

貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2007年12月

概論

預期香港經濟在今年餘下時間會維持第2及第3季的強勁增長動力，反映內部需求繼續急速擴張。通脹壓力會繼續存在，但勞工生產力上升會紓緩有關壓力。儘管自8月以來國際金融市場波動加劇，但聯繫匯率制度繼續有效運作。香港金融管理局(金管局)於10月下旬在外匯市場購入美元沽出港元，自此匯率保持在兌換範圍內。然而，目前全球經濟面對的不明朗因素比過去多年都嚴重，因此來年的經濟前景存在較正常為高的不明朗幅度。最可能出現的情況是香港的實質增長略為放緩，通脹溫和上升。

香港的本地生產總值在第3季按年上升6.2%。受惠於勞工市場狀況進一步改善及資產市場暢旺，私人消費增長繼續是帶動經濟增長的主要因素。由於外部需求疲弱，商品出口顯著放緩，服務輸出則繼續表現理想，錄得兩位數字增幅。

勞工市場狀況持續改善，經季節因素調整的3個月移動平均失業率在10月降至3.9%，是1998年中以來的最低水平。勞工市場轉趨緊張，令勞工收入增加，而上半年的數據顯示名義工資及人均薪金均快速增長。儘管名義薪金快速增加，但單位勞工成本的增長因為勞工生產力持續強勁增加而受到遏抑。

通脹壓力繼續上升，反映內部需求大幅擴張及基本食品價格上漲。在剔除政府寬減差餉的影響後，按綜合消費物價指數量度的按季年率計通脹率由第2季的2.7%升至第3季的3.3%。各項指標均顯示通脹正在上升，例如第3季的個人消費開支平減物價指數相比去年同期上升4.4%。此外，由於預期按揭利率下調及物業市道暢旺會在今年餘下時間帶動物業價格上揚，因此租金上升造成的成本壓力在2008年可能會更為明顯，並可能會轉化為住宅物業租金上升。

港元在上半年大部分時間均偏軟，但自8月初開始升值。港元由8月3日7.8295的低位，在其後的兩個半月內急速上升，並於10月23日觸及7.75的強方兌換保證匯率水平，促使金管局干預外匯市場，購入美元沽出港元。其後金管局分別在10月26日及31日再度作出干預，匯率開始回軟，於11月底收市報7.7908。

儘管金管局需要在外匯市場作出干預，以及短期港元利率在10月及11月間波幅擴大，但聯繫匯率制度繼續暢順運作。其間國際金融市場因美國的次級按揭問題而備受壓力，更導致信貸市場普遍收緊，聯繫匯率制度仍運作暢順，表明2005年5月推出的三項優化措施大大提升了聯繫匯率制度的公信力。

報告第3章檢視銀行體系的現況。結果顯示銀行盈利(以稅前經營溢利佔總資產的百分比計)持續上升。部分受到股票有關收入刺激，淨利息收入及非利息收入增加強勁，為盈利帶來支持。本地註冊認可機構的整體綜合資本充足比率在9月底為13.6%，遠高於8%的國際最低標準。

受到本地經濟持續增長支持，銀行體系的資產質素自上一份報告以來進一步改善。特定分類貸款及逾期與經重組貸款佔貸款總額的比率繼續下降。物業價格回升改善家庭的資產及負債狀況，銀行所承擔的家庭按揭信貸風險因而下降。同樣，各項私營企業的信貸風險指標亦維持穩健。

自8月以來，銀行同業借貸市場流動資金情況普遍緊張，主要是由於國際市場的次按問題觸發的全球信貸市場混亂，以及首次招股活動所引致。本地流動資金狀況自10月下旬金管局進行市場操作後似乎已漸轉寬鬆及回穩，然而由於全球金融市場波動增加，因此銀行需要繼續密切監察流動資金狀況。鑑於股票相關貸款及收入對銀行日益重要，銀行應注意股價大幅調整帶來的風險。

第4章討論2008年的宏觀經濟前景，並評估主要的相關風險。香港的前景主要視乎外圍環境的變化而定，特別是本港的主要貿易夥伴的增長率，以及(鑑於與美元掛鈎的關係)美國聯邦儲備局的貨幣政策。由於金融市場目前動盪不穩，因此下年度的基準預測面對很大程度的不明朗因素。然而，市場共識預測顯示香港經濟的實質本地生產總值增長會由2007年應會錄得的約6%，略為放緩至稍高於5%，通脹率則會升至3.3%。

《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編製。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2007年12月

目錄

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 1. 全球及區內環境 | 5 |
| 外圍環境 | 5 |
| 1.1 美國 | 5 |
| 1.2 歐元區及英國 | 7 |
| 1.3 日本 | 8 |
| 1.4 亞洲區其他經濟體系（不包括中國內地） | 9 |
| 中國內地 | 11 |
| 1.5 產出、對外貿易及通脹 | 11 |
| 1.6 貨幣狀況、資產價格與人民幣匯率 | 15 |
| 1.7 政策回應 | 18 |
| 貨幣及金融狀況 | 24 |
| 1.8 利率 | 24 |
| 1.9 匯率 | 25 |
| 1.10 股票市場 | 25 |
| 2. 本港經濟 | 26 |
| 需求 | 26 |
| 2.1 整體需求 | 26 |
| 2.2 內部需求 | 26 |
| 2.3 對外貿易 | 28 |
| 產出及供應 | 34 |
| 2.4 產出 | 34 |
| 2.5 勞工及生產力 | 35 |
| 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 | 40 |
| 2.9 股票市場 | 40 |
| 2.10 物業市場 | 43 |
| 公共財政 | 45 |
| 2.11 公共財政 | 45 |
| 3. 貨幣及金融環節 | 46 |
| 匯率、利率及貨幣發展 | 46 |
| 3.1 匯率及利率 | 46 |
| 3.2 貨幣基礎及支持比率 | 52 |
| 3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況 | 52 |
| 3.4 資金流向 | 53 |
| 銀行業的表現 | 54 |
| 3.5 盈利及資本額 | 54 |
| 3.6 流動資金及資金來源 | 56 |
| 3.7 利率風險 | 58 |
| 3.8 信貸風險 | 59 |
| 3.9 外匯持倉 | 67 |
| 4. 前景、風險及不明朗因素 | 69 |
| 4.1 全球前景 | 69 |
| 4.2 本地前景 | 72 |
| 4.3 不明朗因素及風險 | 74 |
| 專題 1 用新凱恩斯模型來分析中國內地貨幣政策 | 20 |
| 專題 2 以環比物量計算的本地生產總值數列及其對經濟增長及通脹指數的影響 | 29 |
| 專題 3 衡量香港股市的承受風險的胃納 | 41 |
| 專題 4 中國內地宏觀經濟發展如何影響香港短期利率？ | 49 |
| 專題 5 本港零售銀行貸款組合壓力測試——美國次按問題 | 62 |
| 詞彙 | |

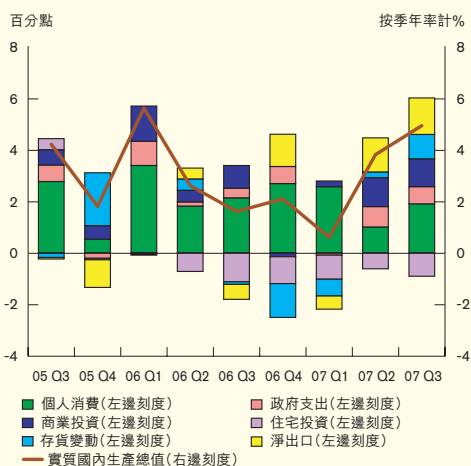
1. 全球及區內環境

外圍環境

儘管經過8、9月間的金融危機後，全球經濟的不明朗因素增加，但美國經濟的增長步伐在第3季意外地加快。歐元區及日本亦從第2季令人失望的表現中反彈。由於外部需求保持穩建，東亞地區的經濟增長維持堅挺，但步伐略為放緩。然而，近期的指標顯示主要經濟體系出現增長放緩的跡象。

1.1 美國

圖 1.1
美國：各組成部分對國內生產總值
增長的貢獻



資料來源：美國經濟分析局。

美國經濟連續4季增長疲弱後，自上一份報告後強勁反彈，國內生產總值實質增長增至第2季的3.8%及第3季的4.9%。¹同時第3季增長情況亦比較均衡，資本開支回升、私人消費保持穩健及貿易逆差收窄，足以抵銷建屋量持續減少的影響(圖1.1)。在企業盈利理想支持下，商業開支增加，在第2季大幅上升11.0%，然後才於第3季略為放緩至9.4%。儘管住屋市場仍然疲弱，以及自夏季開始信貸市場出現危機，消費開支增長在第2季放緩後一直表現理想，於第3季對整體增長貢獻為1.9個百分點。在全球需求強勁及美元貶值帶動下，出口增長在第3季升至18.9%的4年高位，進口增長亦繼第2季錄得跌幅後上升至4.3%。因此，美國的經常帳赤字在第2季收窄至相當於國內生產總值的5.5%，2006年則為6.2%。

¹ 除另有說明外，美國、歐元區、英國、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。

表 1.A
美國：經濟活動月度指標

| | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|
| 製造業採購經理指數 | 56.0 | 53.8 | 52.9 | 52.0 | 50.9 | 50.8 |
| 非製造業採購經理指數 | 60.7 | 55.8 | 55.8 | 54.8 | 55.8 | 54.1 |
| 工業生產 (按3個月%) | 0.9 | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 0.7 | 不適用 |
| 耐用品訂單 (按3個月%) | 3.6 | 3.1 | 2.6 | 2.1 | -2.0 | 不適用 |
| 核心資本貨品訂單 ¹ (按3個月%) | 3.1 | 1.4 | 0.1 | 0.8 | 0.9 | 不適用 |
| 零售貨值 (按3個月%) | 1.3 | 1.4 | 0.6 | 0.9 | 0.7 | 不適用 |
| 實質個人消費開支 (按3個月%) | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 不適用 | 不適用 |
| 實質除稅後收入 (按3個月%) | 0.1 | 0.2 | 0.7 | 1.1 | 不適用 | 不適用 |
| 非農業職位就業人數變動 (以千計) | 69 | 93 | 93 | 96 | 166 | 不適用 |
| 失業率 (%) | 4.5 | 4.6 | 4.6 | 4.7 | 4.7 | 不適用 |
| 消費者信心指數 會議局 | 105.3 | 111.9 | 105.6 | 99.5 | 95.2 | 87.3 |
| 就業前景 ² | 7.1 | 11.3 | 7.8 | 3.2 | 1.3 | 不適用 |
| 密歇根州大學 | 85.3 | 90.4 | 83.4 | 83.4 | 80.9 | 76.1 |

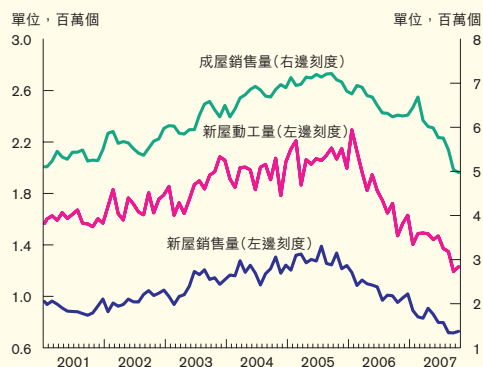
註 1：不包括飛機的非國防資本貨品訂單。

註 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。

整體而言，月度數據顯示雖然第3季的增長表現令人驚喜，但擴張速度在第4季應會放緩，反映住屋市場持續疲弱及消費支出增長減弱(表1.A)。自上一份報告以來，次按問題顯著惡化，由按揭市場擴散至整體信貸市場。隨着拖欠個案上升，以及貸款標準收緊，10月份各項房屋指標繼續惡化，並沒有跡象顯示情況會在短期內好轉(圖1.2)。儘管美國消費開支面對住屋市場顯著下滑仍錄得理想表現，但住屋市場的問題對消費開支造成不利影響的風險越來越大。零售貨值按3個月計增長在10月份降至0.7%，失業率則上升至4.7%。油價持續飆升亦會對家庭開支及消費意欲構成壓力，後者更於11月跌至歷年低位。展望未來，雖然聯儲局先發制人，分別在9月及10月減息，應有助遏抑增長顯著放緩的風險，但經濟活動應會減少。住屋市場的調整及金融市場的風險波及整體經濟的可能性越來越大。

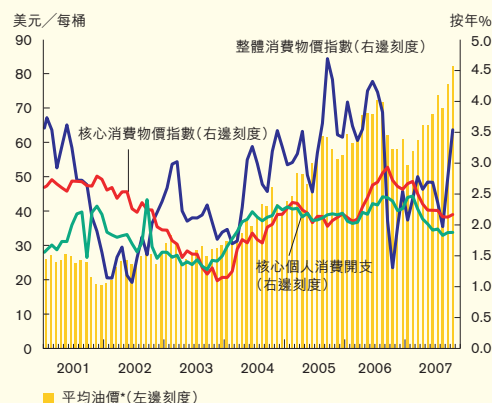
圖 1.2
美國：住屋市場活動指數



資料來源：美國商務部與美國住屋及城市發展部。

在接近年底時，通脹前景變得較為不明朗。雖然自上一份報告以來，通脹壓力大致受到控制，但汽油價格上升及美元偏軟的影響會帶來通脹上升的風險。由於汽油價格急升及食品價格上漲，整體消費物價指數通脹率由8月份的2.0%，升至9月份的2.8%，再升至10月份的3.5%(圖1.3)。另一方面，按年核心綜合消費物價指數通脹率在第2季繼續下跌，在9月份降至2.1%，其後於10月份升至2.3%。核心個人消費開支通脹率(聯儲局喜歡採用的價格指標)則自6月以來維持在低於2%的水平。

圖 1.3
美國：整體及核心通脹率¹



■ 平均油價*(左邊刻度)

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。

圖 1.4
歐元區：各組成部分佔區內生產總值增長的貢獻

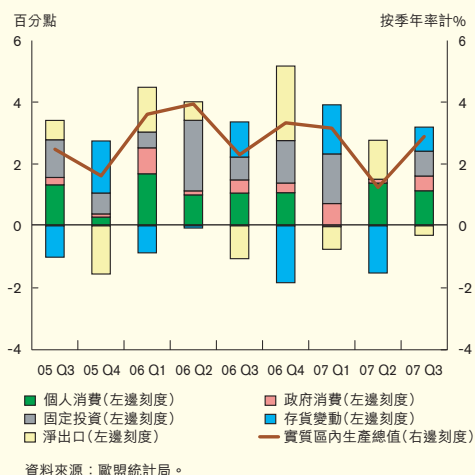
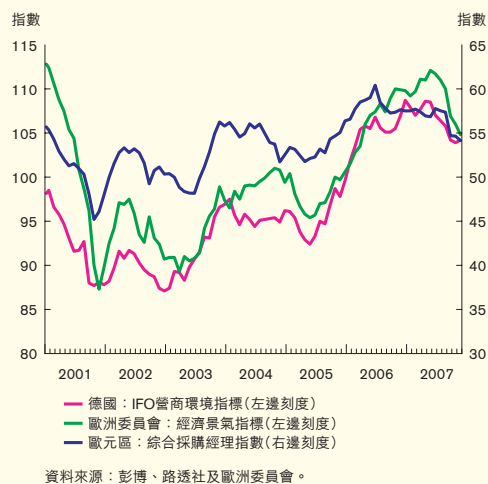


表 1.B
歐元區：經濟活動調查指標

| (指數) | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 綜合採購經理指數 | 57.8 | 57.5 | 57.4 | 54.7 | 54.7 | 54.1 |
| 製造業採購經理指數 | 55.6 | 54.9 | 54.3 | 53.2 | 51.5 | 52.8 |
| 服務業採購經理指數 | 58.3 | 58.3 | 58.0 | 54.2 | 55.8 | 54.1 |
| 歐洲委員會調查 | | | | | | |
| 經濟景氣 | 111.7 | 111.0 | 110.0 | 106.9 | 106.0 | 104.8 |
| 工業信心 | 6.0 | 5.0 | 5.0 | 3.0 | 2.0 | 3.0 |
| 訂單部分 | 7.0 | 6.0 | 7.0 | 3.0 | 1.0 | 2.0 |
| 消費者信心 | -2.0 | -2.0 | -4.0 | -6.0 | -6.0 | -8.0 |
| ZEW 經濟景氣 | 19.0 | 7.2 | -6.1 | -20.3 | -19.0 | -30.0 |
| 德國 IFO (營商環境) | 107.0 | 106.4 | 105.8 | 104.2 | 103.9 | 104.2 |

資料來源：彭博及路透社。

圖 1.5
歐元區：經濟景氣指標及採購經理指數



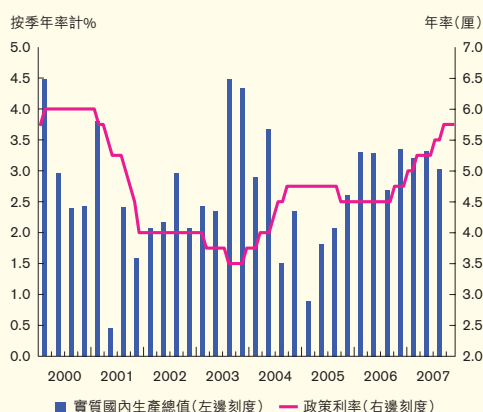
1.2 歐元區及英國

歐元區經濟增長在第2季突然大幅減慢後，在第3季回升，實質區內生產總值增長率升至2.9%，相比第2季的增幅1.2%。商業投資穩健回升、消費開支增長保持理想及存貨積累，是帶動經濟大幅擴張的主要因素（圖1.4）。德國及法國均大幅反彈，相應增長2.8%及2.9%，意大利亦增長1.5%。

雖然商業投資在第2季增長為零，但企業盈利理想及利潤可觀帶動投資在第3季強勁反彈3.7%。失業率逐步下降反映就業情況持續改善，使家庭開支增長表現理想。儘管歐元大幅升值，出口在第3季仍維持強勁增長，錄得10.2%增幅。但由於進口增長更為強勁，淨出口為整體經濟帶來負面影響。展望未來，雖然信心指標仍高於歷史平均水平，但自6月以來持續大幅下跌。歐元區的綜合採購經理指數亦於11月跌至兩年來低位，表示在外部需求不明朗、區內信貸狀況收緊、歐元持續升值及油價上漲的情況下，未來經濟增長可能會放緩（表1.B及圖1.5）。

反映設備使用率上升及勞工市場狀況收緊，通脹壓力仍然頗大。儘管在截至8月止的12個月中，整體消費物價調和指數通脹率低於歐洲中央銀行所設定2%的目標上限，核心消費物價調和指數通脹率自2月以來一直處於1.9%左右的水平，2006年平均為1.4%。由於近期能源及食品價格急升，加上去年油價下跌令比較基數偏低造成的不利影響，整體通脹率在10月份升至2.6%，並預計會於2008年保持在2%以上。

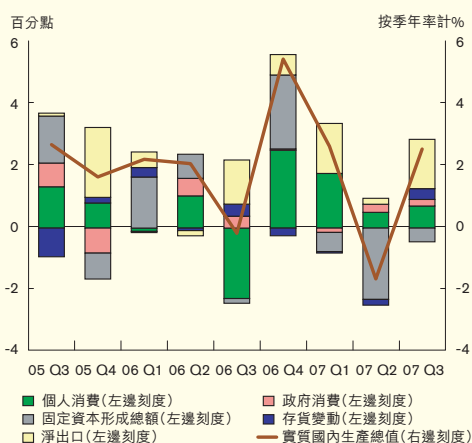
圖 1.6
英國：實質國內生產總值及利率



資料來源：英國國家統計局及英倫銀行。

自上一份報告以來，英國經濟保持穩步增長，實質國內生產總值增長在第2季升至3.3%，增幅其後於第3季減緩至3.0%（圖1.6）。第3季經濟擴張，是由國內需求穩健所帶動，反映消費開支上升及商業投資大幅回升。由於美國次按問題的影響擴散至英國的金融市場，而政策利率又處於6年來的高位，因此相信隨着信貸市場緊張及借貸成本上升，經濟增長在第4季應會放緩。自上一份報告以來通脹壓力有所減退，但風險仍然存在。整體消費物價指數通脹率自3月份按年升至3.1%的紀錄高位後逐步回落至第3季的1.8%，10月份則回升至2.1%。

圖 1.7
日本：各組成部分對國內生產總值增長的貢獻



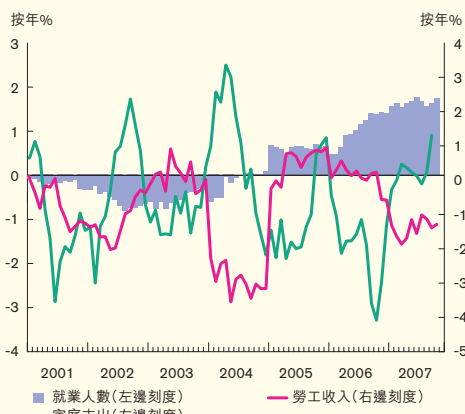
資料來源：日本內閣府。

1.3 日本

日本方面，在淨出口表現強勁支持下，實質國內生產總值增長率於2007年第三季升至2.6%，對上一季則收縮1.6%（圖1.7）。然而，淨出口表現強勁亦反映內國內需求（即進口）疲弱，令人懷疑經濟增長的情況能否維持至下年度。由於工資增長減慢及失業率上升，預期消費需求疲弱的情況會持續（圖1.8）。

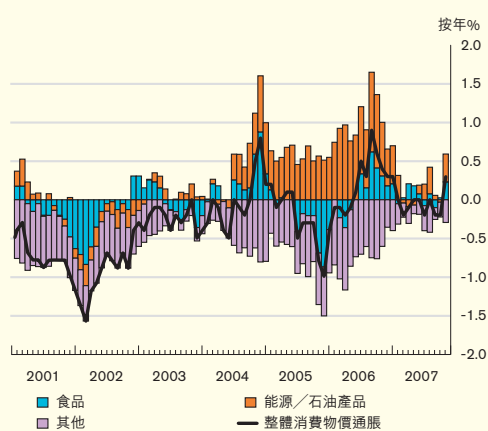
製造業在第3季轉趨活躍。按季比較，工業產量上升2.3%。最新日本央行季度「短觀」調查顯示，儘管8、9月間全球金融市場表現反覆，以及美國短期經濟前景的不明朗因素增加，但9月份大型製造商的信心維持正面，並預期在2008年擴大投資計劃。這部分反映來自歐元區及亞洲其他地區的外部需求有所增加，對日本經濟更形重要。

圖 1.8
日本：就業人數、勞工收入及家庭支出



資料來源：日本厚生勞動省。

圖 1.9
日本：各組成項目對消費物價通脹的貢獻



資料來源：日本總務省及職員估計數字。

儘管美國進口需求減少，但商品出口在第3季仍穩健增長，按季增幅達5.5%（以美元計），對上一季增幅為1.4%。對中國內地及其他新興經濟體系的出口增長穩健。

由於消費需求表現呆滯，通脹壓力在第3季減退。整體消費物價指數在10月份錄得按年變動0.3%，扣除新鮮食品及能源價格的核心消費物價指數則錄得0.3%的跌幅（圖1.9）。通脹下跌主要是由於家庭用品及娛樂項目等非食品類商品價格下調。通脹數據偏軟，顯示日本央行在短期內加息的可能性偏低。

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3季維持穩健的經濟增長，區內的實質國內生產總值在第3季增長8.1%，相比上一季為6.6%。²韓國、新加坡及台灣的平均增長率為8.9%，印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國的平均增長率則為7.3%（表1.C）。

表 1.C
東亞：實質國內生產總值增長

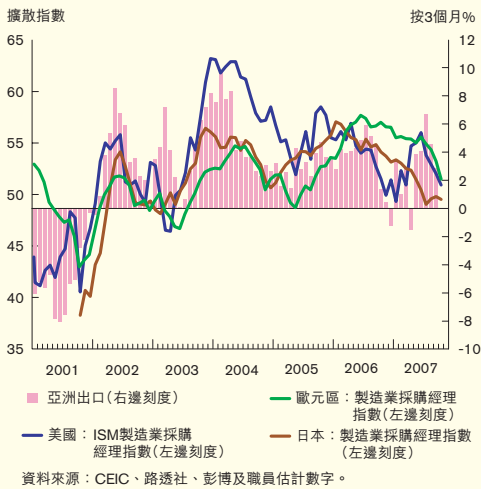
| （按季年率計 %） | 06Q2 | 06Q3 | 06Q4 | 07Q1 | 07Q2 | 07Q3 |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 新興工業經濟體系： | 2.3 | 6.2 | 3.9 | 4.5 | 6.8 | 8.9 |
| 韓國 | 3.2 | 5.0 | 3.8 | 3.6 | 7.4 | 5.4 |
| 新加坡 | 5.4 | 3.9 | 7.9 | 9.1 | 14.5 | 4.3 |
| 台灣 ¹ | 0.1 | 8.7 | 3.2 | 4.9 | 4.2 | 15.8 |
| 東亞經濟體系： | 5.0 | 6.7 | 6.7 | 4.2 | 6.4 | 7.3 |
| 印尼 ¹ | 5.1 | 9.6 | 8.8 | 0.7 | 6.5 | 10.3 |
| 馬來西亞 ¹ | 5.4 | 5.8 | 5.2 | 4.9 | 7.1 | 9.4 |
| 菲律賓 | 5.0 | 4.7 | 7.0 | 10.6 | 7.4 | 1.1 |
| 泰國 | 4.6 | 4.0 | 3.7 | 4.4 | 5.2 | 6.3 |
| 東亞： | 3.8 | 6.5 | 5.4 | 4.3 | 6.6 | 8.1 |

註1：職員估計數字。

資料來源：CEIC 及職員估計數字。

² 印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣及泰國的合計實質國內生產總值以有關經濟體系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 1.10
東亞：出口及美國、歐元區與日本採購經理指數



由於美國的進口需求疲弱，因此即使中國內地及其他新興經濟體系成為該區越來越重要的出口市場，但第3季出口仍然偏軟（圖1.10）。在區內需求強勁支持下，工業產量的增長在第3季保持穩定。然而，美國經濟放緩的影響繼續令人懷疑區內生產表現能否持續蓬勃。區內需求在第2季大幅擴張後，在第3季維持穩健增長（圖1.11）。

能源及食品價格急升逐步影響到其他物價及工資，因此大部分亞洲經濟體系的通脹壓力都在10月份增加。韓國、新加坡及台灣按年整體消費物價指數平均通脹率由6月的1.3%，增加至10月的4%（圖1.12）。同期，印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國的整體通脹率亦平均升至3.5%。能源及食品價格上升，表示區內的通脹壓力會繼續增加。

圖 1.11
東亞：各組成部分對區內生產總值增長的貢獻

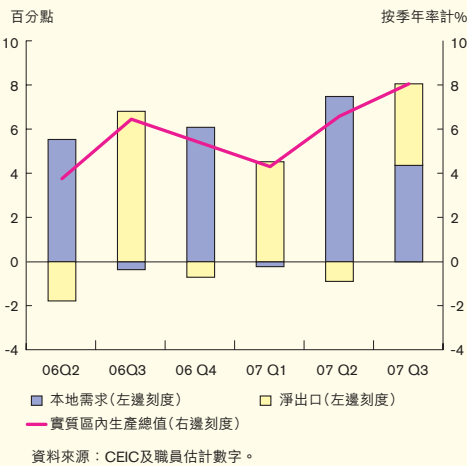
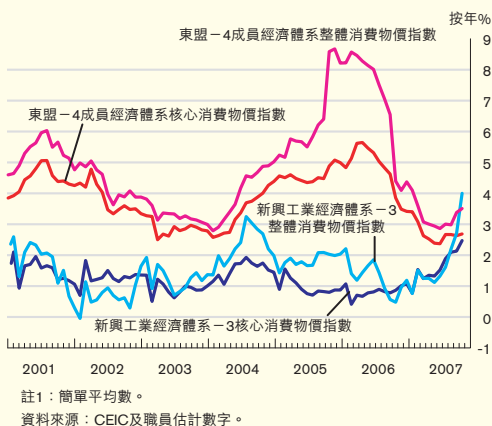


圖 1.12
東亞：整體及核心消費物價通脹¹



中國內地

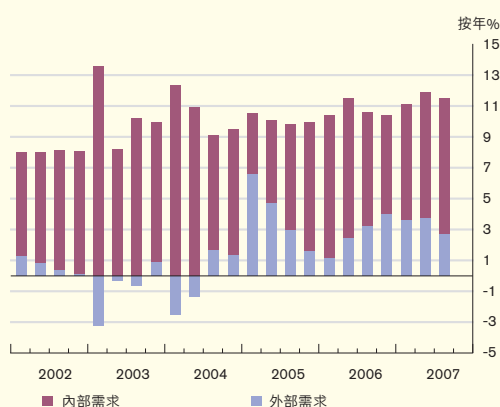
經濟增長維持強勁，整體消費物價通脹急升，貿易順差持續居高不下。當局更頻繁地運用貨幣政策，但成效並不明朗。在食品、原材料及能源價格上漲的環境中，如果沒有更果斷的政策組合或不出現全球經濟顯著放緩，通脹預期可能會上升。

1.5 產出、對外貿易及通脹

產出增長

實質國內生產總值增長在2007年第3季略為回軟，按年上升了11.5%，較上一季低0.4個百分點。經季節因素調整的按季增長亦較第2季低2.5個百分點。與前兩季相比，外部需求對增長的貢獻下跌約1個百分點（圖1.13）。固定資產投資及零售貨值的增長大致保持穩定（圖1.14），但建造、電力、煤氣及供水等環節的固定資產投資的按年增長較上一季減少超過7個百分點。為遏抑投資急速擴張推出的緊縮措施以及利潤增長下降，可能是引致這些環節的投資活動減少的原因。

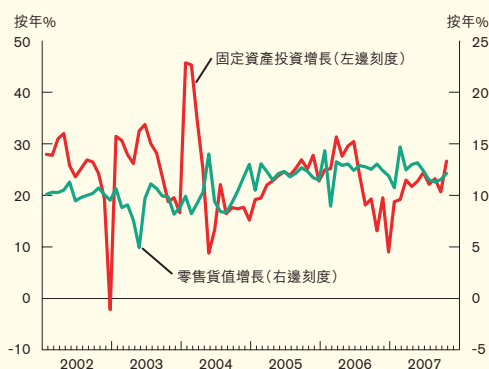
圖 1.13
中國內地：實質國內生產總值增長及
內部與外部需求的貢獻



註：實質外部需求是以國內生產總值平減物價指數調整的商品貿易差額來代表。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.14
中國內地：固定資產投資及零售貨值的
實質增長



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.15
中國內地：對外貿易

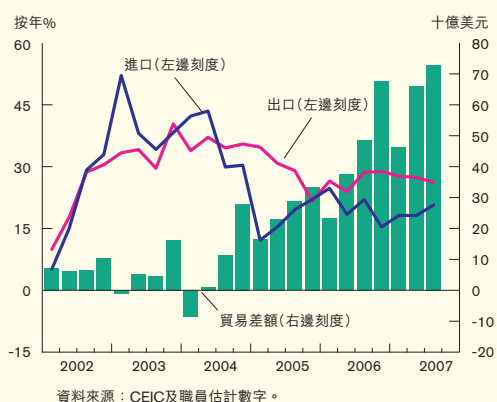
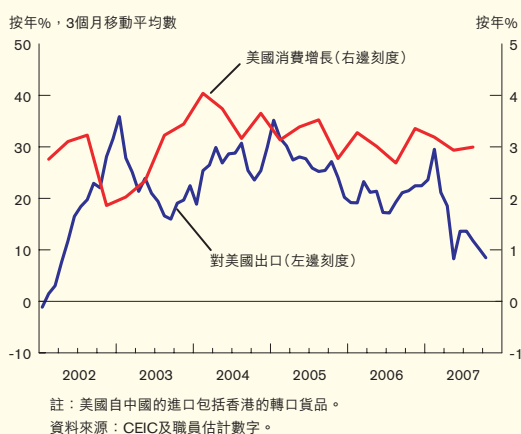


圖 1.16
中國內地：美國消費及來自中國的進口



對外貿易

第3季出口按年增長26.2%，稍低於第2季（圖1.15）。最新數據顯示，早於2004年1月就實施的削減出口退稅措施對出口的影響近期變得更明顯。例如，9月份那些受削減退稅影響的出口的按年增長率較頭8個月減少超過7個百分點。

中國的主要貿易夥伴增長放緩，亦可能減少了它們對中國商品的需求。正如圖1.16所顯示，美國消費增長及其自中國的進口似乎存在顯著的相關性。尤其機械及運輸設備、雜項製造項目及製成品的出口似乎受美國經濟增長的影響最為顯著。然而，由於美國市場的相對重要性由2001年約35%，大幅降至2007年第3季約22%，因此內地經濟對美國市場的倚賴程度已大為減低。

進口在第3季按年增長20.8%，較第2季高2.5個百分點。進口增長在10月進一步升至25.5%。儘管近來進出口增長的差距收窄，但第3季貿易順差仍升至731億美元的歷史高位。

圖 1.17
中國內地：各行業的貿易差額及重工業的固定資產投資增長

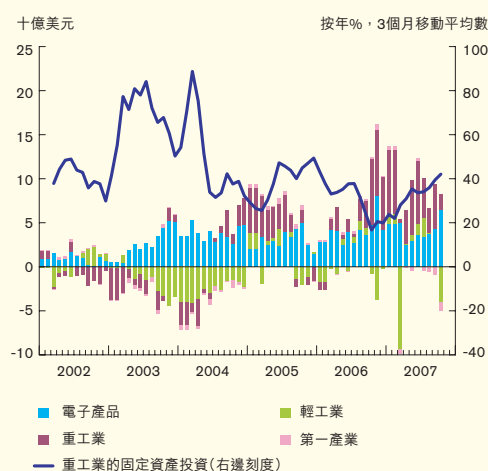


圖 1.18
中國內地：實質有效匯率及出口增長

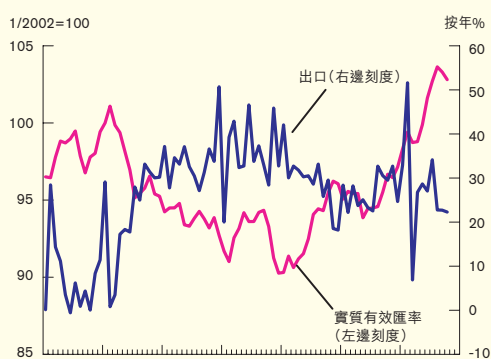


表 1.D
中國內地：各環節的出口彈性

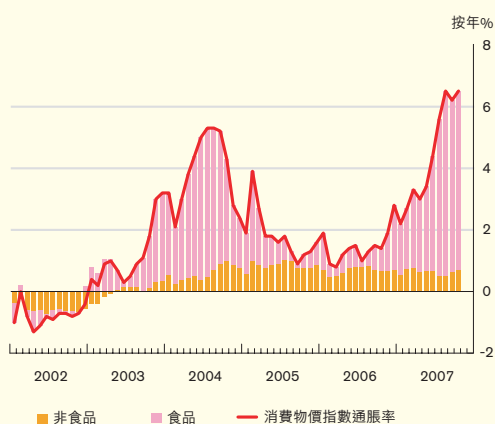
| 產品 | 彈性 | t-統計值 |
|------------|-------|-------|
| 儀器儀表及辦公設備 | 1.34* | 2.06 |
| 傢俱製造業 | 0.96* | 2.85 |
| 紡織業 | 0.89* | 2.09 |
| 電力機械 | 0.87* | 1.95 |
| 成衣及其他纖維產品 | 0.50* | 1.41 |
| 金屬礦物產品 | 0.10* | 0.29 |
| 電力機械及儀器 | 0.33 | 0.64 |
| 皮革、皮草及相關產品 | 0.56 | 0.59 |
| 橡膠產品 | 0.58 | 1.02 |
| 塑膠產品 | 1.73 | 1.37 |
| 一般貿易 | 0.93* | 1.88 |
| 加工貿易 | 0.05* | 0.18 |

註：彈性是以出口年增長率為因變量，人民幣實質有效匯率年增長率及內地十大出口市場的國內生產值增長的加權平均(以對各國出口佔中國總出口比重為權數)為解釋變量估計出來的。上表中的產品為十大出口依存度最高的產品。估計是以1995年第1季至2007年第2季之間的季度數據作出。附有*號的數字為絕對值。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

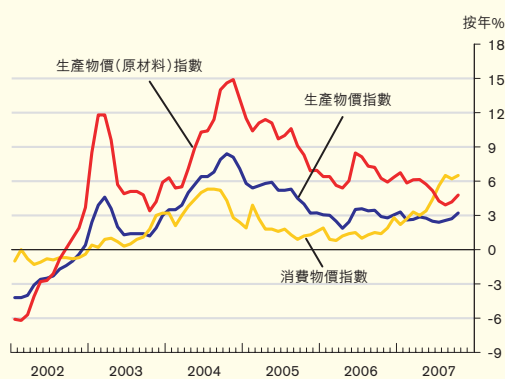
展望未來，貿易差額的規模相信會視乎國內投資的模式如何演變、人民幣的實質有效匯率的走勢，以及外部需求的強度而定。自2004年以來進口增長下降，可能是因為中國工業總體上取代進口的能力增強。重工業的貿易順差在該環節投資大幅上升後顯著增加(圖1.17)。由於該產業投資大大提升了其國內的生產能力，進口的需要因而減少。實質有效匯率升值可能對限制中國出口產生正面作用(圖1.18)。然而，人民幣實質有效匯率對不同產品有不同影響(表1.D)。一般來說，一般貿易出口(即主要倚賴國產部分的出口)對人民幣實質有效匯率變化的彈性相對較高。然而，加工貿易出口(即主要倚賴進口中間產品的出口)似乎對實質有效匯率變化的彈性低得多。

圖 1.19
中國內地：各組成部分對消費物價通脹的貢獻



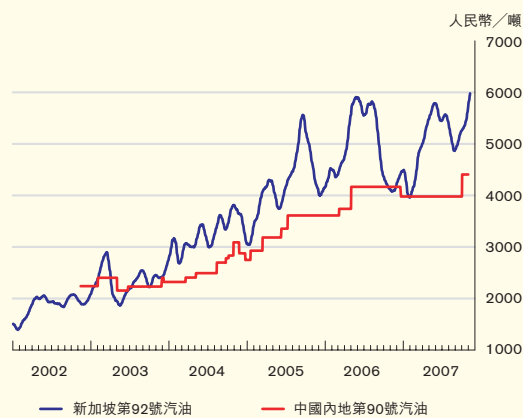
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.20
中國內地：物價指數



資料來源：CEIC。

圖 1.21
中國內地：國內及國際油價



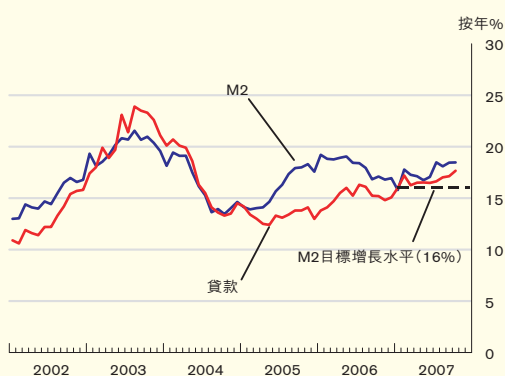
資料來源：www.oilchem.net及彭博。

通脹

第3季按年計整體消費物價指數通脹率急升，達到6.2%，是11年以來最高水平（圖1.19），較第2季高出3.6個百分點，並於9月短暫回落後，在10月繼續上升，達到6.5%。消費物價指數通脹率上升，主要是由食品價格（尤其豬肉及新鮮蔬菜的價格）上漲帶動。另一方面，按年計非食品價格通脹率約為1%。在一些程度上因為原材料價格指數通脹在過去幾季下跌，生產物價指數通脹保持溫和（圖1.20）。至於中國食品價格上漲在多大程度上反映國際食品價格走勢，以及在多大程度上反映供應限制或需求壓力，存在一些不明朗因素。然而，若食品價格上漲的情況持續一段長時間，鑑於食品開支在消費籃子中的重要性，更為全面的通脹的預期將會變得更強，可能引致其他價格及工資上升。

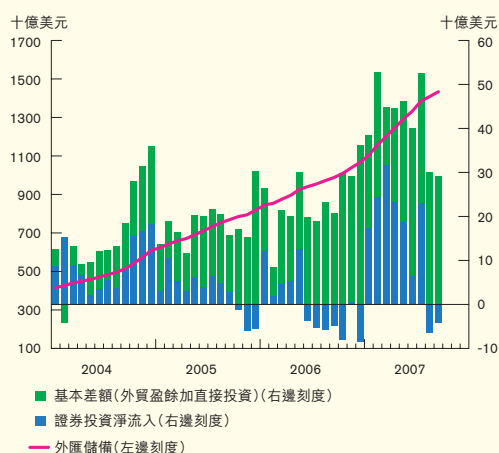
能源價格亦持續上升。國家發展和改革委員會在10月底提高成品油價格約8%，以應付燃料短缺的問題。國內及國際油價存在明顯差距（圖1.21），以及中國日益倚賴石油進口，顯示國內能源價格可能會繼續上升。此外，預期內地會更嚴格地執行環保標準，加上工業環節的工資上升，相信工業生產的成本會上漲。

圖 1.22
中國內地：廣義貨幣M2及金融機構貸款的增長



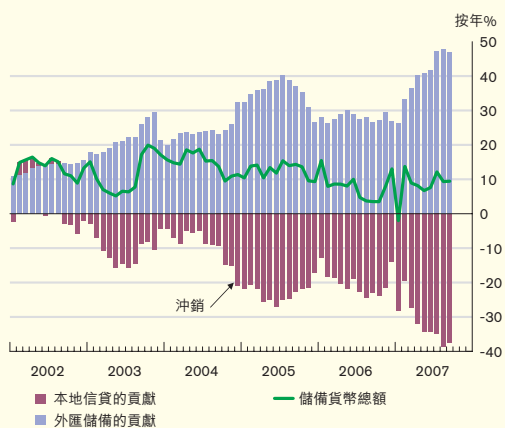
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.23
中國內地：資金流入



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.24
中國內地：各組成部分對儲備貨幣增長的貢獻



註：儲備貨幣總額就存款準備金率的增加作出調整。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

1.6 貨幣狀況、資產價格與人民幣匯率

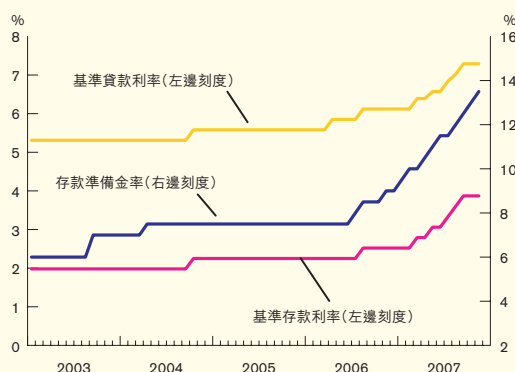
貨幣狀況

廣義貨幣M2的擴張幅度高於人行為2007年設定的目標16%，第3季錄得按年增幅18.5%，高於2007年第1及第2季分別錄得的17.3%及17.1%。金融機構貸款在第3季亦按年上升17% (圖1.22)。

9月底外匯儲備達到14,330億美元，第3季儲備淨增長1,010億美元。貿易順差是2007年第3季外匯儲備增長的主要因素，佔基本差額(即貿易順差加外來直接投資)的83%。雖然在上半年的儲備累積中，證券投資淨流入擔當了重要角色，但它在8月及9月轉為負數(圖1.23)。

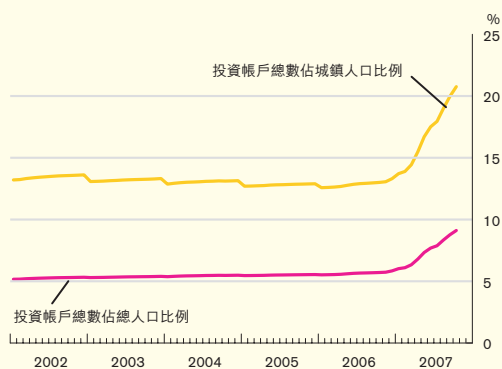
儘管外匯儲備迅速增加，但對儲備貨幣增長的影響仍然有限。人行透過公開市場操作及調高存款準備金率，沖銷了資金淨流入的大部分影響(圖1.24)。就商業銀行的存款準備金率上升作出調整後，今年截至目前為止，儲備貨幣的增長大致保持穩定，約為10%。

圖 1.25
中國內地：存款準備金率及基準利率



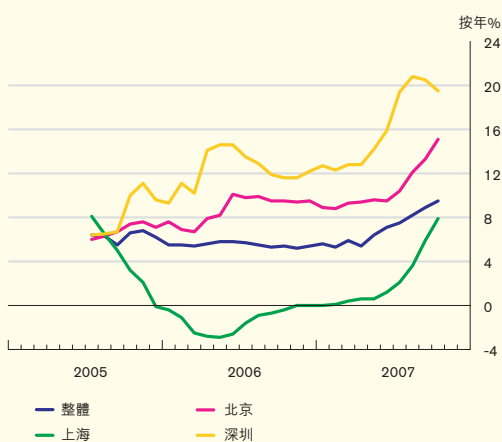
資料來源：CEIC。

圖 1.26
中國內地：股市滲透率



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.27
中國內地：主要城市的房屋價格



資料來源：CEIC。

人行運用了一系列的政策工具以遏抑信貸擴張。事實上，今年以來人行共進行了19次政策干預——以存款準備金率、貸款及存款利率的修訂次數來衡量(圖1.25)。存款準備金率在2007年10月上調至13.5%，是10年以來的高位。1年期政策貸款及存款利率分別達到7.29厘及3.87厘。由於通脹風險仍高，相信短期內需要推出更多收緊貨幣政策的措施。然而，若中國的主要貿易夥伴的經濟大幅放緩的風險實現，則難以預料是否需要推出更多緊縮措施。

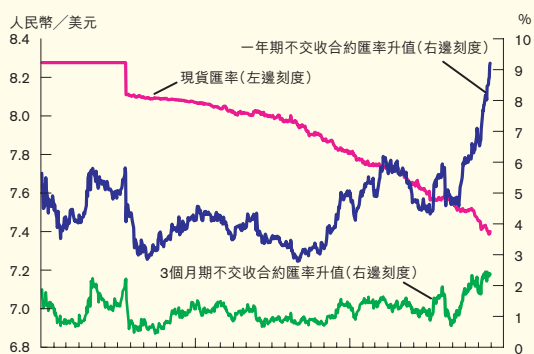
資產價格

儘管股市波幅擴大，有跡象顯示股價開始穩定下來，但市值仍然偏高。上海證交所綜合指數在2007年第3季一度上升6,000點水平，市盈率創下破紀錄高位，達到每日平均53.5的水平。該指數於10月16日達到頂峰，到11月底降至約4,870點，降幅達20%。整體而言，上海證交所綜合指數在第3季上升45.3%，在2007年1月至11月間上升82.1%。

中國股市已成為家庭將儲蓄投資及企業集資的重要渠道，股票投資迅速普及。2007年10月，在城市的居民中，每5人便可能有1人持有股票交易帳戶。中國總人口的市場參與率達到9%，自2007年1月以來已增長3個百分點(圖1.26)，這可能會加劇市場波動帶來的影響。其間透過新股上市及配股籌集的資金達到5,382億元人民幣，相比銀行貸款增加35,372億元人民幣。10月份中國兩個證券交易所的自由流通股市值增加至國內生產總值的40.3%，相當於廣義貨幣的22%，自1月以來上升13個百分點。

隨着股市暢旺，儘管人行最近調高購買第二套住房的人士需支付的首期款額比例，但全國各地的物業價格在2007年第3季按年增長接近9%(圖1.27)。北京及深圳的物業價格升勢更急。雖然有關的因果關係並不明確，但物業市場暢旺似乎正好與股市暢旺同時發生。

圖 1.28
中國內地：人民幣現貨匯率及預期升值



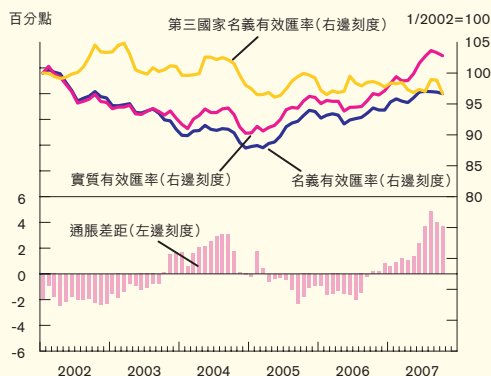
註：人民幣的預期升值幅度是以現貨匯率與遠期不交收合約匯率之間的百分比差距來計算。
資料來源：彭博及職員估計數字。

人民幣匯率

自2007年1月以來，人民幣兌美元現貨匯率升值約5.4%，相比2006年的全年升幅3.4% (圖1.28)。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升值超過10%。由於國內消費物價通脹急速上升，因此人民幣實質有效匯率的升值步伐加快。至10月底實質有效匯率比1月份升值了4.6%，同期名義有效匯率僅升值了1.4%，人民幣第三國家名義有效匯率則大致保持穩定 (圖1.29)。

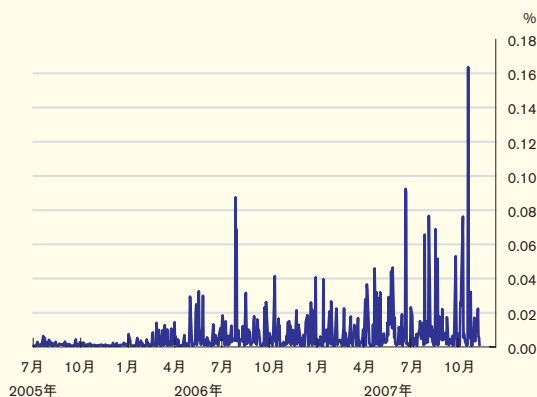
相比2007年首兩個季度，人民幣兌美元的波幅在2007年第3季顯著擴大 (圖1.30)。雖然預期於5月18日實施的擴大交易區間會令波幅擴大，但大部分時間每日變動維持在0.3%內。

圖 1.29
中國內地：實質有效匯率、名義有效匯率及內地與其貿易夥伴的通脹差距



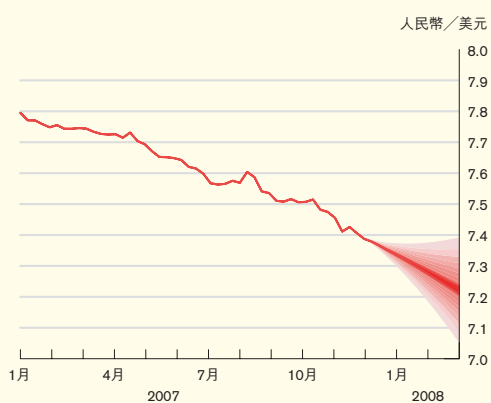
註：第三國家名義有效匯率反映中國在第三市場的對外競爭力。
構建第三國家有效匯率的方法，見2006年12月報告專題2。
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.30
中國內地：人民幣波幅



資料來源：彭博及職員估計數字。

圖 1.31
中國內地：預測匯率的扇形圖



註：預測是運用 $y_t = \phi_0 + \sum_{l=1}^4 \phi_l y_{t-l} + \epsilon$ 公式進行，其中包含匯率的4個滯後數值，以反映有關的動態關係。
資料來源：彭博及職員估計數字。

展望未來，人民幣匯率仍會繼續逐漸升值。根據1至11月的數據來作出預測，估計人民幣兌美元的匯率在2007年底時會在7.34至7.31之間，與市場預測相符。人民幣兌美元匯率在2008年3月初會升值至7.20以上，大致符合市場預期（圖1.31）。

1.7 政策回應

報告期內，內地當局繼續以循序漸進的方式來面對宏觀經濟及金融穩定的挑戰。當局已增加貨幣政策回應的次數、開始鼓勵官方及私人資金外流、容許匯率加快升值速度，以及收緊行政措施以防止物業價格急升。然而，當局似乎不願意加大以價格為基礎的對策的力度，一旦經濟過熱的壓力加劇，有可能會運用行政手段來應付。事實上，據報中國銀行業監督管理委員會已對商業銀行第4季貸款採取凍結措施，以遏抑經濟過熱的壓力。

儘管人行願意迅速回應不斷變化的貨幣狀況，但其推行政策的空間變得更有限。面對預期通脹上升的風險，存款利率有必要進一步提高以穩定貨幣需求。然而，名義匯率的有限升值可能限制了人行調高利率的能力。美國聯儲局近期調低政策利率共75基點，會令資金透過套息交易的方式流入變得更具吸引力，同時中美息差收窄將推高人行沖銷操作的成本。正如專題1所示，當局可更靈活運用人民幣匯率以收緊貨幣狀況。

當局在鼓勵官方及私人資金外流方面取得重要進展。討論多時的中國投資有限責任公司於9月29日正式成立，註冊資本2,000億美元，以投資於境外資產。首項中國國有財富基金的目的是要鼓勵資金從中國有序流出，以減輕央行需要進行沖銷操作的負擔，以及提高外匯儲備的回報。當局亦制訂計劃鼓勵私人資金外流。國家外匯管理局（外匯局）於8月20日宣布國內投資者將獲准直接投資於境外股票市場。雖然當局暫時延遲實施有關計劃，但政策目的清晰，應不會擱置有關計劃。

對企業實施的外匯管制亦予以進一步放寬。外匯局不再要求國內企業上繳其來自經常帳戶交易的外匯收入。為了令「合格境內機構投資者計劃」更具吸引力，中國證券監督管理委員會擴大了合格境內機構投資者可投資的金融產品類別至包括股票、預託證券、地產信託基金、結構產品及衍生工具。

為遏抑物業價格上漲，人行及銀監會聯手推出措施，提高購買第二套住房及商用物業的最低首期款額比例，以收緊按揭貸款。雖然這些措施在某程度上可遏抑投機活動，但主要挑戰是如何有效限制對物業市場的銀行貸款，確保在經濟衰退時銀行體系仍維持穩健安全。此外，當局亦須制定政策措施，以鼓勵地方政府為中低收入家庭提供更容易負擔的住房。

專題 1

用新凱恩斯模型來分析中國內地貨幣政策

表B1.A
新凱恩斯模型

公式1：菲利普斯曲線

$$\pi_t = 0.20 E_t \pi_{t+4} + 0.80 \pi_{t-1} + 0.08 \hat{Y}_{t-1} + 0.12(z_t - z_{t-1}) + \varepsilon_t^\pi$$

π_t ：以年率計季度消費物價指數通脹；

π_{t-4} ：4個季度的消費物價指數通脹；

\hat{Y}_t ：產出差距；

z_t ：實質有效匯率對數，上升表示貶值；

E ：預期算子(理性預期假設)；

公式2：IS曲線

$$\hat{Y}_t = 0.10 E_t \hat{Y}_{t+1} + 0.91 \hat{Y}_{t-1} - 0.04 \hat{r}_{t-1} + 0.06 \hat{m}_{t-1} + 0.02(z_t - z_{t-1}) + 0.08 \hat{Y}_t^w + \varepsilon_t^Y$$

\hat{r}_t ：實質利率與其均衡值的偏差；

\hat{m}_t ：實質貨幣增長與其均衡值的偏差；

\hat{Y}_t^w ：世界產出差距；

公式3：貨幣反應函數

A. 數量規則

$$M_t = M_t^* + 0.88 M_{t-1} - 0.16 \hat{Y}_t - 0.06(\pi_t - \pi_t^*) + \varepsilon_t^m$$

M_t ：名義貨幣增長；

M_t^* ：均衡名義貨幣增長；

π_t^* ：目標通脹；

B. 利率規則

$$R_t = R_t^* + 0.82 R_{t-1} + 0.15 E_t (\pi_{t+4} - \pi_{t+4}^*) + 0.51 \hat{Y}_t + 0.16(z_t - z_{t-1}) + \varepsilon_t^r$$

R_t ：名義利率；

R_t^* ：均衡名義利率

中國的貨幣政策最少在兩方面與先進經濟體系的貨幣政策不同。其一，中國的貨幣政策有多重目標。除了維持價格穩定及促進經濟增長的法定目標外，中國的貨幣政策亦會以低失業率及國際收支平衡為目標。此外，貨幣政策還要肩負促進金融開放及金融環節改革的責任。其二，中央銀行似乎是採用混合貨幣政策規則，運用數量目標及利率工具來實施貨幣政策，以達到上述目標。這種實施貨幣政策方法可能是源自中國當前的貨幣及金融體系的特點：(1)與發達國家的商業銀行相比，中國的商業銀行市場化程度較低，因而對利率變化的反應也較遲鈍。(2)貨幣市場分割令利率無法成為有效的傳導機制。(3)雖然短期來說，貨幣量與產出之間並沒有關係，但有關貨幣總額的量化目標有助穩定中長期的通脹預期。儘管貨幣政策混合規則看來有其可取之處，但並沒有實證證據從量化角度表明事實的確如此，因此有必要運用模型來評估是否以混合方法實施貨幣政策對處於當前金融及經濟發展階段的中國來說適合。本專題列載金管局最近就此問題所作的主要研究結果。³

模型

該模型主要包括菲利普斯曲線、IS曲線及貨幣反應函數(表B1.A)。除了實質國內生產總值差距及實質匯率等標準解釋變量外，菲利普斯曲線(公式1)還包含前瞻性及回顧性的通脹元素。IS曲線(公式2)包含前瞻性及回顧性實質國內生產總值差距、外部需求差距、實質利率、實質貨幣增長差距及實質匯率變動。該曲線與傳統曲線的區別在於貨幣量亦包括在內，以反映除利率外貨幣政策的影響。與標準新凱恩斯模型不同，混合規則包括貨幣數量規則(公式3A)及利率規則

³ 全文見香港金融管理局工作論文編號18/2007，作者劉利剛、張文朗。

(公式3B)。數量規則以潛在國內生產總值及均衡通脹率為目標。利率規則包含回顧性的利率以及均衡利率、預期年度通脹與目標的偏差、國內生產總值差距及實質匯率變動的線性組合。數量規則可追溯至Taylor (1979)，而利率規則是一個擴展了的Taylor規則，該規則除了就通脹及產出作出反應外，亦就匯率作出反應。⁴

雖然上述公式與從開放型經濟的動態隨機一般均衡模型導出的公式相若，但這些公式已作出修改，以反映中國經濟的特色。變量 ϵ 在所有公式中代表白噪音。全球產出差距等外生變量假設是AR(1)過程。首3項公式是以上世紀九十年代初至2005年間的季度數據作出估計，而公式3B是按照謝平、羅雄(2002)及 Scheine and Vibes (2005)的估計結果定出參數。⁵

模型評估：單一政策規則與混合政策規則的比較

在相關研究方面，衡量最優貨幣政策的標準是看其是否使通脹及產出差距的方差的加權總額為最低。按照這個衡量方法，我們可以分3種情況在上述模型中評估不同的貨幣政策規則：(1)只有利率對通脹及產出作出反應(Taylor規則)；(2)只有貨幣對通脹及產出作出反應(數量規則)；及(3)利率與貨幣量同時被用來管理經濟(混合規則)。在模擬中我們假設通脹與產出均受到隨機衝擊。表B1.B及B1.C分別列出以單次及多次複製過程產生的通脹與產出差距的波動。在混合規則下，通脹及產出差距的波幅最低，表示用混合貨幣政策規則可帶來較理想的政策結果。因此在現有情況下，選用混合貨幣政策規則是比較合適的。

表B1.B
中國內地：通脹及產出差距的標準差
(單次複製)

| 規則 | 通脹 | 產出 |
|--------|-------|-------|
| Taylor | 0.169 | 0.104 |
| 數量 | 0.196 | 0.139 |
| 混合 | 0.105 | 0.067 |

資料來源：職員估計數字。

表B1.C
中國內地：通脹及產出差距的標準差
(多次複製)

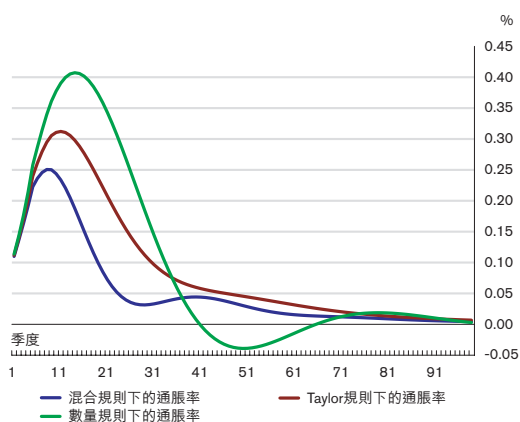
| 規則 | 通脹 | 產出 |
|--------|-------|-------|
| Taylor | 0.160 | 0.102 |
| 數量 | 0.188 | 0.136 |
| 混合 | 0.099 | 0.065 |

資料來源：職員估計數字。

⁴ 見Taylor, J.B.(1979), 「Estimation and control of a macroeconomic model with rational expectations」, *Econometrica* 47(5), 1267-1286。

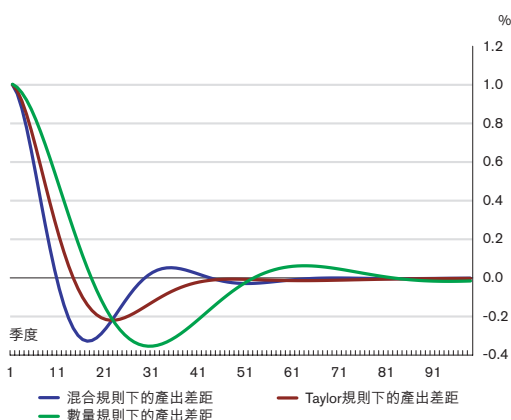
⁵ 見Scheibe, J. and D. Vines (2005), 「A Phillips curve for China」, University of Oxford, 以及謝平、羅雄(2002), 「泰勒規則及其在中國貨幣政策中的檢驗」, 《經濟研究》2002年第3期。

圖 B1.1
中國內地：在不同政策規則下通脹對經濟過熱的反應



資料來源：職員估計數字。

圖 B1.2
中國內地：在不同政策規則下產出對經濟過熱的反應



資料來源：職員估計數字。

表 B1.D
中國內地：與穩定狀態值的偏離的平方和

| 規則 | 通脹 | 產出 |
|--------|-------|-------|
| Taylor | 0.003 | 0.012 |
| 數量 | 0.006 | 0.019 |
| 混合 | 0.001 | 0.010 |

資料來源：職員估計數字。

政策模擬

經濟過熱

假設經濟初時以高於其潛力的1個百分點增長，那麼經濟在不同的貨幣政策規則下，通脹及產出會有怎樣的表現？圖B1.1及B1.2分別顯示在3項不同的政策規則下，通脹及產出差距對經濟過熱的反應。在混合規則下，通脹及產出的波幅明顯是最小的。尤其在數量規則及利率規則下，通脹分別上升超過0.4及0.3個百分點，在混合規則下的則不足0.25個百分點。通過計算通脹與產出對其穩定狀態值的偏離的平方和，我們亦可核實這些直接觀察結果(表B1.D)。

圖 B1.3
中國內地：通脹對匯率升值的反應

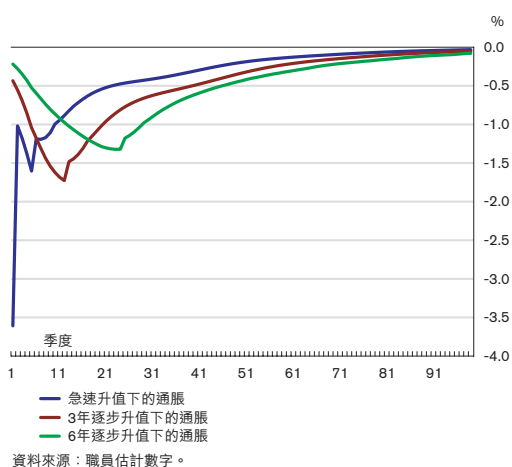
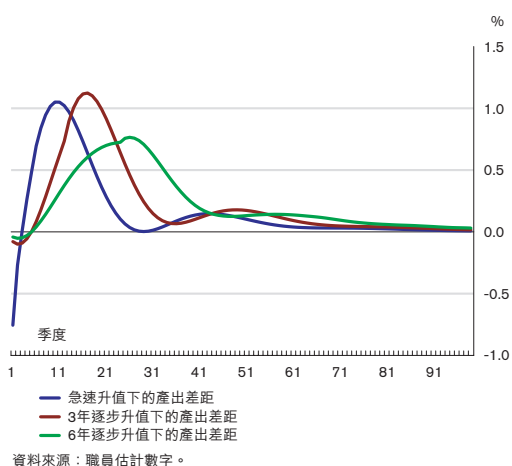


圖 B1.4
中國內地：產出差距對匯率升值的反應



急速升值與逐步升值的比較

有人把中國最近所面臨的一些宏觀經濟問題，例如惡化的外貿失衡、難以持續的高速經濟增長，以及更近期的通脹急升等，歸咎於人民幣匯率升值緩慢。因此，有意見認為匯率應一次性大幅升值。這項政策的效果可以從下面的模擬中看出來。具體而言，我們考慮3種情況：(1) 人民幣名義匯率急升30%，其後保持不變。(2) 名義匯率連續3年每年升值10%，其後維持不變。(3) 名義匯率連續6年每年升值5%，其後維持不變。也就是說，在每種情況下，匯率都升值30%，只是步伐不同。在3種情況下，通脹及產出差距在混合規則下對匯率升值的反應分別載於圖B1.3及B1.4。名義匯率大幅升值對通脹有強大及負面影響，且對通脹及產出過程具有很大的破壞性，而對產出增長的影響似乎有限。另一方面，匯率以循序漸進方式升值似乎對經濟的破壞力較小，同時若人民幣匯率升值的速度能因應國內通脹壓力上升作出調整，則可產生預期中遏抑通脹的政策效果。

結論

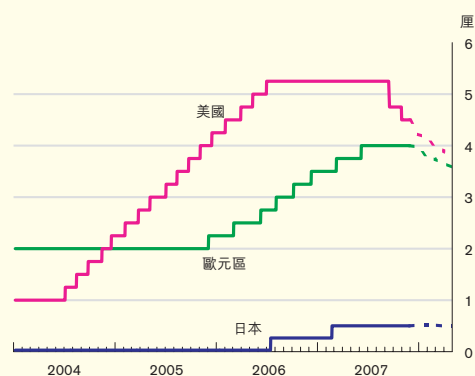
以新凱恩斯模型分析中國貨幣政策所得出的主要結果可總結如下：

- (1) 混合貨幣政策規則的成效似乎較其他方案(單獨利用利率規則或數量規則)為佳，能減少經濟波動。
- (2) 匯率逐步升值似乎較急速升值好，因為對通脹及產出過程造成的破壞較輕微，引致通縮的風險亦較低。
- (3) 此外，若匯率升值速度可以調整，並於有需要時作為減低通脹壓力的工具，人民幣逐步升值可帶來預期的政策效果。

貨幣及金融狀況

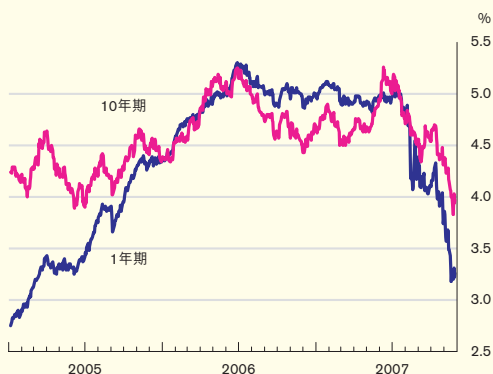
美國次級按揭市場問題觸發金融市場大幅波動，促使全球各地推行寬鬆的貨幣政策。美國調低政策利率合共 75 基點。歐洲方面，在報告期初段利率仍處於升勢，其後各主要央行均維持政策利率不變。

圖 1.32
美國、歐元區及日本政策利率



註：虛線部分是按2007年11月30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 1.33
美國國庫券收益率



資料來源：美國聯邦儲備局。

1.8 利率

美國次級按揭問題的嚴重程度是意料之外，令過去6個月在調校貨幣政策方面難上加難。投資於次級按揭證券的虧損因信貸評級機構調低評級而加劇，觸發信貸市場在夏季期間被大幅收緊，繼而令其他金融市場出現大手拋售的情況。主要央行隨即對市場注資，並增加合資格作為貼現窗抵押品的證券類別。是次危機即時令各國貨幣政策傾向寬鬆。為了使金融市場恢復平靜，聯儲局自9月以來分別調低目標利率及貼現率合共75基點至4.5厘及5厘。由於市場預期次按的拖欠還款問題會加劇，因此相信息率會進一步下調。聯邦基金期貨合約的價格反映聯儲局在12月再減息25基點或50基點的機會分別達62%及38%（圖1.32）。歐洲方面，歐洲中央銀行及英倫銀行夏季季初時仍在加息，但其後由於次按問題浮現而暫停加息。最新一期的英倫銀行通脹報告更顯示快將放寬貨幣政策。亞洲大體上並未受到是次危機影響，其中中國因通脹壓力上升而繼續收緊貨幣政策。

在報告期初段，美國國庫券長債收益率因較預期佳的經濟數據而大幅反彈。然而，信貸市場危機浮現令全球投資者大舉進行風險重估，並抽走資金以投放於高質素的資產，因此對美國國庫券的需求增加。其後聯儲局減息及經濟數據疲弱令需求進一步增加，尤其惠及期限較短的國庫券收益率曲線。期內1年及10年期美國國庫券收益率較上一個報告期分別下跌169及93基點（圖1.33）。

圖 1.34
美元雙邊匯率



1.9 匯率

美元兌其他主要貨幣（特別是歐元）在2007年下半年顯著轉弱。美元轉弱是由多項因素導致，其中龐大的經常帳赤字令市場普遍預期美元會貶值、美國經濟前景轉壞及聯儲局減息是美元在2007年下半年被拋售的主要原因。儘管在全球金融市場波動期間美元仍然發揮其安全港的作用，但這只能為美元提供短暫的支持。受到套息活動及資本市場大幅調整時套息交易平倉的影響，美元兌日圓的貶值較為反覆。整體而言，自上一份報告以來，美元兌歐元及日圓分別貶值8.8%及8.6%（圖1.34）。

圖 1.35
全球股市指數



1.10 股票市場

併購活動頻繁及企業表現理想，使各主要股市在報告期初時均表現強勁。然而，美國住屋市場危機惡化令金融市場備受壓力，繼而影響投資意欲，促使股市倒跌。金融類股份受到的打擊最大，期內多間主要金融機構因就次按相關虧損減值，以及被分析員及信貸評級機構調低評級，其股價下跌超過三分之一。儘管有關當局放寬貨幣政策在某程度上紓緩了金融市場面對的壓力，並刺激市場氣氛，但全球股市在報告期末時均錄得跌幅，其中標準普爾500指數、法蘭克福DAX指數及日本東證股價指數自上一份報告以來分別下跌3.2%、0.2%及12.7%（圖1.35）。

2. 本港經濟

需求

香港經濟在2007年第2及第3季繼續強勁增長。經濟增長主要由強勁的私人消費帶動，而勞工市場狀況進一步改善以及資產市場表現蓬勃亦提供支持。國際金融市場動盪令外部需求回軟，因此商品出口放緩，但服務輸出繼續表現理想。

圖 2.1
以固定市價計算的本地生產總值

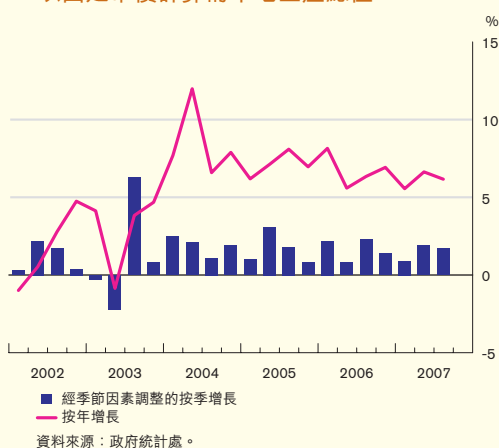


表 2.A
按開支項目劃分的實質本地生產總值增長

| 按年 % | 2006 | | 2007 | | | |
|---------------------|-------|-------|------|-------|------|------|
| | 2005 | 2006 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 |
| 本地生產總值 | 7.1 | 6.8 | 6.9 | 5.6 | 6.6 | 6.2 |
| 內部需求 | 1.6 | 5.8 | 6.4 | 5.0 | 8.2 | 8.2 |
| 消費 | | | | | | |
| 私人 | 3.0 | 5.9 | 6.2 | 4.8 | 5.7 | 9.7 |
| 公共 | -3.2 | 0.3 | 2.3 | 2.4 | 2.7 | 1.2 |
| 本地固定資本形成總額 | 4.1 | 6.3 | 6.4 | 2.8 | 10.0 | 2.0 |
| 私人 | 8.0 | 10.1 | 8.3 | 5.4 | 11.5 | 3.1 |
| 公共 | -14.1 | -16.5 | -6.8 | -12.3 | -4.6 | -8.0 |
| 存貨變動 ¹ | -1.0 | 0.3 | 0.5 | 0.8 | 1.6 | 1.0 |
| 貨品出口淨值 ¹ | 3.1 | -0.3 | -0.3 | -1.3 | -3.4 | -3.6 |
| 服務輸出淨值 ¹ | 2.5 | 1.9 | 1.8 | 2.4 | 2.6 | 2.9 |

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

實質本地生產總值在第1及第2季分別按年增長5.6%及6.6%後，在第3季上升6.2%（圖2.1）。經季節因素調整的實質本地生產總值在第1及第2季分別按季增長0.9%及1.9%後，在第3季增長1.7%。⁶

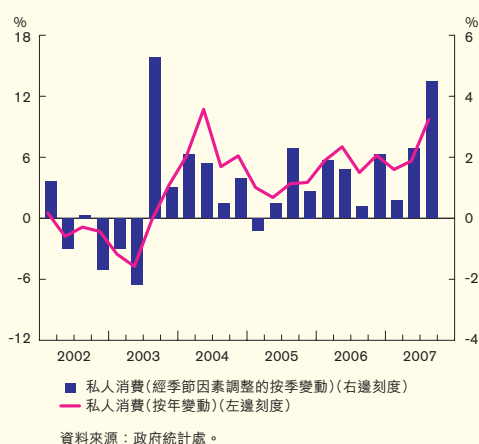
第3季強勁的增長勢頭是由堅挺的內部需求，特別是私人消費開支急升所帶動。另一方面，投資增長溫和，原因是建造業支出在第2季反彈後，在第3季僅微升。設備支出的增長因為比較基數偏高而放緩。在外部需求放緩下，貨品出口增長亦隨之減慢，但服務輸出則繼續錄得兩位數的增幅，反映離岸貿易、旅遊及金融服務等環節表現活躍。

2.2 內部需求

內部需求繼續是帶動第3季經濟增長的主要因素。由於美國減息及內地宣布個人直接投資香港證券試點計劃有助局部增強公眾信心，因此國際信貸市場的動盪似乎並沒有對香港的消費及營商氣氛造成任何重大影響。與去年同期比較，第3季內部需求增長8.2%，與第2季的增幅相同（表2.A）。內部需求擴張主要由私人消費顯著增加所帶動，投資支出及政府開支則出現增長放緩的跡象。存貨累積在第3季減慢，但對本地生產總值增長的貢獻仍然錄得正數。

⁶ 有關的本地生產總值增長率是以最近開始使用的環比物量方法估算而得。專題2詳細討論如何以環比物量方法按固定價格去量度本地生產總值，並分析在此方法下如何要對本地生產總值的過去實質增長率估算作出修訂。

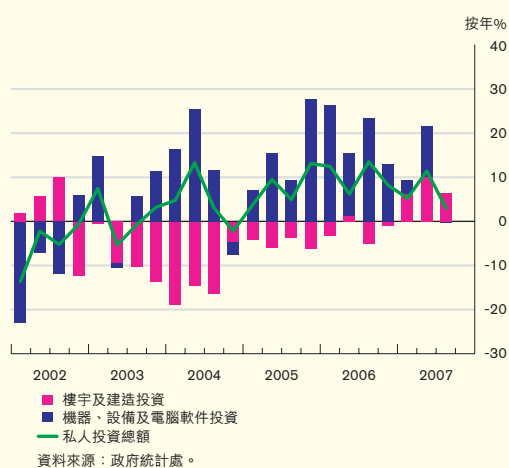
圖 2.2
私人消費



消費

私人消費開支在2007年第2季按年增長5.7%後，在第3季顯著增長9.7%，這是2004年第3季以來的最大增幅。經季節因素調整後的按季增幅則由第2季的2.3%，上升至第3季的4.5%（圖2.2）。私人消費穩健增長，主要是受到勞工市場狀況改善、家庭收入增加及資產價格上揚的支持。金融服務（如股票買賣）支出對私人消費增長貢獻重大。另一方面，與去年同期比較，政府消費開支在第3季僅微升1.2%，第2季的升幅則為2.7%（表2.A）。展望未來，鑑於勞工市場狀況保持良好、資產價格繼續處於高位，以及利率下降，私人消費應會在2007年餘下時間繼續成為帶動經濟增長的主要因素。

圖 2.3
私人投資及各組成項目



投資

整體投資支出在第2季按年上升10.0%後，在第3季錄得2.0%的溫和升幅。整體投資支出增長減慢，主要是因為在機器及設備方面的私人支出表現呆滯，較上年度同期微跌0.2%，第2季則上升11.5%（圖2.3）。然而，整體投資支出增長減慢只是因為比較基數偏高而被誇大，基本增長勢頭仍然堅穩。展望第4季，業務展望按季統計調查結果顯示，所有行業對經營環境仍然樂觀，尤其看好營業額及售價等方面的走勢。樓宇及建造業的私人開支在第2季增長10.2%後，第3季增長6.5%，顯示有關環節經過2003至2006年的收縮期後暫時穩定下來，而近期物業市場交投增加或可提供一定程度的支持。

公共投資支出在第3季連續第15個季度下跌，較去年同期下跌8.0%，原因是公共樓宇及建造活動減少。然而，施政報告公布的多個大型基建項目應能刺激公共投資，但確切的進行時間仍有待落實。

圖 2.4
出口增長及貿易差額(實質)

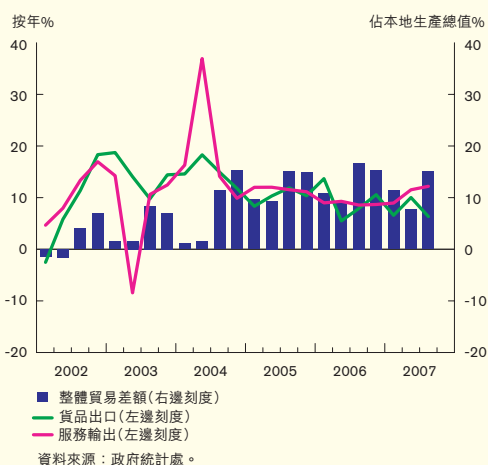


圖 2.5
轉口貿易¹、實質港匯指數²及內地出口³

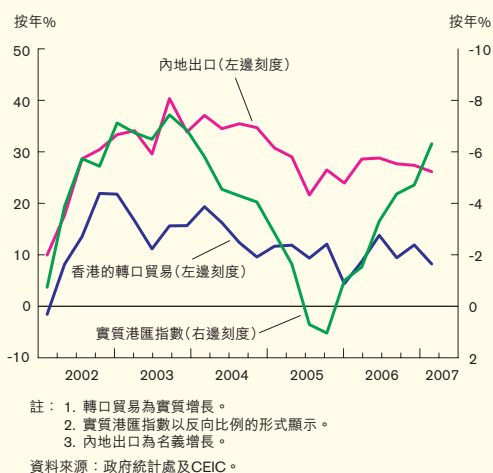


表 2.B
按主要市場劃分的商品出口¹

| (按年%) | 比重 ² % | 2005 | 2006 | 2006 | | 2007 | |
|------------------------|----------------------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|
| | | | | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 |
| 中國內地 | 47 | 14 | 14 | 17 | 13 | 16 | 13 |
| 美國 | 15 | 6 | 3 | 7 | 2 | 1 | -2 |
| 歐盟 | 14 | 16 | 5 | 6 | 5 | 7 | 6 |
| 東盟五國 ³ + 韓國 | 7 | 7 | 8 | 7 | 5 | 11 | 7 |
| 日本 | 5 | 10 | 1 | -2 | 2 | 4 | -6 |
| 台灣 | 2 | 3 | 3 | 7 | 4 | 11 | -4 |
| 其他 | 10 | 10 | 11 | 17 | 14 | 20 | 17 |
| 總計 | 100 | 11 | 9 | 12 | 9 | 12 | 8 |

註：1. 轉口貿易佔2006年總出口額的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。

2.3 對外貿易

香港的貨品出口在第3季按年上升6.4%，較第2季的10.1%升幅略為放緩(圖2.4)，原因是在全球金融市場動盪後外部需求略為回軟。經季節因素調整後，貨品出口在第3季按季下跌0.2%，對上一季則上升2.2%。

內地貿易持續表現強勁以及實質港匯指數貶值，支持轉口貿易增長，繼續帶動出口擴張(圖2.5)。轉口貿易在第3季按年上升8.2%，低於第2季11.9%的升幅。然而，本地產品出口下跌的速度，由對上一季的18.7%，加快至第3季的22.9%，其中燃料、機器及設備類別的產品出口表現特別疲弱。按目的地分析，對內地的貨品出口(佔貨品出口總額幾乎一半)在第3季繼續錄得兩位數字的增長(表2.B)。然而，對美國及部分亞洲經濟體系的出口則減慢，初步顯示全球其他地區可與美國經濟增長走勢背離的說法並不正確。與上年度同期比較，貨品進口在第3季的增幅為8.3%，第2季則為11.6%，增幅減慢的原因是與轉口貿易有關的進口隨着轉口貿易放緩而減少。

服務輸出在第3季繼續強勁增長，錄得按年升幅12.3%，第2季則為11.6%。金融及其他服務輸出尤其錄得顯著升幅，部分原因是股票市場集資活動暢旺。離岸貿易穩步增長，因此貿易相關服務輸出穩健增長。訪港遊客數目達到破紀錄高位，使旅遊服務輸出上升。另一方面，服務輸入增長由第2季的8.0%升至第3季的8.9%，原因是對金融及其他服務以及離港旅遊服務的需求增加。

由於貨品貿易逆差收窄，以及服務貿易順差擴闊，因此整體貿易順差相對於本地生產總值的百分比由第2季的7.8%，大幅上升至第3季的15.2%(圖2.4)。

專題 2

以環比物量計算的本地生產總值數列及其對經濟增長及通脹指數的影響

政府統計處(統計處)最近公布以環比物量計算的本地生產總值數列，這項工作大幅地提升香港國民經濟核算統計數字的質量及國際可比性。環比物量計算的數列是以前一年的價格及數量作為基年數據，以消除價格對名義本地生產總值的影響，從而得出總體產出的物量數字。本專題討論以環比物量方法計算實質本地生產總值所達到的效果，以及對產出增長及通脹數列的影響。⁷

使用環比物量方法的優點

與固定基年方法比較，以環比物量計算的本地生產總值是較佳的產出指標，在商品及服務價格大幅變動的期間尤其如此。固定基年方法的基年通常每5至10年更改一次，而環比物量方法則每年更新基年，因此能更有效反映產出組成部分隨着時間轉移而改變引致價格結構出現的變化。舉例來說，質量相若的電子產品及資訊科技產品的相對價格一般會逐漸下降。若基年固定在較久遠的時間，電子產品價格的變化幅度便會被低估，因而誇大了增長率的物量數字。⁸

雖然環比物量方法能夠消除在量度產出增長時的向上偏差，但其主要缺點是本地生產總值各組成部分之總和不一定會相等於整體實質本地生產總值數字，這種情況在基年之前的期間尤其明顯。這是因為個別本地生產總值組成部分(如私人消費及商業投資)的權數會在每年更新價格結構時有所轉變。因此，若以往某年與基年的差距越大，差異便會越大。然而，環比物量方法的不可相加特性不會影響有關本地生產總值及其組成部分的實質增長率的計算。

⁷ 有關以環比物量計算本地生產總值數列的方法的詳細闡釋，見政府統計處編製，於2007年10月出版的《本地生產總值統計特刊 — 本地生產總值的環比物量計算》。

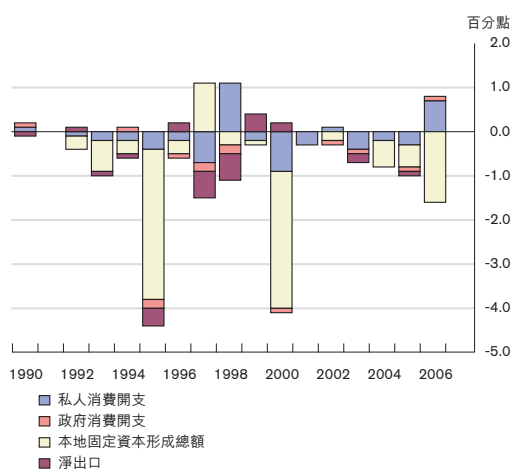
⁸ 嚴格來說，本地生產總值平減物價指數為派氏價格指數 (Paasche price index)，利用當前年度的數量資料以得出整體價格指數，該指數在量度兩段期間的價格變動時具有向下偏差的特性。

表B2.A
使用環比物量方法後對產出增長及本地生產總值平減物價指數通脹的修訂

| (百分點) | 對產出增長的修訂 | 對本地生產總值平減物價指數通脹的修訂 |
|-------|----------|--------------------|
| 1995 | -1.6 | 1.7 |
| 1996 | - | - |
| 1997 | - | 0.1 |
| 1998 | -0.5 | 0.6 |
| 1999 | -1.4 | 1.3 |
| 2000 | -2.0 | 2.0 |
| 2001 | -0.1 | -0.1 |
| 2002 | - | - |
| 2003 | -0.2 | 0.2 |
| 2004 | -0.1 | 0.1 |
| 2005 | -0.4 | 0.3 |
| 2006 | -0.1 | 0.3 |

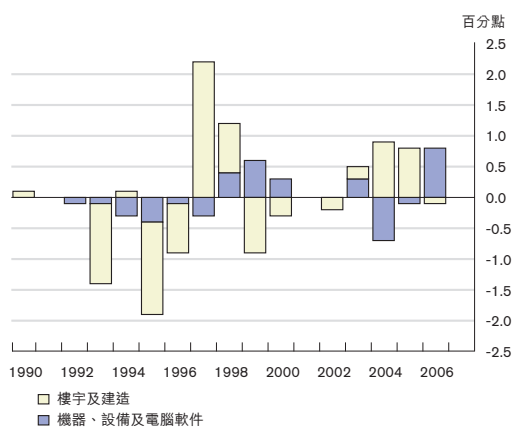
- 代表修訂低於0.05個百分點
資料來源：政府統計處。

圖 B2.1
對本地生產總值開支組成部分的實質增長率的修訂



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 B2.2
對建造業及商業設備開支實質增長率的修訂



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

環比物量方法對計算本地生產總值及其平減物價指數的影響

採用環比物量方法可以去除以固定基年方法計算物價變動的向下偏差。因此，從環比物量本地生產總值得出的產出增長一般會低於以往使用固定基年方法得出的估計。表B2.A比較1995至2006年間分別以固定基年方法及環比物量方法計算的實質本地生產總值及本地生產總值平減物價指數所得出的產出增長與通脹數字。與預期一樣，以環比物量計算的實質本地生產總值增長數列被向下修訂，以本地生產總值平減物價指數計算而得的通脹率則向上修訂。話雖如此，除了在1995、1999及2000年的修訂幅度較大以外，大部分時間的修訂幅度都很小。該幾年修訂較大，主要因為需要對固定資本形成總額的增長作出較大幅度的修訂(圖B2.1)。細分數據顯示對資本投資增長的大部分修訂都反映建造業投資增長的變動，有關投資在上世紀九十年代佔本地生產總值的15%，為本地生產總值的第三大組成項目，僅次於出口及私人消費(圖B2.2)。固定資本形成總額實質增長的修訂幅度相對較

圖 B2.3
對按主要開支組成部分劃分的本地生產總值平減物價指數通脹的修訂

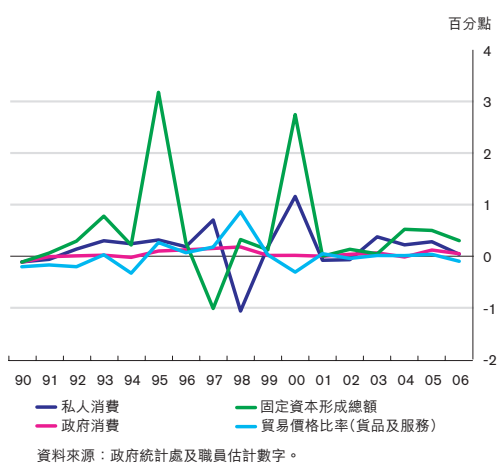


圖 B2.4
以固定基年方法及環比物量方法量度的實質本地生產總值增長

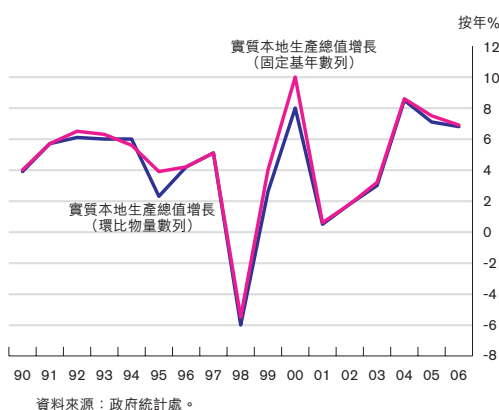


表 B2.B
對按主要開支組成項目劃分的貨品及服務實質增長的修訂 (1997至2006)

| (百分點) | 對產出增長的修訂 (修訂總和，1997至2006年) |
|------------|-------------------------------|
| 私人消費 | -1.1 |
| 食品 | -1.0 |
| 消費品 | -8.2 |
| 服務 | 0.9 |
| 樓宇及建造 | 3.4 |
| 機器、設備及電腦軟件 | 1.3 |
| 貨品及服務淨出口 | -0.9 |
| 貨品出口 | -3.1 |
| 貨品入口 | -1.3 |
| 服務出口 | 0.9 |
| 服務入口 | 1.4 |
| 政府消費 | -0.7 |

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

大，部分原因是過去10年間建造業及商業設備開支的價格結構出現較巨大的變化(圖B2.3)。

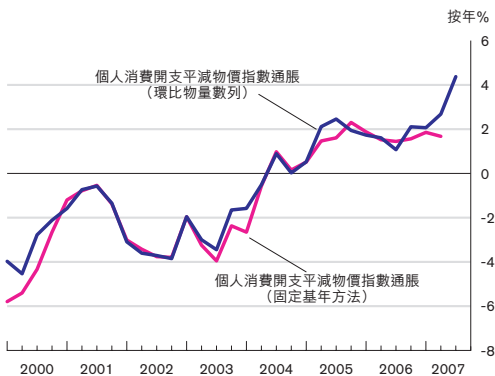
1999及2000年的實質本地生產總值增長率出現較大幅度調整的另一項因素，可能是通縮期間市民增加對相對價格跌幅較大的項目的開支，因而誇大了通縮的程度，令物價變動的量度出現向下偏差。鑑於以本地生產總值平減物價指數計算的通脹率在1999年開始轉為負數，相對於環比物量數列，以固定基年方法量度的價格變動的向下偏差令實質本地生產總值增長被誇大了1.4個百分點，以及通縮率被誇大了1.3個百分點(見表B2.A)。因通縮引起的扭曲在2000年以後變小，大概是因為在2000年重訂本地生產總值的基年。

對產出增長及通脹數列的影響

儘管因為使用環比物量方法而需要向下修訂實質本地生產總值增長，但這方法並沒有改變過去的經濟周期的特性(圖B2.4)。然而，對細分項目的實質增長率的修訂幅度較大，不同的本地生產總值組成部分的實長率互有增減，大致上能互相抵銷。

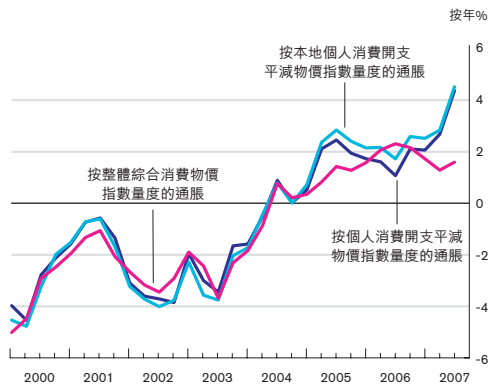
按開支組成部分分析的本地生產總值顯示，實質增長率需要向上修訂的主要是服務項目，需要向下修訂的主要是商品交易。過去10年，本地市場的服務業私人消費實質增長向上修訂合共0.9個百分點，食品及其他消費品則分別向下修訂合共1.0及8.2個百分點。對外貿易環節的修訂情況相若，服務貿易的實質增長須向上修訂，商品貿易的增長則須向下修訂。建造業開支及商業設備投資的實質增長率亦被向上修訂(表B2.B)。服務項目的實質增長率被向上修訂，顯示在固定基年方法下，服務價格增幅普遍被誇大了。這可能表示根據環比物量數列，服務價格大致跟隨服務質素改善而增長。

圖 B2.5
以固定基年方法及環比物量方法量度的
個人消費開支平減物價指數通脹



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 B2.6
按消費物價指數及個人消費開支
平減物價指數環比物量價值
量度的消費物價通脹



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

表 B2.C
消費物價指數及以環比物量方法計算的個人消費開支平減物價指數的消費籃子組成項目

| (權數%) | 綜合消費物價指數 | 個人消費開支平減物價指數環比物量價值 |
|-----------|----------|--------------------|
| 貿易品 | 29 | 40 |
| 房屋 | 29 | 17 |
| 服務(不包括房屋) | 42 | 43 |

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

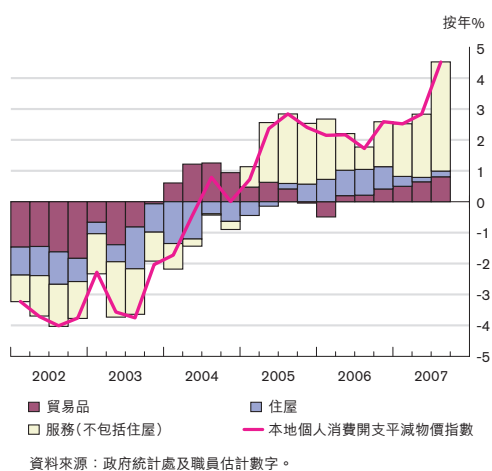
以環比物量方法計算各項本地生產總值組成項目的平減物價指數，亦能提供有關消費、投資及對外貿易等範疇的價格變動的資料。鑑於個人消費開支平減物價指數跟消費物價指數所涵蓋的商品及服務類別相似，因此前者常常被用作反映通脹壓力的另一項指標。然而，以往個人消費開支平減物價指數作為通脹指標的被接受程度不及消費物價指數，原因是後者是月度指標，消費籃子的組成項目每5年更新一次，較前者頻密。然而，採用環比物量方法後，個人消費開支平減物價指數的消費籃子會每年更新一次，能更有效評估價格變動對消費模式的影響，對香港多變及以服務業為主的經濟來說，這一點尤為重要。

比較分別以固定基年方法及環比物量方法得出的個人消費開支平減物價指數計算而得的按年通脹率，顯示前者數列低估了近年的通脹率約1個百分點。然而，由於以固定基年方法計算價格變動存在向下偏差，因此上述情況並不令人驚奇(圖B2.5)。⁹利用個人消費開支平減物價指數的環比物量價值序列有助消除向下偏差，因而能更準確量度消費物價通脹。與消費物價指數相比，以個人消費開支平減物價指數的環比物量價值序列計算的通脹率波幅較大，部分原因是居民的海外開支亦包括在內，而有關價格可能因為外地價格及匯率的變動而有較大的波動(圖B2.6)。在剔除外部組成項目後，以本港個人消費開支平減物價指數計算的通脹率近年的波幅有所下降。

以個人消費開支平減物價指數計算的通脹率較消費物價指數通脹率高，可能是因為前者服務及商品項目的權數較大。粗略計算結果顯示服務及商品約佔個人消費開支平減物價指數消費籃子的83%，而在消費物價指數籃子則佔71%(表B2.C)。住屋是消費物價指數的單一最大組成部分(權數約為30%)，但只佔個人消費開支平減物價指數消費籃子的17%。由於在個人消費開支平減物價指數中，貿易品的權數

⁹ 像本地生產總值平減物價指數一般，個人消費物價平減物價指數為派氏價格指數(Paasche price index)，該指數在量度價格變動時具有向下偏差的特性。

圖 B2.7
按本地個人消費開支平減物價指數環
比物量價值量度的對通脹的貢獻



較大，而近年服務項目價格的增長加快，因此以本地個人消費開支平減物價指數計算的通脹率在第3季上升至4.5%，主要是由服務成本急升所帶動(圖B2.7)。細分數據顯示飲食供應及金融服務是整體服務價格通脹上升的主要因素，反映外出用膳及證券投資服務的開支增加。

由於香港是以服務為主的小規模開放型經濟體系，面對全球化發展，尤其香港與中國內地的經濟及金融聯繫更趨緊密，經濟活動正出現重大變化。因此香港有需要更頻密更新價格結構，以能更有效反映不同環節的經濟實力，這對於政府的長遠經濟政策規劃至關重要。

產出及供應

服務業繼續帶動產出總值增長，其中金融及對外貿易有關服務的增長尤為顯著。勞工市場狀況進一步改善，同時由於產出的增長速度比整體就業人數增長速度快，因此勞工生產力上升。

2.4 產出

服務業仍然是帶動2007年上半年經濟增長的主要因素(表2.C)。¹⁰ 尤其金融、保險及其他商業服務在2007年上半年增長15.2%，2006年下半年的增幅則為15.4%，反映銀行服務強勁增長及股市暢旺。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」，以及內地個人直接投資香港上市證券試點計劃的實施，應會有利於金融業。另一方面，由於外部需求回軟，對外貿易相關行業的產值增長由2006年下半年的10.8%，減慢至2007年上半年的8.8%。工業環節方面，製造業繼續收縮，而建造業在第2季則錄得自2002年以來的首次按年正增長，但這是否意味建造業的走勢轉向仍有待觀察。

在2007年上半年，金融及商業服務行業對產出總值增長的貢獻約為50%，反映此行業作為帶動經濟增長的因素的重要性增加，而貿易相關行業的重要性則下降(表2.D)。由於家庭消費支出上升，上半年批發、零售、飲食及酒店業對產值增長的貢獻略有增加。建造業在第2季一改以往拖累增長的情況，對產出總值有些微的正數貢獻。

表 2.C
按主要行業劃分的實質本地生產總值增長
(按年計)

| (按年%) | 2005 | 2006 | 2006 | | 2007 | |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 |
| 以要素成本計算的 | | | | | | |
| 本地生產總值 | 6.7 | 6.8 | 6.6 | 7.2 | 6.3 | 6.8 |
| 工業環節 | -1.2 | -1.5 | -1.9 | -3.1 | -2.3 | 0.9 |
| 其中： | | | | | | |
| 製造業 | 2.1 | 2.2 | -0.6 | -1.4 | -1.5 | -2.3 |
| 建造業 | -8.1 | -8.3 | -11.4 | -4.3 | -6.7 | 3.0 |
| 服務環節 | 7.6 | 7.7 | 7.5 | 8.2 | 7.2 | 7.4 |
| 其中： | | | | | | |
| 批發、零售、飲食及酒店 | 7.7 | 6.9 | 7.8 | 6.6 | 7.4 | 7.5 |
| 進口及出口 | 15.9 | 10.1 | 11.0 | 10.6 | 8.4 | 9.2 |
| 運輸及倉庫 | 6.9 | 7.9 | 7.0 | 8.8 | 3.6 | 4.0 |
| 金融、保險及商業服務 | 10.7 | 15.8 | 13.9 | 16.9 | 15.3 | 15.2 |

資料來源：政府統計處。

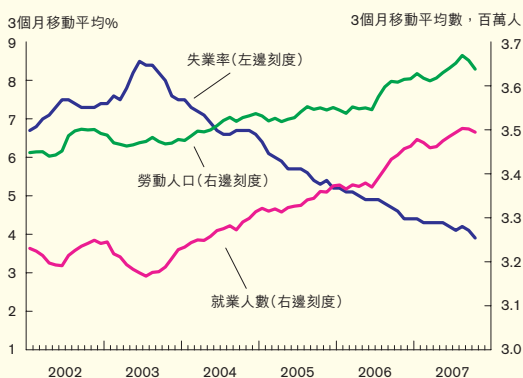
表 2.D
各主要行業對實質本地生產總值增長的貢獻
(按年計)

| (百分點) | 2005 | 2006 | 2006 | | 2007 | |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 |
| 以要素成本計算的 | | | | | | |
| 本地生產總值 | 6.7 | 6.8 | 6.6 | 7.2 | 6.3 | 6.8 |
| 工業環節 | -0.1 | -0.1 | -0.2 | -0.3 | -0.2 | 0.1 |
| 其中： | | | | | | |
| 製造業 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.1 |
| 建造業 | -0.3 | -0.2 | -0.3 | -0.1 | -0.2 | 0.1 |
| 服務環節 | 6.8 | 7.0 | 6.7 | 7.5 | 6.5 | 6.7 |
| 其中： | | | | | | |
| 批發、零售、飲食及酒店 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 進口及出口 | 3.3 | 2.3 | 2.6 | 2.6 | 1.8 | 2.0 |
| 運輸及倉庫 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.3 | 0.3 |
| 金融、保險及商業服務 | 1.8 | 2.8 | 2.3 | 2.9 | 2.9 | 3.1 |

資料來源：政府統計處。

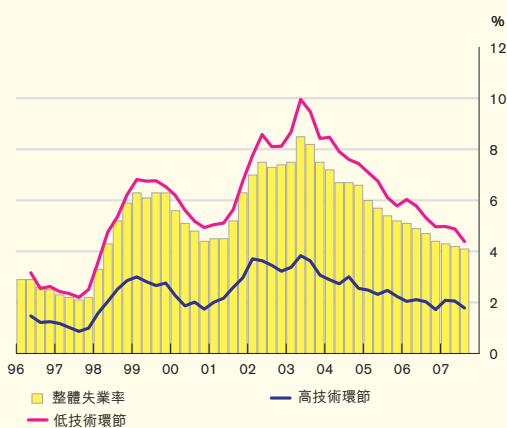
¹⁰ 在本報告發表時，尚未有2007年第3季按經濟行業分析的本地生產總值的資料。

圖 2.6
勞工市場狀況



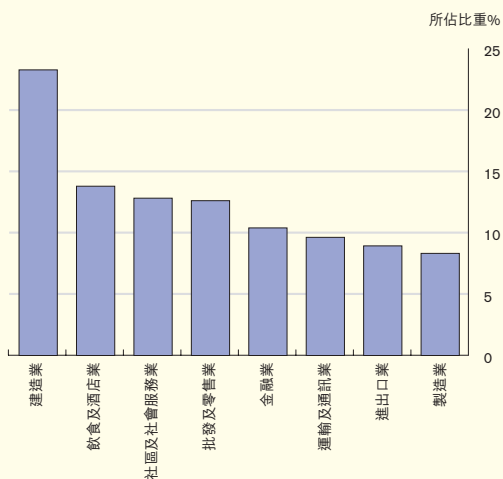
資料來源：政府統計處。

圖 2.7
高技術及低技術環節的失業率



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 2.8
各行業的失業情況(2003至06年)



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

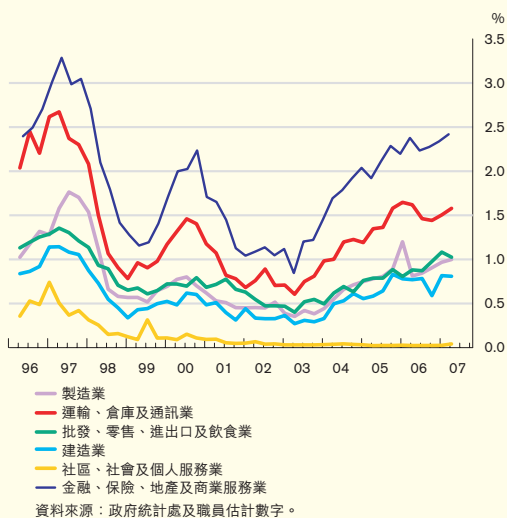
2.5 勞工及生產力

經濟穩健增長使就業人數增加，令失業率進一步下降。同時由於相對整體就業人數增長，產出的增長較快，因此勞工生產力上升。

勞工市場狀況

勞工市場狀況進一步改善，就業人數在截至8月止的3個月升至破紀錄高位。其後數月整體就業人數及勞動人口均由夏季的高位回落，但整體就業人數的跌幅較為溫和，經季節因素調整的3個月移動平均失業率在10月份降至1998年中以來的最低位3.9%，6個月前的數字則為4.3% (圖2.6)。其中建造業及運輸業的失業率跌幅較為顯著。儘管在近期的經濟擴張中，低技術環節的失業率下跌速度較快，但由於有關失業率在2003年的高峰水平相對較高，因此相比亞洲金融危機前的水平，低技術環節的失業率仍然偏高 (圖2.7)。事實上自經濟周期到達谷底期以來，建造業及本地貿易環節的失業人數佔總失業人數的比率一直處於高位 (圖2.8)。這反映屬此行業的新增職位數目不多，以及這些行業的工人轉業比較困難。

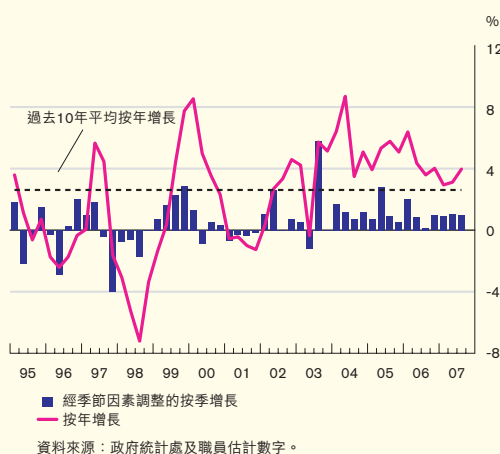
圖 2.9
各行各業的職位空缺比率



在消費開支及商業投資穩健擴張的支持下，預期整體就業人數會逐步上升。大型政府基建項目的實施及訪港遊客數目大幅增加，應會帶動建造業以及飲食及酒店業的失業情況改善。內地對金融及貿易相關服務的需求增加，會繼續刺激香港在這些行業的勞工需求。然而，職位空缺比率有所增加，反映隨着經濟持續擴張，就業人數的增長速度可能會減慢（圖2.9）。

近月就業不足率相對保持穩定，3個月移動平均數由4月份的2.1%，升至10月份的2.3%。

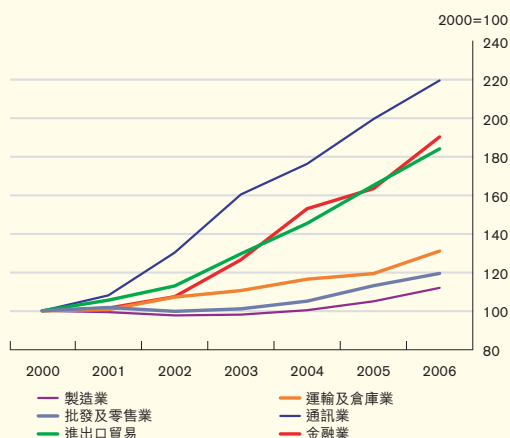
圖 2.10
每名工人產出量



生產力

隨着經濟擴張，勞工生產力(以每名工人產出量計)增加，在第2季按年上升3.1%後，在第3季上升4.0%（圖2.10）。這反映產量持續擴張，而就業人數增長則較慢。按行業分析，通訊、金融及進出口貿易環節的每名工人產出量增長特別顯著（圖2.11）。這些行業強勁的增長勢頭應能支持勞工生產力繼續穩步上升。

圖 2.11
各行各業的勞工生產力



物價及工資

在內部需求穩健擴張及進口食品價格急升帶動下，基本通脹壓力持續上升。中期通脹前景將視乎物業租金的增長及供應方面的成本壓力而定。最近有初步跡象顯示內地的主要食品價格開始穩定下來，這情況或會在未來數月令本地食品價格的升勢回軟。

2.6 勞工成本

圖 2.12
各行業的人均名義薪金

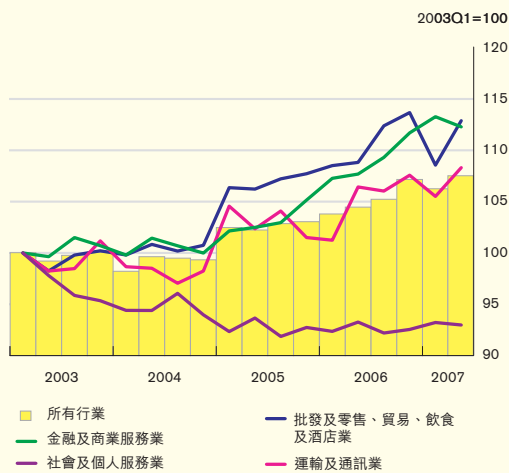
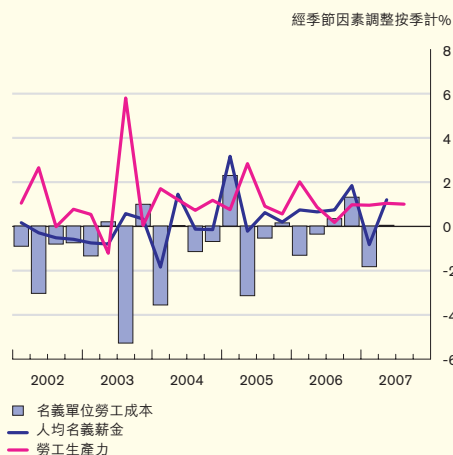


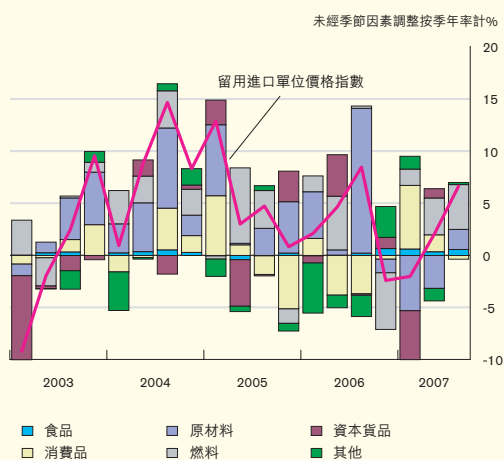
圖 2.13
單位勞工成本及勞工生產力



勞工市場表現活躍，繼續帶動勞工收入在2007年上半年上升。按季比較，名義工資的升幅由第1季的0.7%，加快至第2季的0.9%，是2005年第1季以來錄得的最大升幅。人均名義薪金增長的速度更快，在第1季下跌0.8%後，在第2季上升1.2%。第1季人均名義薪金下跌，主要是由於僱員數目佔就業人數最大比重的貿易及旅遊相關行業的勞工收入錄得一次過的減幅。在經濟穩健擴張支持下，勞工收入自2005年以來一直穩步增長，其中貿易及旅遊相關行業以及金融及商業服務環節的人均薪金升幅最大(圖2.12)。前瞻性指標顯示企業將會繼續增聘人手，尤其金融及旅遊相關環節方面，為2007年下半年的勞工收入增長提供支持。

儘管名義薪金普遍上升，但由於勞工生產力持續增加，因此單位勞工成本的增幅輕微。在2007年上半年，勞工生產力的平均季度增長率為1.0%，超過人均名義薪金0.2%的增幅(圖2.13)。因此名義單位勞工成本在今年首兩個季度錄得平均跌幅0.9%。展望未來，單位勞工成本的走勢將視乎生產力及薪金的相對增長率而定。隨着新增職位穩步增加，並預期產出增長在2008年放緩，勞工生產力增長在未來幾個季度可能會減慢，令供應方面的成本壓力增加。

圖 2.14
各類貨品對進口價格通脹的貢獻

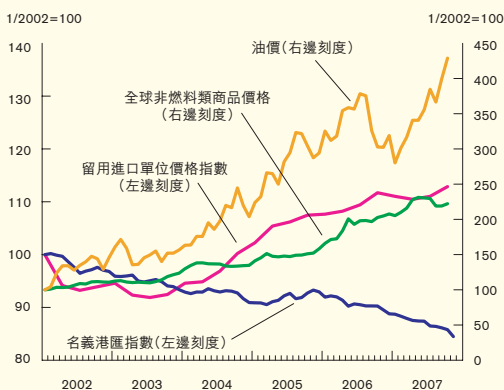


2.7 商品及進口價格

由於原油價格急升，自年初以來進口價格的升幅擴大。以按季年率計，留用進口價格在第3季顯著上升6.7%，第2季則上升2.1%。與1年前比較，進口價格的升幅在第3季為1%，升勢保持溫和。過去幾年進口價格一直表現反覆，主要是因為全球商品價格波動。近期進口價格上升，主要原因是燃料價格急升及消費品價格上漲（圖2.14）。

全球商品價格持續上升，預期會推高消費物價。由於基本食品及其他貿易品約佔綜合消費物價指數籃子中家庭開支的30%，因此這些進口項目的價格若急升（例如最近來自內地的肉類價格颯升）都會對消費物價通脹造成重大影響。此外，美元疲弱及人民幣逐步升值，令港元兌主要貿易夥伴的貨幣在今年1至11月間貶值5%（圖2.15）。雖然港元偏弱對消費物價的直接影響相對溫和，但若美元的貶值幅度加大，便可能會推高通脹。

圖 2.15
商品及進口價格



2.8 消費物價

基本食品價格上漲及內部需求顯著擴張，促使基本通脹壓力繼續增加。在剔除政府減免差餉的影響後，綜合消費物價指數通脹由第2季的2.7%（按季年率計），上升至第3季的3.3%，然後回軟至10月份的3.0%（圖2.16）。消費物價通脹上升，主要是受到食品成本以及衣履的價格持續上升帶動，租金價格的漲幅則由今年較早前的高位回落。扣除基本食品項目後，綜合消費物價指數通脹率由第2季的2.7%，回落至第3季的1.7%。與1年前比較，消費物價通脹率由第2季的2.4%上升至第3季的2.7%，然後再上升至10月份的3.2%。

圖 2.16
反映消費物價通脹的不同指標

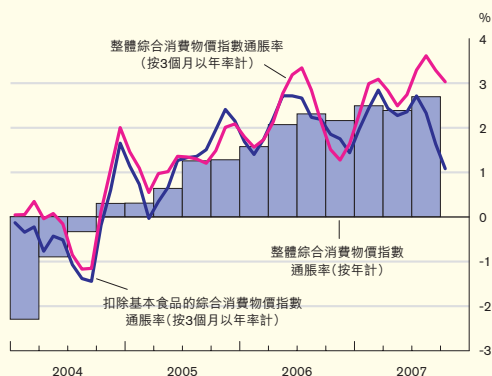
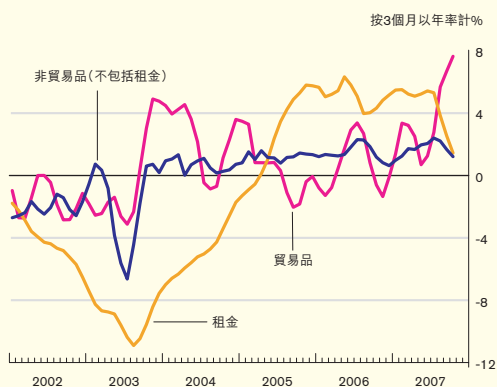
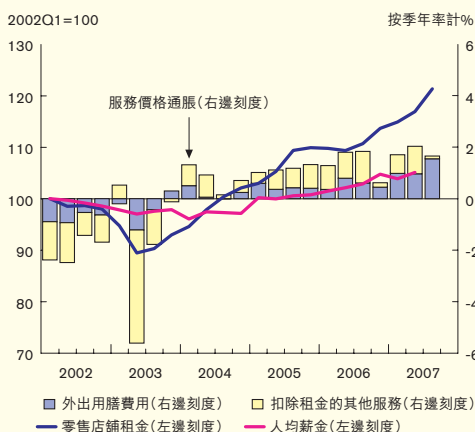


圖 2.17
按主要組成項目分析消費物價通脹



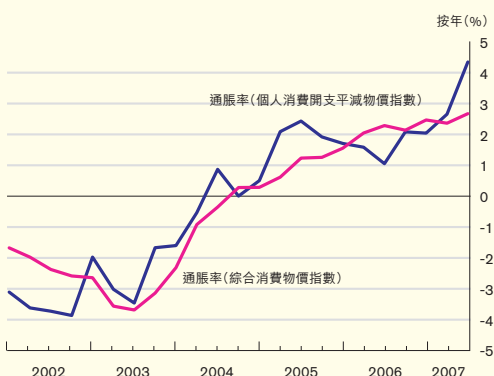
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 2.18
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。

圖 2.19
按個人消費開支平減物價指數及消費物價指數計算的通脹率



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

基本食品價格上升，將貿易品的通脹率由第2季的0.3% (按季年率計)，推高至第3季的7.0%。近期食品價格上漲，令人關注有關情況對低收入人士的生活費用的影響，這是因為基本食品在甲類消費物價指數的消費籃子中佔13.5%，而在丙類消費物價指數籃子中則佔6.7%。¹¹ 由於來自內地的進口肉類價格上升，基本食品價格在今年頭10個月內按年上升6.2%，是2006年2.5%升幅的兩倍多。然而，由於新鮮食品價格波幅較大，以及內地政府力求穩定基本食品價格，因此近期商品價格通脹上升的情況可能只屬暫時性質，在未來幾個月或會回落(圖2.17)。

住宅租金增幅由第2季的5.4% (按季年率計) 回落至第3季的2.5%，部分反映政府削減公屋租金11.6%的影響，而私人住宅租金則穩步上升。租金上升造成的成本壓力可能會在2008年初更為明顯，原因是按揭利率處於低位以及物業市道暢旺預期會在今年餘下時間令物業價格上揚，最終會轉化為綜合消費物價指數中的住宅租金項目上升。由於租金佔服務供應商的營運支出的一大部分，因此物業租金上升亦會令服務供應商面對的成本壓力增加。按季比較，服務價格在第3季上升1.7% (以年率計)，第2季則上升2.2%，反映出外用膳的費用增加(圖2.18)。薪金及原材料成本上漲，加上租金上揚，預期會繼續推高服務價格。

各項價格指標均指向通脹上升的趨勢。尤其個人消費開支平減物價指數顯示通脹在第3季按年上升至4.4%，高於消費物價指數所量度的2.7%通脹率(圖2.19)。預期在本地需求轉強及進口價格上升的情況下，消費物價通脹在今年餘下時間會穩步上升。雖然通脹上升令生活費用增加，但勞工收入增幅擴大，令實質收入繼續增加。

¹¹ 甲類消費物價指數評估平均每月開支在4,000元至15,499元之間的家庭購買的商品及服務的價格。乙類消費物價指數涵蓋每月開支在15,500元至27,499元之間的家庭，丙類消費物價指數則涵蓋每月開支在27,500元至59,999元之間的家庭。

資產市場

本港股市繼續上升，恒生指數升上新高。然而，近月股市波幅顯著擴大，投資者承擔風險的意欲則減退。住宅物業市場方面，按揭息率下調及勞工收入增幅擴大，有助刺激住宅物業市道。隨着利率下降，預期對資產的需求會上升。在商業活動及消費市場均表現暢旺的支持下，對寫字樓及零售店舖的需求保持強勁。

2.9 股票市場

圖 2.20
香港及上海股票價格



資料來源：彭博。

報告期內本港股市飆升至歷史高位。是次股市急升，主要是受到不同的消息及謠傳帶動：包括擴大「合格境內機構投資者計劃」、設立A股及H股之間的套戥機制、實施「直通車」計劃讓內地投資者可直接投資於香港股市。全球信貸危機只對本港的投資氣氛造成短暫影響，其後聯儲局減息更刺激股市反彈。恒生指數由8月的低位上升至10月的高位，升幅達55.2% (圖2.20)。鑑於投資者對長期偏高的股票市值能否持續的憂慮增加，承擔風險的意欲因而減退，於是趁美國方面就金融工具進行第二輪減值，以及有關「直通車」計劃暫緩推出的謠傳，投資者大舉獲利回吐 (專題3)。儘管本港股市因此而下調，但在報告期內的累積升幅達38.8%，表現遠勝全球其他主要股市。

專題 3 衡量香港股市的承受風險的胃納

市場人士經常以市場氣氛或投資者對承受風險的胃納作為解釋資產價格變動的其中一個主要因素，因此一個衡量投資者對承受風險的胃納的指標，對監察資產價格的波動相當重要。本專題討論香港股市的承受風險胃納指數的推導方法及此指數的近期走勢。

香港股市的承受風險胃納指數

近年有多個金融機構及組織提出不同指標，以量化方式表示投資者承受風險的胃納，當中包括國際貨幣基金組織用作監察市場的承受風險胃納指數及私營金融機構用作掌握金融市場投資者情緒的指數。¹²本專題探討的「承受風險胃納指數」(RAI) 將承受風險胃納視作同時包含投資者的態度及取向，¹³目的是反映投資者對恒生指數 (HSI) 在不同情況下的總預期回報。該指數的計算方法以資產定價理論的基本定價公式作起點，比較由恒生指數期權價格及恒生指數歷史價格各自衍生的預期。我們要估計兩個密度函數：

- (i) 根據恒生指數期權價格得出的前瞻性風險中性密度函數(RND)；及
- (ii) 根據恒生指數歷史價格得出的統計概率密度函數(PDF)。

¹² 例如，JP摩根制訂3個風險指數，以識別全球風險的不同組成部分，包括流動性風險、信貸風險及波動風險。與此相關的是一個結合該3個組成部分的全球風險規避指數。這個整體指數被國際貨幣基金組織用作估計全球金融市場的風險規避情況。

¹³ 見Gai, P. and N. Vause (2006), 「Measuring Investors' Risk Appetite」, 《International Journal of Central Banking》, 2, 167-188。

於時間 t 的承受風險胃納指標 (或風險單位價格) 列示如下：¹⁴

$$\lambda_t = \frac{1}{R_{t+1}^f} \text{var} \left(\frac{f_{t+1}^*(HSI)}{f_{t+1}(HSI)} \right) \quad (1)$$

其中 λ_t 是風險單位價格，顯示於時間 t 投資者對承受恒生指數的風險胃納； R_{t+1}^f 是於時間 t 前瞻未來一期的無風險回報率； $f_{t+1}^*(HSI)$ 是根據時間 t 的恒指期權得出在時間 $t+1$ 的恒生指數引伸RND， $f_{t+1}(HSI)$ 是根據時間 t 的現貨價得出在時間 $t+1$ 的恒生指數統計分布函數PDF，以及 $\text{var}(\)$ 是方差操作算子。承受風險胃納指標再按某一參考日子 (2004年6月) 重訂基準，再以指數形式制定為RAI。¹⁵ 由於H股日漸重要，我們亦根據恒生中國企業指數得出其承受風險胃納指數，以監察股市投資氣氛。¹⁶

承受風險胃納的指標

圖B3.1及圖B3.2分別顯示2006年起恒生指數及H股指數的RAI變動。若RAI 數值高，便被視作反映投資者有較大意欲承受相關股市的風險。在幾次情況中，RAI似乎都分別跟隨恒生指數及H股指數波動。例如，在2006年下半年起股市持續造好時，正值投資者態度樂觀，這可從恒生指數RAI於2006年10月達到最高水平反映出來。自2007年9月以後，兩個指數的RAI出現不同的變動。當恒生指數的RAI於10月份下跌後在11月回升，H股指數的RAI卻持續兩個月下跌。此差別可能反映投資者對H股的股值能否在高位維持漸趨審慎。

圖 B3.1
恒生指數的承受風險胃納

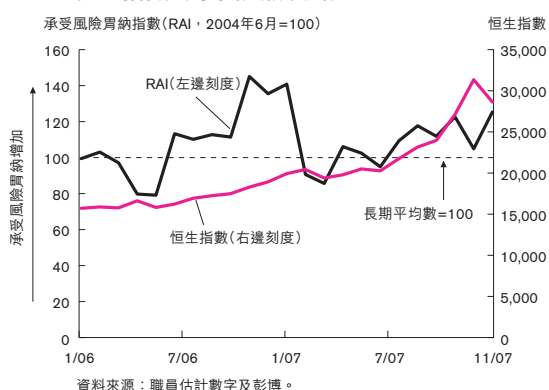
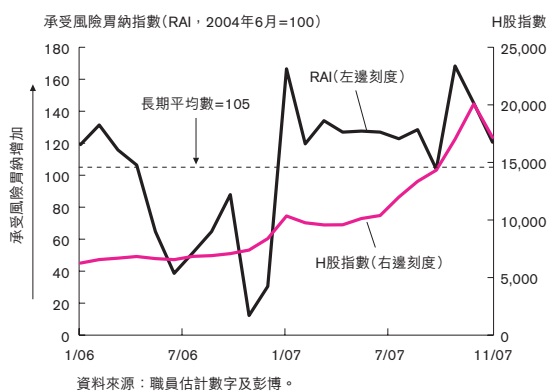


圖 B3.2
H股指數的承受風險胃納

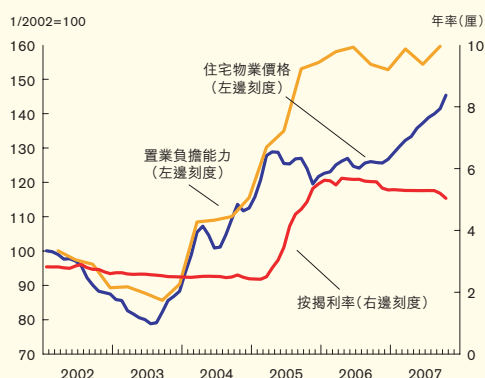


¹⁴ 詳情見Yu and Tam (2007)，「評估香港股票市場的情緒」(英文版本)，《金管局工作論文》，http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/working/pdf/HKMAWP07_05_full.pdf。

¹⁵ 指數設定為2004年6月=100。

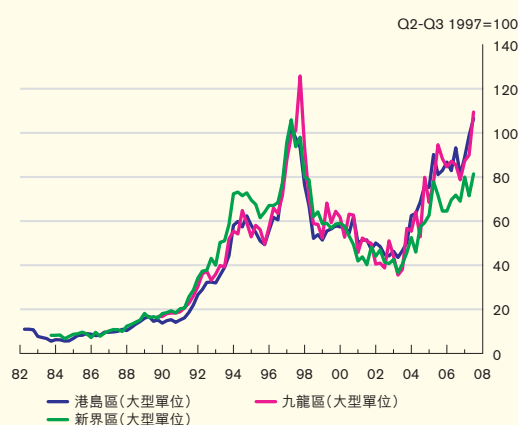
¹⁶ 此指數的制定方法與恒生指數相近，詳情見Yu and Tam (2007)，「評估香港股票市場的情緒——恒生中國企業指數近期的走勢」(英文版本)，《金管局研究札記》，<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/notes/pdf/RN-04-2007.pdf>。

圖 2.21
物業價格、利率及置業負擔能力



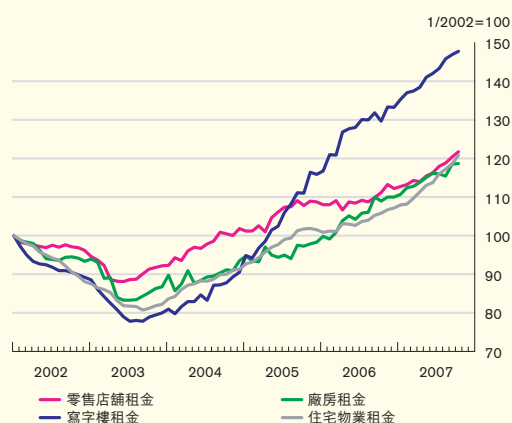
資料來源：差餉物業估價署及政府統計處。

圖 2.22
豪宅平均成交價



資料來源：差餉物業估價署。

圖 2.23
不同物業類型的租金指數



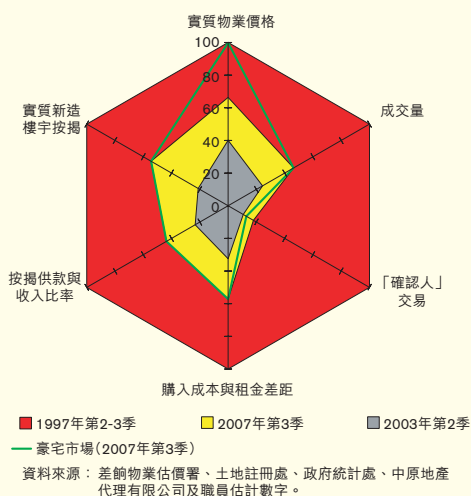
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

2.10 物業市場

貨幣狀況寬鬆及家庭收入上升，繼續刺激物業市道。住宅物業價格在第2季按季上升3.8%後，在第3季再上升3.4%。成交量經過對上一季大幅上升29.9%後，在第3季減少2.9%。由於按揭利率下調提高置業負擔能力，月度指標顯示樓價及交易宗數在10月及11月均穩步上揚(圖2.21)。然而，近期樓價攀升引起有關在實質利率下跌的情況下出現資產價格通脹的憂慮。尤其香港島豪宅(160平方米或以上)的平均成交價已突破1997年的高峰水平，而其他地區的豪宅價格亦升至接近紀錄高位(圖2.22)。

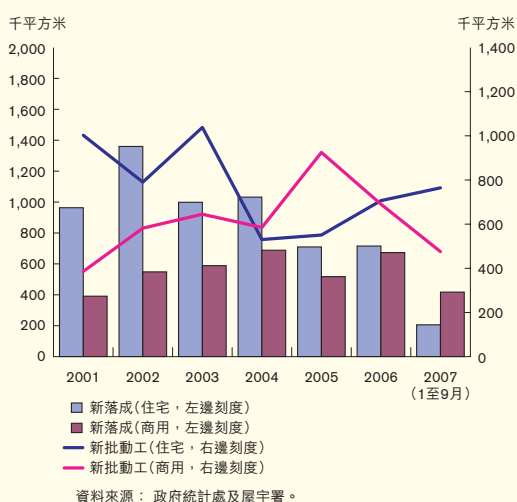
企業需要擴展業務，令商用物業租金的升幅超過住宅物業租金(圖2.23)。按季比較，寫字樓租金的增幅由第2季的2.9%升至第3季的3.5%。由於在核心地帶的甲級寫字樓空置率跌至紀錄低位，企業需要在其他地區尋覓新寫字樓單位，因此核心地帶以外的優質寫字樓租金在今年首3季的升勢加快。在消費市場暢旺帶動下，零售店舖租金在第2季上升1.6%後，在第3季再上升3.3%。受惠於內地遊客數目持續增加，以及家庭開支上升，預期2008年購物區的零售店舖租金會進一步上升。

圖 2.24
住宅市場的圖解分析



近期最優惠貸款利率下調 50 基點及通脹率上升，會減低置業融資的實際成本，進一步刺激未來數月的物業市道。雖然住宅物業需求上升引來一些投機活動，但整體來說住宅市場並未存在明顯的過熱跡象。確認人交易宗數（反映住宅市場的投機活動的指標）近期有所上升，但在第 3 季佔總交易宗數的比重僅處於 1.3% 的低位，遠低於 1997 年的水平（圖 2.24）。¹⁷ 雖然豪宅價格升至紀錄高位，但一般住宅的實質價格仍較 1997 年的高位低 33%。預期物業價格上升會令置業人士的供款負擔增加，但按揭利率下調及收入增長強勁，使按揭供款與收入比率（即每月按揭還款額佔家庭收入比率）維持在 28% 的穩健水平，遠低於 1997 年中的 64%。勞工市場表現活躍及利率前景理想，會繼續刺激置業人士的需求，對資產的需求亦會因為實質利率下降而增加。

圖 2.25
住宅及商用物業供應



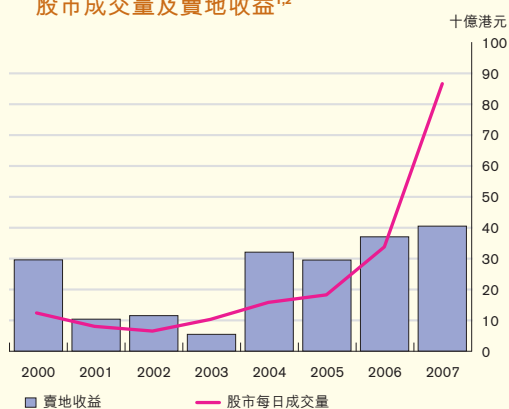
物業市場的需求上升，促使發展商增加土地儲備，應能增加日後住宅及商用樓宇的供應。雖然新落成物業（以建成樓面面積計）在 2007 年頭 9 個月減少 59%，但住宅單位的新批動工則增加 26%，表示住宅物業存量會穩步上升（圖 2.25）。商用物業方面，新落成寫字樓單位及商用面積在 2006 年增加 30% 後，在 2007 年 1 至 9 月間再增加 10%。由於對寫字樓單位的需求殷切，商用單位的新批動工在 2007 年頭 9 個月增加 36%。由於商用樓宇的施工期一般為 2 至 3 年，因此預期核心地帶的寫字樓空置率會因為供應有限而維持在低位。

¹⁷ 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

物業市場表現理想，股市交投暢旺，促使賣地收益及印花稅收入增加，因此2007至08年度錄得的盈餘應會高於財政預算案的估計。由於財政狀況穩健，政府宣布計劃在2008至09年度減稅，以及加快展開多項基建項目，以促進經濟增長及增加就業機會。

圖 2.26
股市成交量及賣地收益^{1,2}



註：

1. 賣地收益是以財政年度為基礎計算，2007年的數字包括在2007至08年度上半年的收入。

2. 2007年股市平均每日成交量涵蓋1月至11月的期間。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

2.11 公共財政

預期政府在本財政年度的財政狀況會較財政預算案所預測的理想。財政司司長曾表示2007至08年度的財政盈餘可能達到500億港元，遠高於預算案估計的254億港元。¹⁸有機會錄得如此可觀的盈餘，主要是因為較預期高的賣地收益及印花稅收入。在股市大幅攀升的情況下，今年股市每日平均成交量是上年度的兩倍多，使就股票交易所徵收的印花稅上升。來自拍賣土地的收益亦高於預期，在2007至08年度的上半年達到400億港元，而預算案的全年預測為390億港元（圖2.26）。

根據政府與外匯基金的新收費安排，2007至08年度的財政儲備將會有約260億港元的投資收入。¹⁹

由於財政狀況穩健，行政長官在施政報告中宣布會在2008至09年度分別調低薪俸稅及利得稅的標準稅率至15%及16.5%，以及豁免2008年首季的差餉。有關減稅措施的詳情會在財政司司長即將發表的財政預算案中公布。政府亦承諾加快開展項基建項目。這些政策措施預期會刺激經濟增長及增加就業機會。鑑於住宅投資表現疲弱，以及建造業失業率相對偏高，因此預期增加基建支出對私人投資造成的排擠效應有限。

¹⁸ 在10月13日播出的一個電台節目中，財政司司長表示本財政年度的財政盈餘可能會達到500億港元。

¹⁹ 根據新的收費安排，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。

3. 貨幣及金融環節

匯率、利率及貨幣發展

港元現貨匯率於10月下旬轉強至接近強方兌換保證水平。金管局鑑於市場情況於10月23日在兌換範圍內進行操作，沽出港元。其後強方兌換保證於10月26日及31日被觸發。金管局在10月23日至31日期間合共沽出94億港元，使總結餘增至106億港元。因此，銀行同業拆息回落，其與美元利率之間的負差距擴大。本港貨幣狀況略轉寬鬆，貨幣總體數字及本地貸款增長蓬勃。

3.1 匯率及利率

港元現貨匯率在2007年首7個月內大致轉弱，於8月2日及3日達到7.8295的最高水平(圖3.1)，部分反映港元與美元之間的負息差吸引利率套戩活動。

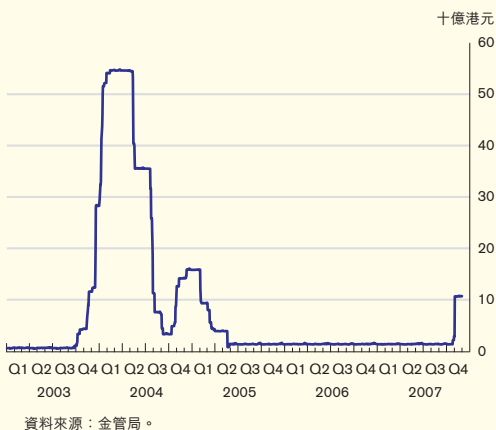
在8月至10月期間港元現貨匯率迅速轉強至接近7.75的強方兌換保證水平。促使匯率上升的原因有幾個。8月份美國次按問題及其導致全球投資者增加避險的心態，引發利用港元融資的套息交易進行平倉。其後，在9月至11月期間連串首次公開招股活動獲大幅度超額認購影響下，與股市有關的港元需求顯著上升。股市交投活躍亦助長這方面的港元需求。股市暢旺，部分是受到有關容許內地居民投資港股「直通車」計劃的公布及合格境內機構投資者計劃擴大範圍所帶動。

隨着港元轉強至接近強方兌換保證水平，金管局在10月23日在兌換範圍內進行貨幣操作，是推出三項優化措施以來第二次同類行動。港元現貨匯率於當日一度達到7.75，但並無銀行就啟動強方兌換保證與金管局接觸。其間，短期香港銀行同業拆息維持堅穩，市場亦預期某宗大型首次公開招股活動會令貨幣市場狀況大幅度收緊。金管局鑑於當時市況於兌換範圍內進行操作，沽出港元買入美元，結果總結餘於10月25日增加7.75億港元(圖3.2)。這項主動操作符合貨幣發行局制度的原則，原因是總結餘(作為貨幣基礎的一部分)的增加與美元外匯儲備的增加完全一致。

圖 3.1
港元匯率

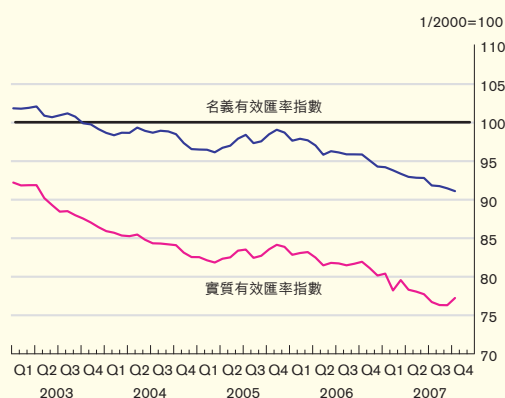


圖 3.2
在貼現窗運作前的總結餘數額



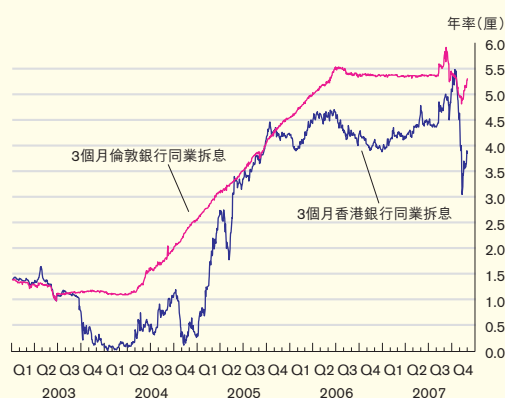
其後持牌銀行分別於10月26日及31日觸發強方兌換保證匯率7.75一次及五次，促使金管局按每美元兌7.75港元的匯率被動沽出港元買入美元。港元的強大需求受到與股市有關的資金持續流入所支持，而後者是受到某宗大型首次公開招股活動及股市暢旺所影響。市場上一些無根據的關於改變聯繫匯率制度的謠言亦一度刺激港元的炒賣需求。由於強方兌換保證被觸發，總結餘於10月30日增加7.75億港元，再於11月2日增加78.28億港元。

圖 3.3
名義及實質有效匯率



註：實質有效匯率指數已按季節因素調整。
資料來源：金管局、職員估計數字。

圖 3.4
港元與美元利率



資料來源：金管局。

港元兌美元匯率由11月起回落至7.78中間匯率附近，原因是銀行同業拆息低企刺激套息交易。由於其後並無進一步觸發兌換保證，總結餘在一段頗長時間維持在13億港元水平之後，於報告期末收市時約為106億港元(圖3.2)。

雖然近幾個月港元兌美元名義匯率由最弱水平至最強水平升值約1.0%，但由於美元兌其他主要貨幣疲弱，港元貿易加權名義及實質有效匯率指數在1月至10月期間分別下跌3.3%及3.9%。此外，實質有效匯率指數的下跌速度較名義指數略快，部分原因是內地的通脹率較香港高(圖3.3)。

初時因為市場有利率套戥交易，其後由於對美國次按問題連鎖影響的關注，帶動流動資金需求上升，因此香港銀行同業拆息在1月至9月中期間大致上升(圖3.4)。繼美國聯儲局於9月18日分別將聯邦基金目標利率及貼現率調低50基點，至4.75厘及5.25厘後，短期香港銀行同業拆息一度回落。3個月期香港銀行同業拆息於9月19日降至4.50厘，與3個月期倫敦銀行同業拆息下調的走勢相符。

美元的政策利率調低後不久，短期香港銀行同業拆息再度回升。由於接連有內地企業首次公開招股活動，令融資需求增加，3個月期香港銀行同業拆息於10月12日達至5.48厘的高位(專題4分析除去美國變數的影響後，內地衝擊對影響短期香港銀行同業拆息的重要性)。隨着倫敦銀行同業拆息跟隨美國較寬鬆的貨幣政策而回落，香港銀行同業拆息曾在短時期內高於同期的倫敦銀行同業拆息，導致10月中香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息相比一度錄得正數差距，扭轉以往負息差逐漸收窄的趨勢。

圖 3.5
港元遠期匯率溢價／折讓



10月中過後香港銀行同業拆息回軟。由於觸動強方兌換保證後總結餘擴大，令同業市場流動資金供應增加，拆息回軟的步伐更快。3個月期香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的差距再度轉為負數，並開始擴大。美國聯儲局於10月31日再次調低目標利率25基點，至4.50厘，進一步加強香港銀行同業拆息及倫敦銀行同業拆息的跌勢。11月中以來短期香港銀行同業拆息回升，反映首次公開招股活動帶動資金需求增加。

港元遠期匯率點子雖於10月中一度由折讓轉為小幅度溢價，但其整體上仍處於折讓範圍，於1月至10月中逐漸收窄，其後則擴大（圖3.5）。這與香港銀行同業拆息及倫敦銀行同業拆息之間的差距走勢相符。3個月及12個月港元遠期折讓於11月30日收市時分別報負250點子及負545點子。

專題 4 中國內地宏觀經濟發展如何影響香港短期利率？

在聯繫匯率制度下，港元利率應該緊貼美元利率，但由於香港與中國內地金融日漸融合，內地因素的影響可能增加。本專題探討除去美國因素的影響後內地因素對決定香港利率走勢的重要性。²⁰

基於聯匯制度的體制特色（其中包括在兌換保證匯率限制下設定兌換範圍），香港與倫敦銀行同業拆息之間應該有着一種複雜的關係。儘管香港銀行同業拆息大致上不會與倫敦銀行同業拆息有重大差距，但息差往往不會趨向零或特定的平均數值。換言之，兩者未必有固定的長期均衡關係。實證測試顯示聯匯制度在推出明確的兌換保證後，香港與倫敦銀行同業拆息之間不存在共積關係 (cointegration) 及息差並非平穩隨機的零假設 (null hypothesis) 不能被否定，因此內地因素有可能會持續地影響香港銀行同業拆息。

理論上香港銀行同業拆息對內地某項衝擊的反應並不明確，視乎當前宏觀經濟和市場狀況，以及投資者情緒如何影響港元的相對供求關係而定。例如，正面的產出衝擊可能預示內地企業盈利增加，因而刺激它們在香港上市的股票的需求，令港元的需求相對於供應上升，導致短期香港銀行同業拆息上升。另一方面，內地正面的產出衝擊可能表示經濟過熱的壓力上升，打擊市場氣氛，這可能令投資於中國內地有關的股票的金額下跌，導致港元的需求相對於供應減少，引致短期香港銀行同業拆息下跌。

²⁰ 詳情參閱「中國內地宏觀經濟發展如何影響香港短期利率？」，Dong He, Frank Leung and Philip Ng，金管局工作論文，17/2007。

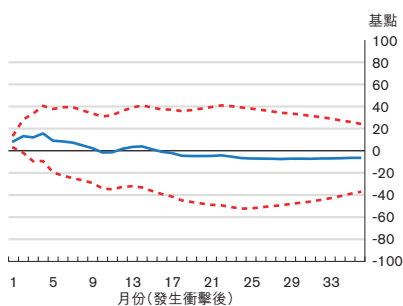
為了解3個月香港銀行同業拆息對內地衝擊的反應，我們建構一個包含7個變數的向量自迴歸 (VAR) 模型。該等變數包括美國非農業職位數目、3個月倫敦銀行同業拆息、美元名義有效匯率指數、內地工業生產、內地政策利率、內地貨幣供應量M2及3個月香港銀行同業拆息。

向量自迴歸模型得出的反應函數顯示，如果內地政策利率突然上調、內地產值增長或貨幣供應增長較預期大，會對3個月香港銀行同業拆息造成正面及呈山峰狀的效應(圖 B4.1)。事實上，這些內地衝擊的影響在近年更為明顯，從以2001至2006年作為樣本期所得的估計結果可見(比較圖B4.1的A組及B組)。在這期間，內地相關的股票(以H股為主)在香港的重要性顯著增加。

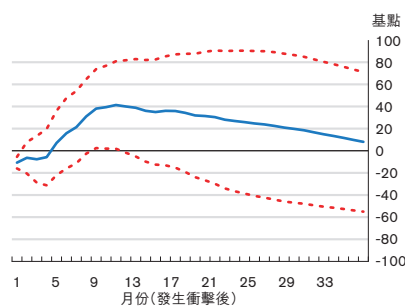
圖 B4.1
3個月香港銀行同業拆息面對內地衝擊的反應

A組：樣本期由2001年1月至2006年12月

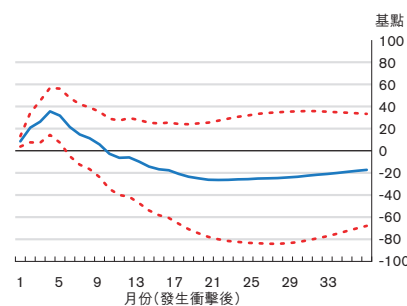
衝擊：工業生產增長率(經季節因素調整)
上升1個百分點



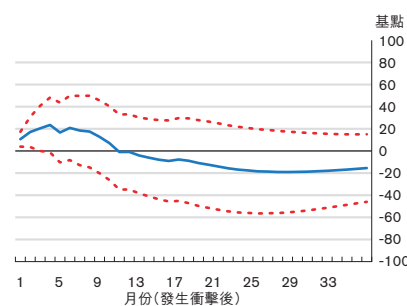
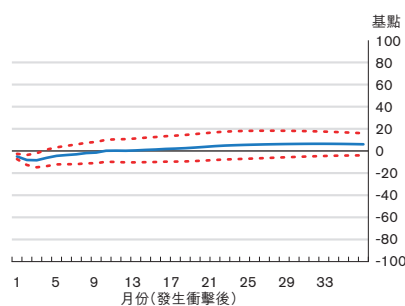
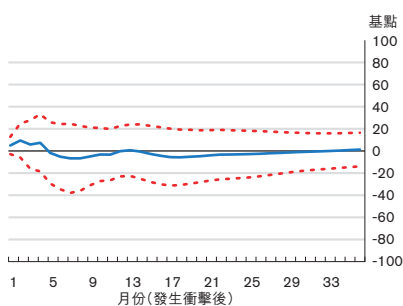
衝擊：政策利率上調18基點



衝擊：M2貨幣供應增長率(經季節因素調整)
上升0.4個百分點



B組：樣本期由1998年9月至2006年12月



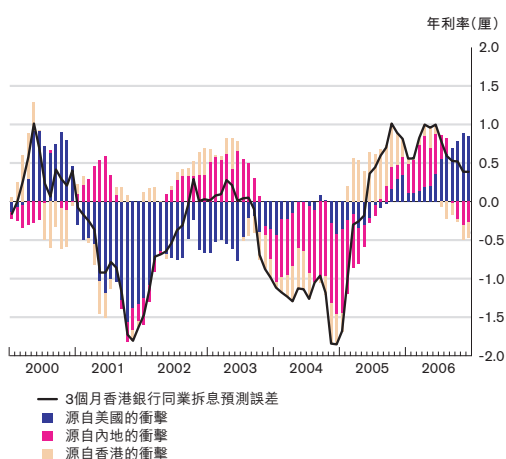
註：反應函數(實線)及標準誤差區間(虛線)均以基點單位表示。每個衝擊值相當於特定向量自迴歸(VAR)變數的1個標準差。

表B4.A
3個月香港銀行同業拆息的預測誤差變異分解

| 預測期(月數) | 預測誤差變異分解(百分點) | | |
|------------------------|---------------|------|----------------|
| | 美國 | 內地 | 香港 (銀行同業拆息) |
| A組：樣本期1998年9月至2006年12月 | | | |
| 3 | 58.4 | 24.5 | 17.1 |
| 18 | 82.7 | 12.6 | 4.7 |
| 36 | 72.8 | 22.9 | 4.3 |
| B組：樣本期2001年1月至2006年12月 | | | |
| 3 | 34.8 | 33.9 | 31.3 |
| 18 | 39.4 | 49.0 | 11.6 |
| 36 | 44.9 | 39.0 | 16.1 |

資料來源：He, Leung and Ng (2007)。

圖 B4.2
3個月香港銀行同業拆息
預測誤差歷史分解



資料來源：He, Leung and Ng (2007)。

由此引起的問題是：隨着香港與內地加快金融融合，內地衝擊在近年的影響是否增加？我們以兩項統計分析來解答這問題。

首先，3個月香港銀行同業拆息在某預測期的預測誤差變異 (forecast error variance) 被分作多個源自不同 VAR 變數的組成部分。儘管內地相關股票的重要性日漸增加，但預測誤差變異分解顯示美國衝擊 (尤其中期及長期而言) 依然是解釋香港銀行同業拆息預期之外的變動的最重要因素 (表B4.A)。然而，近期這些衝擊在香港銀行同業拆息預期之外的變化中所發揮的作用愈漸較大 (比較表B4.A的A組及B組)，顯示內地衝擊的影響逐漸增加。

第二，特定樣本中香港銀行同業拆息的實際數值被分解成兩部分，一部分是根據 VAR 系統動態而得出的預測，另一部分是由 2000 至 2006 年期間出現的衝擊所決定。這種歷史分解的分析顯示，由 2003 年秋季至 2005 年春季期間，3 個月香港銀行同業拆息預測誤差主要是內地因素所致 (圖B4.2)。這一點與市場預期港元可能跟隨人民幣升值，刺激大量投機性資金流入港元市場，導致期內香港銀行同業短期拆息稍低的印象相符。在 2006 年，香港銀行同業拆息預期以外的變動，仍主要是內地因素所致，反映內地企業首次公開招股活動頻密。

在 2005 年 5 月推出 3 項優化措施後，港元相對美元的銀行同業拆息差距應該被限制在一個反映聯匯制度兌換範圍闊度的區間內。這研究顯示中國內地因素可以對這區間內的息差有着重要的影響。

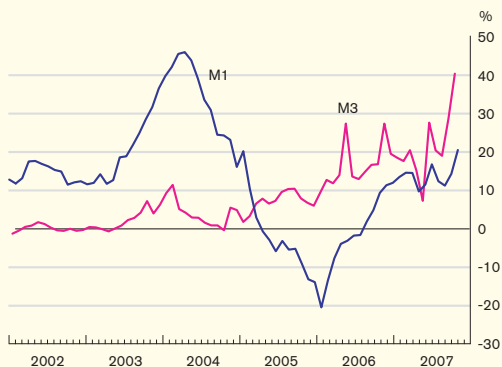
圖 3.6
支持比率



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。

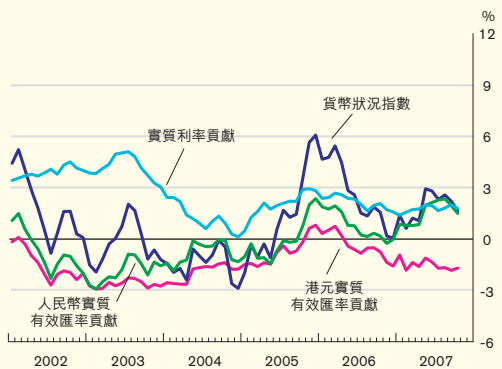
圖 3.7
貨幣總體數字按年增長



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

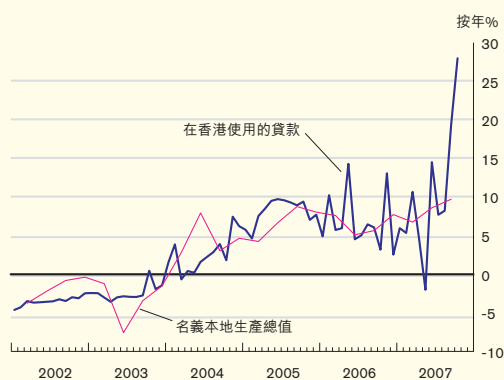
由於外匯基金票據及債券市值增加，貨幣基礎在2007年下半年逐步擴大。繼在金管局的市場操作令總結餘迅速增加後，貨幣基礎於10月底進一步上升。由於錄得利息收入及重估收益，支持比率於8月6日升至112.6%，超出112.5%的觸發上限（圖3.6）。根據財政司司長於2000年1月核准的安排，外匯基金支持組合的資產被轉撥入投資組合內，使支持比率於8月7日回落至110%左右。其後由於利息收入增加對支持比率的效應，被貨幣基礎增加以及港元兌美元轉強導致錄得重估虧損所抵銷，支持比率於上述水平附近徘徊。支持比率在11月份再次上升，於月底報111.1%。

3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況

貨幣總體數字繼續增長暢旺（圖3.7）。由於經濟增長穩定、股市交投增加及首次公開招股活動熾熱，港元狹義貨幣供應M1在1月至10月間的按年升幅平均達13.6%。港元廣義貨幣供應M3亦因穩健經濟增長而強勁上升，同期按年升幅平均達到21.1%。過去兩年當某月底附近時間有首次公開招股活動獲大幅超額認購時，貨幣總體數字便會錄得迅速增長。由於人們利用支票認購新股，活期存款會顯著增加。因為認購新股款項以計息定期存款形式短暫存於本地銀行，定期存款在截至退款當日前一星期內亦會顯著上升。

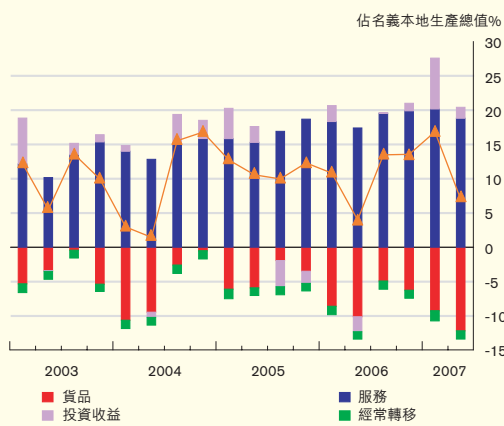
貨幣狀況指數的下調顯示本地貨幣狀況在2007年下半年轉趨寬鬆（圖3.8），主要原因是港元實質有效匯率回落。由於美元持續疲弱促使港元實質匯率下跌，預期短期內貨幣狀況指數將會略為下跌。港元利率下跌，加上本地通脹上升，亦可能透過實質利率下降而使貨幣狀況指數短期內下跌。

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 | | 2007 | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 |
| 經常帳 | 11.4 | 10.6 | 13.5 | 13.5 | 16.8 | 7.0 |
| 資本及金融帳 | -13.2 | -13.7 | -15.9 | -16.4 | -14.6 | -10.6 |
| 資本轉移 | -0.4 | -0.2 | -0.5 | -0.1 | -0.3 | 1.0 |
| 金融非儲備資產 (淨變動) | -12.1 | -10.4 | -12.0 | -13.3 | -10.9 | -9.0 |
| 直接投資 | 3.6 | -0.3 | -4.2 | 3.5 | 0.4 | 6.3 |
| 有價證券投資 | -17.7 | -17.5 | 4.6 | -57.4 | 1.6 | -5.3 |
| 金融衍生工具 | 2.2 | 2.6 | 2.2 | 3.4 | 7.1 | 4.2 |
| 其他投資 | -0.2 | 4.8 | -14.6 | 37.2 | -20.0 | -14.2 |
| 儲備資產 (淨變動) | 0.8 | 3.2 | 3.5 | 3.0 | 3.3 | 2.6 |
| 淨誤差及遺漏 | 1.8 | 3.1 | 2.5 | 2.9 | -2.2 | 3.6 |

資料來源：政府統計處。

本港信貸增長自2007年初起加快，原因是名義本地生產總值升幅增加及股市活動暢旺，但由於新股上市相關的信貸需求間中突然飆升，信貸增長波動幅度甚大(圖3.9)。本地貸款增加基本上觸及廣泛經濟層面，有關的資產質素亦大致上持續改善(見第3.8節詳情)。此外，本港銀行並無次級按揭貸款。

3.4 資金流向

第2季國際收支平衡數據顯示，儲備資產連續第8個季度增加。金管局最新統計數字顯示，外匯儲備資產在7月至11月期間持續上升。

經常帳在2007年上半年繼續錄得盈餘，其中服務貿易的持續盈餘超過擴大中的貨品貿易赤字(圖3.10及表3.A)。服務貿易盈餘主要源自運輸及貿易有關服務。由於股市暢旺，金融服務淨出口的盈餘亦有所增加。

非儲備金融帳在2007年第1季及第2季繼續錄得淨流出，主要是其他投資淨流出所致(表3.A)。本港銀行所持貨幣及存款是「其他投資」的主要組成部分，其淨流出亦是上述帳目錄得淨流出的主要原因。

由於本港居民買入內地企業H股，而這類股票在國際收支平衡統計中列作境外股票，因此股本證券投資錄得大量流出。另一方面，2007年上半年錄得直接投資淨流入，反映本港經濟狀況良好及商業信心增強。

銀行業的表現

零售銀行盈利繼續增長，整體收入上升抵銷營運開支增加及有新撥備的影響。資本及流動資金維持穩健，資產質素持續改善。於報告期初段，銀行同業流動資金收緊，主要受到全球信貸市場問題及首次公開招股活動影響。²¹ 儘管在金管局進行市場操作後流動資金狀況於10月底開始漸轉寬鬆及回穩，但美國次按危機仍未平息，銀行仍需密切注視它所引致的全球金融市場增加波動對整體信貸供應情況可能產生的影響。股市暢旺令銀行體系的表現顯著受惠，其中與股票有關貸款增長強勁，以及費用與佣金收入大幅上升，但鑑於股票相關貸款及收入對銀行貸款組合及盈利的貢獻愈漸增加，銀行承受股市波動的風險亦增加，因此應該提高警覺，防範股市急速調整的影響。

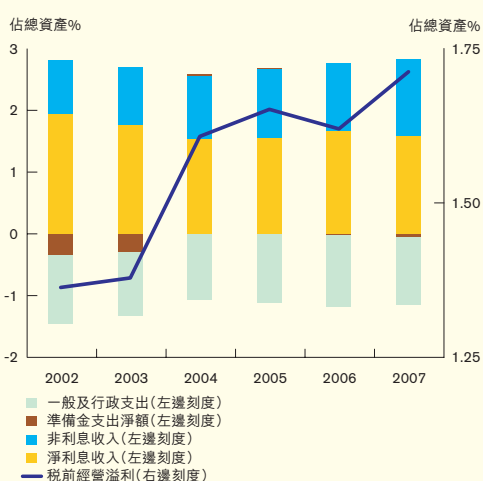
3.5 盈利及資本額

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9月的6個月期間持續上升(圖3.11)。淨利息收入及非利息收入增加強勁，為盈利帶來支持。上述兩者增長，抵銷了因員工成本與租金支出顯著上升而令一般與行政支出增加及有新淨撥備的影響。

淨利息收入上升，是附息資產增加及淨息差改善所致。前者是由於客戶貸款與墊款及銀行同業貸款顯著增加，抵銷了銀行在2007年3月至9月期間所持可轉讓債務工具稍減的影響。

圖 3.11
零售銀行盈利



註：2007年數字是截至2007年第3季按年率計。
資料來源：金管局。

²¹ 除非另有說明，此章之報告期是指2007年3月尾至2007年9月尾的6個月期間。

圖 3.12
零售銀行淨息差

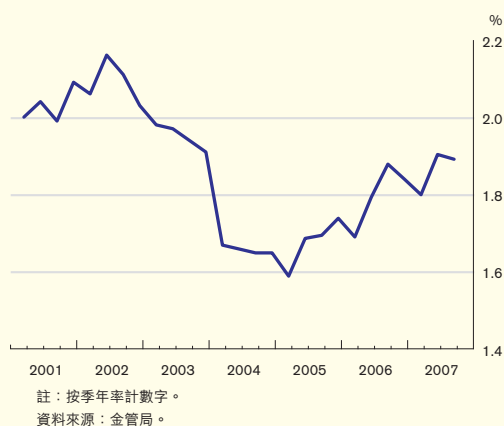


圖 3.13
綜合利率

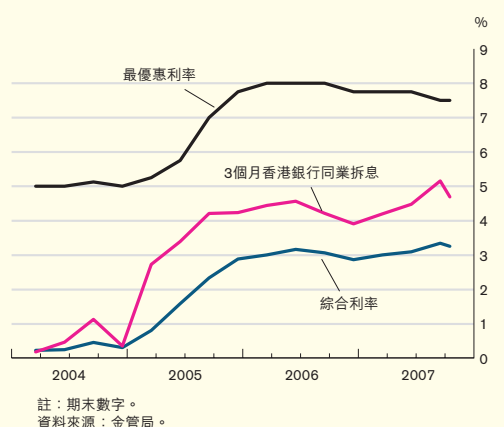
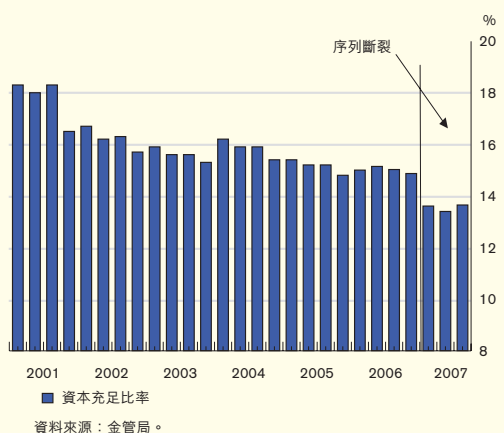


圖 3.14
本地註冊認可機構資本額



淨息差較上一報告期改善(圖3.12)，主要是香港銀行同業拆息上升，令以同業拆息為基準的銀行貸款息差擴大。²² 同業拆息上升，是受到報告期內首次公開招股活動熾熱所涉及的融資需求增加帶動。²³ 然而，以最優惠貸款利率為基準的貸款息差收窄，部分原因是最優惠貸款利率在2007年9月中調低25基點，同時，零售銀行資金成本則顯著上升。報告期內，3個月香港銀行同業拆息上升43基點(由2007年4月底至2007年10月底)，最優惠貸款利率則調低25基點。^{24, 25} 反映零售銀行平均資金成本的綜合利率上升29基點(圖3.13)。

由於股市交投所帶來的費用與佣金收入增長強勁，非利息收入顯著增加。在截至2007年9月的6個月內，非利息收入佔總經營收入的比率由上一報告期的41%上升至45%。這與近期銀行致力拓展收費業務(尤其股票經紀業務)，使收入愈漸多元化的趨勢相符。基於這些發展，銀行收入可能會較易受到股市交投急跌所影響，銀行應予密切注視。

資本額

本地註冊認可機構的整體綜合資本充足比率由2007年6月底的13.4%稍升至9月底的13.6%²⁶，遠高於8%的國際最低標準。

²² 報告期內香港銀行同業拆息升幅較資金成本大。另外，整體零售銀行亦為銀行同業市場淨貸款人。

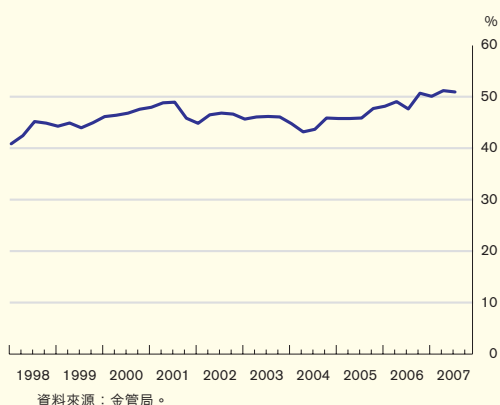
²³ 香港銀行同業拆息(尤其期限較短一類)受股市首次公開招股活動影響，認購新股申請增加市場對短期資金的需求。

²⁴ 最優惠貸款利率指香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。

²⁵ 銀行於2007年9月20日將最優惠貸款利率及儲蓄存款利率調低25基點。

²⁶ 2007年1月1日推行本地註冊認可機構經修訂資本充足架構(《資本協定二》)。因此，自2007年3月起的資本充足比率不能與截至2006年12月底的數據直接比較。

圖 3.15
零售銀行流動資金比率

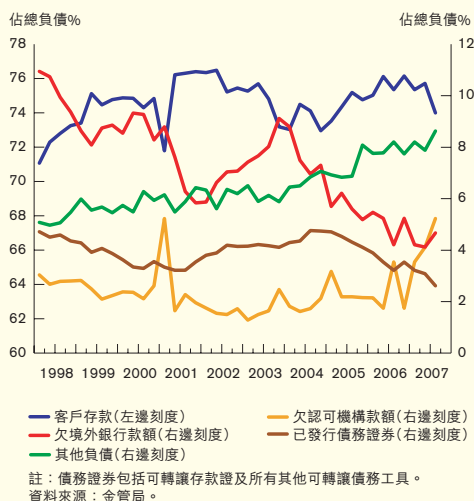


3.6 流動資金及資金來源

銀行作為中介機構，將存款轉為流動性較低的貸款，無可避免地會承受流動資金風險。因此，銀行必須監察這項風險，以確保具備足夠的流動資金，作為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3季進一步升至51.0%，遠高於25%法定最低的要求（圖3.15），反映零售銀行普遍能妥善控制流動資金風險。

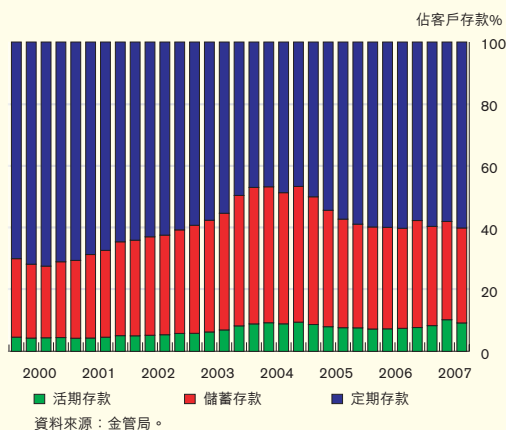
圖 3.16
零售銀行負債結構



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8月份以來，銀行同業流動資金普遍收緊，主要是由於國際市場的次按問題引發全球信貸市場波動，以及連串首次公開招股活動暫時凍結大量短期資金所引致。儘管自10月底金管局進行市場操作以來²⁷，流動資金狀況似乎漸轉寬鬆及回穩，但銀行仍需密切留意由未平息的美國次按危機所引致的全球金融市場增加波動對整體信貸供應情況所產生的可能影響。

銀行負債結構是影響流動資金風險水平的長期因素。與大部分其他資金來源相比，客戶存款涉及的資金成本一般較低及較穩定。於2007年9月，客戶存款仍然是零售銀行最主要的資金來源，其佔負債總額的比率維持穩定，為74%（圖3.16）。

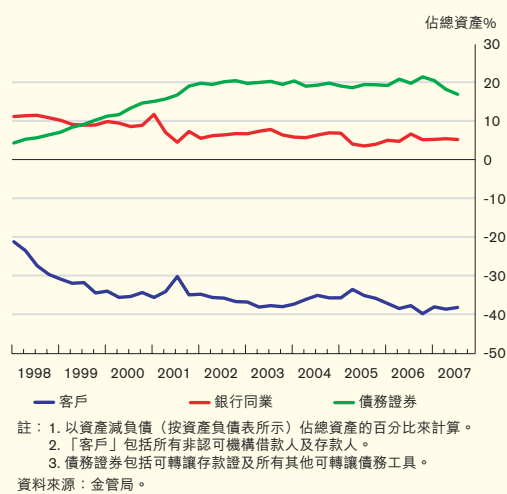
圖 3.17
零售銀行客戶存款結構



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6月份報告以來，存款結構穩定，其中活期存款比重由8.3%進一步上升至9.2%，部分是由於股市交投暢旺所致；儲蓄存款比重則由2007年3月的32.1%稍降至2007年9月的30.7%；定期存款由59.6%微升至60.1%（圖3.17）。然而，若一如部分市場人士預期美國再度減息，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。

²⁷ 金管局於2007年10月23日、26日及31日進行市場操作，買入美元，令總結餘由10月23日的13億港元增至11月2日的106億港元。

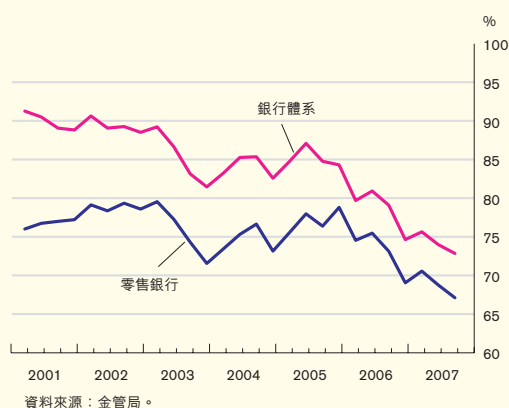
圖 3.18
按資金來源分類的零售銀行資金差額



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9月，客戶資金差額為負38.0%，幅度較2007年3月的負37.9%擴大（圖3.18），使整體零售銀行成為同業貸款（期限一般較短）的淨貸款人及債務證券（相對較流動）的淨持有人。

於2007年9月底，整個銀行體系及零售銀行以所有貨幣計的貸存比率分別為53.4%及48.6%，相比2007年3月的53.7%及49.7%下降。這主要是由於存款增長幅度較大，超越貸款的增幅所致。與此同時，銀行體系及零售銀行港元貸存比率亦分別降至72.9%及67.1%，相比2007年3月的數字為75.7%及70.6%（圖3.19）。這種結構顯示在正常環境下流動資金風險應不會構成重大問題。

圖 3.19
港元貸存比率



認可機構面對的交易對手流動資金風險水平也非常重要，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。就整體零售銀行而言，截至2007年9月止，來自本港銀行同業的借款額僅佔總負債的5.2%，對本港銀行同業提供的貸款額則佔總資產的10.6%。前者較2007年3月的3.5%上升，後者亦較3月的9.0%上升，部分是受到首次公開招股活動所致。整體而言，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。

至於較倚賴同業市場獲取資金的銀行，則應防範一旦市場氣氛逆轉或全球信貸緊縮令股市相關資金突然流走，便可能對流動資金造成衝擊。

圖 3.20
零售銀行港元存款與貸款差距



3.7 利率風險

正如對上兩份報告指出，若市場氣氛逆轉而引發股市相關資金流走的話，銀行便有可能面對利率風險，而這項風險自上次報告至今持續增加。在此情況下，零售銀行港元存款與貸款差額自2006年6月以來連續5個季度擴大。截至2007年9月，該差額達9,390億港元，相當於其港元資產的26.6% (圖3.20)，相比2007年3月的數字及比率分別為7,170億港元及23.8%。這主要是由於港元存款 (尤其定期存款) 迅速增長。由於當中部分存款可能受到股市交投增加 (尤其首次公開招股活動) 所帶動，因此較為不穩定。若因市場氣氛轉壞而引發存戶大規模提走款項，可能會令流動資金 (尤其同業市場) 迅速收縮。

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) 是以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，可能會對銀行息差構成壓力。

由於大部分按揭貸款均採用最優惠貸款利率，上述風險在按揭市場似有所增加。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比最優惠貸款利率減2.5厘為低。²⁸ 隨着最優惠貸款利率在9月調低25基點，實質按揭利率進一步降至少於4.50厘至4.75厘不等。²⁹ 若美國短期內進一步減息，但香港銀行同業拆息在首次公開招股活動刺激下再度微升，過度倚賴同業存款作為資金來源的銀行的風險緩衝便會變得很小。³⁰

²⁸ 市場資料顯示，新批出貸款的息率通常為最優惠貸款利率減2.75厘至3.00厘。

²⁹ 於11月初，最優惠貸款利率曾調低25基點兩次，實質按揭利率於該月已進一步降至4.00厘以下至4.25厘。

³⁰ 由於香港銀行同業拆息在9月底至10月中旬間普遍高於4.75厘，銀行若以最優惠貸款利率為貸款基準，而高度倚賴同業存款作為資金來源，期內可能會在某些按揭組合上錄得負息差。

圖 3.21
零售銀行的資產質素

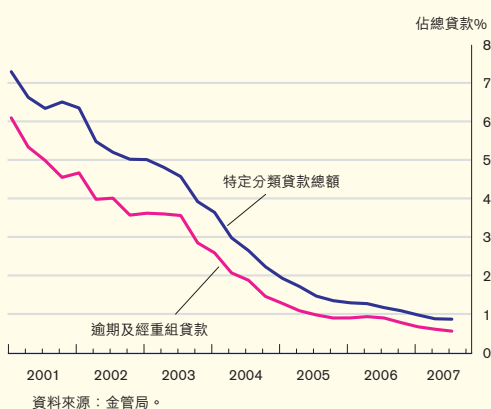


表 3.B
認可機構提供在香港使用的貸款

| | 按季變動 (%) | | | | 佔總額 (%) 9/07 |
|-------------------------|----------|-------|-------|------|-----------------|
| | 12/06 | 3/07 | 6/07 | 9/07 | |
| 在香港使用的貸款 ¹ | -1.4 | 7.6 | 6.4 | 5.8 | |
| 其中： | | | | | |
| 貿易融資 | -4.7 | -1.0 | 12.2 | 4.2 | 6.8 |
| 住宅按揭貸款 ² | 0.3 | -0.1 | 1.2 | 1.4 | 23.7 |
| 製造業 | -2.7 | 3.5 | 7.3 | 4.8 | 4.6 |
| 運輸及運輸設備 | -1.9 | 3.0 | 1.2 | 6.0 | 5.3 |
| 電力及氣體燃料 | -4.5 | -18.4 | 4.6 | -5.1 | 1.0 |
| 資訊科技 | -19.4 | 30.8 | -18.1 | 10.4 | 0.9 |
| 建造業、物業發展與投資 | 4.0 | 1.0 | 6.1 | 5.8 | 21.6 |
| 批發及零售業 | 2.1 | 1.9 | 3.9 | 1.8 | 4.4 |
| 與財務及金融有關公司 ³ | 2.2 | 5.9 | 10.3 | 6.0 | 8.9 |
| 證券經紀 | -83.7 | 994.1 | 35.6 | 11.9 | 5.4 |
| 信用卡透支 | 11.9 | -6.8 | 2.2 | 7.0 | 2.6 |

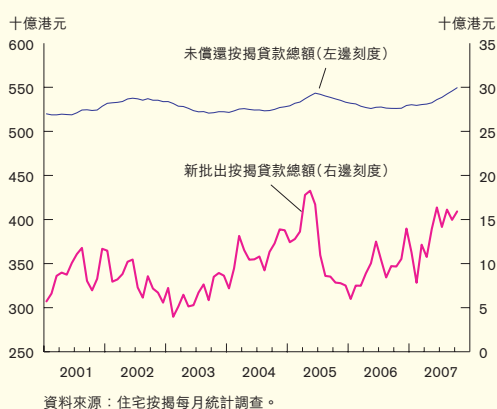
註：1. 包括貿易融資。

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 3.22
受訪認可機構未償還及新批出按揭貸款



3.8 信貸風險

受到本地經濟持續增長所支持，銀行體系在截至2007年9月的6個月期間的資產質素進一步改善。特定分類貸款及逾期與經重組貸款佔貸款總額的比率持續下降，前者由1.00%進一步改善至0.89%，後者亦由0.69%降至0.58% (圖3.21)。

本地貸款承接第2季錄得的6.4%升幅，在第3季進一步增長至5.8%。大部分經濟行業的貸款均顯著上升 (表3.B)。鑑於近幾個月物業市場氣氛改善及物業價格逐漸上升，物業有關貸款較上一份報告時增長。建造業及物業發展與投資貸款承接第1季的1.0%溫和增幅，在2007年第2季及第3季分別再增加6.1%及5.8%。由於新造按揭貸款額超過現有按揭的還款額，因此未償還住宅按揭貸款在2007年第2季微升1.2%，並在第3季再升1.4% (圖3.22)。然而，物業有關貸款佔本地貸款總額的比例由6月份報告的47.7%再降至9月份的45.2%，對其他一些行業的貸款 (尤其與股市活動相關) 增長步伐則加快。

受到報告期內股市交投暢旺所帶動，證券經紀及金融有關公司的貸款繼續迅速增長。前者在第2季及第3季分別增加35.6%及11.9%，後者分別增加10.3%及6.0%。上述貸款增長強勁無疑令銀行盈利受惠，但這些貸款的資產質素與股市走勢關係密切：一旦市場出現重大調整，被用作抵押這類貸款的抵押品 (以股票為主) 會大幅貶值，銀行便有可能受到衝擊。鑑於股票相關貸款及收入對銀行貸款組合及盈利的貢獻愈漸增加，銀行應審慎注意股市大幅調整所帶來的風險。

其他行業方面，信用卡貸款、運輸與運輸設備行業、製造業、貿易融資及批發與零售業在2007年第2季及第3季均錄得顯著增長。資訊科技貸款扭轉第2季的18.1%跌幅，在第3季上升10.4%。相比之下，電力及氣體業貸款在第3季則減少5.1%，扭轉第2季的4.6%升幅。

圖 3.23
認可機構提供的個人貸款按年增長

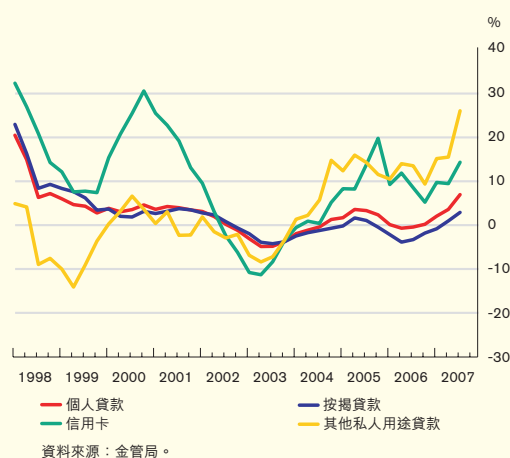


圖 3.24
房屋資產槓桿比率

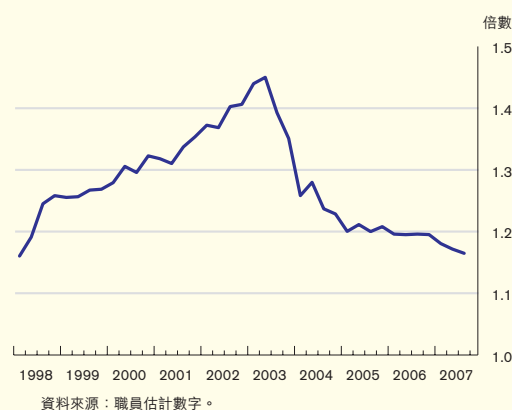
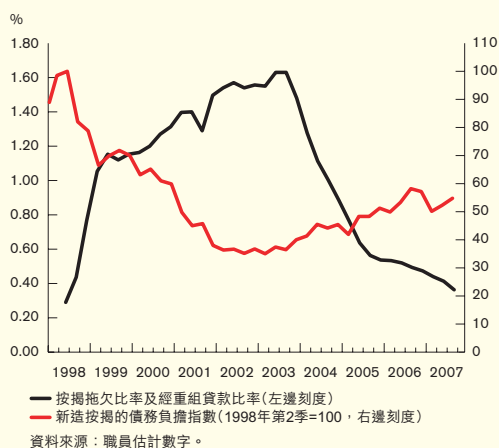


圖 3.25
新造按揭的住戶債務負擔



個人貸款

在2007年9月份，個人貸款³¹佔在香港使用貸款³²的31.3%。該比率自2002年9月以來一直穩步下降。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部分為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。截至9月底，在個人貸款中有75.6%用作購置住宅物業。

主要受到無抵押貸款增長的強勁帶動下，個人貸款在3月按年上升了1.8%後，在9月再升6.7% (圖3.23)。信用卡貸款及其他私人用途貸款在9月份增長強勁，分別錄得14.0%及25.7%的按年增幅；按揭貸款升幅較溫和，為2.7%。在此情況下，以信用卡貸款及其他私人用途貸款計的無抵押個人貸款由2007年3月的22.7%上升至9月的24.4%，顯示整體銀行承受較高信貸風險的貸款業務較以往增加。銀行體系有需要注視這個趨勢對資產質素可能造成的影響。

自6月份報告以來，影響銀行個人貸款資產質素的各種因素發展均有改善或維持穩健。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2006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。隨着2006年12月起住宅物業價格逐漸上升，該槓桿比率在2007年9月進一步改善至1.16 (圖3.24)。

另一方面，新造按揭的供款與收入比率指數³³(作為按揭借款人債務負擔的指標)自2003年以來一直逐步上升，並由2007年第1季的50稍升至2007年第3季的55。該指數上升反映近年物業價格上升，增加新造按揭的平均市值。然而，以現時水平計，住戶按揭債務負擔遠低於其長期平均數，並顯著低於亞洲金融風暴前的水平(圖3.25)，反映住戶債務負擔維持穩健。

³¹ 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。

³² 包括貿易融資貸款。

³³ 若供款與收入比率指數值較高，顯示個人收入下降、利率上升或平均新造的按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能令個人貸款的資產質素惡化。

圖 3.26
住戶債務槓桿比率

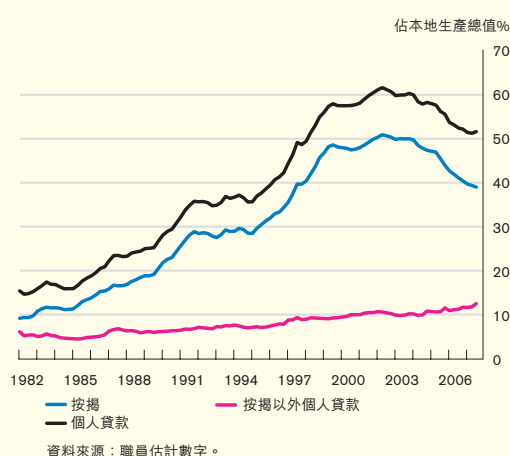
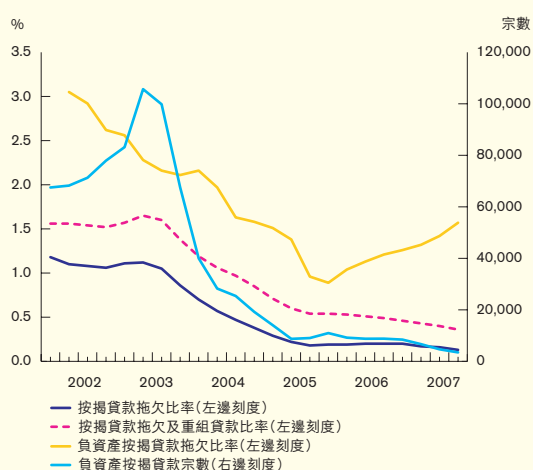


圖 3.27
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率



另一廣泛用作衡量個人環節債務承受衝擊能力的指標，住戶債務與本地生產總值比率，自2002年第2季起下降，並達至61%左右的近年最高水平³⁴（圖3.26）。截至2005年底，該比率降至55%，低於很多發展成熟經濟體系的平均水平（於2005年為58%³⁵），並於2007年9月進一步改善至51%。

銀行整體按揭組合資產質素持續改善。蓬勃的勞工市場（見第2.5及2.6節）帶動個人收入增加，提高個人供款與收入比率，加上2006年12月起住宅物業價格穩步上升，為上述組合資產質素帶來支持。在這情況下，拖欠率於2007年10月降至0.12%的歷來最低水平，相比3月的數字為0.17%。經重組貸款比率亦由0.26%降至0.21%。儘管負資產按揭貸款拖欠率由3月的1.32%上升至9月的1.57%，但這類貸款個案續降47.9%至3,482宗，與2003年6月最高水平的106,000宗相比，下跌97%（圖3.27）。

近期銀行按揭組合資產質素改善，顯示迄今美國次按問題對香港按揭市場的傳遞效果很小。然而，應注意的是本港銀行仍可能透過其他渠道受到該問題所影響，其中香港經濟增長及資產市場可能受到拖累。為評估其潛在影響，我們以金管局的宏觀經濟架構對本港零售銀行的貸款組合進行壓力測試。專題5探討假使美國次按問題發展成為廣泛危機或甚至影響全球經濟，銀行體系信貸風險將會如何受到影響，結果顯示有關影響應屬溫和，銀行體系將有能力抵禦有關衝擊。

³⁴ 這主要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。

³⁵ 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(2006)，「新興市場個人信貸增長」，《全球金融穩定報告》。

專題 5

本港零售銀行貸款組合壓力測試——美國次按問題

本港銀行體系可能受美國次按問題的影響，主要是透過該問題對香港經濟增長及資產市場所產生的傳遞效果而引致。這項衝擊可來自美國經濟下滑，³⁶ 倘使次按問題蔓延並導致美國衰退，更而甚至引發全球經濟放緩或衰退。由美國帶動的衰退局面將會打擊香港的宏觀經濟，進而影響銀行體系。

表B5.A
宏觀經濟假設情況壓力測試

| 假設受壓情況 | 香港2008年實質 本地生產總值增長假設 (低於基準情況的百分點) | |
|-------------------------------|---|-----|
| | (1) 美國連續兩季經濟衰退 ^(a) | 0.4 |
| (2) 美國帶動全球經濟放緩 ^(b) | 2.0 | |
| (3) 本港資產價格大幅下跌 ^(c) | 3.0 | |

註：a) 受壓情況(1)：美國2008年經濟增長較基準情況下跌1.8個百分點。
b) 受壓情況(2)：假設出現受壓情況(1)，並影響美國主要貿易夥伴的經濟增長。
c) 受壓情況(3)：假設出現受壓情況(1)及(2)，並且本港資產市場持續大幅度調整。具體上，假設恒生指數及物業價格較基準情況的數字分別下跌60%及10%。

表B5.B
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值

| 信貸虧損 (%) | 基準情況 | 假設(1)： | 假設(2)： | 假設(3)： |
|-------------------------|------|------------|--------------------|--------------------|
| | | 美國經濟 衰退 | 美國帶動 全球 經濟放緩 | 本地資產 價格大幅 下跌 |
| 平均值 | 0.18 | 0.19 | 0.23 | 0.27 |
| 置信水平在90% 的估計虧損風險值 | 0.32 | 0.34 | 0.40 | 0.46 |
| 置信水平在95% 的估計虧損風險值 | 0.37 | 0.40 | 0.47 | 0.54 |
| 置信水平在99% 的估計虧損風險值 | 0.51 | 0.54 | 0.65 | 0.74 |
| 置信水平在99.9% 的估計虧損風險值 | 0.71 | 0.75 | 0.89 | 1.01 |
| 置信水平在99.99% 的估計虧損風險值 | 0.88 | 0.93 | 1.10 | 1.24 |

本港銀行體系在這方面會受多少程度的影響，最終視乎次按問題如何影響美國及全球經濟而定，而這是很難準確評估的。我們以3個代表經濟所受不同程度影響的假設情況進行壓力測試。表B5.A列載這3個受壓情況及其對香港經濟可能造成的影響。受壓情況的影響以香港2008年實質本地生產總值增長比基準情況(假設經濟環境正常)減少的百分點來顯示。

我們根據本港2008年實質經濟增長在受壓情況下的假設，以宏觀經濟壓力測試架構來評估本港銀行體系承受衝擊的能力。³⁷ 具體上，我們就每個受壓情況模擬本港零售銀行整體貸款組合的拖欠率的未來路徑。每個路徑期設定為6個季度，由2007年第3季至2008年第4季。每個受壓情況均模擬10,000個未來路徑，並使用2008年第4季的10,000模擬拖欠率來評估銀行體系的信貸虧損及承受衝擊能力。表B5.B集中檢視信貸虧損分布的尾端，置信水平在99.99%下的估計信貸虧損風險值界乎0.88%至1.24%的範圍。

³⁶ 另一途徑是銀行直接承受以美國次按作抵押的結構性證券的風險。由於相關次按的資產質素下降，銀行可能遭到按市價估值的虧損。本地註冊銀行向金管局提交的資料顯示，其對美國次按市場承受的整體風險額不會對本港銀行體系構成系統性風險。

³⁷ 有關詳情參閱Wong et al. (2006)，「檢測香港銀行信貸風險的宏觀壓力測試架構」，《香港金融管理局季報》，2006年12月。

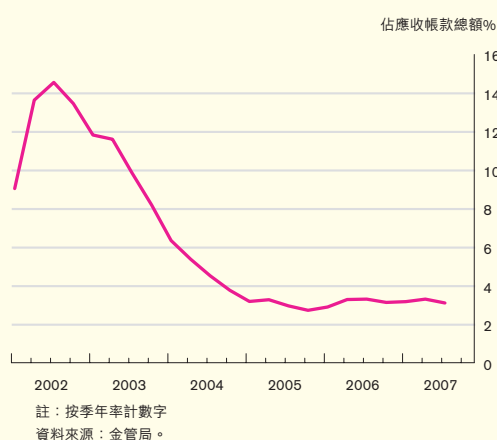
測試結果概括如下：

- (a) 在基準情況(市況正常)下，估計銀行貸款於2008年第4季的平均信貸虧損為0.18%。
- (b) 在受壓情況(1)下，假設香港在2008年的實質本地生產總值增長較基準情況減少0.4個百分點。估計銀行信貸虧損為0.19%，稍高於基準情況的估計數字(0.18%)。
- (c) 在受壓情況(2)及(3)下，假設香港在2008年的實質本地生產總值增長較基準情況分別減少2.0個及3.0個百分點。估計銀行信貸虧損分別為0.23%及0.27%。
- (d) 若集中檢視信貸虧損分布的尾端，可見以置信水平在99.99%的估計虧損風險值計，銀行在受壓情況下的估計信貸虧損界乎0.88%至1.24%的範圍。

結果顯示美國次按問題對銀行體系信貸風險的影響，相比亞洲金融風暴過後一年實際所錄得的信貸虧損數字6%應會較為溫和。³⁸ 預期本港銀行體系具備充足條件抵禦假設衝擊帶來的影響。

³⁸ 有關詳情參閱Wong et al. (2006)。

圖 3.28
受訪認可機構信用卡應收帳款的撇帳比率

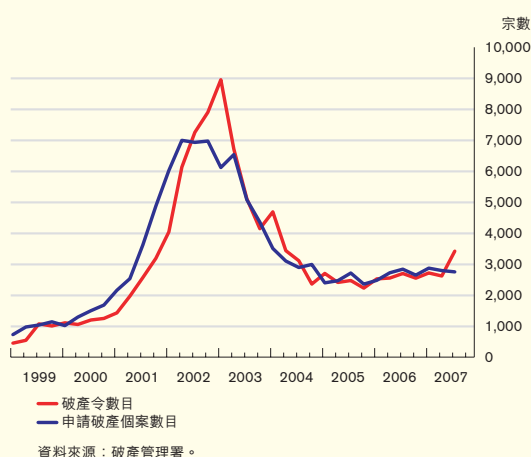


信用卡貸款質素似漸回穩，以年率計撇帳比率在2007年第3季降至3.10%，扭轉由第1季3.17%上升至第2季3.30%的情況（圖3.28）。應收帳款進一步增加，相反，撇帳額錄得自2005年第3季以來的首次跌幅。然而，應注意在2007年首10個月內，個人破產令及破產申請個案分別升至9,754項及9,347宗，較去年同期上升11%及5%（圖3.29）。由於過往撇帳比率及個人破產個案存在着很強的正向關係，所以暫時未能確定近期改善的趨勢會否持續。

公司貸款

在2007年9月，公司貸款佔在香港使用貸款的68.3%。³⁹ 相比2006年9月，該類貸款增長26.4%。

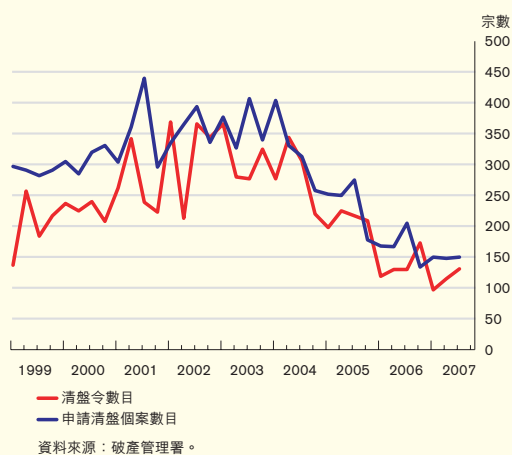
圖 3.29
破產宗數



報告期內私營企業的信貸風險指標維持穩健。

2007年首10個月內公司強制清盤令的數目按年減少12%至383宗，清盤申請個案亦減少17%至492宗，與2003年以來下跌的趨勢相符（圖3.30）。

圖 3.30
清盤令及申請清盤宗數



³⁹ 公司貸款包括在香港使用的貸款及墊款（包括貿易融資貸款），但不包括提供予專業人士及其他個人的貸款。

圖 3.31
恒生指數非金融類別公司整體違約概率

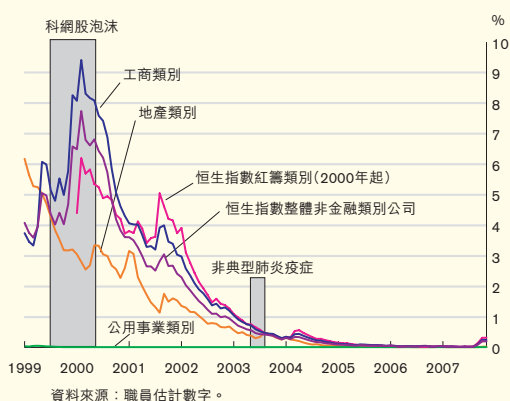


圖 3.32
非金融類上市公司破產風險
指標：Altman的Z得分

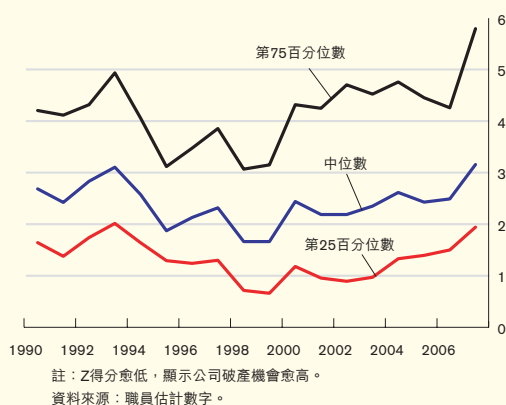
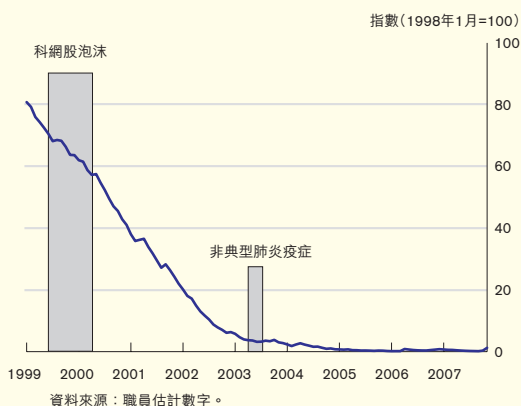


圖 3.33
香港銀行體系的複合拖欠債務風險指數



根據一項結構模型⁴⁰估計得出的私營企業違約概率略升，反映股市波動較大：在2007年11月，恒生指數非金融類成分公司的整體估計違約概率由上一份報告的0.029%微升至0.196%。然而，與2000年的高峰水平7.74%相比，現時的違約風險水平仍屬溫和。期內，恒生指數所有分類成分行業及紅籌成分股的估計違約概率亦走勢相近，只有公用事業類維持不變(圖3.31)。

Altman的Z得分⁴¹是典型的信貸風險指標，根據私營企業財務報表所載的一系列財務比率來評估該企業的財政穩健程度。該得分顯示香港非金融類企業財政穩健程度持續改善(圖3.32)。⁴²整體改善的情況不但包括信貸質素較佳的企業(第75百分位數及中位數)，亦包括信貸質素相對較差的企業(第25百分位數)。

作為香港銀行業系統性風險預警指標的複合違約風險指數(1998年1月=100)亦由2007年6月份報告的0.4增加至11月的1.2。相比亞洲金融風暴時，該指數約為100，顯示銀行體系現時的系統性風險處於低水平(圖3.33)。

中國相關貸款

零售銀行對非銀行中資企業的貸款總額由2007年3月底的4,546億港元(佔總資產的7.4%)下跌至2007年9月底的3,775億港元(佔總資產的5.3%)。就整體銀行業而言，非銀行類客戶的中國相關貸款由6,007億港元(佔總資產的6.3%)降至5,610億港元(佔總資產的5.0%)。這是由於部分零售銀行在內地註冊的附屬機構成立，令到與內地有關的部分貸款不再列入計算範圍內。提供予企業及個人以供購置內地物業的貸款亦由2007年3月底的206億港元減少至9月底的99億港元。

⁴⁰ 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>。

⁴¹ 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，以及銷售額／總資產。

⁴² 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。2007年數字僅為初步，並只涵蓋本報告截稿時已公布2007年中期業績的公司。這些數字可能會作修訂，解讀時應該審慎。

由於對非銀行類客戶的中國相關貸款佔銀行資產有一定的比重，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，我們利用金管局的宏觀壓力測試架構對銀行貸款進行壓力測試。^{43,44} 測試過程中，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。⁴⁵

我們以2007年第3季的宏觀經濟狀況作為當前環境，並製作涵蓋2007年第4季至2009年第3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。⁴⁶ 在基準情況中，預期2009年第3季會錄得佔未償還貸款額0.22%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4季至2009年第3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1.08%。

若集中檢視信貸虧損分布的尾端，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

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 % | 基準情況 | 受壓情況 | | | |
|---------------------|------|-----------------------|---------------------|-------------------|---------------------------|
| | | 本地生產總值衝擊 ^a | 物業價格衝擊 ^b | 利率衝擊 ^c | 中國內地國內生產總值衝擊 ^d |
| 平均值 | 0.22 | 1.08 | 0.83 | 0.55 | 0.37 |
| 置信水平在90%的估計虧損風險值 | 0.46 | 1.92 | 1.49 | 1.10 | 0.76 |
| 置信水平在95%的估計虧損風險值 | 0.61 | 2.33 | 1.85 | 1.43 | 1.00 |
| 置信水平在99%的估計虧損風險值 | 1.05 | 3.37 | 2.76 | 2.30 | 1.67 |
| 置信水平在99.9%的估計虧損風險值 | 1.87 | 5.05 | 4.28 | 3.81 | 2.93 |
| 置信水平在99.99%的估計虧損風險值 | 2.88 | 7.13 | 6.49 | 6.17 | 5.24 |

註：a) 香港實質本地生產總值（以環比物量計算）在2007年第4季至2008年第3季期間連續4個季度分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。

b) 香港實質物業價格在2007年第4季至2008年第3季期間連續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4季）下跌3.0%。

資料來源：職員估計數字。

⁴³ 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。

⁴⁴ 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，其中包括使用政府統計處最新公布以環比物量計算的本地生產總值來估計模型內的一組新系數。

⁴⁵ 衝擊詳情參閱表3.C註解。

⁴⁶ 基準情況意思是並無出現任何衝擊的情況。

行遇到不同來源的衝擊時的最高信貸虧損比率會在2.93% (中國國內生產總值衝擊) 至5.05% (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。⁴⁷ 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9月底，所有認可機構合計的外匯持倉量 (包括即期及遠期) 為676億港元。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。

⁴⁷ 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(%)

| | 9/06 | 6/07 | 9/07 |
|--|-------|-------------------|-------|
| 利率² | | | |
| 1 個月香港銀行同業拆息 | 4.05 | 4.40 | 4.62 |
| 3 個月香港銀行同業拆息 | 4.29 | 4.38 | 4.64 |
| 最優惠貸款利率 ³ 與 1 個月香港銀行同業拆息的差距 | 3.95 | 3.35 | 3.10 |
| 最優惠貸款利率 ³ 與 3 個月香港銀行同業拆息的差距 | 3.71 | 3.37 | 3.08 |
| 綜合利率 | 3.06 | 3.09 | 3.34 |
| 零售銀行 | | | |
| 資產負債表狀況⁴ | | | |
| 存款總額 | 4.9 | 7.3 | 6.7 |
| 港元 | 7.3 | 8.9 ^r | 7.6 |
| 外幣 | 1.5 | 4.6 | 5.1 |
| 貸款總額 | 3.2 | 6.1 | 5.4 |
| 在香港使用的客戶貸款 ⁵ | 3.2 | 6.1 | 5.2 |
| 在香港境外使用的客戶貸款 ⁶ | 3.8 | 6.3 | 8.7 |
| 可轉讓工具 | | | |
| 已發行可轉讓存款證 | -2.4 | -12.8 | -11.4 |
| 持有的可轉讓債務工具 | 3.0 | -4.2 | 0.2 |
| 資產質素⁷ | | | |
| 佔貸款總額百分比 | | | |
| 合格貸款 | 96.44 | 97.37 | 97.47 |
| 需要關注貸款 | 2.37 | 1.73 | 1.64 |
| 特定分類貸款(總額) ⁸ | 1.19 | 0.90 | 0.89 |
| 特定分類貸款(淨額) ⁹ | 0.88 | 0.68 | 0.67 |
| 逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款 | 0.92 | 0.63 ^r | 0.58 |
| 盈利¹⁰ | | | |
| 呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 | 0.03 | 0.04 | 0.04 |
| 淨息差 | 1.79 | 1.85 | 1.86 |
| 成本與收入比率 | 41.9 | 39.8 ^r | 39.9 |
| 流動資產比率¹¹ | 47.7 | 51.2 | 51.0 |
| 受訪機構 | | | |
| 資產質素 | | | |
| 住宅按揭貸款拖欠比率 | 0.20 | 0.16 | 0.13 |
| 信用卡應收帳款 | | | |
| 拖欠比率 | 0.40 | 0.40 | 0.36 |
| 撤帳率 — 按季年率計(經調整) | 3.30 | 3.30 | 3.10 |
| — 本年度截至該日止以年率計 | 3.02 | 3.17 | 3.10 |
| 所有本地註冊認可機構 | | | |
| 資本充足比率(綜合)¹² | 15.0 | 13.4 | 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 本地註冊認可機構於2007年1月1日實施經修訂的資本充足架構(《資本協定二》)。

^r 經修訂數字。

4. 前景、風險及不明朗因素

全球經濟前景面對頗大程度的不明朗因素。儘管金融市場波動，但近期大部分預測均顯示全球經濟在2008年只會略為放緩。這個尚屬樂觀的前景相信很大程度上視乎美國以外的需求是否具韌性而定，而美國本身由於住屋市場調整，其增長可能會有較長時間處於低於趨勢水平。香港方面，預計2008年仍會持續穩健增長，通脹稍升。上行風險包括美元持續疲弱及利率下調，下行風險包括全球經濟增長減慢的幅度大於預期。由於全球金融市場波動增加，銀行需要提高警覺，防範可能出現的信貸緊縮及股市波動的有關風險。

4.1 全球前景

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) | 5.2 (4.9) | 4.8 (5.2) |
| 美國 | 2.9 | 1.9 | 1.9 |
| 歐元區 | 2.8 | 2.5 | 2.1 |
| 日本 | 2.2 | 2.0 | 1.7 |
| 新興亞洲 | 9.3 | 9.2 | 8.3 |
| 全球消費物價通脹 | 3.6 | 3.9 | 3.6 |
| 七大工業國 | 2.6 | 2.1 | 1.9 |
| 新興亞洲 | 3.7 | 4.9 | 4.2 |
| 共識預測² | | | |
| 全球增長 ³ | 4.0 | 3.6 | 3.4 |
| 美國 | 2.9 | 2.1 | 2.3 |
| 歐元區 | 2.9 | 2.6 | 2.0 |
| 日本 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| 東北亞 | 9.0 | 9.0 | 8.5 |
| 東南亞 | 5.9 | 6.1 | 6.0 |
| 全球通脹 ³ | 2.9 | 2.9 | 2.8 |
| 美國 | 3.2 | 2.8 | 2.6 |
| 歐元區 | 2.2 | 2.0 | 2.1 |
| 日本 | 0.2 | 0.0 | 0.4 |
| 東北亞 | 1.6 | 3.6 | 3.4 |
| 東南亞 | 7.3 | 4.0 | 4.2 |

註：1. 全球增長按購買力平價匯率計的國內生產總值作加權調整。至於其他整體數字及國家，基金組織按購買力平價匯率以國內生產總值作加權計算，世界銀行則採用市場匯率。括號內為以往的預測數字。

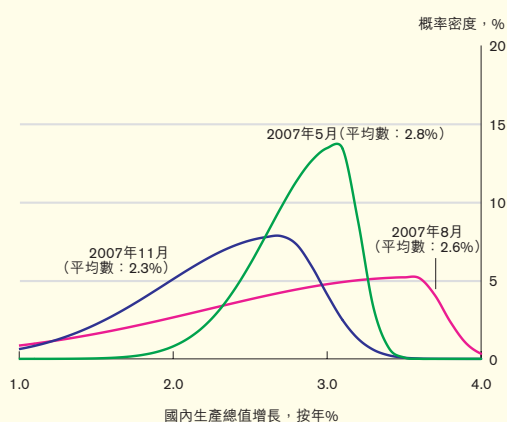
2. 歐元區包括歐元區12國。東北亞包括中國內地、香港、南韓及台灣，東南亞包括東盟成員經濟體系。

3. 全球增長及通脹均按2006年平均匯率以2006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10月)及《共識預測》(2007年11月)。

繼8月及9月份金融市場出現波動，全球經濟環境的不明朗因素增加，全球信貸問題如何繼續發展仍未可知。國際貨幣基金組織(基金組織)在10月份《世界經濟展望》中預測，2007年全球增長將由5.4%減慢至5.2%(表4.A)，預期2008年全球增幅將進一步放緩，但增長步伐仍維持暢旺。基金組織預期全年增長4.8%，較之前預計的低0.4個百分點，其中向下修訂幅度最大的是美國及可能受其金融及貿易問題溢出效應影響最大的國家。另一方面，亞洲新興市場增長預期將維持強勁。《共識預測》也預計2008年實質全球生產總值的增長速度會略遜於2007年。

圖 4.1
美國：2008年增長預測概率分布

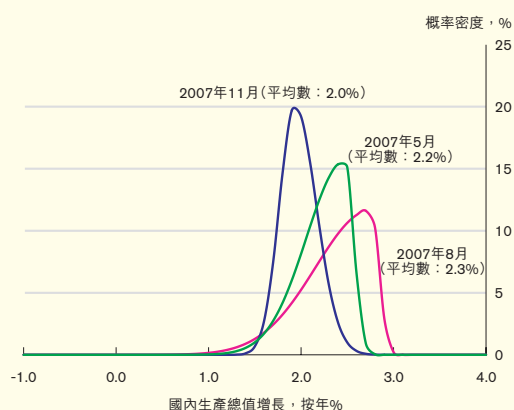


資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

美國經濟增長預測被大幅度向下修訂。基金組織預測美國今年實質國內生產總值增長將減慢至 1.9%，並在 2008 年維持相同增幅。《共識預測》對美國 2008 年增長預測的平均數亦由今年 5 月起一直下調，至 2.3%（圖 4.1）。按揭市場持續受到困擾，預期將會延長住屋投資下跌的趨勢，而能源價格上升、職位增長呆滯及房屋價格下跌，可能遏抑消費支出。

《共識預測》對歐元區在 2008 年增長預測的平均數自今年 8 月的 2.3% 下調至 2.0%，增長分布趨於集中（圖 4.2）。這反映歐元升值的滯後效應、源自美國的貿易溢出效應及更為困難的融資條件。由於歐元區銀行涉及美國次按風險的程度令人意外，信貸問題對經濟增長造成的不明朗因素有所增加。

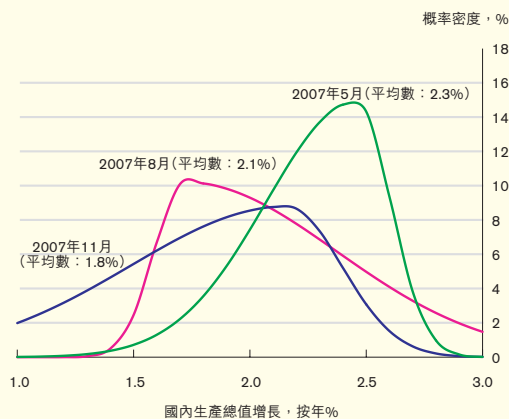
圖 4.2
歐元區：2008年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

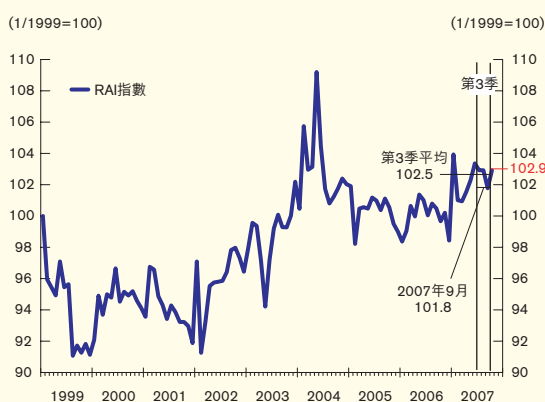
日本在 2008 年的平均增長預測由 8 月份的 2.1% 向下修訂至 1.8%（圖 4.3），反映第 2 季國內生產總值數據令人失望、全球增長放緩及日圓略為轉強。

圖 4.3
日本：2008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 4.4
內地實質經濟活動指數 (RAI)

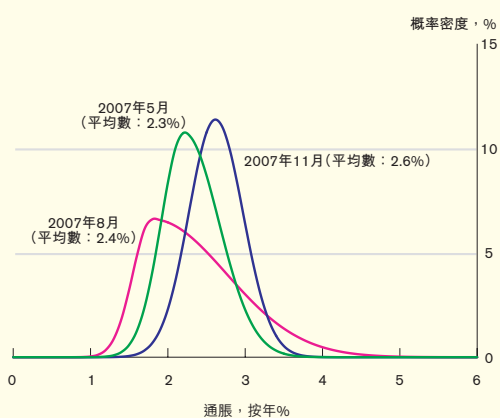


資料來源：職員估計數字。

中國內地方面，由於居民收入上升及企業盈利卓越，帶動內需表現強勁，在短期內將會維持強勁的增長勢頭。金管局編製的中國內地實質經濟活動指數由9月份的101.8升至10月份的102.9，顯示第4季國內生產總值可能加快(圖4.4)。⁴⁸ 此指數的上升，主要是由10月份固定資產投資急升所致。然而，由於政府採取較嚴格措施遏抑年底前的貸款增長，其對企業投資活動的影響，縱使不能持續至下年，亦會頗大。就2007全年而言，《共識預測》於11月份的平均數字顯示內地經濟將會增長11.3%，消費物價指數通脹則維持於4.4%的偏高水平，超出人行所定的安全範圍。至於2008年，《共識預測》顯示內地經濟將繼續以10.5%的強勁幅度增長，通脹則略為回落至3.8%。

亞洲新興經濟體系面對近期金融波動表現穩健，因而將成為2008年全球強勁增長的動力來源。若將中國內地與亞洲其他新興經濟體系合計，基金組織預期增長會由2006年的9.3%輕微回落至2007年的9.2%。預期2008年增長會放緩，但仍達到8.3%的強勁幅度。中國及印度首次成為對全球增長貢獻最大的國家(以購買力平價計)。新興工業經濟體系預期受到美國前景轉差的影響最大，而在東盟成員經濟體系中，預期泰國因市場重拾信心而令經濟略為回升，將可抵銷馬來西亞及菲律賓增長略為放緩的影響。

圖 4.5
美國：2008年通脹預測概率分布



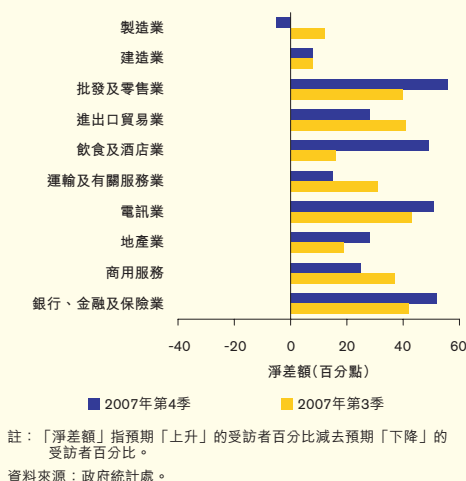
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

基金組織預測全球消費物價通脹會由2006年的3.6%上升至2007年的3.9%，主要反映年內能源及食品價格上升。美國方面，《共識預測》對2008年消費物價通脹預測的平均數字由5月份起一直向上修訂至2.6%(圖4.5)。然而，預期先進經濟體系通脹仍然受到控制，亞洲新興經濟體系的通脹壓力則會因食品漲價而上升。基金組織預測全球消費物價通脹會在2008年回落至3.6%，《共識預測》也預計通脹會略低於2007年的水平。

⁴⁸ 該指數是利用7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。構建方法詳情見 Liu, Zhang, and Shek, (2007), 「中國內地的實質經濟活動指數」，《金管局研究文章》，07/2007。

全球金融狀況的前景備受不明朗因素影響，其中包括美國次按問題的實際規模及其對實質經濟的溢出效應。物業價格及住屋市場持續調整的速度，將會令整體最後影響的評估更趨複雜。主要央行可能傾向放寬貨幣政策，避免引發衰退。美國方面，聯儲局10月會議紀錄強調經濟增長面對的下行風險，而不是通脹的上行風險，因此對進一步放寬似乎持開放態度。從英倫銀行近期通脹報告可見，該機構立場亦相同。經過8次加息及近期金融市場波動，歐元強勢可能令歐洲中央銀行不久亦會採取相近的立場。美元短期仍受下跌風險困擾，其長期前景則會受到歐洲經濟體系表現影響，而這將會主導歐洲央行的貨幣政策取向。亞洲方面，受惠於美元疲弱、全球低息環境及增長動力強勁，金融市場可能繼續有資金流入。但與此同時，消費及資產價格通脹的風險將會增加。

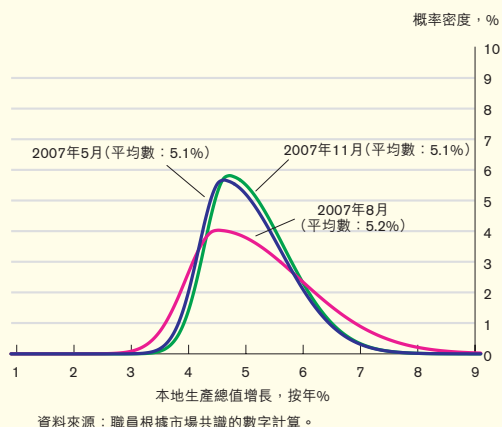
圖 4.6
業務展望統計調查結果：
2007年第3季及第4季



4.2 本地前景

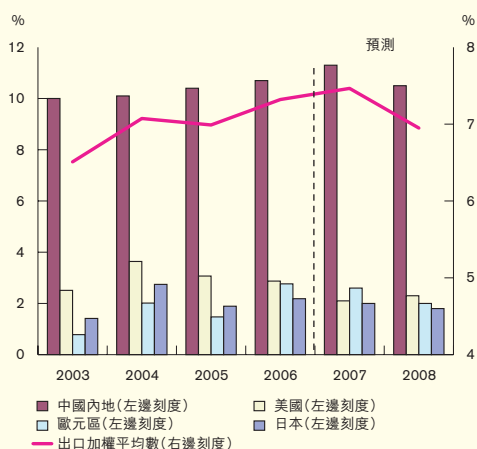
香港的短期經濟前景仍然良好，商業信心則較以往謹慎。根據業務展望按季統計調查結果，所有接受調查的行業均預期2007年第4季的業務及產出量上升，只有製造業除外(圖4.6)。就所有行業整體而言，預期經營狀況會改善的回應機構與預期經營狀況會略為惡化的機構的百分比的差距，由第3季的31個百分點稍降至第4季的28個百分點，反映香港公司對短期業務前景仍感樂觀，但較前略為保守。另一方面，採購經理指數由第3季的平均53.8稍降至10月份的53.0，顯示商業活動持續增長。總括而言，上述指標顯示實質本地生產總值在第4季穩健增長。市場共識預測顯示實質本地生產總值在第4季會按年增長5.2%，低於第3季的6.2%增幅。

圖 4.7
香港：2008年增長預測概率分布



展望未來，預期經濟增長在2008年會持續堅穩，增長動力則可能放慢。市場共識預測顯示實質本地生產總值增長會由2007年的6.0%減慢至2008年的5.1%，受到本地及對外需求增長放緩的影響(圖4.7)。

圖 4.8
香港主要貿易夥伴的經濟增長

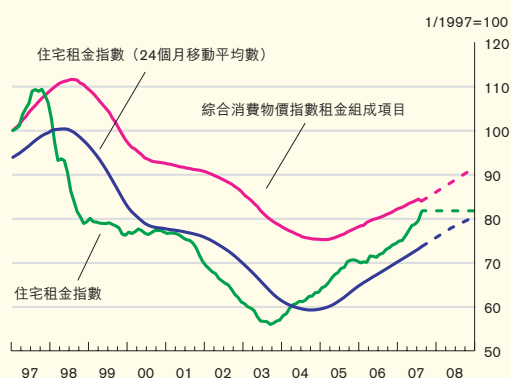


資料來源：《共識預測》及職員估計數字。

市場普遍意見預測2008年商品出口將可維持相對較高的增長幅度，約達8.3%。在全球經濟放緩影響下，香港主要貿易夥伴在2008年的貿易加權平均經濟增長可能會減少約0.5個百分點(圖4.8)，而人民幣繼續升值，亦會令來自內地輸往全球各地的香港轉口減少。在港元與美元掛鈎的貨幣發行局制度下，以上兩者的整體影響預期會因美元貶值而被部分抵銷。由於美國經常帳赤字持久不去，加上減息及經濟增長表現呆滯，中期而言美元名義有效匯率可能仍會疲弱。部分由於2008年北京奧運會可能吸引更多遊客經香港前往內地，因此預期服務輸出在2008年的增長步伐會更快。

預期本地需求在2008年會穩固增長，但由於基年效應，增長速度可能會減慢。由於勞工市場狀況改善使收入及工資上升，加上資產市場暢旺造成正面的財富效應，私人消費增長將可持續。實質利率處於低水平及資產市場向上，亦會刺激固定資產投資，但美國經濟前景不明朗因素增加，可能影響投資意欲。

圖 4.9
綜合消費物價指數租金組成項目及市值租金



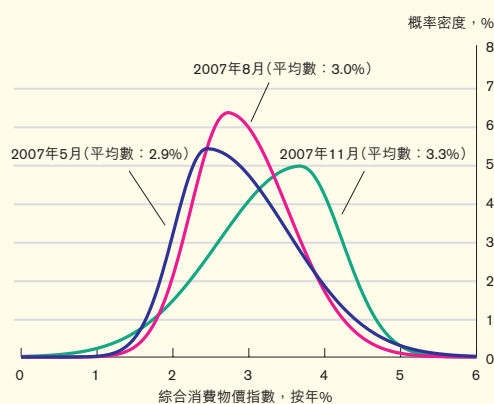
註：綜合消費物價指數租金組成項目已扣除一次性的特別舒緩措施的影響。

資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

預期通脹壓力在2008年進一步上升，原因是本地需求強勁及美元疲弱帶動進口價格產生迅速的傳遞作用。本地方面，物業價格上升已增加私人住宅租金上調壓力，促使綜合消費物價指數租金組成項目的通脹上升。鑑於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)，我們利用自迴歸分析法預測綜合消費物價指數的租金組成項目在2008年將會上升6.1%，顯著高於2007年的4.8%升幅。儘管過去幾年勞工生產力增長迅速，紓緩部分通脹壓力，但預期綜合消費物價指數非租金組成項目的通脹亦會加快，主要反映本地需求強勁。根據金管局編製的指標模型⁴⁹，預期綜合消費物價指數非租金組成項目在2008年的通脹將會上升2.6%至3.6%。

⁴⁹ 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」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，03/2006。

圖 4.10
香港：2008年通脹預測概率分布



資料來源：職員根據市場共識的數字計算。

雖然2007年整體通脹低於基本通脹，但隨着政府特別紓緩措施（尤其豁免物業差餉）的效應逐漸消失，整體通脹預期將會大幅上升。由於整體通脹率正與基本通脹率迅速趨同，即使再有退稅措施，整體通脹急升也只會延遲出現。結合這些考慮因素，最新的市場共識預測綜合消費物價指數通脹將會在2008年上升3.3%（處於2.0%至4.3%範圍）（圖4.10）。

4.3 不明朗因素及風險

2008年基準預測在當前面對的不明朗因素尤其顯著。主要事項是美國經濟會否陷入嚴重衰退與拖累全球其他地區，以及由於金融失衡和主要貨幣之間的匯率大幅起伏引發失序調整，金融市場會否持續波動。

信貸市場波動過後，美國可能需要一至兩年時間讓住屋市場糾正失衡問題及讓住戶環節改善財政狀況。儘管較可能出現的情況是美國增長在頗長時間內會處於趨勢以下水平，但仍不能排除其陷入衰退的風險。美國經濟放緩迄今並無對大部分經濟體系的增長造成明顯影響。一個可能的解釋是美國現時經濟放緩是本身特定因素使然，不是與主要工業化國家高度相關的普遍因素所引起。東亞地區內需強勁，並且來自區內其他經濟體與輸往主要發達國家的轉口貿易並無關連的外部需求，亦是促進其經濟增長的重要因素。問題是東亞地區的內部需求帶來的支持，是否足以抵銷美國內需增長急促下滑的影響。問案可能是具體影響會因不同經濟體系的特定經濟結構而異。香港方面，其對美國市場的出口減少，對中國內地的出口則維持強勁。香港的本地需求亦維持強勁，反映勞工市場狀況改善。另外，香港的私人和政府部門的財務狀況穩健。因此，在美國經濟出現衰退和國際金融環境進一步惡化的情況下，儘管香港經濟會受到負面影響，但仍有能力維持正增長。

隨着美國住戶改善財政狀況及恢復儲蓄，並結合需求回復平衡及美元進一步貶值等因素，美國貿易赤字應該會逐漸收縮。然而，這個樂觀前景仍存在一些風險，即投資者減持美國相關資產的取向變得較持續，反映其對抵押信貸產品的覺醒及預期美元進一步貶值。若近期信貸市場危機如此發展，可能觸發失衡現象失序調整的風險。

隨着成熟金融市場持續波動促使全球投資者重整投資組合，東亞地區錄得大量資金流入。以往當美元持續大幅下滑時(包括上世紀80年代後半期)，東亞地區往往會出現大量資金流入、貨幣貶值及資產價格急升的現象。通脹上升及實質利率下跌的前景，可能助長本地信貸增長及刺激市場人士增加槓桿式持倉。如果因為某種原因，例如全球經濟及金融環境急速惡化，引發流入資金的趨勢逆轉，私營部門的財政狀況可能受到嚴重影響。

東亞地區經濟增長前景以下行風險較為明顯，通脹方面則傾向上行。全球整體而言，石油及金屬價格維持於高水平，食品價格亦急速上調。食品及能源漲價，可能影響通脹前景，並蔓延至其他物價及工資，其中以新興及發展中經濟體系所受影響較明顯，反映食品及能源佔其消費籃子較大比重。香港方面，食品及能源只佔消費籃子細小部分，因此輸入通脹的風險不大，反而勞工市場狀況進一步緊絀及住屋租金增幅較預期大，將會是構成通脹的較重要因素。

至目前為止，本港銀行體系及金融市場面對信貸市場波動展示了其承受衝擊的能力。至執筆之時，幾乎所有銀行體系資產質素及財政穩健指標均顯示一定程度的穩健。然而，本港銀行仍必須堅守審慎原則，防範資產價格上升以及信貸及股票市場波動所涉及的風險。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部分。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限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15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。

