：
2006年第3季及第4季的產出量變動預期



註：「淨差額」指預期「上升」的受訪者的百分比減去預期「下降」的受訪者的百分比。
資料來源：政府統計處。

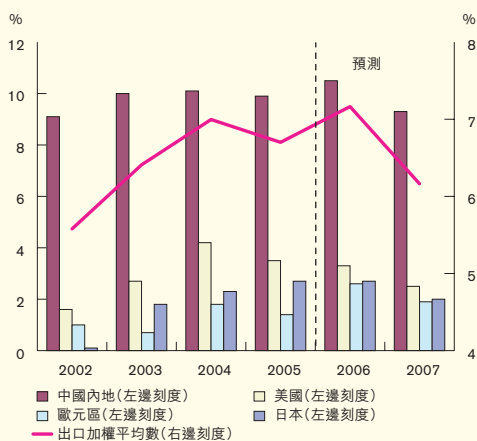
香港的短期經濟前景仍然良好。業務展望按季統計調查中所有涵蓋的行業均預期2006年第4季的業務及產出量上升（圖4.5）。以所有行業整體而言，預期經營狀況會改善的回應機構的比例跟預期經營狀況會惡化的機構的比例的差距，由第3季的32個百分點，稍降至第4季的27個百分點，反映香港公司對短期業務前景仍感樂觀（儘管較以往保守）。採購經理指數由第3季的平均52.4升至11月份的56.3，表示商業活動進一步增長。總括而言，上述指標顯示實質本地生產總值可望在第4季取得堅穩的增長。市場普遍意見預計按年計實質本地生產總值在第4季將可上升5.5%，而經政府修訂後的2006全年增長預測為6.5%，顯示政府預期第4季的按年實質增長幅度將會是5.7%。

圖 4.6
香港：2007年增長預測概率分布



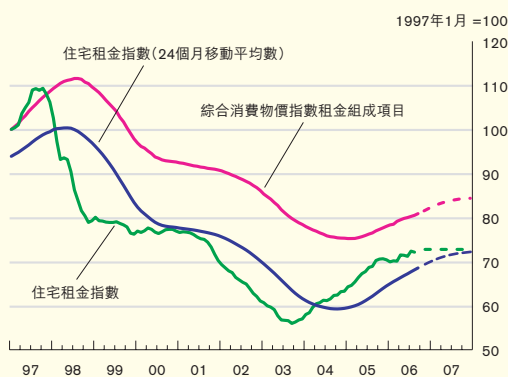
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

圖 4.7
香港主要貿易夥伴的經濟增長



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

圖 4.8
綜合消費物價指數租金組成項目及
市值租金



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

展望未來，2007 年應可維持增長動力，但增長步伐預期將會略為減慢。市場普遍意見是 2007 年實質本地生產總值增長會降至 5.1%（圖 4.6）。增長放緩預計會廣泛觸及不同開支環節。

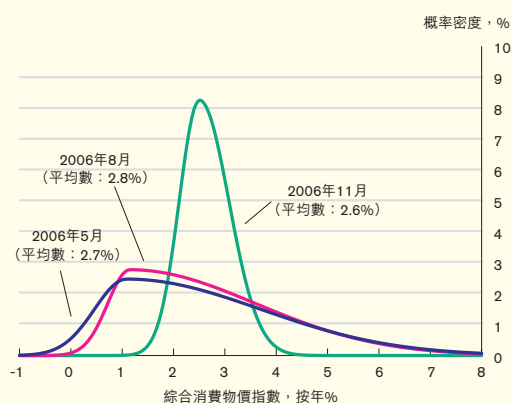
在全球經濟放緩的前景下，預期 2007 年的出口增長會減慢。香港主要貿易夥伴在 2007 年的貿易加權平均經濟增長預計會下降 1 個百分點（圖 4.7），部分反映全球收緊貨幣政策與油價高企的累計滯後效應，以及 2006 年的比較基數偏高。出口增長減慢的情況將會同時出現於各主要出口市場，其中美國市場前景較不明朗，原因是美國住屋市場突然調整令經濟「硬著陸」的風險仍然存在。

在港元與美元掛鈎的貨幣發行局制度下，香港的出口增長也將視乎美元前景而定。由於美國暫停加息及經濟放緩並不能抵銷美國龐大的經常帳赤字對美元所構成的下調壓力，中期而言美元兌主要貨幣將可能下跌。港元跟隨美元走弱，可有助抵銷主要出口市場經濟增長減慢所造成的負面影響。

預期本地需求在 2007 年會穩固增長。勞工市場狀況改善將繼續支持工資及收入增長來帶動私人消費，同時在低息環境及消費者信心樂觀的情況下，資產市場暢旺也可能會透過財富及資產負債表效應刺激私人消費。實質利率低企、資產市場暢旺及企業盈利增加，也會刺激固定資產投資。公共開支方面，公營部門消費在 2007 年可能略有增長，主要視乎薪酬水平調查結果而定（公務員薪俸報酬約佔公營部門消費支出八成）；公共投資在 2007 年則因缺乏大型公共基建及房屋項目而可能仍然較沉寂。

消費物價通脹經過近幾年穩步上升後，預期在 2007 年會略為上升。近期綜合消費物價指數上升，部分是由於私人住宅租金上調對該指數租金組成項目構成影響。由於租約期限固定，綜合消費物價指數租金組成項目（包括新訂及續期租約）的變動往往會落後於市值租金的變動。圖 4.8 顯示，租金組成項目與私人住宅租金指數（作為市值租金的指標）24 個月的移

圖 4.9
香港：2007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。

動平均數的變動密切相關。儘管市值租金升幅已略為減慢，但虛線顯示即使租金指數在現水平保持穩定，綜合消費物價指數租金組成項目將會繼續向上調整。為評估市值租金對整體通脹持續產生的影響，我們假設綜合消費物價指數其他組成項目將停留在2006年10月的水平，綜合消費物價指數租金組成項目預計在2007年會上升4.4%，而2006年的估計升幅則為5.1%。

然而，2007年整體通脹有可能會超越上述預測，原因是市值租金可能繼續稍升，其他貨品及服務價格預期也會隨着整體需求增長而向上。失業率持續回落可能對工資以至消費物價造成上調壓力。此外，人民幣升值及美元回落亦可能帶動進口價格上揚。然而，預計經濟增長減慢應有助遏抑通脹上升的步伐。最新的市場普遍意見預測2007年消費物價通脹平均為2.6%（圖4.9）。

4.3 不明朗因素及風險

基準預測估計2007年全球經濟將會繼續穩健增長，但這仍視乎多項重要風險而定。首先，美國住屋市場疲弱可能持續較近期指標所顯示更長的時間，以致對私人消費的影響可能更大。第二，主要經濟體系的基本通脹壓力持續，可能促使有關當局進一步收緊貨幣政策。第三，金融市場價格可能未能完全反映這些風險，因此一旦受到負面因素的衝擊，實際波動可能相當大。最後，對外貿易失衡等中期風險因素可能持續。另一方面，中國內地經濟過熱的風險似乎減少。美國民主黨控制國會可能重燃內地面對不利貿易措施的風險，但中美貿易磨擦升級成為全面貿易戰的可能性仍然很低。

美國住屋市場放緩對整體需求的影響，仍然是主要的風險因素。美國私人消費至今未受住屋市場轉弱影響，但住宅投資令第3季按年率計經濟增長減少超過1個百分點。新屋銷售量增加可能被視作住屋市場正在回穩的跡象，但要總結目前美國住屋市場已逐漸走出谷底，仍屬言之尚早，原因是與上世紀90年代初住屋市場的低沉時期相比，現時回落的幅度仍然頗小。

此外，油價回落有否促進需求及其具體程度仍未明朗。由於油價變動對美國實質可動用收入的影響頗大，油價回落可能減輕住屋市場帶動對私人消費下跌的影響。然而，油價仍可能波動，8月以來的跌勢可能只屬短暫，尤其在地緣政治風險持續較多的情況下，這可能性更高。

表 4.B
美國經濟放緩的影響
假設衝擊：美國個人消費增長在1年內下跌2個百分點

	中國內地	香港
國內生產總值 (按年 %)	-0.5	-0.9
消費 (按年 %)	-0.1	-0.8
投資 (按年 %)	-0.3	-0.8
出口 (按年 %)	-2.2	-1.3
進口 (按年 %)	-1.5	-1.2
通脹 (按年 %)	-0.1	-0.1
失業率 (佔勞動人口 %)	0.1	0.2

註：數字是以百分點計偏離基準的幅度。

資料來源：職員估計數字。

美國私人消費增長跌幅較預期大，將會減少來自世界各地進口貨品的增長，因而影響香港的轉口增長。我們利用「牛津經濟預測」模型及金管局的小型結構性模型來評估該等衝擊的影響幅度。假設美國個人消費增長減少兩個百分點，即等於過去10年私人消費增長率的兩個標準差，美國經濟增長便會較基準下跌1.2個百分點。因此，中國內地出口增長將會減少約2.2個百分點，經濟增長則減少約0.5個百分點。在此情況下，香港出口增長將會下跌1.2個百分點，經濟增長亦減少接近1個百分點(表4.B)。儘管跌幅頗大，其對香港貨幣及金融穩定的影響有限。

基準預測面對的第二個主要風險，是主要經濟體系的貨幣政策立場。油價回落令整體消費物價通脹下降，但扣除能源的通脹率未有顯著變動，反映經過一段較長的經濟穩定增長期後資源運用水平持續偏高。美國時薪及單位勞工成本迅速上升，可能顯示工資壓力的風險增加，但要判別這只屬短暫或正逐漸形成一項趨勢，仍言之過早。此外，現時仍未能確定持續提高生產力會在多少程度上有助紓緩對物價的潛在壓力。因此，美國聯儲局仍有需要審慎平衡在未來一段時間增長與通脹的相對風險，同時不能排除再次收緊貨幣政策的可能性。

基準預測的第三項主要風險，是如果宏觀經濟出現不利的發展，市場波動會突然增加。金融市場現時預期美國聯邦基金利率在2006年底前會維持不變，並已在定價中反映稍後可能調低政策利率。債券收益率及股價變動，反映市場對「軟着陸」的信心逐漸增加，股市及債市波動接近歷來最低水平。

企業信用息差及新興市場國債息差亦維持偏低。若市場情緒樂觀但無相應的宏觀經濟發展配合，市場價格可能出現頗大調整，部分公司也可能受到流動資金需求衝擊。

儘管主要市場波動可能導致資金流出亞洲，但如本報告較早部分顯示，香港金融體系的穩健程度應足以承受短暫流動資金的衝擊。這份信心不但反映金融機構、工商界、住戶環節及特區政府資產負債表狀況穩健，也反映香港與中國內地聯繫較緊密使香港金融市場愈漸受到支持，可能有助紓緩全球流動資金一旦收緊帶來的負面影響。在這方面，可喜的是與內地有關的短期宏觀經濟風險已告減退，但仍有需要密切注視及防範內地與主要經濟體系貿易關係顯著惡化與全球貿易失衡帶來的風險。

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結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部分。

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、有限制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，足夠的美元資產被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)，便會把資產從支持組合轉移至外匯基金資產的投資組合，從而把支持比率調低至110%。相反，若支持比率降至低於105%(觸發下限)，便會把投資組合的資產注入支持組合，使比率回升至107.5%。這項措施一方面可以提高過剩資產的投資回報，另一方面又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，為其發行的銀行紙幣提供支持。

《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雙方之間貨物及服務貿易的關稅及非關稅壁壘來加強內地與香港的貿易及投資合作，並促進貿易及投資活動。

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。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等

範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，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。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本(如員工及租務支出)、信貸成本及對沖成本。

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。綜合帳目是以現金流編製，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。在香港，金管局就每美元兌7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兌換保證。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，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兌換保證範圍

由弱方及強方兌換保證匯率為上下限的美元兌港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

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。

貼現窗

在香港，這是指銀行以合資格證券作為抵押品訂立回購協議，向金管局借取隔夜港元資金的機制。

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。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

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。

貨幣狀況指數

這是反映一個經濟體系整體貨幣狀況的指數。貨幣狀況指數是實質利率與實質匯率指數的加權總和，而有關權數反映兩者對整體需求或通脹的相對影響。

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，有關調查有23間認可機構參與。

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。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

經營帳目

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

合格境內機構投資者

一個讓獲許可金融機構於海外市場投資的計劃。這是在一個經濟體系的資本帳戶尚未充分開放(例如中國內地)的情況下，允許某些特定的金融機構有限度地進入海外市場投資的過渡安排。

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。