

貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2007年6月

概論

香港經濟在過去6個月內繼續錄得低通脹增長，這是受惠於有利的外圍環境和本港穩健的貨幣體制，而後者更具有應付人民幣升值帶來挑戰的能力。在宏觀經濟普遍利好的環境下，風險調整盈利及靈活性指標均顯示銀行體系穩健。共識預測亦顯示，2007年底前香港主要貿易夥伴將會持續增長，但步伐將會略為減慢，同時通脹前景溫和。因此，香港貨幣及金融體系在可預見的未來應可保持穩定。

在2007年第1季，香港本地生產總值較去年同期增長5.6%。隨着勞動市場狀況持續改善，私人消費增長尤其明顯，股市回升亦增加個人財富。服務輸出亦對增長帶來重大貢獻。私人固定資本投資步伐相對2006年的最高水平減慢，但經濟增長遍及廣泛環節，並且分布平均。

失業率於4月份降至4.3%，是9年來最低水平，並接近我們估算的「自然失業率」。本報告內專題分析顯示，服務業繼續是帶動本港就業增長的主要行業，其中以進出口、地產與商業服務，以及金融保險業的貢獻最大。

通脹壓力上升。扣除2月份豁免公屋租金及4月份政府差餉寬免的一次過效應後，綜合消費物價指數在截至4月底3個月內以年率計平均上升2.5%。消費物價通脹上升的情況分布廣泛，這從住屋租金、服務支出及貨品價格同步上升可見。造成通脹壓力的基本因素包括單位勞工成本上升，以及名義有效匯率下跌令進口價格上調。

年初港元從較強水平移至略高於兌換範圍7.75至7.85的中間水平。人民幣的升值，首先兌港元達到「一算」，繼而升穿這個水平，對港元穩定毫無影響。如專題6所述，匯率在聯繫匯率制度所訂「目標範圍」內移動，反映兌換保證已取得市場人士十足公信力。

本報告第3章利用資產負債表數據及根據金融市場價格最新發展的指標來探討銀行體系的現況。在截至3月底的6個月內，零售銀行收入廣泛增長，盈利改善。淨利息收入增加，主要是整體計息資產增加所致。非利息收入增加，部分是由於買賣業務收入而大幅上升。銀行資本及流動資金維持充裕。流動性高助長價格競爭，按揭市場情況尤其明顯，從而使銀行增持債務工具及無抵押個人貸款上升。如12月份報告所指

出，銀行面對的主要風險仍然是銀行同業拆息可能上升；若銀行倚賴同業市場融資，並且所持資產的回報與調整步伐較慢的最優惠貸款利率掛鈎，其資金成本將會上升。

用作衡量住屋環節債務負擔的新指標，亦載於第3章。雖然數據並不完整，但分析表明銀行個人貸款業務涉及的風險似乎有限。近期新造按揭還債負擔及債務槓桿等指標均下降。與過往水平相比，現時情況並不令人感到憂慮。過去一年半信用卡應收帳款撇帳率微升，但與以往標準相比仍屬低水平。

私營機構貸款佔本港使用貸款總額接近三分之二。這些貸款的信貸風險較12月份報告時進一步改善。股價資料及一項利用多個金融比率編製而成的新指標顯示，銀行工商貸款涉及的信貸風險受到控制。從一個新編製的宏觀壓力測試結果來看，銀行即使面對相對嚴重的宏觀經濟衝擊時，仍會繼續錄得盈利。

第4章分析年底前宏觀經濟的前景，並評估涉及的主要風險。香港前景很大程度上取決於外圍環境，尤其主要貿易夥伴的增長情況，而且基於與美元實施聯繫匯率制度，因此亦受美國聯邦儲備局的貨幣政策影響。根據這些變數的中間預測（以共識預測表示），香港的本地生產總值增長預期會在5%至6%之間，潛在通脹保持在2%至3%範圍內。

經濟前景的主要風險是美國經濟放緩程度較預期大及金融市場與資金流向波動重現，包括中國內地股市可能較大的調整。金管局的宏觀計量模型顯示，貿易夥伴增長減少將會導致香港增長按略大於一比一的幅度下跌。假設銀行體系不會受到嚴重影響，香港經濟產值因資產價格下降而受到的量化衝擊，可能相比全球經濟放緩所造成的小。整體而言，即使香港經濟及其金融市場面對的下跌風險成真，貨幣及金融穩定仍不會受到威脅。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局經濟研究部職員撰寫。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2007年6月

目錄

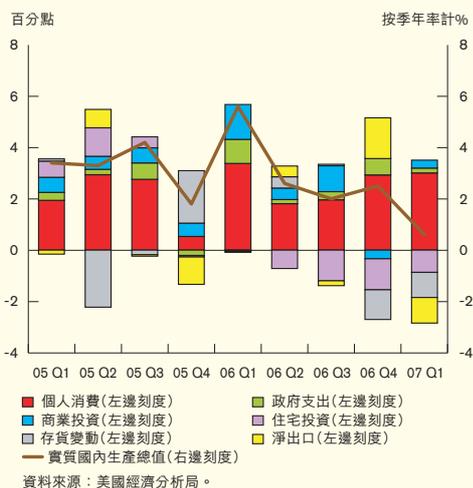
1. 全球及區內環境	5
外圍環境	5
1.1 美國	5
1.2 歐元區及英國	7
1.3 日本	12
1.4 亞洲區內其他經濟體系（不包括中國內地）	13
中國內地	15
1.5 產出及通脹	15
1.6 貨幣及金融狀況	17
1.7 政策回應	20
貨幣及金融狀況	25
1.8 利率	25
1.9 匯率	26
1.10 股票市場	26
2. 本港經濟	27
需求	27
2.1 整體需求	27
2.2 內部需求	27
2.3 對外貿易	29
產出及供應	30
2.4 產出	30
2.5 勞工及生產力	30
物價及工資	37
2.6 勞工成本	37
2.7 商品及進口價格	38
2.8 消費物價	38
資產市場	43
2.9 股票市場	43
2.10 物業市場	44
公共財政	46
2.11 公共財政	46
3. 貨幣及金融環節	50
匯率、利率及貨幣發展	50
3.1 匯率及利率	50
3.2 貨幣基礎及支持比率	55
3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況	55
3.4 資金流向	56
銀行業的表現	59
3.5 盈利及資本額	59
3.6 流動資金及資金來源	64
3.7 利率風險	65
3.8 信貸風險	67
3.9 外匯持倉	74
4. 前景、風險及不明朗因素	76
4.1 全球前景	76
4.2 本地前景	79
4.3 不明朗因素及風險	81
專題 1 亞洲是否具備條件擺脫與美國經濟相連關係？	9
專題 2 兩年來人民幣兌美元匯率的發展	22
專題 3 香港就業人數增長的來源	33
專題 4 香港的留用進口有多少是來自中國內地？	40
專題 5 2007 至 08 年度財政預算案對宏觀經濟的影響	48
專題 6 港元匯率是否被「限制」在兌換範圍內？	52
專題 7 人民幣升值對港元需求的影響	57
專題 8 香港銀行的市場風險	61
專題 9 評估金管局小型預測模型的預測誤差	83
詞彙	

1. 全球及區內環境

外圍環境

儘管美國經濟放緩，全球經濟進入2007年後仍維持強勁的增長步伐。歐元區持續帶來驚喜，日本經濟亦進一步增長。受惠於仍然樂觀的全球經濟形勢，東亞地區的增長維持穩健，步伐則略為減慢。

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

美國經濟在第1季錄得4年來最低的增長。實質國內生產總值增幅由上一季的2.5%降至0.6%，原因是住宅投資疲弱、存貨量持續調整及貿易赤字擴大抵銷消費支出的強勁增長。建屋量連續第4季錄得雙位數字跌幅，令經濟增長減少0.9個百分點。由於出口增長趨勢逆轉，進口則部分受到石油漲價影響而上升，淨出口令整體增長再減少1個百分點（圖1.1）。¹按12個月滾動方式計，中國內地及香港在商品進口總額中所佔比重由上一份報告的15.3%增加至16.4%。至目前為止，住屋市場疲弱似乎未有對其他經濟環節造成明顯影響。第1季消費支出增加4.4%，對整體增長的貢獻為3.0個百分點，而商業投資亦略為回升。

表 1.A
美國：經濟活動月度指標

	1月	2月	3月	4月	5月
製造業採購經理指數	49.3	52.3	50.9	54.7	55.0
非製造業採購經理指數	59.0	54.3	52.4	56.0	59.7
工業生產(按3個月%)	-0.4	0.2	0.2	0.7	不適用
耐用用品訂單(按3個月%)	-1.9	-3.9	-2.5	0.4	不適用
核心資本貨品訂單 ¹ (按3個月%)	-3.1	-4.9	-4.3	-1.5	不適用
零售貨值(按3個月%)	0.9	1.5	1.5	1.5	不適用
實質個人消費開支(按3個月%)	1.2	1.2	1.1	0.9	不適用
實質除稅後收入(按3個月%)	1.4	1.2	1.2	0.8	不適用
非農業職位就業人數變動 (以千計)	162	90	175	80	157
失業率(%)	4.6	4.5	4.4	4.5	4.5
消費者信心指數					
會議局	110.2	111.2	108.2	106.3	108.0
就業前景 ²	9.9	9.9	11.4	8.7	9.1
密歇根州大學	96.9	91.3	88.4	87.1	88.3

註 1：不包括飛機的非國防資本貨品訂單。

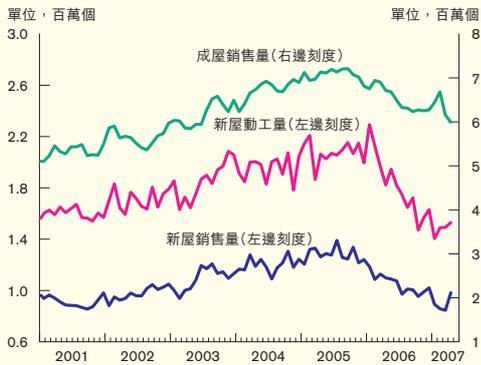
2：預期有大量職位空缺的指數減去預期職位難求的指數。

資料來源：彭博。

月度數據自第2季初似有好轉的跡象（表1.A）。受到汽油漲價、房屋價格下跌及次級按揭貸款問題的憂慮影響，消費者信心指數在4月份降至多個月來的最低水平，其後於5月錄得超過預期的增幅。儘管零售貨值在4月份出乎意料地回落，但按3個月計仍錄得增長。工業生產亦上升，ISM製造業和非製造業採購經理指數在5月都有進一步的改善。自3月份以來，作為日後企業投資指標的非國防資本貨品訂單（不包括飛機）亦已減慢收縮步伐。整體而言，美國經濟應能以溫和和步伐繼續增長，同時消費支出亦可能受到收入增長強勁、創造就業穩健及長期利率低企支持。

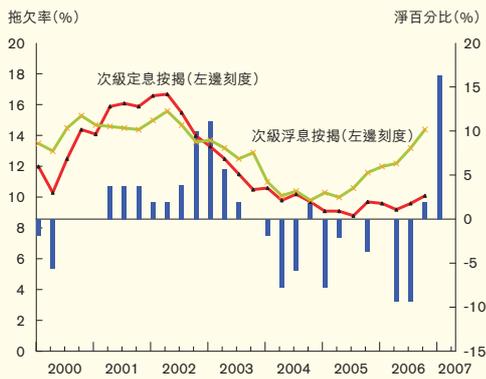
¹ 除另有說明外，美國、歐元區、日本及不計日本在內的亞洲區（不包括中國內地）的按季實質國內（區內）生產總值變動百分比都是經季節因素調整以年率計數字。

圖 1.2
美國：住屋市場活動指數



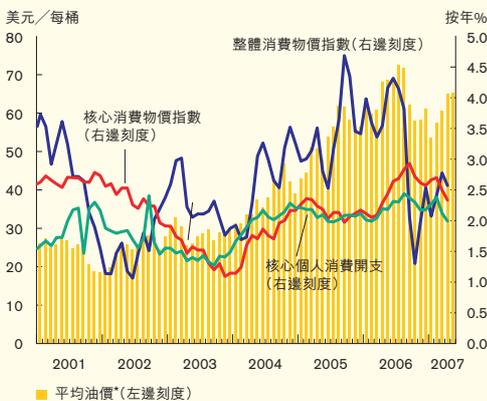
資料來源：美國商務部與美國住屋及城市發展部。

圖 1.3
美國：次級按揭貸款拖欠率及收緊貸款準則



資料來源：全國按揭銀行組織拖欠調查及聯邦儲備局高層貸款人員意見調查。

圖 1.4
美國：整體及核心通脹率¹



1. 不包括食品及能源。
* 西德州原油、布蘭特原油及杜拜原油的簡單平均價。

資料來源：美國勞工部及彭博。

儘管如此，近期指標顯示住屋市場疲弱可能持續，住宅投資在未來一段時間亦可能繼續拖慢增長(圖1.2)。4月份成屋銷售量進一步下跌，達到4年來最低水平。雖然新屋銷售量在4月份強勁回升，新屋動工量與2006年月度平均數字相比仍下跌16%，建築施工許可數目跌幅亦較預期大。此外，次級按揭貸款問題令有關住屋市場調整幅度及持續時間的分析變得複雜。

受到連番加息、住屋價格升勢放緩及放寬貸款準則等一連串問題影響，次級按揭貸款市場自2005年中以來開始惡化。在2006年第4季，次級按揭貸款(尤其浮息類)拖欠率急升，次級浮息按揭貸款的取消贖權率亦較2005年中上升接近一倍(圖1.3)。儘管拖欠及取消贖權率預期會進一步上升，但至今其對整體住屋市場及廣泛經濟的影響似乎仍屬有限。聯儲局主席伯南克表示：「鑑於基本因素應可支持住屋需求，我們相信次級按揭貸款問題對整體住屋市場的影響有限，我們並不預期次級按揭貸款會對其他經濟環節或金融體系會造成重大的連鎖影響」。²然而，情況轉壞的風險有所增加。若美國經濟顯著放緩，亞洲經濟體系將受到不利影響。專題1分析亞洲經濟增長擺脫美國影響的可能性。

自上一份報告以來，核心通脹維持於稍高水平，因此通脹風險依然存在。但最新數據顯示，按年計核心消費物價指數及核心個人消費開支通脹率分別由3月份的2.5%及2.1%進一步微降至2.3%及2.0%(圖1.4)，反映近期通脹壓力可能稍作紓緩。然而，由於月度數據或會受短期因素影響，未可作準，勞工市場依然緊絀及資源利用率仍處於高水平，將繼續對通脹構成上升壓力。部分反映能源及食品價格的變化，整體消費物價指數通脹率於3月份上升至2.8%，並於4月份降至2.6%。

² 2007年5月17日出席芝加哥聯邦儲備銀行研討會的演詞「次級按揭市場」。

圖 1.5
歐元區：各組成部分佔區內生產總值增長的貢獻

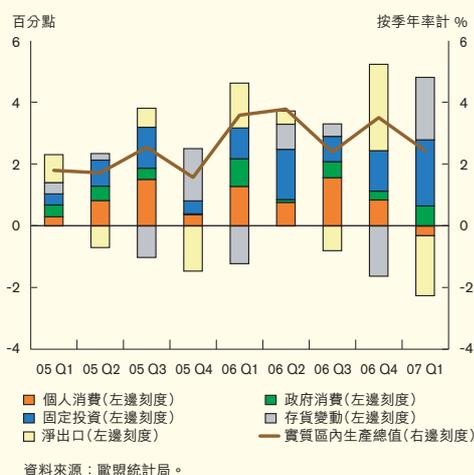


表 1.B
歐元區：經濟活動調查指標

指數	2006年	1月	2月	3月	4月	5月
綜合採購經理指數	58.1	57.5	57.7	57.4	56.9	56.8
製造業採購經理指數	56.3	55.5	55.6	55.4	55.4	55.0
服務業採購經理指數	57.9	57.9	57.5	57.4	57.0	57.3
歐洲委員會調查						
經濟景氣	106.9	109.2	109.7	111.1	111.0	111.9
工業信心	2.3	5.0	5.0	6.0	7.0	6.0
訂單部分	0.0	6.0	7.0	8.0	9.0	8.0
消費者信心	-8.9	-7.0	-5.0	-4.0	-4.0	-1.0
ZEW經濟景氣	26.6	-1.8	6.8	5.1	10.7	22.3
德國IFO(營商環境)	105.5	107.9	107.0	107.7	108.6	108.6

資料來源：彭博及路透社。

圖 1.6
歐元區：經濟景氣指標及採購經理指數



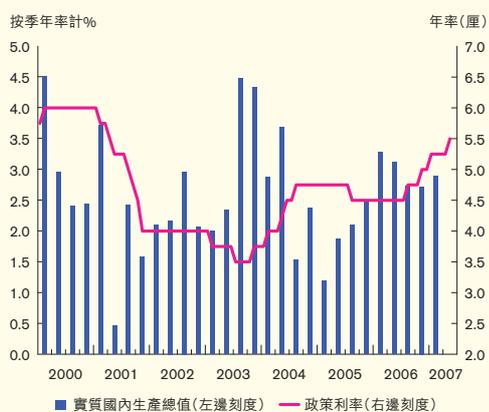
1.2 歐元區及英國

歐元區繼於2006年錄得6年來最快速的增長後，在2007年再展現令人意外的升勢。實質區內生產總值在第1季錄得2.4%的穩健增長，但較2006年第4季的3.5%低。商業投資強勁及大量存貨累積，有助抵銷淨出口的龐大負貢獻及私人消費減少的影响，成為帶動增長的主要原因(圖1.5)。德國經濟增長2.1%，法國及意大利增長分別達到2.0%及0.8%。

支持2006年強勁增長的利好基本因素依然存在。淨出口是帶動2006年第4季增長的火車頭，到了2007年第1季則以內部需求作為增長的主要動力。在息口環境維持寬鬆、企業盈利可觀及投資者信心穩健的形勢下，商業投資增幅急升至10.1%。由於德國於2007年1月調高增值稅帶來負面影響，私人消費下跌0.5%。然而，勞工市場迅速逆轉及消費者情緒改善，應有助支持未來一段時間的個人開支。

從調查指標持續高企可見，近期經濟前景應可維持樂觀(表1.B)。儘管利率上升、歐元轉強及美國經濟放緩，但商業投資增加有助刺激市場信心，因此歐洲委員會經濟景氣指數較上一份報告時進一步上升，並在5月份維持於接近6年來的新高水平(圖1.6)。德國商業信心亦維持於歷來第二高水平。自上一份報告以來，歐元區製造業及服務業採購經理指數分別保持在55及57附近水平，顯示各行業維持穩健及均衡增長。

圖 1.7
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。

自2006年9月以來，整體消費物價調和指數通脹率一直低於歐洲中央銀行的2%目標上限。然而，由於設備使用率上升可能增加基本通脹壓力，經濟增長較預期快令人關注未來通脹會否上升。核心消費物價調和指數通脹率由上一份報告時約1.5%逐步上升至4月份的1.9%，歐元區失業率則由7.7%逐步降至7.1%的歷來最低水平。

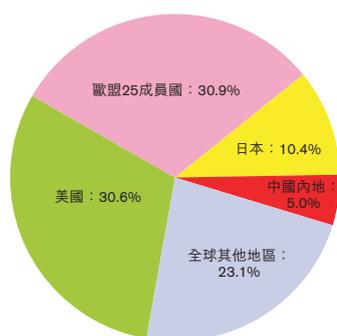
英國實質國內生產總值在第1季增長高於預期，達到2.9%，主要受到內部需求帶動。商業投資增長維持穩健，但增幅較上一季小，消費支出繼續受到房屋價格上升及住戶收入增長的強勁支持(圖1.7)。通脹風險與上一份報告時相比增加，整體消費物價指數通脹率在4月份連續第12個月超出英倫銀行所訂的2%目標水平。部分反映食品、非酒精類飲品及石油價格上升，消費物價指數通脹率在3月份超越3%，達到3.1%，促使英倫銀行行長有史以來第一次向財政大臣發出公開信予以解釋。通脹率隨後在4月份回落至2.8%。

專題 1

亞洲是否具備條件擺脫與美國經濟相連關係？

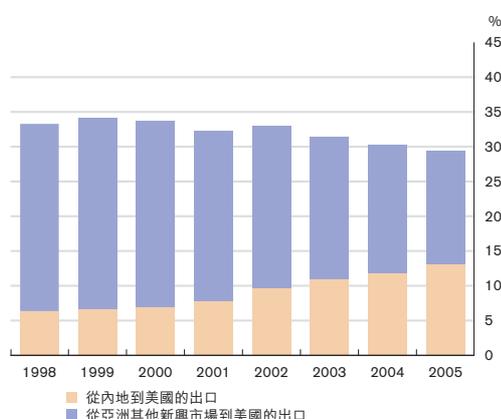
有人擔心東亞地區過於倚賴出口，令其經濟增長可能受到由美國住屋市場帶動的經濟急速放緩的影響。一些人認為東亞區有需要將增長模式由出口帶動轉化為內部需求帶動。然而，這個說法混淆了外貿對一個經濟體系周期走勢和對其長期增長潛力的影響。減低外部風險的適當方法，是開拓多元的出口市場及加強內部體制與政策以抵禦短暫衝擊，而不是降低對外開放程度或減少國內生產總值中的出口比重。³ 事實上，隨着東亞地區在1997至98年金融風暴後財政狀況的改善及金融體系穩健性的提高，其經濟基本因素已大幅改善。然而，東亞經濟體系若要擺脫在結構上與美國經濟的相連關係，便須符合三項條件。

圖 B1.1
內地佔全球需求的比重



資料來源：世界銀行、《2007年全球經濟展望》及CEIC。

圖 B1.2
美國佔亞洲新興市場整體出口的比重*



* 不包括區內出口。
資料來源：《貿易流向統計》及CEIC。

首先是要擁有足夠多元化的出口市場。事實上，有關擺脫與美國經濟相連關係的論據，主要着眼於中國內地作為亞洲的新需求重心。然而，內地的內部需求仍未達到足以帶動整體地區需求增長的強大規模。雖然以現時匯率水平計內地已是全球第四大經濟體系，但其佔2005年全球需求總量僅約5% (圖B1.1)。

由於亞洲經濟體系與內地之間的加工貿易逐漸增加，前者亦可能受到經內地輸往美國的出口減少的間接影響。目前內地輸往美國的貨品約佔其出口總值的26%。⁴ 事實上，在亞洲新興市場的整體出口中，內地輸往美國出口所佔的比重逐漸增加，亞洲其他新興市場出口美國所佔的比重則減少 (圖B1.2)。⁵ 因此，美國佔亞洲區整體出口的比重稍低於過去幾年，但仍然相當穩定，接近30%。換言之，美國減少對亞洲製造貨品的需求仍然會對區內造成顯著的影響。

³ He, Dong, Lillian Cheung and Jian Chang (2007), 「關於亞洲『過份倚賴出口』及『經濟與美國脫離』之說的是與非」(英文版本), 《金管局工作文件》, 03/2007。

⁴ 包括經香港進行的轉口貨值。

⁵ 根據亞洲整體出口(不包括區內之間的出口)計算。

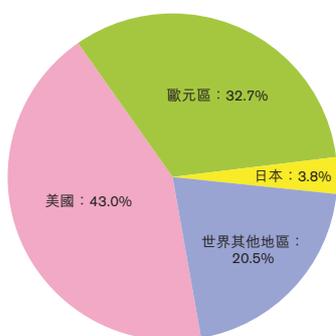
表 B1.A
承受美國直接及間接的貿易影響*

	直接影響		間接影響		總計	
	2005	2001	2005	2001	2005	2001
日本	2.3	3.0	1.5	1.6	3.8	4.6
中國內地	2.1	2.0	1.5	1.9	3.6	3.9
4個新興工業化 經濟體系	1.4	2.0	1.5	1.5	2.9	3.5
東盟	1.6	2.0	1.3	1.7	3.0	3.7

* 因美國減少進口一成而令整體出口減少的百分比。

資料來源：《貿易流向統計》、CEIC及職員計算數字。

圖 B1.3
亞洲外來證券投資的國家／地區分布



資料來源：國際貨幣基金組織「證券投資聯合調查」資料庫及職員估計數字。

圖 B1.4
亞洲及全球股市指數



根據亞洲主要經濟體系所受直接及間接的貿易影響的簡單計算，鑑於內地生產商對塑造全球經濟供應一方舉足輕重，而美國消費者在需求方面亦同樣具主導地位(表B1.A)，亞洲經濟與美國經濟相脫離並不容易。過去幾年區內貿易發展蓬勃無疑減少亞洲經濟體系受對美貿易的直接影響，但間接影響依然很大。⁶ 我們的估計顯示，對於大部分亞洲經濟體系(不計中國內地)來說，美國減少進口帶來的間接影響可能會與直接影響相若。新興工業化經濟體系在2005年承受美國間接貿易的影響甚至較直接影響更大。

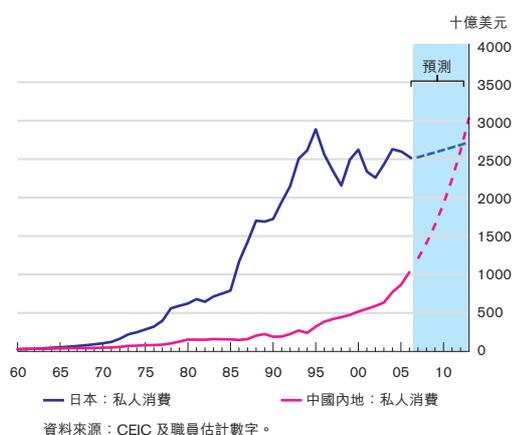
第二項條件是必須有政策自主權，即制訂獨立貨幣政策的能力。雖然亞洲不少經濟體系的貨幣匯率較以往具彈性，但其與美元的聯繫事實上仍非常緊密，令其貨幣政策立場以至經濟周期與美國亦密切相關。

此外，由於匯率彈性有限，而美國是主要的資金來源地，亞洲區制訂獨立貨幣政策的空間其實很有限(圖B1.3)。舉例來說，聯儲局放寬貨幣政策會對亞洲金融市場產生推動作用，令這些市場的貨幣及金融狀況轉趨寬鬆，因而對亞洲經濟體系在收緊貨幣政策方面造成制肘，尤其若他們關注貨幣升值會影響其出口競爭力，這種影響更明顯。這種對美國貨幣政策的依賴，會令亞洲與美國經濟周期高度相連的關係更牢固。

最後，東亞經濟體系的金融市場與美國的金融市場必須有相當程度的獨立性。由於新興亞洲市場與全球經貿及金融高度相連，區內股市亦與全球金融市場有強大的相連關係。隨着美國經濟放緩，區內股市前景可能受到影響。從圖B1.4可見全球股市指數相連關係很強，顯示有關的影響可能頗大。美國市場與歐洲市場的相連程度，甚至較與亞洲市場的大，可能反映在全球化趨勢下，金融市場受到共同衝擊因素(如2001年科網股泡沫爆破引發全球各地市場大幅度調整)影響。基於對沖基金等機構採取的投資策略，全球金融市場的聯繫亦較以往更為緊密。

⁶ 間接的貿易影響指美國減少進口令輸往其他國家的出口減少，因而令亞洲整體出口下降。本專題假設美國進口減少一成會令其貿易夥伴的出口相應減少，而這亦會令有關國家對來自其他國家的進口需求相應下降。

圖 B1.5
內地私人消費可達日本水平



內地有可能成為未來的增長動力

在全球化趨勢下，美國經濟顯著放緩似乎無可避免會影響幾乎所有經濟體系，但長遠而言東亞地區有潛力擺脫與美國的相連關係。日本的經驗顯示，透過作為區內的需求重心及主要資金來源地，內地日後可以成為帶動亞洲增長的火車頭。對於區內其他經濟體系來說，隨着內部需求迅速增加，逐漸崛起的內地將可成為一股強大的需求動力(圖B1.5)。此外，由於內地逐漸成為海外投資的重要來源地，其貨幣政策對區內貨幣及金融狀況構成的影響預期會愈來愈大。這種影響會否令亞洲經濟周期更趨穩定，則要視乎中國人民銀行能否成功推行有效的貨幣政策。

圖 1.8
日本：各組成部分對國內生產總值增長的貢獻

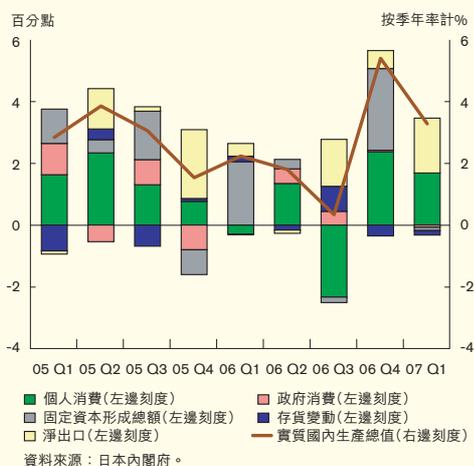


圖 1.9
日本：就業人數、勞工收入及家庭支出

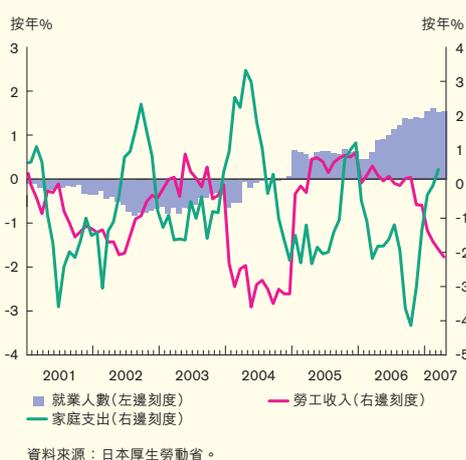
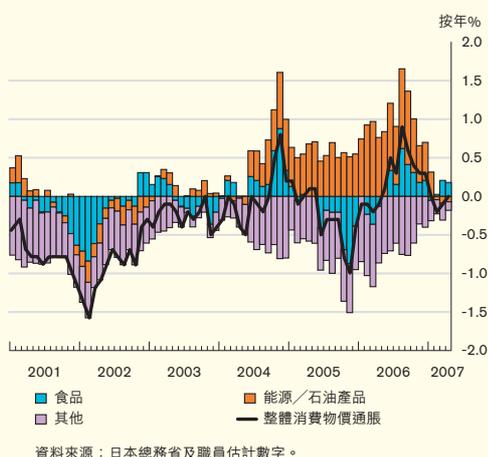


圖 1.10
日本：各組成項目對消費物價通脹的貢獻



1.3 日本

日本實質國內生產總值增長在第 1 季增長穩健，達到 3.3%，與上一季特別強勁的增幅 5.4% 相比略遜色（圖 1.8）。2006 年第 4 季表現強勁，令全年增長率由 2005 年的 1.9% 上升至 2006 年的 2.2%。儘管 3 月份增長步伐略為減慢，內部需求於第 1 季整體仍維持強勁。私人消費在對上兩季分別上升 4.3% 及 3.1%，是帶動經濟增長的主要動力。零售業表現令人鼓舞，經過連續 3 季下跌後，在第 1 季錄得 1.9% 升幅。消費繼續受到勞工市場情況改善支持。儘管人工資增長仍然受制，但 4 月份失業率降至 3.8%，是 9 年來最低水平（圖 1.9）。

第 1 季製造業表現轉弱，部分反映存貨調整，以及從上一季大幅增長的情況緩和。按季計工業生產在第 1 季下跌 1.2%。最新日本央行季度「短觀」調查顯示，3 月份製造商信心輕微下跌，但由於外部及內部需求堅穩的情況仍可維持，大企業預期下個財政年度投資計劃的增長會相對較大。

第 1 季出口增長對比上一季轉強，主要受到海外需求強勁及貿易加權日圓匯率下跌支持。商品出口在第 1 季按季上升 2.9%，承接上一季的 2.6% 升幅。對美國的出口受到其經濟放緩影響，而對歐元區及亞洲（尤其中國內地）的出口則增長穩健。

通脹自年初以來徘徊於 0% 附近水平。整體消費物價指數通脹在 4 月份按年計為 0%，相比對上兩個月的負增長。核心消費物價通脹率（扣除新鮮食品）為負 0.1%（圖 1.10）。通脹下跌主要是由於石油及其他商品價格下調。根據日本央行 4 月份的《近期經濟及金融發展》報告，消費物價指數「預期短期內處於 0% 附近水平，原油價格下調的影響則會持續」。然而，從較長遠的角度而言，由於資源使用率上升，物價「預計會繼續趨升」。

表 1.C
東亞：實質國內生產總值增長

按季年率計%	05Q4	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1
新興工業經濟體系：	7.6	4.5	1.8	6.4	4.3	4.3
韓國	6.9	4.0	3.2	5.0	3.8	3.6
新加坡	9.3	9.1	5.4	3.9	7.9	7.6
台灣 ¹	8.4	4.4	-1.3	9.1	4.3	4.8
東亞經濟體系：	6.3	3.6	4.9	7.1	6.3	4.2
印尼 ¹	7.8	1.2	5.1	9.6	8.8	0.7
馬來西亞 ¹	6.7	6.4	5.4	5.8	5.2	4.9
菲律賓	5.7	5.3	5.0	4.7	7.0	10.3
泰國	4.1	4.5	4.1	5.8	2.5	4.9
東亞：	6.9	4.0	3.5	6.8	5.4	4.3

註1：職員估計數字。

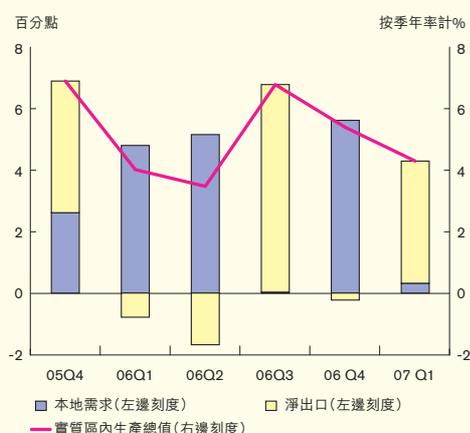
資料來源：CEIC 及職員估計數字。

圖 1.11
東亞：出口及美國、歐元區與日本採購經理指數



資料來源：CEIC、路透社、彭博及職員估計數字。

圖 1.12
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。

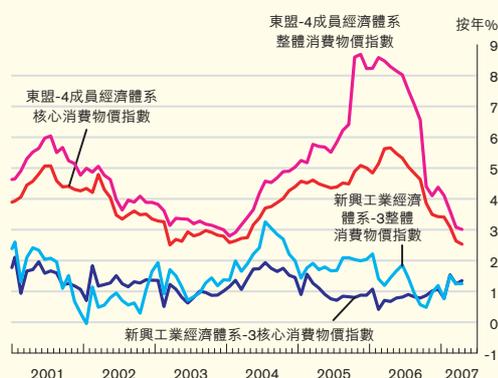
1.4 亞洲區其他經濟體系(不包括中國內地)

東亞其他地區在第 1 季繼續增長減慢，以平均計實質國內生產總值增長 4.3%，相比 2006 年第 4 季為 5.4% (表 1.C)。⁷ 區內個別經濟體系表現參差，其中韓國、新加坡及台灣的平均增長率為 4.3%，與上季增幅相若。至於其他東盟經濟體系，增幅則由同期的 6.3% 降至 4.2%。

第 1 季出口回升，並且是區內增長的主要動力 (圖 1.11)。迄今美國經濟放緩對此區出口表現的影響似乎有限，電子產品需求亦有回升的跡象。區內部分經濟體系在今年首 3 個月的工業生產減少，部分受到存貨量影響。然而，由於外部需求回升，生產回軟的情況可能在未來幾個月內逆轉。另一方面，內部需求繼上季大幅增長後已見放緩 (圖 1.12)。

⁷ 東亞區合計實質國內生產總值以 2006 年國內生產總值 (按購買力平價匯率計值) 進行加權調整。

圖 1.13
東亞：整體及核心消費
物價通脹



註1：簡單平均數。

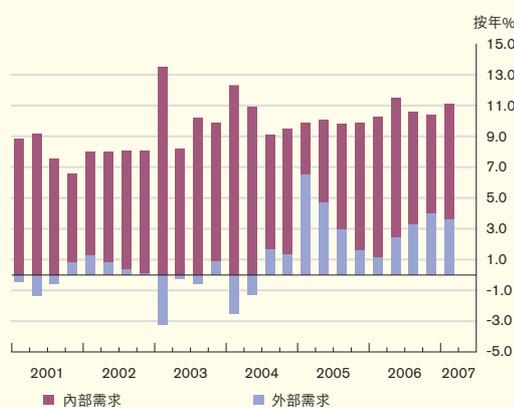
資料來源：CEIC及職員估計數字。

區內通脹仍然有限。韓國、新加坡及台灣整體消費物價指數通脹在4月份按年平均上升1.2%，相比1月份時為0.8%，但其他東盟經濟體系的通脹則由同期的4.1%降至平均的3.0%（圖1.13）。通脹下降在很大程度上是食品價格大幅跌價所致。隨着能源價格下調及貨幣轉強，相信通脹會繼續受到遏抑。

中國內地

在投資回升及貿易順差增加帶動下，內地經濟在2007年第1季加快增長。投資者的樂觀態度及流動資金充裕，助長股市蓬勃發展。當局已着手收緊貨幣政策，但在穩定惡化的外貿失衡與急升的資產價格方面仍面臨重大挑戰。

圖 1.14
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 1.15
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。

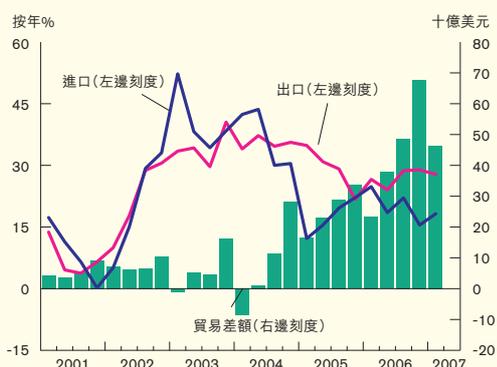
1.5 產出及通脹

產出增長

實質國內生產總值增長在2007年第1季按年上升至11.1%，較上一季高出0.7個百分點。經季節因素調整的按季增長亦由2006年第4季的2.2%上升至2007年第1季的3.6%。消費及投資帶動內部需求回升，似乎助長經濟再度加快增長，外部需求亦維持強勁(圖1.14)。

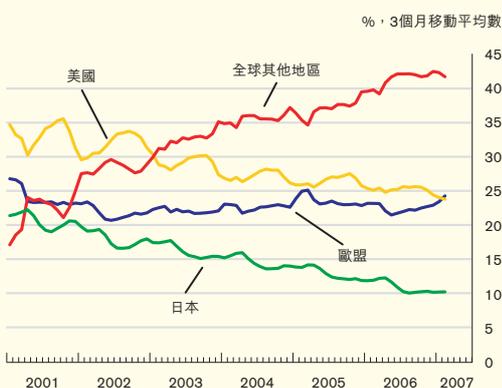
固定資產投資增長在第1季再度上升，按年升幅接近24%，比對上一季高出5.5個百分點(圖1.15)。寬鬆的貨幣狀況及企業盈利增長穩健，助長了投資支出回升。工業實現利潤在2006年第4季和2007年1月至2月按年分別增長34%及40%以上。受到工資及收入增長穩健支持，作為消費指標的零售貨值在2007年第1季按年上升14.9%，在4月份亦上升15.5%，相比2006年第3季及第4季的升幅分別為13.8%及14.3%(圖1.15)。

圖 1.16
中國內地：對外貿易



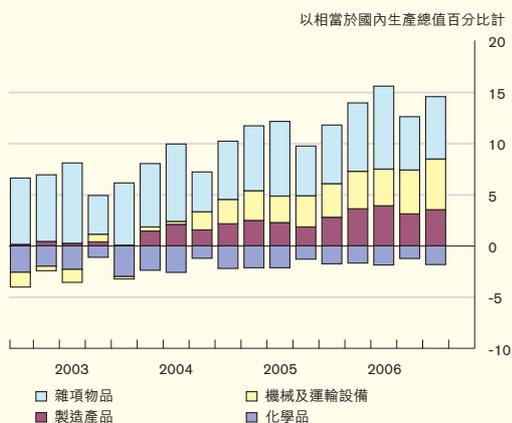
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.17
中國內地：出口市場的相對重要性



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.18
中國內地：製造業貿易差額



資料來源：CEIC及職員估計數字。

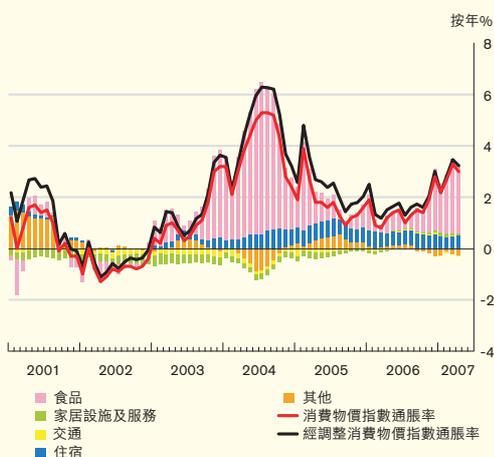
對外貿易

第1季出口按年增長穩健，達到27.8%，稍低於2006年第4季（圖1.16）。出口持續表現強勁，是外部需求穩健及提升貿易結構推動所致。2007年第1季按年計進口增長較2006年第4季上升超過2.5個百分點，至18.2%。按季計貿易順差持續急升，繼在2006年第4季錄得676億美元後，在2007年第1季再錄得464億美元。

主要出口市場的相對重要性逐漸改變（圖1.17）。對歐盟地區的出口比重仍相對穩定，對美國及日本的出口比重則顯著下降。美國一度是內地出口貨品最大市場，但於2007年初已被歐盟地區取代。日本市場比重由2001年的兩成顯著降至2007年第1季約一成。⁸ 然而，輸往其他市場出口的比重急增。貿易分布逐漸改變顯示內地正迅速開拓出口市場，因此與5年前相比，內地應更能承受美國及日本經濟放緩帶來的影響。此外，初步證據顯示內地出口正高速轉向較高增值的貨品類別，製成品與機器及運輸設備自2004年以來對貿易順差所作的貢獻逐漸增加（圖1.18）。

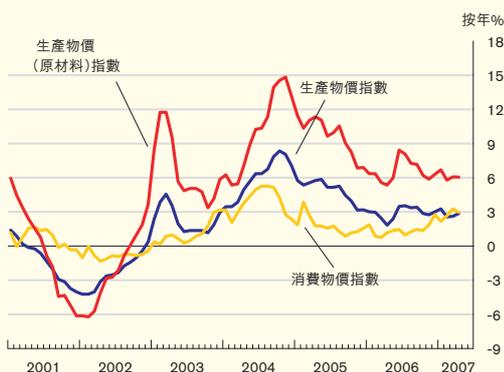
⁸ 市場比重下降亦可能與匯率估值效應有關。

圖 1.19
中國內地：各組成部分對
消費物價通脹的貢獻



註：經調整消費物價指數通脹率賦予住屋成分的權數較官方的大。
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.20
中國內地：物價指數



資料來源：CEIC。

圖 1.21
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。

通脹

主要受到食品價格帶動，2007年第1季按年計整體通脹率達到2.7%，是8個季度以來最高水平，較上一季高出0.8個百分點（圖1.19）。4月份消費物價指數通脹率略為緩和，由3月份按年計的3.3%降至3.0%。原材料價格指數通脹在過去兩季減慢，生產物價指數通脹亦展示同樣的趨勢（圖1.20）。原油價格下調對紓緩2007年第1季生產物價指數通脹有重要影響。

儘管在內部需求強勁、食品漲價及能源價格改革持續下，通脹面臨上行風險，但由於生產能力隨着投資需求強勁而增加，通脹率大幅上升的機會不大。

1.6 貨幣及金融狀況

貨幣狀況

廣義貨幣M2的按年增幅維持在較高水平，在2007年第1季為17.3%，稍高於前季，到了第4季則輕微回落。儘管過去幾個月當局推出一連串收緊貨幣措施，金融機構貸款在2007年第1季仍按年上升16.3%，較2006年第4季高出1.2個百分點，部分反映商業銀行希望在年初時候擴充信貸。最新數據顯示，4月份貸款進一步增長。M2及信貸增長率上升很可能加深對銀行體系流動性過剩的關注，因此或會促使當局在未來幾個月進一步收緊貨幣。

儘管貸款增長相對穩定，但從圖1.21貨幣狀況指數上升可見，過去兩季整體貨幣狀況略為收緊。該指數上升主要是受到過去兩季人民幣實質有效匯率上升約4%所帶動。

圖 1.22
中國內地：資金流入

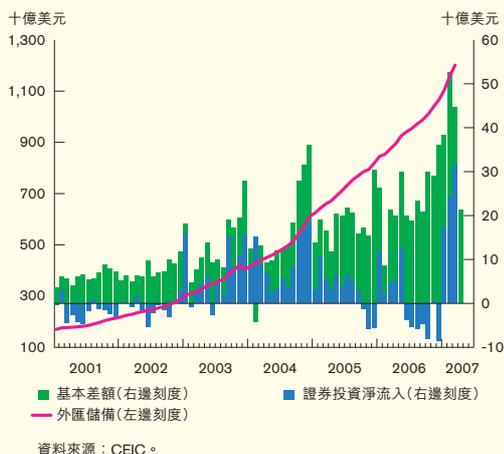


圖 1.23
中國內地：各組成部分對儲備貨幣增長的貢獻

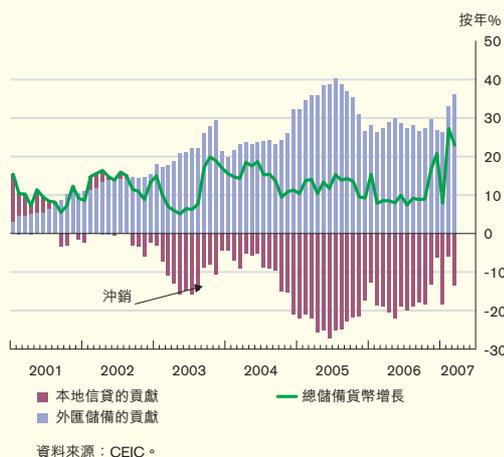


圖 1.24
中國內地：盈利率及存款利率



2006年底外匯儲備達到10,660億美元，其中2006年第4季平均每月增加260億美元。2007年第1季儲備增加速度似乎加快，平均每月增加450億美元。雖然基本差額（即貿易順差加外來直接投資）繼續是2006年第3季及第4季儲備迅速增加的主要原因，證券投資淨流入在2007年第1季亦擔當重要角色，佔外匯儲備總額增長的54%（圖1.22）。證券投資流入大幅增加的原因不明，儘管它們部分反映了內地企業在境外首次公開招股的集資，但很難判斷流入資金急增的狀況會否持續。

如圖1.23所示，儲備貨幣自2006年第4季以來顯著增加，但這不代表中國人民銀行收緊貨幣增長的政策有所鬆懈。相反，人行似乎更傾向利用法定存款準備金率來抽走大量資金淨流入帶來的流動資金。

資產價格

在本報告期內內地經濟一個重要的發展是股市持續飆升。自2007年初以來上海證交所綜合指數上升約60%，較2005年中低谷時期更上升超過300%。近年推行的改革減少了投資者對上市公司管治及非流通股數目龐大的憂慮，並增加股票作為投資工具的吸引力。負水平的實質存款利率似乎更助長這一輪股市升勢，投資者紛紛加快將貨幣資產轉作股票形式持有。新開設經紀帳戶在2007年首4個月突破1,500萬個，約為2006全年新帳戶數目的三倍。隨着股市急升，盈利率（即以每股盈利除以股價所得比率）急降至低於1年期存款利率（圖1.24），顯示現時股價高昂，並且不能就盈利不明朗及其他經濟金融風險提供補償性回報。

圖 1.25
中國內地：各地股市經驗



然而，假設當局不採取相應對策，現在要評論股市是否接近見頂尚屬言之過早。根據其他地區的經驗，經濟增長前景樂觀、貨幣面對升值壓力及相應的寬鬆貨幣環境，可以驅使資產價格在持續一段時間內大幅偏離基本因素，而且通常不會透過市場自動調整而令趨勢逆轉（圖1.25）。

人民幣匯率

人民幣兌美元匯率繼續升值。自2005年7月匯率形成機制改革以來，人民幣兌美元現貨匯率上升約7.5%（圖1.26），實質有效匯率及名義有效匯率在此期間分別上升5.7%及4.8%（圖1.27）。然而，反映中國在第三市場對外競爭力的人民幣第三國家名義有效匯率保持穩定。⁹

圖 1.26
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）

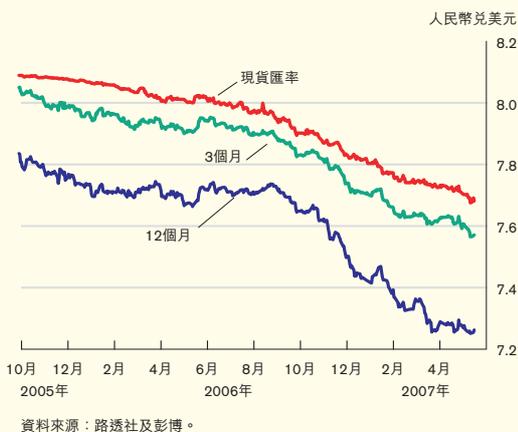
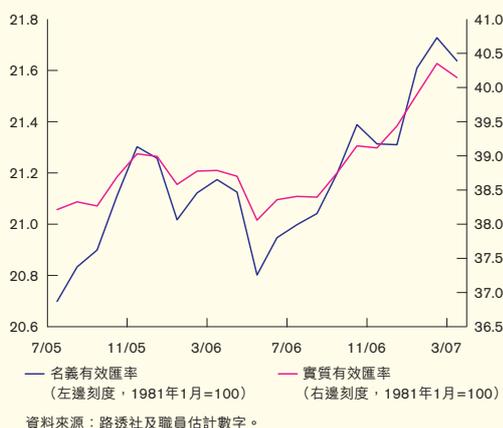
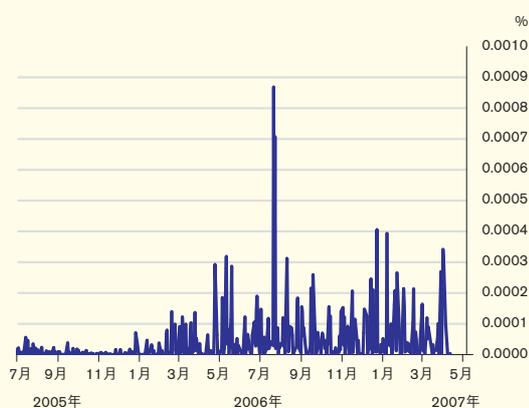


圖 1.27
中國內地：名義有效匯率及實質有效匯率



⁹ 第三國家有效匯率的計算方法載於2006年12月號報告專題2。

圖 1.28
中國內地：人民幣兌美元匯率
每日波幅



資料來源：彭博及職員估計數字。

人民幣升值過程並非一直平穩，而是時而加快，時而減慢（見專題2詳細分析）。用每日人民幣兌美元現貨匯率回報（或增長率）的平方計算，人民幣匯率的波動自2006年3月起顯著上升（圖1.28），並與人民幣升勢相若。換言之，升值速度加快時，波動亦增加。由於人行已決定2007年5月21日起，人民幣兌美元的每日交易區間由0.3%擴大至0.5%，上述情況相信會持續。

展望未來，人民幣匯率仍會繼續逐漸升值。5月中遠期人民幣不交收合約匯率顯示，市場人士預期人民幣在3個月至12個月內分別會升值至約1美元兌7.5元人民幣及7.2元人民幣（圖1.26）。

1.7 政策回應

內地當局已採取多重對策，迎接宏觀經濟及金融穩定的挑戰。這個戰略可被解讀為通過需求管理與結構性改革相結合來專注於降低國內儲蓄率。當局已加快收緊貨幣的步伐，並容許匯率逐步升值、放寬資金外流管制、加快資本市場發展、推出稅制改革、宣布要求國有企業支付股息，以及開展為期幾年加強社會安全網的計劃。整體策略屬於合理，但要在施行以價格為基礎的對策（如引入較大匯率彈性及推行機制改革），以及令外貿失衡惡化與資產價格飆升趕快回復穩定之間取得適當平衡，卻相當具挑戰性。

圖 1.29
中國內地：內地銀行存款準備金率



資料來源：CEIC及職員估計數字。

人行於5月18日同時調高存款準備金率、官方貸存利率及擴大人民幣兌美元每日交易區間。自2007年初以來存款準備金率已上調5次至11.5%，致使銀行體系過剩儲備下降（圖1.29），商業銀行貸款業務的備用資金亦因而減少。此外，貸存利率分別上調45及54基點。兩者目的是遏抑貸款增長及減少銀行存款流入股市。然而，人行推行政策的空間可能因對貨幣升值容忍度有限而受到抑制。

當局繼續改革外貿及投資架構。國務院已對142類能源及資源密集產品實施新的出口稅，稅率由5%至15%不等，藉此遏抑該等貨品的出口。當局亦臨時調低209種進口產品的關稅，以鼓勵進口。此外，為鼓勵證券投資資金流出，中國銀行業監督管理委員會已擴大境內合格機構投資者計劃，容許該等

計劃不超過50%的資金投資於境外股票。政府亦宣布計劃設立國家外匯投資公司，作為將國內儲蓄中轉成為外地投資的重要渠道，並協助分散官方外匯儲備的證券投資。儘管這些措施都具策略性重要作用，但短期內其對資金外流幅度以至外匯儲備增加速度的影響可能有限。

5月23日結束第二次美中戰略經濟對話後，內地政府宣布計劃進一步放寬金融服務貿易，具體上是在2007年下半年恢復向證券公司(包括與外商投資者設立的合營公司)發牌，以及擴大境外保險公司在內地的業務範圍。合格境外機構投資者計劃額度亦會由100億美元調升至300億美元。此舉將有助擴大投資者基礎，容許更多境外機構投資者參與A股市場。

當局致力使股市回穩時必須作出適當平衡。其他地區的經驗顯示，採用酌情式對策來穩定股價不易推行，原因是這些措施很難作出微調，有可能引發股市暴跌。然而，由於股市再升會增加日後更急速下跌的機會，對社會經濟及金融造成更嚴重影響，因此不採取對策造成的風險可能更大。

即使以自由浮動股計內地股市市值已由2001年相當於國內生產總值的13%上升至2007年4月的22%，但其股市規模相對整體經濟仍屬較小。因此，即使股市急挫，其對私人消費及投資的影響應該不大，反而股市突然調整引發的重新分配效應及對社會穩定的影響，更應值得深思。另一關注事項涉及資本市場的穩健發展。非流通股改革成功，代表內地股市發展進入新里程，並大大提高投資者對股市的信心。然而，股市暴挫可能會打擊投資者信心，以致經過多年後他們仍會誇大股市的風險。

當局從5月30日起將股票交易印花稅稅率由0.1%調高至0.3%，結果截至該月底，股市下跌約7%。監管措施在遏抑炒賣及高槓桿式交易和制止操控價格等不法行為上有所加強。雖然可以選擇的對策不少，但困難在於採取適當步驟來達致預期效果，又不會引發股市的急挫。

專題 2 兩年來人民幣兌美元匯率的發展

本專題探討2005年7月21日人民幣匯率形成機制改革以來，人民幣兌美元匯率的路向是否穩定。這項分析有兩個目的，一是以Andrews and Kim (2006)¹⁰ 的新統計法來遞歸測試轉折點，從而確定人民幣兌美元每日現匯升值步伐有否出現變化。另一是根據被確定的轉折點的統計結果來預測2007年底的人民幣兌美元匯率水平。

我們的統計結果顯示，自推行人民幣匯率機制改革以來曾出現4個轉折點：分別在2006年4月、2006年8月及2007年5月出現3個加速，以及在2007年1月出現1個減速。我們以此為根據，預測於2007年底人民幣將處於7.42至7.11範圍。預測顯示，確定變速日期對預測結果有關鍵作用。

方法：Andrews and Kim (2006) 統計法容許轉折點可在只有很少觀測值時被測試。這個方法是要得出實證分布來評估轉折假設期和測試統計的顯著性。此舉好處包括(1) 可作正式測試，而不是簡單地閱讀圖表；(2) 利用轉折後的很少觀測點即可偵測到轉折點，可較快就能識別出匯率路向的變化，無需待至肉眼能明顯觀察才知道¹¹；以及(3) 只要殘差項保持平穩，數據序列不必平穩。測試過程在序列相關及異方差問題上亦表現穩健，並且不作誤差的分布假設。測試統計的顯著程度可用轉折前樣本所得的實證分布來衡量。

測試轉折點：我們為匯率構建簡單的隨機遊走模型，發現自2005年7月21日以來人民幣兌美元現貨匯率3次加快升值。¹² 第一次是2006年3月初，第二次是2006年8月中。與當時市場評論相反，測試結果顯示儘管2006年中起匯率波動增加，

¹⁰ 測試法由Andrews, D. W. K. 及Kim, J. Y.提出，載於「Tests for Cointegration Breakdown Over a Short Time Period」，《Journal of Business and Economics Statistics》，24(4)，379-394，2006。

¹¹ 「很少的觀測點」一般指2個交易星期（10天），或以本個案而言，指1個交易月。本測試法原則上可利用小至1個交易日即可偵察升值軌跡的調整。

¹² 模型正式的方程式是： $\log(y_t) = \phi_0 + \phi_1 \log(y_{t-1}) + \varepsilon_t$ 其中 $\log(y_t)$ 是人民幣兌美元匯率對數。被測試的假設是在整個樣本期內 ϕ_0 及 ϕ_1 都是穩定。

圖 B2.1
每周人民幣兌美元現貨匯率

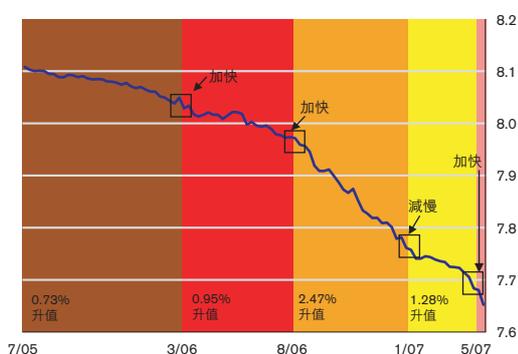


圖 B2.2
人民幣兌美元現貨匯率月度變化

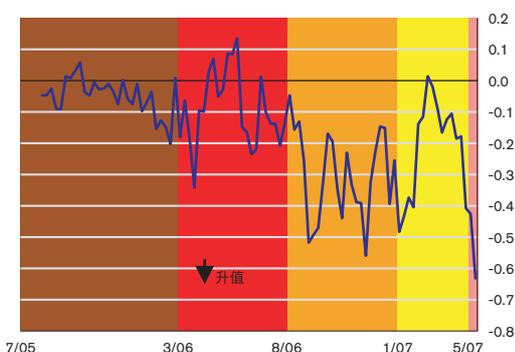


表 B2.A
預測年底時人民幣兌美元現貨匯率

2007年1月至 2007年5月 (A)	2006年8月至 2007年5月 (B)	2005年7月至 2007年5月 (C)	平均市場 預測
7.11	7.42	7.25	7.34

註：以下金融機構的平均預測：UBS、渣打銀行、中國國際金融、高盛、Bank of Asia、JP 摩根及美林。

但2006年8月中後並無進一步加快升值。然而，有跡象顯示2007年初開始升值步伐逐漸減慢，¹³到了2007年5月初開始則似乎再度加快，適逢中美戰略經濟對話於同月舉行。同時，人民幣兌美元現貨匯率交易區間亦於2007年5月18日由0.3%擴大至0.5%，但擴大交易區間應該不是導致近期匯率再度加快升值的原因。圖B2.1及B2.2顯示被確定的轉折點。

預測結果：我們根據被確定的轉折點，並利用每周數據來預測截至2007年底的人民幣兌美元現貨匯率。¹⁴ 預測時採用4個不同樣本：(A) 2007年1月至2007年5月25日(即人民幣兌美元升值步伐減慢，然後再加快的時期)；(B) 2006年8月至2007年5月25日；以及(C) 2005年7月至2007年5月25日(這段期間不考慮任何潛在的轉折點)。預測結果載於表B2.A，並附以市場預測的平均數字。

¹³ 數據期由2005年7月25日至2007年5月25日。每日數據被用作偵測人民幣兌美元匯率升值軌道的變化點。值得注意的是圖表及預測是用星期數據來做的。

¹⁴ 被用作測試的模型是 $y_t = \phi_0 + \sum_{l=1}^4 \phi_l y_{t-l} + \varepsilon_t$ ，其中包括反映匯率變化的4個滯後項。

圖 B2.3
預測 (A) 扇形圖



圖 B2.4
預測 (C) 扇形圖



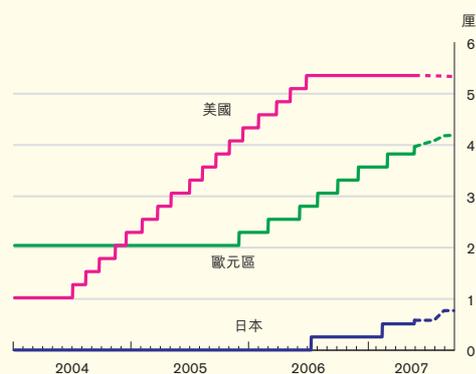
(A) 的樣本期由2007年1月至5月，預計人民幣兌美元匯率於2007年12月將約為7.11。(B)及(C)預測升值步伐較(A)慢，匯率分別為7.42及7.25。(A)與平均市場預測水平似乎有頗大距離，(C)及(D)則與該水平較接近。鑑於種種不定因素，我們在表B2.A基礎預測以外亦於圖B2.3至2.4一併提供扇形圖預測。

總括而言，結構性斷裂分析顯示，2005年7月推行匯率改革至今，人民幣兌美元現貨匯率升值過程曾有4次轉速，其中包括兩次加快、一次減慢及近期一次再度加快。本專題也表明，結構性轉折訊息對匯率預測有重要作用，若不加以理會，可得出顯著不同的結果。應指出的是近期人民幣加快升值，但不代表這一趨勢在年底前會一直持續，原因是造成升值加快可能是受到短暫的經濟因素的影響。而根據新的觀察結果，再度加速也可能像以往變速的情況一樣，只會短暫維持。

貨幣及金融狀況

鑑於通脹前景不明朗，美國聯邦儲備局維持貨幣政策不變；歐洲央行則因通脹壓力上升而採取較緊縮的貨幣政策。

圖 1.30
美國、歐元區及日本政策利率



註：虛線部分是按2007年5月31日期貨合約價格引伸的走勢(歐元區及日本利率走勢是根據3個月期貨價格轉變引伸而來)。

資料來源：各中央銀行及彭博。

圖 1.31
美國國庫券收益率



資料來源：美國聯邦儲備局。

1.8 利率

由於通脹前景受到多項不明朗因素影響，美國聯邦儲備局將聯邦基金目標利率保持在5.25厘(圖1.30)。聯邦公開市場委員會在5月份最近一次會議後發表的公布中認同近月經濟正在減慢，但關注通脹風險可能不會下降，令市場認為聯儲局在短期內很可能將貨幣政策維持不變。以目前期貨價格的水平顯示，聯邦基金目標利率有96%的機會從現在直至2007年9月期間維持不變。歐洲方面，自上一份報告以來，經濟活動加快步伐令通脹壓力持續上升，促使歐洲中央銀行及英倫銀行分別調高其政策利率50基點，至3.75厘及5.5厘。最新經濟數據及上述兩間央行高層官員的言論仍然顯示，息口可能進一步向上。亞洲方面，日本央行亦於2月份調高其無抵押隔夜拆借利率至0.5厘，其後一直維持不變。儘管央行行長福井俊彥向國會表示關注利率低企帶動日圓套息活動所構成的潛在影響，但金融市場認為在現時經濟環境下，短期內加息的機會不大。

在過去6個月大部分時間內，由於美國暫停加息及經濟表現參差，美國國庫券市場缺乏方向。經濟數據對通脹前景構成陰霾，向市場傳遞的訊息好壞不一。1年期國庫券收益率無大變動，10年期國庫券收益率則上升44基點，導致收益率曲線轉趨平坦(圖1.31)。於5月底，1年期及10年期國庫券收益率收市時分別報4.95%及4.90%。然而，歐洲方面由於市場擔心通脹上升及央行會進一步收緊貨幣政策，債券收益率上升。10年期德國政府債券收益率較2006年11月底上升73基點，至4.4%。

圖 1.32
美元雙邊匯率



資料來源：彭博。

1.9 匯率

過去6個月主要貨幣的變動大致上受到相對的經濟表現及利率預期所帶動。年初時由於經濟表現較預期佳，美元轉強，其後由於開始出現有關次級按揭貸款市場的消息及經濟數據轉差，美元失去動力。另一方面，歐元因經濟表現強勁及市場增加對息口趨升的預期而受到支持。在此期間，美元兌歐元下跌1.6% (圖1.32)。由於有更多跡象顯示通脹受到控制，令市場相信日本央行繼於2月加息後不會採取進一步的行動。七大工業國方面沒有任何不認同的暗示，令市場認為可以放心進行日圓套息交易，亦為沽空日圓提供動力。整體而言，自上一份報告以來，日圓兌美元下跌5.1%，兌歐元下跌6.8%。

圖 1.33
全球股市指數



資料來源：彭博。

1.10 股票市場

全球股市在2007年後持續上升，2月底及3月初曾突然調整，但至今已收復所有失地。儘管美國前景不明朗及增長步伐減慢，全球整體經濟表現仍未令投資者失望。全球各地企業盈利增長較預期佳可以反映美國經濟轉弱主要局限於住屋及出口環節，而歐洲及亞洲經濟則進一步向前。收購合併活動增加亦助長近期股市升勢。歐洲市場表現較其他市場尤其突出，其中法蘭克福DAX指數自上一份報告以來上升24.9% (圖1.33)，標準普爾500指數及日本東證股價指數亦錄得可觀升幅，分別達到9.3%及9.5%。

2. 本港經濟

需求

香港經濟在2007年第1季連續第15個季度擴張，不過速度稍為放緩。經濟擴張主要由本地消費穩健增長帶動，勞工市場狀況進一步改善，資產市場表現蓬勃亦提供支持。服務輸出繼續強勁增長，私人投資及轉口貿易的增長則減慢。

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%)	2005	2006	2006			2007
			Q2	Q3	Q4	Q1
本地生產總值	7.5	6.9	5.6	6.8	7.3	5.6
本地需求	2.1	5.8	5.6	4.6	5.9	5.1
消費						
私人	3.3	5.2	5.8	4.6	5.4	5.6
公共	-3.1	0.2	-1.5	-1.1	2.3	2.3
本地固定資本形成總額	4.6	7.9	4.5	10.3	9.4	3.9
私人	8.4	11.3	7.0	13.8	11.1	5.4
公共	-16.1	-16.0	-17.4	-18.0	-3.6	-6.7
存貨變動 ¹	-0.8	0.2	0.7	-0.8	-0.2	0.2
貨品出口淨值 ¹	3.3	0.2	-0.7	0.8	0.5	-0.8
服務輸出淨值 ¹	2.4	1.9	1.4	2.2	2.0	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

實質本地生產總值按年增長在2006年第3及第4季分別顯著上升6.8%及7.3%後，在2007年第1季為5.6%（圖2.1）。增長放緩主要是因為私人投資減慢，同時在一定程度上亦是由於比較基數偏高。尤其私人資本貨品投資（機器、設備及電腦軟件）在2006年4個季度均錄得兩位數字按年增長後，在2007年第1季回軟。私人消費及服務輸出繼續穩健增長。經季節因素調整後，實質本地生產總值在2007年第1季按季增長0.5%，承接2006年第4季1.5%的強勁增幅。這已是連續第15個季度錄得按季增長。

2.2 內部需求

內部需求在2007年第1季繼續穩健擴張。與去年同期比較，內部需求在第1季增長5.1%，2006年第4季的增幅則為5.9%（表2.A）。私人及政府消費開支在第1季再度上升，投資支出則有所整固。經過2006年下半年存貨下降後，在2007年第1季重新累積存貨，對本地生產總值增長的貢獻為正數。

圖 2.2
私人消費

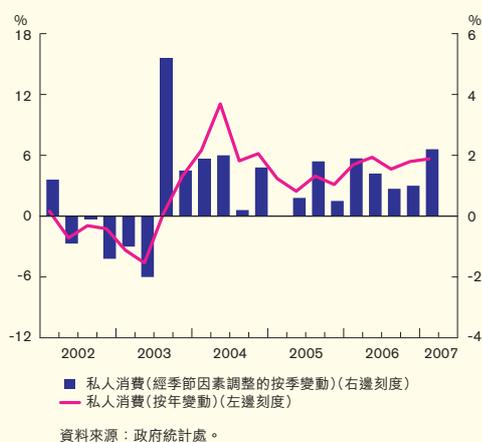


圖 2.3
私人投資及各組成項目

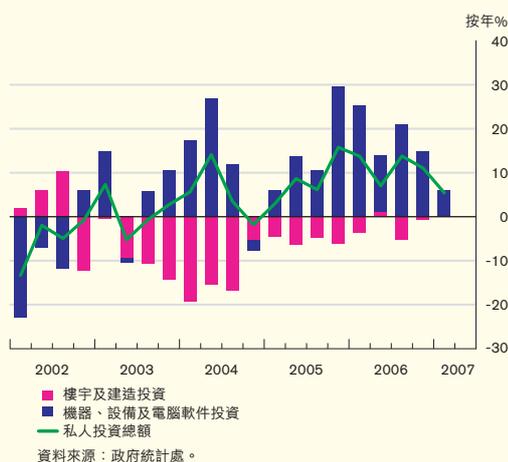


圖 2.4
樓宇與建造支出及政府賣地量¹



消費

與本地生產總值的增長步伐相若，私人消費開支在第1季繼續擴張，按年增長5.6%，2006年第四季增幅為5.4%。經季節因素調整後的按季增幅則由2006年第四季的1.0%，上升至2007年第1季的2.2%。有關增長主要是由勞工市場狀況進一步改善及股市上揚產生的財富效應帶動（圖2.2）。政府消費開支在2007年第1季繼續溫和增長，較去年同期上升2.3%，2006年第四季的升幅亦為2.3%（表2.A）。

投資

整體投資支出的按年增幅在2007年第1季溫和上升3.9%，2006年第四季的增幅則為9.4%。整體投資支出增幅減慢，主要是因為在機器、設備及電腦軟件方面的私人支出增長放緩，同比上升5.9%（圖2.3），而2006年第1季的升幅則為25.2%，及後3季亦錄得兩位數的增長。私人樓宇及建造支出繼2006年第四季減少0.6%後，在2007年第1季轉為增長0.1%。連同有關擁有權轉讓的開支上升，整體私人投資支出錄得溫和增長。建造業在近期的經濟復甦中仍然是表現最弱的環節。最近幾個財政年度土地供應驟降（儘管2006至07年度稍為回升），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2007年第1季連續第13個季度減少，較去年同期下跌6.7%，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)

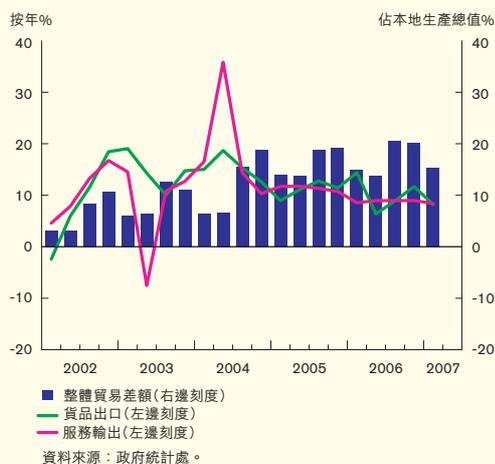


表 2.B
按主要市場劃分的商品出口¹

(按年%)	所佔 ² %	2005	2006	2006			2007
				Q2	Q3	Q4	Q1
中國內地	47	14	14	8	13	17	13
美國	15	6	3	0	1	7	2
歐盟	14	16	5	4	2	6	5
東盟五國 ³ + 韓國	7	7	0	2	13	7	5
日本	5	10	1	2	0	-2	2
台灣	2	3	3	-7	9	7	4
其他	10	10	0	7	9	17	14
總計	100	11	0	5	8	12	9

註：1. 轉口貿易佔2006年總貿易額的95%。
2. 在2006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。

圖 2.6
轉口貿易增長¹、港匯指數²及內地出口³



註：1. 轉口貿易增長為實質數值。
2. 港匯指數以反向比例的形式顯示。
3. 內地出口為名義數值。
資料來源：政府統計處及CEIC。

2.3 對外貿易

香港的貨品出口承接2006年下半年的升勢，在2007年第1季繼續擴張，但步伐有所減慢。貨品出口總額按年增幅由2006年第4季的11.7%下降至2007年第1季的8.2%，其中對大部分主要市場的出口都維持穩健（圖2.5及表2.B）。經季節性因素調整後，貨品出口在2007年第1季按季增長1.4%，承接對上一季3.3%的顯著升幅。

受惠於內地貿易持續表現強勁以及實質港匯指數貶值，轉口貿易進一步增長，為強勁的出口增長提供支持（圖2.6）。尤其轉口貿易按年升幅繼2006年第4季大升15.0%後，在2007年第1季再上升11.0%。然而，本地產品出口下跌的速度，由2006年第4季的30.4%，加快至2007年第1季的33.1%。最近幾個季度本地產品出口減少，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。在某程度上，紡織品及成衣產品出口下跌是因為比較數較低；原因是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。貨品進口在第1季的增幅為8.2%，2006年第4季則為11.0%，主要是因為與轉口貿易有關的進口放緩。

服務輸出在第1季繼續強勁增長，錄得按年升幅8.4%，2006年第4季則為9.0%。各類型的服務輸出均錄得增長。尤其金融及其他服務出繼續錄得顯著升幅，部分原因是股票市場集資活動暢旺。中國內地出口貿易大幅增長，促使離岸貿易持續表現強勁，因此貿易相關服務及運輸服務輸出在第1季繼續穩健增長。訪港遊客數目增加，使旅遊服務輸出上升。另一方面，服務輸入增長由2006年第4季的6.5%放緩至2007年第1季的3.9%，原因是對運輸及旅遊服務的需求放緩。

由於貨品貿易由順差轉為逆差，以及服務貿易順差收窄，因此整體貿易順差由2006年第4季的20.2%，大幅下跌至2007年第1季的15.4%（圖2.5）。

產出及供應

最近幾個季度，金融及貿易有關行業是帶動產出總值增長的主要因素。過去幾年經濟穩健增長使新增職位增加，令失業率進一步下降。

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%)	2005	2006	2006			
			Q1	Q2	Q3	Q4
以要素成本計算的 本地生產總值	7.0	7.7	8.2	7.0	7.2	8.6
工業環節	-1.8	-1.6	-2.4	1.1	-2.1	-2.7
其中：						
製造業	2.1	2.2	7.0	5.3	-0.6	-1.4
建造業	-9.2	-7.9	-12.6	-4.6	-10.9	-3.1
服務環節	8.0	8.7	9.3	7.6	8.1	9.6
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	6.8	6.7	7.0	5.9	7.6	6.3
進口及出口	16.1	10.6	13.8	7.3	10.9	10.7
運輸及倉庫	6.8	8.2	10.6	5.1	7.5	9.4
金融、保險及 商業服務	10.8	17.6	16.9	18.9	14.4	20.1

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)	2005	2006	2006			
			Q1	Q2	Q3	Q4
以要素成本計算的 本地生產總值	7.0	7.7	8.2	7.0	7.2	8.6
工業環節	-0.2	-0.1	-0.2	0.1	-0.2	-0.2
其中：						
製造業	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0
建造業	-0.3	-0.2	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1
服務環節	7.2	7.9	8.4	6.9	7.4	8.8
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3
進口及出口	3.7	2.6	3.1	1.7	2.9	2.8
運輸及倉庫	0.5	0.6	0.8	0.4	0.6	0.7
金融、保險 及商業服務	2.0	3.3	3.2	3.8	2.6	3.8

資料來源：政府統計處。

2.4 產出

服務行業，特別是金融及對外貿易服務行業仍為帶動2006年下半年經濟增長的主要因素(表2.C)。¹⁵ 金融、保險及其他商業服務的產值進一步增加17.3%，主要反映銀行服務強勁增長及股市交投暢旺。內地進一步開放資本帳，特別是擴大「合格境內機構投資者計劃」應會有利於金融業。貿易相關及運輸行業的產值增長在2006年第2季略為放緩後，在2006年下半年因受惠對外貿易表現理想而穩步增長。工業環節方面，由於主要基建項目相繼完成，製造業及建造業在2006年下半年均告收縮。

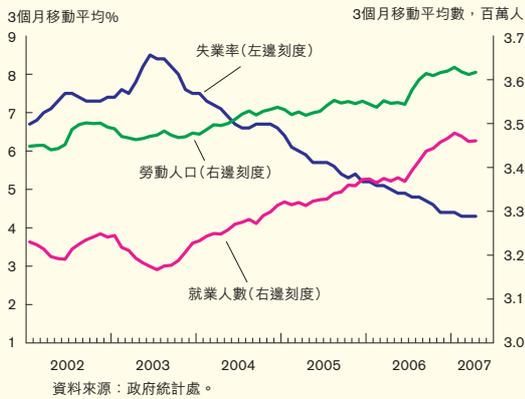
在2006年下半年，金融及商業服務行業對產出總值增長的貢獻約為40%(表2.D)，對外貿易有關服務的貢獻緊隨其後，約佔總增幅的36%。

2.5 勞工及生產力

近年經濟穩健增長使新增職位增加，尤其服務業方面，令失業率進一步下降。然而，勞工生產力增長在2007年第1季減慢，主要是因為整體就業人數增加。

¹⁵ 在本報告發表時，尚未有2007年第1季按經濟行業分析的本地生產總值的資料。

圖 2.7
勞工市場狀況



勞工市場狀況

勞工市場狀況進一步改善，就業人數在2007年1月突破歷史高位後，一直維持在高水平。由於就業人數增長超過勞動人口增長，因此經季節因素調整的3個月移動平均失業率在4月份降至9年來的低位4.3%，6個月前的數字則為4.6%（圖2.7）。自上一份報告以來，失業率下降主要分布於貿易及旅遊業，以及裝修及保養業。儘管高技術環節的失業率下降至貼近亞洲金融危機前的水平，但低技術環節的失業率相對仍然偏高（圖2.8）。這反映建造及旅遊有關行業的新增職位數目不多，令這些行業的失業率較高（圖2.9）。

圖 2.8
高技術及低技術環節的失業率



然而，在經濟活動穩健擴張的支持下，預期整體就業人數會逐步上升。內地對金融及貿易服務的需求增加，會繼續刺激香港在這些行業的勞工需求（專題3分析就業人數增長的來源及討論中國需求對香港的新增職位的貢獻）。

近月就業不足率亦由2006年12月份的2.4%下降至2007年4月份的2.1%，比6個月前的數字為低。就業不足率下跌的情況以裝修及保養業以及清潔服務業最為顯著。

圖 2.9
各行業的失業率(2003至06年)



圖 2.10
每名工人產出量



生產力

勞工生產力增長率(以每名工人產出量計)在第1季繼續上升。然而，無論是按年或按季比較，增長率均有所放緩(圖2.10)。這部分是因為產出增長速度減慢。由於勞工生產力增長放緩主要是因為就業人數持續增加，相信生產力放緩的情況只屬暫時性。一旦新聘人手熟習新職位所需技術後，勞工生產力增長可能會再度回升。

專題 3 香港就業人數增長的來源

圖 B3.1
各行各業的就業人數

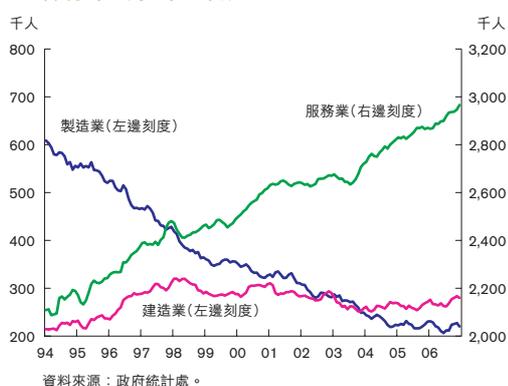


圖 B3.2
各環節對服務業就業人數增長的貢獻

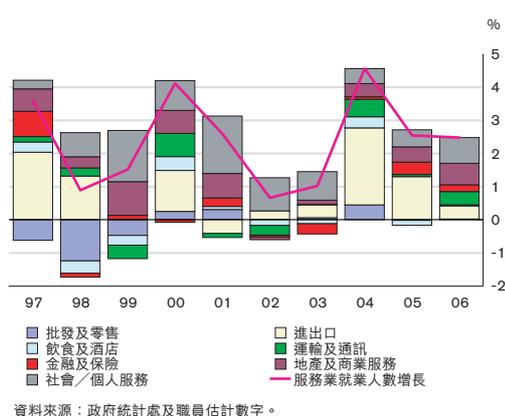


表 B3.A
各行各業的就業人數增長情況

(單位：%)	佔總就業人數的比例		平均年增長率	
	1996	2006	1996-2003	2003-2006
製造業	16	6	-7.9	-6.6
建造業	9	8	-0.8	1.2
服務業	74	86	2.1	3.4
批發及零售	12	10	-1.6	1.3
進出口	10	16	4.7	8.1
飲食及酒店	8	7	-0.2	1.0
運輸及通訊業	11	11	0.3	2.6
金融及保險	5	5	1.1	3.6
地產及商業服務	7	10	4.8	4.5
社會及個人服務	22	27	3.4	2.2
- 公共行政	4	4	0.5	-1.7
- 教育及醫療	8	10	2.9	2.3
- 其他個人服務	9	13	5.0	3.2
總就業人數	100	100	0.4	2.2

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

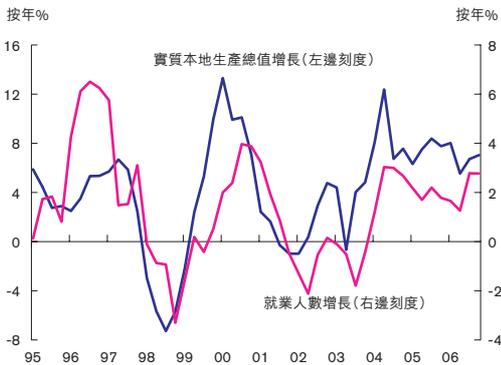
經過之前幾年的經濟衰退後，就業人數在2004至06年間按每年2至3%的平均比率增長。在經濟持續擴張的支持下，短期就業前景仍然樂觀，但數據顯示近年服務業不同環節的就業情況出現結構性轉變。其中中國內地對貿易及金融服務的需求增長，更刺激這些行業的就業人數上升。本專題對就業人數增長的來源，以及內地需求對香港新增職位的貢獻作出分析。

就業人數增長的來源

近年就業人數的增長步伐超過勞動人口的增長，使失業率由2003年中8.6%的高位下降至2007年第1季的4.3%，是近9年來的低位。各行各業的就業人數分布情況顯示，隨着香港的製造業繼續縮減在本港的營運規模，以及住宅投資放緩遏抑對建造業的勞工需求，服務業對勞工的持續需求是帶動就業人數在近年增加的主要原因(圖B3.1)。服務業各環節的就業情況都有所擴張，其中新增職位主要集中於進出口貿易、個人、金融及商業服務(圖B3.2)。

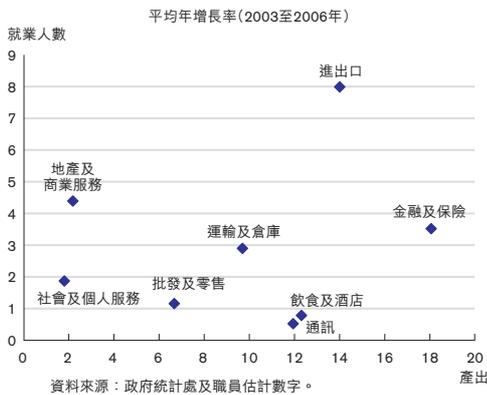
進出口貿易是在近期經濟復甦中對產出及就業人數增長作出主要貢獻的行業。在2003至06年間，產出增長當中大約四分之一是來自對外貿易活動，而進出口貿易的就業人數平均每年增長最快，達8.1%。因此進出口貿易的就業人數佔總就業人數的比例由1996年的10%增加至2006年的16%，在各主要行業中佔最高的比例(表B3.A)。其次是地產及商業服務業，有關的就業人數在2003至06年間平均每年增長4.5%，主要反映會計及法律服務的職位增長強勁。同期金融及保險業就業人數平均每年增長3.6%，高於服務業就業人數的整體增長率。另外由於消費支出及訪港遊客大幅回升，批發及零售業、飲食及酒店業等旅遊有關行業的就業人數亦有所增加。但建造業的勞工需求仍然疲弱，而製造業的就業人數則持續萎縮。

圖 B3.3
產出增長及就業人數增長



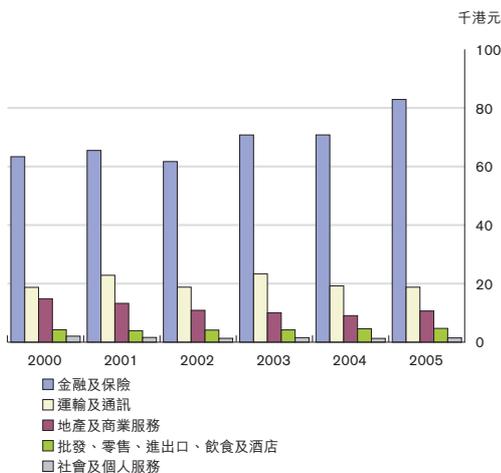
資料來源：政府統計處。

圖 B3.4
各主要服務業環節的產出及就業人數增長



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 B3.5
服務業平均每名員工的資訊科技投資



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

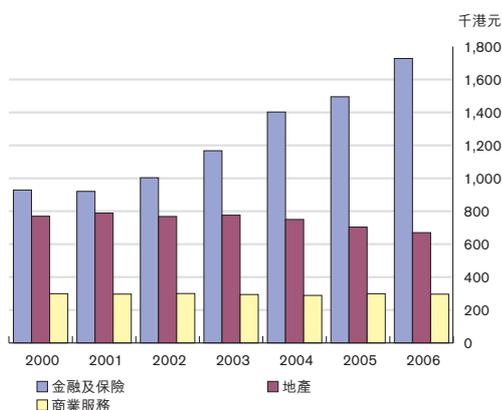
帶動目前就業人數增長周期的因素

整體需求強勁復甦是帶動近期服務業就業人數增長的主要因素。過往數據顯示就業人數增長與產出增長之間有顯著的正向關係，其中以後者帶動前者，而兩者之間存在約1季的時間差距(圖B3.3)。在2003至06年間，實質本地生產總值平均每年增長7.7%。商業活動的持續擴張，促使企業增聘人手。金管局的內部生產函數模型的估計顯示，若資本投資及科技保持不變，產出每增加1%，就業人數便會平均增加1.5%。

儘管近期經濟蓬勃，大大改善了服務業的整體就業情況，但數據顯示服務業不同環節的就業人數增長情況有很大差異。圖B3.4比較2003至06年的產出增長及服務業主要環節的就業人數增長。地產及商業服務環節的產出增長對就業人數增長的影響最大，原因是這些行業比較勞工密集，勞工與資本互相替代的程度有限。相反，通訊、飲食及酒店、批發與零售環節的就業人數增長較低，增長率均低於相應的產出增長水平。其中值得注意的情況是，儘管近年金融活動顯著擴張，但金融及保險業的就業人數增長卻滯後於產出增長。

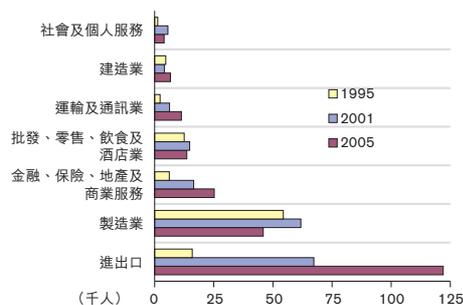
金融業就業人數增長相對產出增長表現疲弱的其中一個原因，可能是金融機構大量投資於資訊科技，以及將業務組合轉移至高增值服務，例如財務規劃及財富管理等。這些因素有助提高勞動生產力，使每名僱員的平均產出上升。與服務業的其他環節比較，金融及保險業每名員工的平均資訊科技支出是各服務行業中最高的(圖B3.5)。資訊科技投資迅速增

圖 B3.6
金融服務業每名員工的平均產出



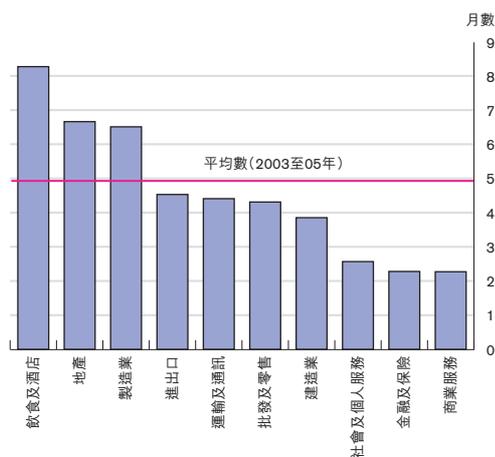
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 B3.7
在中國內地工作的香港居民



資料來源：政府統計處。

圖 B3.8
在中國內地工作的香港居民的逗留時間 (2003至05年)



資料來源：政府統計處。

加以及將業務轉移至高增值服務，使金融及保險業每名員工的平均產出增長加快(圖B3.6)。

中國內地需求的貢獻

雖然近年就業人數增長主要由經濟活動顯著復甦所帶動，但本地企業與中資企業的業務往來增加，以及內地對服務的需求轉強，亦為本地勞工市場帶來新增職位。跨境經濟及金融活動增加，使在內地工作的香港居民數目上升。根據政府統計處公布的數字，於1998年約有52,000名香港僱員(佔總就業人數的2%)偶然或經常在內地工作。於2005年，這個數目增加了3倍多，至229,000人(佔總就業人數的7%)。這個數目遠多於透過「輸入內地人才計劃」在香港工作的內地居民。¹⁶

在八十及九十年代期間，於內地工作的香港居民主要集中於製造業，原因是本港的廠商將生產基地遷至內地。在建立裝配線的初期，本港的廠商需要香港僱員的管理專長，以監督及管理其設於珠三角地區的工廠所聘用的勞工。然而，近年在內地工作的香港居民由製造業逐步轉移至服務業。在1995至2005年間，在內地從事製造業的香港居民所佔比例由56%降至20%，從事服務業的比例則由40%增至77%。在各服務業環節中，在內地工作的香港居民人數增幅最大的是進出口貿易，由1995年的16,000人增至2005年的122,000人(圖B3.7)。其次是金融及商業服務環節，由6,000人增至25,000人，主要反映從事商業服務的人數增加。

並非所有需要跨境工作的香港居民都要經常前往及逗留在內地工作。他們平均每人每月有40%的時間在內地工作，這個比率在過去幾年一直保持穩定。由於工作性質不同，在內地工作平均逗留時間以勞工密集的環節如飲食及酒店、地產及製造業等最長，由3個月至6個月以上不等。相反，商業服務專業人士如會計師及律師等，平均只逗留在內地工作約兩個星期至3個月(圖B3.8)。

¹⁶ 根據入境事務處的資料，截至2007年4月底止，共有18,000名內地居民透過「輸入內地人才計劃」在香港工作。該計劃於2003年7月15日開始實施。

表 B3.B
內地需求對本港各行業就業人數增長的貢獻

	就業人數增長 ¹ (2001-05)	中國內地需求的貢獻	
		(並未就 逗留時間 作出調整)	(已就 逗留時間 作出調整)
製造業	-31.5	-4.9	-3.1
建造業	-7.9	0.9	0.7
批發及零售	3.8	-0.9	-0.3
進出口	28.5	13.6	7.1
飲食及酒店	-1.2	0.7	0.4
運輸及通訊	2.4	1.4	0.9
金融及保險	1.6	2.4	1.0
地產及商業服務	8.1	1.5	-0.1
社會及個人服務	9.4	-0.2	-0.2
總計	2.8	1.6	0.7

1. 本港就業人數在2001至2005年間的增長。

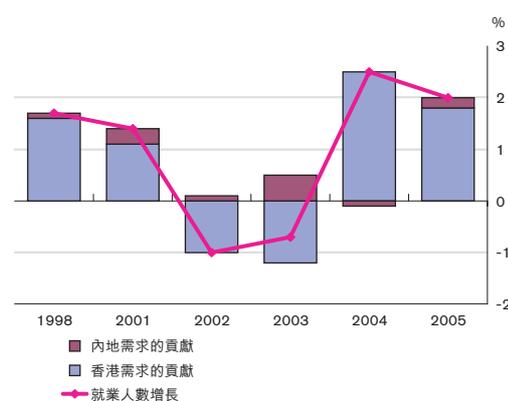
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 B3.9
與內地有關的轉口貿易及進出口貿易
的就業情況



資料來源：政府統計處。

圖 B3.10
中國內地的需求對香港就業人數增長
的貢獻¹



註：1998及2001年數據是根據調查日期之間的平均年增長率計算，2002年及其後的數字則為按年增長率。

1. 已就在國內的逗留時間作出調整。

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

究竟中國內地的勞工需求對本地就業人數增長有多重要？我們如果以需要跨境工作的香港居民（無論其逗留時間有多長）人數來代表來自中國內地的勞工需求，其對2001至2005年間本港錄得的2.8%整體就業人數增長的貢獻約為1.6個百分點。這幾乎相等於本地就業人數淨增長的60%。然而，這個數字可能會誇大了內地需求對本港就業人數增長的影響，這是因為需要跨境工作的香港居民逗留在內地的時間因不同行業而有所不同。就逗留的時間作出調整後，中國內地的需求對本港就業人數增長的貢獻降至0.7個百分點，約為2001至05年間本地就業人數淨增長的四分之一（表B3.B）。

香港進出口貿易的就業人數急速上升，反映與內地的轉口貿易增加對帶動勞工需求上升的重要性（圖B3.9）。此外，內地對香港的專業服務的需求上升，亦減輕了外來衝擊對本港勞工市場的負面影響。例如在2001至03年間，儘管香港的勞工需求面對急遽的周期性下滑，但在內地工作的香港居民數目繼續顯著上升。這反映中國內地的經濟高速擴張，以及香港的失業人士在逆境中願意跨境工作。然而，近年經濟復甦令本地的勞工需求上升，內地需求對本港就業人數增長的貢獻不及之前顯著（圖B3.10）。

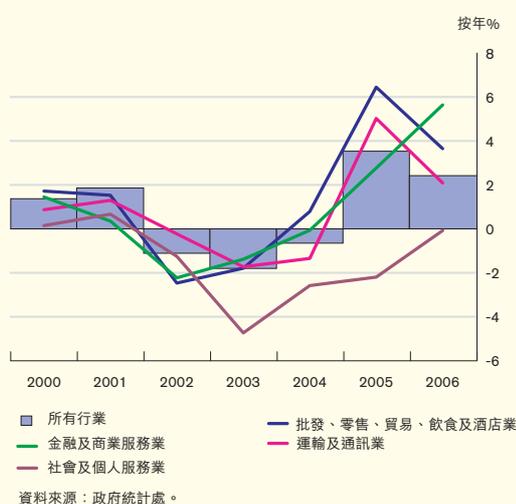
雖然以在內地工作的香港居民數目作為評估內地需求對本港就業人數增長的直接影響具有其參考價值，但要評估內地因素對香港勞工市場的整體影響則存在困難。鑑於跨境貿易及金融活動增長，內地業務已成為香港企業的重要收入來源，並直接及間接刺激本港就業人數的增長。¹⁷

¹⁷ 政府統計處的統計資料顯示，在香港經營的內地關聯企業於2004年底聘用約18,000名僱員，相當於在港經營的海外關聯企業聘用僱員總數的3.3%。然而，有關數字可能低估了實際情況，原因是部分在香港經營的中資企業可能會因稅務關係而在英屬維爾京群島及百慕達等離岸金融中心登記其所有權。

物價及工資

受到內部需求轉強及住宅租金上漲刺激，消費物價通脹穩步上升。供應方面的成本壓力增加，開始反映在消費物價上。預期家庭支出穩健增長將會逐步推高消費物價，但通脹大幅增加的風險仍然偏低。

圖 2.11
各行業的人均名義薪金增長



2.6 勞工成本

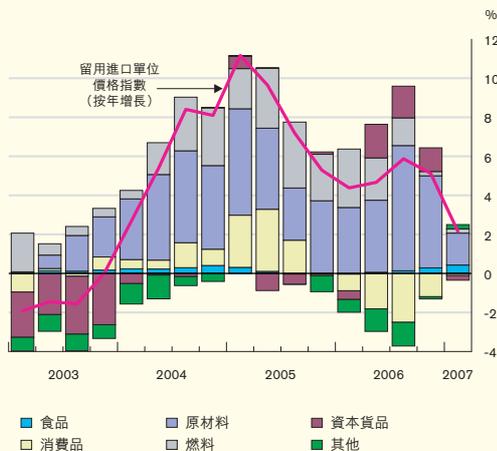
勞工市場表現活躍及就業人數穩步增加，帶動勞工收入上升。按季比較，名義工資的升幅由2006年第2季的0.3%，加快至第4季的0.5%。同期人均名義薪金增長亦由0.6%加快至1.8%。2006年人均名義薪金增幅最大的是金融及商業服務行業，其次是貿易及旅遊相關行業(圖2.11)。對金融及貿易服務的需求增加，以及商業信心持續轉強，將會支持服務業的勞工收入增長。預期高技術環節的薪金增長幅度會較大，這是因為市場對經理級人員及專業人士的勞工需求似乎已超出供應。

過去幾年勞工生產力增加限制了單位勞工成本的增長。然而，近期生產力增長放緩對單位勞工成本構成上升壓力，繼2006年第3季按季上升0.2%後，在第4季再上升1.2%。截至目前為止，勞工成本上升並未大幅推高生產物價。採購經理指數顯示近月產出價格增長保持穩定。然而，若單位勞工成本繼續按目前的速度上升，尤其在勞工市場狀況相對緊張及生產力增長放緩的情況下，在供應方面的價格壓力將會更為明顯(圖2.12)。

圖 2.12
單位勞工成本及勞工生產力

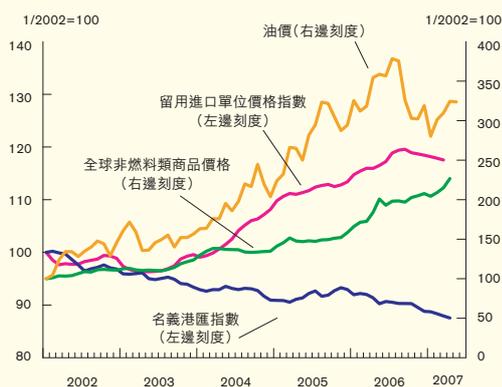


圖 2.13
各類貨品對進口價格通脹的貢獻



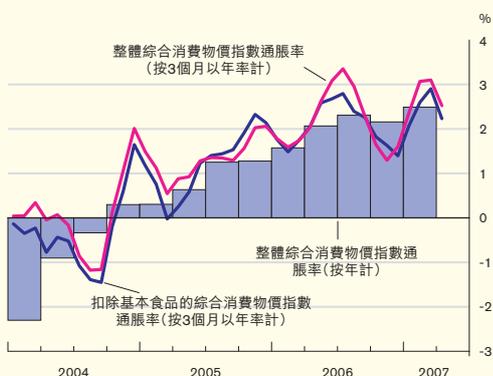
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 2.14
商品及進口價格



資料來源：政府統計處及國際貨幣基金組織。

圖 2.15
反映消費物價通脹的不同指標¹



1. 已剔除一次性寬減措施的影響。

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

2.7 商品及進口價格

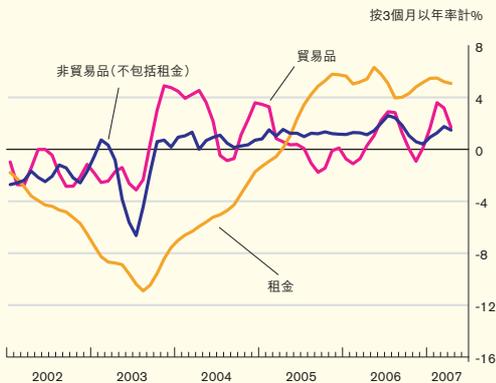
商品價格上升及港元轉弱令進口價格上升。與 1 年前比較，留用進口價格在第 1 季上升 2.1%，對上一季則上升 5.1%（圖 2.13）。與對上一季比較留用進口的價格放緩，原因是原材料價格下降抵銷了食品及消費品價格的升幅。不過，近期燃料價格回升及非燃料類商品價格穩步上升，都可能會推高留用進口的價格（圖 2.14）。

最後，預期美元貶值及人民幣逐步轉強，會繼續對港匯指數造成下調壓力。即是說，以港元計，來自內地及其他非美國貿易夥伴的貨品價格會上升。儘管如此，進口價格上升應不會對本地通脹有顯著的直接影響，這是因為貿易品只佔綜合消費物價指數籃子中家庭支出的 30%（專題 4 討論如何估計來自中國的留用進口所佔比例及人民幣升值對本地通脹的潛在影響）。

2.8 消費物價

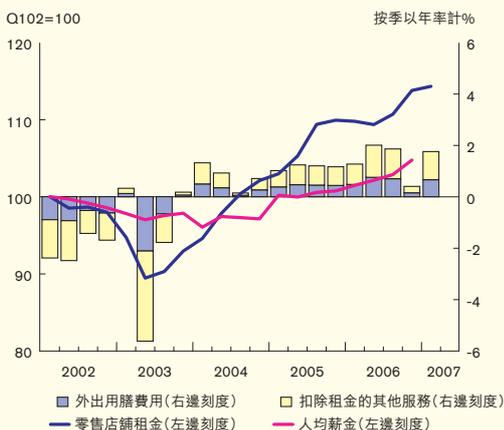
內部需求轉強及租金成本上漲，促使通脹壓力增加。在剔除 2 月份豁免公屋租金及 4 月份政府減免差餉的一次性影響後，4 月份綜合消費物價指數按 3 個月年率計上升 2.5%，3 月份的升幅為 3.1%，這主要是受到租金及食品成本持續上升帶動。扣除波幅較大的基本食品項目後，期內綜合消費物價指數在 3 月上升 2.9% 後，在 4 月增加 2.2%。與 1 年前比較，綜合消費物價通脹率由 2006 年第 4 季的 2.2% 上升至 2007 年第 1 季的 2.5%，是 1998 年第 3 季以來錄得的最大物價升幅（圖 2.15）。

圖 2.16
按主要組成項目分析消費物價通脹¹



1. 已剔除一次性寬減措施的影響。
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 2.17
扣除租金的服務價格通脹



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

租金、服務成本及貨品價格同時增加，反映近期消費物價通脹上升層面廣泛(圖2.16)。樓價及住宅租金逐步上升，繼續帶動消費物價通脹。商用物業租金急升及勞工成本上漲亦開始令服務價格上升。扣除租金的按3個月年率計的服務價格通脹由去年12月份的0.4%，升至4月份的1.5%。服務價格通脹步伐加快，主要反映出外用膳的費用增加，約佔過去數季服務價格增幅的一半(圖2.17)。由於扣除租金的服務項目佔綜合消費物價指數籃子中家庭支出的45%，預期服務環節成本上漲壓力將會在未來數月推高消費物價。

因貨品價格上升引致的通脹壓力變得更加明顯。按3個月以年率計，貨品價格通脹由去年12月份的0.1%上升至4月份的1.7%，主要是因為基本食品價格增幅較大。人民幣逐步升值，使從內地進口的食品及貨品價格上升，但與來自非燃料類商品價格的增幅及美元疲弱的影響比較，其對整體通脹率的影響並不顯著。

鑑於產出差距錄得正數，加上勞工成本上漲及住宅租金穩步上升，預期消費物價在未來幾個月會逐步上升。然而，政府推出的一次性寬減措施將會局部抵銷價格上漲對2007年整體通脹率的影響。

專題 4

香港的留用進口有多少是來自中國內地？

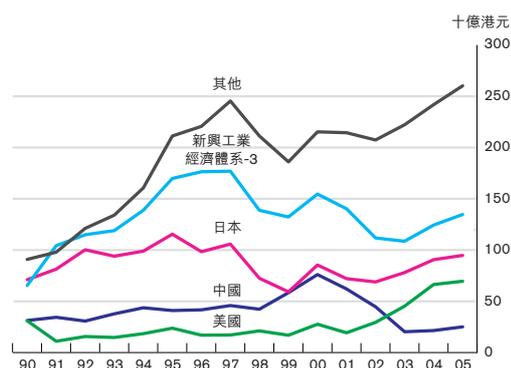
表B4.A
按來源地分類的留用進口貨值

2005 (十億港元)	按來源地 分類的 進口貨值	按來源地 分類的 轉口貨值	轉口 毛利率 ¹ (%)	留用進口 貨值	在香港的 留用 進口中所佔 比重(%)
中國	1,030	1,313	23.5	25	4.3
美國	106	64	7.8	46	7.9
日本	266	186	7.8	95	16.2
歐元區	135	75	7.8	65	11.2
台灣	172	152	7.8	32	5.4
韓國	129	74	7.8	61	10.4
其他	492	249	7.8	261	44.7
總額	2,329	2,114	17.5	585	100.0

1. 估計2005年來自中國以外的貿易夥伴的轉口毛利率平均為7.8%。

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

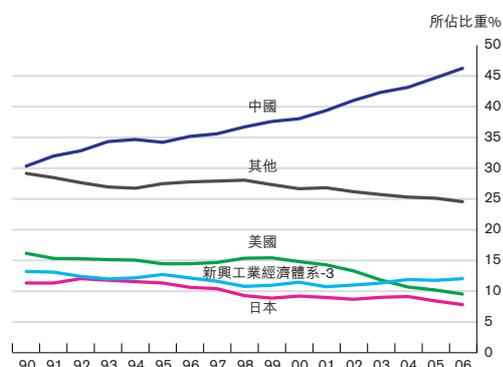
圖 B4.1
按主要貿易夥伴分類的留用進口貨值



註：新興工業經濟體系-3指韓國、新加坡及台灣。

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 B4.2
主要貿易夥伴所佔的貿易比重



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

隨着人民幣兌美元持續升值，令人聯想到這會怎樣影響香港的通脹前景的問題。影響有多大視乎香港的留用進口有多少是來自中國內地。有關留用進口的數據並非可直接取得，而是要利用進口貨值、轉口貨值及轉口毛利率估計出來。Leung and Chow (2007) 估計中國內地在香港的留用進口中所佔比例的大概範圍，並評估人民幣轉強對本港通脹的影響。¹⁸

來自內地的留用進口估計

由於沒有官方統計數據去直接量度本港的留用進口規模，因此要利用轉口毛利率來估計有關數字。¹⁹ 轉口毛利率是量度轉口與進口價格差距佔轉口價格的百分比。²⁰ 運用轉口毛利率，便可以根據下述方程式估計留用進口。

$$\text{留用進口} = \text{進口貨值} - \text{轉口貨值} * (1 - \text{轉口毛利率}) \quad (1)$$

2005年數字顯示中國內地及其他地區的轉口毛利率分別為23.5%及7.8%，而整體毛利率則為17.5%。根據方程式(1)的估計，來自內地的留用進口為250億港元，相當於香港留用進口總額的4.3%。與日本及美國等主要貿易夥伴相比，這個比例偏低(表B4.A)。

雖然來自大部分貿易夥伴的留用進口都隨着香港的內部需求增加而上升，但源自內地而留在本港使用的進口貨值則下降(圖B4.1)。這似乎與中國貿易對香港日益重要的趨勢相矛盾，並令人懷疑是否低估了來自內地貨品的轉口毛利率(圖B4.2)。尤其香港的轉口中有60%是源自內地，即使在轉口毛利率的統計數據中出現輕微的取樣或匯報誤差，都可能對來自內地的留用進口估計結果造成很大影響。

¹⁸ 詳情見「香港自內地的進口中有多少是留在本港使用？」(英文版本)，《金管局研究札記》01/2007，2007年6月。

¹⁹ 轉口毛利率的統計數據由政府統計處根據抽樣調查數據編製。

²⁰ 換言之，轉口毛利 = (轉口價格 - 進口價格) / 轉口價格。

表B4.B
來自中國的留用進口對轉口毛利率變動的敏感度

	中國內地的轉口毛利率 (%)	來自中國的留用進口貨值 (十億港元)	中國在香港的留用進口中所佔比重 (%)
2005			
平均值 - 10%	21.2	-5.8	-1.0
平均值 - 5%	22.3	9.7	1.7
平均估計值	23.5	25.1	4.3
平均值 + 5%	24.7	40.5	6.7
平均值 + 10%	25.9	55.9	9.1

註：我們假設其他貿易夥伴的轉口毛利率保持不變，而留用進口總額會隨着不同的中國轉口毛利率而變動。

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

為測試來自內地的留用進口所佔比重對轉口毛利率變動的敏感度，我們以平均估計值的5%及10%偏差來反映調查數據的取樣誤差。²¹ 表B4.B顯示，若內地的實際轉口毛利率較平均估計值高5%及10%，其於2005年在香港的留用進口中所佔比重會分別上升至6.7%及9.1%。然而，若實際轉口毛利率較平均估計值低10%，所佔比重會變為負數，而這是不合理的結果。

若中國內地的實際轉口毛利率比公布的數字高10%，並假設其他貿易夥伴的轉口毛利率保持不變，2005年留在香港使用來自內地的進口所佔比重會由4.3%上升至9.1%，留用進口貨值則由250億港元升至560億港元。

中國內地的轉口收支平衡毛利率

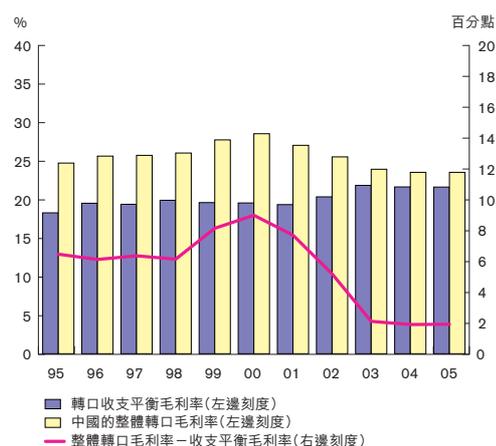
有關內地的轉口毛利率較高的假設，可以用轉口收支平衡毛利率過去的變動情況及源自內地的轉口產品組成的變化來引證。轉口收支平衡毛利率被界定為在沒有留用進口情況下的轉口毛利率。我們可以透過調動方程式(1)及將留用進口設定為零，藉以得出轉口收支平衡毛利率：

$$\text{轉口收支平衡毛利率} = 1 - (\text{進口貨值} / \text{轉口貨值}) \quad (2)$$

換言之，轉口收支平衡毛利率是轉口與進口貨值差距佔轉口貨值的百分比。如留用進口為正數，實際(或估計)的轉口毛利率須高於轉口收支平衡毛利率。兩者差距越大，留用進口貨值便越高。

過往的情況顯示中國內地的轉口收支平衡毛利率與整體轉口毛利率(由政府統計處公布)在1995至2000年間傾向同步變動，兩者的差距由6個百分點擴大至9個百分點。然而，自2001年以來，整體轉口毛利率開始下降，但轉口收支平衡毛利率則上升。結果兩者的差距在2005年顯著收窄至2個百分點(圖B4.3)。

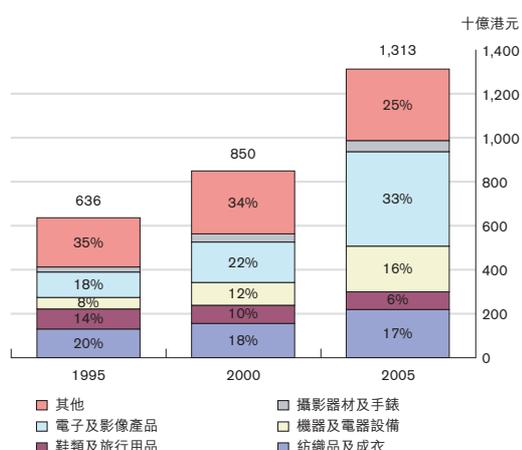
圖 B4.3
中國內地的轉口收支平衡毛利率及整體轉口毛利率



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

²¹ 根據調查數據的取樣誤差，與轉口毛利率的平均估計值的10%偏差相當於95%的置信區間(即包含實際轉口毛利率的範圍)。

圖 B4.4
按商品組別分類來自內地的轉口貨值



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

表 B4.C
中國內地轉口毛利率的不同估計結果

	1995至2000年間的差距 (百分點)	得出的2005年轉口毛利率 (%)	2005年中國在香港的留用進口中所佔比重 (%)
最小	6.1	27.7	12.5
最大	9.0	30.6	17.4
平均	7.0	28.6	14.1

轉口收支

平衡毛利率 **21.6**

註：我們假設其他貿易夥伴的轉口毛利率保持不變，而留用進口總額會隨着不同的中國轉口毛利率而變動。

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

表 B4.D
在不同的轉口毛利率假設下來自內地的留用進口

2005	中國的轉口毛利率	中國在香港的留用進口中所佔比重
整體轉口毛利率	23.5%	4.3%
整體毛利率+ 10%	25.9%	9.1%
與收支平衡毛利率的差距	28% - 31%	13% - 17%
可能範圍	26% - 31%	9% - 17%
平均估計值	28.5%	14%

註：我們假設其他貿易夥伴的轉口毛利率保持不變，而留用進口總額會隨着不同的中國轉口毛利率而變動。

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

然而，來自內地的轉口產品組成顯示製造商已轉移至生產機器及電子產品等高增值的貨品，兩者共佔的比重由1995年的26%升至2005年的49% (圖B4.4)。這表示源自中國的轉口貨品的邊際利潤應有所提高，或至少保持穩定，這與收支平衡毛利率上升的情況一致 (圖B4.3中的藍色柱)，但與整體轉口毛利率下跌的情況相矛盾 (圖B4.3中的黃色柱)。

假設實際的轉口毛利率跟隨圖B4.3所示的收支平衡毛利率的走勢，而兩者的差距一直保持穩定，中國內地的實際轉口毛利率將會高於整體數字的23.5%。利用1995至2000年間7個百分點的平均差距，得出的2005年中國內地轉口毛利率為28.6%，估計範圍則為27.7%至30.6%。因此，2005年來自內地的留用進口所佔比重會增至平均的14.1% (表B4.C)。這與21世紀初的水平相若。在不同的轉口毛利率假設下來自內地的留用進口所佔比重的可能範圍概要載於表B4.D。

人民幣升值對本港通脹的影響

由於人民幣持續升值，預期來自內地的進口貨品留在本港使用的比重越高，香港的通脹壓力就會越大。假設中國所佔的留用進口比重為14%，而匯率傳遞至消費物價的影響為1對1，人民幣升值10%估計會令綜合消費物價指數上升0.4個百分點，原因是在綜合消費物價籃子中，貿易貨品只佔家庭支出的30% (即10% \times 0.14 \times 0.3)。然而，人民幣轉強對消費物價通脹的整體影響可能高於或低於上述的估計結果，主要視乎匯率傳遞的影響程度、對服務價格的間接影響，以及來自內地的留用進口實際所佔的比重而定。

資產市場

近月股市表現審慎，投資者承擔風險的意欲由2006年第4季的高峰回軟。住宅物業市場方面，由於按揭息率下調及勞工收入增加改善置業負擔能力，樓價及成交宗數在第1季穩步上升。反映商務需求增長及供應緊絀，寫字樓租金顯著上升，並可能在今年餘下時間維持在高位。

圖 2.18
香港及上海股票價格



圖 2.19
香港股票市場的規避風險指數



2.9 股票市場

本港股市在接近2006年末時大幅上揚，恒生指數突破20,000點的水平。於2007年初，本地股票，特別是H股跟隨內地股市的走勢大幅波動（圖2.18）。然而，儘管有連串利好消息及發展支持本地市場，包括減稅、經濟狀況改善、物業市場交投增加、擴大「合格境內機構投資者計劃」的投資範圍，以及多個海外市場都升上破紀錄高位等，但近月本港投資者表現變得比較審慎，而內地投資者則繼續表現進取，將股價推至令人暈眩的高位。正如我們的估計風險規避指數所顯示，在接近2006年末時，本地投資者承擔風險的意欲很強，但今年開始有所收斂，風險規避指數在近月大約回復至歷史平均水平（圖2.19）。²² 這大概反映本地投資者充分意識到內地市場可能出現急劇調整的潛在風險。在2007年首5個月，恒生指數上升3.4%，與上海綜合指數上升53.6%的情況大相逕庭。恒生指數的升幅亦低於全球大部分其他股市。

²² 本指數是以股票回報的期權引伸概率密度函數與根據實際現貨市場回報的歷史（主觀）概率密度函數的方差，除以不附帶風險的利率計算而得。數值低顯示投資者承擔風險的意欲高，反之亦然。有關方法的詳情見即將刊發的《金管局工作文件》，Yu and Tam (2007)，「評估香港股票市場的市場情緒」（英文版本）。

圖 2.20
物業價格、利率及置業負擔能力¹



註：1. 置業負擔能力指數下降，表示置業人士更有能力購置房屋。
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

圖 2.21
豪宅平均成交價¹



註：1. 由於平均成交價指數並未就住宅物業隨着時間而出現的質素轉變作出調整，因此不能與整體住宅價格指數作直接比較。
資料來源：差餉物業估價署及職員估計數字。

圖 2.22
不同物業類型的租金指數



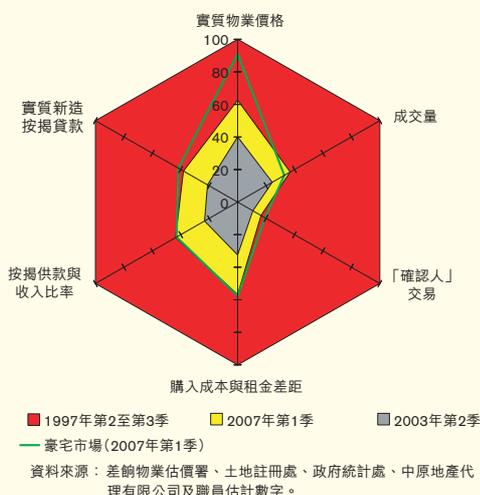
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

2.10 物業市場

按揭利率下調及勞工收入增加提高置業負擔能力，促使物業市場交投在第1季回升(圖2.20)。按季比較，樓價在2006年第4季上升0.6%後，在2007年第1季增加3.3%。在二手市場交投增加的帶動下，住宅物業成交宗數亦大幅回升，第1季錄得13%的升幅，對上一季則減少6.9%。按可售樓面面積計，大型單位(160平方米或以上)的價格增長速度繼續高於中型住宅單位(40平方米至100平方米以下)的價格升幅。位於香港島的豪宅的平均成交價格在第1季升至接近1997年中的水平，每平方呎的售價為11,500港元，較高峰僅低14%(圖2.21)。這部分反映高價住宅市場的供應相對有限。預期購入成本與租金差距繼續收窄以及有利的利率前景應會刺激住宅物業市場的交投。

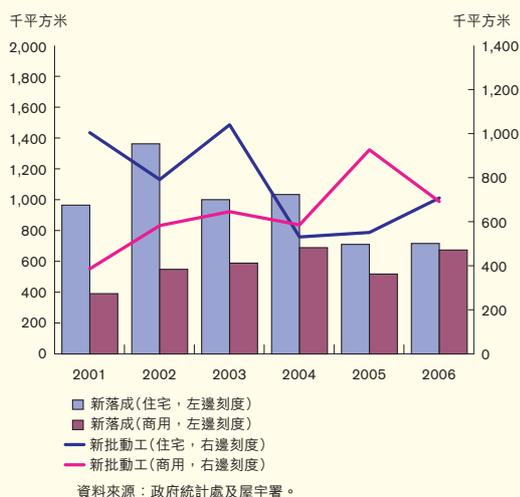
商用物業方面，寫字樓租金在第1季顯著上升3.2%，對上一季則微升0.9%。同期位於核心地帶的甲級寫字樓租金升勢更急，在2006年第4季上升3.9%後，在第一季再升6.0%，反映優質寫字樓空置率偏低及商務需求持續增加。零售店舖及廠房的租金成本升勢則相對溫和(圖2.22)。

圖 2.23
住宅市場的圖解分析



各項指標均顯示住宅市場穩健發展(圖2.23)。²³ 住宅物業的價格及成交宗數溫和上升，主要反映置業人士的需求增加。投機活動繼續減少，確認人交易的比重在第1季下降至1.17%的3年來低位。與2003年第2季的谷底相比，住宅物業價格實質增長57%。然而，目前的水平仍然較1997年中的高峰低37%。豪宅市場方面，在高收入人士、私營企業及海外投資者的需求增長帶動下，豪宅樓價升至更高水平。豪宅及一般住宅的價格差距主要反映這兩個市場不同的供求狀況。整體而言，物業市場沒有過熱跡象，成交量指標顯示住宅物業市場穩步擴張。

圖 2.24
住宅及商用物業供應



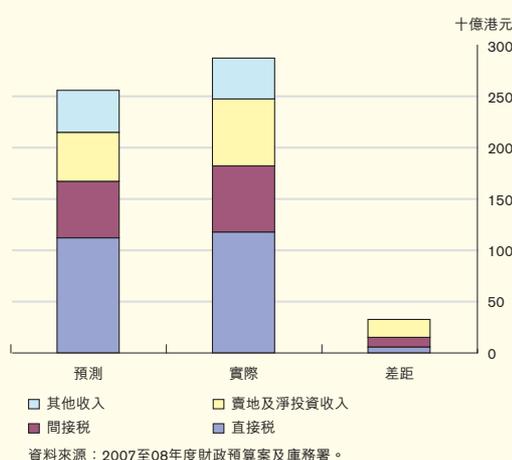
供應方面，新落成住宅物業(以建成樓面面積計)在2005年顯著減少，但在2006年則增加0.8%。施工同意書在2006年顯著上升，顯示未來數年住宅物業存量會隨着需求增加而穩步上升。商用物業方面，新落成寫字樓單位及商用面積在2006年顯著增加，但施工同意書卻大幅減少，顯示商用物業的供應在中期而言仍然緊張。預期商務需求增加及空置率偏低會令寫字樓及商用物業租金維持在高位(圖2.24)。

²³ 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。

公共財政

2006至07年度的財政表現遠較政府原本估計的強勁，主要反映經濟穩健增長及資產市場表現理想令政府收入增加。2007至08年度的財政預算案因為包含減稅及一次過寬免措施，普遍被視為具擴張性的預算。財政儲備與外匯基金之間的新分帳安排預期會為政府帶來更為穩定的投資收入。

圖 2.25
2006至07年度的預測及實際政府收入



2.11 公共財政

2006至07年度的綜合財政盈餘大幅增至586億港元（為本地生產總值的4.0%），高於原本預測的56億港元，以及2005至06年度的140億港元的財政盈餘（為本地生產總值的1.0%）。財政盈餘大幅增長，主要是因為賣地及投資收入較預期高，股市交易額創出新高亦使印花稅收入顯著增加（圖2.25）。由於政府致力遏抑公共支出，2006至07年度的開支總額進一步減少1.6%至2,290億港元。

由於財政狀況轉強，政府建議在2007至08年度減稅及增加公共開支，財政盈餘將因此而降至250億港元（為本地生產總值的1.7%）。財政盈餘減少，是因為減稅、一次過的寬免措施以及實施與外匯基金的新分帳安排令投資收入下降（但變得更為穩定）。同時，政府支出亦會上升，主要是因為營運開支增加（表2.E）。2007至08年度財政預算案整體上對宏觀經濟的影響是屬於擴張性的（專題5評估其對2007年經濟增長及通脹可能造成的影響）。

表 2.E
財政帳目分析

財政年度 ¹	預算案	估計	預測	
	2005/06	2006/07	2006/07	2007/08
	(按歷年計佔本地生產總值的百分比)			
收入 ²	17.8	17.4	19.5	17.8
稅項	12.3	11.4	12.4	11.2
非稅項	5.5	6.0	7.1	6.6
地價	2.1	2.1	2.5	2.5
出售資產/私有化	0.0	0.3	0.0	0.0
淨投資收入 ³	0.7	1.2	1.9	1.6
其他	2.7	2.5	2.7	2.4
開支	16.8	16.8	15.6	16.1
經常	13.9	14.2	13.3	13.9
資本 ⁴	2.9	2.7	2.3	2.2
未扣除淨借款的整體結餘	1.0	0.6	4.0	1.7
已扣除淨借款的整體結餘	1.0	0.4	3.8	1.7
財政儲備	22.5	20.8	25.0	25.4
財政儲備淨額	20.6	19.2	23.5	23.9

註：1. 數字是以2007至08年度財政預算案及庫務署數據為依據。

2. 不包括已發行的政府債券/票據所得資金。

3. 扣除政府債券/票據的利息支出。

4. 扣除政府債券/票據的利息支出及償付款額。

資料來源：《財政預算案》演詞、庫務署及職員估計數字。

圖 2.26
各項目對中期預測的財政盈餘的貢獻



中期財政前景維持正面。政府預測在未來5年會繼續錄得營運及綜合財政盈餘。預期綜合財政盈餘會由2007至08年度佔本地生產總值的1.7%，上升至2011至12年度的3.0%，反映期內收入增長超過開支增長（圖2.26）。因此，預測財政儲備會由3,910億港元（佔本地生產總值的25%）增至5,840億港元（佔本地生產總值的30%）。然而，這項利好的財政表現預測仍然存在不明朗因素，原因是賣地及投資收入的波幅都較大。因此，財政儲備與外匯基金之間的新分帳安排預期有助減低由市況變動所引致的投資收入波幅。²⁴

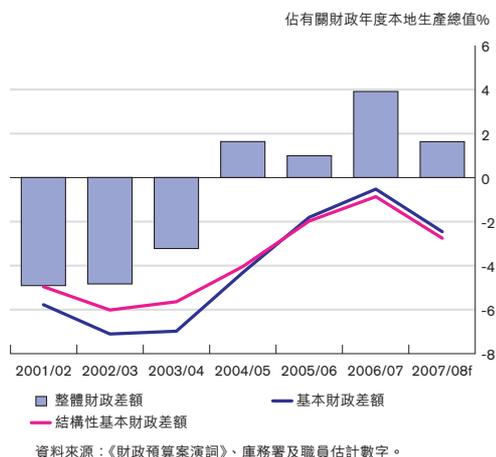
長遠而言，政府在維持穩健及可持續的財政狀況及儲備，以資助持續上升的醫療支出及應付未來發展需要方面所面對的主要政策挑戰，仍然是人口老化及稅基相對狹窄的問題。為解決這些結構性問題，政府已就可行的改革稅制建議及醫療融資方案展開公開諮詢，這是邁向維持長期財政穩健的第一步。

²⁴ 根據新分帳安排，財政儲備的年度投資回報會根據外匯基金投資組合過去6年的平均回報率計算，並保證最低回報不會低於3年期外匯基金債券在上年度的平均回報率。

專題 5 2007 至 08 年度財政預算案對宏觀經濟的影響

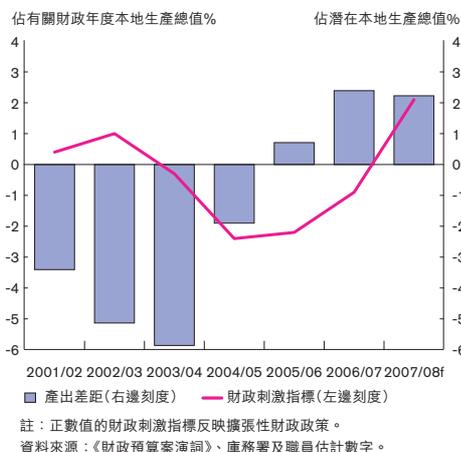
政府在2007至08年度財政預算案寬減稅項及增加開支。這些擴張性財政措施預期會刺激經濟增長及帶動就業人數增加。以目前經濟強勁及產出差距可能錄得正數的情況來看，這項擴張性財政政策相信會對內在通脹構成壓力。然而，政府建議的一次性寬免措施應會拉低2007年的整體綜合消費物價指數通脹率。本專題分析2007至08年度財政預算案的基本財政政策，以及評估其對宏觀經濟的影響。

圖 B5.1
基本財政差額及結構性基本財政差額



我們可以透過財政差額的變動來評估預算案的基本財政政策。其中一項具參考價值的指標是基本財政差額；基本財政差額是從整體財政差額中扣除利息支出及非經常收入項目(如賣地及投資/資產收入)。然而，經濟周期狀況中一些意料之外的變化會令最終的財政狀況與政策原意出現顯著偏差，因此我們需要從基本財政差額中剔除周期性因素。所得出的差額稱為結構性基本財政差額，是反映基本財政政策的指標。結構性基本財政差額已剔除了受經濟周期及賣地與淨投資收入波動有關的影響。根據2007至08年度財政預算案的數字，2007至08年度的結構性基本財政差額估計為相當於本地生產總值2.8%的赤字，高於2006至07年度相當於本地生產總值0.9%的赤字(圖B5.1)。

圖 B5.2
財政刺激指標及產出差距

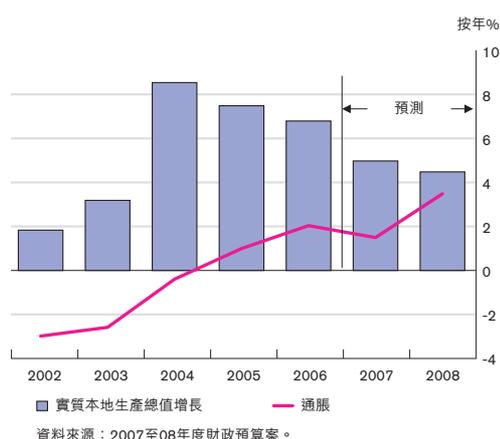


以結構性基本財政差額的變動來計算的財政刺激指標估計在2007至08年度為正數，而過去幾個財政年度則為負數(圖B5.2)。這顯示2007/08年度的基本財政政策是擴張性的。

2007至08年度財政預算案寬減稅項及增加政府開支將會對經濟增長及就業情況產生正面影響。根據稅項及政府開支的乘數估值，稅收及其他政府收入減少，會令本年度的本地生產總值增長上升0.6個百分點，而增加政府開支會令本地生產總值增長上升0.4個百分點。²⁵ 整體而言，2007至08年度財政預算案提出的刺激經濟措施會透過對整體需求造成的乘數效應，刺激經濟增長上升1個百分點。

然而，有關措施對本年度的本地生產總值增長的影響應會低於1個百分點，原因部分建議的措施都並非在2007年實施。根據金管局內部的小型結構性預測模型，預算案提出的措施若全面推行，會令2007年的本地生產總值增長上升0.5個百分點，以及令通脹上升0.2個百分點。

圖 B5.3
政府對產出增長及通脹的預測



然而，政府今年提出的各項一次性寬免措施應會令整體綜合消費物價指數通脹率有所緩和。例如豁免2月份的公屋租金以及建議自2007年7月起調低公屋租金11.6%，這會令2007年的全年通脹率減低0.3個百分點。連同減免兩季政府差餉及推出「學前教育學券計劃」，上述寬免措施應會令整體消費物價通脹率合共降低1個百分點。因此政府預測2007年的消費物價通脹率為1.5%，低於2006年2.0%的通脹率。然而，預期這些一次性措施的影響只會維持1年，由2008年起通脹壓力應會更為明顯。具體而言，政府預測2008至2011年間的綜合消費物價指數通脹的平均值為3.5%（圖B5.3）。

²⁵ 根據過去的研究，稅項及政府開支的乘數估計數字分別為0.4及0.6。即是說，平均每減稅1港元，產出便會增加0.4港元，而政府每支出多1港元，產出便會增加0.6港元。乘數值小於1，反映因家庭環節的儲蓄（即家庭並沒有將寬減稅項所帶來的額外收入全數用於消費）及進口（即政府的額外支出並非全數用作購買本地生產的商品及服務）引致的流失。詳情見「香港最近推出的財政措施對宏觀經濟的影響」，《金融管理局季報》，2000年2月號。

3. 貨幣及金融環節

匯率、利率及貨幣發展

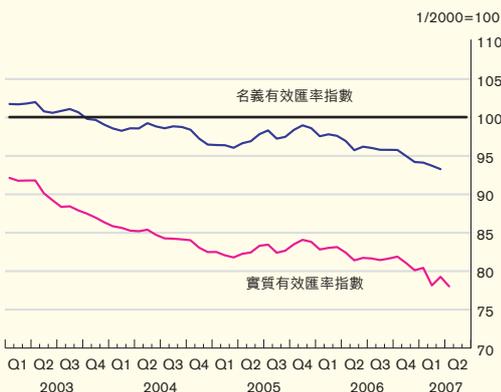
報告期內港元現貨匯率處於兌換範圍中間水平附近，人民幣兌港元升穿「一算」時，本港外匯及貨幣市場均未受影響。本港貨幣狀況仍然溫和，負息差持續，貨幣增長穩定。

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。

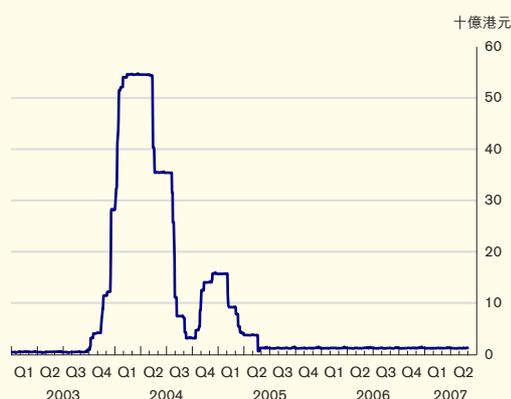
資料來源：金管局、職員估計數字。

3.1 匯率及利率

港元匯率自2007年初起轉弱，於5月23日達到7.8255（圖3.1），部分是利率套戥活動及在香港聯交所新上市的內地企業將首次公開招股集資所得轉作美元所致。接近5月底時現貨匯率轉強，反映部分套息交易在息差收窄的情況下被平倉。整體而言，港元匯率一直維持在兌換範圍中間水平附近，當人民幣兌港元現貨匯率在第1季升穿「一算」時，外匯及貨幣市場並無特別反應。（專題6探討2005年5月推出聯繫匯率制度3項優化措施以來港元現貨匯率的統計特徵。）

主要受到美元疲弱帶動，港元貿易加權名義及實質有效匯率指數亦告下跌（圖3.2）。由於2007年初經濟數據較預期佳，美元於年初表現頗佳，但其後傳出美國次級按揭問題的消息推低美元，令美元失守（見第1.9節詳細分析）。

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，金管局亦沒有在兌換範圍內進行任何酌情的貨幣市場操作。因此，總結餘維持穩定，仍處於13億港元左右的水平(圖3.3)。

由於市場有利率套戥交易及首次公開招股活動帶動流動資金需求上升，1個月及3個月香港銀行同業拆息自2007年初起已上升(圖3.4)。在美國聯儲局於3月21日及5月9日決定將聯邦基金利率維持在5.25厘水平後，倫敦銀行同業拆息於5.3厘附近保持穩定。因此，港元利率與美元利率之間的負差距收窄至100基點以下。

港元遠期匯率折讓收窄，與息差的走勢一致(圖3.5)。12個月港元遠期匯率折讓收窄，導致12個月港元遠期匯率於1月份轉強至接近強方兌換保證匯率水平，其後一直維持在該水平附近。

專題 6 港元匯率是否被「限制」在兌換範圍內？

政策文獻指若要目標範圍有公信力，匯率應有特定的統計特質——均值回復(mean-reversion)。然而，我們的測試結果顯示在2005年5月推出三項優化措施後（實際上使聯繫匯率制度成為目標範圍）的一段期間內，港元並未具有這項特質。相反，港元表現出隨機走向(random walk)。²⁶ 這是否表示目前的匯率安排並沒有公信力？我們會在專題內指出事實不一定如此，並會提出實證證據。

理論情況

若貨幣展現均值回復過程，無論這是受中央銀行在有關範圍內進行干預所帶動，或由市場人士的「穩定性猜測」所造成，市場都會認為目標範圍具公信力。²⁷ 這個論點在九十年代貨幣政策的圈子內非常普及，觸發大量相關的實證研究工作，嘗試研究各種歐洲貨幣在實施匯率機制時的統計特質。²⁸ 然而，一個新的學說指出均值回復並不是匯率浮動於具公信力的目標範圍內的必要條件。即使貨幣展現隨機走向過程，只要有關貨幣的走勢屬有限度過程(a bounded process)，其目標範圍仍可具有公信力。²⁹

貨幣在一個具公信力的目標範圍內屬有限度過程可能是基於很多原因，其中最明顯的是中央銀行潛在的干預及其捍衛匯率波動範圍的能力。只要匯率是靠近波動範圍的中央部分，市場人士便會覺得是處於安全範圍而作出相應表現，並不會認為特別需要將匯率拉至貼近中心點的水平。然而，若匯率趨向靠近上下限，市場可能預期央行會作出干預而將匯率推回波動範圍的中央部分。簡而言之，在有限度過程中，只有

²⁶ 所作的測試是Dickey-Fuller單位根值檢測法(Dickey-Fuller unit root test)及方差比率測試(variance-ratio test)。

²⁷ 若干預只在目標範圍的上下限發生，則匯率不一定會展現這種特質。

²⁸ 然而結果頗為參差。

²⁹ 見Nicolau, J. 2002, 「Stationary process that look like random walks — the bounded random walk process in discrete and continuous time」, 《Econometric Theory》, 18, 99-118。

在匯率貼近波動範圍的上下限時才會產生回復作用，而不是在中間點或貼近中間點。因此在統計學上，隨機走向與有限度的特質是可以並存，並與具公信力的制度一致。

實證研究結果

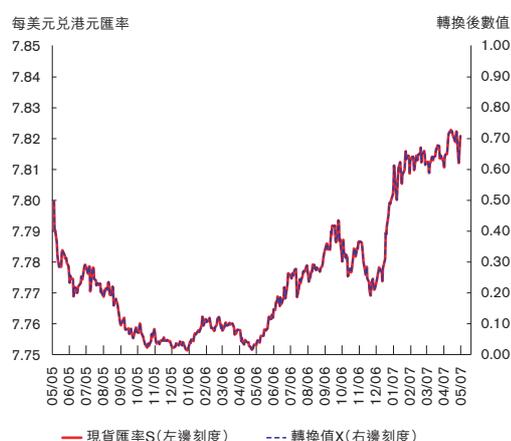
就聯繫匯率制度而言，我們假設匯率大部分時間都是展現隨機走向，但每當貼近強方或弱方兌換保證匯率時，便會反彈。在進行實證研究測試時，我們採用以下有限度過程的公式：

$$dx = \sigma(-\ln x)^\gamma x dz,$$

其中港元匯率S被轉變為x，它的值是0至1：

$$x = \frac{S - 7.75}{7.85 - 7.75},$$

圖 B6.1
港元兌美元的現貨匯率及轉化後的匯率

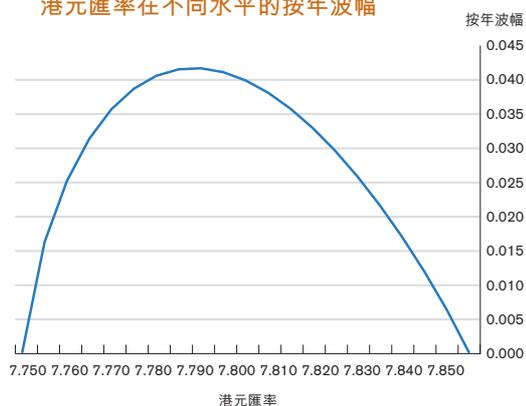


$\sigma^2(-\ln x)^{2\gamma} x^2$ 是視乎S的水平而定的方差， γ 是一個實數，而dz是標準隨機過程。³⁰ 要注意的是，x是在0至1之間，而S則在7.75至7.85之間（見圖B6.1）。當S達到目標範圍的上下限（即7.75及7.85）時，匯率的方差便會消失，原因是匯率非常貼近強方或弱方兌換保證匯率水平。³¹ 這暗示匯率不會觸及強方或弱方兌換保證匯率水平。系數 γ 反映匯率過程的方差距離對目標範圍上下限的敏感度。若 γ 是正數，有關過程便屬有限度的，而 γ 的數值越大，匯率便越敏感。

³⁰ 有限度過程的公式是根據Lo, C. F. 2007, 「Exact solution to the functional Fokker-Planck equation of a bounded stochastic process and its application to modelling tumour cell growth」(Working Paper, 香港中文大學)中所用的公式引伸而來。

³¹ 當S達到7.75時， $(-\ln x)^\gamma x$ 便會等於0。另一方面，當S達到7.85時，x是1， $\ln x$ 是0，所以 $(-\ln x)^\gamma x$ 便是0。

圖 B6.2
港元匯率在不同水平的按年波幅



為測試這個假設，我們利用最大似然方法，以2005年5月18日至2007年5月17日的每日港元現貨匯率，來估計有限度過程的參數。結果顯示有關過程能適當擬合，而參數 σ 及 γ 分別為0.07及0.96，在統計上均屬顯著。³²在有限度過程中於不同水平的按年匯率波幅載於圖B6.2。波幅在接近7.8中心點時最高(按年約為0.04港元，每日為0.0025港元)，而在強方及弱方的界限時則接近0。³³

結論

實證測試結果顯示，港元展現「有限度過程」，這過程與具有完全公信力的匯率波動範圍一致。即使市場上可能有動力或誘因，使市場人士將匯率推近7.8，但有限度過程意味着當匯率貼近上限或下限時，匯率便會出現相對較大的波動，使匯率移向中間點。³⁴

³² Portmanteau測試統計數據顯示有關過程適當擬合，是因為餘值並不是序列相關。

³³ 變動在中心點並非對稱，原因是自推出三項優化措施以來的大部分時間，匯率均處於接近強方的兌換範圍內。

³⁴ 1月份出現過這情況，當時匯率由強方兌換保證匯率水平移近7.8。

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，若比率降至低於105%（觸發下限），投資組合的資產便會注入支持組合，使比率回升至107.5%。

資料來源：金管局。

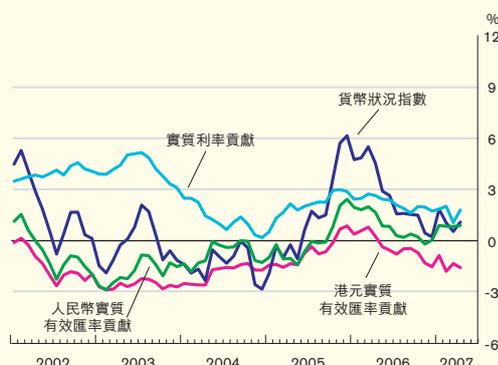
圖 3.7
貨幣總體數字按年增長



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

由於貨幣基礎減少、淨利息收入上升及錄得重估收益，所以支持比率於1月21日升至112.61%，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1月22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，支持比率繼續上升，於5月31日收市時為111.28%。（專題7探討人民幣升值對港元紙幣需求的影響。）

3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況

由於經濟增長穩定，貨幣總體數字繼續增加，但增長步伐於4月份減慢（圖3.7）。由於股市交投活躍及集資活動暢旺，在1月至3月期間，港元狹義貨幣供應M1的按年升幅達13%以上。隨着首次公開招股活動減退，M1升幅於4月底降至9.4%。港元廣義貨幣供應M3在第1季同樣增長暢旺，於3月底的按年升幅達到20.1%，其後於4月降至14.8%，與狹義貨幣供應變動一致。

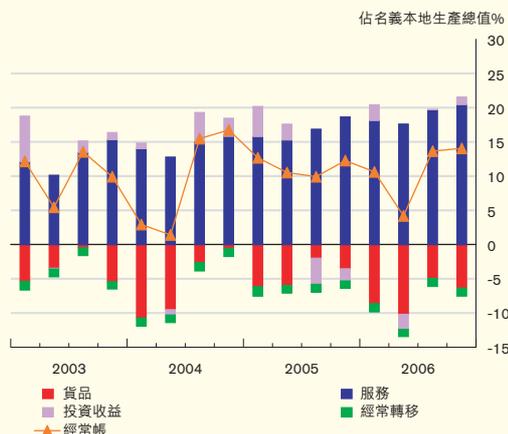
貨幣狀況指數的下調顯示本地貨幣狀況自2006年初以來大致轉趨寬鬆（圖3.8），主要原因是港元及人民幣實質有效匯率回落，部分亦因為通脹上升令實質利率下降所致。現時貨幣狀況大致屬中性，在通脹低企的情況下，本港經濟並無明顯的宏觀失衡現象。

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
對經常帳盈餘的貢獻



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	2005	2006	2006			
			Q1	Q2	Q3	Q4
經常帳	11.4	10.9	10.7	4.2	13.7	14.1
資本及金融帳	-13.2	-13.7	-14.2	-7.6	-15.9	-16.6
資本轉移	-0.4	-0.2	-0.1	0.1	-0.5	-0.1
金融非儲備資產(淨變動)	-12.1	-10.4	-10.7	-4.8	-11.9	-13.4
直接投資	3.6	-0.3	7.9	-8.6	-4.2	3.5
有價證券投資	-17.7	-17.5	9.8	-22.5	4.6	-58.1
金融衍生工具	2.2	2.6	0.7	4.2	2.2	3.5
其他投資	-0.2	4.8	-29.1	22.1	-14.5	37.7
儲備資產(淨變動)	0.8	3.2	3.3	2.9	3.5	3.0
淨誤差及遺漏	1.8	2.8	3.5	3.3	2.2	2.5

資料來源：政府統計處。

本港信貸增長維持穩定，在香港使用的貸款增長一直緊貼名義本地生產總值的增長步伐，間中因新股上市相關的信貸需求增加而上升(圖3.9)。按經濟用途分析，證券經紀及投資公司貸款在股市活動熾熱帶動下，於2007年第1季顯著增加；按揭貸款增長則持續沉滯。

3.4 資金流向

最新的國際收支平衡數據顯示，儲備資產連續第6個季度增加。資產增加是由於外匯基金美元資產錄得穩定的利息收入所致。

經常帳在2006年第4季繼續錄得盈餘，其中服務貿易盈餘超過貨品貿易赤字(圖3.10及表3.A)。運輸及貿易有關服務輸出增加是帶動服務貿易盈餘增加的主要原因。這部分反映在實質有效匯率貶值下對外競爭力增加。

非儲備金融帳在2006年第4季繼續錄得淨流出，主要是有價證券投資流出所致(表3.A)。其中股本證券投資流出是受到香港居民買入內地企業H股所帶動，而這些股票在國際收支平衡統計中被列作海外股票。本港銀行亦增持短期海外貨幣市場票據。

另一方面，非本地居民持有的貨幣及存款連續第3個季度顯著增加，導致2006年第4季「其他投資」項目錄得大額淨流入，而這帳目主要包括非居民持有的貸款及存款。期內港元及外幣流動存款顯著增加，這可能跟在香港聯交所新上市的內地企業將首次公開招股集資所得轉作短期存款有關。

專題 7 人民幣升值對港元需求的影響

引言

人民幣兌港元匯率於2007年初升穿「一算」，據悉深圳一些店舖因此已不再接受港元紙幣作為支付方式。為方便香港居民消費，華南地區在過去一段時間廣泛接受港元紙幣按「一算」作為支付。由於當時港元匯率較人民幣強，此舉亦對店舖有利。但現時較強的是人民幣匯率，店舖為免匯兌損失都不願意按「一算」接受港元。

此現象令人關注若與內地相關的港元紙幣需求顯著減少，同時在人民幣持續升值的形勢下，內地流通的港元紙幣被調回香港時，會對香港構成甚麼貨幣影響。本專題擬評估人民幣升值對內地港元紙幣需求的潛在影響。

主要途徑

內地港元紙幣需求主要源自3方面：

- 內地居民來港使用港元紙幣，方便消費購物。內地遊客出發到香港前一般會先以人民幣兌換500或1,000元面額的港元現鈔（人民幣紙幣最大面額是100元，港元則為1,000元）。³⁵ 估計於2006年底源自這方面的需求約佔港元紙幣流通總量的六分之一。
- 隨着香港與華南地區日漸融合，不少香港居民定期到訪深圳及廣東，並以被普遍接受的港元消費購物。於2006年底，來自這方面的港元需求約佔流通總量的十二分之一。

³⁵ 香港推出人民幣業務可能在某程度上減少這項需求，原因是內地遊客可憑中國銀聯卡在香港直接提款。

- 除內地外，港元紙幣亦在澳門及其他海外市場流通使用。Ho, Shek and Shi (2006)最新估計³⁶顯示，於2005年底，港元境外需求總量約佔流通總量的五成。以此計算，於2006年底在內地以外市場的港元需求約佔流通總量的三分之一。

人民幣升值對港元境外需求的影響

以上估計顯示，即使深圳店舖停止接受港元紙幣，由於這方面的港元境外需求只佔其流通總量的一小部分，因此估計對香港貨幣狀況的影響不會顯著。

訪港內地居民對大額港元紙幣的需求亦不應受到人民幣升值影響。對他們來說，隨身攜帶較大面額港元紙幣來港付款消費，比起直接用人民幣鈔票支付方便。這個因素同樣意味內地以外其他市場的港元需求，亦不應受到重大影響。

至於港元紙幣從內地調返香港的影響，若銀行認為所持港元太多，便可能以負債證明書贖回美元。港元調返可被視作預期以外的衝擊或紙幣需求的結構性變動。

金管局已制訂一項簡單的統計方法，以監察不能以趨勢或季節因素解釋的紙幣需求衝擊。這個方法顯示，至目前為止港元紙幣需求並無任何很明顯的衝擊或結構性轉變。然而，非正式證據顯示，內地對較小面額港元紙幣的需求減少，較大面額的則增加。

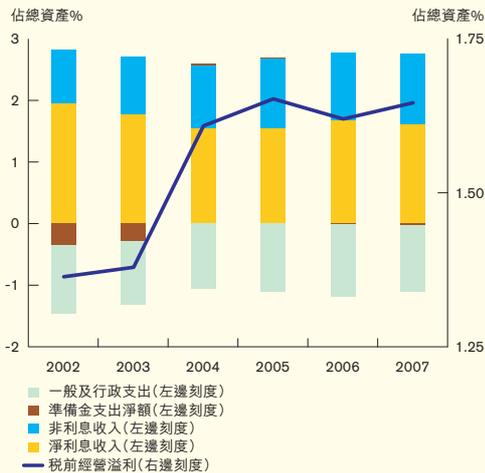
港元被調返對香港貨幣市場及利率的影響相信極小。在現行貨幣體制下，負債證明書與總結餘之間不可轉移，兩者之中任何一方變動都不會影響另一方：負債證明書按7.8固定匯率發行或贖回，不付任何利息，而只有金管局的貨幣市場外匯操作才會對總結餘產生重大影響，從而影響市場匯率及利率。因此，市場匯率及利率將不會受到發行或贖回負債證明書影響。

³⁶ Daryl Ho, Jimmy Shek and Joanna Shi (2006)，「再探港元的境外需求」，2006年3月號《香港金融管理局季報》。

銀行業的表現

零售銀行盈利繼續增長，整體收入上升抵銷一般及行政開支的增長。資本及流動資金保持充裕，資產質素進一步改善，但有跡象顯示信用卡貸款質素略為下降。資金流入令流動資金充裕，加上貸款業務機會有限，促使銀行價格競爭（尤其按揭貸款）進一步加劇、增持債務工具及增加無抵押個人貸款。在此環境下，銀行有需要加緊注視資金流向可能逆轉與利率變動所構成的息率基準風險，以及牽涉個人破產的風險。

圖 3.11
零售銀行盈利



註：2007年數字是截至2007年第1季按年率計。
資料來源：金管局。

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，零售銀行盈利在截至2007年3月的6個月期間上升（圖3.11），其中淨利息收入及非利息收入均上升，並且在2006年第4季錄得淨回撥準備金³⁷，抵銷了員工成本及租金支出顯著上升令一般及行政支出增加的影響。³⁸

淨利息收入上升，主要是整體附息資產增加，其中包括客戶貸款與墊款及所持的可轉讓債務工具（不包括可轉讓存款證），抵銷了從2006年第4季以來淨息差收窄的影響。

非利息收入方面，其升幅部分是2006年下半年買賣收入大幅增加所致。由於銀行從事買賣活動無可避免要面對市場風險，因此有必要審慎注視是否承擔過大風險。專題8根據本地註冊銀行的年報探討本港銀行體系參與的市場風險有關活動。該分析顯示部分銀行過去一年承受的風險上升，以及市場風險有關活動的風險調整表現亦見加強。

³⁷ 零售銀行在2006年第4季錄得淨回撥準備金，但2007年第1季卻有正數的減值準備。整體而言，與截至2006年9月底的6個月期相比，截至2007年3月底的6個月期的呆帳準備金淨額顯著減少。

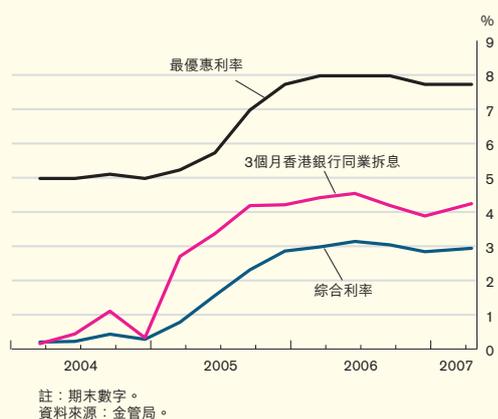
³⁸ 員工成本增加是由於整體加薪及擴展業務需要增聘人手所致，其中2006年下半年銀行業名義薪金及受僱人數分別增加16.4%及7.3%。

圖 3.12
零售銀行淨息差



淨息差從上一份報告而來收窄(圖3.12)。香港銀行同業拆息上升令以拆息為基準的銀行貸款息差擴大，但以最優惠貸款利率為基準的貸款息差卻收窄，令銀行整體息差承受壓力。息差收窄是由於2006年11月最優惠貸款利率調低25基點，相比零售銀行資金成本則相對穩定，同時按揭市場減價戰加劇。報告期內，3個月香港銀行同業拆息上升23基點(由2006年10月底至2007年4月底)，部分受到股市交投暢旺(尤其首次公開招股活動)所致³⁹，而最優惠貸款利率則下跌25基點。^{40, 41} 反映零售銀行平均資金成本的綜合利率則下跌7基點(圖3.13)。

圖 3.13
綜合利率



資本額

2007年1月1日推行本地註冊認可機構的經修訂資本充足架構(《資本協定二》)。因此，2007年3月起的數據不能與截至2006年12月底的數據直接比較。於2007年3月底，本地註冊認可機構的整體綜合資本充足比率為13.61%(圖3.14)，遠高於8%的國際最低標準。

圖 3.14
本地註冊認可機構資本額



³⁹ 由於首次公開招股活動認購會增加市場對短期資金的需求，香港銀行同業拆息(尤其期限較短一類)受到影響。

⁴⁰ 最優惠貸款利率指香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。

⁴¹ 銀行於2006年11月7日將最優惠貸款利率及儲蓄存款利率調低25基點。

專題 8 香港銀行的市場風險

自2002年以來，全球銀行風險水平普遍上升(以其業務組合估計虧損風險值(Value-at-risk, VaR)計)⁴²，同時買賣業務及其收入顯著增加⁴³，因此近年金融機構的市場風險備受投資者以及監管機構所關注。儘管主要金融市場波動相對較小，應有助降低估計虧損風險值，但上述情況仍然出現。香港銀行並不例外，在過去一年買賣收入大幅增加。⁴⁴ 涉及市場風險的業務上升，通常令其附帶的市場風險亦見增加，對銀行體系的穩定產生影響。

有關香港銀行市場風險的公開資料較少，但我們可從本地註冊銀行在年報披露的帳目中找到一些有用的數據。⁴⁵ 本專題根據這些數據宏觀評估香港銀行的市場風險。結果發現在24間本地註冊銀行當中⁴⁶，15間在其2006年年報中披露涉及市場風險業務的量化資料，其餘銀行涉及市場風險的業務並不多。⁴⁷ 有關銀行披露其在2005年及2006年涉及市場風險業務的每日平均收入及標準差。在這些銀行中，10間進一步披露其內部的估計虧損風險值，其中7間更按不同風險(如外匯、利率、股本及信貸風險)細分估計虧損風險值。披露涉及市場風險業務的資料主要是大型銀行或從事這類業務規模頗大的銀行，反映研究樣本涵蓋大多數從事涉及市場風險業務的本地銀行，因此應具足夠代表性以反映整體業界的情況。⁴⁸

⁴² 估計虧損風險值是監管機構及市場人士常用的工具，以衡量在一段時間內，於某一設定的置信水平下，某業務組合因市場風險可能帶來的最大虧損。金融機構披露的估計虧損風險值資料，一般假設1日或10日時間內持倉不變，並以99%置信水平計算。

⁴³ 例如，一組共5間大型環球投資銀行在2006年的平均買賣收入及估計虧損風險值分別增加54%及24%。一組共6間環球銀行集團的相應數字分別為23%及7%。見惠譽評級(2007)「證券公司：2006年度同業數字」(Securities Firm: YE06 Peer data)。

⁴⁴ 與此同時，主要投資銀行及大型銀行集團從涉及市場風險的業務中取得理想業績。普遍而言，這些機構的風險調整表現獲得改善，這從收入與估計虧損風險值比率較高可見。

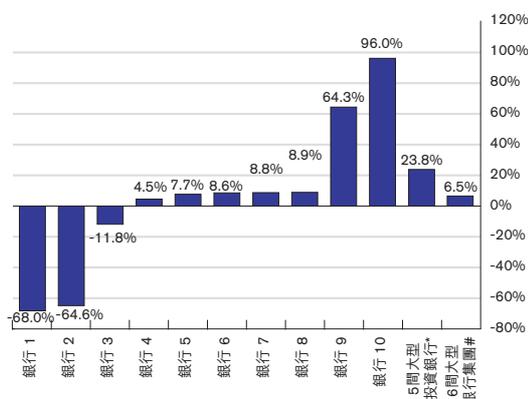
⁴⁵ 根據《監管政策手冊》其中FD-1「本地註冊認可機構披露財務資料」一章，所有在自營買賣帳冊涉及明顯市場風險的本地註冊認可機構均應在年度帳目中披露其涉及市場風險業務的量化資料。

⁴⁶ 截至2007年4月。

⁴⁷ 雖然大部分銀行只將其自營買賣帳冊的業務列入涉及市場風險的業務範圍內，但應注意某些大型銀行亦會將部分非買賣性質的業務組合按市價估值，然後列作涉及市場風險的業務。其披露涉及市場風險業務的收入或風險並不限於其自營買賣帳目業務所產生的收入及風險。因此，我們採用了「涉及市場風險的業務」這一用語，而不用較狹窄的「買賣業務」。

⁴⁸ 然而，應指出年度披露的數據反映銀行的綜合狀況，這包括其附屬機構及海外辦事處的市場風險持倉。

圖 B8.1
2005年至2006年估計虧損風險值百分比變動

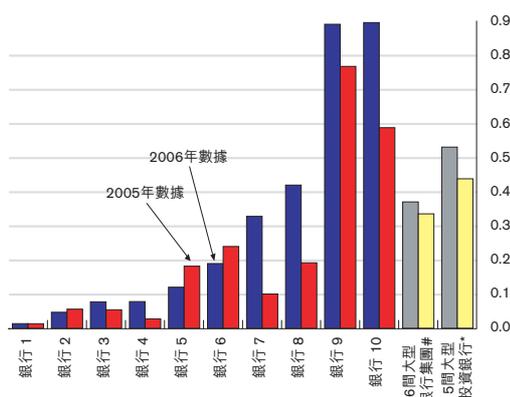


註：* 根據惠譽(2007)：5間大型投資銀行(包括貝爾斯登、高盛、雷曼兄弟、美林及摩根士丹利)的平均數。

根據惠譽(2007)：6間大型銀行集團(包括美國銀行、花旗銀行、瑞士信貸集團、德意志銀行、JP摩根大通及瑞士聯合銀行)的平均數。

資料來源：各銀行2006年年報；惠譽(2007)；金管局職員計算數字。

圖 B8.2
銀行風險調整表現(估計虧損風險值效益)



註：* 根據惠譽(2007)：5間大型投資銀行(包括貝爾斯登、高盛、雷曼兄弟、美林及摩根士丹利)的平均數。

根據惠譽(2007)：6間大型銀行集團(包括美國銀行、花旗銀行、瑞士信貸集團、德意志銀行、JP摩根大通及瑞士聯合銀行)的平均數。

資料來源：各銀行2006年年報；惠譽(2007)；金管局職員計算數字。

部分本地銀行的市場風險增加

研究發現香港部分本地銀行在2006年的風險承擔水平增加，與全球趨勢大致相符。如圖B8.1所示，在10間有披露估計虧損風險值的本地銀行中，7間顯示過去一年風險值上升，只有3間降低其市場風險額。根據該7間銀行就承受不同風險所披露的估計虧損風險值資料顯示，利率風險仍是普遍的主要市場風險。

承擔較大市場風險額的策略表現

本節採用兩個常見的銀行風險調整表現指標，第一個是估計虧損風險值效益，即涉及市場風險業務的每日平均收入與其平均單日99%置信水平估計虧損風險值(1-day 99% VaR)的比率。⁴⁹基本上，涉及市場風險業務的收入按照估計虧損風險值計的風險水平作出調整。⁵⁰銀行所報的業績顯示，大多數銀行(在10間有披露估計虧損風險值的銀行中的7間)在2006年取得較大的估計虧損風險值效益，顯示銀行涉及市場風險業務的風險調整表現普遍改善(圖B8.2)，與全球銀行業表現大致相符。⁵¹

雖然這個估計虧損風險值比率被普遍採用，但它也有若干限制，如有關估計的模型風險。⁵²為彌補這方面的問題，我們採用第二個指標——夏普(Sharpe)比率⁵³，即涉及市場風險業

⁴⁹ 至於披露不同時間或置信水平的估計虧損風險值的銀行，我們假設是正態分布，然後將其估計虧損風險值化作1日及99%置信水平的數字。所有估計虧損風險值，若原本以外幣表示，將全部以期末匯率匯算以港幣表示。

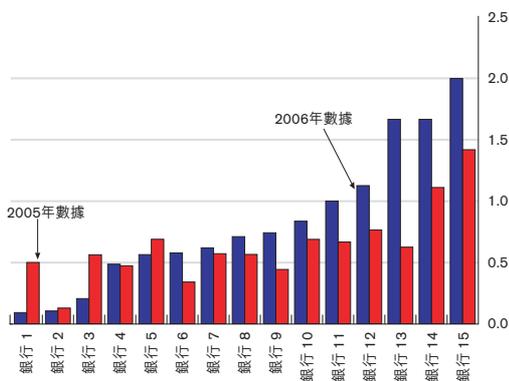
⁵⁰ 詳情見惠譽評級(2007)。

⁵¹ 至於一組共5間大型環球投資銀行，平均估計虧損風險值效益由2005年的43.9%上升至2006年的53.2%。一組共6間大型環球銀行集團的數字分別是33.6%(2005年)及37.1%(2006年)。詳情見惠譽評級(2007)。

⁵² 詳細分析見專題3「買賣收入及估計虧損風險值」，《金融穩定報告》，2006年7月，英倫銀行。

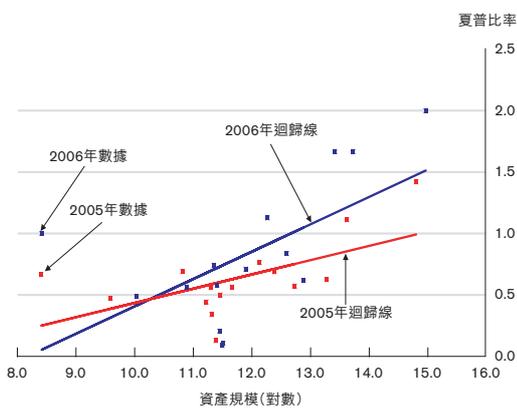
⁵³ 部分研究將每日平均買賣收入與其標準差比率稱為夏普比率(RiskMetrics Group (1999),「風險管理實務指引」; Jorion, Philippe (2005),「銀行買賣風險及系統性風險」研究文章,第11037號,全國經濟研究局。)我們在本研究中採用它們的做法,並沿用同一用語。然而,應注意夏普比率最初被界定為超額回報與其標準差的比率,而這個定義不同於本研究所採用的,因此不能直接比較。

圖 B8.3
銀行風險調整表現(夏普比率)



資料來源：各銀行2006年年報；金管局職員計算數字。

圖 B8.4
風險調整表現與銀行資產規模的關係



資料來源：各銀行2006年年報；金管局職員計算數字。

務每日平均收入與其標準差的比率。^{54, 55} 與估計虧損風險值效益所得的結果接近，大多數銀行(15間銀行中的11間，見圖B8.3)在2006年的夏普比率上升，顯示去年香港銀行普遍較前年有能力將風險化作收入。從銀行所報業績可見，在2005年以夏普比率計表現勝於同業的銀行，在2006年的夏普比率亦顯著改善。這顯示除業務策略及市場變動外，可能还有其他因素會影響銀行的風險調整表現。研究發現銀行規模與風險調整表現有正向關係，因此，銀行規模可能是其中一個因素(圖B8.4)。這顯示銀行涉及市場風險的業務可能存在經濟規模，令大型銀行較能分散業務風險。

與國際銀行承受市場風險能力比較

評估銀行市場風險承受能力的一個傳統方法，是研究該銀行估計虧損風險值與其第一級資本的比率。⁵⁶《Risk》近年報告(2004、2005及2006)透露，從事涉及市場風險業務的主要環球金融機構的比率一般在0.5%以下，而一組共20間大型環球銀行在2005年的平均估計虧損風險值與第一級資本比率約為0.18%。此外，在2002至2005年間，這一平均數字只在0.17%至0.20%之間微調。相比之下，本港有披露估計虧損風險值的大多數銀行(10間中的7間)的比率均低於該20間環球金融機構的數字(0.18%)，當中3間所報的估計虧損風險值與第一級資本比率則高於這平均水平。然而，應注意本地銀行的業務組合可能與《Risk》涵蓋的銀行有顯著分別，因此應審慎詮釋。

展望未來，過去一年涉及市場風險業務收入普遍改善及其他業務競爭激烈，可能促使銀行增加承受市場風險的水平，因此應密切注視這些發展會否令銀行承擔大量市場風險。

⁵⁴ 業務組合的收入可變性(以每日收入的標準差計)是銀行市場風險的常用指標。例如可參考標準普爾(2007)，「徵詢意見：評估金融機構資本充足性的風險為本架構」。若銀行業務組合中波動程度大但對沖程度小的金融資產所佔比重顯著，其收入可變性應可能較高。

⁵⁵ 採用夏普比率其中一個好處是可擴大研究涵蓋銀行的數目(由10間增至15間)。

⁵⁶ 見第99至102頁，「金融穩定檢討」，2006年12月，歐洲中央銀行；《Risk》(2004)，「估計虧損風險值：即將引爆」；《Risk》(2005)，「估計虧損風險值上升」；以及《Risk》(2006)，「估計虧損風險值崩潰」。

圖 3.15
零售銀行流動資金比率

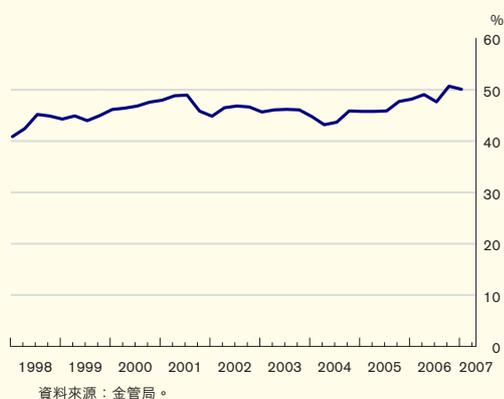


圖 3.16
零售銀行負債結構

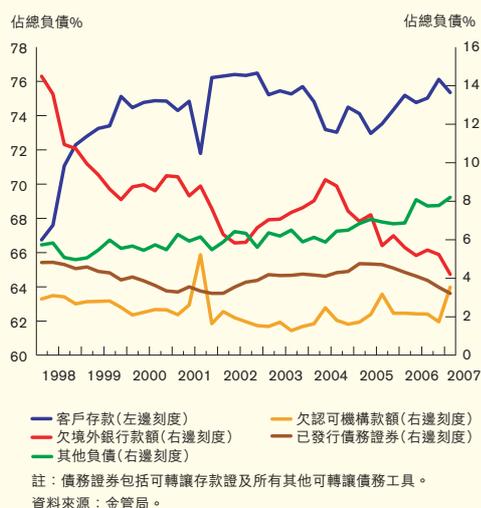
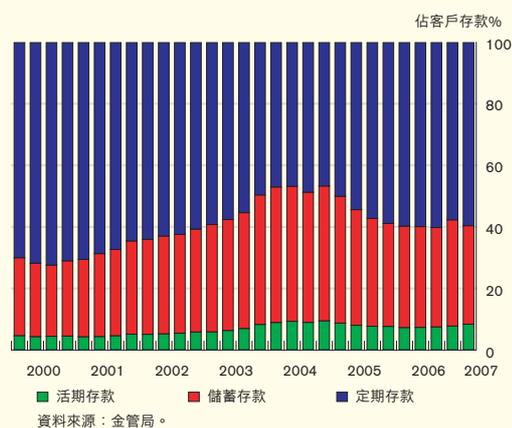


圖 3.17
零售銀行客戶存款結構



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2007年第1季進一步上升至50.1%，遠高於25%法定最低的要求(圖3.15)。於2007年3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%。

除了持有流動資產作為流動資金的其中一項可能來源外，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12月份的報告以來，銀行同業流動資金水平保持穩定。於2007年4月，總結餘保持穩定，為13.3億港元，只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，有關比例於2007年3月維持平穩，為七成半。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。

零售銀行的流動性風險受到客戶存款組合成分影響。在各類存款中，定期存款通常較儲蓄存款穩定，後者又較活期存款穩定。自12月份報告以來，存款結構穩定，其中活期存款比重由2006年9月的7.4%稍升至2007年3月的8.3%，部分是由於股市交投暢旺所致；定期存款比重則由60.2%稍降至59.6%；儲蓄存款由32.3%微跌至32.1%(圖3.17)。然而，展望未來，若美國利率一如部分市場人士預期般開始下調，上述存款可能逆向轉移，以致流動性較低的定期存款會被轉作活期及儲蓄存款，繼而對銀行資產與負債的期限錯配造成影響。

圖 3.18
按資金來源分類的零售銀行資金差額

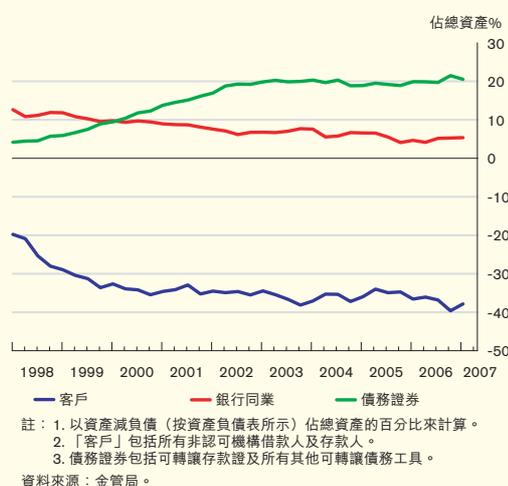


圖 3.19
港元貸存比率



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2007年3月，這個差額為負37.9%，幅度較2006年9月的負36.9%更大（圖3.18），使整體零售銀行成為銀行同業貸款（期限一般較短）的淨貸款人及債務證券（為流動資產）的淨持有人。於2007年3月底，整體銀行體系的港元貸存比率為75.7%，零售銀行的比率則為70.6%，相比2006年9月分別為79.1%及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。⁵⁷

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。本港市場方面，整體零售銀行截至2007年3月為止，來自本港銀行同業的借款額僅佔總負債的3.5%，對本港銀行同業提供的貸款額則佔總資產的9.0%，相比2006年9月的數字分別為2.1%及7.4%，其中後者部分是首次公開招股活動帶動貸款額上升所致。由於本港認可機構之間的銀行同業借貸只佔零售銀行資產負債表一個細小的部分，因此本港市場方面因銀行同業借貸而引起的連鎖影響不會構成重大問題。

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。

⁵⁷ 然而，流動資金過剩對盈利構成壓力。第3.7節利率風險會較詳細分析流動資金過剩對銀行體系的影響。

圖 3.20
零售銀行港元存款與貸款差距



12月份報告曾指出，銀行體系流動資金過剩及資金流向可能逆轉構成一些利率風險，而且至今這些風險似有所增加。截至2007年3月，零售銀行港元存款與貸款差額進一步擴大至7,170億港元，相當於其港元資產約23.8% (圖3.20)。近期港元存款 (尤其定期存款) 增長強勁，可能是資金流入所致。當中一些存款可能是非居民投放，而此舉部分是受到股市交投 (尤其首次公開招股活動) 所帶動。由於這些存款可能屬短期性質，並且不如其他客戶存款般穩定，銀行應密切注視其性質與期限。在此情況下，若銀行持有大量這些存款，或於銀行同業市場佔資金來源很大比重，便可能面對較高的利率風險。⁵⁸ 若市場氣氛轉變導致資金流向逆轉，令流動資金出現緊張，貸款組合倚賴這些存款作為資金來源的銀行的息差便可能受到遏抑。

在流動資金充裕的情況下，價格競爭進一步加劇，這項風險在按揭貸款市場尤其明顯。最新的住宅按揭貸款統計調查顯示，大部分新批出貸款的息率均低於最優惠貸款利率2.5厘以上，⁵⁹ 反映實質按揭利率由少於4.75厘至5厘不等。以香港銀行同業拆息目前處於4.5厘附近水平計，那些倚重銀行同業貸款作為資金來源的銀行，其風險緩衝似乎很小。

圖 3.21
零售銀行所持可轉讓債務工具



至於按揭市場中以香港銀行同業拆息為基準的混合型產品，銀行最終要承受息率基準風險，正如貸款以最優惠貸款利率為定價基準一樣。鑑於最優惠貸款利率於2006年11月7日調低25基點，以及近期香港銀行同業拆息上升，借款人行使有關「期權」的可能性上升。若香港銀行同業拆息進一步顯著上升而最優惠貸款利率升幅較小，以香港銀行同業拆息為基準的混合型貸款的息差將會受到影響。

由於銀行體系流動資金充裕，零售銀行所持組合亦更多轉作定息證券 (圖3.21)，而這些是附帶利率風險的產品。

⁵⁸ 應注意若資金從銀行體系大量流出，不單有份參與這些存款業務的銀行要面對利率風險。若銀行同業拆息因而上升，整個體系均可能受到廣泛影響。

⁵⁹ 市場資料顯示，新批出貸款的息率通常為最優惠利率減2.75厘至3.00厘。

圖 3.22
零售銀行的資產質素指標

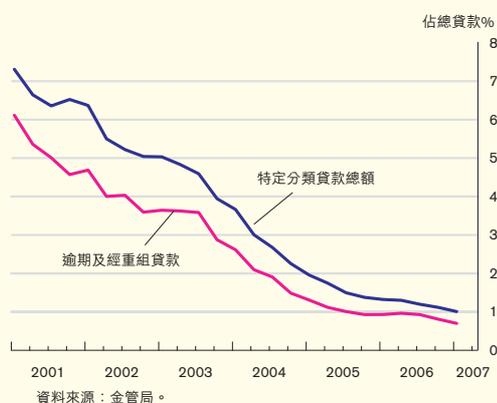


表 3.B
認可機構提供在香港使用的貸款

	按季變動(%)				佔總額 (%) 3/07
	6/06	9/06	12/06	3/07	
在香港使用的貸款 ¹	2.8	1.5	-1.4	7.6	
其中：					
貿易融資	10.1	4.9	-4.7	-1.0	6.6
住宅按揭貸款 ²	-0.6	-0.5	0.3	-0.1	26.0
製造業	3.7	-5.4	-2.5	2.6	4.6
運輸及運輸設備	5.5	-2.3	-1.9	2.9	5.5
電力及氣體燃料	14.9	-1.9	-4.5	-18.4	1.2
資訊科技	-8.0	6.5	-19.4	30.8	1.1
建造業、物業發展與投資	5.7	-0.9	4.1	0.9	21.7
批發及零售業	1.9	0.1	2.1	2.8	4.7
與財務及金融有關公司 ³	-1.3	4.7	-2.5	12.4	9.1
證券經紀	-6.0	620.6	-82.5	959.5	3.9
信用卡透支	2.4	2.5	11.9	-6.8	2.7

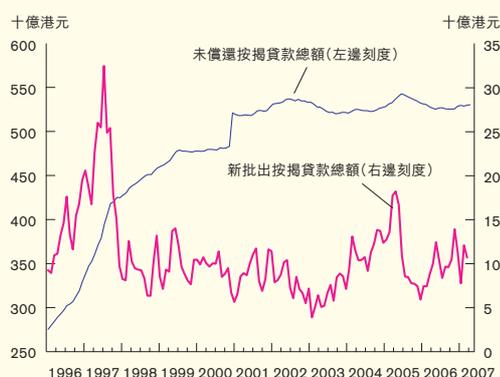
註：1. 包括貿易融資。

2. 包括「居者有其屋計劃」、「私人機構參建居屋計劃」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

在截至2007年3月的6個月內，銀行體系資產質素持續改善。特定分類貸款及逾期與經重組貸款佔貸款總額的比率達至歷來最低水平。這與本港經濟持續增長，為企業盈利及個人收入帶來支持的趨勢一致。特定分類貸款比率由1.19%進一步改善至1.00%，逾期及經重組貸款比率亦由0.92%降至0.69%（圖3.22）。

本地貸款在2007年第1季回復增長，增幅7.6%，扭轉2006年第4季錄得的1.4%跌幅。各經濟行業的貸款需求增長情況不一（表3.B）。物業有關貸款在2006年第4季普遍上升，到了2007年第1季則表現參差；其中建造業及物業發展與投資貸款稍增0.9%，承接上一季的4.1%增幅。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，因此未償還住宅按揭貸款在2006年第4季微升0.3%後，於2007年第1季略為下降（圖3.23）。整體而言，物業有關貸款佔本地貸款總額的比例由12月份報告的49.5%降至3月份的47.6%左右。

其他經濟行業方面，證券經紀及金融有關公司的貸款在2007年第1季顯著增加，增幅分別為959.5%及12.4%，主要受到股市交投暢旺所帶動。資訊科技、運輸與運輸設備行業、批發與零售業及製造業均錄得顯著增長。相比之下，電力及氣體業的貸款、貿易融資及信用卡貸款均減少。

個人貸款

在2007年3月份，個人貸款佔在香港使用貸款的36.2%。⁶⁰ 該比率自2002年9月以來穩步下跌。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3月底，在個人貸款中有76.7%用作購置住宅物業，較上一份報告的78.4%為低。

由於其他私人用途貸款及信用卡貸款增長強勁，個人貸款扭轉2006年9月錄得的0.4% 按年跌幅，在2007年3月按年上升

⁶⁰ 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

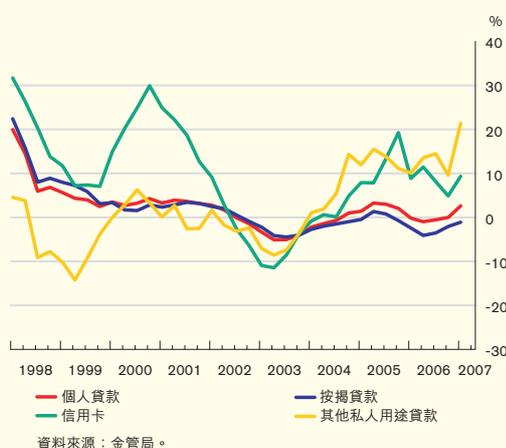


圖 3.25
房屋資產槓桿比率



2.7% (圖3.24)。⁶¹ 與無抵押個人貸款顯著增加的趨勢相反，住宅按揭貸款持續下跌，因此以信用卡貸款與其他私人用途貸款合計的無抵押個人貸款比重由2006年9月的21.6%，上升至2007年3月的23.3%。這顯示銀行透過拓展無抵押個人信貸業務以尋求盈利機會的趨勢仍然持續。整體而言，這類業務的信貸風險普遍高於按揭貸款等有抵押貸款。雖然如此，若貸款按適當基準釐定息率，則不應構成問題。⁶²

自2006年第3季以來，影響銀行個人貸款資產質素的各種因素發展均有改善。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年內保持穩定。隨着2006年12月起物業價格逐漸上升，該槓桿比率在2007年3月進一步改善至1.18 (圖3.25)。

今期分析引入兩個常用來評估個人環節債務負擔的指標，分別是「住戶供款與收入比率」及「住戶債務槓桿比率」。一般而言，若個人收入下降、槓桿比率上升或加息等原因令還債負擔增加，可能使個人貸款的資產質素惡化。然而，由於缺乏部分所需數據，尤其有關住戶收入和無抵押個人貸款還款的詳細資料⁶³，所以難以計算出一個全面的比率，因此我們退而計算較小範圍的指數，只涵蓋新造按揭的供款與收入比率，藉此探討按揭借款人在一段時間內的還債負擔。⁶⁴ 應注意這只適宜作為一個粗略且不全面的指標，並且計算時很大程度上採用了估計的方法。但由於住宅按揭還款額一般佔住戶債務負擔最大比重，這個比率對評估個人貸款的信貸風險仍具參考作用。

⁶¹ 儘管部分經重組信用卡應收帳款已被轉至信用卡組合以外的貸款帳戶，但這類貸款仍錄得強勁增長。

⁶² 適當釐定息率可有助減少一旦出現虧損時的影響。

⁶³ 以循環貸款為例，其還款可能須遵守某些最低還款額的規定，具體數額通常會因不同產品而異。此外，有關閉端式個人貸款息率及剩餘年期的數據不易取得，因此難以準備計算這些貸款的還款情況。

⁶⁴ 供款與收入比率指每月按揭還款額與每月住戶收入中位數比率。計算時使用居住在私人永久性住所的住戶(不包括居於租住公屋單位及政府資助出售單位的住戶)的每月住戶收入中位數。每月按揭供款額是根據金管局每月住宅按揭統計調查資料計算得出，其中採用的數據包括：新取用的平均按揭貸款額、新批出貸款平均年期(以月數計)及按新批出貸款息差估計的實質按揭利率。供款與收入比率以1998年第2季為基期計算的指數來表示。

圖 3.26
新造按揭的住戶債務負擔

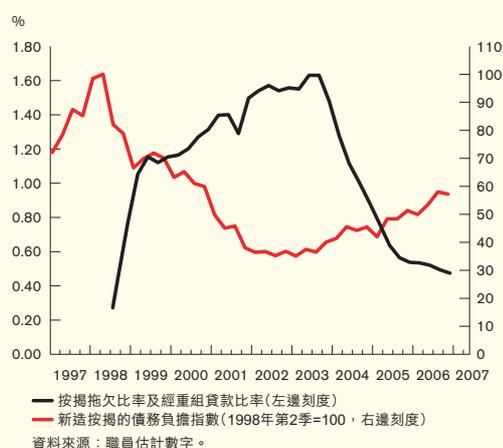
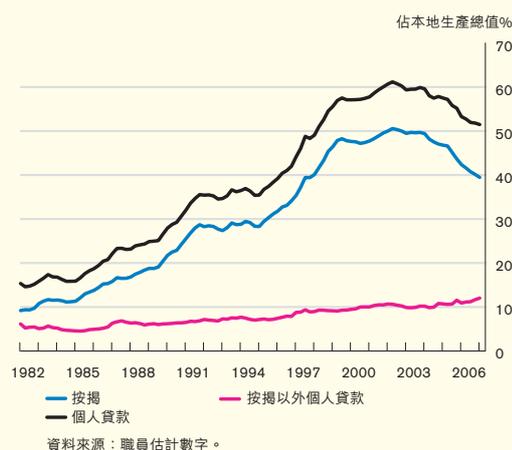


圖 3.27
住戶債務槓桿比率



以往新造按揭供款與收入比率的變動及整體按揭資產質素顯示，這個比率可當作一項粗略的領先指標。例如，1998年下半年至2003年上半年期間有問題貸款比率（以拖欠及經重組貸款比率合計）大幅上升，反映在1997至98年前後一段時間借出的按揭貸款質素下降，而這些貸款的供款與收入比率普遍較高⁶⁵；以及2003年下半年起有問題貸款比率改善，與1998年第2季起供款與收入比率下降的情況相符。以現時水平計，住戶按揭債務負擔顯著低於亞洲金融風暴前的水平（圖3.26）。

住戶債務槓桿方面，住戶債務與本地生產總值比率是常用的指標。⁶⁶ 債務與本地生產總值比率於2002年第2季達至61%左右的近年最高水平，反映亞洲金融風暴前住宅按揭貸款增加及風暴過後經濟步伐減慢（圖3.27）。隨着2004年起經濟回升，住戶債務槓桿比率一直下降。截至2007年3月底，債務與本地生產總值比率降至52%，低於2005年很多發展成熟的銀行業市場的平均水平（58%）。⁶⁷

然而，近幾季還債負擔及債務與本地生產總值比率表現參差。債務負擔比率自2003年第1季起上升，部分是美國加息及近期物業漲價令實質按揭息率上升所致。若未來幾個月物業價格進一步向上及非按揭貸款持續迅速增長，便應審慎注視個人環節債務負擔所受的影響。

⁶⁵ 由於沒有1998年前居住在私人永久性住所的住戶的收入中位數資料，因此假設用作計算1997年供款與收入比率的住戶收入中位數與1998年第1季的相同（即24,000港元）。

⁶⁶ 此比率被廣泛用作評估個人環節債務承受衝擊的能力，尤其多用於比較各國間的情況。參閱國際貨幣基金組織(2006a)，「新興市場個人信貸增長」，《全球金融穩定報告》；歐洲中央銀行(2006)，12月號《金融穩定檢討》；以及國際貨幣基金組織(2006b)，「金融穩健指標編製指引」。

⁶⁷ 包括意大利、法國、日本、德國、西班牙、澳洲、愛爾蘭、新西蘭及美國。詳情參閱國際貨幣基金組織(2006a)。

圖 3.28
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率

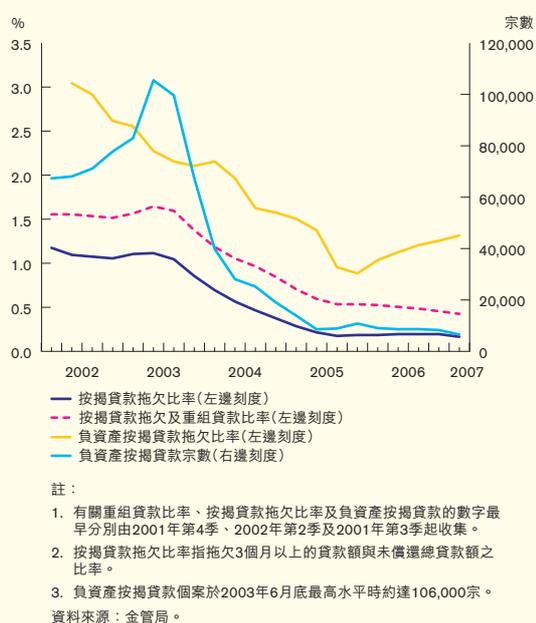


圖 3.29
受訪認可機構信用卡應收帳款的撇帳比率



勞動市場狀況持續改善，失業率由截至2006年10月底止3個月的4.6%，下跌至截至2007年4月底止3個月的4.3%。每名工人名義工資在2006年第4季按年上升2.0%，每名工人以購買力計的實質工資在2006年第4季微升0.1%，承接2006年第3季0.3%的升幅。每月家庭住戶入息中位數繼在2006年第3季上升4.3%後，在2006年9月至12月期間維持穩定。

由於勞動市場改善及2006年12月以來物業價格穩步向上，銀行整體住宅按揭業務質素改善，拖欠率由2006年9月的0.20%降至2007年4月的0.17%，是歷來最低水平。經重組貸款比率亦由0.29%降至0.26%。雖然負資產住宅按揭貸款拖欠率由2006年9月的1.21%上升至2007年3月的1.32%，但負資產住宅按揭貸款個案續跌，由8,813宗減少至6,679宗，是2006年第2季以來減少宗數最多的一次（圖3.28）。

在截至2007年3月的6個月內，信用卡貸款質素表現參差。以年率計撇帳比率繼在2006年第4季降至3.13%後，在2007年第1季微升至3.17%。過去兩季的撇帳比率顯著低於2006年第3季的數字(3.30%)，但這部分可能是因為12月份持卡人以信用卡支付薪俸稅及節日消費而錄得大量信用卡應收帳款所致（圖3.29）。然而，應注意撇帳額自2005年第3季起持續增加，而且其間經濟環境雖然轉好，但個人破產個案仍上升。破產令及破產申請個案分別由2005年的9,810項及9,933宗，

圖 3.30
破產宗數

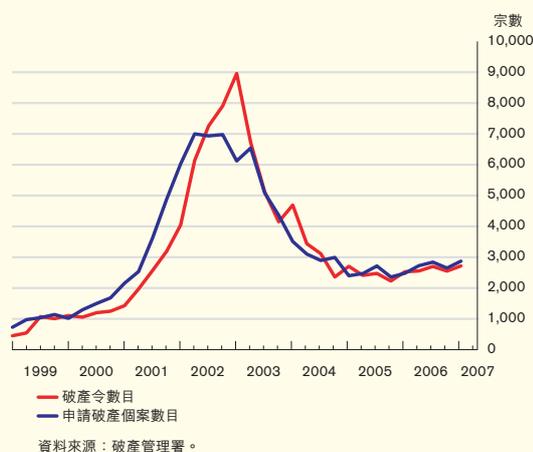


圖 3.31
清盤令及申請清盤宗數

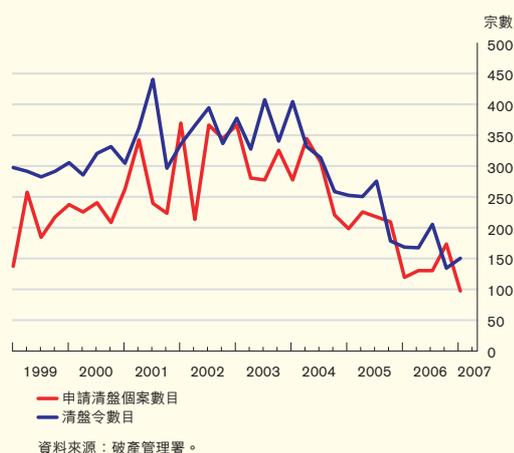


圖 3.32
恒生指數非金融類別公司整體拖欠債務概率



上升至2006年的10,324項及10,685宗(圖3.30)。在2007年首4個月內，上述數字分別為3,589項及3,800宗，較去年同期上升14%及16%。至於2006年第4季及2007年第1季撤帳率比較2006年第3季的數字為低，是否顯示資產質素真正改善，還需要作進一步研究。

公司貸款

在2007年3月，公司貸款佔在香港使用貸款的63.3%。⁶⁸ 相比2006年3月，該類貸款增長16.2%。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。

自12月份報告以來，私營企業的信貸風險下降。2006年公司強制清盤令的數目減少35%至552宗，清盤申請個案亦減少29%至674宗。在2007年首4個月內，有關數字分別為140項及189宗，與上述減少的趨勢相符。(圖3.31)。

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。⁶⁹ 在2007年4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上一份報告的0.04%進一步降至0.03%。與上一份報告的水平相比，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穩定(圖3.32)。

⁶⁸ 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的貸款。

⁶⁹ 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。

圖 3.33
非金融類上市公司破產風險
指標：Altman的Z得分

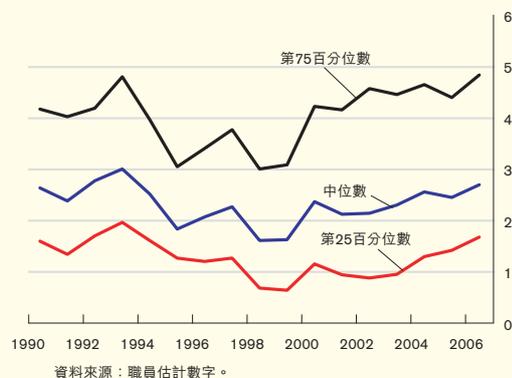


圖 3.34
香港銀行體系的複合拖欠債務風險指數



除了上述藉着上市公司股價反映私營企業信貸風險的結構模型外，我們可利用另一方法來探討這些公司的財務報表所載的財務比率。這項資料可綜合成為一個得分，以評估整體私營企業的信債風險。美國Altman教授的Z得分⁷⁰是典型的例子，並獲市場人士廣泛應用。為評估香港私營企業的財政穩健程度，我們計算1990至2006年期間香港上市非金融類公司⁷¹ Z得分的第25百分位數、中位數及第75百分位數（圖3.33）。應注意Z得分愈低，顯示該公司拖欠債務的可能性愈大。時間序列顯示香港私營企業財政狀況在2006年進一步改善。整體改善的情況不但涉及信貸質素較佳的公司（第75百分位數及中位數），也包括信貸質素相對較差的公司（第25百分位數）。

此外，自1999年以來，作為香港銀行業系統性風險預警指標的複合拖欠風險指數（1998年1月=100）⁷² 穩步下降，反映香港經濟復甦及銀行業整固。於2007年4月，該指數維持於0.4，顯示銀行體系現時的系統性風險較低（圖3.34）。

中國相關貸款

金管局最近改進認可機構就非銀行類客戶的中國相關貸款的審慎申報架構。這個於2006年9月推行的修訂架構擴大申報範圍，以涵蓋認可機構提供予非中資客戶於內地使用的貸款及原有申報架構沒有指明的其他中資客戶的貸款。

⁷⁰ 參閱Altman E. (2000)，「預測企業財政困難：Z得分及ZETA模型再探」，研究文章，紐約大學。用以計算Z得分的會計比率為：流動資金／總資產、保留盈餘／總資產、扣除利息及稅項前盈利／總資產，股票市值／總負債帳面值，以及銷售／總資產。

⁷¹ 非金融類公司指在香港主板及創業板上市的公司，不包括H股公司、投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司。有關數據由Thomson Financial提供。2006年數字僅為初步，並只涵蓋本報告截稿時已公布2006年業績的公司。這些數字可能會作修訂，解讀時應該審慎。

⁷² 此方法詳情載於Yu et al (2006)，「評估銀行體系不償還債務的風險」（英文版），《金管局研究備忘錄》，<http://www.info.gov.hk/eng/research/RM06-2006.pdf>。

根據修訂架構，零售銀行提供予非銀行類中資客戶的整體貸款額由2006年9月底的4,186億港元（佔總資產的7.4%）增至2007年3月底的4,546億港元（佔總資產的7.4%）。就整體銀行業而言，非銀行類客戶的中國相關貸款由5,353億港元（佔總資產的6.0%）增至6,006億港元（佔總資產的6.2%）。提供予公司及個人以購置中國內地物業的貸款由2006年9月底的182億港元增至2007年3月底的206億港元。

由於對非銀行類客戶的中國相關貸款佔銀行資產有明顯比重，銀行有需要審慎注視內地近期及日後貨幣緊縮政策的動向對這類貸款造成的影響。

信貸風險宏觀壓力測試

為評估香港銀行承受宏觀經濟衝擊的能力，我們利用金管局近期制訂的宏觀壓力測試架構對銀行貸款進行壓力測試^{73, 74}。測試時我們對架構逐一引入多個類似亞洲金融風暴期間所見的衝擊，其中包括香港實質本地生產總值下跌、內地實質國內生產總值下跌、實質利率上升及實質物業價格下跌。⁷⁵

我們以2007年第1季的宏觀經濟狀況作為當前環境，並製作涵蓋2007年第2季至2009年第1季這兩年期間共8個時間點的模擬未來路徑。主要統計數據載於表3.C，以顯示基準情況及4個受壓情況的信貸虧損分布，而這些受壓情況各自以不同的宏觀經濟變數作為壓力來源。⁷⁶ 在基準情況中，預期2009年第1季會錄得佔未償還貸款額0.24%的信貸虧損。引入人為衝擊令預期信貸虧損百分比大幅度提高。例如，在2007年第2季至2009年第1季期間，香港實質本地生產總值增長率受到衝擊的受壓情況中，該百分比會是1.03%。

表 3.C
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值

信貸虧損%	受壓情況				中國內地國內生產總值衝擊 ^d
	基準情況	本地生產總值衝擊 ^a	物業價格衝擊 ^b	利率衝擊 ^c	
平均值	0.24	1.03	0.97	0.59	0.49
置信水平在90%的估計虧損風險值 ^e	0.54	1.95	1.80	1.22	1.04
置信水平在95%的估計虧損風險值	0.74	2.46	2.23	1.60	1.39
置信水平在99%的估計虧損風險值	1.29	3.65	3.35	2.74	2.41
置信水平在99.9%的估計虧損風險值	2.14	6.14	5.86	4.52	4.14
置信水平在99.99%的估計虧損風險值	3.00	8.38	7.75	7.49	6.01

註： a) 香港實質本地生產總值在2007年第2季起連續4個季度分別減少1.7%、3.9%、0.8%及1.1%。
b) 實質物業價格在2007年第2季起連續4個季度分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。
c) 實質利率在第1個季度上升300基點，在第2及第3個季度無變動，在第4個季度再升300基點。
d) 中國內地實質國內生產總值只在第1個季度（即2007年第2季）下跌3.0%。

資料來源：職員估計數字。

⁷³ 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕有但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。見Blaschke et al., 2001, 「金融體系壓力測試：有關事項、方法及FSAP經驗概覽」，國際貨幣基金組織；以及Sorge, 2004, 「金融體系壓力測試：現行方法概覽」，國際結算銀行研究文章第165號。

⁷⁴ 模型公式詳情載於Wong et al. (2006), 「銀行信貸風險壓力測試架構」，《金管局研究備忘錄》，2006年10月15日。本文估計時使用更新版本的架構。

⁷⁵ 衝擊詳情參閱表3.C註解。

⁷⁶ 基準情況意思是並無出現任何衝擊的情況。

若集中檢視信貸虧損分布的末端，表3.C顯示即使以置信水平在90%的估計虧損風險值計，銀行在大部分受壓情況下仍會繼續錄得盈利，反映銀行體系現時的信貸風險溫和。然而，在置信水平99.9%的估計虧損風險值的極端情況下，銀行遇到不同來源的衝擊時的最高信貸虧損比率會在4.14%（中國國內生產總值衝擊）至6.14%（本地生產總值衝擊）之間。這些最高信貸虧損的估計數字與亞洲金融風暴過後一年市場實際所經歷的接近。⁷⁷ 然而，出現這些極端情況以致造成估計最高虧損甚至更大虧損的可能性極小。

3.9 外匯持倉

於2007年3月底，所有認可機構合計的外匯持倉量（包括即期及遠期）為431億港元。與2003年5月底錄得985億港元的高位相比，外匯持倉量普遍呈下跌趨勢。

表3.D列載銀行體系的主要表現指標。

⁷⁷ 估計銀行信貸虧損由亞洲金融風暴前的1.4%上升至該風暴過後一年的6.0%。這些粗略估計是根據假設違責損失率為70%得出，而整體貸款在1997年第3季及1998年第4季的實際拖欠率分別為2.01%及8.58%。

表 3.D
銀行體系的主要表現指標¹(%)

	3/06	12/06	3/07
利率²			
1 個月香港銀行同業拆息	3.98	4.05	4.08
3 個月香港銀行同業拆息	4.15	4.05	4.15
最優惠利率 ³ 與 1 個月香港銀行同業拆息的差距	3.77	3.80	3.67
最優惠利率 ³ 與 3 個月香港銀行同業拆息的差距	3.60	3.80	3.60
綜合利率	3.00	2.86	3.00
零售銀行			
資產負債表狀況⁴			
存款總額	3.7	4.0	4.4
港元	5.2	4.6	6.8
外幣	1.6	3.0	0.8
貸款總額	-0.1	-2.2	8.4
在香港使用的客戶貸款 ⁵	-0.8	-2.1	8.7
在香港境外使用的客戶貸款 ⁶	14.3	-3.8	4.5
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-0.5	-7.2	-5.1
持有的可轉讓債務工具	6.1	10.0	0.1
資產質素⁷			
估貸款總額百分比			
合格貸款	95.97	96.65	97.11
需要關注貸款	2.71	2.24	1.89
特定分類貸款(總額) ⁸	1.32	1.11	1.00
特定分類貸款(淨額) ⁹	0.95	0.85	0.76
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	0.92	0.80	0.69
盈利¹⁰			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率	0.02	0.01	0.03
淨息差	1.69	1.80	1.80
成本與收入比率	41.1	42.8 ^r	39.6
流動資產比率¹¹	48.2	50.7	50.1
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.19	0.20	0.17
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.40	0.37	0.39
撇帳率 — 按季年率計(經調整)	2.89	3.13	3.17
— 本年度截至該日止以年率計	2.89	2.91	3.17
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率(綜合)¹²	15.0	14.9 ^r	13.6

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 參考香港銀行公會公布的港元利息結算利率。³ 參考香港上海滙豐銀行有限公司的利率。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率計數字。¹¹ 季度平均比率。¹² 2007年1月1日起對本地註冊認可機構實施經修訂資本充足架構(《資本協定二》)^r 經修訂數字。

4. 前景、風險及不明朗因素

全球經濟前景短期來說穩健但增長溫和，主要經濟體系的貨幣政策繼續朝着控制通脹的方向發展。在這個有利的環境下，香港將可繼續維持穩健增長。風險因素包括美國經增長放緩的幅度大於預期，以及由此引致勞工市場情況轉壞可能會令美國加強保護主義政策。此外，如果股價較高的市場出現調整，觸發金融市場再次大幅或持續波動，亦可能嚴重影響投資者及消費者信心。然而，即使上述風險因素真的實現，亦不會對香港的貨幣與金融穩定構成重大威脅。

表 4.A
2006至08年全球增長及通脹

按年%	2006	2007預測	2008預測
國際貨幣基金組織			
全球增長 ¹	5.4 (5.1)	4.9 (4.9)	4.9 —
美國	3.3	2.2	2.8
歐元區	2.6	2.3	2.3
日本	2.2	2.3	1.9
新興亞洲	8.9	8.4	8.0
全球消費物價通脹	3.8	3.5	3.5
七大工業國	2.3	1.7	2.0
新興亞洲	3.7	3.7	3.2
共識預測²			
全球增長 ³	3.9	3.3	3.4
美國	3.3	2.1	2.8
歐元區	2.8	2.5	2.2
日本	2.2	2.2	2.2
東北亞	8.6	8.2	8.0
東南亞	5.8	5.4	5.6
全球通脹 ³	2.8	2.5	2.5
美國	3.2	2.4	2.3
歐元區	2.2	1.9	1.9
日本	0.2	0.1	5.0
東北亞	1.6	2.6	2.8
東南亞	7.1	3.9	3.9

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。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。

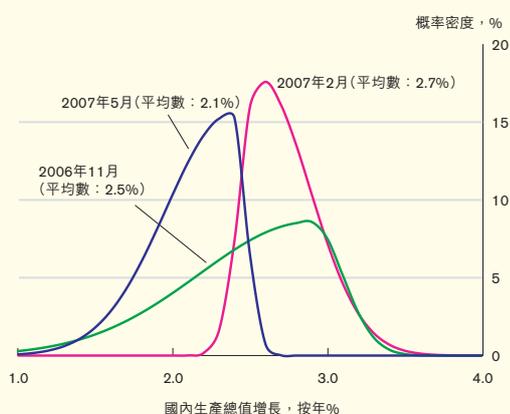
3. 全球增長及通脹均按2005年平均匯率以2005年國內/本地生產總值作加權調整。

資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》(2007年4月)及《共識預測》(2007年5月)。

4.1 全球前景

儘管近期金融市場比較波動，但全球經濟在2007年應會繼續穩健增長。雖然美國經濟放緩的幅度較預期大，但所產生的外溢效應有限，其他主要經濟體似乎仍繼續增長。國際貨幣基金組織(基金組織)4月份的《世界經濟展望》對2007年全球增長預測維持4.9%，略低於2006年的水平(表4.A)。《共識預測》也預計2007年實質全球生產總值的增長速度會略遜於2006年。

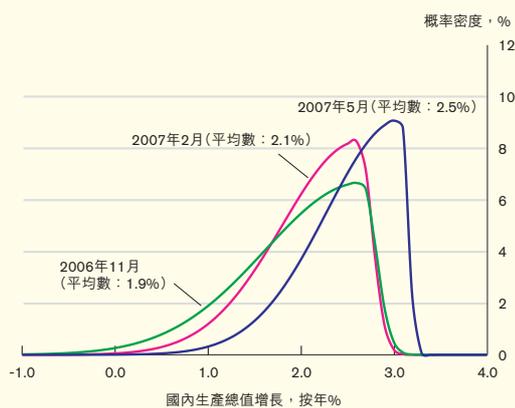
圖 4.1
美國：2007年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

美國方面，儘管經濟放緩，但相信隨着住屋市場拖慢經濟增長的影響漸漸減退，年內經濟應會再現增長動力。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會由2006年的3.3%減慢至2.2%。《共識預測》對美國2007年增長預測的平均數字由2月的2.7%大幅下調至5月的2.1%（圖4.1）。然而，由於美國經濟繼續受到穩健的勞工市場及強勁的企業盈利支持，因此經濟暫停增長的機會比出現經濟衰退的機會大。

圖 4.2
歐元區：2007年增長預測概率分布

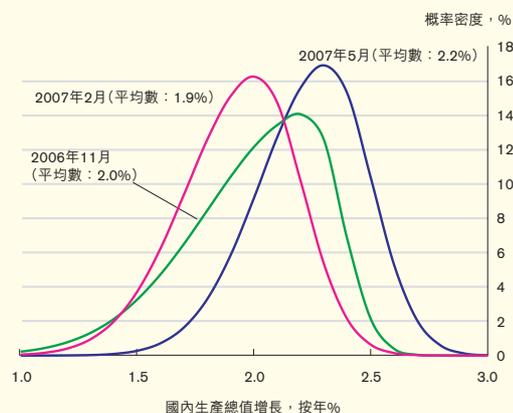


資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

《共識預測》對歐元區在2007年增長預測的平均數字自2006年11月開始一直上調，至今年5月的2.5%（圖4.2）。增長步伐較2006年略為放緩，部分反映逐步收緊貨幣政策及財政整固，以及對外貿易對增長的貢獻下降的影響。然而，即使德國調高增值稅後對消費產生一些降溫效應，但2007年初的經濟活動仍表現理想。

日本在2007年的增長預測平均數字由2月份的1.9%向上修訂至5月份的2.2%（圖4.3）。預期日本經濟擴張的勢頭會持續。消費回升應會部分抵銷預計因全球增長放緩而引致的出口減慢的影響。

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。

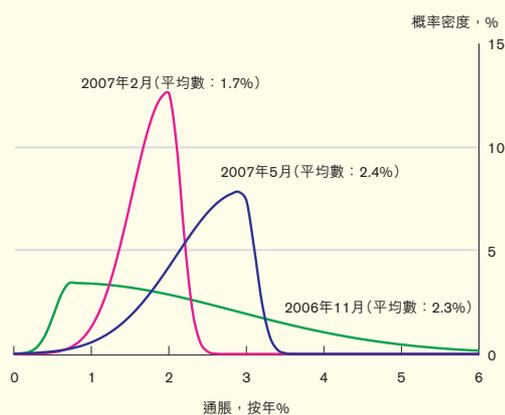
在穩健的外部需求、強勁的企業盈利及持續上升的家庭收入支持下，中國內地的短期經濟前景保持強勁。然而，由於預期中國人民銀行（人行）會繼續收緊銀根及可能會進一步調高利率，因此相信未來幾季增長動力會略為放緩。此外，政府可能會採取進一步措施，以遏抑貸款增長、控制固定資產投資，以及提醒投資者有關股市的風險。根據5月份所得的數

圖 4.4
內地實質經濟活動指數 (RAI) 及國內生產總值增長率



資料來源：職員估計數字。

圖 4.5
美國：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。

據，金管局經濟研究處的實質經濟活動指數(RAI)——一個反映經濟活動的領先指標——顯示內地第2季的經濟活動可能已有所放緩(圖4.4)。⁷⁸ 全年計，5月份的《共識預測》平均數字顯示內地經濟將會增長10.3%，消費物價指數通脹則繼續保持在低於3%的溫和水平，處於人行所定的安全範圍。

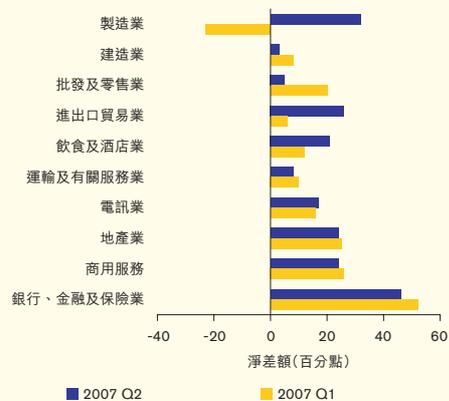
若將中國內地與其他新興亞洲經濟體系合計，基金組織預期增長會由2006年的8.9%高水平略為回落，但由於該區可繼續受惠於有利的全球金融環境，因此2007年的增長仍會達到8.4%的強勁水平。雖然預期中國及印度的增長會因為收緊貨幣政策而略為放緩，以及新興工業經濟體系的增長亦會因為全球的出口需求回軟而減慢，但隨着較早前收緊貨幣政策的影響減退，東盟經濟體系的經濟活動應會回升。

基金組織預測全球消費物價通脹會由2006年的3.8%下降至2007年的3.5%，反映對通脹的憂慮緩和。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之前的1.7%，向上修訂至2.4%(圖4.5)。這個預測數字仍遠低於2006年的實際通脹率，主要反映美國經濟增長放緩。然而，較近期的資料顯示美國經濟放緩並未顯著遏抑通脹。歐元區方面，通脹壓力繼續增加。展望2008年，預期全球通脹會保持穩定。基金組織預測全球消費物價通脹會在2008年會維持在3.5%，《共識預測》也預計通脹會維持在2007年的水平。

今年餘下時間，金融市場的表現應會得到全球經濟持續增長及近期的併購浪潮支持。根據基準情況，承擔風險的意欲應不會大幅度轉變。然而，投資者似乎開始擔心目前金融市場的升勢能否持續。因此金融市場的前景主要視乎聯儲局在平衡經濟放緩和通脹的表現。貨幣方面，利率預期相信會如過去6個月一樣繼續主導主要貨幣的匯率走勢。雖然美國及歐元區的息差預期會進一步收窄，但美日之間的息差在短期內應會持續，為套息活動提供支持。任何重大變數將視乎主要中央銀行的政策會否與目前息差預期走勢相符。

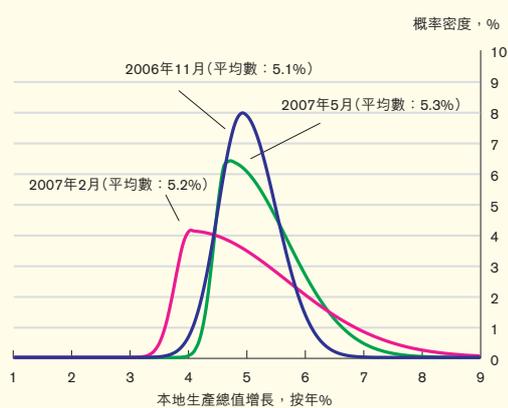
⁷⁸ 該指數是利用8個月度指標構建而成，包括工業生產、發電量、出口貨值、實質零售業銷售額、實質固定資產投資、乘客量及貨運量，以及城市範圍的實質人均家收入這些項目的增長。有關方法的詳情見Liu, Zhang, and Shek, (2007), 「中國內地的實質經濟活動指數」(英文版本), 《金管局工作文件》, 07/2007。

圖 4.6
業務展望統計調查結果：
2007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。

圖 4.7
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 4.8
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。

4.2 本地前景

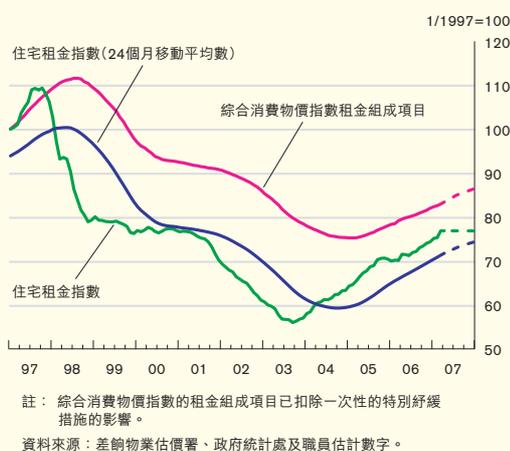
香港的短期經濟前景仍然良好。業務展望按季統計調查結果顯示，所有接受調查的行業均預期2007年第2季的業務及產出量上升(圖4.6)。以所有行業整體而言，預期經營狀況會改善的回應機構的比例跟預期經營狀況會惡化的機構的百分比的差距，由第1季的18個百分點，上升至第2季的26個百分點，反映香港公司對短期業務前景仍感樂觀。採購經理指數由第1季的平均54.8微降至4月份的52.9，表示商業活動進一步增長。總括而言，上述指標顯示實質本地生產總值在第2季穩健增長。市場普遍意見預計實質本地生產總值在第2季會按年增長5.6%，與第1季相同。

在沒有意料之外的重大衝擊的情況下，相信在2007年餘下時間經濟會繼續擴張，但速度應會減慢。市場普遍意見預測實質本地生產總值增長會由2006年的6.8%減慢至2007年的5.3%，而且觸及的範圍廣泛(圖4.7)。預期2007年下半年增長放緩的情況會更為明顯。

預期2007年的出口增長會略為減慢，但增幅仍屬理想。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約0.5個百分點，相信會影響對香港出口的外部需求(圖4.8)。預期人民幣繼續升值亦會令來自內地的香港對全球其他地區的轉口減少。然而，在港元與美元掛鈎的貨幣發行局制度下，外部需求增長放緩及人民幣升值兩者的影響會因美元貶值而被部分抵銷。直至目前為止，美元在今年內已貶值約3%，令香港在國際市場的出口貨物的競爭力有所提高。

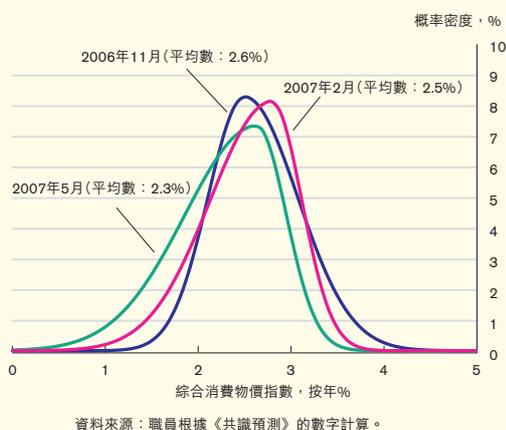
預期本地需求在2007年會穩固增長。實質利率低企、消費者信心加強，以及勞工市場狀況改善使工資及收入穩步增長，均會繼續支持私人消費。資產價格上升產生的財富及資產負債表效應以及訪港內地旅客應會帶動高價貨品的消費支出。利好及穩定的營商環境(即實質利率低企、資產市場暢旺及企業盈利增加)會刺激固定資產投資。

圖 4.9
綜合消費物價指數租金組成項目及市值租金



物業價格上漲、本地需求增加及外部價格的傳遞加深皆會使2007年的潛在通脹壓力上升。私人住宅租金持續上升，將會進一步影響綜合消費物價指數的租金組成項目，並繼續成為帶動通脹上升的主要因素。根據以往數據，私人住宅租金指數的24個月移動平均數與綜合消費物價指數的租金組成項目關係密切(圖4.9)。鑑於私人住宅租金指數過去錄得的升幅，即使該指數在現水平穩定下來，綜合消費物價指數的租金組成項目預期會在2006年上升5.0%後，於2007年會再上升5.3%。整體需求轉強及利好的勞工市場狀況帶動下，預計其他商品及服務的價格亦會上升，但幅度較為溫和。主要反映美元疲弱及人民幣持續升值，外部價格通脹對本地綜合消費物價指數的影響預期會增加。我們根據金管局開發的指標模型對綜合消費物價指數非租金組成項目所作的估計⁷⁹顯示，預期非租金組成項目在2007年的上升幅度介乎0.9%至1.9%。

圖 4.10
香港：2007年通脹預測概率分布



雖然潛在通脹壓力在上升，但多項預算案措施(例如豁免兩季差餉⁸⁰)及一次性特別紓緩措施(如豁免2007年2月的公屋租金)亦可能會遏抑整體通脹的短期上升壓力。也許這正是2007年的官方整體通脹預測保持溫和的原因。事實上，在計及這項影響後，政府預期2007年的整體綜合消費物價指數僅上升1.5%，相比2006年的增幅則為2.0%。最新的市場共識預測2007年綜合消費物價指數通脹會上升2.3%，似乎是將重點放在潛在通脹壓力上(圖4.10)。

今年餘下時間勞工市場前景保持樂觀。雖然就業人數增長可能會略為放緩，但內部需求穩步擴張，以及訪港遊客數目上升，預期會為批發及零售業以及飲食及酒店業帶來更多新增職位。隨着計劃於未來幾年進行的多項大型基建項目展開，建造業失業率高企的情況應改善。澳門博彩業迅速擴張，帶動建造業蓬勃發展，會繼續為香港的建造業工人帶來就業機會。

⁷⁹ 有關方法的詳情見Li-gang Liu, Jian Chang and Andrew Tsang (2006), 「用指標方法預測香港的非租金消費物價通脹指數」(Forecasting the Non-Rental Component of Hong Kong's CCPI Inflation – an Indicator Approach), 《金管局研究備忘錄》, 03/2006。

⁸⁰ 差餉是香港對物業徵收的間接稅，按應課差餉租值(一項物業在指定估值參考日的估計年度租值，並假設該物業當時為空置及可出租)的某個百分比計算。以2007至08財政年度而言，計算差餉的有關百分比為5%，而指定估值參考日為2006年10月1日。

4.3 不明朗因素及風險

國際金融機構、主要中央銀行及私營機構分析員均維持全球經濟略為放緩但仍屬穩健增長的基準預測。然而，正如出現意見分歧的情況所反映，市場對這項基準預測的信心似乎有所減弱。經過連續4年高增長、低通脹，以及全球金融市場波幅處於低水平後，這個趨勢會否持續或開始出現低於趨勢增長的情況引發了熾熱的討論。

持續的經濟增長及尋求增加收益可能會促使投資者作出不審慎的投資行為，而金融市場亦出現一些過度承擔風險的情況。其中一個明顯的例子是美國的次級房貸市場。雖然這方面的問題似乎並未波及整個住屋貸款市場，並預期對整體金融體系的影響有限，但收回物業可能會引致房屋價格下跌及收緊信貸標準的風險仍然存在。最終這個情況可能會影響消費及投資，使美國經濟放緩的幅度較預期大。雖然目前美國的保護主義情緒受到控制，反映勞工市場狀況仍然穩健，但若失業率因為經濟急速持續放緩而上升，貿易摩擦便有可能加劇。

全球經濟面對的另一項重要風險是金融市場再度大幅波動。2007年2月底及3月初全球股票價格突然下滑，顯示衝擊可以瞬間由一個市場傳遞至另一個市場，並突顯連鎖影響的風險升級。很少人預料到上海A股市場調整會觸發全球反應，部分人士憂慮市場會再次大幅波動。第一，套息交易並沒有減少的跡象。這類交易若出現大規模平倉的情況，可能會引致資金流向突然轉變，對接收這些資金的經濟體系的資產價格及金融穩定都會產生重大影響。第二，部分新興市場，特別是中國內地的股份價格似乎處於極高水平。這些市場若出現急遽調整，可能會再次對其他市場造成衝擊。

我們利用金管局的小型結構性預測模型來評估這些衝擊對香港經濟增長的影響(專題9討論這模型的預期表現)。假設香港的主要貿易夥伴的年增長率減少 $1\frac{1}{4}$ 個百分點，即相當於過去10年這些經濟體的經濟增長率的一個標準差，香港的增長率便會減少 $1\frac{2}{3}$ 個百分點。由於香港屬於外向型經濟，這個影響相當顯著。假設恒生指數在一年內下跌22%，即等於過去10年恒生指數的平均年度變動的一個標準差，受財富效應的影響，香港的增長率便會減少 $\frac{3}{4}$ 個百分點。這項分析結果顯示，如果股市急跌並不伴隨全球經濟環境惡化，應不會對香港經濟造成重大損害。

香港的通脹前景視乎港匯指數，需求的強度相對於潛在的產出，以及物業價格的預期走勢而定。若金融市場波動引致美元轉弱幅度較預期大，港元亦會轉弱，香港的通脹便會高於預期。假設名義港匯指數減弱4個百分點，即等於過去10年名義港匯指數的年度變動的一個標準差，香港的消費物價通脹便會上升 $\frac{1}{2}$ 個百分點。

香港經濟面對的另一項重要不明朗因素，是中國內地為遏抑經濟過熱的風險及穩定資產價格而需要進一步採取的緊縮政策的推行時間與力度。然而，內地經濟的增長率大幅下降的可能性很低，而上文討論到香港的主要貿易夥伴的年增長率減少 $1\frac{1}{4}$ 個百分點的假設處境已包含內地經濟略為放緩的情況。同時，單是香港的股市大幅下跌(可能會因為內地股市急遽調整而被觸發)應不會對香港的增長前景造成重大影響。

從金融穩定的角度來說，金融資產價格持續及廣泛下跌，可能會暴露全球金融體系中的薄弱環節。若金融機構的風險模型是以較低的金融市場波幅為依據，其資本狀況便有可能受到負面影響。雖然香港銀行已具備龐大的資本緩衝，但一間或以上大型的全球金融機構出現困難，香港作為國際金融中心，亦很可能會感受到有關的震盪。因此大家都要提高警覺，防範這項潛在風險。

整體而言，即使香港經濟及其金融市場面對的風險真的實現，鑑於這些風險的參數的可能範圍，香港的貨幣與金融穩定應不會受到威脅。

專題 9 評估金管局小型預測模型的預測誤差

經濟預測是金管局研究部的研究工作不可或缺的部分，預測結果反映我們對香港經濟前景的看法。尤其是日常根據不同的風險情況編製的區間預測，正是我們用以分析風險與不明朗因素部分所連載的衝擊帶來之影響的重要工具。因此了解預測誤差（這是無可避免）的可能成因，實有裨益於我們的預測工作；不論主因是模型本身存在問題，抑或是與我們對外圍經濟環境所作的假設有關係。餘下部分將扼要敘述我們對此問題的分析。

方法

金管局的預測都是模型為本，這主要根據結構性聯立方程模型(structural model of simultaneous equations) (小型預測模型) 來作季度預測。⁸¹ 一般而言，模型為本的預測之誤差可分為兩類—模型誤差及假設誤差。模型誤差指因模型的方程式設定及模型結構引致的誤差。假設誤差則或來自預測模型中自變量於預測期的假設；若自變量的假設與這些變量的實際結果有偏差，便會擴闊整體預測誤差。

分解預測誤差的工作可分兩個階段。首先，我們利用預測期初原來作出的假設，編製產出增長、通脹及失業率的一年期樣本外預測。這暗示此階段的預測已包含模型及假設誤差。在第二階段，我們利用模型自變量的實際數值來作預測。這階段的預測應僅包含模型誤差。

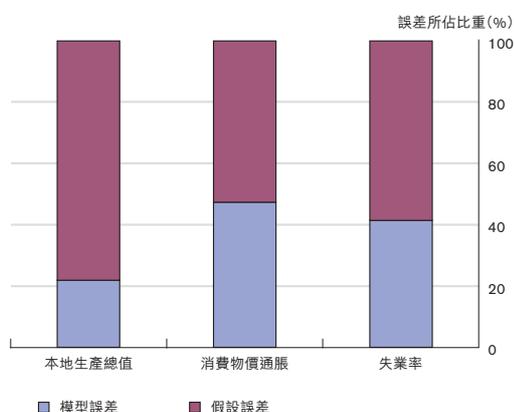
整體預測表現

我們由評估2003至06年間的模型為本預測的整體預測表現開始。在這期間的每一年，我們利用截至上一年所有數據對模型重新估計，然後根據估計結果預測當年度因變量的值。我們從所作的分解得出三項結果：

⁸¹ 模型結構詳情見Ha, Jiming, Cynthia Leung, and Chang Shu (2002), 「香港小型宏觀經濟模型」(英文版本)《研究備忘錄》，07/2002，以及Kong, Janet and Cynthia Leung (2004), 「香港的經修訂小型預測模型」(英文版本), 《研究備忘錄》，13/2004。在一個小型預測模型中，產出預測是本地生產總值開支組成項目預測總和，而通脹預測則以廣義菲利普斯曲線(generalised Phillips curve)為依據。

- 第一，整體本地生產總值預測中的預測誤差低於本地生產總值組成項目的預測。
- 第二，各變量按年預測之誤差的波幅低於按季預測之誤差。
- 第三，整體預測誤差於不同期間的正負值不盡相同，與我們的預期一致。這表示有關預測並不存在系統轉移或偏差。

圖 B9.1
對整體誤差的貢獻



註：誤差所佔比重為2003至06年間的年度預測平均表現。
資料來源：職員估計數字。

預測誤差的來源

我們接着根據以上方法分解整體預測誤差。分辨假設誤差與模型誤差，並計算其相關比重後⁸²，我們觀察到以下結果：

- 模型誤差在預測誤差中所佔比重，在小型預測模型對整體本地生產總值增長、消費物價通脹及失業率的預測結中相對偏低(圖B9.1)。假設誤差似乎是造成整體預測誤差的主因。
- 至於模型誤差方面，我們得出兩個觀察結果：1) 按年模型誤差的比重低於按季模型誤差。2) 本地生產總值組成項目預測的模型誤差高於整體本地生產總值預測的模型誤差。⁸³

總括而言，小型預測模型的預測誤似乎主要由假設誤差引致。由於有關假設主要源自海外，反映香港宏觀經濟前景的不明朗因素主要由世界其他地區的事件引起。同時，這個結果亦表示根據不同處境進行敏感度分析相當有用，可讓我們計及外圍的不明朗因素對香港經濟的影響。

⁸² 由於誤差項可以正數值或負數值，因此我們將模型誤差(ME)及假設誤差(AE)轉化為絕對值，並研究模型誤差及假設誤差相對這兩個誤差項的絕對值之和的比重，來評估兩者對整體預測誤差的貢獻。

⁸³ 鑑於整體預測的模型誤差較低，這暗示不同方程式之間有互相抵銷的作用。例如在聯立方程中，變量x1的預測誤差可能是因為變量x2的方程式設定錯誤。為減少這些誤差，這些方程式應同步估計。

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，當中包括土地基金的投資收入，但不包括被視作非經營收入的項目。

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。