



HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2010年3月

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2010年3月

目錄

1. 概論	4
2. 全球環境及展望	10
外圍環境	10
2.1 實體經濟活動及貿易	10
2.2 環球金融狀況	13
中國內地	15
2.3 產出增長、對外貿易及通脹	15
2.4 貨幣及金融狀況	21
3. 本港經濟	27
需求	27
3.1 整體需求	27
3.2 本地需求	33
3.3 對外貿易	34
公共財政	36
3.4 公共財政	36
勞工市場狀況及產出缺口	39
3.5 勞工市場狀況及產出缺口	39
物價及成本	41
3.6 消費物價	41
3.7 租金成本	42
3.8 勞工成本	43
3.9 商品及進口價格	44
4. 貨幣與金融狀況	45
匯率、利率及貨幣動向	45
4.1 匯率及利率	45
4.2 貨幣及信貸	50
資金流	53
4.3 資金流	53
資產市場	57
4.4 股市	57
4.5 物業市場	58
5. 銀行業的表現	64
5.1 盈利及資本額	64
5.2 流動資金及資金來源	69
5.3 利率風險	71
5.4 信貸風險	72
5.5 銀行體系的系統性風險	79
專題 1 2008年中國內地經濟增長放緩的誘因	18
專題 2 比較1997年至98年亞洲金融風暴與 2008年至09年全球信貸危機對本港的影響	29
專題 3 就香港經濟的預測所面對的風險作出情境分析	31
專題 4 政策措施對在2008年至09年全球金融危機期間的 香港外匯掉期與貨幣市場的影響	48
專題 5 匯率制度與資產價格泡沫管理	62
專題 6 香港銀行貸款虧損準備金的週期性模式	67
專題 7 衡量香港銀行風險相互依存的程度	82
詞彙	

1. 概論

全球金融危機一度令香港產出銳減，但在2009年最後3季，香港經濟已見反彈，消費物價及就業情況亦在去年第4季漸趨平穩。大量資金流入港元，數額之巨前所未見，導致資產價格的強勁升勢一直持續。貨幣及外匯市場運作正常，銀行體系保持穩健，為按計劃於2010年年底前取消百分百存款保障及備用銀行資本安排到期作好準備。

展望未來，本地經濟維持貨幣及金融穩定所須面對的風險，主要在於受到貨幣狀況持續寬鬆的刺激，資產價格可能進一步上升，以及私營部門的投資槓桿可能會過度；此外，主要經濟體系退出寬鬆貨幣政策，亦可能引發利率波動。因此，銀行(特別是依靠批發融資的銀行)必須對按揭組合資產所包含的利率風險保持警覺，並繼續維持嚴格的批核標準。

外圍環境

經歷戰後最嚴重的經濟衰退後，全球經濟已開始走出谷底，但復甦速度卻因地而異。儘管已發展經濟體系的增長預測向上調整，但預期大部分已發展經濟體系的復甦速度仍甚緩慢。與此同時，新興市場經濟體系，特別是亞洲區的經濟活動，卻已從2008年底至2009年初的低谷大幅反彈，反映出更穩健的基礎環境，以及更廣大的政策支持空間。中國內地的強勁內需及進口增長，均為其貿易夥伴提供了重大支持。

全球金融市場在2009年下半年整體好轉，其中，貨幣市場回穩，而收緊貸款標準的情況亦得到緩和。然而，即使股票市場造好及公司債券市場交投活躍，但國債市場的波動為金融市場帶來陰霾。由於承受風險意慾上升及市場對全球經濟感到樂觀，因此投資者對於扮演避險角色的美元，追捧程度亦有所下降，從而轉而投資較高息的貨幣及較高風險的資產。美國聯邦儲備局保證長時間維持低息，令市場有更大誘因利用美元作為套息交易的融資貨幣。

在未來一段時間，香港經濟的外圍環境可能仍會持續波動。特別是外圍經濟復甦的力度及可持續性仍然存在不明朗性、退市時機難以掌握、已發展經濟體系財政穩健性令人日益憂慮，以及跨境資金流向變化不定。

本地經濟

主要受到本地需求帶動，香港經濟在2009年下半年持續復甦。私人消費連續4季大幅下跌後，在2009年第2季急劇反彈，至第3季及第4季仍然保持強勁升勢。隨著庫存量在第3季重拾升軌，私人投資開支亦在年底強勁復甦。年內，政府開支亦一直對本地消費作出貢獻。相反，淨出口在年內大部分時間卻拖慢了經濟增長。下半年出口有所好轉，第4季更喜見增長加快，按季度比較增長6.9%，主要是由於中國內地以至整個亞洲區的經濟強勁復甦所致。

勞工市場在第4季漸趨平穩，經季節因素調整後的3個月移動平均失業率由第2季的5.4%，下降至第4季的4.9%。誠然，勞工市場在面對是次金融海嘯時，遠較10年前香港遭遇亞洲金融風暴時復原得更快。然而，失業率較長期趨勢率高0.5個百分點，顯示經濟仍見疲弱。據本局的非正式估計，截至2009年第4季，產出缺口處於負值，約為1.7%，意味著此際核心通脹的壓力輕微。

然而按季度比較，基本消費物價通脹在第4季轉為正數，由第3季的-0.7%按年計上升至2%，原因是進口價格及非租賃服務收費同告增長。但鑒於整體經濟仍然低迷，非租賃服務收費的增幅能否持續依然成疑。今年稍後時間，消費物價通脹將顯著受到租金的發展趨勢所影響，且很可能因樓價及市場租金自2009年初起一直飆升而呈上升之勢。整體而言，2011年消費物價通脹壓力將更為明顯。

最新的市場共識預期2010年香港的本地生產總值增長平均預測為4.8%。在此情況下，產出缺口或會於年底前大致消失。專題3以模型為基礎，評估若外圍環境發生變化，令外在變數出現波動，會如何令實際結果偏離基準預測。

貨幣狀況及資金流動

在2009年，資金大量流入港元，持牌銀行因而多次觸發強方兌換保證。因此，港元貨幣基礎幾乎上升到相當於海嘯前水平的三倍，當中包括銀行業總結餘顯著上升，以及額外發行的外匯基金票據達到史無前例的水平。港幣即期匯率在2009年全年保持在7.75左右的水平，至2010年年初才稍微轉弱。隔夜及1個月銀行同業拆息接近零，只在新股認購活動期間出現輕微波幅，反映銀行同業流動資金充裕。收益曲線在2009年上半年一度急升，隨後在下半年則整體呈橫向發展。零售存款及貸款利率大致維持不變。

本地貸款增長大體與名義本地生產總值走勢保持一致，在2009年第2季及第3季反彈1.6%，至第4季稍微下跌。住宅按揭貸款是帶動本地信貸增長的主因。本地信貸回復增長對港元廣義貨幣M3在2009年下半年按年計取得雙位增長並沒有重大貢獻。港元廣義貨幣有所增長，主要是由於銀行體系淨外幣資產增加（即資金流入港元）所致。

在2008年第4季至2009年第4季流入港元的資金總額達6,903億港元。這數字是跟據因為外匯基金及認可機構買入淨外幣資產而導致銀行體系的港元存款上升的數額來計算。絕大部分流入資金的數額反映於貨幣基礎上升6,632億港元上。流入資金的性質在兩個截然不同的階段下改變。

第1階段由2008年第4季起至2009年首季，在雷曼兄弟破產後，信貸緊縮促使本地銀行及企業調回海外資金，以應付總部的流動資金需求。另一個促使資金流入的原因是由於當時引入百分百存款保障，令香港成為了「避風港」。第2階段則是2009年第2季至第4季，當時，歐美兩地的各項貨幣及財政措施漸見成效，金融市場及實質經濟開始回穩。新股認購、供股及配售股份等集資活動復甦，吸引了大量資金開始湧入亞洲，特別是香港。在2009年，香港股市集資超過5,000億港元。由於大部分新股發售均涉及國際配售活動，因此涉及許多國際投資者，繼而令大量資金流入港元。

由此看來，在2008年第4季至2009年第4季期間流入的資金，似乎大部分並非短期投機資金，而是涉及流動資金管理及融資活動，因此，有關資金突然轉向流出的風險似乎較低。話雖如此，其導致的過度寬鬆貨幣狀況卻很容易引發資產價格通脹。在流動資金如此充裕的環境下，若槓桿投資變得過度，待最終出現資金流出時便可能會引致不穩情況。

資產市場

流動資金充裕、物業價格急升，加上中國內地經濟發展蓬勃，令本地股價在2009年下半年出現強勁反彈。恒生指數的市盈率在2009年11月高見20.53倍，跟3月的全年最低位比較上升接近3倍，在2010年年初市場出現整固後，市盈率有所下跌，但仍然處於18.4倍的水平，大大高於長期（1973年5月至2010年2月）平均數14.9倍。自2009年8月起，市場對股票的風險偏好有所下降，當恒生指數徘徊在20,000點左右水平時，投資者亦似乎變得較為審慎。在2010年，鑒於外圍環境仍然存有很多不明朗因素，股市可能仍會持續波動。

住宅物業市場在2009年下半年保持暢旺，住宅單位售價及成交量進一步上揚。住宅單位供應緊張，加上低息環境持續、市場氣氛好轉及高淨值個人及公司的置業意慾上升，均刺激第3季的樓宇需求增加。可是，由於準買家擔心本身的置業負擔能力，及金管局就高價住宅單位的按揭貸款估值比率頒佈新指引，這股增長趨勢在第4季有所放緩。

儘管如此，在2009年大部份時間內，增長依然迅速，使全年的價格增幅高達27.6%，中高檔豪宅（住宅銷售面積超過100平方米）價格在2009年上升了28.5%，價格升幅較中小型住宅（小於100平方米）的27.4%升幅為快。中高檔豪宅單位的供應量雖然只佔香港總房屋供應量約7.4%，但其價格變動對整體市場有著舉足輕重的影響，因此值得密切關注。

超低息環境提高了置業人士的負擔能力，降低了按揭供款與收入比率，而購入成本與租金差距收窄，亦刺激了買家的置業意慾。然而，當利率最終回升時，置業人士的供款負擔及置業融資成本便會增加。在簡單化的情況下，若按揭利率從

當前水平上升一個百分點，假設還款期20年維持不變，則按揭供款額將增加9.4%，因此當利率上升時，按揭市場受壓的風險便可能有上升。

銀行業表現

在2009年下半年，銀行業由於經濟基本因素好轉而有較明顯的復甦。非利息收入增加、撥備及問題貸款減少、資本額比前更見穩健，均顯示全球金融危機的不利影響似乎正逐漸減退。

銀行業的資本額維持穩健水平，在2009年12月底，本地註冊認可機構的整體綜合資本充足比率達16.9%，而相應的第一級資本比率則12.9%。銀行業表現有此改善，主要反映出資本比資產的增長更強勁，意味著香港的銀行經歷金融危機後，在重新取得資本方面並未遇到重大阻礙。

可是，就中期而言，香港各銀行的集資能力可能會受到全球銀行市場的兩項重大發展所影響。首先，巴塞爾銀行監管委員會現時提出加強銀行資本要求的建議方案，意味著銀行可能需要籌集額外資本，以符合新規則對於資本的要求。其次，歐美兩地銀行所發行的債務證券，大多會於2010年至2012年間到期，龐大的資金需求，或會對全球資本市場形成重大壓力，阻礙銀行進行集資活動。

相對而言，香港的銀行在集資方面則處於較有利位置，因為其財務狀況較美國及歐洲同業更為穩健。然而，假如海外銀行未能延期償還債務，又或投資者不願參與銀行的股份發售而令市場氣氛逆轉，則活躍於國際的香港銀行在進行集資活動時，將受到重大影響。

百分百存款保障的臨時措施將於2010年年底屆滿，但鑒於銀行體系的流動資金狀況理想，預期對銀行債務資金結構的影響將並不顯著。特別是在認可機構之間轉移客戶存款，又或將存款從認可機構轉移至海外銀行所引發的潛在資金風險亦應較低。此外，現時建議加強存款保障計劃，將受保障限額由100,000港元提高至500,000港元，加上金管局、馬來西亞

國家銀行和新加坡金融管理局三方共同成立工作小組，以協調取消全面存款保障的步伐，亦應可減低相關的潛在風險。

展望未來，香港銀行所須面對的首要風險，關鍵在於外圍環境之上。觀乎其好的一面，美元利率上升可使銀行面臨重大的利率風險；事實上，銀行的淨利息收入之所以仍然受壓，部份原因在於流動資金充沛的環境，令按揭市場競爭加劇。鑒於市場可能會出現資金流向逆轉以令到香港銀行體系的流動資金狀況減低至較正常水平，相關的利率風險值得密切關注。至於壞的一面，在經濟環境欠佳下，貸款組合的信貸風險上升可能會為香港銀行業帶來重大挑戰；因此，銀行必須對不同情景可能產生的風險保持警覺。

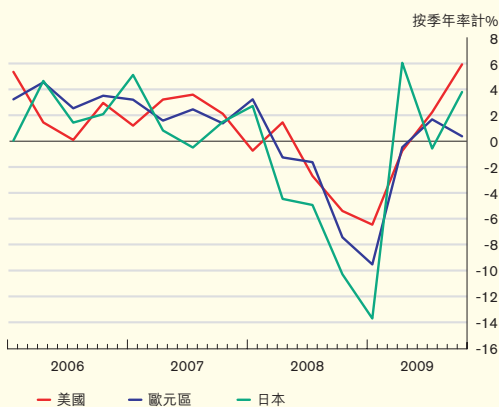
《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

外圍環境

大部分工業化經濟體在2009年下半年走出衰退，而亞洲區的復甦步伐更領先於其他地區。然而，主要發達經濟體系仍面臨增長制肘，使其傾向於延遲退出擴張性政策的風險可能較高。與此同時，亞洲的經濟體系預期將保持增長動力，意味著延遲退出擴張性的政策可能會增加通脹壓力，並增添資產價格泡沫的風險。

圖 2.1
美國、歐元區及日本：國內生產總值



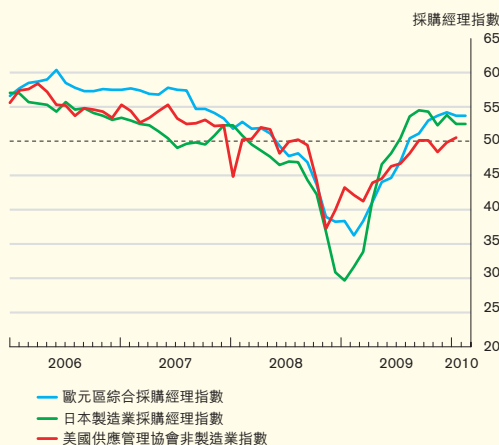
資料來源：美國經濟分析局、歐盟統計局、日本內閣府。

2.1 實體經濟活動及貿易

發達經濟體系基本上在2009年第3季走出衰退。美國、歐元區及日本在第4季分別錄得5.9%、0.5%及3.8%的增長(圖2.1)¹。

實體經濟活動的穩定情況已逐步涵蓋更廣泛層面，而存貨調整對經濟增長的拖累似乎已逐步減退。零售銷售及工業生產趨向穩定，而具有前瞻性的調查，例如採購經理指數，均顯示商業信心有所恢復(圖2.2)。近期的房屋價格亦似乎已趨向穩定。然而勞工市場情況繼續維持疲弱，失業率徘徊在歷史高位，其中在美國及歐元區一度達到10%，在日本亦達到5%。

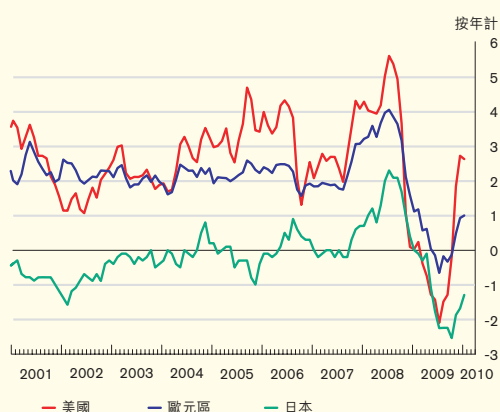
圖 2.2
美國、歐元區、日本：採購經理指數



資料來源：彭博。

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經季節性因素調整以年率計數字。

圖 2.3
美國、歐元區、日本：整體通脹



資料來源：美國勞工部、歐盟統計局、日本內務省。

儘管經濟活動有所回升，但因為產能過剩及勞工市場疲弱，通脹壓力溫和。美國及歐元區的整體消費物價通脹自較早前出現負值後，已回復至正值水平，而日本則仍錄得負通脹（圖2.3）。

主要發達經濟體復蘇的實力尚有待觀察，究其原因，是經濟活動反彈在很大程度上源於財政及貨幣政策的刺激措施。美國的經濟表現就是受到多項財政方案刺激，例如「舊車換現金」項目提升汽車銷售，而首次置業稅務優惠則鼓勵住宅銷售。在短期來說，主要發達經濟體的復蘇仍面臨相當大的制肘。在貨幣狀況方面，雖然利率處於低水平，但由於貸款條件仍然嚴苛（儘管嚴峻程度遠較危機發生時為低），因此預計以上三個經濟體系的信貸狀況勢將拖累經濟增長。同時間，高失業率繼續抑制家庭消費。² 與此同時，個別經濟體需要整合公共財政，另外商品價格有機會上升，亦對增長構成風險。在此環境下，政策制定者可能傾向於確保經濟復甦。因此，各種支持經濟增長的政策，尤其是在貨幣方面的，可能會維持若干時間。按這情況來看，主要發達經濟體延遲退出擴張性政策的風險可能較高，繼而有機會導致未來的通脹環境惡化。若這情況出現，主要經濟體可能需要採取更嚴厲的緊縮措施，全球經濟環境因而可能更為動盪。

表 2.A
亞洲：實際國內生產總值增長

(按季年率計%)	2008	2008	2009	2009	2009	2009
	第3季	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
新興工業經濟體系： ¹	-4.1	-17.0	-3.5	13.7	12.3	5.7
韓國	1.0	-18.8	0.5	11.0	13.6	0.7
新加坡	-4.1	-16.9	-7.1	16.2	11.5	-2.8
台灣	-13.7	-13.7	-9.8	18.1	10.2	18.0
東亞經濟體系： ¹	2.3	-5.9	-3.4	7.4	6.6	9.8
印尼 ²	6.1	1.3	3.9	5.1	6.2	6.6
馬來西亞 ²	-1.1	-8.4	-16.2	12.4	10.1	14.9
菲律賓	3.2	-1.5	-5.1	6.0	3.1	3.5
泰國	-1.9	-18.7	-5.7	8.8	6.9	15.3
東亞： ¹	-1.0	-11.6	-3.5	10.7	9.6	7.7

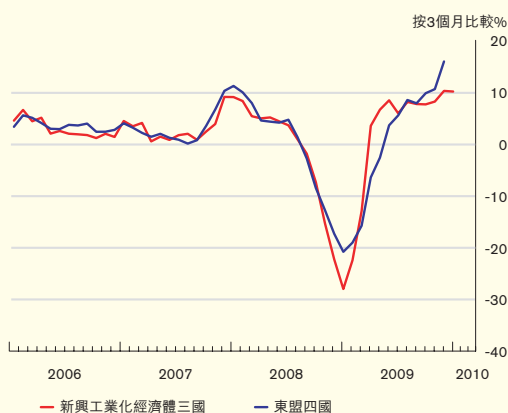
註：

1. 加權平均（以按購買力平價的國內生產總值對全球的貢獻作為加權基準）。

2. 香港金管局職員作出季節調整。

資料來源：國際貨幣基金組織、CEIC及職員估計數字。

圖 2.4
亞洲：商品出口增長

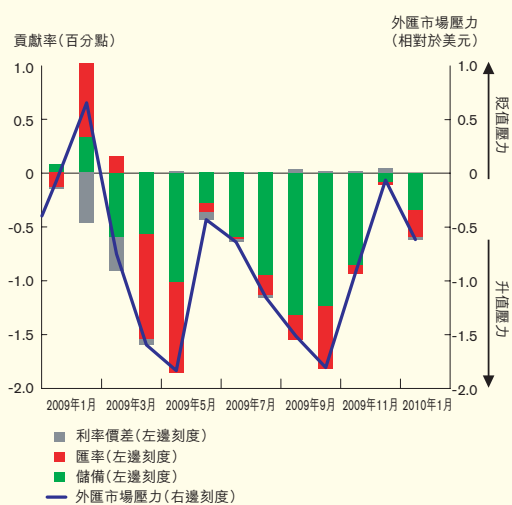


資料來源：CEIC及職員估計數字。

由於新興亞洲經濟體系並未受到類似發達經濟體系所面對的金融行業混亂情況所拖累，因此貨幣及財政刺激方案能助其早於其他地區的經濟體系復甦。區內所有經濟體系的國內生產總值在2009年第2季恢復增長（表2.A）。出口是一項主要推動因素，實有賴於區內貿易急升及全球庫存重新累積（圖2.4）。受惠於市場信心的提升及股市大幅上揚帶來的財富效應，區內經濟在第3季持續顯著增長。然而，若干經濟體系的增長動力在第4季有所放緩，其中新加坡國內生產總值更錄得按季下跌。相對於發達經濟體系，區內勞動市場情況有所改善。失業率整體上趨向穩定，個別地區更錄得輕微下降，然而韓國則明顯例外，當地失業率近期升至10年來高位。

² 我們的內部分析顯示，假若美國的勞動市場情況進一步惡化，則美國經濟仍有可能再度出現衰退。

圖 2.5
主要亞洲經濟體系：外匯市場壓力指數^{1及2}



附註：

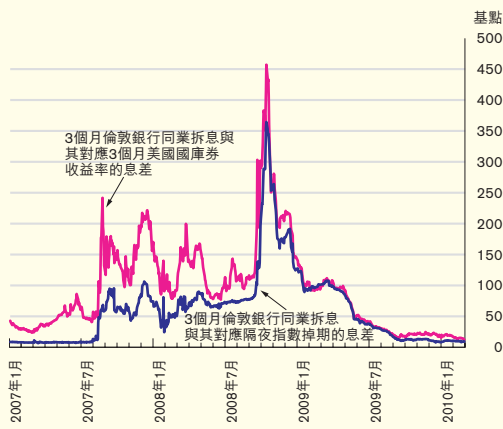
1. 外匯市場壓力指數是對以美元計價匯率、外匯儲備（經貨幣基礎調整）及一個月期貨市場利率與美元利率差價的變動所計算加權平均值。
2. 主要的經濟體系為印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。該六個經濟體系的指數總值是一項加權平均數值（以按購買力平價的國內生產總值對全球的貢獻作為加權基準）。

資料來源：CEIC、EcoWin及職員估計數字。

由於資金流向日益受到發達與新興市場之間的增長差異所主導，因此該地區的政策制訂者了解到他們正面對嚴峻的挑戰。雖然通脹整體上仍然低迷，但區內部份經濟體系已有初步跡象顯示通脹壓力出現回升。與此同時，外匯儲備更經常地被用作抵銷資本流入對匯率所造成的升值壓力（圖2.5）。這導致貨幣基礎急劇擴大，並創造了一個高度寬鬆的貨幣環境。而後者可能是引致區內資產價格膨脹的部分原因。有見及此，在接近2009年年底時，區內的中央銀行開始採取更加審慎的利率政策立場，停止了從2008年底以來的連串積極減息行動。

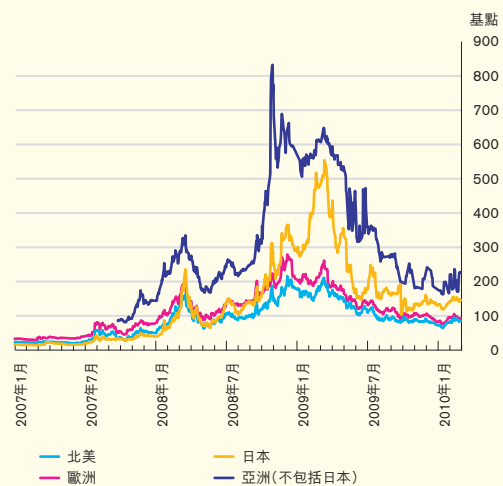
展望未來，預期該地區的經濟體系在2010年仍能保持增長動力，儘管財政刺激措施及其他短暫因素（例如庫存重新累積）在推動增長中所扮演的角色將有所減弱。根據Consensus Economics於2010年2月對該地區的國內生產總值增長預測進行的最新調查，於2010年的平均增長為5.0%。與此同時，消費物價指數通脹預期將上升至3.3%。在此環境下，延遲退出擴張性貨幣政策可能會導致通脹再度急升及形成資產價格泡沫，對區內的貨幣及金融穩定構成威脅。

圖 2.6
3個月倫敦銀行同業拆息與其對應隔夜
指數掉期及美國國庫券收益率的息差



資料來源：彭博。

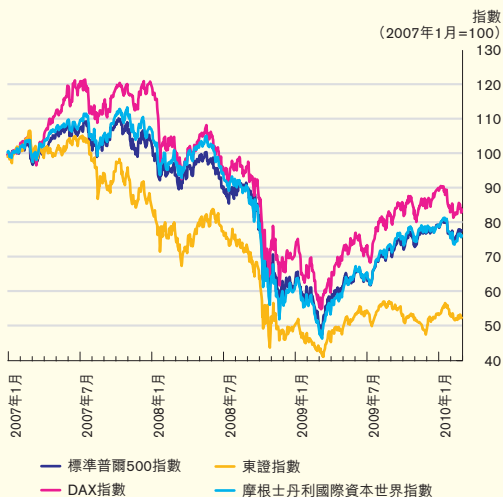
圖 2.7
信貸違約掉期指數



註：CDX投資級別5年指數適用於北美，其他則根據iTraxx通用5年指數計算。

資料來源：彭博。

圖 2.8
世界股票指數



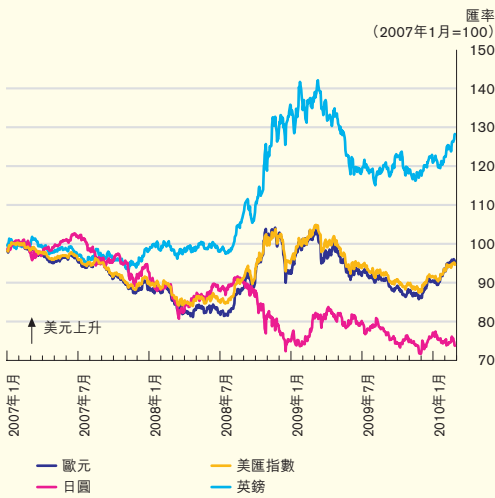
資料來源：彭博。

2.2 環球金融狀況

受惠於力度強大的政府支援行動及經濟活動復甦，環球金融體系的系統性風險在2009年下半年開始下降。短期資金市場的運作出現回復正常狀態的跡象，其中3個月倫敦銀行同業拆息與其對應隔夜指數掉期及美國國庫券收益率的息差收窄至爆發全球金融危機前的水平(圖2.6)。鑒於交易對手風險的評級大為改善，企業近期的信貸違約掉期息差已普遍下降(圖2.7)。

隨著於2009年最後兩季的產出回升及正面的公司盈利，全球股票強勁反彈，其中主要股票指數上升至自2008年9月中雷曼兄弟倒閉後的最高水平(圖2.8)。然而，由於對歐洲主權債務問題的憂慮、對美國政府提出金融業改革方案的關注及有跡象顯示中國內地收緊政策，市場情緒在2010年初迅速惡化。整體而言，摩根士丹利國際資本世界指數於過往9個月錄得16.8%的升幅。

圖 2.9
美元匯率

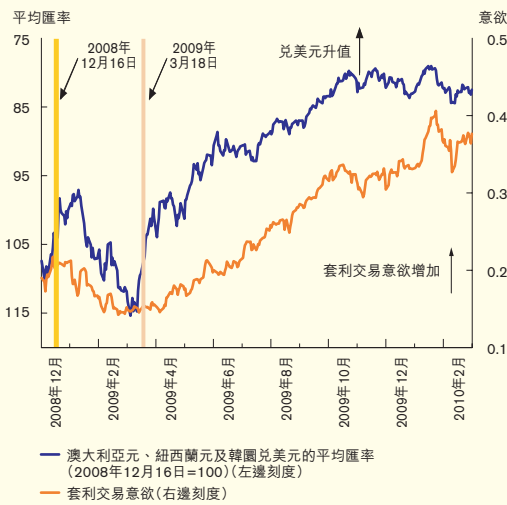


資料來源：彭博。

在 2009 年下半年，美元兌大部分主要貨幣轉弱（圖 2.9）。願意承受風險的能力增加及對全球經濟感到樂觀，均降低了美元作為避險天堂的吸引力，其中投資者轉向購買更高收益的貨幣及更高風險的資產。美元轉弱刺激高收益貨幣的套利交易活動在下半年顯著增加（圖 2.10）。然而，在 2009 年底及 2010 年初，受到美國經濟增長前景較其他主要貨幣區域優勝所支持，美元出現明顯反彈，美匯指數由 2009 年 11 月時下跌 5.6% 轉為在過往 9 個月內上升 1.3%。

環球金融狀況展望將受限於主要經濟體系的經濟復甦會否持續及主要中央銀行的貨幣政策立場。由於持續復甦仍極為依靠政策刺激，及在金融危機期間所採取的非經常性措施在退市時間上存在不確定因素，環球金融市場於短期內極可能出現波動。

圖 2.10
美元套利交易意欲



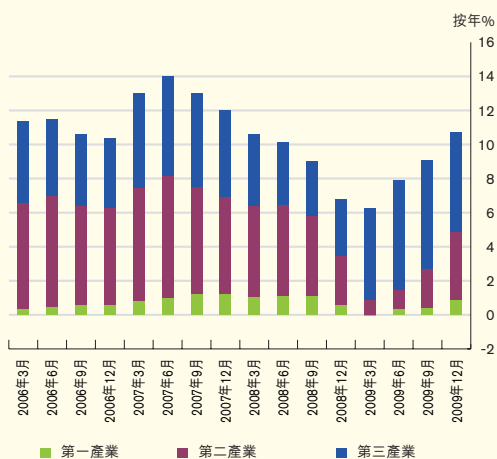
註：套利交易投資組合是一個假設投資於相同權重的澳大利亞元、紐西蘭元及韓國的貨幣投資組合，並使用美元作為資金貨幣。套利交易意欲以投資組合中每單位貨幣選擇權隱含波動率的平均利率差為代表計算。

資料來源：彭博及職員估計數字。

中國內地

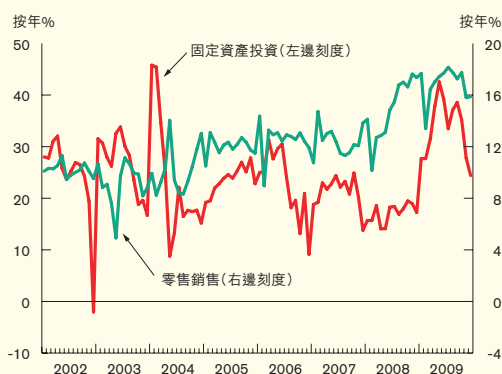
2009年下半年內地經濟繼續強勁復甦，進口強勁增長對地區經濟提供了重要支持。年底前房地產價格急劇反彈，通脹回升。在此環境下，有關當局在2010年初開始收緊貨幣政策。國內需求極可能維持強勁，但鑒於全球經濟復甦仍然疲弱，預計出口不會有顯著增長。

圖 2.11
中國內地：實質國內生產總值增長及各產業的貢獻



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 2.12
中國內地：固定資產投資及零售的實質增長



資料來源：CEIC及職員估計數字。

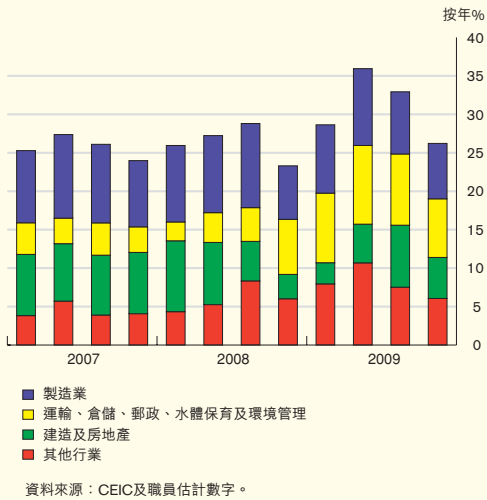
2.3 產出增長、對外貿易及通脹

產出增長

儘管爆發全球金融危機，但內地經濟在2009年取得8.7%的可觀增長。經濟增長的動力在2009年下半年增強，更在第4季度錄得10.7%的按年增長。儘管第三產業繼續成為產出增長的主要動力，但工業環節在2009年下半年以較上半年快得多的速度擴張(圖2.11)。因整體外圍情況仍然疲弱，國內需求因此成為經濟增長的動力。根據國家統計局的數據，2009年國內需求為產出增長貢獻了12.6個百分點，而淨出口的貢獻則是負3.9個百分點。

消費及投資兩者於2009年表現良好(圖2.12)。2009年下半年的零售較去年同期實質上升17.0%。享受政府補貼的銷售計劃，例如汽車及家電「下鄉」以及「舊換新」刺激了整體零售銷售。繼第2及第3季分別錄得39.9%及36.4%的按年實質強勁增長後，由於新開工項目自上半年急速上升後趨向穩定，固

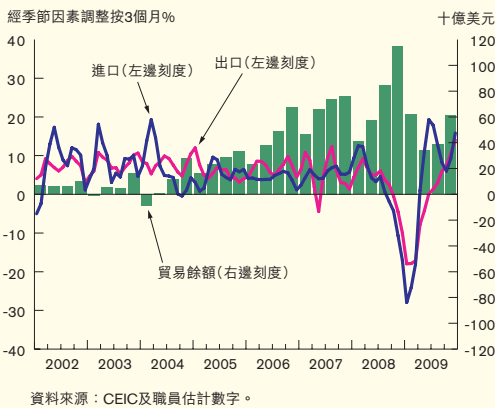
圖 2.13
中國內地：各行業對固定資產投資增長的貢獻



定資產投資在第四季放緩。基礎設施項目持續擴張及建築業和房地產業好轉(圖2.13)，為2009年下半年的投資增長提供了支持。投資主要由國內公司提供資金，外國投資仍未自金融危機中恢復。

國內生產總值極可能持續其增長動力。市場預期國內需求，尤其是國內消費，將會在2010年保持強勁。投資可能會因政府收緊信貸而放緩，也可能受向低收入群體提供政府補貼的廉價房政策沖擊。投資增長的前景亦可能受到國際大宗商品價格波動的影響。我們的分析顯示，國際大宗商品價格波動是觸發2008年內地經濟急速下滑的主要誘因(專題1)。

圖 2.14
中國內地：對外貿易



對外貿易

出口繼續自金融危機中恢復，更在12月出現令人驚訝的升幅，按年計上升17.7%，相比在10月份則下降接近14.0%及在11月份下降1.2%。基數效應並非出口表現改善的唯一理由，因為近期外需有所回升，出口環比增長也較快(圖2.14)。尤其值得注意的是，機器及機械器材外部需求成為推動出口回升的主要動力，為12月份的出口按年增長貢獻12.6個百分點，對新興經濟體的出口增速超過了對發達經濟體的出口增長，反映新興經濟體的復甦力度較為強勁。雖然出口增長大幅波動，但中國仍保持了其出口競爭力，可見於其在主要經濟體的市場佔有率幾乎完好無損(圖2.15)。

圖 2.15
中國內地：按來源地劃分的
美國非石油類進口比重

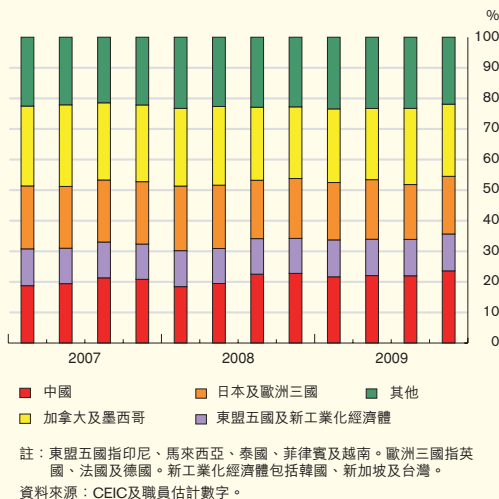
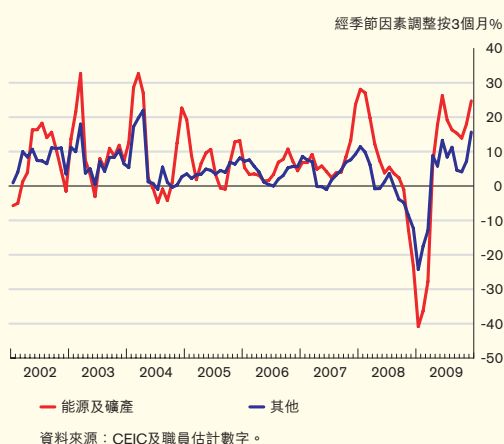


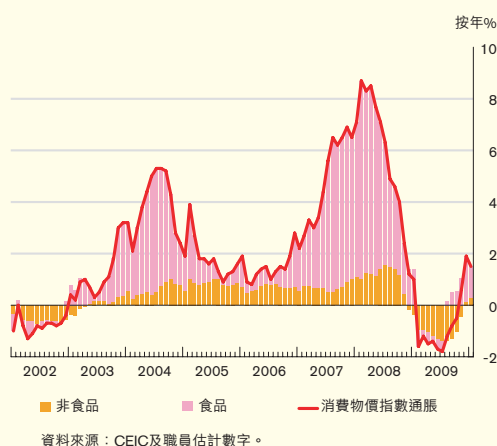
圖 2.16
中國內地：大宗商品及其他貨物的進口



進口於2009年第3季因國內需求增強而開始回升，於第4季按年上升22.7%。大宗商品及其他產品的進口均有力增長（圖2.16）。但是，大宗商品進口的回升部分可歸因於大宗商品價格的上升。從亞洲－太平洋地區進口的強勁增長，為地區經濟體，例如澳大利亞及韓國，的經濟復甦提供了強力支持。

儘管進口強勁復甦，貿易盈餘仍從第3季的386億美元增加至第4季的614億美元，實有賴於出口價值出現可觀增長。由於全球復甦仍然疲弱，國外需求預期不會在短期內出現顯著增長，顯示淨出口對產出增長的貢獻將維持溫和。

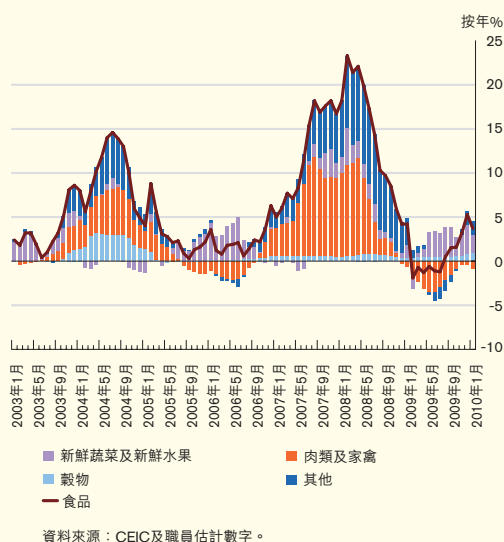
圖 2.17
中國內地：對消費物價指數通脹的貢獻



通脹

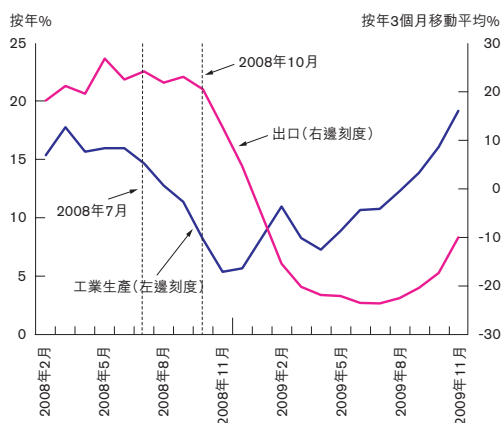
整體消費物價指數通脹率於2009年下半年同比上升，於12月份達到1.9%，繼而在2010年1月回軟至1.5%（圖2.17）。消費物價上漲主要受到食品項目推動，例如食品部分為12月份消費物價指數通脹貢獻了約1.8個百分點。自2002年以來出現的兩次高通脹均受食品價格上升推動，而非食品價格通脹的貢獻則保持在2個百分點以下。肉類及家禽價格在2004年及2007年至2008年出現的食品通脹中扮演了重要角色。雖然近期食品價格通脹回升主要是由於部份省份出現嚴寒天氣及暴風雪，導致新鮮蔬菜及水果價格暴漲（圖2.18），肉類及家禽的價格上升是否會上升並進一步推高整體通脹仍有待觀察。生產物價指數通脹率環比在近日連續錄得正數值，並於2009年12月按年上升1.7%，並在2010年1月進一步上升至4.3%。這情況令市場擔心上游價格通脹若持續回升，是否將會增加對消費品價格的壓力。

圖 2.18
中國內地：對食品物價通脹的貢獻



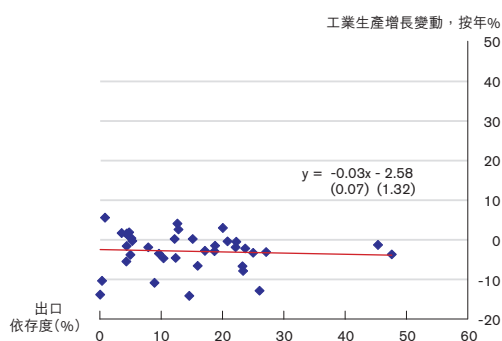
專題 1 2008 年中國內地經濟增長放緩的誘因³

圖 B1.1
內地工業生產及出口



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 B1.2
雷曼兄弟破產前出口依存度及工業增速放緩



附註：每點代表一個製造業。縱軸衡量2008年5月及8月間工業產出年度增長率的變動。括號內的數字為標準差。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

2008年中國內地經濟增長急速放緩，經濟增長率同比自首季的10.6%下降至第4季的6.8%，而同期季度環比增長率自1.9%下降至0.1%。比較流行的觀點將內地經濟放緩歸咎於雷曼兄弟倒閉及隨之而來的外部需求驟減。對生產及貿易數據進行深入分析後表明，這一論斷過於簡單化。正如圖B1.1所示，中國的工業生產在2008年7月即顯疲態，但出口直至10月才開始減慢。

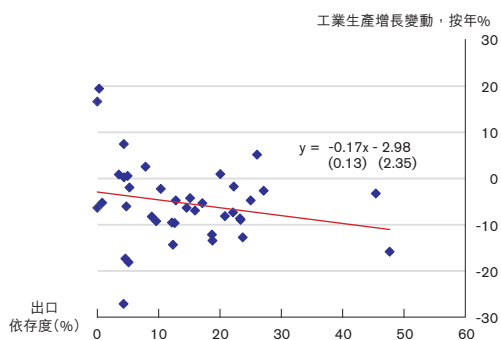
判定經濟放緩在多大程度上受出口增長減速影響的另一種方式，是考查各行業工業生產與出口依存度之間的關係。若出口是工業生產疲弱的主要原因，則出口依賴程度高的行業產出應較出口依賴程度低的行業產出下降更多。

對出口依存度的精確度量應涵蓋直接出口及間接出口。舉例而言，採煤業在2008年1月及11月間的直接出口僅佔總產出的0.95%，但若干高度依賴出口的行業使用煤作為重要原料，因此採煤業實際出口依存度要高得多。我們運用投入一產出表計算各個行業實際出口依存度，包括各個行業的直接出口及透過與其他行業的關聯的間接出口。

基於這些數據，圖B1.2表明，在雷曼破產前，工業生產增長的變動與行業間出口依存度之間的關係不大。換言之，出口依存度似乎並非解釋行業增長放緩的主要因素。在雷曼破產

³ 本專題乃根據張智威及王紅林發表的《金管局研究札記》，編號01/2010，「2008年中國經濟增長放緩的誘因：大宗商品價格波動的影響」而編寫，該文章載有研究方法及結果的更多詳情。

圖 B1.3
雷曼兄弟破產後的出口依存度及
工業增速放緩



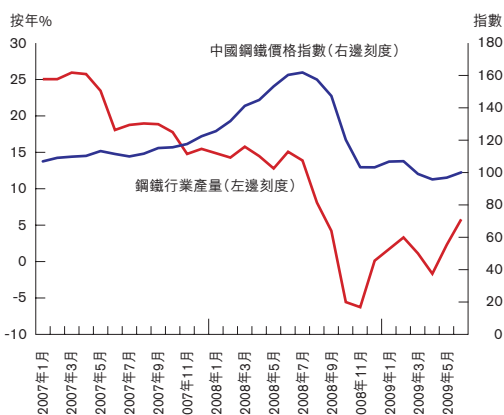
附註：縱軸衡量2008年8月及11月間工業產出年度增長率的變動。
括號內的數字為標準差。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

後，更多依賴出口的行業似乎面對更加緩慢的工業生產增長，儘管這種關聯在統計學意義上並不顯著（圖B1.3）。

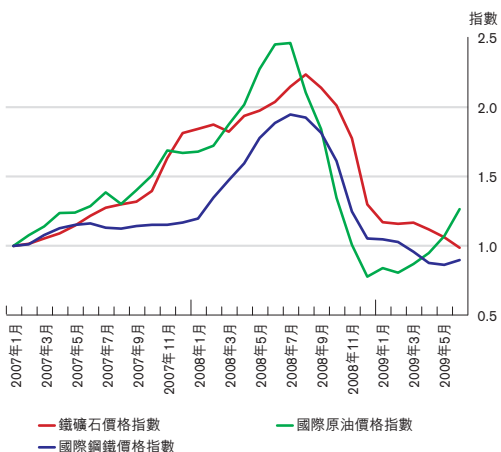
如果外部需求衝擊並非內地經濟增長放緩的誘因，那麼2008年7月的工業生產為何疲弱呢？我們對鋼鐵行業進行個案研究，以期提供若干線索，因為鋼鐵業是此次中國經濟增長放緩中的一個關鍵行業。中國的鋼鐵價格在2008年上半年上漲約40%，並在2008年7月前後暴跌，隨之鋼鐵行業產量驟減（圖B1.4）。為甚麼鋼鐵價格在2008年早些時候急漲並在7月暴跌呢？原來，國內鋼鐵價格起伏與國際鋼鐵市場以及整體國際大宗商品市場波動有十分密切的關係（圖B1.5）。因此，內地鋼鐵行業放緩可能是由於國際大宗商品市場的負面價格衝擊所致。

圖 B1.4
內地鋼鐵生產及價格



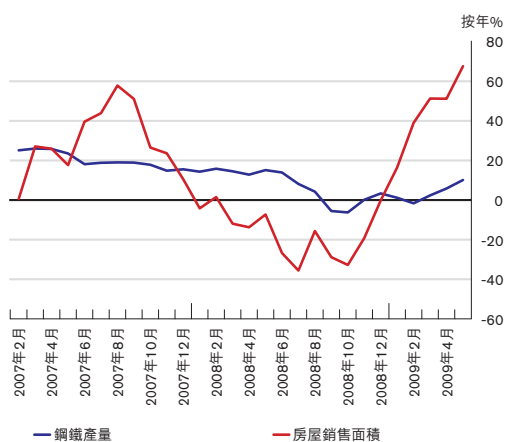
資料來源：CEIC、Wind及職員估計數字。

圖 B1.5
國際鋼鐵、鐵礦石及原油價格



資料來源：CEIC、Wind及職員估計數字。

圖 B1.6
鋼鐵產量及房屋銷售面積



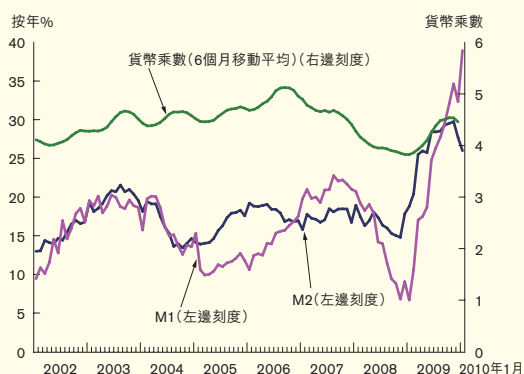
資料來源：CEIC及職員估計數字。

行業數據表明，鋼鐵價格下跌，以及由此所致的鋼鐵行業放緩很可能不能歸因於國內需求衝擊。建築行業（主要為房地產）佔2008年內地鋼鐵需求約50%。當鋼鐵價格仍在上漲時，房地產市場已在2008年年初放緩（圖B1.4和B1.6）。其他消耗鋼鐵的行業的產出變動走勢亦與鋼鐵價格的起跌不符。國際大宗商品價格似乎更可能是國內鋼鐵價格波動的主要驅動因素。

國際大宗商品價格暴跌透過兩條渠道影響內地工業生產。首先，投入品價格（以鐵礦石為例）在2007年及2008年年初急漲，以致鋼鐵企業預期原料價格將進一步上漲，從而囤積庫存以盡量減低成本。投入品價格急跌令鋼鐵企業舉步維艱，不得不撇減巨額估值虧損。其次，產成品價格亦下跌，導致收益減少。投入品和產成品價格暴跌共同導致自2008年7月起的嚴重去庫存化過程及重工業生產急速下滑。

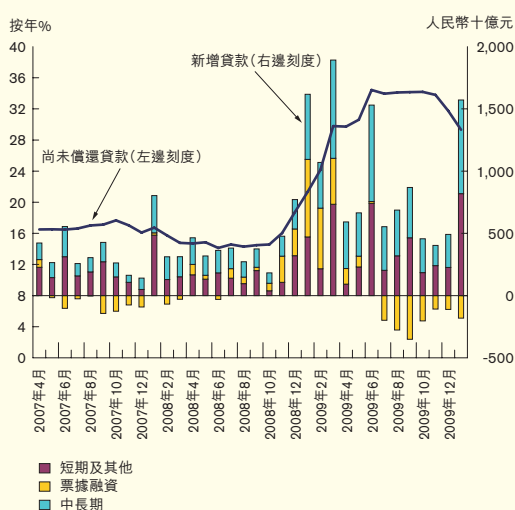
換言之，大宗商品價格衝擊及相關的庫存調整才是2008年年中內地增長放緩的誘因，而非外部需求衝擊。自11月起的出口暴跌只是加劇了經濟放緩，而並非經濟放緩的初始誘因。

圖 2.19
中國內地：貨幣增長及乘數



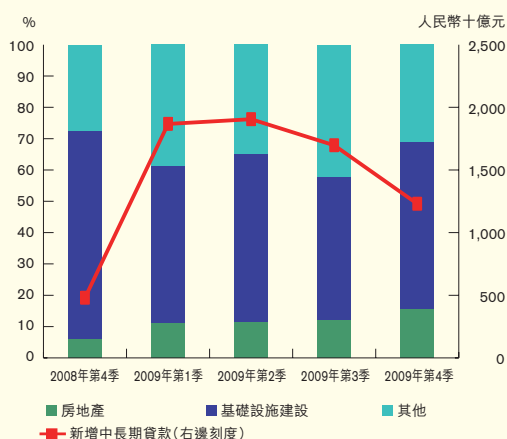
註：貨幣乘數是以M2對基礎貨幣的比率計算。
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 2.20
中國內地：金融機構貸款



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 2.21
中國內地：新增中長期貸款分佈



資料來源：中國人民銀行及職員估計數字。

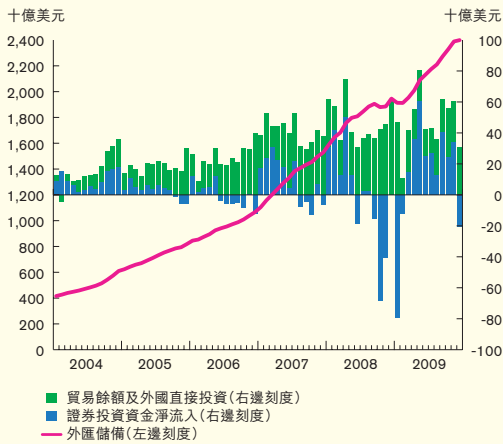
2.4 貨幣及金融狀況

貨幣狀況

報告期內，廣義貨幣(M2)的按年增長進一步加速，部份原因是由於貨幣乘數自全球金融危機期間的低谷上升(圖2.19)。狹義貨幣(M1)按年增長率繼續急升並在2009年9月份首次超過M2的增速，是自2008年年中以來的首次，部份反映了經濟活動正在增強。貨幣快速增長，導致部份投資者擔心未來的通脹壓力。

2009年最後兩季，月度新增貸款較上半年顯著下降，但在2010年1月卻顯著地增長(圖2.20)。下半年新增信貸減少的部份原因是由於部分票據融資到期，另有部份原因是由於銀行微調貸款數量。向實體經濟(尤其是公共基礎設施項目)提供的貸款基本上沒有受到影響。新增中長期貸款的分佈有所變化。基礎設施產業的份額在第3季下降約8個百分點後，於第4季出現反彈，房地產行業的份額卻一直展現上升趨勢(圖2.21)。2010年1月貸款的顯著增加，部份反映了銀行對今年較後時間可能出現嚴格控制貸款的憂慮。

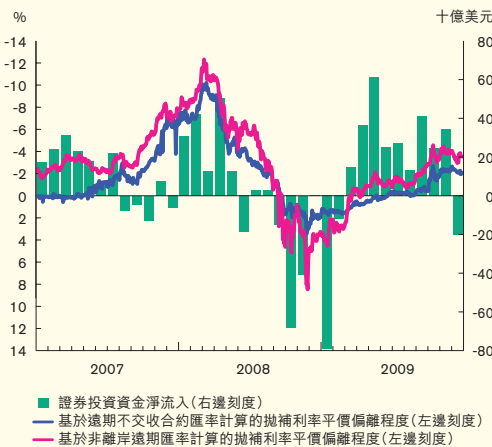
圖 2.22
中國內地：外部資金流動



註：證券投資淨流入是通過以外匯儲備的變化扣除貿易結餘及外國直接投資而計算，包括因匯率及資產價格變動所產生的估值收益。
資料來源：CEIC及職員估計數字。

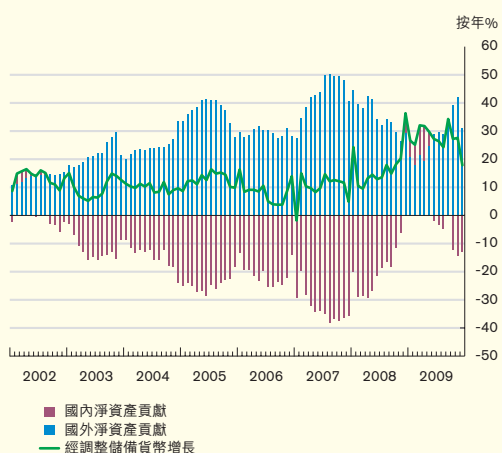
2009年下半年，內地外匯儲備進一步上升，於12月份達到2萬3990億美元（圖2.22）。雖然證券投資所形成的資金淨流入是第2及第3季外匯儲備上升的主要原因，貿易盈餘及外國直接投資卻佔第4季外匯儲備總額增量的70%。資金流動模式的變化不一定意味著資本流入的壓力已顯著減輕，因為第4季證券投資的資金淨流入減慢，可能在很大程度上是由於12月份非美元計值外匯儲備資產估值減損所致。事實上，我們估計的拋補利率平價的偏離程度，顯示資金流入的動力仍然強勁（圖2.23）。

圖 2.23
中國內地：證券投資資金淨流入及拋補利率平價偏離



註：拋補利率平價正偏離顯示資金流出的誘因增加，反之則誘因降低。
資料來源：CEIC及職員估計數字。

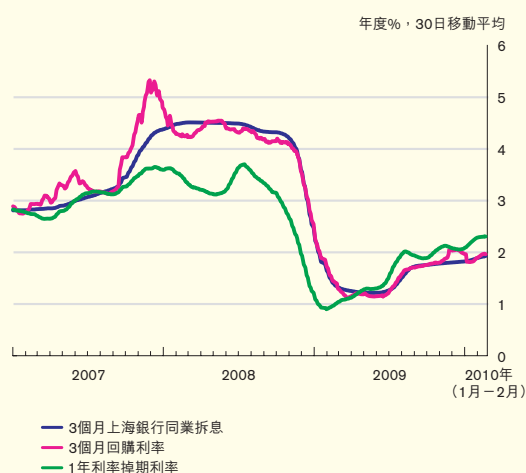
圖 2.24
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻



註：儲備貨幣總額乃按存款準備金率的變動作出調整。
資料來源：CEIC及職員估計數字。

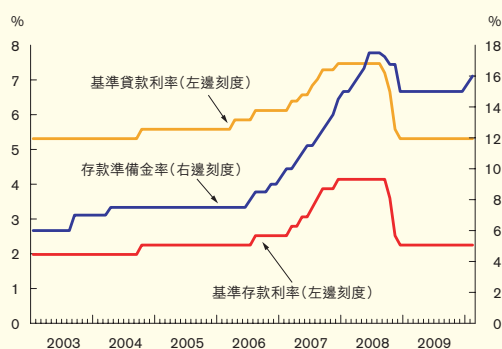
中國人民銀行在2009年下半年開始微調其貨幣政策立場，更似乎於2010年初加快有關調整步伐。國內淨資產對於儲備貨幣增長的貢獻自本年度上半年保持在正數值後，在2009年下半年回復至負數值(圖2.24)。相應地，市場利率自2009年年中亦已開始展現上升趨勢(圖2.25)。儘管一年期基準貸款及存款利率保持不變，但中國人民銀行於2010年年初引導3個月及一年期央行票據發行利率上升，並於2010年1月至2月分兩次提高準備金率，而每次均為50個基點(圖2.26)。倘若目前的經濟復甦步伐持續及通脹壓力加劇，則預期進一步的緊縮措施將會在2010年逐步出現。

圖 2.25
中國內地：市場利率



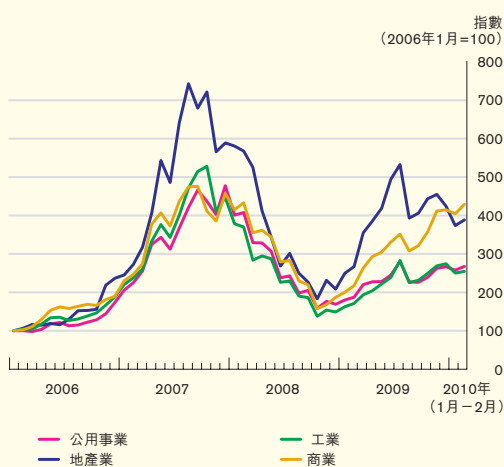
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 2.26
中國內地：存款準備金率與基準利率



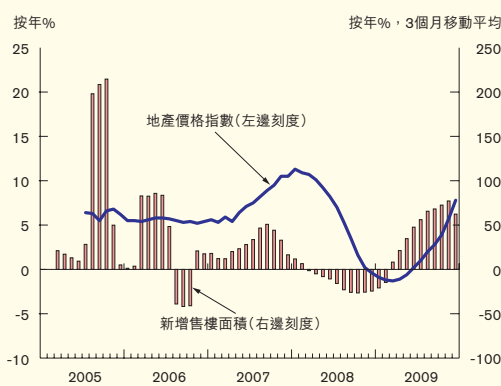
資料來源：CEIC。

圖 2.27
中國內地：股價指數



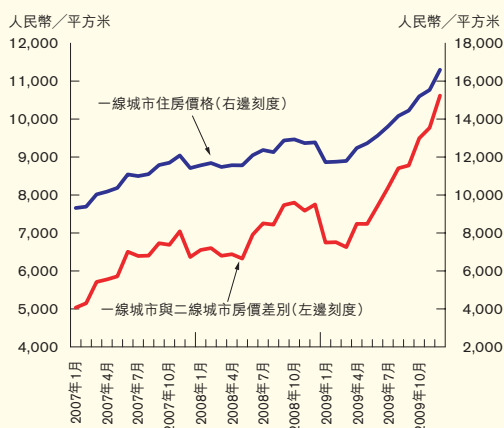
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 2.28
中國內地：房屋價格及房屋銷售



資料來源：CEIC。

圖 2.29
中國內地：各地區房價



註：一線城市包括北京、上海、杭州、廣州及深圳。二線城市包括其餘的省會城市外加寧波、大連、廈門及青島。

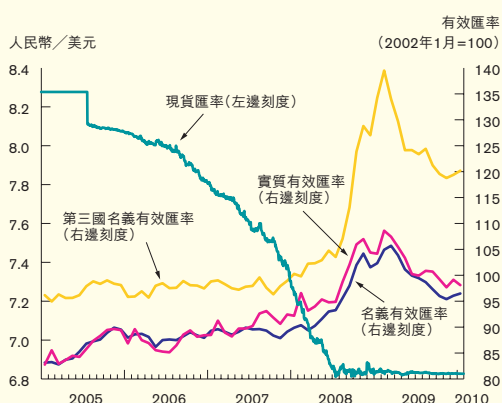
資料來源：CEIC及職員估計數字。

資產價格

股票市場繼2009年上半年穩步復甦後一直有波動。信貸增長減慢，觸發了8月初的市場拋售，但其後經濟表現不斷增強及企業盈利改善，推動了股價上升。地產類股票價格仍然波動最為顯著，至今尚未重回其2009年7月錄得的高位(圖2.27)。

房地產市場於2009年下半年表現蓬勃。2009年全年房屋價格指數及每月新增房屋面積銷售量均錄得高速增長(圖2.28)。與此同時，一線及二線城市的房屋價格差距擴大(圖2.29)。有關當局近期採取多項措施穩定房屋市場。例如，將嚴格實施關於第二套按揭房屋最低首付不得低於40%的規定。主要城市的商品房交易量於2010年年初呈現下降跡象，但市況放緩是否是由於政策收緊引起仍未能確定。鑒於該行業在內地投資總量中的重要性，以及房地產業與其他產業的密切聯繫，部分投資者開始對房地產市場冷卻對內地實體經濟活動的影響表示關注。

圖 2.30
中國內地：人民幣匯率



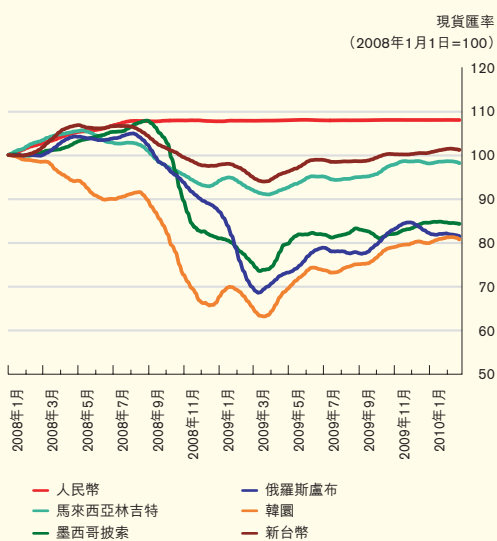
註：有效匯率指數越高意味着人民幣越堅挺。第三國名義有效匯率計及中國在海外市場所面對出口同類產品的其他經濟體的競爭。構建第三國有效匯率的方法，見本報告2006年12月版的專欄2。

資料來源：國際清算銀行、彭博、CEIC及職員估計數字。

人民幣匯率

報告期內，人民幣／美元的現貨匯率大致保持穩定，但人民幣有效匯率則有所轉弱（圖2.30）。雖然名義有效匯率及實質有效匯率均自2009年早期的高位貶值約9.0%，但基本上重返於危機前2008年第三季的水平。第三國名義有效匯率從2009年2月份的高位貶值將近14.0%，但較雷曼兄弟破產前水平仍升值約12.0%。正如圖2.31所示，到2010年2月末為止，內地的主要出口競爭對手的貨幣自雷曼兄弟倒閉事件以來，兌美元均有不同程度的貶值，有別於同期人民幣／美元匯率保持平穩。

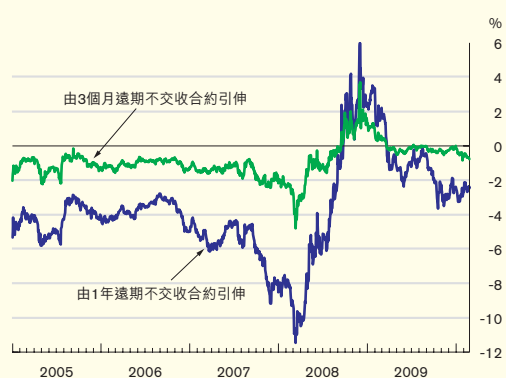
圖 2.31
中國內地：新興市場貨幣對美元現貨匯率



註：指數上升表示對美元升值。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 2.32
中國內地：人民幣的升值預期



註：人民幣的預期匯率升值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。負數表示人民幣兌美元升值。
資料來源：彭博及職員估計數字。

2月底，遠期不交收合約匯率顯示市場預期人民幣兌美元將會溫和升值(圖2.32)。這種情況反映市場對中國經濟前景及未來出口的信心。儘管如此，預期升值的幅度仍然較危機前的幅度為小。

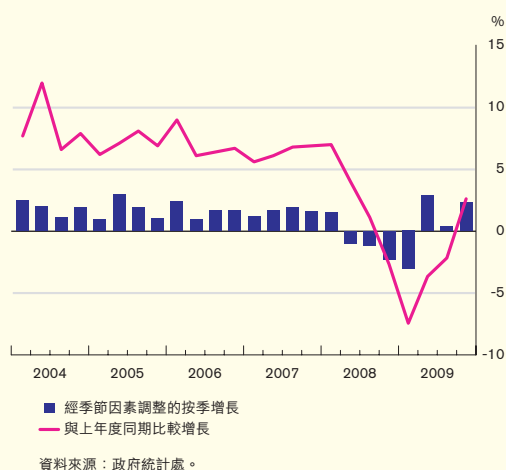
3. 本港經濟

需求

本地需求復甦，加上外部貿易低迷情況趨緩，本港經濟自第2季起開始回升。有見全球經濟穩步復甦、美國利率低企及資產市場向好，經濟復甦有望在2010年企穩。然而，由於全球經濟環境尚不明朗，故風險依然存在。

3.1 整體需求

圖 3.1
以固定市價計算的本地生產總值



全球爆發金融危機，導致全球經濟陷入60多年來最嚴重的衰退，亦使本港經濟經受嚴峻考驗。事實證明，相比1997至1998年爆發的亞洲金融危機，本港經濟於是次危機中的表現相對較好（請參閱專題2，比較兩次危機所產生的影響）。隨著本地需求逐步回升及外部環境趨穩，本港經濟自2009年第2季起開始走出衰退陰霾。經季節因素調整後，按季度比較，實質本地生產總值在連續四個季度累計收縮7.3%後，於2009年第2季回升2.9%。第3季經濟再續升勢，但升幅僅為0.4%，隨後於第4季再度大幅增長2.3%。然而，縱觀2009年，實質本地生產總值仍下跌2.7%，自十多年前爆發亞洲金融危機以來首次錄得收縮。與去年同期比較，經濟收縮對上半年表現影響至深，導致實質本地生產總值下跌5.6%。第3季本地生產總值跌幅縮減至2.2%，隨後於第4季重新錄得2.6%的增幅（圖3.1）。

表3.A
按開支項目劃分的實質本地生產總值增長

(按年%)	2008	2009	2009			
			第1季	第2季	第3季	第4季
本地生產總值	2.1	-2.7	-7.5	-3.7	-2.2	2.6
內部需求	1.6	0.8	-8.1	-5.2	5.8	10.9
消費						
私人	2.3	-0.3	-6.1	-0.8	0.5	4.9
公共	1.8	2.0	1.6	2.1	2.9	1.7
本地固定資本形成總額	0.8	-2.2	-11.1	-12.3	2.6	14.7
私人	0.2	-3.7	-13.0	-14.4	0.6	15.0
公共	6.2	11.4	1.7	11.1	24.2	12.9
存貨變動 ¹	-0.3	1.2	-1.4	-1.9	4.0	3.7
貨品出口淨值 ¹	0.0	-3.9	0.0	2.2	-7.8	-9.5
服務輸出淨值 ¹	0.8	0.6	-0.2	-1.0	0.5	2.8

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。

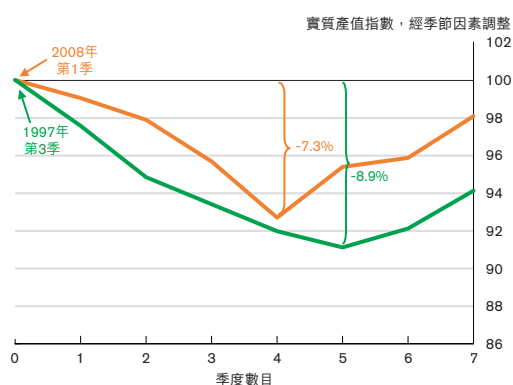
然而，儘管經濟有所好轉，內部需求及對外貿易環節的復甦之路並不相同。2009年，本地需求先跌後升。除第1季出現較顯著跌幅外，私人消費隨後大幅回升，部分得益於政府的經濟刺激方案。企業自第3季起重新增加庫存，固定投資其後亦強勁復甦。另一方面，儘管全球經濟初步復甦，尤其中國內地及區內經濟於下半年迅速好轉，但發達經濟體的進口需求依然疲軟，令本港出口業務繼續嚴重受壓。同時，消費品及中間產品的留用進口於下半年大幅增加，相信是為了滿足新增及預收訂單。因此，出口淨值嚴重拖累2009年大部分期間的經濟表現（表3.A）。

展望未來，鑒於全球經濟復甦更趨穩健、美國利率低企及資產市場向好，經濟有望於2010年錄得可觀增長。市場共識預期2010年實質本地生產總值可錄得4.8%的增長，較2009年收縮2.7%明顯有所好轉（專題3闡述市場共識預期相關的風險及不確定因素）。同時，寬鬆的貨幣環境及利好的資產價格有望繼續提振消費者情緒及營商氣氛，推動本地需求回升。

專題 2

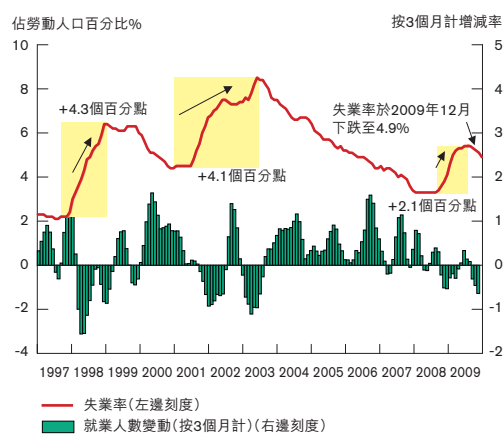
比較 1997 年至 98 年亞洲金融風暴與 2008 年至 09 年全球信貸危機對本港的影響

圖 B2.1
金融危機期間的產值跌幅比較



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 B2.2
勞工市場狀況



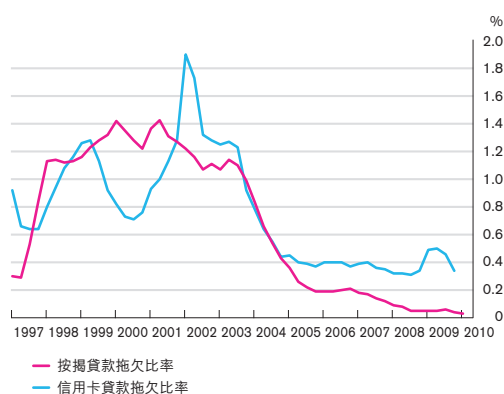
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

2008至09年的全球金融危機對本港經濟帶來嚴重衝擊。在金融危機爆發後，經季節因素調整的實質本地生產總值由最高位至最低位的跌幅高達7.3%，與1997至98年亞洲金融風暴期間錄得的8.9%跌幅相若（圖 B2.1）。儘管如此，本港經濟於這次全球金融危機下的表現相對較好。

是次金融危機對勞工市場的影響相對溫和。在這次金融危機期間，失業率上升2.1個百分點，而在亞洲金融風暴期間則上升約4個百分點（圖 B2.2）。勞工市場在當前金融危機下顯得相對強健，其原因為公司破產宗數較少，而公司破產所減少的職位被新公司成立所創造的職位抵銷。另一方面，政府積極協助就業市場，例如推出職位創造計劃及加快公務員招募程序，亦有助減輕勞工市場所受到的衝擊。

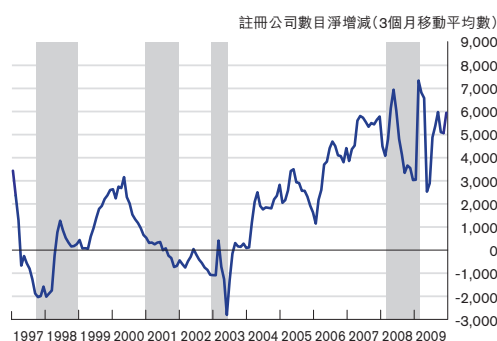
私人行業表現穩健，主要是因為個人及公司財務狀況穩固所致。個人方面，按揭貸款拖欠比率在當前金融危機期間穩定

圖 B2.3
拖欠比率



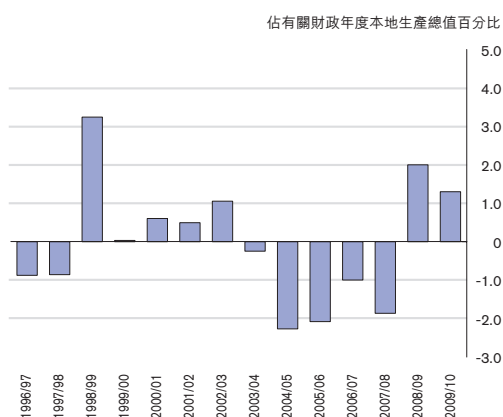
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 B2.4
註冊公司數目變動



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 B2.5
財政刺激措施



註：財政刺激為正數表示擴張財政政策。

資料來源：2010/11年度財政預算案、政府庫務局及職員估計數字。

地維持在0.05%左右的水平(圖 B2.3)，但在亞洲金融危機期間，則由危機爆發前夕的0.29%較低水平飆升至超過1%，並一直維持在該水平至2003年第3季為止。儘管信用卡拖欠率在6月底微升至0.5%的高位，但仍遠低於其10年平均水平，甚至低於1999年年初及2002年創下的週期高峰。

公司資產負債狀況穩固，可見於是次金融危機下本港註冊公司數目持續錄得淨增長，而在以往的衰退中，公司數目一般會錄得下跌(圖 B2.4)。當前金融危機下的破產宗數相對較少，部分是由於政府大力支援中小企業所致。相關措施包括成立特別信貸保證計劃，為參與該計劃的借貸機構所授出的中小企業貸款提供80%擔保。政府亦擴大中小企業市場推廣基金資助項目的範圍，以涵蓋在合資格貿易網站上投放的廣告。這些措施可協助中小企業解決現金流量及信貸問題。

私人行業資產負債狀況穩固，主要是由於物業市場的狀況較佳。繼2008年下半年經歷若干調整後，住宅物業市場在2009年表現暢旺，年內物業價格錄得約27.6%的按年升幅。然而在亞洲金融危機期間，物業價格泡沫爆破導致物業價格連續七年下跌，令個人及公司的資產負債狀況惡化。

另一項重大分別是貨幣市場狀況於是次金融危機中較為寬鬆。全球資金持續流入港元，部分反映出內地及本港經濟的經濟基本因素及復甦前景相對理想，以及對港元資產的需求不斷增長。港元貨幣基礎大幅增長，亦證明了有大量資金流入。銀行同業流動現金的相應增加，再加上美國積極實施寬鬆貨幣政策，導致港元銀行同業拆息跌至接近零的水平。這與亞洲金融危機的情況截然不同，尤其是當時銀行同業拆息由於資金流出及港元受到炒家衝擊而急速上升。

財政措施對是次金融危機的應對亦更為及時。除援助勞工市場及中小企業外，政府還透過實施多項財政紓緩措施以支援本港經濟。將2008年以來推出的各項措施計算在內，2008年及2009年用於推動經濟增長的財政刺激措施，其規模分別佔有關財政年度本地生產總值的2.0%及1.3%(圖B2.5)。這些刺激措施實行時機較亞洲金融危機時為佳。尤其是，1997年的財政刺激措施仍為收縮性，至1998年才轉為擴張性。

專題 3

就香港經濟的預測所面對的風險作出情境分析

表 B3.A
2010 年本港經濟預測

	2009 年 (按年%)		2010 年 (按年%)	
	本地生產 總值	消費物價 指數	本地生產 總值	消費物價 指數
香港特區政府 (2009年11月及 2010年2月)	-3.3	0.5	4.0-5.0	2.3
國際貨幣基金組織 (2009年12月)	-2.0	-1.0	5.0	0.5
亞洲發展銀行 (2009年12月)	-3.0	-	3.5	-
市場共識 (2010年2月)	-3.0	0.6	4.8	2.5

資料來源：市場共識。

表 B3.B
敏感度分析的基準假設

全球國內生產總值	增長4.5%
全球消費物價指數	增長2.0%
最優惠貸款利率	於第4季上升25基點
港元有效匯率	大致維持穩定
物業價格	上升7.5%
股價	上升10%

資料來源：市場共識。

增長預測概覽

最新市場共識預計2010年實質本地生產總值將增長4.8%，而整體綜合消費物價指數通脹率將達2.5% (表B3.A)。儘管這市場共識看似合理，但該預測可能存在上行及下行風險。我們運用金管局小型預測模型進行情境分析，以評估各種風險因素的影響 (表B3.B列示敏感度分析所用的基準假設)。在所有潛在風險中，以下三者尤其值得注意：

情境1：信貸增長復甦

為應對全球金融危機，不少國家及時施行大規模貨幣及財政政策，成功地避免經濟徹底崩潰。而金融市場在全球流動現金充裕的情況下亦強勁反彈。假如極度寬鬆貨幣狀況的滯後影響較市場預期更為強大及持久，尤其是當主要經濟體系的信貸開始恢復強勁增長繼而帶動經濟及金融市場活動時，市場對全球經濟增長及資產價格升幅的共識將顯得過於保守。敏感度分析顯示，如果全球經濟增長比預測高出一個百分點，而本港物業及股票價格上升得較快，則在這一樂觀的情境下，本港的實質本地生產總值將較共識預測高0.5個百分點。

情境2：全球經濟陷入雙底衰退

另一方面，亦有觀點認為儘管全球經濟及金融狀況在近期漸見改善，假如先進經濟體系的勞工市場惡化，導致總體需求再度疲軟，以及各種刺激措施的效果開始消退，復甦過程或會遭遇波折從而導致雙底衰退。在此種情境下，本港資金流向可能會因承受風險意慾下降而急劇逆轉，而資產市場將無可避免大幅調整。敏感度分析顯示，假如經濟陷入雙底衰退，導致2010年下半年全球實質國內生產總值累計連續下跌0.5% (這將令市場共識所假設的2010年全年全球實質國內生產總值增長下降1.5個百分點)，而2010年下半年本港物業價格及股價均出現調整，則在上述假設情境下，本港的實質本地生產總值將比共識預測低0.7%。

情境3：資金流向逆轉

此外，即使經濟並未陷入雙底衰退，流入本港的資金仍有可能意外地驟然轉向，導致金融市場出現大幅波動。有兩個可能觸發這種逆轉情況的事件值得留意：美國收緊貨幣政策，又或美元扭轉弱勢。後者尤其可能會導致美元套息交易突然平倉，而這種交易在美國實施量化寬鬆貨幣政策後，已成為各類金融資產的主要資金來源。突然平倉或會令全球金融市場急劇下滑，資金流向突然逆轉。在此情境下，假設本港物業價格及股價出現調整，港元兌美元的有效匯率回升5%，及本港最優惠貸款利率上升75基點，則本港的實質本地生產總值增長將較共識預測低0.4%。

表 B3.C
敏感度分析的結果概要

共識預測	4.80%
相當於共識預測經濟增長率的變動(±)	
情境1：信貸增長復蘇	+0.5%
情境2：全球經濟陷入雙底衰退	-0.7%
情境3：資金流向逆轉	-0.4%

資料來源：職員估計數字。

表B3.C總結我們敏感度分析的結果。整體而言，2010年可能是全球經濟的轉捩點。在經濟步入升軌下，假如信貸增長強勁反彈令全球金融市場及本港的資產價格回升的力度較預期強勁，共識預測的結果便有可能會過於保守。另一方面，雙底衰退及政策收緊的下行風險依然存在。在任何一種情況下，本港資金流向均可能會出現急劇逆轉，但我們的敏感度分析顯示，這不會影響本港經濟持續復甦的進程。計及所有可能性後，短期向上或向下的風險大致上是均等的。

3.2 本地需求

圖 3.2
私人消費

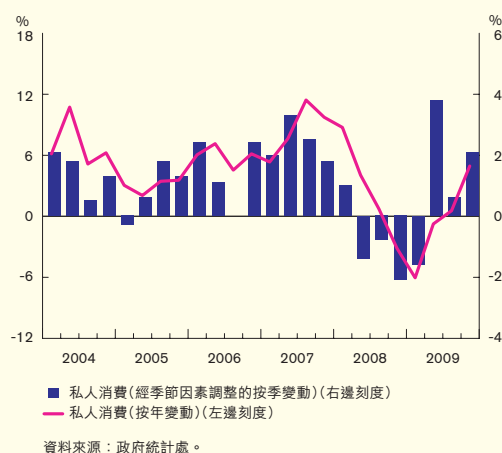
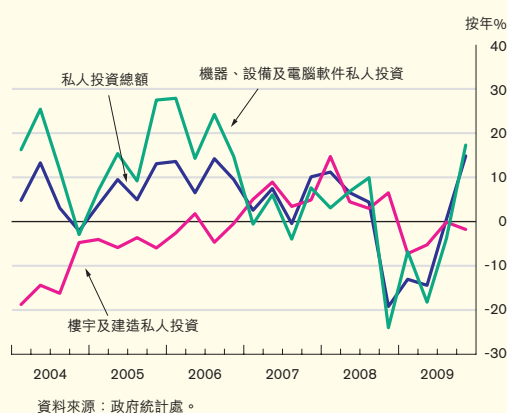


表 3.B
按廣泛類別及項目劃分的私人消費開支變動

(按年%)	2008	2009	2009			
			第1季	第2季	第3季	第4季
私人消費開支	2.3	-0.3	-6.1	-0.8	0.5	4.9
本地市場消費開支	3.0	0.4	-4.0	-1.5	0.8	6.2
食品	5.6	-2.0	-3.7	-2.4	-1.3	-0.7
非耐用品	7.2	-0.1	-5.7	-5.9	-1.4	11.8
耐用品	11.0	0.9	-5.5	-7.9	-2.3	18.2
服務	0.0	1.0	-3.3	1.1	2.6	3.6
非本地居民	6.4	8.0	14.4	-1.5	3.2	14.3
本地居民在境外的開支	0.0	1.6	-3.7	7.3	0.5	3.1

資料來源：政府統計處。

圖 3.3
按組成項目劃分的私人固定投資



消費

隨著經濟前景好轉及勞工市場回穩，私人消費於2009年第3季觸底反彈，第4季較去年同期更錄得大幅增長，總體來說，下半年按年上升2.7%，扭轉上半年下跌3.4%的情況。按季比較，私人消費改善更為明顯，第4季的增幅達到2.1%（圖3.2）。服務消費自第2季起重拾升軌，部分反映金融市場活動明顯回升。不過耐用品及非耐用品消費到年底才見復甦，受積壓需求、就業情況改善及淨值回升帶動，有關消費於第4季的升勢強勁，達14.0%（表3.B）。政府採取多項措施拉動經濟內需，導致整個2009年內的政府消費穩步增長，上半年及下半年的增幅分別為1.8%及2.3%。

經濟前景轉佳將有望進一步提振私人消費。經濟環境大致回穩，資產市場亦已回升。勞工市場狀況亦持續好轉，就業率有所上升及實際勞工收入增加。此外，多項調查都顯示消費信心及就業前景漸見改善。上述種種利好因素，加上借貸條件放寬，有望進一步帶動私人消費。繼2009年下跌0.3%後，市場共識預料2010年私人消費將回升4.2%。同時，預期2010年政府消費將持續攀升，但增幅較小。2010/11年度的政府預算及其經濟影響於第3.4節詳述。

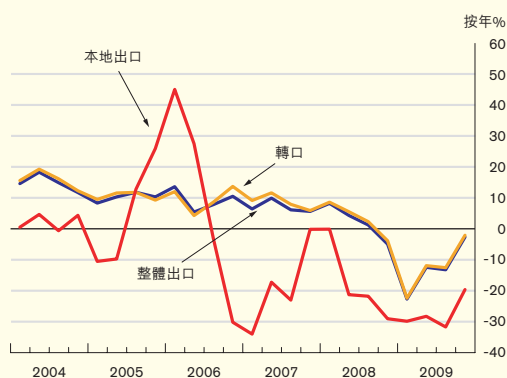
投資

固定投資在2009年上半年顯著下滑11.7%，下半年則有所反彈，按年增加8.2%。第4季的固定投資回升尤為明顯，增幅達14.7%，而第3季則為2.6%。在整個年度內，由於政府力求加速基建項目及增加資本開支，公共固定投資成為經濟走強的主要動力。直至第4季，隨著商業信心回暖，私人固定投資再次復甦。不過，是次復甦僅局限於機器及設備方面的私人支出。私人的樓宇及建造活動仍輕微下跌，部分反映新建私人住宅單位及非住宅樓面面積的實際竣工率有所下降（圖3.3）。

庫存於第3季開始回升，回補速度於第4季依然強勁(按歷史水平衡量)。庫存增加對第3季及第4季實質本地生產總值增長的貢獻巨大，分別達到4.0個百分點及3.7個百分點。

預計固定投資將持續增長。私人資本支出繼續擴大的趨勢已更為明顯。最近一輪季度業務展望統計調查顯示，隨著企業盈利及財務狀況恢復至更為穩健的水平，營商氣氛已明顯改善。企業亦相對較容易獲得貸款。因此，隨著經濟復甦步伐加快，過剩產能相應減少，預計私人資本支出將進一步加大。然而，鑒於新簽發的施工同意書有所減少，近期私人的樓宇及建造活動料將維持淡靜。另一方面，擬進行的政府基建項目應會進一步推動固定投資回升。整體而言，市場共識預期固定投資總額將由2009年的2.2%降幅顯著反彈，於2010年實現增長6.8%。鑒於最終需求持續復甦，庫存有望繼續回補，但可能以漸進的方式進行，以使庫存繼2009年的大量回補後恢復至正常水平。

圖 3.4
按組成項目劃分的商品出口(實質)



資料來源：政府統計處。

3.3 對外貿易

隨著外部環境逐步改善，香港商品出口在2009年下半年相對好轉。以實質數值計算，商品出口降幅按年計由上半年的17.4%大幅縮小至下半年的8.0%。至11月及12月更出現按年增長，儘管某程度上是受比較基數偏低影響所致，但已經足以令出口降幅由第3季的13.2%放慢至第4季的2.6%。鑒於形勢逐步向好，第4季出口額按季比較大幅增長7.5% (圖3.4)。

內地及部分亞洲主要經濟體的經濟迅速好轉，帶動有關進口需求及地區貿易，有利推動下半年商品貿易表現持續改善。另一方面，發達經濟體的復甦之路仍然崎嶇不平，其不穩定的消費需求繼續令香港出口嚴重受壓，但下半年的壓力已有所減弱。因此，對該等出口目的地的商品輸出額相比對中國內地及其他亞洲經濟體而言，降幅更為顯著(表3.C)。

表 3.C
按主要市場劃分的商品出口(按貨額計算)¹

(按年%)	比重 ² %	2008	2009	2009			
				第1季	第2季	第3季	第4季
中國內地	51	5	-8	-24	-5	-8	4
美國	12	-2	-21	-21	-21	-24	-16
歐盟	12	6	-20	-18	-22	-26	-15
東盟五國 ³ + 韓國	7	4	-20	-32	-25	-18	-3
日本	4	1	-10	-13	-18	-8	-2
台灣	2	4	-1	-26	-6	3	25
其他	12	18	-13	-17	-18	-18	0
總計	100	5	-13	-22	-13	-14	-2

註：

1. 轉口貿易佔2009年總出口額的98%。

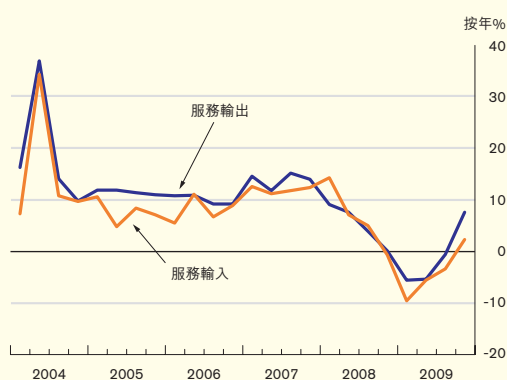
2. 在2009年所佔比重。

3. 東盟五國包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。除主要出口市場在香港總出口額所佔比重外，上述數字均為較上一年的百分比變動。

資料來源：政府統計處及CEIC。

下半年商品輸出繼續下滑，但服務輸出好轉，已走出上半年下降5.4%的低谷並錄得3.6%的升幅。受金融活動及中國內地遊客境內旅遊回升帶動，服務輸出早在第3季便開始復甦，而隨著運輸服務及貿易相關服務(主要為商貿服務及商品貿易服務)重拾升軌，服務輸出於第4季普遍復甦。

圖 3.5
服務輸入及輸出(實質)

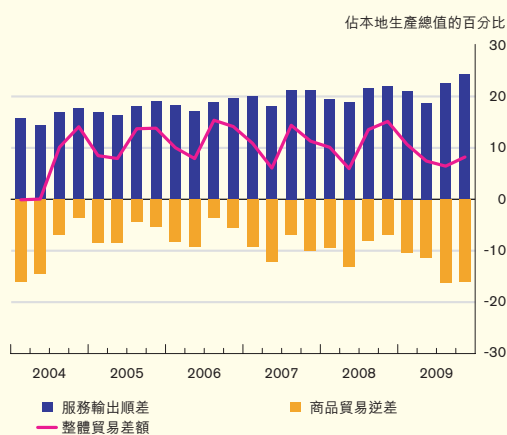


資料來源：政府統計處及CEIC。

鑒於本地需求復甦及轉口貿易相對好轉，商品進口於下半年顯著改善。以實質數值按年計算，2009年各季降幅持續收窄，並於第4季回復至3.1%的正增長。2009年，服務輸入亦踏上持續復甦之路，並於第4季回復至2.4%的正增長(圖3.5)。

由於進口降幅較出口降幅為小，總貿易盈餘佔本地生產總值的比例由2008年的11.3%減少至8.2%(圖3.6)。此外，出口淨值在2009年對本地生產總值增長有多季的負貢獻。就下半年整體而言，出口淨值差不多完全抵銷本地需求的升幅，導致本地生產總值增幅僅為0.2%。

圖 3.6
按組成項目劃分的貿易差額



資料來源：政府統計處及CEIC。

隨著全球經濟走出嚴重衰退，預料2010年香港出口將進一步攀升。庫存週期向上有望提前帶來一些積極影響。內地經濟的快速增長及亞洲工業活動的復甦，亦將為香港出口提供有力支持。發達經濟體總體經濟復甦道路恐將崎嶇不平，故香港全面恢復對該等出口目的地的出口水平可能性較低。總體而言，市場共識預計商品出口額有望於2010年增長10.5%。相比之下，由於境內旅遊業發展、金融活動持續增長以及運輸服務及貿易相關服務稍微復甦，香港服務輸出的前景將更為利好。有見本地消費有望於2010年繼續穩步增長，商品進口及服務輸入料將繼續保持升勢。

公共財政

預測2010/11年度政府的財政狀況將由盈餘轉為赤字，收入將會減少，而開支將會因基建支出而增加。隨著推出新一輪總值204億港元的紓緩措施，估計整體政策立場將屬溫和擴張性，刺激經濟持續復蘇之餘，亦有助抵禦下行風險。

表3.D
政府財政帳目

財政年度 ¹	預測	估計表現	預測	
	2008/09	2009/10	2009/10	2010/11
	(以財政年度為基礎的本地生產總值百分比)			
收入 ²	19.2	15.8	18.6	16.8
稅項	13.3	11.0	12.2	11.3
非稅項	5.9	4.8	6.5	5.5
賣地收益	1.0	1.0	2.3	2.0
資產出售/私有化	0.0	0.0	0.0	0.0
投資收入(淨額) ³	2.8	1.9	2.0	1.7
其他	2.1	2.0	2.2	1.8
支出	18.9	18.0	17.6	18.3
經營支出	15.7	14.8	14.3	14.5
非經營支出 ⁴	3.3	3.2	3.3	3.8
扣除借款淨額前	0.3	-2.2	1.0	-1.5
整體結餘				
扣除借款淨額後	0.1	-2.4	0.8	-1.5
整體結餘 ⁵				
財政儲備	30.0	27.1	30.8	27.9
財政儲備淨額	28.8	26.0	29.8	26.9

註：

- 2009/10年度估計表現及2010/11年度預測是根據2010/11年度財政預算案作成。
- 不包括發行政府債券及票據的收入。
- 扣除政府債券及票據的利息開支。
- 不包括政府債券及票據的利息開支及償還款項。
- 香港特區政府報告的整體結餘。

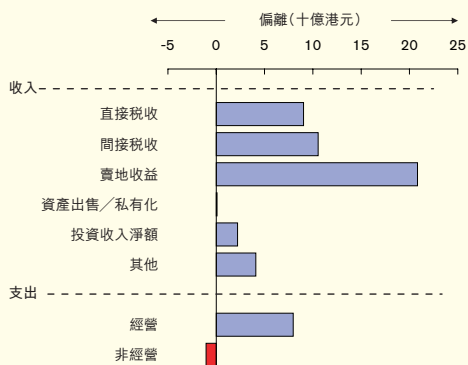
資料來源：2010/11年度政府財政預算案。

3.4 公共財政

2009/10年度估計綜合賬目

經修訂後推算，政府於2009/10年度將錄得綜合盈餘(償還政府債券後)138億元，相當於本地生產總值的0.8%，有別於原來預算的399億港元赤字(表3.D)。這將會是連續第六年錄得盈餘。與原來預算有所出入，主要是由於印花稅、薪俸稅、利得稅及賣地收入高於預期，其次是由於經營支出較預算為低(圖3.7)。

圖 3.7
2009/10年度經修訂後的綜合賬目與原來預算的差異¹



註：

- 此圖顯示各收入及支出項目對2009/10年度財政結餘高於預期的影響。差異符號已因應開支項目逆轉，致使支出較預算金額為低會視作正面差異，反之亦然。

資料來源：2010/11年度政府財政預算案。

表 3.E
2008/09 年度以來推出的紓緩措施

	十億港元	佔本地生產總值的 %
08/09 年度 預算案及2008年7月的紓緩措施	62.4	3.6%
09/10 年度 預算案及2009年5月的紓緩措施	25.2	1.5%
10/11 年度 預算案	20.4	1.2%
總計	108.0	6.3%

資料來源：2010/11 年度政府財政預算案及職員估計數字。

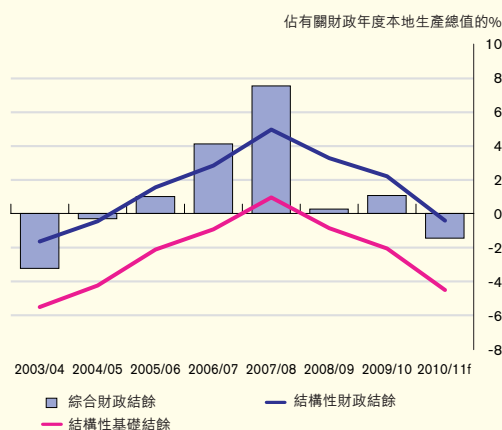
2010/11 年度財政預算案

於2010/11 年度，政府的綜合帳目預測將由盈餘轉為252億港元的赤字(本地生產總值的1.5%)，收入將會減少，而開支將會因基建支出而增加。繼過往幾輪合計達876億港元的紓緩措施後，2010/11 年度的預算案亦羅列了新一輪總值204億港元的紓緩措施，以穩固復甦步伐。新一輪紓緩措施將包括退稅、差餉寬免、公共房屋租金減免、豁免商業登記費，以及包括綜援等的額外津貼(表3.E)。

預測政府收入將於2010/11 年度下跌5.3%至2,920億港元(本地生產總值的16.9%)，稅收、賣地收益及投資收入將分別減少2.7%、8.7%及9.3%。由於新一輪紓緩措施涉及龐大的政府款項轉移，所以亦成為收入下跌的原因之一。

預測政府支出將於2010/11 年度增加8.9%至3,172億港元(本地生產總值的18.3%)，包括經營支出上升6.5%及非經營支出顯著飆升19.3%。大部分政策組別的支出將較2009/10 年度有所增加，部分支出撥作一次性及經常性政府計劃用途，以加強醫療服務及為求職人士、來自貧困家庭的學生及其他有需要人士提供支援。此外，基建支出將上升5.4%至497億港元——是最少10年內從未出現的高水平，亦是2010/11 年度非經營支出上升的主要原因。再者，隨著多項大型工程步入施工高峰期，財政預算案演詞指出基建支出將於未來數年每年超逾500億港元。

圖 3.8
財政結餘、結構性財政結餘及結構性基礎結餘



資料來源：2010/11 年度政府財政預算案及職員估計數字。

結構財政結餘及財政刺激措施

2010/11 財政預算案背後的財政政策立場屬溫和擴張性。計算所得，2010/11 年度的結構性財政結餘(按政府綜合結餘撇除自動穩定因素⁴及對整體財政結餘經濟活動而言屬中性的財政運作⁵後計算)，估計為相當於本地生產總值0.4%的赤字，扭轉了2009/10 年度本地生產總值的2.2%盈餘(圖3.8)。結構性基礎結餘(按結構性結餘扣除賣地收益及投資收入淨

⁴ 整體財政結餘按政策及經濟狀況釐定。舉例來說，假如經濟收縮，稅務收入將告下跌，政府款項轉移將會上升，導致預算赤字自動增加(或預算盈餘減少)。為釐定財政政策屬擴張性還是收縮性，我們會採用撇除稅務收入及政府款項轉移的自動變動(即自動穩定因素)的計量方式。

⁵ 特別是部分向公共團體及基金進行的注資未必會於該財政年度支銷，所以未必對經濟造成即時影響。不會於2010/11 年度支銷的注資部分估計約為81億港元，我們已於計算結構性結餘時扣除。

圖 3.9
財政刺激措施及產出差距

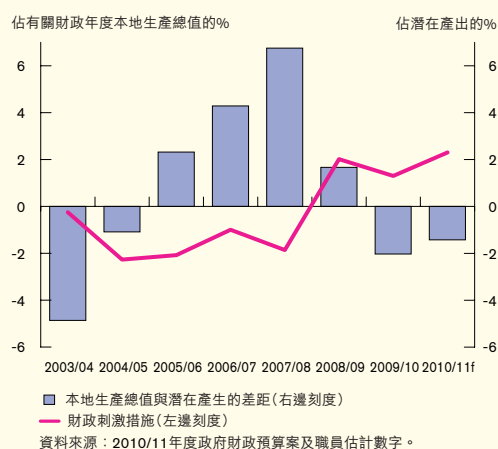
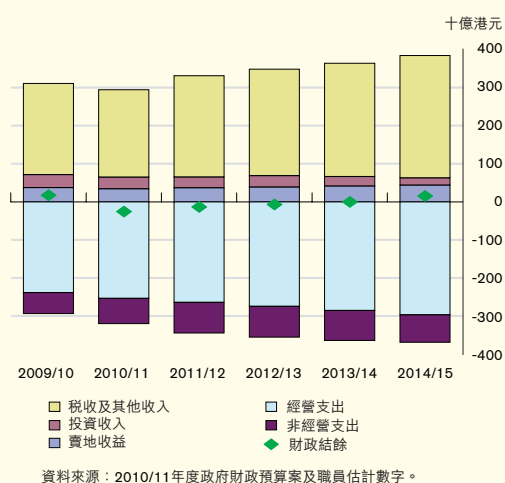


圖 3.10
按組成項目劃分的財政結餘中期預測



額後計算) 估計將相當於2010/11年度本地生產總值的4.5%赤字，較2009/10年度本地生產總值的2.1%赤字進一步擴大。因此，界定為結構性基礎結餘轉變的財政刺激措施將於2010/11年度達到本地生產總值的2.3% (圖3.9)。

財政預算案對經濟增長及通脹的影響

我們分別採用乘數方法和小型預測模型作模擬推算，結果顯示2010/11年度財政預算案中提出的紓緩措施，將會推動經濟增長平均約半個百分點。^{6及7} 因此，這些紓緩措施將有助持續復蘇及抵禦經濟增長的下行風險。然而，我們所作的模擬推算，僅計及2010/11年度財政預算案中提出的紓緩措施。假如計及上一個財政預算案所提出的紓緩措施，對經濟的提振作用會更大，政府估計會推動經濟增長約1.3個百分點。至於物價方面，根據我們的小型預測模型結果，2010/11年度的紓緩措施對2010年基本綜合消費物價指數通脹率的影響不大。

中期財政展望

在中期而言，政府預期於未來三年將出現赤字，其後於2013/14年度回復收支平衡 (圖3.10)。因此，財政儲備將會減少，但隨後於2014/15年度結束時逐步回升至4,687億港元。至於佔本地生產總值的比重方面，財政儲備則會由大約30%減少至五年後的21.7%。話雖如此，但最新中期預測較一年前公佈的財政預算案所描述的情況有所改善，政府當時預測會連續五年錄得財政赤字，而儲備亦會自2012/13年度起下跌至4,000億港元以下。

預期2011/12至2014/15年間政府支出總額會穩步上升，但增長速度將逐年減慢，佔本地生產總值的百分比會相應下降。經營支出將每年穩定增長約4%，非經營支出將於2012/13年度見頂，但由於多項大型工程仍處於施工高峯期，非經營支出將維持在歷年較高的水平。另一方面，隨著經濟狀況逐步改善，預期政府收入將自2011/12年度起恢復增長，起初於2011/12年度顯著回升，繼而回復至每年增長約5%。

⁶ 有關財政刺激措施的規模和乘數效應的詳細描述，參見「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。

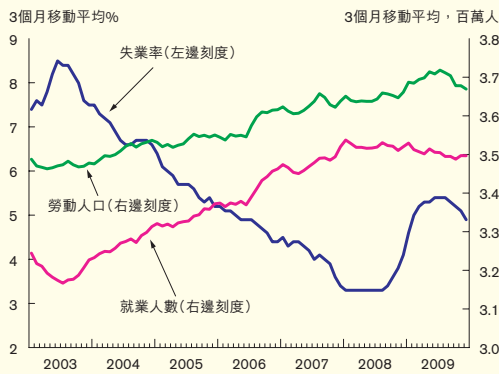
⁷ 有關小型預測模型的詳細描述，請參閱哈繼銘、梁金燕及舒暢(2002)，「香港小型宏觀經濟模型」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，2002年6月，以及孔慶影及梁金燕(2004)，「經修訂的香港小型預測模型」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，編號13/2004。

勞工市場狀況及產出缺口

勞工市場狀況於2009年年中開始好轉，並於下半年持續回暖，失業率有所下降，總體就業亦漸見回穩。然而，整體勞工市場依然疲軟。現時經濟仍處於初期復甦階段，產能相對於需求仍有過剩情況。不過，隨著經濟進一步改善，產出缺口在2010年將有望逐步收窄。

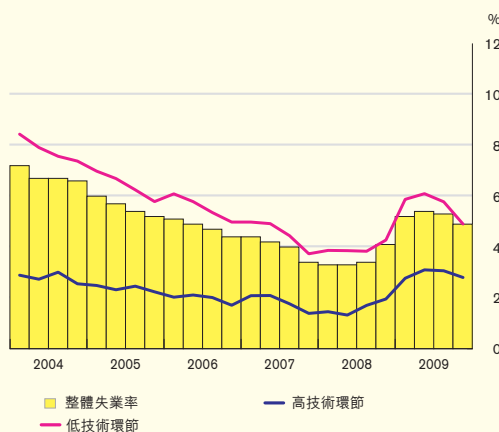
3.5 勞工市場狀況及產出缺口

圖 3.11
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

圖 3.12
高技術及低技術環節的失業率



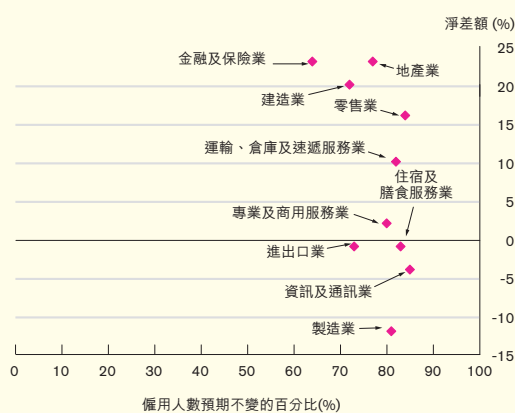
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

勞工市場狀況

儘管整體勞工市場依然疲軟，但隨著本港經濟逐步復甦，2009年下半年就業情況有所好轉。經季節因素調整的失業率由2009年年中5.4%的高位逐步下降至第4季的4.9%（圖3.11）。在行業層面上，下半年失業率亦整體趨緩，當中建造業、零售業及食宿服務的失業率的下降幅度明顯，分別得益於政府工程增加以及境內旅遊業及本地開支好轉。由於該等行業主要提供低技術工作，因此，相比高技術人員，低技術人員的失業率降幅更大（圖3.12）。

勞工需求方面，繼連續四個季度錄得跌幅後，總就業人數在2009年第4季回穩。隨著本港經濟逐步復甦，多數行業的就業人數有所上升，但出口型行業的職位仍然大量流失。平均工作時數自2008年5月銳減後維持穩定，反映縮短工時或工作天的安排仍被採用。另一方面，上半年勞動人口參與率飆升，致使當期的勞工供應增長高於趨勢，其後參與率下降，令第4季勞工供應有所減少，這可能反映參與率漸趨正常，但亦部分反映受挫求職者最終放棄求職。無論如何，上述情況料將降低潛在勞工供應，進而削弱本港經濟的潛在產出（請參閱下一小節以了解更多詳情）。

圖 3.13
2010年第1季的季度業務展望
統計調查－就業



註：

1. 「淨差額」指預期「上升」的受訪者百分點減去預期「下降」的受訪者百分點。
2. 行業分類以最新的《香港標準行業分類2.0版》(HSIC V2.0)為準。

資料來源：政府統計處。

展望未來，勞工市場狀況有望輕微改善。市場共識預計2010年失業率將由2009年的5.2%下降至4.7%。最新的季度業務展望統計調查亦顯示，更多受訪企業預期2010年第1季就業人數將有所增加(圖3.13)。具體而言，建造業情況好轉，可能是得益於港珠澳大橋及香港迪士尼擴建等多項大型基建項目於2010年正式啟動。此外，近期非官方統計數字，包括Manpower香港季度全球就業展望調查及採購經理指數等均顯示僱主的招聘意欲已開始改善。

產出缺口

在全球經濟衰退的情況下，本港經濟的潛在產出或其貨品及服務產能可能有所削弱。由於投資開支銳減，可能導致固定資產累積放緩，而受挫求職者放棄求職及失業導致工作技能減退，可能削弱潛在勞工供應。因此，本港經濟整體供應潛力增幅可能低於經濟衰退前的水平。然而，鑒於2009年第4季投資開支及勞工市場狀況有所好轉，目前緩慢的經濟增長有望略微加快。

經濟衰退期間的最終需求縮減，導致產能過剩。按金管局一貫採用的方法計算，本港經濟在2009年第1季錄得產出缺口4.4%，其後最終需求逐步回升，產出缺口在第4季已收窄至1.7%。鑒於本港經濟仍存在產出缺口，將有助抑壓通脹率。⁸不過，隨著最終需求進一步回升，產出缺口在2010年將有望逐步收窄，預期產能過剩對抑壓通脹率的影響將會減退。

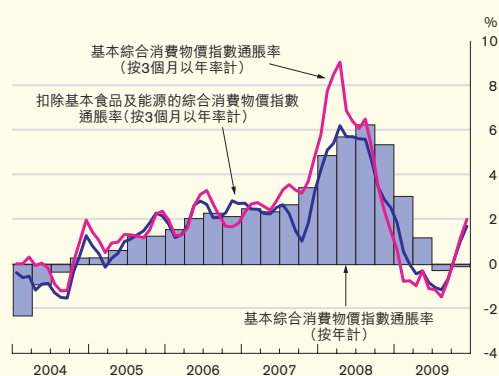
⁸ 有關金管局計算產出缺口所採用的方法，請參閱哈繼銘及梁金燕(2001)，「評估香港的產量差距及其對通脹的影響」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，2001年11月。

物價及成本

本港及全球經濟環境改善，導致最近數月本地成本壓力有所上升及進口價格上漲，但由於全球產能過剩，基本通脹壓力料於短期內仍維持低水平。然而新租賃物業成本增加及產出缺口縮小最終將導致通脹率攀升，但預期有關升幅不會非常嚴重。

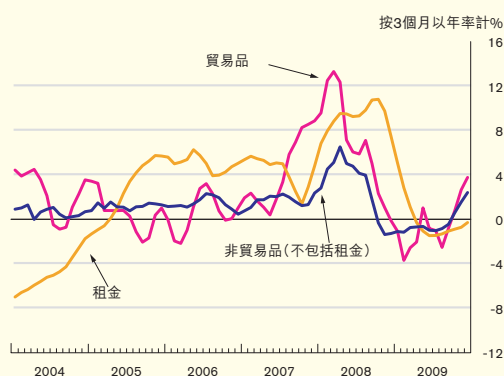
3.6 消費物價

圖 3.14
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 3.15
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。

本港物價下調壓力於2009年下半年逐漸消散。在扣除政府的紓緩措施效果後，與去年同期比較的基本通脹率由第3季的-0.3%微升至第4季的-0.1%（圖3.14）。按季以年率計，基本通脹率從第3季的-0.7%，上升至第4季的正數2.0%，部分反映從中國內地進口食品價格的上漲。核心通脹（以基本通脹扣除食品及能源計算）亦自第3季的-0.7%升至第4季的1.7%，主要受其他商品及服務收費、服裝及鞋類價格、運輸成本及外出用膳消費攀升推動。

分類數據顯示主要組成項目的物價壓力走勢相若。按3個月年率計，貿易品價格於第2季及第3季下降後，於第4季上升3.8%（圖3.15），主要原因是食品價格通脹升溫。服務價格繼連續4個季度下降後，於第4季首次錄得正增長，反映零售店

圖 3.16
扣除租金後的服務價格通脹

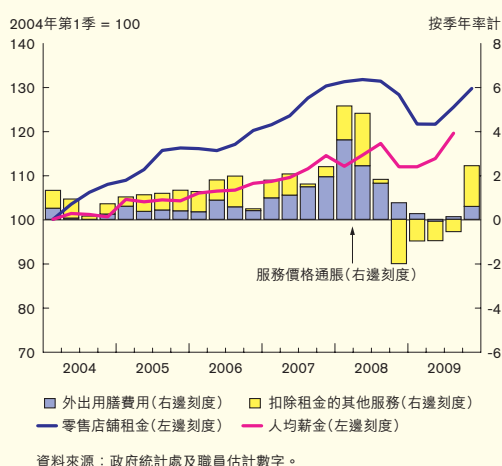


圖 3.17
綜合消費物價指數租金組成項目及市值租金

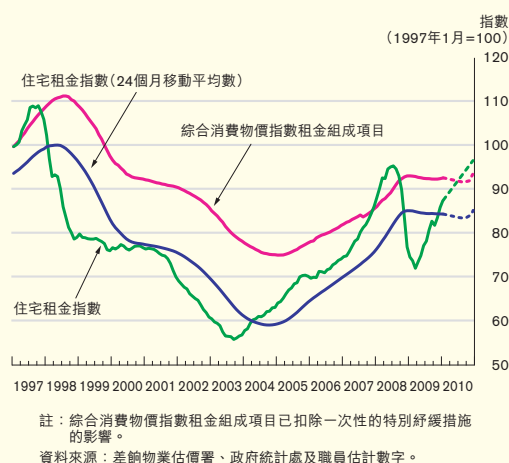
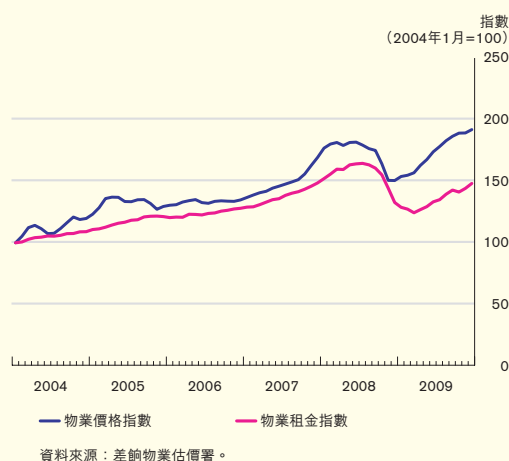


圖 3.18
住宅物業價格及租金指數



舖租金及勞工薪金的成本壓力增加(圖3.16)。另一方面，按3個月年率計的租金成本通脹仍為負值，反映2008年下半年物業價格調整對租賃市場的滯後效應。然而，有關跌幅已由第3季的-1.0%放緩至第4季的-0.3%。

鑒於勞工成本壓力與進口價格通脹溫和，以及產出缺口為負值，通脹壓力料將於短期內維持於低水平。然而，自2009年初起住宅物業價格持續攀升，再次為新租賃成本帶來上漲壓力。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租金組成項目關係密切，前者走勢顯示與去年同期比較的綜合消費物價指數租金通脹或會在2010年上半年繼續下降，繼而於下半年回升(圖3.17)。上述情況再加上產出缺口縮小必然會於不久將來推動通脹，而此情況可能會最早在2010年下半年出現。然而，我們預期屆時通脹壓力的升幅不會特別嚴重。下列各節將詳細論述消費物價通脹主要推動因素的走勢及前景。

3.7 租金成本

2009年住宅物業市場交投暢旺，導致租金在一定程度上隨物業價格上升。繼2008年下半年作出若干調整後，新租賃物業的總體租金在物業價格上升3個月後於2009年3月觸底反彈回升(圖3.18)。其後，總體新租金緊追物業價格，並於年內錄得17.7%的增幅。然而，2009年年底的總體新租金仍較2008年的最高位下降9.9%，而物業價格則已超越金融危機前的水平，並繼續攀升。

新租賃物業的成本或會隨物業價格上漲而上升。隨着金管局公布有關住宅按揭的審慎監管措施以及政府表態關注樓價不斷上升後，物業價格在2009年年底曾出現若干回穩跡象(欲了解進一步詳情，請參閱第4章)。然而，最新的中原城市領先指數顯示，物業價格升勢未因此而受影響，並延續至2010年年初。因此，以較高租金協商新租賃合約的誘因仍然存在，從而使新租賃物業成本壓力增加。

圖 3.19
各行業的人均名義薪金

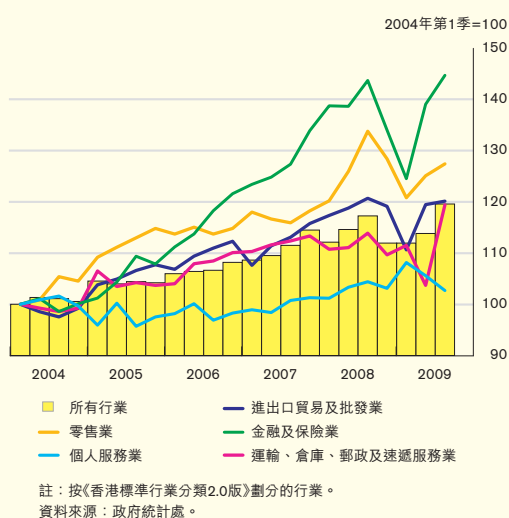
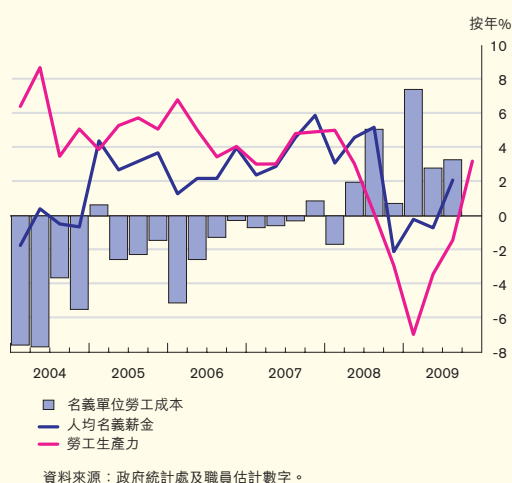


圖 3.20
單位勞工成本及勞工生產力



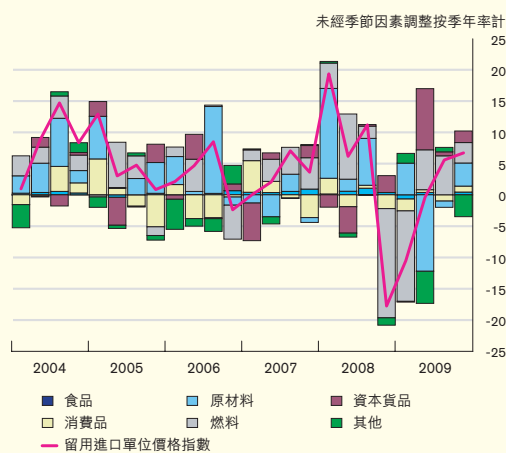
3.8 勞工成本

勞工收入於2009年第3季顯著上升，人均名義薪金較第2季上升5.1%，而先前第2季僅微升1.7%，在第1季則幾乎未見增長（圖3.19）。與去年同期比較，第3季人均名義薪金自連續四個季度以來首次錄得增長，增幅達2.1%。值得高興的是，人均名義薪金已高於全球金融危機爆發前的水平。近期勞工收入節節上升，各主要行業均錄得顯著升幅，（除社會及個人服務業外）。特別是，隨著金融及保險業逐步回暖，金融及保險業的薪金自第2季以來顯著回升。由於消費意欲改善及庫存回補，零售、進出口及批發業的薪金自第2季以來亦有所上升。

名義單位勞工成本繼第2季上升2.8%及第1季上升7.4%後，在第3季亦按年增長3.3%（圖3.20）。第3季單位勞工成本再度大幅增加，主要由於勞工收入上升所致，而勞工生產力下降幅度收窄則抵銷了部分升幅。

儘管第4季的薪金統計數據尚未公佈，但綜合住戶統計調查的最新資料顯示第4季平均受僱收入持續微升。實際上，鑒於經濟仍處於初步復甦階段，且商業環境仍較為淡靜，薪金上升所造成的本地成本壓力預料仍然不大。此外，預期勞工生產力將隨經濟復甦而提高。因此，預料名義薪金及名義單位勞工成本不會因失業率放緩而急升。

圖 3.21
按主要組成項目對進口價格通脹的貢獻

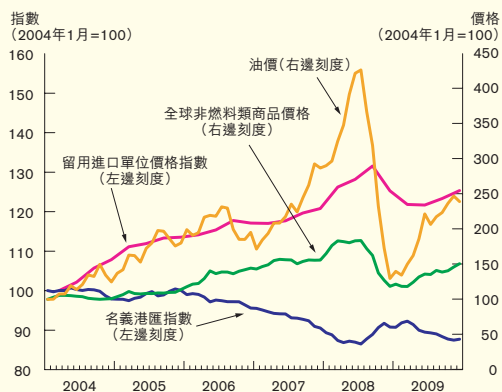


3.9 商品及進口價格

石油及其他商品價格進一步上漲，加上港元的名義實際匯率隨美元走弱，導致2009年下半年進口價格通脹上升（圖3.21）。按季以年率計，繼第2季下降0.4%及先前兩季的暴跌後，進口價格在第3季錄得5.6%增幅，並在第4季進一步增長6.7%。按組成項目分析，進口價格通脹壓力主要來自燃料及資本貨品，而食品及消費品的通脹壓力仍然不大。

鑒於全球經濟復甦仍然緩慢，且復甦過程並不平坦，進口價格壓力有望紓緩。儘管如此，貨源供應不穩，再加上金融及貨幣狀況瞬息萬變，燃料、食品及原材料價格料將反覆波動，從而對進口價格通脹前景構成一定風險（圖3.22）。舉例而言，12月份的惡劣天氣狀況或導致短期食品供應中斷，令從中國內地進口的食品價格大幅飆升。

圖 3.22
商品及進口價格



4. 貨幣與金融狀況

匯率、利率及貨幣動向

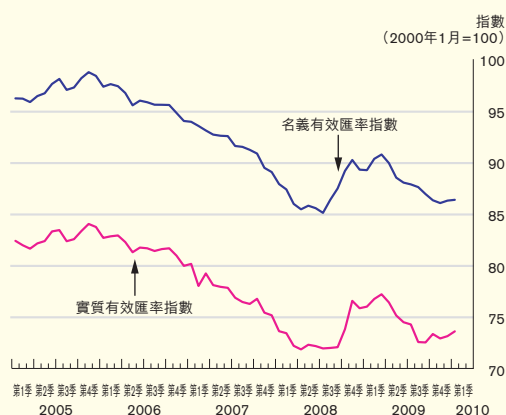
港元現貨匯率在2009年緊貼7.75水平，並在2010年初稍為轉弱。持牌銀行在2009年多次觸發強方兌換保證，顯示有大量資金流入港元。貨幣基礎及流動存款迅速增加，以及銀行同業拆息水平接近零，使本地形成擴張性的貨幣環境。經濟活動復甦及資產市場暢旺，帶動本地信貸大致回升，但上升步伐溫和。

4.1 匯率及利率

圖 4.1
港元匯率



圖 4.2
名義及實質有效匯率

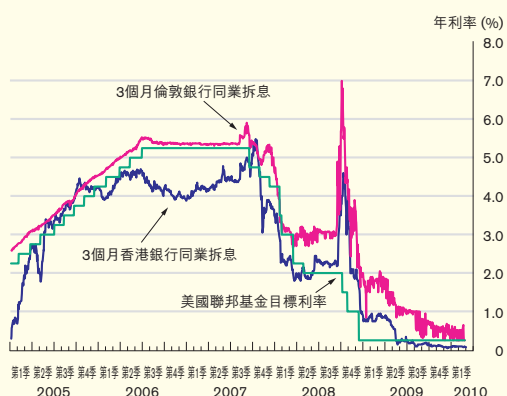


港元現貨匯率保持穩定，在2009年3月底至12月初期間貼近7.75強方兌換保證水平(圖4.1)。在對港元資產需求強勁的情況下，持牌銀行多次觸發強方兌換保證，促使金管局被動地向銀行體系注入流動資金。港元與美元之間的負息差收窄，令市場對套戥交易的需求減少，亦限制了港元回軟的空間。儘管匯率轉強，但並無明顯跡象顯示出現匯率投機的情況。港元遠期匯率大致穩定，其中12個月遠期匯率折讓幅度在2009年下半年在165點子至265點子的狹窄範圍內買賣。

港元現貨匯率在2009年12月底至2010年初轉弱，部分原因是多項首次公開招股的集資所得被轉作美元，以及資金因中國內地出現收緊貨幣政策的跡象而外流。展望未來，最新的市場共識(截至2010年2月)顯示港元兌美元的現貨匯率於2011年2月底將轉弱至7.77的水平，部份反映市場預期美元兌其他貨幣將會反彈。

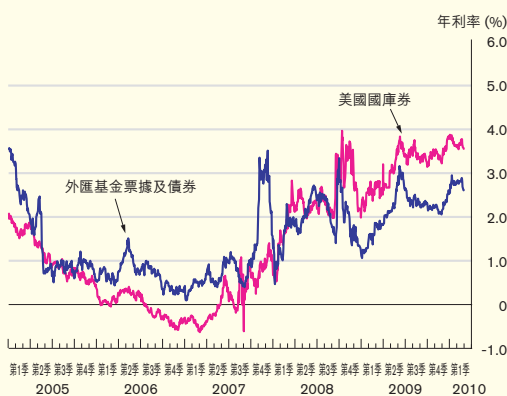
在2009年3月至11月，按有效匯率計算，美元兌其他主要貨幣貶值約15%，反映了市場對美國量化寬鬆政策及財政赤字惡化所造成負面影響的憂慮。緊隨美元變動，港元的貿易加權名義及實質有效匯率指數均下跌至危機前的水平附近(圖4.2)。實質有效匯率指數下跌的速度相對較快，原因是香港的整體通脹率較其貿易夥伴的加權平均水平為低。展望未來，市場人士普遍預期，美元兌其他主要貨幣將繼續轉強。

圖 4.3
港元與美元利率



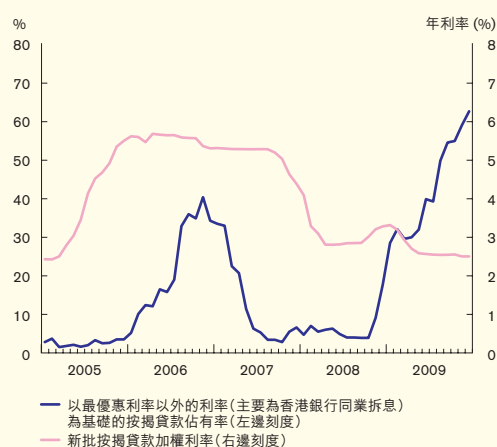
資料來源：金管局。

圖 4.4
10年及3個月期政府債券的收益率差距



資料來源：金管局。

圖 4.5
新批按揭貸款的利率



資料來源：金管局及職員估計數字。

由於銀行同業流動資金充裕，香港銀行同業拆息仍處於低水平。隔夜及一個月香港銀行同業拆息接近零，只是間中因首次公開招股有關的短期資金需求而小幅波動。3個月及12個月香港銀行同業拆息輕微下跌，跟隨同期美元利率的走勢（圖4.3）。倫敦銀行同業拆息亦降至歷史低位，某程度上反映了各中央銀行更積極注入流動資金及支持銀行同業貨幣市場。（專題4討論金管局及香港政府在近期金融危機中所實行的應對措施是否有效。）市場共識的平均數值（截至2010年2月）顯示，於2011年2月底的3個月香港銀行同業拆息將為0.7%，較2009年12月31日的實際數字上升60基點。

港元名義收益率曲線自從於2009年上半年急速陡斜後，在下半年大致變為平坦。具體而言，10年期及3年期外匯基金債券收益率之間的差距逐漸收窄，與美國國庫券的相應收益率差距變動一致（圖4.4）。長期外匯基金債券收益率在窄幅內變動。短期外匯基金票據收益率極低的情況持續，1星期及1個月期的外匯基金票據引伸收益率在2009年6月底至7月初降至負數水平，原因是市場上對優質及流動性高的貨幣市場工具的需求極大。在2009年9月，根據機構債券發行計劃首次發行的2年期政府債券受機構投資者踴躍認購。在2009年9月至12月期間，2年期政府債券收益率平均為0.5%，較外匯基金債券的相應收益率高出約5基點。

在零售層面，銀行將最優惠利率維持於5厘或5.25厘水平，與美國聯邦基金目標利率維持不變的情況相符。市場人士預期最優惠利率在2011年2月底前仍會保持穩定或微升，達至市場共識預測的5厘至6厘。在按揭業務方面，新批貸款的實際按揭利率仍然處於低水平，而較多客戶選用以香港銀行同業拆息為基礎的產品，從而受惠於低企的銀行同業拆息（圖4.5）。調查顯示，以並非最優惠利率（主要為香港銀行同業拆息）定價的新批按揭貸款比例在12月升至62.6%的新高。由於按揭定價競爭白熱化，金管局在2009年9月17日致函各銀行，提醒銀行注意加強風險管理。

表 4.A
存款利率（期內平均數字）

年利率 (厘)	儲蓄存款 (港元)	1 個月定期存款 (港元)	1 個月定期存款 (人民幣)
2008年第四季	0.01	0.23	0.63
2009年第一季	0.01	0.01	0.63
2009年第二季	0.01	0.01	0.63
2009年第三季	0.009	0.01	0.64
2009年第四季	0.009	0.01	0.65

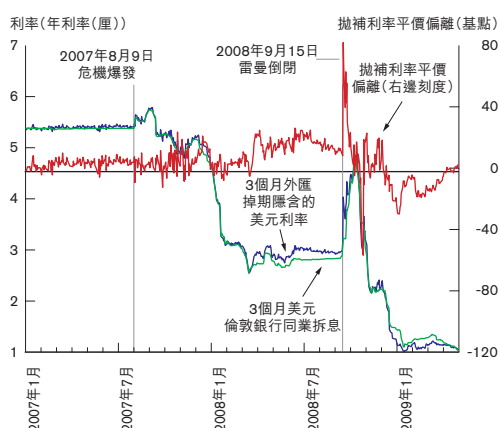
資料來源：金管局。

由主要銀行提供所得的儲蓄及定期存款平均利率實際上在零水平附近維持不變，而香港人民幣存款利率則微升(表4.A)。在2009年7月6日，香港推行人民幣貿易結算業務試點計劃，而銀行似乎稍為調高其人民幣存款利率以吸引有關存款。顯示銀行資金成本的綜合利率由2008年10月底的高位1.28厘下降至2009年12月底的0.11厘，而有關下降是受定期存款及銀行同業拆息向下調整所帶動。

專題 4

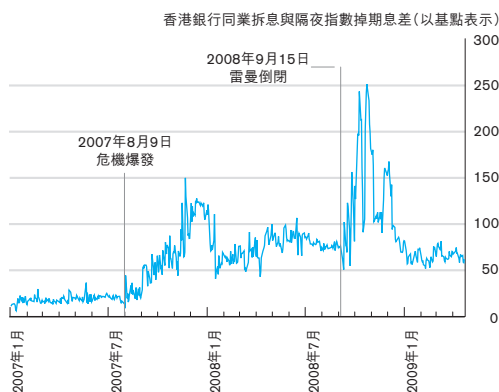
政策措施對在 2008 年至 09 年全球金融危機期間的 香港外匯掉期與貨幣市場的影響

圖 B4.1
外匯掉期隱含的美元利率、倫敦銀行
同業拆息及拋補利率平價偏離



資料來源：彭博及金管局估計數字。

圖 B4.2
3 個月香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差



資料來源：金管局估計數字。

表 B4.A
金管局及政府採取的政策措施

公佈日期	措施
2008 年	
(1) 9 月 30 日	5 項流動資金臨時措施
(2) 10 月 8 日	調整基本利率的計算方程式
(3) 10 月 14 日	鞏固香港銀行體系信心的 2 項預防措施
(4) 10 月 20 日	增發 3 個月外匯基金票據
(5) 11 月 6 日	針對臨時措施，推出兩項優化安排
(6) 11 月 24 日	增發 3 個月外匯基金票據
2009 年	
(7) 3 月 26 日	金管局持續為銀行提供流動資金支持

資料來源：金管局。

在近期的金融危機當中，美元同業市場運作出現不正常狀況，不少非美國金融機構極為倚重外匯掉期，用本地貨幣換取美元。這種單邊市場引發外匯掉期隱含的美元利率（相對於一系列融資貨幣）的風險溢價，導致非美國金融機構須支付高於相應的美元倫敦銀行同業拆息利率，即出現偏離拋補利率平價 (CIP) 的情況⁹。這種不正常的價格行為反映外匯掉期市場出現失衡，全球銀行同業市場的動盪波及包括香港在內的外匯掉期市場。

在圖 B4.1 中，紅線代表外匯掉期隱含的 3 個月美元融資利率偏離相應的倫敦銀行同業拆息的程度，這代表美元貸款人在掉期市場要求的風險溢價或本地金融市場偏離拋補利率平價的情況。可以看到，在 2007 年夏季之前，該值在 0% 附近徘徊，但此後開始出現上升趨勢。大概至 2008 年 9 月初，該值又大幅波動，時而飆升，時而暴跌。

同業市場的壓力可以用 3 個月香港銀行同業拆息與 3 個月隔夜指數掉期利率的息差來衡量。如圖 B4.2 顯示，2007 年 8 月爆發金融危機之時，3 個月香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率息差增加，並於雷曼倒閉後飆升至 200 基點以上。

就全球金融危機對港元同業市場的壓力，金管局及政府公佈一系列措施，減輕流動資金不足及償債能力風險對本地銀行體系的影響。表 B4.A 列示自 2008 年 9 月起採取的政策措施。

如果上述政策措施有效，理應可減輕外匯掉期市場的失衡，並減低拋補利率平價偏離。為評估上述政策措施能否有效減輕港元同業市場的壓力，以及減輕外匯掉期市場的失

⁹ 根據拋補利率平價理論，均衡遠期匯率等於即期外幣乘以相關貨幣的息差。正常情況下，遠期匯率偏離均衡匯率即產生套利機會，使遠期匯率最終回到均衡水平。拋補利率平價偏離的計算方法，詳見馮鏡波及余業榮(2009)，「2008 年金融危機期間香港外匯掉期與貨幣市場的失衡情況及相關政策措施」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號 17/2009。

衡，我們採用標準指數廣義自回歸條件異方差 (standard exponential GARCH) 模型，以評估有關政策措施能否影響拋補利率平價偏離及香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差的水平及波幅¹⁰。

分析結果表明，有關政策措施已在危機期間有效降低拋補利率平價偏離情況。換言之，金管局在雷曼倒閉之後採取的政策措施，有助減輕失衡情況，從而提升在貨幣市場及外匯掉期市場進行套利交易的效率。尤其是，五項臨時措施可以用更多抵押品品種，為銀行提供額外、更長期的低利率成本的資金。銀行對資金來源有信心，便更樂意在同業市場借出貸款。

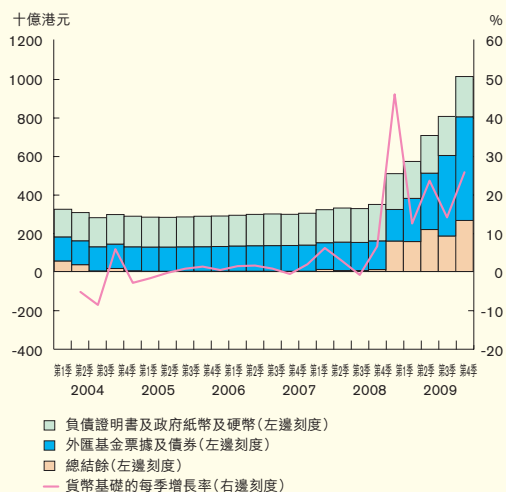
另一方面，結果發現有關政策措施對香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差並無重大影響，這分析結果與國際貨幣基金組織近期的研究成果大致一樣，該項研究顯示，於雷曼倒閉之後，主要中央銀行採取的流動資金支持措施，未對倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差產生重大影響。¹¹ 國際貨幣基金組織的研究表明，該結果並非意味向銀行體系提供流動資金的政策措施必然無效，而是有關措施早已在市場人士預期之內。因此，實證測試顯示，有關政策對倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差的影響並不顯著。由於香港市場可能亦已出現相同的情況，所以在我們的實證分析中，有關政策措施對香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差的影響並不顯著。

¹⁰ 模型詳情，可見馮及余 (2009)。

¹¹ 詳見國際貨幣基金組織 (2009)，《Global Financial Stability Report》，9月。

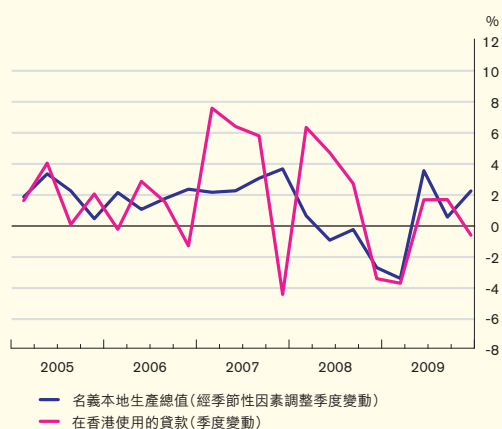
4.2 貨幣及信貸

圖 4.6
貨幣基礎



資料來源：金管局。

圖 4.7
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。

表 4.B
按行業劃分在香港使用的貸款

	2008		2009			
	第3季	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
在香港使用的貸款	2.7	-3.5	-3.8	1.6	1.6	-0.7
其中：	(季度百分率變動)					
貿易融資	-0.2	-1.3	-1.0	0.2	0.1	0.3
物業發展及投資	1.1	0.5	-0.2	-0.1	-0.6	0.8
住宅按揭貸款	0.2	-0.3	-0.1	0.5	0.9	0.5
製造業	0.2	-0.3	-0.1	-0.3	0.1	-0.1
與財務及金融有關公司	1.0	-0.6	-1.5	-0.8	0.2	-1.2
證券經紀	-0.1	0.0	0.0	1.6	-0.3	-1.1
批發及零售業	0.0	-0.2	-0.3	0.1	0.2	0.1
其他貸款	0.6	-1.4	-0.5	0.5	1.0	0.0

資料來源：金管局。

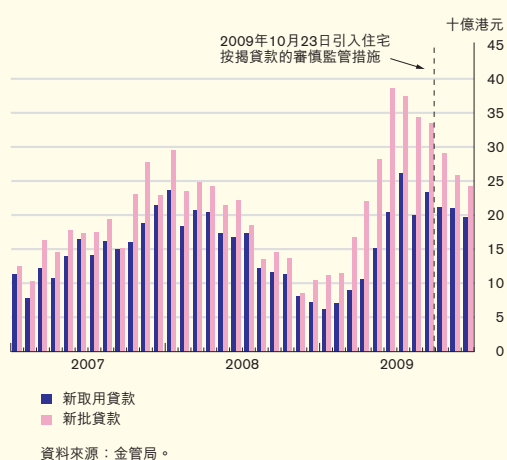
隨著全球金融危機在2008年9月加深，貨幣基礎因增發外匯基金票據及總結餘上升而增加近2倍（圖4.6）。為應付強勁需求，金管局向市場增發外匯基金票據，令到在2009年12月底前的額外發行量增至約3,860億元。儘管有關發行導致貨幣基礎內出現從總結餘轉撥至外匯基金票據及債券的情況，但總結餘仍因強方兌換保證被多次觸發而維持在高水平。在2009年12月31日，總結餘收報2,646億港元，佔貨幣基礎的26%。

反映貨幣基礎擴大的影響，支持比率在2009年7月降至105%附近。雖然依照貨幣發行局制度的規定，支持資產增加的數額與貨幣基礎的增加相同，但由於前者基數較大，令其比例上的增幅較小，因此貨幣基礎擴大對支持比率構成下調壓力。支持比率在2009年11月13日降至105%，到達觸發下限水平。根據財政司司長在2000年批准的安排，部份美元資產會由外匯基金的投資組合轉撥往支持組合，令支持比率回復至107.5%水平。

儘管貨幣基礎迅速擴大，但本地貸款增長與名義本地生產總值增長的變動大致同步（圖4.7）。本地貸款在2009年第2季及第3季一同增長1.6%，其後在最後一季有所回落（表4.B）。本地貸款回升是受到經濟好轉、物業市場暢旺及貸款需求偶然因首次公開招股活動而急升所支持。信貸需求預期將逐步回升。根據金管局就信貸狀況展望進行的調查，預期本地貸款需求將會在未來6個月「有所增加」的受訪認可機構比率，由2009年6月的24%增至2009年12月的52%，但並無認可機構預期貸款需求將「大幅增加」。此外，在2009年底的未償還本地貸款仍然較2008年9月底的高位低4.8%。

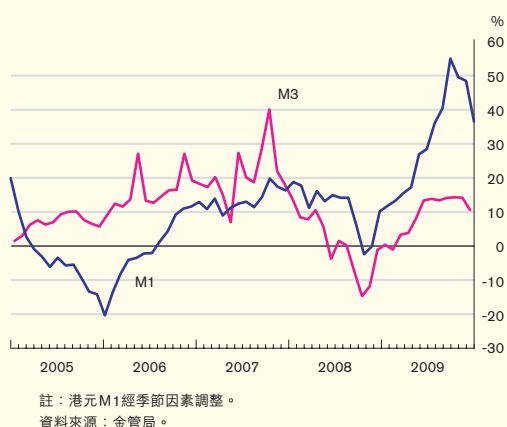
根據經濟用途分析，住宅按揭貸款是2009年第2季及第3季本地貸款增長的其中一個主要來源（表4.B）。在物業市場表現活躍的情況下，按揭貸款增幅由第2季的2.0%上升至第3季的3.5%。在2009年10月23日，金管局公布住宅按揭貸款措施（其中包括就豪宅物業實施六成按揭成數上限），目的為減低銀行的按揭貸款風險，從而確保銀行體系穩定（另見第5章的

圖 4.8
按揭貸款



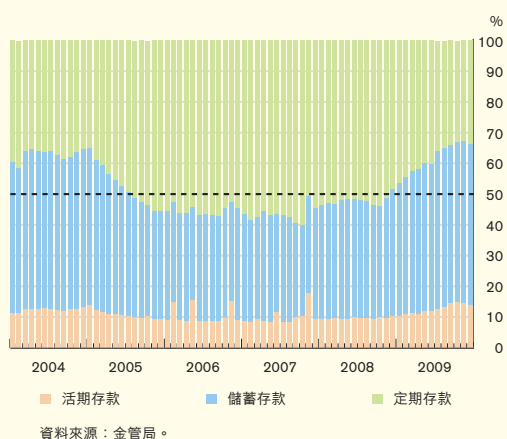
討論)。按揭貸款增長其後在2009年第4季放緩。新批按揭貸款及取用貸款亦延續第3季的跌勢而在第4季下降(圖4.8)。

圖 4.9
與去年同期比較的貨幣增長



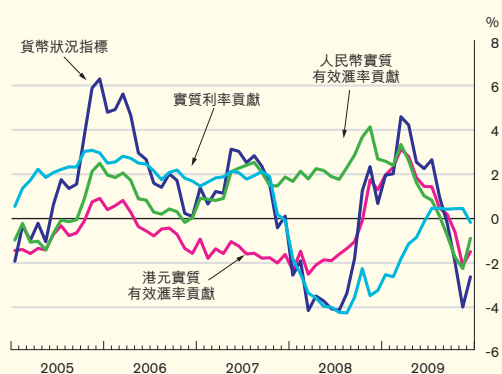
自2009年7月到12月，港元廣義貨幣供應M3大致呈上升趨勢，並錄得按年雙位數字增長率(圖4.9)。就港元M3對應資產進行分析，廣義貨幣增長是由外幣資產淨額上升導致，顯示有資金流入港元，而本地信貸上升亦帶來輕微的貨幣增長。由於港元M3的上升速度較貨幣基礎緩慢，港元貨幣乘數持續下跌。受股市暢旺支持，對貨幣的交易需求增加。存款客戶亦較為願意持有活期存款，原因是儲蓄及定期存款的利率極低。受活期存款增加所推動，港元M1顯著上升，其按年增長率更加快至超過30%。

圖 4.10
按種類劃分港元存款



在港元存款中，由定期存款轉向流動(活期及儲蓄)存款的趨勢在低息環境中持續，顯示市場存在大量流動資金。在2009年11月底，流動存款佔港元存款67.3%，是自1981年以來的歷史高位(圖4.10)。由於外幣存款增長的速度較港元存款緩慢，因此港元存款佔總存款的比率攀升，顯示對港元資產的需求增加。儘管人民幣兌港元匯率大致穩定，但香港的人民幣存款在2009年5月至12月期間普遍回升。對有關存款的需求，部分來自本港人民幣債券的投資活動，以及在2009年7月推出的人民幣貿易結算試點計劃，但需求間中受到人民幣債券發行機構將資金匯返內地所抵銷。

圖 4.11
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。

擴張性的貨幣環境亦從貨幣狀況指數的下降趨勢中反映出來。由於港元與人民幣的實質匯率貶值，貨幣狀況指數在2009年3月至11月期間下降，顯示本港貨幣狀況趨向寬鬆（圖4.11）。由於港元與人民幣實質匯率隨美元強勢而上升，引致該指數在12月出現若干反彈。

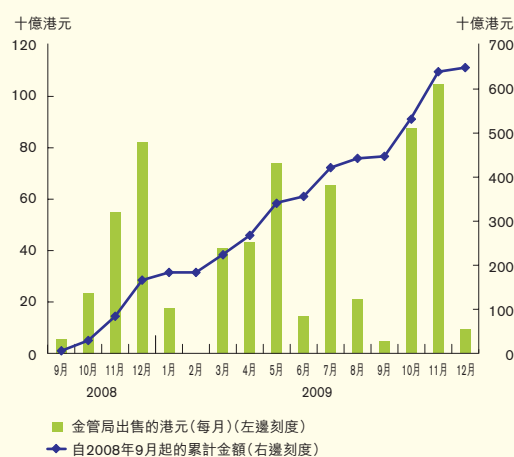
資金流

大量資金流入港元的情況在2009年下半年持續，據稱是反映香港及內地經濟的復甦前景較佳、股市興旺帶動股票相關港元需求，以及全球資產更多被分配到亞洲投資等因素。港元資金流向在2010年並不明確，資金可以因股票相關需求而流入，亦可因套利交易而流出，而這兩者都會受到全球金融狀況的影響。

4.3 資金流

資金流入或流出港元可以來自於三種對港元的淨需求或淨供應：香港居民之間的交易、香港居民與非居民之間的交易，以及非居民之間的交易。雖然貨幣概覽反映了流入或流出港元的資金淨額規模，但卻不會顯示資金流的來源。雖然國際收支平衡的統計數字記錄了居民與非居民之間的交易，但並無記錄非居民之間的交易，而且在所記錄跨境資金流中並無以貨幣分類。¹² 因此，若要全面觀察香港資金流的規模及性質，除透過市場收集的資料外，亦需要使用貨幣及國際收支平衡的統計數字，以進行綜合分析。

圖 4.12
金管局的外匯操作



流入及流出港元的資金流

隨著全球金融危機在2008年9月加劇，引發大量資金流入港元。在2008年10月底至2009年12月初，強方兌換保證多次被觸發，促使金管局被動地向銀行體系注入流動資金。加上在2008年9月及10月主動進行的外匯操作，金管局自銀行購入合計834億美元，並因此賣出6,462億港元（圖4.12）。因此，總結餘在2009年11月24日顯著上升至3,200億港元的高位，其後因增發外匯基金票據，在2009年12月31日回落至2,646億港元。

¹² 關於如何監察香港的資金流的更詳細資料，請參閱何東、梁偉耀及吳凱特(2009)，「監察香港資金流向的框架」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號16/2009。

圖 4.13
外幣資產淨額季度變動

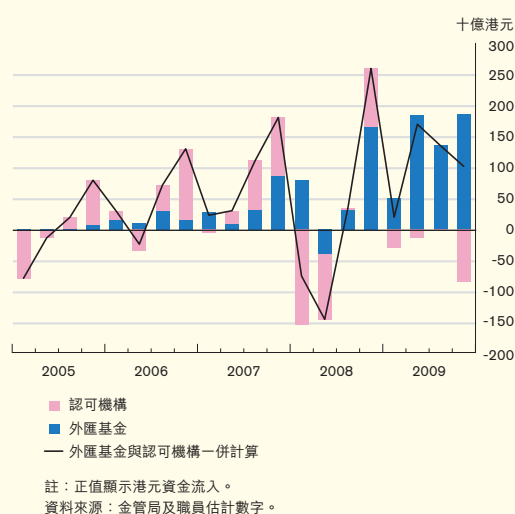


表 4.C
存款季度變動

(億港元)	2008		2009		
	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
港元存款	886	437	2,043	1,101	-185
外幣存款	1,238	-813	477	402	-248

資料來源：金管局。

將認可機構及外匯基金的外幣資產淨額一併計算，其增加顯示自2008年第四季起，大量資金流入港元（圖4.13）。其中，資金流入量在2008年第四季創下歷史高位。香港銀行客戶，包括香港非銀行居民及外國居民，對港元的需求顯著增加，引致港元兌美元匯率迅速轉強，以及認可機構的外幣資產淨額大增。其後，持牌銀行多次觸發強方兌換保證，引致該季內外匯基金的外幣資產淨額進一步大增。

市場資料顯示，在2008年第四季，港元流入主要源自港元融資的套息交易平倉以及個人與公司將資金匯返香港。儘管貸款急劇收縮，但港元存款顯著上升886億港元，與報稱資金被匯返的理由相符（表4.C）。香港銀行體系穩健，加上推行百分百存款保障，亦可能吸引不少避險資金流入。隨著港元存款上升，於本港銀行體系的外幣存款亦在2008年第四季錄得大額增長。

資金流入繼2009年第1季有所縮減後，在年內餘下期間出現強勁回升，而所增加的外幣資產淨額透過多次觸發強方兌換保證而大致上被外匯基金吸納（圖4.13）。隨著本港銀行業的流動資金狀況回穩及全球經濟狀況改善，2009年的資金流入性質似乎有別於較早期間所見。在3月至12月初錄得的強勁資金流入，據報是反映股市暢旺而出現的股票相關港元需求。在全球流動資金充裕的情況下，對港元資產的需求亦增加。再者，部分因為香港及內地經濟展望更佳，因此全球資產更多被分配到亞洲投資。在2009年內，港元存款的增長速度普遍超過外幣存款。港元存款與外幣存款的比率亦由2008年底的100%上升至2009年底的112%，部分肯定了對港元的需求較對外幣的需求為高。

按過往標準而言，雖然資金流入淨額仍然強勁，但流入量自2009年第2季卻開始放緩（圖4.13）。流入量放緩是受到第2季外匯基金的外幣資產淨額增長減少（反映金管局減少買入美元）及認可機構在最後一季的外幣資產淨額縮減所引致。後者可能源自12月份一些銀行客戶的港元外流，這與港元匯率偏離強方兌換保證水平而轉弱的情況吻合。與此同時，港元存款變化大致相同，在2009年第2季錄得較第3季為高的增幅，但在第4季以輕微收縮結束（表4.C）。

圖 4.14
跨境資金流

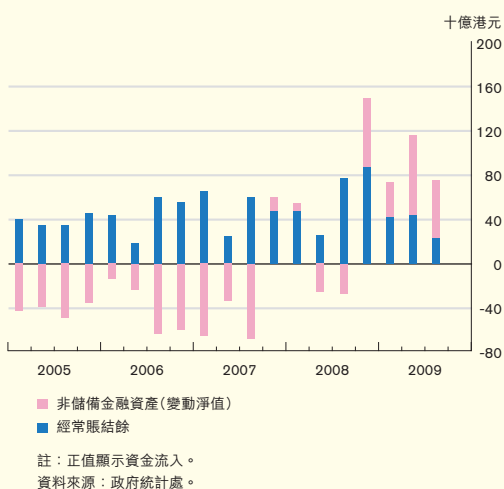


圖 4.15
經常帳盈餘來源

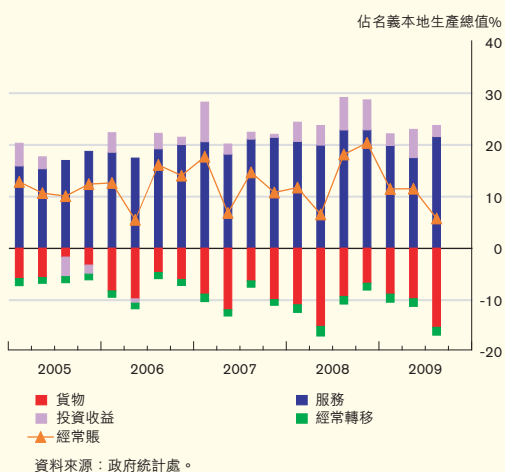


表 4.D
貨幣、存款及貸款相關跨境資金流

(億港元)	2008 第4季	2009 第1季	2009 第2季	2009 第3季
來自香港居民				
貨幣及存款	3,865	823	3,505	811
貸款及貿易信貸	1,429	-217	995	-463
來自非香港居民				
貨幣及存款	-823	-857	-951	945
貸款及貿易信貸	-559	-765	-59	303

註：正值顯示資金流入。
資料來源：金管局及政府統計處。

國際收支平衡及跨境資金流

在雷曼兄弟倒閉後，2008年第4季出現強勁的跨境資金淨流入。跨境資金淨流入達1,502億港元，包括經常帳盈餘884億港元及私人金融資金淨流入618億港元(圖4.14)。私人金融資金淨流入主要來自本地居民海外持有的貨幣、存款及貸款的減少，其中流入額達5,294億港元。情況與香港居民將海外資金匯返本港及將較早前建立的套利交易進行平倉的消息相符。與此同時，香港居民增加其海外債務證券投資，資金流出達3,051億港元，與香港銀行增加其所持美國國庫券的報道一致。在全球金融危機的最嚴重時刻，非香港居民是本地股票及債務證券的淨出售方，出售額分別達256億港元及222億港元。他們亦減持在香港的貨幣、存款及貸款達1,382億港元。

跨境資金淨流入在2009年首3季持續，但季度流入淨額並未如2008年最後一季般強勁(圖4.14)。其中經常帳盈餘在首兩季大致穩定，在2009年第1季為430億港元，而在第2季為445億港元，其後在第3季縮減至275億港元。經常帳盈餘在第3季縮減，是受到商品貿易逆差擴大的影響(圖4.15)。與此同時，私人金融資金淨流入持續，資金流入在2009年第2季尤其強勁，達722億港元，較2008年第4季的618億港元多。

在2009年首9個月的私人金融資金淨流入，主要由香港居民減持於海外的貨幣及存款所帶動(合共5,139億港元)(表4.D)。儘管非香港居民在第1季及第2季繼續減持其於香港的貨幣、存款及貸款，但此一趨勢在第3季隨著全球經濟復甦而被扭轉。雖然非香港居民在2008第4季是本地股票證券的淨出售方，但來自他們的股票證券投資資金流入在2009年首3季合共達218億港元(表4.E)。在該期間內，本港股市指數隨區內市場顯著反彈，首次公開招股集資活動暢旺，香港經濟亦逐漸復甦。該等股票相關跨境資金流入可能在某程度上刺激對港元的需求，但金額似乎較同期的港元資金流入金額為少。

表 4.E
跨境有價證券投資資金流

(億港元)	2008 第4季	2009 第1季	2009 第2季	2009 第3季
來自香港居民				
股票證券	-357	-890	-490	-291
債務證券	-3051	1650	-1988	-490
來自非香港居民				
股票證券	-256	48	165	5
債務證券	-222	-60	39	24

註：正值顯示資金流入。

資料來源：金管局及政府統計處。

但是，國際收支平衡統計內的股票證券資金流數字有可能低估流入港元的資金淨額。首先，非香港居民認購在香港上市的內地公司新股份，而有關認購通常涉及港元資金流入，但由於有關交易在非香港居民之間進行，因此並不會計入國際收支平衡。在2009年間透過股市集資所得超過5,000億港元，當中估計約70%或3,400億港元來自內地公司集資。由於大部分發售涉及國際配售，及因此涉及不少海外投資者，故大量資金可能因此流入港元。其次，香港居民認購內地公司在香港的首次公開招股股份，通常不涉及港元流出。但是，按照定義，香港居民與內地居民之間進行的該等交易會被視作國際收支平衡帳下的跨境資金流出而在股票證券資金流淨額中被扣減。2009年首3季錄得大量來自香港居民的股票資金流出，極可能與內地公司相關的本地首次公開招股活動有關(表4.E)。

資金流展望

踏入2010年，港元資金的流向仍然非常不明朗。假如全球金融狀況惡化，則港元可能再次吸引避險資金流入。另一方面，假如美國的貨幣狀況回復正常，而美元與港元之間的息差擴大，則較易吸引套利交易，並將會引致港元資金外流。

權衡各方面的影響，未來流入及流出港元的資金流，極可能受股票相關資金流所主導。內地發行人匯走本地籌集的資金，可能會對港元匯率造成下調壓力。根據非正式的證據顯示，在2009年11月底，內地公司集資所得約四分之三的资金(約2,600億港元)可能仍然以香港或內地銀行體系的港元存款形式持有，並未兌換為人民幣或其他貨幣。另一方面，由於集資活動極可能於2010年維持活躍，預期會有更多資金流入港元。

資產市場

受貨幣市場流動資金充裕、物業價格急升及內地經濟強勁增長支持，本港股市在2009年下半年持續大幅攀升。然而，由於世界各地的中央銀行對如何及何時退出寬鬆貨幣政策存在不明朗因素，股市極可能在2010年表現波動。

住宅物業市場在下半年仍然整體上維持暢旺，並無因接近年底時出現降溫跡象所影響。然而，在利率處於異常低水平、流動現金充裕及中國內地保持強勁增長的環境下，在資產市場採取與過度槓桿的風險及誘因仍然存在，公眾人士及金管局務須提高警惕。

圖 4.16
香港股票價格



4.4 股市

本港股市在2009年下半年持續強勁反彈(圖4.16)，在大量資金流入香港的情況下，恒生指數在11月中創下22,943點的16個月高位。受到首次公開招股市場強勁復甦及低息環境支持，牛市氣氛令表現突出的市況持續。內地的經濟前景改善，特別是其實質本地生產總值分別在第3季及第4季與去年同期比較進一步加快至8.9%及10.7%，亦為本港股市帶來支持。與此同時，本港股份的期權引伸波幅已大幅回落至金融危機前的水平(圖4.17)，顯示在流動資金推動及前景更為樂觀的形勢下，股市中的短期不明朗因素較危機時有所減退。

圖 4.17
期權引伸波幅



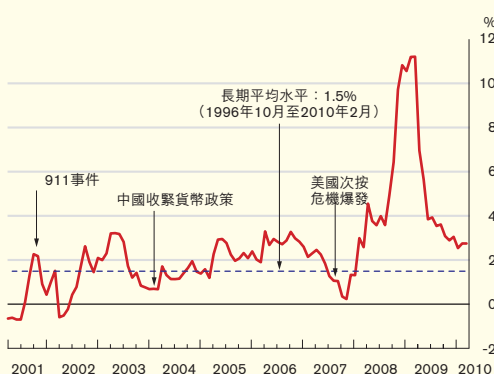
然而，杜拜世界試圖進行債務重組，引致可能是繼2001年阿根廷債務重組以來最大的政府違約風險，令股市升勢在接近2009年底時無以為繼。此外，由於不斷有討論指可能出現資產泡沫及資金流逆轉的風險，令市場進一步受到打擊。中國人民銀行在2010年1月突然宣布調高存款準備金率後，面對內地日後就收緊貨幣政策而採取的其他措施，投資者的投資

圖 4.18
恒生指數市盈率



資料來源: CEIC。

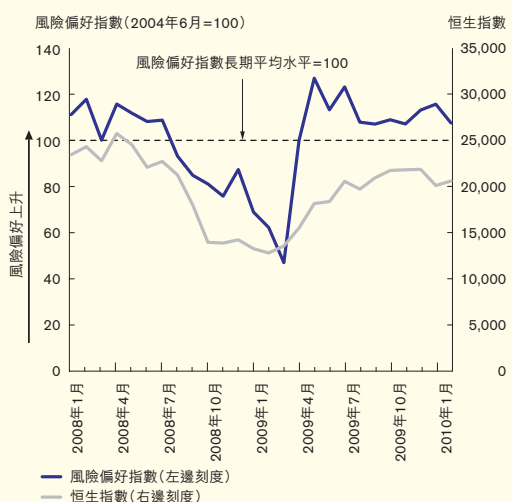
圖 4.19
恒生指數盈利收益及無風險債券之間的差價



註：差價以恒生指數盈利收益及10年期外匯基金票據之間的差額計算。

資料來源：彭博及職員估計數字(《金管局研究備忘錄》，編號10/2006)。

圖 4.20
風險偏好指數



資料來源：彭博及職員估計數字(《金管局工作論文》，編號05/2007)。

意欲漸見低沉。美國政府建議限制金融機構的坐盤交易及其規模，亦引起市場關注目前的股票估值能否持續。如圖4.18所示，恒生指數的市盈率在2009年3月至11月期間以來已上升接近三倍，突破20倍的水平。隨著近期的市場調整，市盈率下降至18.4倍，但仍遠較長期(1973年5月至2010年2月)平均水平的14.9倍為高。儘管如此，恒生指數及H股指數仍能在2009年6月至2010年2月期間錄得升幅，分別上升13.4%及10.7%。

由於恒生指數成分股的盈利收益與無風險資產回報之間的差價自2009年初的11.2%高位驟降至目前的2.7%低位，令投資於本港股票的長期吸引力下降。由於有關差價降至接近1.5%的長期平均水平，股票已被視為較數月前更為昂貴(圖4.19)。

隨著恒生指數在20,000點水平徘徊，投資者似乎變得更為審慎，承受更大股票風險的偏好指數自2009年8月起亦漸趨平穩(圖4.20)。面對全球各地中央銀行將如何及何時退出寬鬆貨幣政策存在重大不明朗因素，投資者將會繼續尋找確認全球經濟復甦的更多證據，因此，本港股市在2010年極可能會表現波動。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場在2009年下半年整體上仍然暢旺，樓價及成交量均進一步上升。由於住宅單位供應緊張，在持續低息環境、大市氣氛回升及高淨值人士及公司(包括來自內地及海外的人士及公司)購買意欲增加的帶動下，第3季的房屋需求仍然殷切。然而，準買家關注其置業承擔能力及金管局就高價樓宇住宅按揭的貸款與價值比率(即按揭成數)發出新指引，令熱烈的購買氣氛在第4季放緩。¹³ 近期的成交走勢亦反映了這個情況，成交宗數自5月至9月的高峰期內每月11,000宗以上，逐步回落至12月的9,108宗。

¹³ 自2009年10月23日起，香港的認可機構宜降低價值2,000萬港元或以上物業的貸款與估值比率至60%。2,000萬港元以下物業的貸款與估值比率則仍為70%，但最高貸款額上限將為1,200萬港元。

圖 4.21
住宅物業價格及成交量

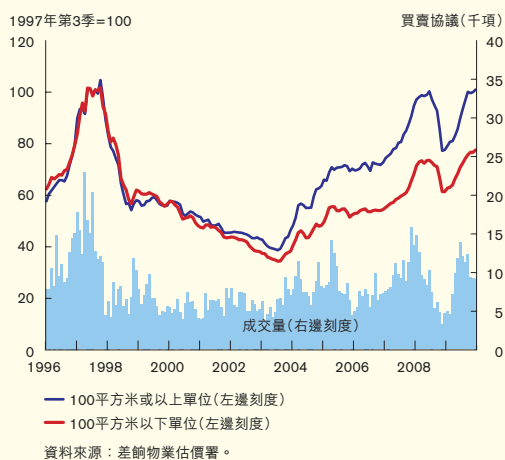


圖 4.22
中高檔住宅及豪宅環節對普羅大眾市場在單位價格上的傳透效應
(按前者價格增加 10% 計算)

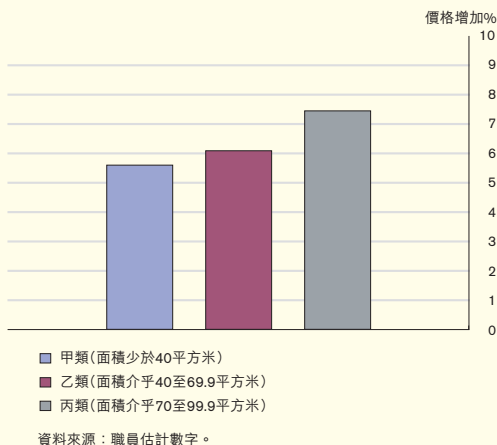
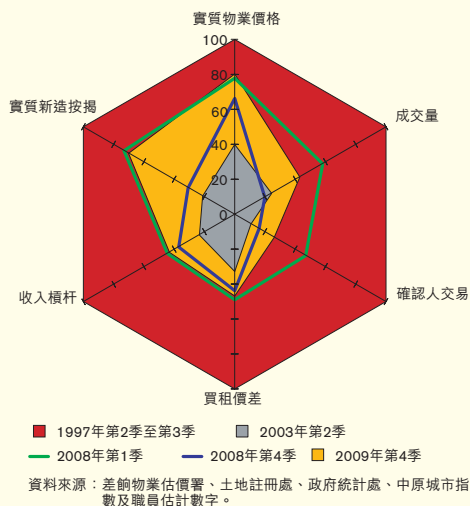


圖 4.23
房屋市場的圖表分析



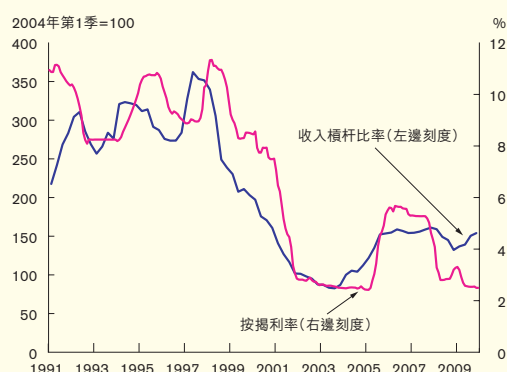
與此同時，住宅物業價格在第 4 季較為平穩發展，按季升幅從先前 2 季的 8% 以上降至 4.2%。中原城市指數及美聯樓價走勢圖的最新數字亦顯示，樓價在 2010 年初以較為穩定的走勢發展。然而，在 2009 年大部分時間出現的急速上升步伐，已令全年價格顯著上升 27.6%。尤其值得注意的是，中高檔住宅及豪宅環節（實用面積 100 平方米以上）的價格在 2009 年上升 28.5%，較中小型住宅環節（100 平方米以下）的價格增幅 27.4% 更高（圖 4.21）。前者單位的供應量僅佔香港房屋總供應量約 7.4%，但該環節的價格變動卻會對普羅大眾市場產生重要的傳透效應，因此必須緊密監察。根據簡單回歸分析顯示，中高檔住宅及豪宅價格上升 10%，中小型住宅環節的價格亦告上升 5 - 8%（圖 4.22）。¹⁴

在我們的圖表框架中列出的六個物業市場指標，是分析最近期住宅物業市場的實用工具。該等指標－實質房屋價格、實質新造按揭、成交量、確認人交易、收入槓桿比率及買租價差，都在過往 2 年大幅波動，由 2008 年第 1 季相當暢旺的時期，到 2008 年第 4 季陷入低沉時間，及後在 2009 年第 4 季已大致上回升至先前水平，不過，成交量及確認人交易則未見同步回升（圖 4.23）。¹⁵ 值得注意的是，收入槓桿比率及買租價差的近期走勢主要受當前異常低息的環境影響。雖然收入槓桿比率在 2009 年下半年內上升，仍較長期平均水平為低，

¹⁴ 回歸分析使用大型物業（丁類及戊類單位，可銷售面積 100 平方米以上）以代表中高檔住宅及豪宅市場，而使用中小型物業（甲類、乙類及丙類單位，可銷售面積 100 平方米以下），以代表大眾市場。

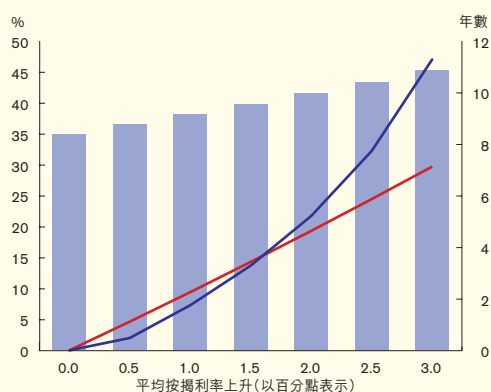
¹⁵ 1999 年及 2007 年確認人交易比率因印花稅率改變而出現數據間斷。

圖 4.24
收入槓杆比率及按揭利率



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

圖 4.25
按揭利率、還款額、還款期及
還款額對收入比率之間的關係



■ 還款額對收入比率¹(左邊刻度)
— 每月按揭還款額變動%²(左邊刻度)
— 延長還款年數³(右邊刻度)

註：

1. 首次還款額對收入比率35%及還款期不變，假設為20年。
2. 還款期不變。
3. 還款額不變。

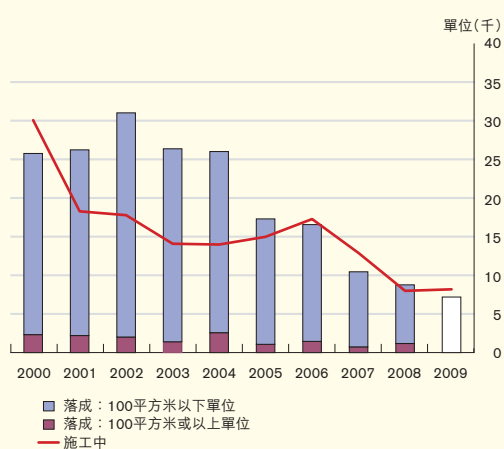
資料來源：職員估計數字。

是因為按揭還款額減少，有助舒緩樓價上升及個人收入減少的影響(圖4.24)。與此同時，由於租金成本逐漸追上樓價，令與租金相關的買租價差或置業成本(包括按揭還款及房屋權益的未付利息)下降。

物業價格在第2季及第3季的顯著及急速上揚，引起公眾關注物業市場過熱的風險。金管局在當時進行敏感度分析，顯示假如增長步伐不變並且持續多6個月，則物業市場過熱的風險將會顯著增加。幸而市場動力已於稍後時間放緩，而經濟基本因素亦有明顯改善。因此，迫在眉睫的過熱風險可算是暫時有所減少。然而，由於異常低息環境、流動資金過剩及中國內地強勁的環境不變，資產市場採取過度槓杆的風險及誘因仍然存在，公眾及金管局須提高警惕。尤其若低息環境結束時，部分按揭人若沒有為利率開支可能上升而作好準備，則或會陷入經濟困境。以簡單的情況說明，按揭利率自現時水平上升一個百分點，而假設還款期仍然為20年，則按揭還款額將會上升9.4%。若按揭人選擇還款額保持不變，則還款期將延長1.8年(圖4.25)。因此，按揭市場將出現的潛在風險會因利率上升而遞增。

為應對巨額資金流入及若干地區經濟體系的資產市場出現過熱的風險，我們已就貨幣政策在控制資產價格通脹的潛在角色進行更多討論。專題5分析在小型的開放經濟體系中，在管理資產價格通脹時使用貨幣政策時遇到的挑戰及匯率的角色。

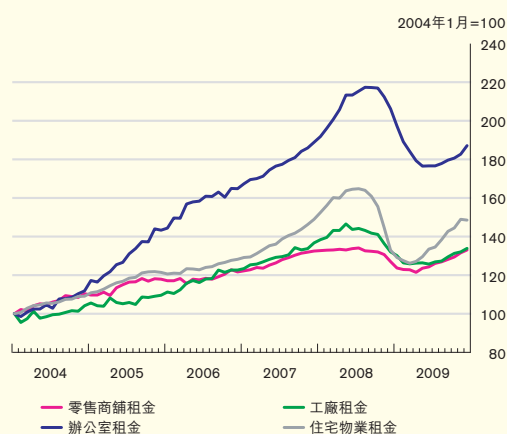
圖 4.26
私人住宅物業單位實際落成及施工情況



註：於2009年未有實質落成明細數字。

資料來源：差餉物業估價署、建築署及運輸及房屋局。

圖 4.27
分類物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

一手市場的供應狀況在2009年進一步緊張，原因是實際落成的新私人住宅單位下降18.2%至7,200個。¹⁶事實上，實際落成單位於7年間一直減少，自2002年31,100個單位下降至2007年的10,500個單位，而在2008年及2009年更低於這個水平。此外，中小型單位的供應量較大型單位的供應量跌幅更大。私人住宅單位動工量在2009年仍維持於8,200個的低水平(圖4.26)，儘管在第4季已出現顯著上升。¹⁷土地購置活動在2009年表現仍然呆滯，僅錄得零星個案。主要的交易只有位於白石角的2幅地皮，順利透過勾地表制度而進行拍賣。因此，私人住宅單位的供應狀況可能於短期內仍然比較緊張。

工商物業市場

工商物業方面，隨著商業活動逐漸復甦，售價及租金均在2009年下半年反彈回升。辦公室樓面方面，整體售價在6月至12月間上升12.2%，租金則輕微回升4.8%。零售商舖的售價亦同樣地較租金錄得更快速增長，在6個月內分別上升17.3%及8.8%。多層工廠單位樓面的售價及租金亦以相若幅度上升(圖4.27)。鑒於租金增幅普遍落後於售價增幅，令工商物業的租金收益在2009年間下降。

¹⁶ 該數字指已獲建築署發出入伙紙的私人房屋單位。

¹⁷ 該數字按承建商向建築署遞交的動工通知而計算。

專題 5 匯率制度與資產價格泡沫管理

隨著資產價格上升，香港及其他區內經濟體出現資產泡沫的風險增加，而有關貨幣政策能在控制資產價格上漲所起的作用備受關注。既然香港採取聯繫匯率制度，其中一個議題是，靈活的匯率以及獨立的貨幣政策，能否令香港更好地管理資產價格上漲。本專題探討小規模開放型新興市場經濟體，在運用貨幣政策來管理資產價格上漲方面所面對的挑戰，以及匯率在其中所起的作用。

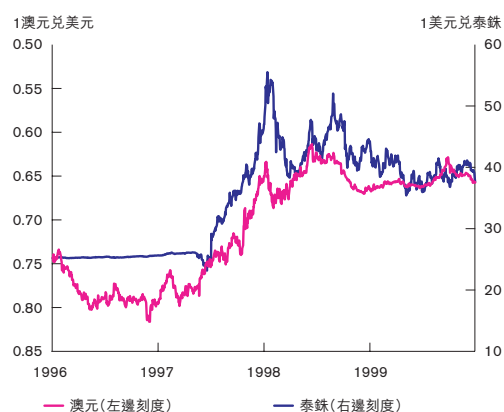
泡沫形成的環境

資產價格泡沫是指資產價格大幅上升而超越基本因素可支持的水平。當市場普遍預期資產價格將持續上漲時，泡沫可能正在形成。雖然各種文獻對貨幣政策狀況與資產價格泡沫的關係並沒有一致的結論，但信貸增長高於正常，似乎是資產泡沫形成的的一個重要元素。¹⁸

回顧歷史，沒有實證說明一個可以酌情調整利率的制度，會在控制資產價格泡沫方面，明顯的優勝於一些不能自行調整利率的地區。這點亦在一定程度上反映，槓桿程度是否過高，取決於借款的整體「條款及條件」或借貸標準，而非單單取決於信貸「價格」。以英國為例，該國於不同的匯率制度下，資產市場均曾經歷泡沫爆破，例如1720年發生「南海泡沫事件」時，英國採取的基本上是金本位政策，而在最近出現信貸市場泡沫之時，英國採取的則是浮動匯率。雖然香港在20世紀90年代樓市泡沫形成之時，採取的是貨幣發行局制度，但在美國最終導致次按危機的樓市泡沫，發生時則是採取自由浮動匯率制度。

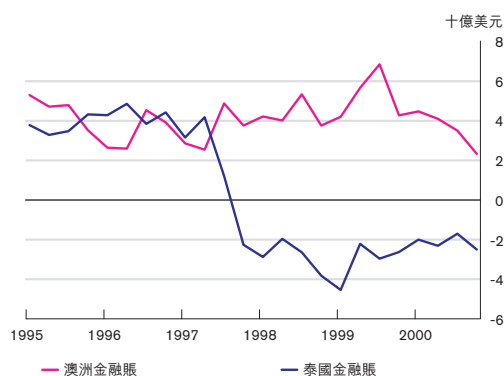
¹⁸ 詳情參閱國際貨幣基金組織(2009)，《World Economic Outlook》: Sustaining the Recovery (Washington, October)及Detken C. and F. Smets (2004)，「Asset price booms and monetary policy」，《歐洲中央銀行工作論文系列》，第364號。

圖 B5.1
澳元及泰銖兌美元匯率



資料來源：彭博。

圖 B5.2
資金流：澳洲及泰國



資料來源：彭博。

小規模開放型新興市場經濟體於管理資產價格上漲方面遇到的挑戰

就使用貨幣政策來管理資產價格上漲而言，小規模開放型新興市場經濟體面對特殊的挑戰。資金流入是其中最大的挑戰。資金流入通常反映新興市場經濟體所面對的結構性失衡，主要是因為其自身固有的優越盈利條件，所以平均均衡利率較已發展國家為高，從而鼓勵資金流入，對資產價格增添上調壓力。¹⁹ 同時，在新興市場，資金流轉迅速，令資產價格波動。比對澳洲及泰國在亞洲金融危機期間的表現，即可清楚說明這種情況。當時雖然澳元及泰銖雙雙大幅下挫，但在泰國資金急劇流出，而在澳洲這情況並沒有發生(圖B5.1及B5.2)。泰國央行 (The Bank of Thailand) 不得不提高利率，以抑制資金流出，但此舉壓抑經濟復甦，令原已下滑的資產價格雪上加霜。

資金流的順經濟週期性，亦令小規模開放型經濟體在運用貨幣政策來管理資產價格上漲時，情況更加複雜，尤其是面對資金流入的規模相對大的時候。在這情況下，於資產價格上升時提高利率，可能鼓勵更多資金流入，從而推高資產價格。例如，於2005至2006年期間，一些亞洲經濟體系接連出現資金流入、政策利率攀升及資產價格上升的情況。

此外，在不少情況下，上調政策利率未必可以充分抑制資產價格上漲。如果單單採用利率手段解決資產價格泡沫問題，可能就要將利率大幅調高，因為當價格上升動力已經形成，市場預期又極為樂觀，小幅加息對消解泡沫的作用甚微。略微上調利率，無法充分收緊借貸標準，因為批出信貸的標準，通常並非僅受信貸「價格」一項因素影響。

宏觀審慎監管的角色

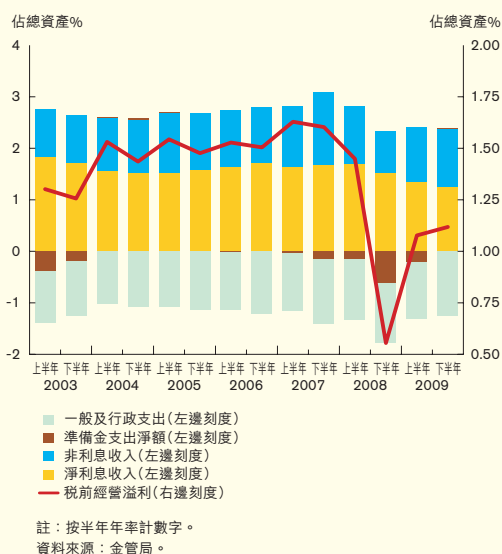
就此而言，宏觀審慎政策有助減低採取過激貨幣政策的需要，並提高經濟體的韌性，來應對資產價格的漲跌。能產生壓抑經濟週期效果的審慎措施，例如微調綜合貸款標準的措施，應可有助避免槓桿程度過高，抑制資產價格的暴漲暴跌，從而有助維持宏觀經濟及金融穩定。

¹⁹ 詳見Grenville (2007)，「Central banks and capital flows」，《香港金融研究中心特別報告》，第4號。

5. 銀行業的表現

隨著經濟基本因素好轉，零售銀行的盈利及資產質素於2009年下半年有所改善。由於資本額及流動資金繼續提升，即使百份百存款保證於2010年底到期，預期對銀行的資金狀況應只會有輕微影響。雖然如此，銀行應提高警覺因為他們面臨的主要風險主要取決於外界環境，尤其是美國經濟的前景。假如美國經濟繼續改善，銀行可能面對較明顯的利率風險。如果美國最終出現雙底衰退，貸款組合的信貸風險上升，仍足以對香港銀行業構成巨大挑戰。

圖 5.1
零售銀行盈利



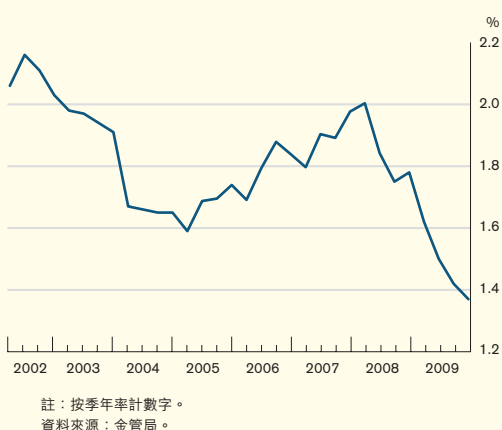
5.1 盈利及資本額

盈利

零售銀行於報告期²⁰內的盈利提升，原因是非利息收入²¹增加及輕微的準備金淨回撥所致（圖5.1）。但淨息差持續收窄，更於2009年第4季創歷史低位，對銀行的淨利息收入構成下降壓力（圖5.2）。

淨息差收窄是由多個因素所致。首先，在低利率的環境下，以香港銀行同業拆息為基準的貸款息差進一步收窄。3個月香港銀行同業拆息由2009年6月底至2010年1月底，下跌了

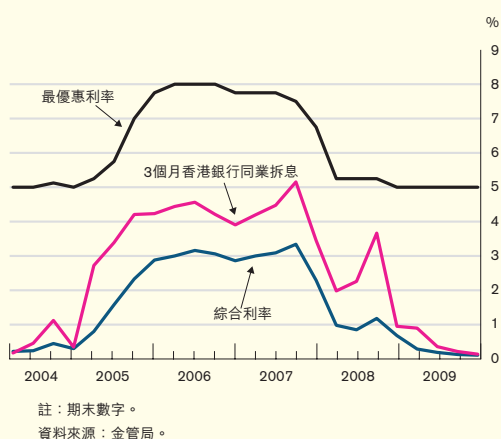
圖 5.2
零售銀行淨息差



²⁰ 除非另有說明，否則此章的報告期是指2009年6月底至2009年12月底的6個月期間。

²¹ 部分來自持有的投資項目的收益，及外匯業務及衍生工具交易的收益。

圖 5.3
綜合利率

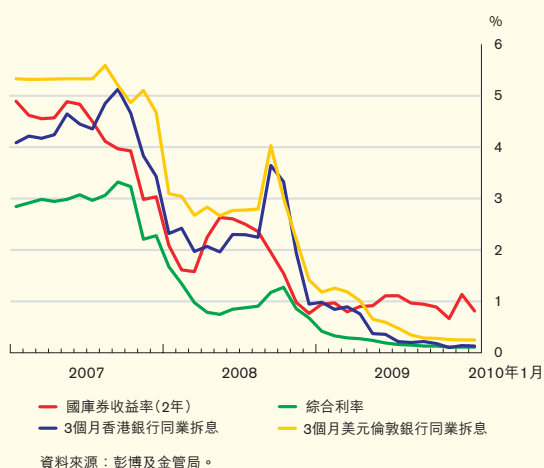


23基點，而反映零售銀行平均資金成本的綜合利率，則下跌了8基點（圖5.3），令息差收窄了15基點。²²

其次，按揭貸款競爭的加劇，可能已令以最優惠貸款利率為基準的貸款實際息差下跌。

最後，銀行繼續將其剩餘資金重新調配至更安全及更具流動性的資產，例如由政府發行但收益率普遍較低的債券（圖5.4）。鑒於淨息差已收窄，因此應該密切監察緩衝利率風險的空間（請參閱分節5.3）。

圖 5.4
美國國庫券息差

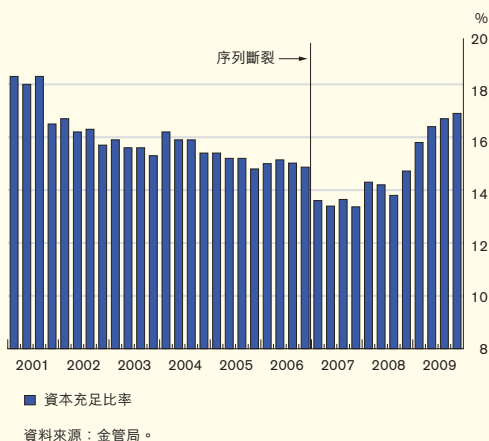


於報告期內，銀行業出現明顯復甦。尤其於2009年下半年²³，受到經濟基本因素改善支持，出現輕微的淨準備金回撥。這情況有別於2008年當次級按揭危機發生時準備金支出淨額大幅增加。準備金的這種隨週期而變化的模式足以加劇經濟週期的波動，因為準備金處於高水平可能削弱銀行的放貸能力。專題6研究香港銀行的準備金隨週期變化的程度，結果說明正如其他海外的銀行系統，香港銀行的準備金的設置模式具有擴大經濟週期性。

資本額

受惠於盈利上升、撥備減少及部分認可機構的集資行動，銀行體系的資本狀況持續改善。本地註冊認可機構的整體綜合資本充足比率由2009年6月底的16.4%，進一步增加至2009年12月底的16.9%（圖5.5）²⁴。

圖 5.5
本地註冊認可機構資本額

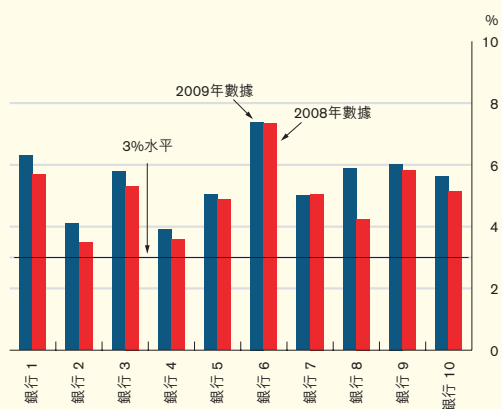


²² 由於在報告期內，較多批出的按揭貸款是以香港銀行同業拆息作為定價參考，因此香港銀行同業拆息的變動對淨息差有較大的影響。根據金管局進行的2010年1月住宅按揭貸款統計調查結果，以最優惠利率以外的利率（主要為香港銀行同業拆息）作為定價參考的新批按揭貸款所佔比例為62.6%。

²³ 隨着金融市場的改善，淨準備金回撥是與債券的持有相關的。然而，在2009年下半年的淨債務撥備仍然是正數，但已比2009年上半年回落。

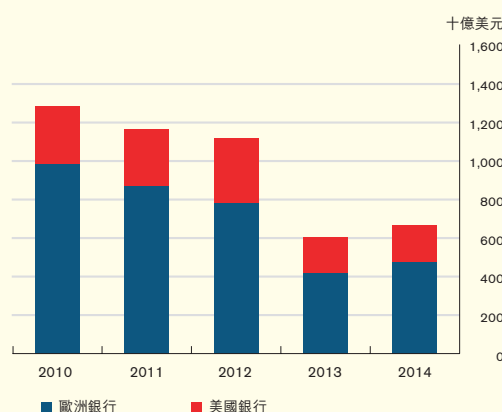
²⁴ 2007年1月1日推行本地註冊認可機構經修訂資本充足架構（《資本協定二》）。因此，自2007年3月起的資本充足比率不能與截至2006年12月底的數據直接比較。

圖 5.6
香港上市銀行的一級資本佔經調整總資產的比率



註：
 1. 綜合狀況。
 2. 數值較高代表槓桿水平較低。
 3. 一級資本佔經調整總資產的比率(亦稱為槓桿比率)與一級資本充足比率(定義為一級資本佔風險加權總資產的比率)並不可作比較。一般而言，槓桿比率遠低於一級資本充足比率。
 資料來源：各銀行的2008年年報及2009年中期報告及年報，以及職員的計算結果。

圖 5.7
美國及歐洲銀行所發行債券的到期情況



註：不包括可換股債券及公營銀行。
 資料來源：Dealogic。

另一項重要指標，即一級資本佔經調整總資產的比率²⁵亦顯示在2009年，香港大部分上市銀行的資本額出現改善，該等銀行的平均比率遠高於3% (圖5.6)。²⁶ 資本額改善主要反映資本增長高於資產的增長，表示在危機爆發後，香港銀行在獲取新資本方面可能並無遇到重大困難。²⁷

但從中期而言，香港銀行的集資能力受到全球銀行市場的兩項主要發展左右。首先，巴塞爾銀行監管委員會 (Basel Committee on Banking Supervision) 近期提議加強銀行的資金規定，意味著銀行或需要籌集更多資金，以符合新的資本規則。其次，由美國及歐洲銀行發行的債務證券，其中大部分將於2010年至2012年到期 (圖5.7)。對資金的龐大需求足以對全球資本市場構成巨大壓力，繼而阻礙了銀行的集資計劃。

相對而言，香港銀行集資普遍地有較大的優勢，原因是香港銀行在財務上普遍較美國及歐洲銀行穩健。然而，假如出現市況逆轉，不論是由於海外銀行無法為債務續期，抑或投資者不傾向參與銀行的股份發售計劃，都可能對一些國際上活躍的香港銀行集資時有明顯影響。

²⁵ 界定為總資產減去商譽、無形資產及遞延稅項資產。此定義類似美國的聯邦存款保險公司 (Federal Deposit Insurance Corporation) 於計算監管槓桿比率時所採用的定義。詳情請參閱銀行控股公司法 (Bank Holding Company Act) 的第225部分的附錄 D (<http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/6000-2200.html>)。

²⁶ 美國對一級資本佔經調整總資產的法定最低比率為3%。

²⁷ 同時，本地註冊認可機構的整體綜合一級資本充足比率 (即一級資本與風險加權總資產) 已自2008年9月起連續上升5季。於2009年12月底，一級資本充足比率為12.9%。

專題 6 香港銀行貸款虧損準備金的週期性模式

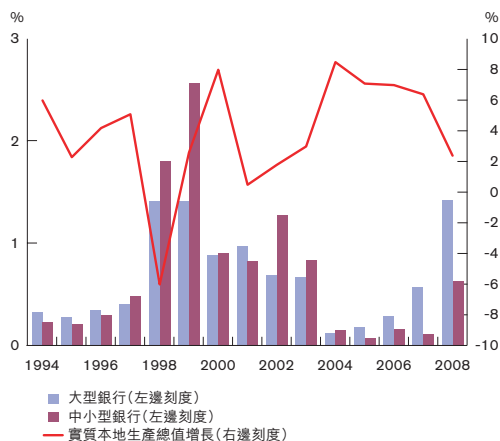
2008至09年的全球金融危機顯示，金融體系與實體經濟的相互作用，可擴大金融不穩定性及經濟週期的波動（即擴大經濟週期性，procyclicality）。因此，如何減輕金融體系的擴大經濟週期性是中央銀行政策中需解決的首要問題（金融穩定委員會，2009）。²⁸

其中，銀行的貸款虧損準備金 (LLPs)²⁹ 是導致金融體系擴大經濟週期性的主要因素。一般而言，銀行的貸款虧損準備金傾向於在經濟衰退期增加，在擴張期減少。當發生經濟衰退時，貸款虧損準備金的飆升可能對銀行盈利甚至其資本造成重大負擔，導致其貸款能力降低。這種信貸收縮將減少投資及消費活動，加劇經濟衰退。

因此，從審慎宏觀的觀點來看，了解一個銀行體系中貸款虧損準備金擴大經濟週期的程度極其重要。在此情況下，本專題研究香港銀行設置準備金的一些程式化事實。此分析基於12家香港上市銀行於1994至2008年期間的財務數據。所有選定銀行的主要業務均處於香港。為研究銀行規模是否影響設置準備金行為，樣本將分為兩個銀行組別：大型銀行及中小型銀行。

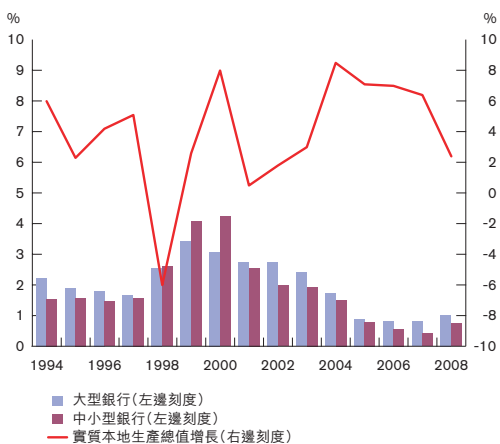
與其他經濟體系的銀行體系一樣，香港銀行的貸款虧損準備金也有擴大經濟週期性，即貸款虧損準備金傾向於在擴張期減少，在緊縮期增加。尤其是1998年及2008年亞洲金融危機及全球金融危機期間，實質本地生產總值增長率顯著下滑之時，貸款虧損準備金佔貸款總額的比率均明顯增加（圖B6.1及B6.2）。

圖 B6.1
貸款虧損準備金佔貸款總額的比率與
實質本地生產總值增長



資料來源：彭博。

圖 B6.2
貸款虧損儲備佔貸款總額的比率與
實質本地生產總值增長

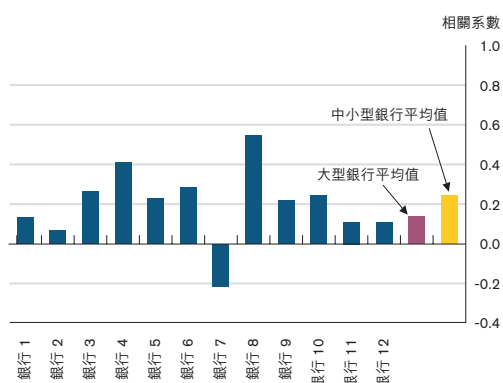


資料來源：彭博。

²⁸ 金融穩定委員會 (2009)，《Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System》。

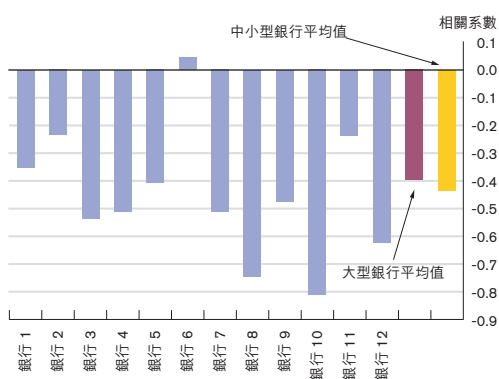
²⁹ 貸款虧損準備金指損益表中的壞賬開支。

圖 B6.3
貸款虧損準備佔貸款總額的比率與
除稅及準備前溢利的關係



資料來源：彭博及職員估計數字。

圖 B6.4
貸款虧損準備佔貸款總額的比率與
貸款增長的關係



資料來源：彭博及職員估計數字。

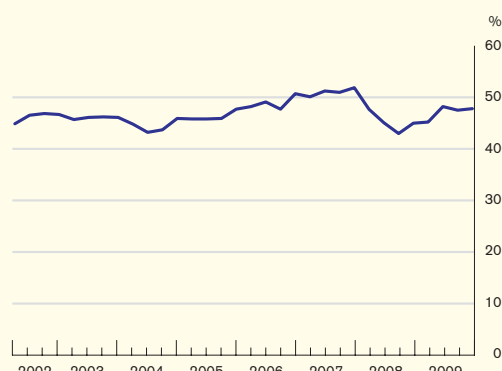
貸款虧損準備金擴大經濟週期的模式表明，銀行部門可能與宏觀經濟之間存在某種可擴大經濟週期的相互作用。實際證據大致上與國際證據相符。一個更重要的問題是：貸款虧損準備金的設置當中是否存在任何前瞻性或壓抑經濟週期性 (countercyclical) 的因素？

理論上，銀行擁有充分動機，避免貸款虧損準備金於整個經濟週期過度波動。具體而言，根據收入平穩化假說，為降低整個經濟週期的盈利波動，銀行可能在經濟上升期 (溢利較高時) 主動增加貸款虧損準備金，而在經濟衰退期 (溢利較低時) 主動降低貸款虧損準備金。數據似乎支持這一假說，因為可觀察到在 12 家銀行當中，11 家的貸款虧損準備金與溢利正相關 (圖 B6.3)。

貸款虧損準備金與貸款增長的關係亦可揭示貸款虧損準備金前瞻性的程度。實證研究一般顯示，貸款大幅增長通常是銀行資產質素顯著惡化的先兆。因此，伴隨高貸款虧損準備金的高貸款增長 (即正相關)，可能是銀行具前瞻性設置貸款虧損準備金的證據。然而，數據並不支持這一假說 (圖 B6.4)：貸款虧損準備金一般與貸款增長為負相關。

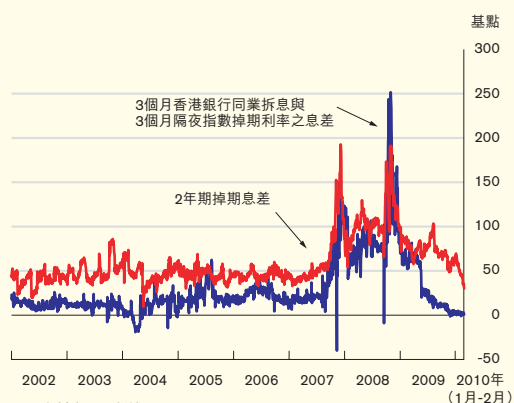
本專題的分析顯示，香港銀行的貸款虧損準備金具有擴大經濟週期性。儘管銀行設置準備金時似乎存在前瞻性考慮，但這些考慮不足夠。原因可能在於會計準則施加的限制或／及風險管理當中整個週期層面的考慮不足。

圖 5.8
零售銀行流動資金比率



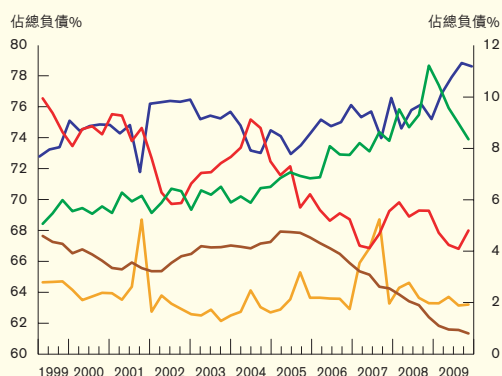
資料來源：金管局。

圖 5.9
3個月香港銀行同業拆息與
3個月隔夜指數掉期利率的息差及
2年期港元掉期利率之間的息差



資料來源：彭博。

圖 5.10
零售銀行負債結構



註：債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。
資料來源：金管局。

5.2 流動資金及資金來源

於報告期內，銀行體系的流動資金及資金來源狀況仍然表現穩健。零售銀行平均流動資金比率仍遠高於25%的最低監管要求，並自2009年第2季的48.2%下降至2009年第3季的47.5%後，在2009年第4季穩站於47.8%（圖5.8）。

資金持續流入為銀行同業市場提供充裕的流動資金，從而令短期的銀行同業流動資金供應情況進一步改善，更恢復至危機前的水平。這個情況更可見於3個月香港銀行同業拆息與3個月港元隔夜指數掉期利率³⁰的息差（量度銀行同業市場資金供應情況的指標）於2010年2月底下降至約1基點（圖5.9）。中期的銀行流動資金壓力亦逐步舒緩，其中2年期港元掉期息差收窄至30基點的溫和水平。^{31及32}

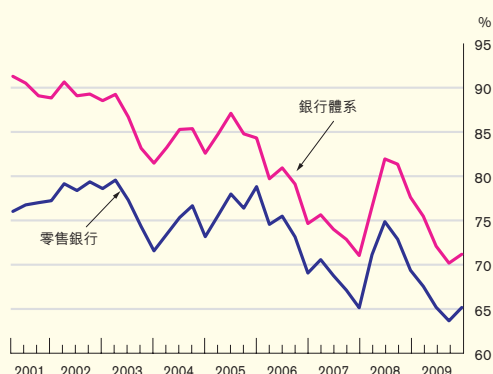
銀行負債的資金結構於報告期內保持穩定。客戶存款仍為零售銀行的主要資金來源。於2009年12月底，客戶存款佔總負債的比例從6月的77.9%，上升至78.6%（圖5.10）。

³⁰ 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部分與每日隔夜利率指數掛鉤。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差距進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動資金風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動資金風險溢價應該很小。因此，3個月期香港銀行同業拆息與3個月期隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動資金風險。

³¹ 掉期息差指「以定息換浮息」利率掉期之利率與相同年期外匯基金票據或債券的收益率之間的息差。

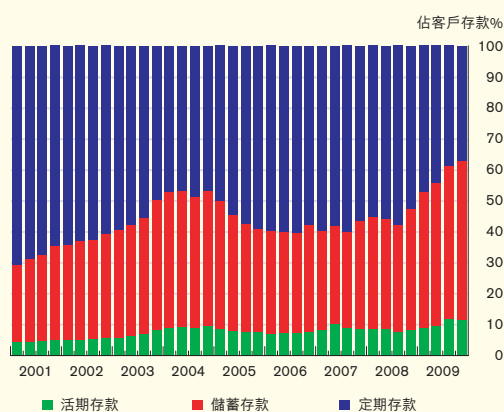
³² 有關影響港元掉期息差變動的因素的研究見許祖愷及林麗芳（2008），「是信貸或流動性因素引致港元掉期息差？」（英文版本），《金管局工作論文》，編號10/2008。

圖 5.11
港元貸存比率



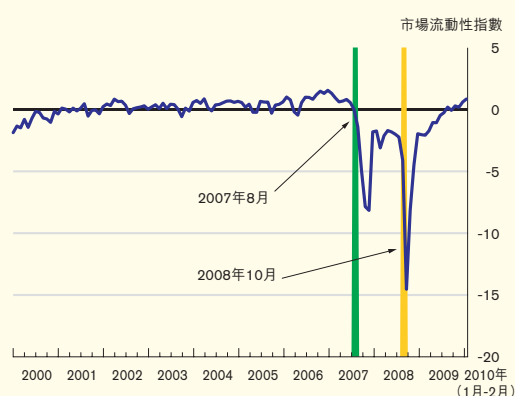
資料來源：金管局。

圖 5.12
零售銀行客戶存款結構



資料來源：金管局。

圖 5.13
市場流動性指數



註：較高的指數數值表示較高的市場流動性。
資料來源：根據彭博所提供數據計算的職員估計數字。

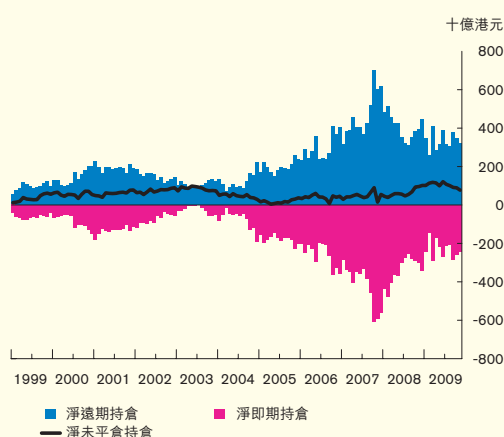
零售銀行以所有貨幣計算的貸存比率扭轉了下降趨勢，由2009年9月的45.5%上升至2009年12月的46.3%。而銀行業整體的比率則由51.0%微升至51.5%。這主要反映出在資金流入步伐放緩的情況下，2009年第4季的客戶存款輕微下降。同樣地，零售銀行的港元貸存比率由63.7%上升至65.2%，而銀行業整體的比率則由70.2%上升至71.2%（圖5.11）。但以歷史水平衡量，貸存比率仍維持在較低水平，顯示流動資金風險未必會成為銀行體系的主要問題。

雖然百分百存款擔保的臨時措施將於2010年底到期，但鑒於銀行體系的流動資金狀況理想，預計有關措施到期對銀行負債的資金結構影響將很輕微，尤其是將客戶存款在認可機構之間轉移或從認可機構轉移至海外銀行而產生的潛在資金風險應該很低。另外，為優化存款保障計劃而將現時保障額由10萬港元提高至50萬港元的建議，以及在金管局、馬來西亞中央銀行及新加坡金管局之間為協調退出對存款全額保障而設立的三方工作小組，均可以減低潛在風險。

但由於從定期存款轉移至活期及儲蓄存款的情況持續，若干銀行可能在資產及負債的期限錯配增加的情況下營運。情況可見於定期存款在2009年第3季下降10.2%，並於2009年第4季進一步下降5.3%。因此，定期存款佔總存款的比例由2009年6月的44.3%縮減至2009年12月的37.1%（圖5.12）。與此同時，儲蓄存款的比例由45.9%上升至51.4%，而活期存款則由9.8%上升至11.5%。

本報告引入了一項新指標以評估市場流動性風險（即由於市場深度不足或市場狀況混亂，出現銀行無法在不顯著影響市價的情況下輕易變現金融資產的風險）（圖5.13）。較低的市場流動性（即較高的市場流動性風險）會顯著削弱銀行出售其金融資產以滿足其資金需要的能力。因此，監察市場流動性風險對銀行體系的穩定性非常重要，尤其是當市場情況出現壓力的時候。

圖 5.14
外匯持倉



註：

1. 淨即期持倉指外匯即期資產減即期負債。淨遠期持倉指外匯的遠期購買減遠期出售。
2. 淨未平倉持倉定義為淨即期持倉加淨遠期持倉。
3. 對固定資產及樓宇的投資、海外分行資金、對海外附屬公司及關連公司的投資，以及貸款資金等結構性資產及負債並無計算在內。

資料來源：金管局。

市場流動性指標為就市場流動性挑選的四個計量工具而編製的綜合指數³³，顯示自金融危機於2007年8月爆發以來的市場流動性惡化及2008年9月雷曼違約事件後的急劇下跌。但該指數朝著長期平均水平迅速反彈，顯示市場流動性已改善至危機爆發前的水平。

外匯持倉

總外匯持倉反映了當銀行體系在其外匯負債到期時償還有關負債的能力。所有認可機構合計的外匯持倉量(包括即期及遠期)於2009年11月底為770億港元(圖5.14)，佔總資產的比例不足1%。這說明外匯風險未必會是一個主要問題。於報告期內，外匯持倉的變動保持穩定，其中淨即期長倉主要反映對日圓及歐元的長期持倉。由於即期長倉將被相關貨幣的淨遠期短倉大致抵銷，故銀行業並無重大外匯風險。

表 5.A
對按揭貸款息差的模擬影響^{1及2}

	基點
按揭利率定價	200
以香港銀行同業拆息拆借資金的貸款	
現時資金成本 ³	35
現時按揭貸款淨息差 ⁴	125
預期按揭貸款受衝擊後的息差減少	189
模擬按揭貸款受衝擊後的淨息差	-64
以定期存款利率拆借資金的貸款	
現時資金成本 ³	25
現時按揭貸款淨息差 ⁴	135
預期按揭貸款受衝擊後的息差減少	79
模擬按揭貸款受衝擊後的淨息差	56
以實質存款利率拆借資金的貸款	
現時資金成本 ³	7
現時按揭貸款淨息差 ⁴	153
預期按揭貸款受衝擊後的息差減少	51
模擬按揭貸款受影響後的淨息差	102

註：

1. 有關模型的詳細描述，見「銀行按揭貸款定價的利率風險」，《金管局研究備忘錄》，2005年5月。模擬期間為截至2010年12月止的12個月。模擬根據截至2010年1月底的市況進行，並運用截至2009年12月底的每月平均數據。
2. 在香港銀行同業拆息上升300基點，每月上升25基點的情況下。
3. 代理指標為根據資金來源劃分的選定零售銀行綜合利率簡單平均數。
4. 現時按揭貸款淨息差是從平均按揭貸款定價中減去資金成本及營運成本和信貸成本得出。營運成本及信貸成本估計分別為30基點及10基點。

5.3 利率風險

流動資金充裕但缺乏投資及貸款商機，令按揭貸款定價的競爭日益加劇。近數月批出的部分按揭貸款，在整個按揭年期的按揭貸款利率低至最優惠貸款利率減3.25厘，換算為實質按揭貸款利率約為2.00厘。息差收窄至這個程度，令市場關注到與定價相關的利率風險緩衝是否足夠，以及這種商業模式是否能夠持續。³⁴

尤其是當最優惠貸款利率與香港銀行同業拆息之間的息差幅度急劇逆轉時，或會導致銀行承受嚴重的基差風險，並迅速削弱其息差。在極端情況下，銀行的按揭貸款可能會成為無利可圖的資產。表5.A呈列在未來12個月利率上升對住宅按揭貸款淨息差影響的模擬結果。模擬過程中已考慮香港銀行同業拆息抽升300基點對最優惠貸款利率的傳導效應。衝擊

³³ 該指標由以下四種計量工具組成：(1) 3個月香港銀行同業拆息與3個月外匯基金票據收益率的息差；(2) 香港企業債券平均收益率與政府債券平均收益率的息差；(3) 主要香港股票的平均買賣差價及(4) 主要香港股票的平均回報對成交量比率。就各計量工具而言，於2000年1月至2004年12月期間的平均數值以零作為標準。請參閱Kyle (1985)，「Continuous auctions and insider trading」，《Econometrica》，第53期，第1315-1335頁。

³⁴ 作為一項預防措施，金管局先後於2009年9月17日及2009年10月30日向認可機構發出通知，以提醒認可機構注意在住宅按揭市場定價過於進取而可能引致的信譽風險、利率風險及流動性風險，以及再次提醒他們有關住宅按揭貸款的最佳經營手法。

幅度隱含假設了香港銀行同業拆息回升至危機爆發前的水平。結果顯示，假如香港銀行同業拆息於未來12個月上升300基點，則以香港銀行同業拆息融資的住宅按揭貸款淨息差將為負數(即64基點)。倚賴同業市場為按揭貸款組合拆借資金的銀行應密切監察基差風險。

為減輕基差風險，部分銀行積極向客戶推廣若干與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭計劃。然而，以有關計劃管理基差風險的效用可能有限，原因是根據有關計劃定出的按揭貸款利率一般以最優惠貸款利率減若干息差(如最優惠貸款利率減2.75厘)為上限。當香港銀行同業拆息上升速度顯著超過最優惠貸款利率時，銀行實際上所承受的基差風險，與依據最優惠貸款利率定價的按揭貸款一樣。

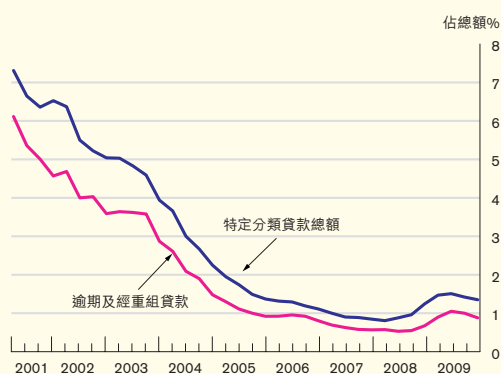
表5.B
與最優惠貸款利率掛鈎上限的
期權溢價數值結果

期限 (年數)	遠期 3個月香港 銀行同業拆 息加0.7厘	引伸 最優惠 貸款利 率上限	按年率計期權溢價 (基點)		100萬元 的分期 攤還本金
			($\rho = 0.90$)	($\rho = 0.45$)	
0.25	0.89	2.50	0.0	0.0	985,290
1	1.60	3.03	0.0	0.0	918,334
3	3.80	4.69	7.0	19.5	733,558
5	4.93	5.53	30.2	56.3	539,356
7	5.27	5.78	46.0	79.6	335,249
9	5.19	5.72	52.9	90.5	120,731
9.75	4.98	5.57	51.4	88.9	37,495
按分期攤還調整的溢價 (按年率計)			16.45	31.34	

註：

1. 引伸最優惠貸款利率上限=最優惠貸款利率減2.75厘。
2. 香港銀行同業拆息掛鈎利率=3個月香港銀行同業拆息加0.7厘。
3. ρ 指最優惠貸款利率和3個月銀行同業拆息的相關系數。

圖 5.15
零售銀行的資產質素



註：特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。

資料來源：金管局。

此外，由於提供相關計劃的銀行實質上是向客戶一併銷售按揭貸款及利率上限 (interest rate cap)³⁵，假如按揭貸款利率定價並未完全將與利率上限相關的「期權溢價」計算在內，則這些按揭計劃的定價可能會過低。事實上，表5.B顯示的估計數字表明，「期權溢價」將有重要影響，在不同情況下介乎16至31基點之間³⁶。因此，在管理基差風險上，銀行對與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭貸款定價上，除本身的資金結構以外，亦應考慮到期權所隱含的潛在成本。

5.4 信貸風險

在截至2009年12月止的6個月，零售銀行的資產質素輕微改善。特定分類貸款的比率由2009年6月的1.51%下降至2009年12月的1.35%，而逾期及經重組貸款的比率則由1.05%微跌至0.88% (圖5.15)。

³⁵ 在該類按揭計劃內含與最優惠利率掛鈎的上限可視為一項利率上限，而此利率上限支付於重設日期與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭利率與上限利率之間的差額。請參閱2006年12月的《貨幣與金融穩定情況半年度報告》專題8，「有關與香港銀行同業拆息掛鈎按揭計劃以最優惠貸款利率掛鈎作為利率上限的期權價值」。

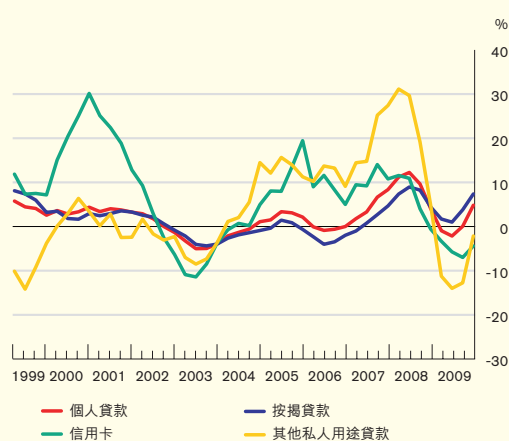
³⁶ 按分期攤還調整的溢價指按10年期分期攤還本金加權調整的單元溢價平均數。香港銀行同業拆息與最優惠貸款利率之間的相關值來自歷史數據。

表 5.C
預計未來 6 個月本地貸款需求

	12/2008	3/2009	6/2009	9/2009	12/2009
	佔所有受訪機構百分比 (%)				
大幅度上升	0	0	0	0	0
輕微上升	10	14	24	38	52
保持穩定	24	43	57	48	43
輕微下降	62	43	19	14	5
大幅度下降	5	0	0	0	0

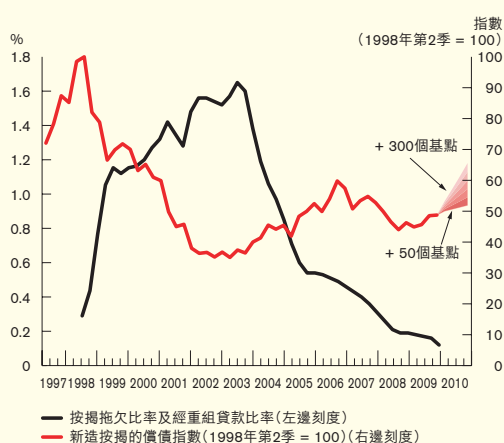
資料來源：金管局信貸狀況展望調查。

圖 5.16
認可機構提供的個人貸款按年增長



資料來源：金管局。

圖 5.17
新造按揭的償債指數



資料來源：職員估計數字。

由認可機構批出的本地貸款³⁷，在 2009 年第 3 季上升 1.6% 後，在 2009 年第 4 季微跌 0.7%，主要反映出股市的相關貸款減少。但是，短期內的貸款增長可能較上一份報告所述情況更為樂觀，在 2009 年 12 月金管局信貸展望調查的結果顯示，預期未來 6 個月本地貸款將會增長的受訪認可機構數目超過持相反觀點的機構數目（表 5.C）。

個人貸款

個人貸款在報告期內顯著增長。在 2009 年第 4 季，個人貸款總額³⁸ 按年增長 4.8%（圖 5.16），佔本地貸款的 33.9%。在 2009 年第 4 季，按揭貸款按年迅速增長 7.4%，而信用卡及其他私人用途貸款分別下降 4.4% 及 2.1%。

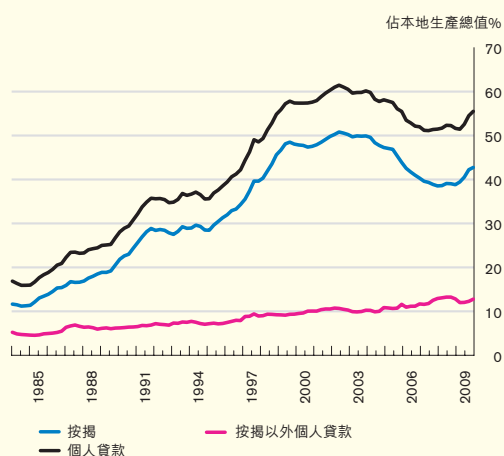
儘管多項指標均顯示住戶的資產負債狀況保持穩健，而住戶貸款的資產質量仍然理想，但一項敏感度測試顯示，按揭率上升可對住戶償債能力構成重大影響（圖 5.17）。在 2009 年第 4 季，新造按揭的償債指數³⁹（作為按揭借款人債務負擔的指標）由 2009 年第 2 季的 45.7 上升至 2009 年第 3 季的 48.6 後，進一步上升至第 4 季的 48.8（圖 5.17）。按揭債務負擔上升，主要反映平均按揭貸款額上升及住戶收入下降。在某程度上，低息環境有助將目前的債務負擔維持在可承受的水平。然而，如該圖所示，一旦利率上升至長期平均水平（例如：最優惠貸款利率上升 300 基點），在其他因素不變的情況下，新造按揭的償債指數將大幅上升至與 2000 年相若的水平。根據過往經驗，這指數急升，按揭違約亦會隨之而上升。因此，利率變動對住戶債務負擔的影響應受到密切關注。

³⁷ 界定為在香港使用的貸款加上貿易融資貸款。

³⁸ 個人貸款 (loans to households) 亦可譯作「住戶」貸款。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，但不包括撥作商業用途的貸款。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。

³⁹ 指數值上升顯示個人收入下降、利率上升或平均新造按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警個人貸款的資產質素惡化。

圖 5.18
住戶債務槓桿比率

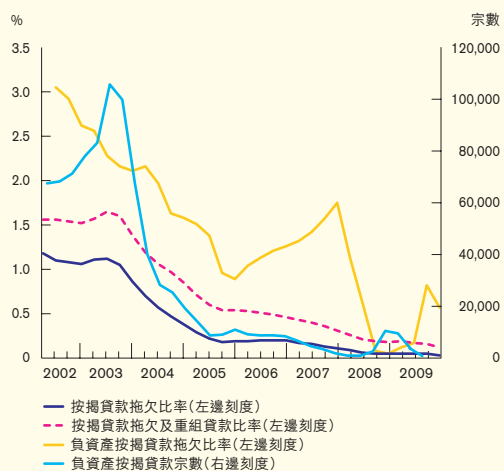


資料來源：職員估計數字。

此外，住戶債務與本地生產總值比率顯示住戶債務槓桿比率上升。於 2009 年 12 月底，該比率由 2009 年 6 月底的 52.6% 升至 55.5% (圖 5.18)，主要反映按揭貸款增加及經濟活動放緩。

儘管債務負擔及住戶的槓桿比率上升，但以過住標準而言，銀行整體按揭組合的資產質素仍然穩健。在 2009 年 12 月底，銀行整體按揭組合的拖欠及重組貸款比率仍然分別維持在 0.03% 及 0.09% 的較低水平 (圖 5.19)。物業價格的上升導致負資產按揭貸款個案由 2009 年 6 月底的約 3,800 宗顯著下跌至 2009 年 12 月底的 466 宗，佔銀行整體按揭組合的 0.1%。負資產按揭貸款拖欠比率由 2009 年 6 月的 0.17% 上升至 2009 年 9 月的 0.82% 後，於 2009 年 12 月降至 0.57%。該比率於 2009 年 9 月的增幅主要是反映負資產按揭貸款涉及的總貸款額的減幅大於拖欠款額的減幅。

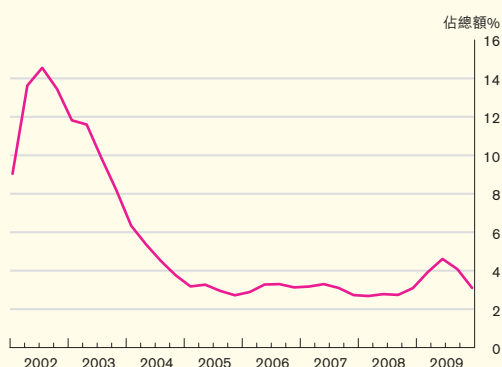
圖 5.19
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率



註：

1. 有關負資產按揭貸款拖欠比率的數字最早由 2002 年第 2 季起收集。
 2. 按揭貸款拖欠比率指拖欠 3 個月以上的貸款額與未償還總貸款額比率。
 3. 負資產按揭貸款個案於 2003 年 6 月底最高水平時約達 106,000 宗。
- 資料來源：金管局。

圖 5.20
受訪認可機構信用卡應收帳款的撇帳比率



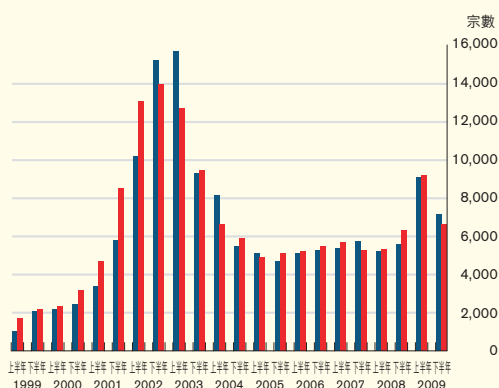
註：按季年率計數字。
資料來源：金管局。

於報告期內，無擔保住戶貸款的資產質量有所改善。以年率計的信用卡撇帳率由2009年第2季的4.61%降至2009年第3季的4.08%後，在2009年4季進一步下降至3.10% (圖5.20)。同樣地，與2009年上半年相比，個人破產令及破產申請個案於2009年下半年分別下降21.5%及27.8% (圖5.21)。

公司貸款⁴⁰

公司貸款在自2009年第2季起連續增長兩季之後，在2009年第4季下跌2.2%，這是因為對股票經紀及與財務及金融有關公司的貸款減少。於2009年12月底，公司貸款佔本地貸款的65.7%。⁴¹

圖 5.21
破產宗數



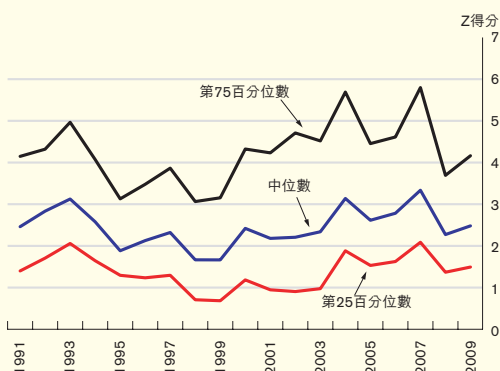
■ 破產令數目
■ 申請破產個案數目
資料來源：破產管理署。

以會計及市場為基礎的指標均顯示公司類別的財務穩健程度改善。然而，破產數字顯示信貸風險進一步惡化。由於以會計及市場為基礎的指標主要反映上市公司 (即大型公司) 的財務穩健水平，因此這些指標與破產數字之間的差異可能顯示中小型企業的財務穩健水平仍然疲弱。

⁴⁰ 不包括銀行同業間的貸款。

⁴¹ 公司貸款包括本地貸款，但不包括提供予專業人士及其他個人的貸款。

圖 5.22
非金融類上市公司破產風險指標：
Altman的Z得分

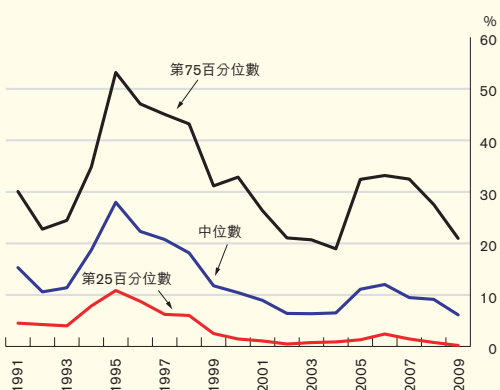


註：Z得分愈低，顯示公司破產機會愈高。
資料來源：根據Thomson Financial及彭博所提供數據計算的職員估計數字。

Altman的Z得分(以會計數據為基礎的典型信貸風險衡量方法)⁴²，顯示2009年非金融類企業⁴³的財務穩健程度全面改善(圖5.22)。回升的原因可能是有關行業的債務負擔及槓桿水平相對較低(圖5.23及5.24)。

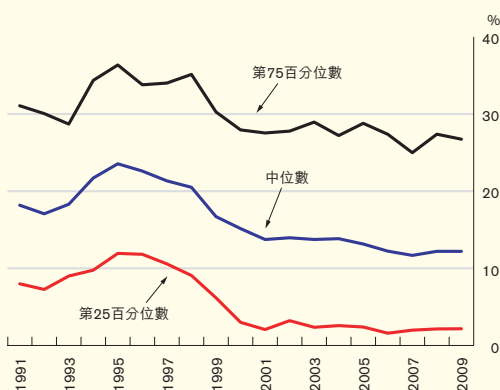
與此同時，以市場為基礎計算的香港企業違約風險指標於報告期內有所改善。恒生指數非金融類成分股公司的整體估計

圖 5.23
非金融類上市公司的收入槓桿比率



註：
1. 收入槓桿比率的定義為利息開支扣除利息及稅項前盈利的比率。
2. 數值越高，表示債務負擔越高。
資料來源：彭博。

圖 5.24
非金融類上市公司的槓桿比率



註：
1. 槓桿比率的定義為短期加長期借貸佔總資產的比率。
2. 數值愈高，表示公司的槓桿水平愈高。
資料來源：彭博。

⁴² 見Altman(2000)，「Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-scores and ZETA models」，《工作論文》，紐約大學。Z得分是典型的信貸風險指標，根據企業財務報表所載的一系列財務比率來評估該企業的穩健程度。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。

⁴³ 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。2009年數字僅為初步，並只涵蓋撰寫本報告時已公布2009年業績的公司。這些數字可能會作修訂，解讀時應該審慎。

圖 5.25
恒生指數非金融類成分股公司整體違約概率

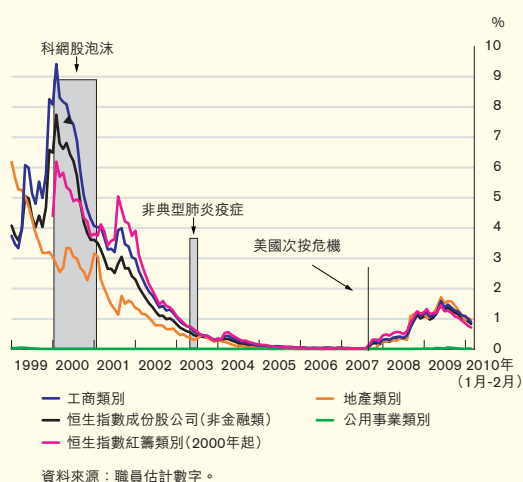


圖 5.26
清盤令及申請清盤宗數

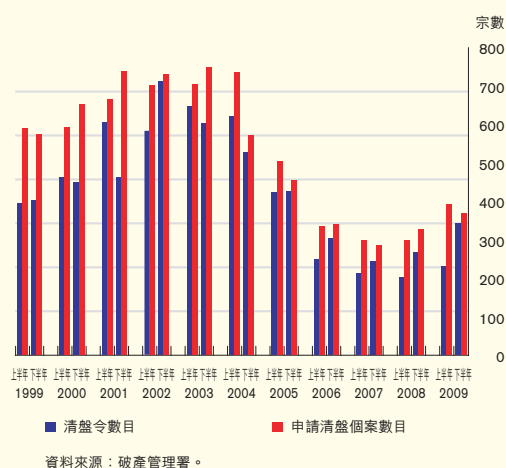
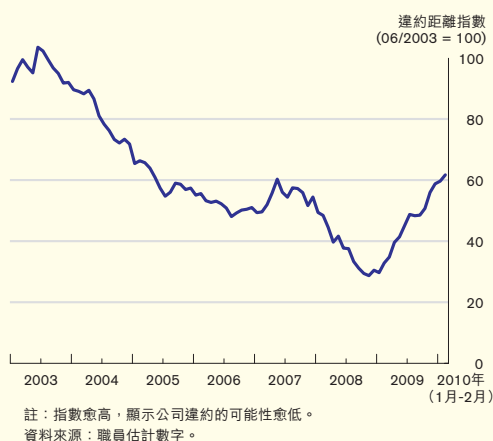


圖 5.27
違約距離指數



違約概率由2009年6月的1.3%，逐漸降至2010年2月的0.8% (圖5.25)。恒生指數三大分類成分行業及紅籌成分股的估計違約概率的走勢亦大致相若。

於報告期內的公司強制清盤令的數目增加。與2009年上半年比較，於2009年下半年，雖然清盤申請個案數目輕微下降5.9%，但公司強制清盤令的數目急升49.1% (圖5.26)。

中國相關貸款

零售銀行對非銀行類中資企業的貸款總額⁴⁴由2009年6月底的6,350億港元 (佔總資產的8.3%) 上升至2009年12月底的7,620億港元 (佔總資產的9.8%)。同期，就整體銀行業而言，非銀行類客戶的中國相關貸款總額亦由8,520億港元 (佔總資產的7.2%) 上升至10,040億港元 (佔總資產的8.3%)。與此同時，銀行業提供予企業及個人以供購置內地物業的貸款由2009年6月的139億港元，上升至2009年12月底的156億港元。

在內地政府前所未見的貨幣寬鬆政策及刺激計劃的支持下，中資企業的違約風險持續改善。上海證交所A股180指數非金融類成分股公司⁴⁵的整體違約距離⁴⁶指數從2008年底的低位繼續反彈回升 (圖5.27)。

信貸風險宏觀壓力測試⁴⁷

為評估香港銀行抵禦宏觀經濟衝擊的能力，我們運用宏觀壓力測試架構對銀行的信貸風險進行了壓力測試。⁴⁸ 有關評估

⁴⁴ 包括零售銀行設於中國內地從事銀行業務的附屬公司錄得的貸款。

⁴⁵ 非金融類公司指上海證交所A股180指數所有非金融類成分股公司 (即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)。

⁴⁶ 違約距離是根據市場計算的違約風險指標，其基礎是來自Merton (1974)所提出架構「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449-470頁，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。實際上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。請參閱Bharath and Shumway (2008)，「Forecasting Default with the Merton Distance to Default Model」，《Review of Financial Studies》，第21期，第3號，第1339-1369頁。

⁴⁷ 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。

⁴⁸ 模型公式詳情載於黃學元等人 (2008)，「A framework for stress testing banks' credit risk」《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第1 - 21頁。本文估計時使用更新版本的架構。

表5.D
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值
信貸虧損(%)

信貸虧損(%) ¹	基準情況	受壓情況			
		本地生產 總值衝擊 ²	物業價格 衝擊 ³	利率衝擊 ⁴	中國內地 國內生產 總值衝擊 ⁵
平均值	0.32	1.40	1.16	0.66	0.51
置信水平在90%的 估計虧損風險值 ⁶	0.66	2.44	2.05	1.28	1.04
置信水平在95%的 估計虧損風險值	0.88	2.95	2.52	1.63	1.36
置信水平在99%的 估計虧損風險值	1.46	4.15	3.66	2.56	2.20
置信水平在99.9%的 估計虧損風險值	2.56	6.07	5.62	4.12	3.72

註：

- 以估貸款組合的百分比計量。
 - 香港的實質本地生產總值由2010年第1季至2010年第4季期間連續4季各自分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。
 - 香港的實質物業價格由2010年第1季至2010年第4季期間連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。
 - 實質利率(香港銀行同業拆息)在第1季上升300基點，隨後於第2及3季不變，在第4季再上升300基點。
 - 中國內地的實質國內生產總值僅在第1季(即2010年第1季)下跌3.0%。
- 資料來源：職員估計數字。

將2009年第4季的經濟狀況假定為當前環境，並研究在未來兩年期間(直至2011年第4季結束)四種衝擊(包括香港實質本地生產總值下降、內地實質國內生產總值下跌、香港實質利率上升及實質物業價格下跌)對銀行業信貸虧損的個別影響。我們假設這些衝擊與亞洲金融風暴期間所產生的相若，⁴⁹並運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情況下的信貸虧損分佈，亦模擬了假設兩年期間並無出現衝擊的基準情況以供比較。

測試結果載於表5.D。在基準情況中，2011年第4季的預期信貸虧損佔貸款組合總額的比率為0.32%。在受壓情況下，預期信貸虧損比率顯著上揚，介乎0.51%(內地國內生產總值衝擊)至1.40%(香港本地生產總值衝擊)不等。上述本地生產總值衝擊可視為在美國可能出現雙底衰退所傳遞而來。⁵⁰壓力測試結果顯示，對香港銀行業信貸虧損比率的影響較為溫和。

若集中檢視信貸虧損分佈的末端，表5.D顯示在置信水平為99.9%的估計虧損風險值的極端情況下，銀行遇到不同來源衝擊時的最高信貸虧損比率會在3.72%(內地國內生產總值衝擊)與6.07%(香港本地生產總值衝擊)之間，與亞洲金融風暴後市場實際所經歷的相若。⁵¹

儘管如此，出現這些極端情況的可能性極低。

⁴⁹ 有關衝擊詳情請參閱表5.D的註解。

⁵⁰ 美國經濟增長自2008年第3季以來連續4個季度收縮，儘管其後在2009年第3季及第4季回升，但由於美國刺激方案規模下調及失業情況惡化，經濟增長回升能否持續仍然不甚明朗。

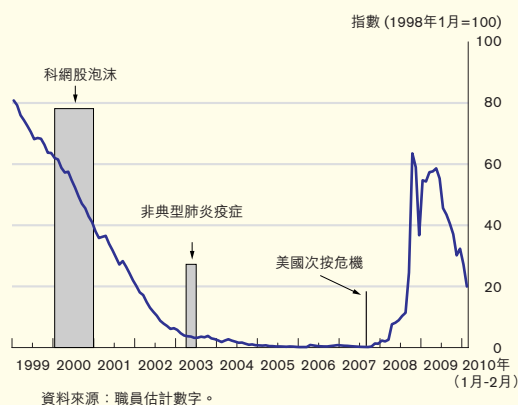
⁵¹ 估計銀行信貸虧損由亞洲金融風暴前的1.4%上升至該風暴過後的6.0%。這些粗略估計是根據假設違約損失率為70%得出，而整體貸款在1997年第3季及1999年第3季的實際拖欠率分別為2.01%及8.58%。

5.5 銀行體系的系統性風險

於報告期內，香港銀行體系的系統性風險仍然受到控制，加上宏觀經濟狀況趨向穩定。因此，根據綜合預警系統⁵²，銀行出現困境的概率繼續處於最低脆弱程度的範圍。⁵³

於報告期內，物業價格顯著上升，令人關注資產泡沫可能影響系統性風險。綜合預警系統顯示，物業價格對系統性風險的影響溫和。結果符合事實，近期物業價格的上升並非銀行業過度信貸增長所引致。⁵⁴ 然而，由於銀行透過其物業有關貸款（於2009年12月底佔本地貸款總額逾50%）而承受著明顯的物業市場風險，因此，仍須保持警惕。⁵⁵

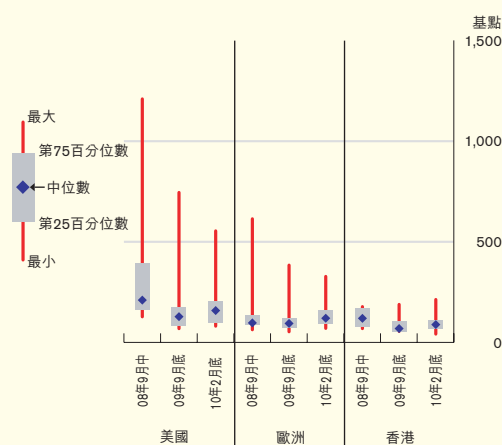
圖 5.28
香港銀行困境指數(1998年1月=100)



由於金融市場氣氛有所改善，多個以市場為基礎的指標顯示系統性風險處於較低水平。香港銀行困境指數⁵⁶ (1998年1月=100) 是一個以市場為基礎的系統性風險指標，該指數已由2009年6月底的55點進一步改善至2010年2月的20點(圖5.28)。

類似情況亦反映於信貸違約掉期市場內。於報告期內，市場整體的銀行信貸違約掉期息差普遍下降(圖5.29)，顯示銀行違約風險全面改善。更為重要的是，若干市場的風險水平(例如香港)已下降至雷曼兄弟破產前的相若水平。

圖 5.29
美國、歐洲及香港銀行的信貸違約掉期息差



註：按交投活躍的銀行信貸違約掉期的息差計算。
資料來源：彭博。

⁵² 綜合預警系統可根據10個領先指標估計銀行陷入困境的概率。這些領先指標包括：宏觀經濟基本因素、出現貨幣危機的可能性、銀行及非金融類公司違約風險、資產價格偏差、信貸增長，以及其他亞太地區有否出現銀行陷入困境的情況。詳情請參閱黃學元等人(2010)，「Predicting banking distress in the EMEAP economies」，《Journal of Financial Stability》，將出版。(doi:10.1016/j.jfs.2010.01.001)。

⁵³ 綜合預警系統是一個4級風險評級系統。我們採用Demirguc-Kunt及Detragiache (2000)，「Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach」，《World Bank Economic Review》，第14期，第2號，第287-307頁的方法來逐一選出4個脆弱度類別的上限，使與該等限度相關的第1類誤差分別為10%、30%、50%及100%。

⁵⁴ 此外，近期豪宅市場的物業價格升幅遠遠超過大眾住宅市場的價格升幅。

⁵⁵ 作為預防措施，香港金融管理局於2009年10月23日就價值2,000萬元或以上的住宅物業按揭成數(即按揭貸款與價值比率)上限向認可機構發出通告。價值2,000萬元或以上的住宅物業，將會實施六成按揭成數上限。詳情請參閱新聞稿「住宅按揭貸款的審慎監管措施」。

⁵⁶ 銀行困境指數在以前的報告中稱為香港銀行體系的複合違約風險指數。有關方法的詳情見余業榮等人(2006)，「評估銀行體系不償還債務的風險」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，編號06/2006。

圖 5.30
綜合金融壓力指數(1998年8月=100)



雖然銀行的信貸違約掉期息差普遍下降，顯示系統性風險有所減少，但美國及歐洲市場的部分銀行的信貸違約掉期息差仍處於相對高位。這情況持續威脅著全球銀行體系，因這些銀行的違約風險只要出現輕微惡化，便足以將風險迅速外溢至其他銀行。專題7設計了一種監測工具，用以識別在極端情況下香港銀行之間的系統性關聯。結果顯示，香港銀行體系存在系統性關聯。然而，鑒於信貸違約掉期市場推測的評估顯示，香港銀行的表現遠較美國及歐洲銀行為佳，因此產生自本地銀行業的外溢風險應較小。

在本報告內，引入了綜合金融壓力指數⁵⁷以測量香港金融業所承受的壓力。該指數已自2008年11月左右的近期高峰穩步下降自2010年2月的6.6點(圖5.30)，接近2007年8月的數值。指數穩步下降顯示，自雷曼倒閉後，香港所承受的金融壓力已在很大程度上得以消除，且現已被有效控制。主要原因是該指數的兩個主要成份 - 銀行體系及股票市場的壓力下降所致。

表5.E.載列銀行體系的主要表現指標。

⁵⁷ 綜合金融壓力指數是涵蓋香港金融業主要部門的一組金融變量的平均值。具體而言，這些金融變量包括TED息差、反向期限息差、銀行業困境指數，隱含匯率波動、股票市場波動及主權債券息差。該指數乃根據國際貨幣基金組織所構建的金融壓力指數類推而得，有關內容請參閱姚兆鋒等人(2010)「香港金融市場壓力評估指標—金融壓力指數」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，編號02/2010。

表 5.E
銀行體系的主要表現指標¹ (%)

	12/2008	9/2009	12/2009
利率			
1個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數)	1.89	0.10	0.08
3個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	2.50	0.23	0.15
最優惠貸款利率 ³ 與1個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	3.22	4.90	4.92
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	2.61	4.77	4.85
綜合利率 ⁴	0.68	0.13	0.11
零售銀行			
資產負債表狀況⁵			
存款總額	2.7	2.6	-1.0
港元	2.8	3.8	-1.4
外幣	2.6	0.9	-0.4
貸款總額	-3.1 ^r	2.4	0.6
本地貸款 ⁶	-3.3	2.1	0.0
在香港以外使用的貸款 ⁷	0.2	4.9	7.5
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-17.9	1.9	0.8
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	43.3	9.7	5.7
資產質素⁸			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	96.55 ^r	96.47	96.74
需要關注貸款	2.20	2.12	1.91
特定分類貸款 ⁹ (總額)	1.24	1.42	1.35
特定分類貸款 (淨額) ¹⁰	0.84	0.94 ^r	0.90
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.67	1.00	0.88
盈利			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 ¹¹	0.18	0.12	0.10
淨息差 ¹¹	1.84	1.51 ^r	1.48
成本與收入比率 ¹²	45.3	49.0 ^r	49.3
流動資產比率 (季度平均數)	45.0	47.5	47.8
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.05	0.05	0.03
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.34	0.46	0.34
撇帳率 — 按季年率計	3.09	4.08	3.10
— 本年度截至該日止以年率計	2.72	4.08	3.71
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率 (綜合)	14.7	16.7 ^r	16.9

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所報利率。

4. 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。詳細資料請瀏覽金管局網頁。

5. 季度變動百分比。

6. 在香港使用的貸款及貿易融資。

7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。

8. 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。

9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。

10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。

11. 本年度截至該日止按年率計數字。

12. 本年度截至該日止數字。

^r 經修訂數字。

專題 7

衡量香港銀行風險相互依存的程度⁵⁸

自從雷曼兄弟破產後，美國金融機構接連出現違約個案，證明銀行違約風險高度相互依存而且傳染性甚強。總體而言，這種相互依存性亦反映於銀行股價的聯動。然而，大部分衡量風險的傳統方法，包括估計虧損風險值(VaR)⁵⁹，並未明確將這一重要特徵計算在內。這個缺陷嚴重影響這些方法在監察系統性風險方面的有效性。直至最近，才有一些新的衡量方法面世⁶⁰，例如旨在捕捉風險相互依存程度的估計共同虧損風險值(CoVaR)。與估計虧損風險值類似，估計共同虧損風險值衡量在極端狀況下的損失，並可界定為當另一家銀行蒙受重大損失時，一家銀行的預期最高損失。假如銀行損失的相互依存程度較高，則應能觀察到估計共同虧損風險值超過估計虧損風險值。實際上，對於衡量各家銀行的風險相互依存程度，以及識別具有系統重要性的銀行而言，該超出的數值是一個實用的指標，在評估系統性風險時具有重大意義。

我們利用一系列在香港上市銀行的股價數據，估算當一家銀行的股票價值受壓時，某家銀行的股票價值在10個交易日的時間範圍，以及99%的置信區間內的預期最高損失。由於股票價值下跌一般意味實體的違約風險增加，估算結果可提供有關銀行違約風險相互依存程度的資訊。⁶¹

⁵⁸ 有關更多本專題的詳情，請參閱方栢榮、馮鏡波、林麗芳及余業榮(2009)「評估香港銀行相互依存的程度」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號19/2009。

⁵⁹ 估計虧損風險值界定為於特定時間範圍及既定置信區間內的預期最高虧損。

⁶⁰ 詳情請參閱《Global Financial Stability Report》，2009年4月，貨幣基金組織。

⁶¹ 理想情況下，應採用銀行的信貸違約掉期數據，原因是其可直接揭示銀行的違約風險。然而，只有少數本港銀行的信貸違約掉期數據可供採用。相較之下，股價數據更易取得，因而我們在這次研究中採用後者估算共同估計虧損風險值。值得一提的是，根據估價數據推斷違約風險在金融著作中是常見的做法。例子請見 Merton (1974), 「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」, 《Journal of Finance》, 第29期, 第449 - 470頁, 該文將股價、股價波幅及公司財務負債作為違約風險的決定因素。

估計共同虧損風險值法

為了獲得估計共同虧損風險值，我們首先運用分量回歸法，就每對銀行估算以下公式的結果：

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 R_j + \beta_2 R^{SPF} + \beta_3 IVOL + \beta_4 TED + \varepsilon$$

其中 R_i 及 R_j 分別為銀行 i 及 j 的10日股票回報率。估算過程納入三個控制變數，以調整股市及經濟狀況的差異，它們分別是 (1) 標準普爾500金融指數的10日回報率(R^{SPF})；(2) 恒生指數10日期權引伸波幅($IVOL$)；以及 (3) 1個月香港銀行同業拆息與1個月外匯基金票據收益率之間的10日息差(TED)。⁶² (1)及(2)分別用於反映美國及本港的股市狀況，而(3)則是本港短期流動現金狀況的代理指標。

透過分量回歸獲得系數估計數字⁶³後，再將其代入下列公式

$$CoVaR_{i,j} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 VaR_j + \hat{\beta}_2 R_j^{SPF} + \hat{\beta}_3 IVOL_j + \hat{\beta}_4 TED_j$$

$CoVaR_{i,j}$ 界定為在銀行 j 承受等於其估計虧損風險值(即 VaR_j) 的極高損失條件下，銀行 i 股票價值的預期最高損失，並可透過將 VaR_j 及三個控制變數 (R_j^{SPF} 、 $IVOL_j$ 及 TED_j) 的相關數值代入上式得到。

實證證據

估算樣本包括香港聯交所的12家上市銀行，有關銀行在本港均擁有大量業務。估算所用的每日股價數據涵蓋2006年1月4日至2009年5月22日期間。⁶⁴ 這些銀行依據其特徵分為三個組別，(i)國際銀行、(ii)本港銀行及(iii)內地銀行。這三個銀行組別的主要研究發現概述如下：

⁶² (2)及(3)在估算公式內為一階差分形式。

⁶³ 有關系數是透過將剩餘平方和 $\sum_i (0.99 - I_{\varepsilon \leq 0}) \varepsilon$ 最小化估算得出，其中 $I_{\varepsilon \leq 0}$ 為一項指標函數，其結果在 $\varepsilon \leq 0$ 時等於1，否則等於零。詳情請參閱 Koenker及Bassett (1978) 「Regression Quantiles」，*Econometrica*，第46期第1號，第33 - 50頁。

⁶⁴ 數據取自彭博。

圖 B7.1
三個銀行組別的估計共同虧損風險值及
估計虧損風險值的估計數字

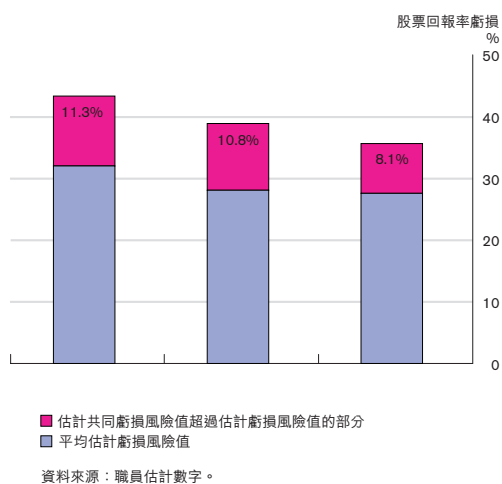
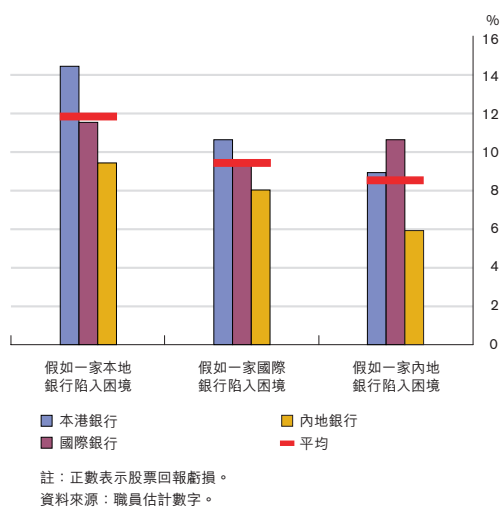


圖 B7.2
當一家銀行陷入困境時其他銀行股票價值的
預期最大虧損的估計升幅



- (1) 實證結果顯示，這些銀行的股票價值預期最大虧損具有相互依存性。圖B7.1列示了各銀行組別的平均估計共同虧損風險值及估計虧損風險值。顯然，它們的估計共同虧損風險值顯著大於對應的估計虧損風險值，這說明假如一家銀行蒙受極大的股票價值虧損，則其他同業的股票價值預期最大虧損將會增加。
- (2) 研究發現，本港銀行的風險相互依存程度最高，隨後是國際銀行及內地銀行。這結果可見於圖B7.1中3個銀行組別的估計共同虧損風險值超過估計虧損風險值的數值。具體而言，假如一家銀行蒙受極大的股票價值虧損，則本港同業在10日期間的預期股票價值最大跌幅將平均增加11.3%至43.3%，而國際銀行的跌幅將增加10.8%至38.9%。至於內地銀行，其預期最大虧損將增加8.1%至35.7%。
- (3) 陷入困境的銀行組別不同，對風險相互依存程度構成的影響亦不盡相同（圖B7.2）。特別是，當一家本港銀行陷入困境，會使其他同業的預期最大虧損平均增加11.8%，而一家國際銀行及一家內地銀行陷入困境所造成的影響，估計分別為9.4%及8.5%。

結論

實證證據顯示，與其他銀行體系類似，香港銀行業同業的風險相互依存程度較高。更為重要的是，儘管本港銀行規模一般較小，但以估計共同虧損風險值衡量，其系統重要性卻堪比其國際及內地同業，這可能是由於本港銀行風險內涵的共通程度較高所致。這項發現表明，雖然銀行規模是推動系統性風險的一個主因，但在評估系統性風險時，亦應考慮銀行風險狀況共通程度。

詞彙

總結餘

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

認可機構

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

支持資產／支持組合

外匯基金中指定用作支持貨幣基礎的一批美元資產。

支持比率

支持資產與貨幣基礎的比率。當初設立貨幣發行局帳目時，足夠的美元資產被撥入貨幣發行局帳目，為貨幣基礎提供105%的支持(支持組合)。根據財政司司長於2000年1月批准的新安排，若支持比率達到112.5%(觸發上限)，便會把資產從支持組合轉移至外匯基金資產的投資組合，從而把支持比率調低至110%。相反，若支持比率降至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。

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。

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。

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家認可機構參與。

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。