



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9月

本報告分析2010年2月底至2010年8月底期間的統計資料。



# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

2010年9月

## 目錄

<b>1. 概論</b>	<b>4</b>
<b>2. 全球環境及展望</b>	<b>10</b>
<b>外圍環境</b>	10
2.1 實體經濟活動及貿易	10
2.2 環球金融狀況	14
<b>中國內地</b>	16
2.3 產出增長、對外貿易及通脹	16
2.4 貨幣及金融狀況	19
<b>3. 本港經濟</b>	<b>27</b>
<b>需求</b>	27
3.1 整體需求	27
3.2 本地需求	28
3.3 對外貿易	29
<b>公共財政</b>	30
3.4 公共財政	30
<b>勞工市場狀況及產出缺口</b>	32
3.5 勞工市場狀況及產出缺口	32
<b>物價及成本</b>	34
3.6 消費物價	34
3.7 租金成本	36
3.8 勞工成本	36
3.9 商品及進口價格	37
<b>4. 貨幣與金融狀況</b>	<b>38</b>
<b>匯率、利率及貨幣動向</b>	38
4.1 匯率及利率	38
4.2 貨幣及信貸	41
<b>資金流</b>	48
4.3 資金流	48
<b>資產市場</b>	52
4.4 股票市場	52
4.5 物業市場	54
<b>5. 銀行業的表現</b>	<b>58</b>
5.1 盈利及資本額	58
5.2 流動資金及資金來源	61
5.3 利率風險	66
5.4 信貸風險	67
5.5 銀行體系的系統性風險	78
專題 1 中國內地的物業價格調整將如何影響其內需、銀行業及政府收入？	24
專題 2 在大量資金流入下的港元匯率動向	43
專題 3 香港人民幣銀行業務的近期發展及對港元的影響	45
專題 4 評估歐洲主權債務危機對香港銀行業的影響	63
專題 5 香港銀行於中國內地附屬銀行的近期發展	75

## 詞彙

---

# 1. 概論

---

儘管全球金融狀況轉壞，香港經濟仍能於2010年上半年穩步復甦。聯繫匯率制度繼續正常運作；港元匯率轉弱，逐步移離強方兌換保證匯率水平，顯示市場有淨資金流出。股市遭受下調壓力，反觀物業市場卻保持暢旺。銀行體系維持穩健，同時香港的人民幣離岸業務也取得重要的政策突破。

本地維持貨幣及金融穩定所須面對的風險，依然是息率持續低走及通脹逐步上升所誘發的投資槓桿過高情況。銀行應維持嚴格的批核標準，對資金流向波動可引致的利率及流動性風險保持警覺，同時亦應謹慎應對人民幣業務的發展。

## 外圍環境

全球經濟持續復甦，但發達經濟體系卻似乎失去增長動力。早前全球經濟走出谷底，展現強勢反彈，市場瀰漫一片樂觀情緒，但現在卻開始懷疑私營部門在沒有政策支持下是否有能力保持增長。市場越來越擔心下一輪擴張政策的效用，原因是減少現有債務的進度明顯乏善足陳，導致私營部門的信貸需求受到限制，以及政府持續發行公債的能力成疑，導致金融政策的施展空間受到制肘。

亞洲的復甦步伐維持強勢，第2季區內產出已超越全球金融危機爆發前的水平。來自中國內地的需求繼續支撐着貿易夥伴的出口，但受到中國穩定物業市場的措施影響，加上刺激經濟方案效用逐漸消退，增長勢頭與早前數季度相比已見回軟。

鑑於歐洲主權債務危機升級，加上美國經濟增長呈放緩跡象，環球金融狀況在過去6個月內再次受壓。歐洲主權債務危機所帶來的不明朗情況於第2季迅速擴散至環球銀行同業及信貸市場。由於市場曾對美國經濟進一步復甦感到樂觀，環球股市於回顧期初一度表現強勁，但上升僅屬曇花一現。期內的主要貨幣走勢，受制於歐洲主權債務危機的發展及美國經濟前景。

環球經濟增長及金融狀況前景仍然非常不明朗，令市場更堅信發達經濟體系在未來一段時間不得不繼續奉行擴張性貨幣政策。亞洲經濟體系的經濟表現預料將繼續比發達經濟體系強，故此誘發資金流入亞洲的總體環境將可能持續。

### 本地經濟

在本地需求殷切帶動下，香港經濟於2010年上半年繼續以強勁步伐，步出全球金融危機。然而，在存貨累積放緩的情況下，增長勢頭稍為轉弱，按季增長率由2.1%回落至1.4%。

勞工市場亦於上半年有所改善。經季節因素調整後的3個月移動平均失業率先在第1季跌至4.4%，經第2季輕微上升後，再於7月份明顯回落至4.3%。勞工市場得到改善，令失業率更接近其趨勢水平。本局計算亦顯示，產出缺口在第2季已回復至輕微正數。

誠然，通脹壓力似乎正逐漸形成。按季以年率計，基本通脹由2009年第4季的2.0%上升至2010年第1季的2.9%，其後於第2季放緩至2.0%。通脹壓力有望於2010年餘下時間維持溫和，但若物業價格持續攀升，住宅物業市場租金可能會較預期快傳遞至消費物價指數的租金組成部份，進而引發通脹上升的風險。

展望未來，預期本年餘下日子香港經濟將趨向溫和增長，原因是本地需求增長後勁不繼及外部需求減少。具體而言，存貨週期將近結束，而短暫刺激外部需求的因素(如發達經濟體系所帶動的財政振興方案)的效力亦正減退。市場普遍認為，實質本地生產總值將於2010年下半年才會逐步溫和上升，推高全年增長至5.6%。

### 貨幣狀況及資金流動

在強方兌換保證匯率附近停留了15個月之後，港幣即期匯率於2010年上半年回軟至7.78附近水平。由於並無觸發強方兌換保證，貨幣基礎於上半年無甚變化，而在第2季額外增發外匯基金票據的速度亦有所放緩。本地貨幣市場在歐洲主權

債務危機之下運作正常，但危機導致美元銀行同業拆息輕微上升，影響到本地銀行同業拆息向上調整。長期外匯基金債券收益率一度跟隨同期美國國庫券的相應收益率下跌，導致港元收益率曲綫至6月底進一步趨平。在零售層面，若干銀行曾於5、6月間調高定期存款息率，特別是年期較長的大額存款，但整體而言，各銀行的借款及存款利率均維持平穩。

本地貸款於第1季重上危機前的高位，並於第2季錄得同比增長14.0%，高於名義本地生產總值5.9%的增長。相比1997、98年間的亞洲金融危機，全球金融危機對本地貸款的首輪影響來得嚴重，但近期信貸復甦的步伐也快得多。本地貸款增長遍及不同種類，當中物業相關貸款仍是本地貸款增長的主要來源。雖然貸款額擴大，但港元廣義貨幣M3於2010年上半年度並未形成實質趨勢。這是因為部份本地信貸增長被資金流出所抵銷，情況可見於第2季度銀行體系內的外幣資產淨額下跌。

2008年第4季至2009年第4季期間資金大舉流入港元的情況已告一段落。有別於2008年年尾至2009年錄得流入資金約6,900億港元的情況，將認可機構與外匯基金一併計算在內的外幣資產淨額變化顯示第1季淨流入減至411億港元，而第2季的淨流出為765億港元。第1季無大量資金流入港元，部份原因可能是在股市波幅擴大下首次公開招股活動不及早前活躍，加上首次公開招股所得款項流出港元體系，以及市場關注中國內地可能收緊信貸，導致資金流走。第2季之所以出現資金外流情況，部份原因是反映市場對歐洲主權債務危機的憂慮，令投資者承受風險意欲下降，資金紛紛流入美元資產（特別是美國國債）作為「避風港」。

在2010年餘下日子，資金流向仍將非常不明朗。在全球金融狀況仍然波動的背景，股市集資活動、香港及內地增長前景較好、人民幣面臨升值壓力三項因素均可能繼續吸引資金流入港元。

## 資產市場

在2010年上半年內，市場一直擔心內地經濟可能放緩，而且歐洲主權債務存在着很多不明朗因素，致使本港股市持續受壓。作為本港股市表現基準的恒生指數於5月底跌至18,985點的10個月以來低位，其後中國人民銀行宣佈增加人民幣匯率浮動空間，加上歐元區的整體金融狀況相對回穩，恒指始見止跌回升。恒指成份股的市盈率從2月18.4倍跌至8月的15.8倍，仍略高於長期平均值14.9倍。然而，市場氣氛薄弱，投資者對股票的風險偏好指數於5月顯著跌至自2009年3月以來的最低水平，之後一直在低位徘徊。展望未來，鑑於全球經濟復甦或會差於預期，股市將可能繼續波動。

住宅物業市場在2010年上半年整體保持暢旺，樓宇價格繼續上升，交投量亦維持高企。至第2季，由於賣地成績未如理想，加上政府收緊新屋銷售管制，市場氣氛一度受挫，但到第3季則再現急劇的價格升浪。

雖然一般住宅價格仍較1997年高峰值平均低13.6%，但是豪宅價格卻已高出1997年高峰值6.5%。不過，由於中高檔及豪宅市場對一般住宅市場產生的傳遞效應，一般住宅價格今年升得更為急速，因此自2009年初至2010年7月的累計升幅已經與豪宅價格累計升幅大致相同。

其他相關指標同樣顯示物業市場有過熱風險。儘管包含息率負荷的指標（即收入槓桿比率及買租價差）在超低息環境下跌至歷史低位，然而實質物業價格、新造實質按揭貸款及樓價與收入比率皆已逐漸逼近1997年高峰水平。尤其顯著的是，樓宇的價格與收入比率顯著上升，原因是樓價升幅遠遠高於家庭收入增長。整體交投量雖然仍較1997年高峰為低，卻已經升至長期平均值之上。

房地產市場整體發展蓬勃，加上當前的超低息環境，投資者採用過度槓桿的風險及誘因仍然很大。對此，政府於8月公佈了新一輪政策，控制住宅物業市場的風險，包括增加土地供應、遏止一手市場投機活動，以及提高物業交易的透明度。金管局對住宅按揭貸款實施了更審慎的措施，包括要求

認可機構降低1,200萬港元或以上物業及非自住物業的按揭成數上限至60%。此外，金管局又規定認可機構將按揭申請人供款與入息比率的最高限額設定為50%，並要求認可機構就按揭申請人的還款能力進行壓力測試，假設按揭利率上升至至少2個百分點，且限定利率上升後的供款與入息比率不可超過60%。

## 銀行業表現

銀行業表現於2010年上半年續見改善。受惠於本地經濟的強勁增長，零售銀行錄得又一個半年的穩健溢利。資本額及流動性按照國際標準均屬充裕。資產顯著增長，其質素廣泛地獲得改善。期內，銀行業又在拓展香港作為人民幣離岸市場上取得多項重要的政策突破（見專題3），銀行業可望借助這系列的新產品線獲得明顯業務增長。

雖然如此，業界仍然面臨重大挑戰。短期內，儘管歐洲主權債務危機對銀行業的直接影響可能仍屬溫和，然而，因同業間的聯繫所致的蔓延風險卻可能顯著（專題4）。同時，在低息環境下，銀行之間競爭激烈，淨息差進一步收窄，淨利息收入因而受壓。按揭市場的價格競爭亦發生了顯著變化，客戶紛紛由最優惠貸款利率按揭計劃，轉往香港銀行同業拆息按揭計劃，此舉大大降低了實際按揭收益，短期內將繼續為銀行盈利帶來壓力。

儘管銀行業固有的資本雄厚，然而，當前溢利受壓，各銀行可能需較依賴發行股份滿足資本需求。未來兩年左右，若干發達經濟體系需要就銀行債務再次進行大型融資，假如屆時市場信心顯著下跌，可能會對全球銀行的集資活動造成影響。因此，全球資本市場的發展值得密切注視。

當前流動資金狀況維持良好，部份是由於2008年第4季以來資金流入而帶動的存款大量增加所致。資金流向逆轉可能導致存款下降。因此，銀行應警惕因資金流向逆轉所致的流動性風險。



信貸風險指標顯示家庭及企業貸款的資產質素均見基礎廣泛的改善。雖然如此，部份新造按揭卻可能比以前的有較高風險及較低回報。各銀行在中國內地的業務增長亦值得密切注視。若內地企業的財務狀況顯著變差及物業價格突然下跌，香港銀行設於內地的附屬銀行的資產質素可能會蒙受明顯影響。

縱然面對多項挑戰，銀行業的系統風險仍然處於低水平。展望將來，系統風險主要取決於資金流向及息率走勢的波動程度。資金流入的情況一旦出現逆轉，各銀行或須承受明顯的流動性風險。相反若低息期持續，資金繼續流入，則可導致資產市場過熱，增加貸款組合的信貸風險。銀行應保持警覺，及早制定監控措施防範這些風險。

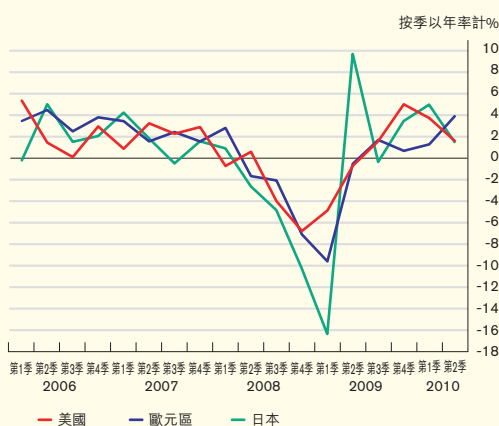
《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製。

## 2. 全球環境及展望

### 外圍環境

發達經濟體系於2010年上半年持續復甦。然而，其令人關注的公共財政可持續性及不明朗的財政政策帶來隱憂，經濟動力亦更有可能減弱。因此，市場人士亦預期發達經濟體系將在一段較長的時間內維持其寬鬆的貨幣政策。鑑於亞洲經濟增長依然強勁，資金將繼續流入該地區，政策制訂者勢將面臨嚴峻挑戰：一方面要紓緩通脹壓力、防止資產市場過熱，另一方面又要避免窒礙經濟復甦。

圖 2.1  
美國、歐元區及日本：國內生產總值



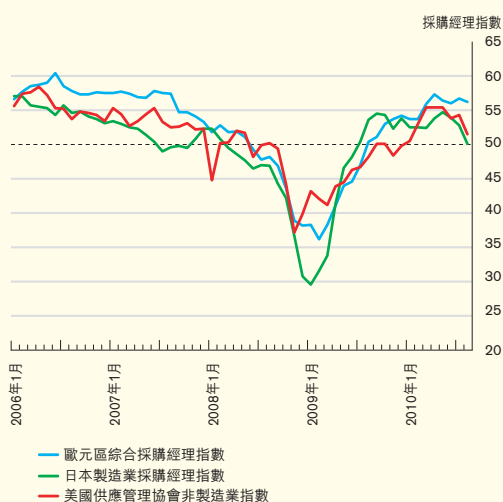
資料來源：美國經濟分析局、歐盟統計局及日本內閣府。

### 2.1 實體經濟活動及貿易

於2010年上半年，發達經濟體系的經濟持續復甦，但近期多項數據顯示，復甦動力正在減弱。美國、歐元區及日本於第2季分別增長1.6%、3.9%及1.5% (圖2.1)。<sup>1</sup>

自今年年初以來，經濟復甦已涵蓋更廣泛層面，但隨着庫存回補基本完成，經濟復甦動力亦已消減。近期數據顯示零售銷售及工業生產已放緩，另具有前瞻性的調查，例如採購經理指數，亦開始向下調至五十的關鍵水平，迫近至收縮範圍 (圖2.2)，這些有可能令收入及就業前景變得不明朗。在勞工市場方面，新增就業速度持續疲弱，失業率依然徘徊在歷史

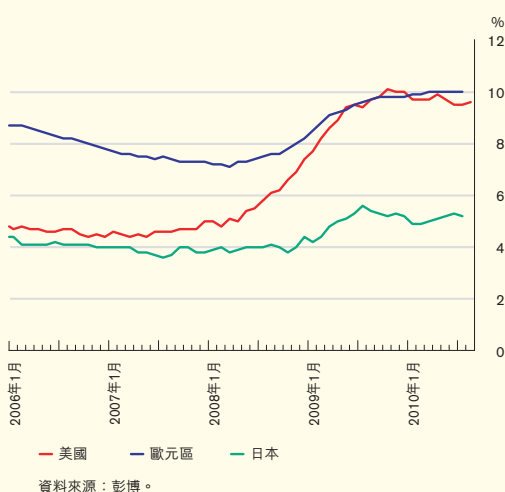
圖 2.2  
美國、歐元區及日本：採購經理指數



資料來源：彭博。

<sup>1</sup> 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、歐元區及日本：失業率

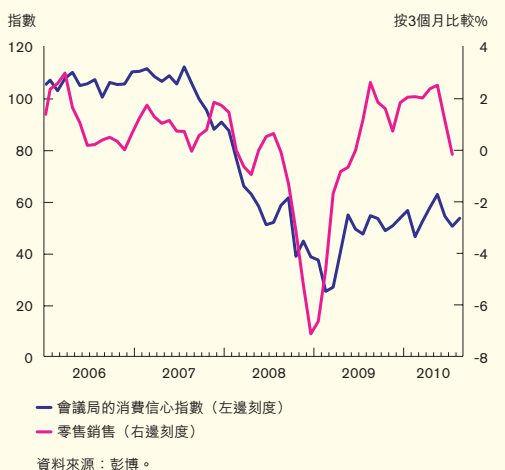


高位，其中在美國及歐元區維持在10%左右的水平，在日本亦超過5%（圖2.3）。對於收入及就業前景的憂慮，繼續影響消費信心，進而令消費支出受壓（圖2.4）。

勞工市場疲弱，加上產能過剩，對通脹壓力產生了抑制作用。美國及歐元區的整體消費物價通脹依然溫和，而日本則仍繼續錄得通縮（圖2.5）。

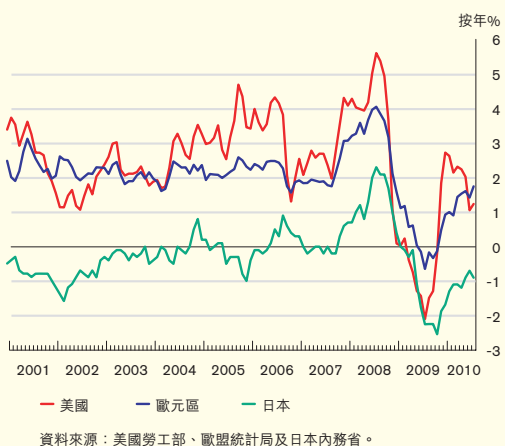
展望未來，主要發達經濟體系的前景仍然存在多項不明朗因素，失業率高企、財政緊絀且信貸環境堪憂，正在威脅經濟增長。當前經濟活動的恢復，一直依賴財政刺激政策及超寬鬆貨幣政策所驅動，故此復甦實力仍然相對薄弱。失業率居高不下，且失業期有延長之勢，很可能會壓抑消費信心，限制家庭消費。籠罩歐洲的國債陰影，亦意味各經濟體系有可能在可見未來加強整合公共財政措施。金融體系既仍存在諸多薄弱環節，儘管利率處於極低水平及已實施量化寬鬆／信貸寬鬆政策，信貸緊絀的狀況難望改善，對中小企業而言情況更甚。

**圖 2.4**  
美國零售銷售及消費者信心



面對日益增加的不明朗因素，政策制訂者可能會偏向於維護經濟復甦。此外，鑑於財政緊絀，寬鬆的貨幣政策或將持續一段時間。為力保其量化寬鬆政策立場，防止政策過早失效，美聯儲局最近決定將臨近到期的機構債務再投資於國庫券，以令其整體量化寬鬆持有量保持不變。金融市場認為，此舉意味着若美國經濟前景惡化，美聯儲局可能會採取進一步寬鬆政策。一旦出現這種情況，在多國收緊公共財政政策的前提下，歐洲中央銀行將為歐元區經濟提供進一步支持上面臨更大壓力。事實上，繼日圓走強後，日本中央銀行已面臨此類訴求。

**圖 2.5**  
美國、歐元區及日本：整體通脹



**表2.A**  
亞洲：實質國內生產總值增長

(按季以年率計%)	2009 第1季	2009 第2季	2009 第3季	2009 第4季	2010 第1季	2010 第2季
<b>新興工業化經濟體系</b>						
三國： <sup>1</sup>	-4.1	14.0	12.5	5.6	13.2	8.1
韓國	1.0	9.8	13.4	0.7	8.7	5.8
新加坡	-11.0	18.5	11.1	-1.0	45.7	24.0
台灣	-11.3	20.1	11.2	16.7	10.9	7.2
東盟四國： <sup>1</sup>	-3.4	7.9	6.1	10.2	9.2	4.9
印尼 <sup>2</sup>	4.3	4.7	6.3	6.5	5.3	6.5
馬來西亞 <sup>2</sup>	-14.3	11.8	9.9	12.5	6.6	6.6
菲律賓	-6.0	6.0	2.5	6.9	16.1	5.3
泰國	-7.8	11.9	5.3	17.0	13.9	0.6
東亞： <sup>1</sup>	-3.7	11.0	9.4	7.8	11.2	6.6

註：

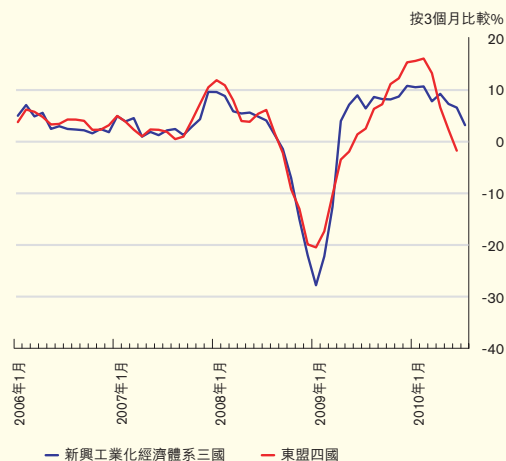
1. 加權平均（以按購買力平價的國內生產總值對全球的貢獻作為加權基準）。

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。

有別於發達經濟體系的增長放緩，東亞地區在全球經濟復甦的進程中一直扮演領導角色。於2010年第1季，該地區的生產值已超越全球金融危機前的水平。第2季的增長雖然較第1季溫和，但仍保持強勁。按季以年率計，實質國內生產總值增長於第2季放緩至6.6%，而第1季則達到驚人的11.2%（表2.A）。在其強勁復甦早期階段，出口曾經是一個主要的驅動因素，但目前似乎已失去動力，這種情況在東盟四國經濟體系尤為顯著（圖2.6）。然而，強勁的內部需求支撐了該地區經濟復甦。到目前為止，歐洲債務問題對亞洲出口的負面影響有限，但政策制訂者和金融市場仍然關注問題會否透過其他渠道蔓延。

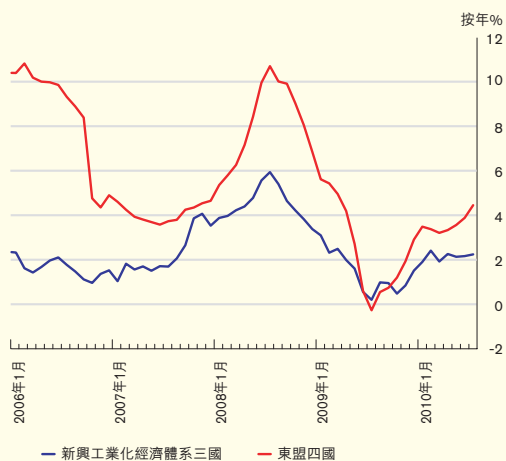
**圖 2.6**  
亞洲：商品出口增長



資料來源：CEIC 及職員估計數字。

物價方面，繼2009年第2季及2010年年初的急升後，消費物價通脹的上升速度於最近數月已見緩和（圖2.7）。食品及商品價格上升、正產出缺口擴大、資金流入，以及信貸增長，均令區內通脹壓力增加。面對穩健增長勢頭及通脹上升風險，

**圖 2.7**  
亞洲：消費物價通脹



資料來源：CEIC 及職員估計數字。

**表2.B**  
亞洲：政策利率

	利率政策 <sup>1</sup>			利率累計升幅
	2010年 9月3日 %	自2008年 9月12日以來 的最低位 %	2008年9月12日 (雷曼兄弟破產前) %	百分點
印尼	6.50	6.50	9.25	—
韓國	2.25	2.00	5.25	0.25
馬來西亞	2.75	2.00	3.50	0.75
菲律賓	4.00	4.00	6.00	—
台灣	1.375	1.250	3.625	0.125
泰國	1.75	1.25	3.75	0.50

註：

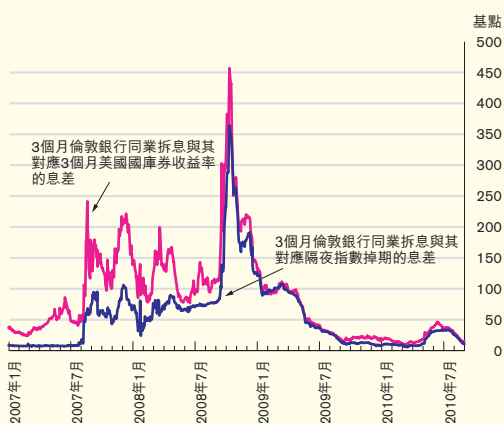
1. 印尼：印尼央行利率；韓國：隔夜拆借利率；馬來西亞：隔夜政策利率；菲律賓：隔夜反向回購利率；台灣：貼現率；泰國：一日回購利率。

資料來源：彭博及職員估計數字。

韓國、馬來西亞、台灣及泰國的央行已逐步提高基準利率(表2.B)。而新加坡金融管理局亦已轉為採取允許名義有效匯率逐漸升值的政策。貨幣升值預期、增長及利息差異可能會引發新一輪資金流入熱潮。在此環境下，政策制訂者可能面臨嚴峻挑戰：一方面要紓緩通脹壓力，防止新一輪資金流入引致的資產市場過熱；另一方面又要在全球環境尚不明朗的環境下，避免窒礙經濟復甦。

展望未來，東亞地區的增長將保持強勁，但財政刺激及其他臨時性因素(例如庫存回補)在推動增長方面的作用將有所減弱。根據8月中進行的最新預測，該地區的國內生產總值於2010年將增長6.6%，而於2月則預測增長5.0%。儘管預測增長率有所上調，但消費物價指數平均增幅為3.1%，較2月預測值3.3%略見回落。然而，發達經濟體系的風險不斷上升，可能令有利前景平添變數。最終結果將主要取決於美國的復甦動力能否持續，以及歐洲的財政穩健性能否恢復。

**圖 2.8**  
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

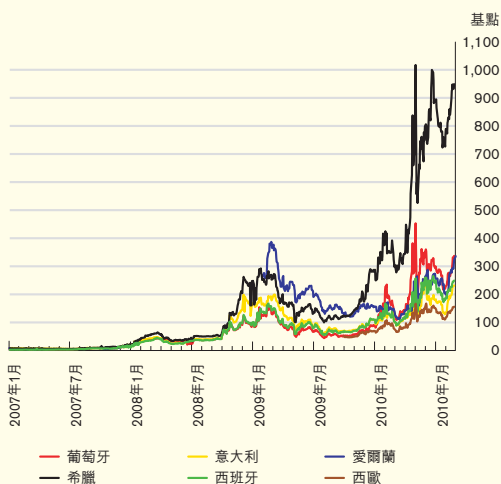


資料來源：彭博。

## 2.2 環球金融狀況

隨着歐洲主權債務危機升級，加上美國經濟增長呈放緩跡象，環球金融狀況在過去6個月內再度受壓。及至第2季，市場更加關注欠債累累的歐元區經濟體系能否維持其財政現狀，而希臘的債務危機影響已擴散至西歐各國。歐元區主權違約風險隨之上升，導致多個歐元區國家的信貸評級遭到下調，包括希臘、葡萄牙和西班牙，其中希臘更被降至垃圾級別。圍繞歐洲主權債務危機的不明朗因素，迅速波及環球銀行同業及信貸市場，當中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擴闊，歐洲國家主權信貸違約掉期息差在第2季亦告上升(圖2.8及2.9)。

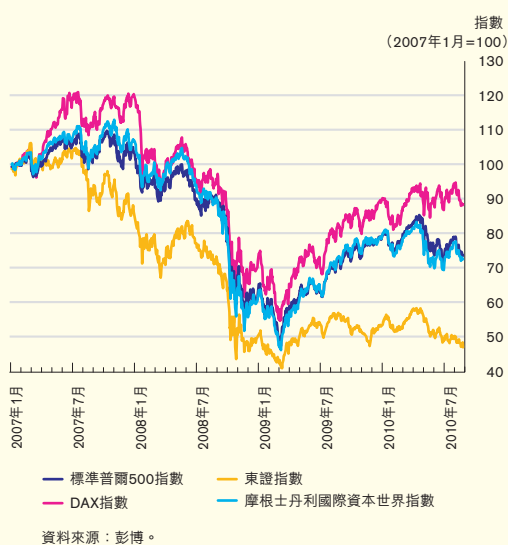
**圖 2.9**  
歐洲國家5年期主權信貸違約掉期息差



註：Markit iTraxx SOVX西歐指數適用於西歐，所覆蓋的國家包括：奧地利、比利時、丹麥、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、意大利、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、荷蘭及英國。

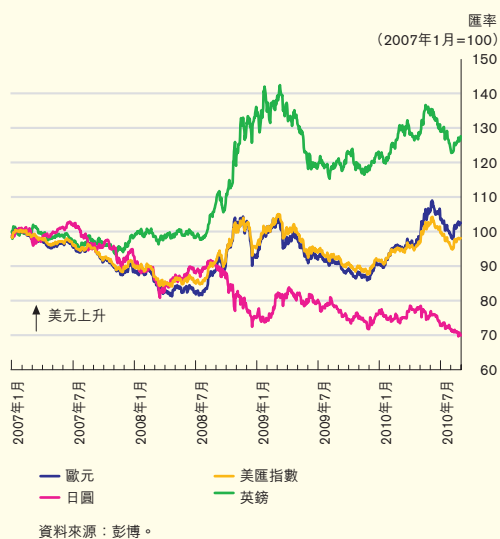
資料來源：彭博。

圖 2.10  
世界股票指數



由於美國公佈的第1季度經濟數據較為理想，市場憧憬美國經濟全面復甦，瀰漫一片樂觀情緒。受此因素刺激，環球股市在回顧期初曾一度上升。然而，升勢只不過是曇花一現，原因是歐元區財政狀況惡化，觸發市場憂慮其影響會波及全球，股市因而蒙受重創。與此同時，第2季後美國公佈的經濟數據(包括就業和房屋銷售數據)未如理想，更加深市場對於經濟復甦放緩的擔憂，市場氣氛受到進一步壓抑。整體而言，摩根士丹利國際資本世界指數於過往6個月錄得4.6%的跌幅(圖2.10)。

圖 2.11  
美元匯率



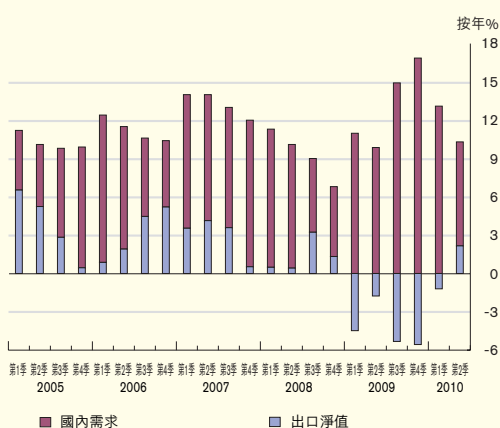
主要貨幣的走勢於整個回顧期內受歐洲主權債務危機的動向及美國經濟前景左右。隨着歐洲主權債務危機惡化，美元作為避險貨幣的吸引力增加，兌歐元匯率大幅升值，並於6月初升至4年多以來的高位。然而，隨後的美國經濟數據未如預期，令美國經濟前景增添變數，加上歐洲銀行盈利狀況令人鼓舞，歐盟壓力測試結果又緩和了市場憂慮情緒，凡此種種，均對美元走勢帶來不利影響。6月初，美匯指數較2月底上升10.0%，但該升幅於8月底收窄至3.5%(圖2.11)。

環球金融狀況前景仍然極不明朗，料將繼續為政策制訂者帶來挑戰。美國經濟增長呈下滑風險，令市場預期低息政策將較原先估計時間持續更久。這加上歐洲主權債務危機的近期發展，令各大央行原先計劃就2007至2009年金融危機所採取的特別救市措施而部署的全面退市政策增添了變數。在此背景下，預料環球金融市場短期內仍將繼續波動。

## 中國內地

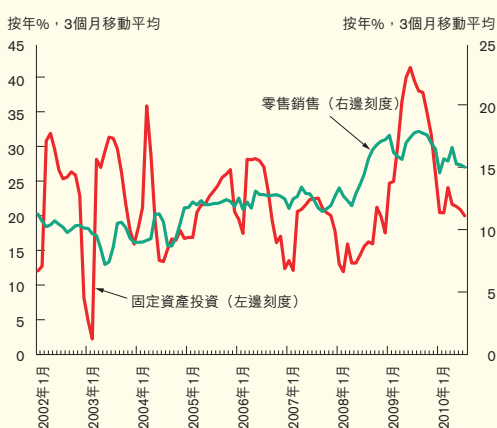
近期內地經濟增長勢頭放緩，主要原因是基建投資減慢。房價調控政策開始發揮作用，物業市場已呈回穩跡象。通脹壓力將會持續，但預計短期內通脹上行的風險仍可受控。中國人民銀行宣佈人民幣匯率恢復有管理浮動匯率制度，並採取了重要措施，推動更廣泛使用人民幣作為國際結算貨幣。

**圖 2.12**  
中國內地：實質國內生產總值增長及  
國內需求與淨出口的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及職員估計數字。

**圖 2.13**  
中國內地：固定資產投資及零售銷售  
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

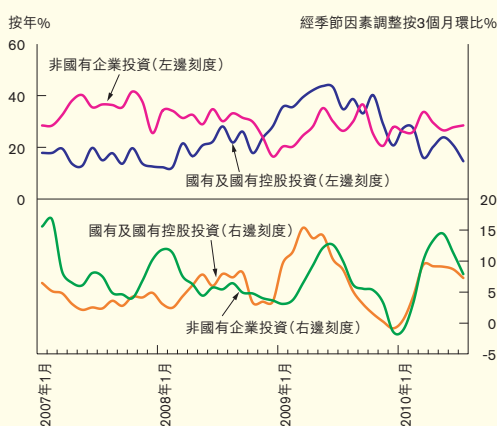
### 產出增長

實質國內生產總值繼第1季按年上升11.9%後，第2季錄得按年升幅10.3%，這當中有基數效應的不利影響，也反映了財政刺激政策效用減退，收緊政策措施影響浮現。國內需求對增長的貢獻少於第1季，而淨出口的貢獻則在連續5季保持負數值後掉頭回升，錄得2.2個百分點(圖2.12)。國內生產總值於上半年錄得11.1%的按年增長，比2009年下半年高出0.6個百分點。

受惠於勞工市場狀況改善、收入增長上升及消費信心穩固，內地私人消費維持在良好水平。上半年的零售銷售較去年同期實質上升約15 - 16% (圖2.13)。與之相對，實際固定資產投資增長繼續下滑，第2季錄得21.7%的按年增長，較第1季



**圖 2.14**  
中國內地：各行各業的固定資產投資

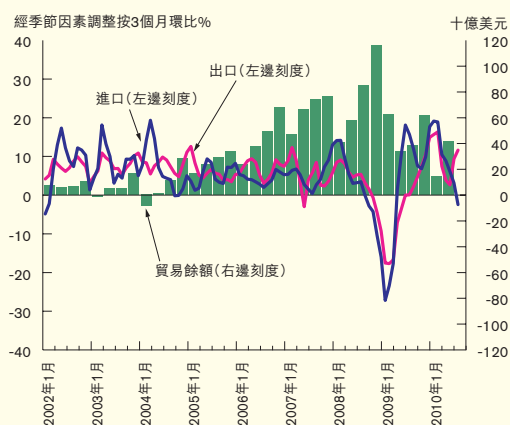


資料來源：CEIC及職員估計數字。

下降約3個百分點。投資放慢很大程度上可能是由於國有及國有控股企業固定資產投資減少，而非國有企業固定資產投資則表現良好(圖2.14)。房地產投資保持穩定，上半年名義投資額按年上升37.0%。

國內生產總值增長於今後數月將可能放緩。消費有望保持穩定，而國內投資則可能進一步減慢。經濟適用房建設在某種程度上將帶動投資，但由於房價調控政策的影響，私人房地產環節預計會失去增長動力。當局為今年年底前實現「十一五」計劃中訂立的節能減排目標所進行的努力，也可能令投資增長放緩。8月上旬的市場預測平均數值顯示，內地經濟將於2010年全年增長9.9%。

**圖 2.15**  
中國內地：對外貿易

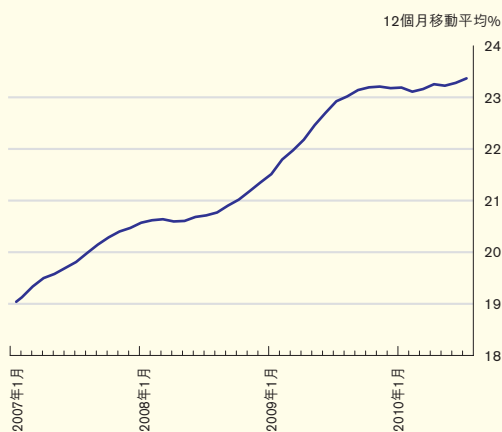


資料來源：CEIC及職員估計數字。

### 對外貿易

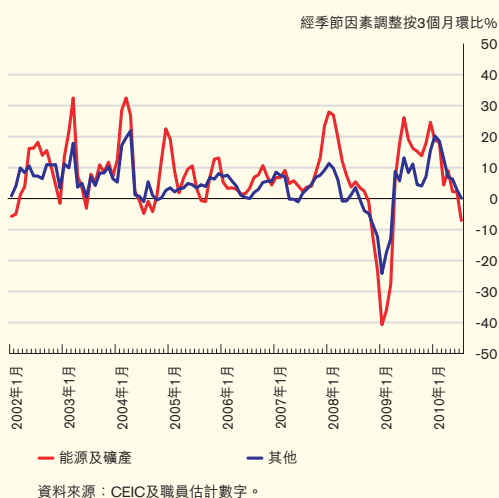
出口進一步復甦，繼第1季下跌後，第2季按年及環比增長均出現顯著反彈(圖2.15)。環球經濟復甦固然是中國出口的驅動力，但6月和7月的強勁出口表現，部份可能是因為出口商預計出口退稅政策調整將於7月中旬生效而提前裝運貨物所致。對新興市場的出口增長持續快於對發達經濟體系的出口，部份反映了各大洲的復甦步伐不一。同時，中國仍保持在全球市場的競爭力，因為其出口佔主要經濟體系非石油進口的比例在多年一直上升後，自2009年年中開始仍然保持穩定(圖2.16)。展望今後，環球經濟前景的不確定因素持續上升，加上歐元匯價疲弱，內地出口前景將蒙上陰影。實際上，官方採購經理指數中的新出口訂單分類指數自5月開始已連續3個月下滑，只是在8月份有輕微回升。

**圖 2.16**  
中國內地：中國出口佔歐盟和美國非石油類進口總額的比重



資料來源：CEIC及職員估計數字。

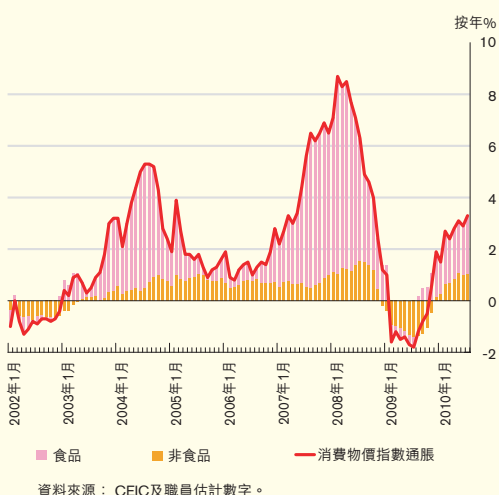
**圖 2.17**  
中國內地：主要大宗商品及  
其他產品的進口



回顧期內的進口額已超越危機前的水平，但第2季度進口與上年同期相比及按季環比已經放緩。主要大宗商品及其他產品的進口近期均失去動力，原因在於內地投資活動疲弱（圖2.17）。尤其是鐵礦石與精選礦進口量於第1季按季下滑2.3%後，第2季又按季下跌0.4%。在亞洲區域內貿易日顯重要之際內地進口放緩，也將削弱對區域內經濟體系今後的增長支持。

內地貿易結餘由第1季的141億美元彈升至第2季的411億美元，但今年上半年的貿易結餘仍比2009年同期低40%左右，且貿易結餘佔國內生產總值的比例也由4.5%相應降至2.2%。貿易結餘之所以下降，雖然某種程度上是危機後進口回升所致，但貿易條件惡化也是一個重要因素，中國的單位進口價值自2009年底開始一直比單位出口價值上升得快。

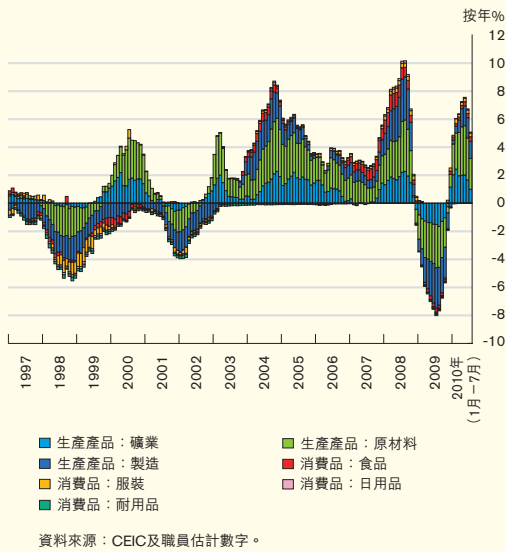
**圖 2.18**  
中國內地：對消費物價指數通脹的貢獻



### 通貨膨脹

整體消費物價指數繼續按年上升，於7月達至3.3%水平（圖2.18）。雖然食品通脹仍是整體消費物價指數通脹的主要構成部份，但非食品價格亦已上揚，在過去數月內的貢獻均超過1個百分點。特別值得注意的是，居住成本對第2季整體通脹的貢獻為0.6個百分點，而在前一季為不足0.4個百分點，在2009年第4季的貢獻則屬負值。按年生產者物價指數

**圖 2.19**  
中國內地：對生產物價指數通脹的貢獻



於5月見頂達至7.1%後，於7月進一步回落到4.8%，主要原因是大宗商品價格回穩(圖2.19)。

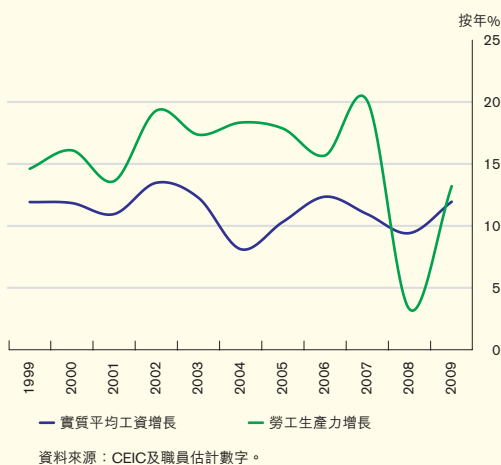
通脹壓力可能持續，但由於增長勢頭放緩，加上大宗商品價格回軟，預計短期內通脹上行的風險仍可受控。近期自然災害增加了食品價格的上升壓力，同時實證研究顯示，如果存在需求壓力，短暫的供給衝擊可能對食品通脹造成較長期影響。<sup>2</sup> 製造業內的勞資糾紛和工資上漲問題亦令市場關注工資與通脹會否螺旋式上升。然而，由於近期製造業勞工生產力提高的速度高於工資上漲的速度(圖2.20)，產品的單位人工成本不會被推高，短期內不會增加通脹壓力。

## 2.4 貨幣及金融狀況

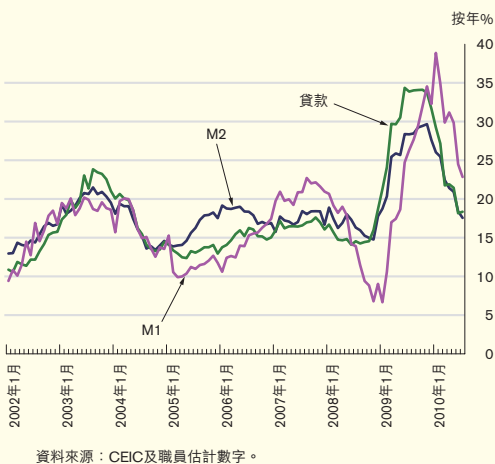
### 貨幣狀況

廣義貨幣(M2)的按年增長於上半年出現顯著下降，但按歷史水平衡量則仍處於高位(圖2.21)。狹義貨幣(M1)按年增長率雖然仍高於M2，但比M2的按年增長率下跌更快，顯示銀行體系內的流動性減少。同時，人民幣貸款餘額的按年增長於7月底亦降至18.4%，原因在於基數效應的負面影響，以及正在實施的信貸管制。

**圖 2.20**  
中國內地：製造業的勞工生產力及工資

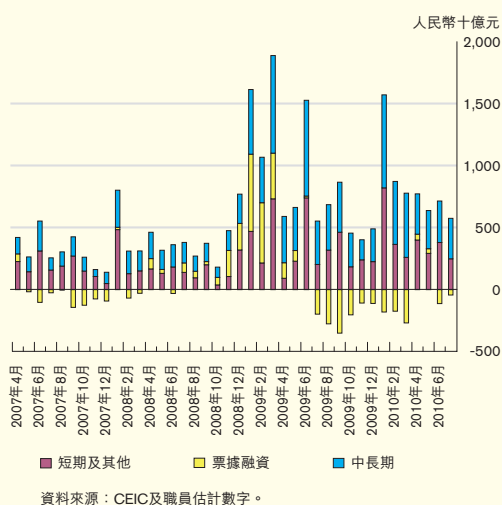


**圖 2.21**  
中國內地：貨幣及貸款增長



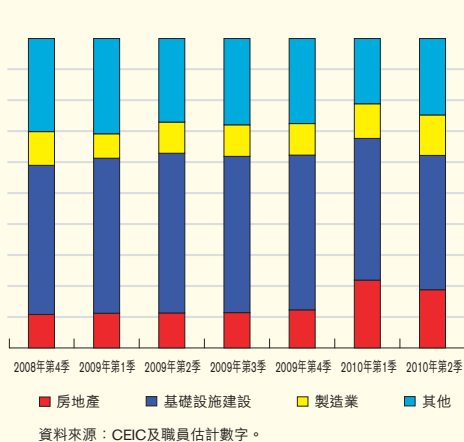
<sup>2</sup> 詳情請參閱張文朗和羅得恩「食品價格通脹的決定因素及其對整體通脹的影響」，《金管局工作論文》，編號06/2010。

**圖 2.22**  
中國內地：新增金融機構貸款



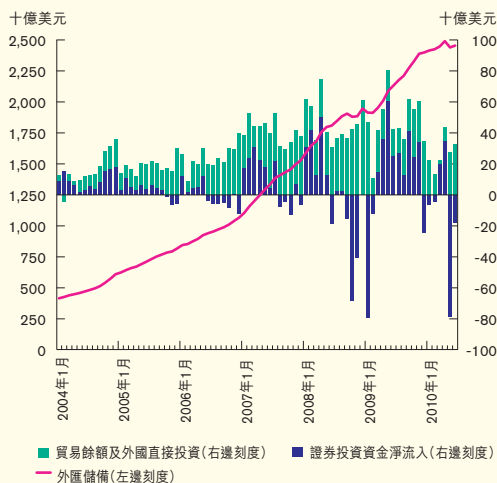
第2季的新增貸款較第1季下降，但仍顯著高於金融危機前的水平(圖2.22)。實際上，若撇除票據融資金額，新增貸款於今年上半年錄得與2009年同期相若水平，顯示信貸一直為經濟活動提供有力支持。中小企業貸款的按年增速高於大企業，原因是受惠於中小企業發展的扶助政策。基建行業所佔中長期貸款總額的比例雖有所下降，但按歷史水平衡量則仍處於高位(圖2.23)。基建行業貸款近年節節上升，引起了公眾對中國地方政府債務問題的關注，又觸發了一系列針對地方政府融資平台的風險管理措施。同時，房地產行業貸款佔中長期貸款總額比例於第1季創下新高後，第2季回落至18.8%，這可能反映了針對房價過快上漲的緊縮政策所帶來的影響。

**圖 2.23**  
中國內地：新增中長期貸款分佈

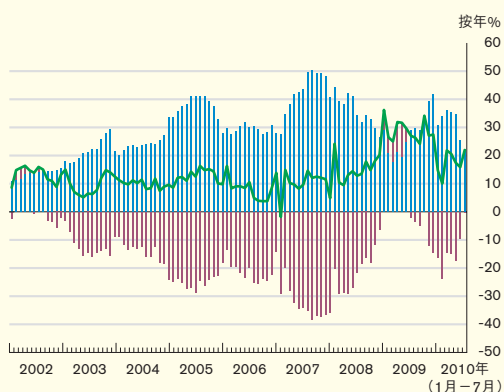


外匯儲備自第1季增長479億美元後，又於第2季增加72億美元，於6月底達至24,540億美元的水平(圖2.24)。第2季增長放緩，主要原因可能是證券投資淨流入出現逆轉，而貿易結餘及外國直接投資則較第1季高出約300億美元。尤其是5月的證券投資淨流出幾乎接近2009年1月錄得的歷史高位，部份原因在於非美元計值外匯儲備資產出現估值減損。同時，市場對內地資產市場的憂慮，以及人民幣兌美元升值預期減退，可能導致了資金流出。然而，鑑於內地經濟前景總體樂觀，資金流出的誘因預計將於短期內趨弱。

**圖 2.24**  
中國內地：外部資金流動



**圖 2.25**  
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻

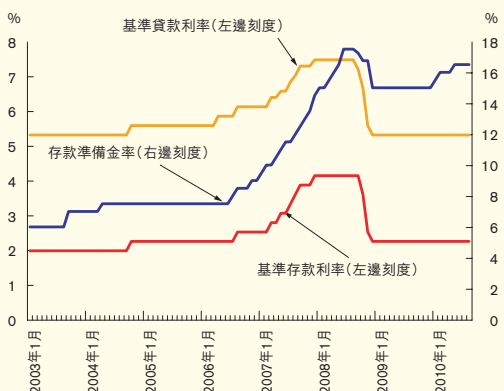


■ 國內淨資產貢獻  
■ 國外淨資產貢獻  
■ 經調整儲備貨幣增長

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。

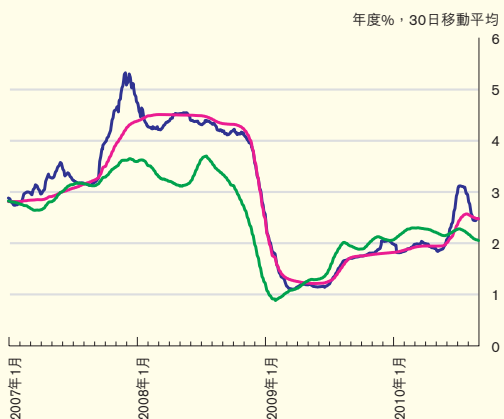
儲備貨幣增長在3月至5月連續三個月下降後，在6月份僅輕微上升，反映貨幣政策立場的收緊趨向（圖2.25）。雖然基準利率維持不變，但中國人民銀行繼第1季兩度提高存款準備金率後，又於5月再次調高50個基點（圖2.26）。市場利率於6至7月短暫飆升，主要是由於資金流入急劇逆轉、較大規模首次公開招股等短暫因素影響（圖2.27）。對於將來的政策走勢，人民銀行已在最近的貨幣政策執行報告中強調保持貨幣政策的連續性及穩定性。

**圖 2.26**  
中國內地：存款準備金率與基準利率



資料來源：CEIC。

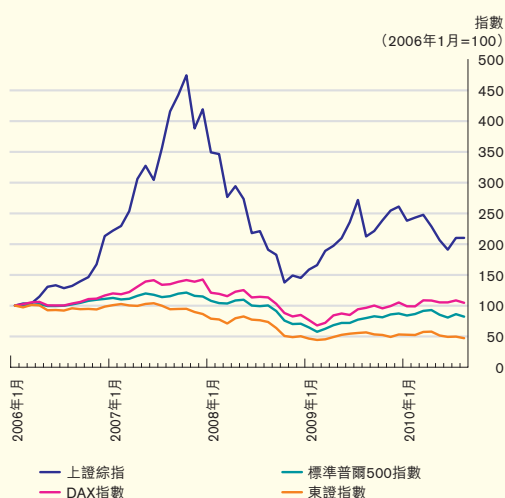
**圖 2.27**  
中國內地：市場利率



■ 3個月回購利率  
■ 3個月上海銀行同業拆息  
■ 1年期掉期利率

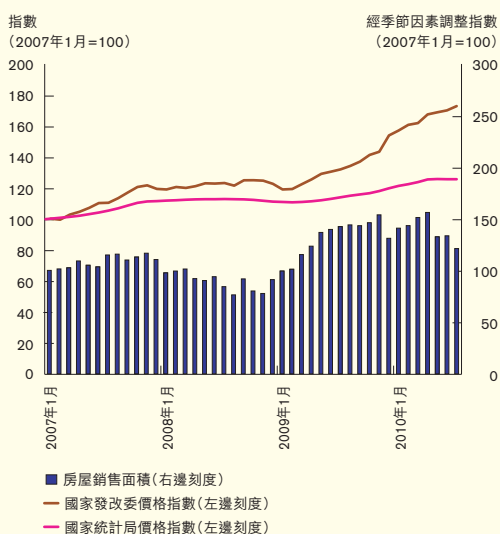
資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 2.28**  
中國內地：各經濟體系的股價指數



資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 2.29**  
中國內地：房屋價格及房屋銷售



資料來源：CEIC。

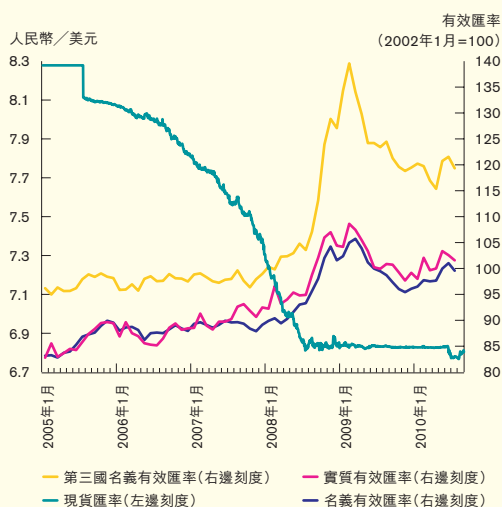
## 資產價格

雖然企業利潤顯著增長，但上半年中國內地股票市場的表現卻遜於主要經濟體系股市的表現(圖2.28)。尤其是上海證券交易所綜合指數近期雖然略見回升，但此前曾於4月中至7月初期間下跌約25%，而地產類股票是股票中價格波動最厲害的。第2季度的調整，主要是由於市場憂慮物業價格可能調整及歐洲債務危機可能爆發。

物業市場在成交量短暫回穩後，於3月再度升溫(圖2.29)，令公眾更加擔心內地物業市場過熱。在此背景下，當局於4月中推出了更多嚴厲措施，抑制物業市場的投機活動。例如，第二套房屋按揭的首期付款由40%提高至50%，並限制對非居民提供按揭貸款。同時，當局還宣佈了增加經濟適用房供應的政策。

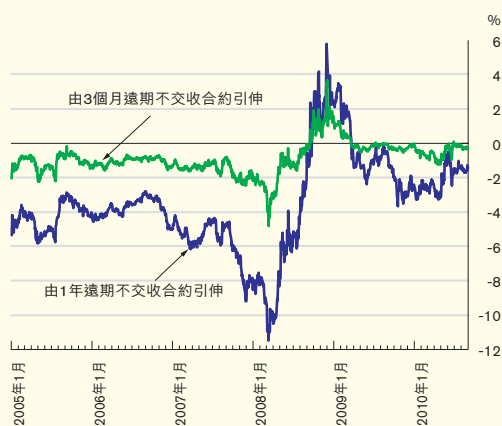
物業價格有穩定跡象，由國家統計局編製的全國範圍內房屋價格指數於7月保持穩定，而6月則出現0.1%的按月下跌，是2009年初以來首次錄得的下跌。物業市場成交量在一些大城市(包括北京、上海和深圳)經歷短暫下降後在八月份開始反彈。政府最近也重申了冷卻物業市場的舉措。潛在的物業價格調整應不致對家庭消費造成重大影響，部份原因在於其財富效應有限，但其對投資、銀行業及地方政府收入的影響則可能較顯著(專題1)。

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商品的其他經濟體系競爭。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。

圖 2.31  
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。

## 人民幣匯率

人民幣／美元的現貨匯率大致保持穩定，但最近幾個月人民幣有效匯率則略有升值（圖2.30）。人民銀行於6月19日宣佈繼續改革人民幣匯率形成機制，增強人民幣匯率彈性。雖然市場分析員普遍歡迎該政策措施，但也意識到匯率雙向變動的風險會相應增加。自6月底到8月底，人民幣兌美元已升值約0.25%，人民幣／美元現貨匯率的日間波動也有所上升。

隨着人民幣恢復有管理浮動匯率制度，當局亦採取了重要措施，推動更廣泛使用人民幣作為國際結算貨幣。人民幣跨境貿易結算已擴大至內地20個省（自治區和直轄市），而對於為人民幣貿易結算提供銀行服務的境外金融主管機構及商業銀行，人民銀行亦已批准這些機構參與內地的銀行間債券市場。預期上述有關措施將可提高人民幣作為結算及儲備貨幣的吸引力。內地在國際貿易中更廣泛使用本國貨幣，可降低貨幣錯配的風險，從而有助更靈活的匯率管理。<sup>3</sup>

雖然已恢復匯率改革，但9月初的遠期不交收合約匯率仍然顯示，市場預計人民幣將只緩慢升值（圖2.31），這可能反映了市場對內地經濟前景及其未來出口表現的關注。

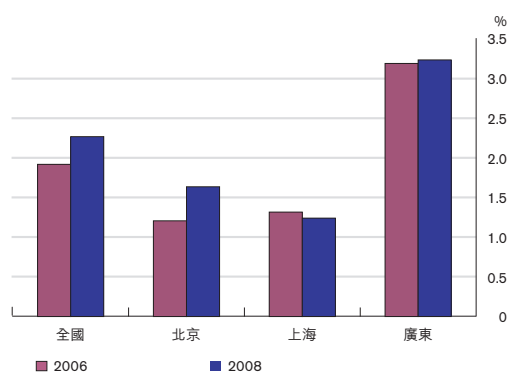
<sup>3</sup> 關於離岸貨幣市場對貨幣與金融穩定性的影響相關討論，可參閱何東和 Robert N. McCauley 的「本國貨幣的離岸市場：貨幣和金融穩定問題」（英文版本），《金管局工作論文》，編號02/2010。



## 專題 1

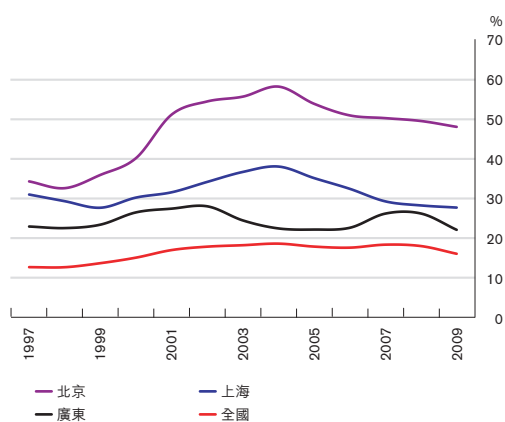
### 中國內地的物業價格調整將如何影響其內需、銀行業及政府收入？

**圖 B1.1**  
物業收入佔中國城市地區人均收入總額的比例



資料來源：中國城市(鎮)生活與價格年鑑2007、國家統計局及職員估計數字。

**圖 B1.2**  
房地產固定資產投資佔固定資產投資總額的比例



資料來源：CEIC及職員估計數字。

內地房價急升引起公眾對物業價格估值過高的憂慮，觸發政府推出一連串政策措施遏抑物業市場炒賣活動。近期各主要城市的物業價格已呈現回穩跡象。有鑑於此，公眾亦開始關注潛在房價調整將如何影響中國的內需、銀行業及地方政府收入等問題。

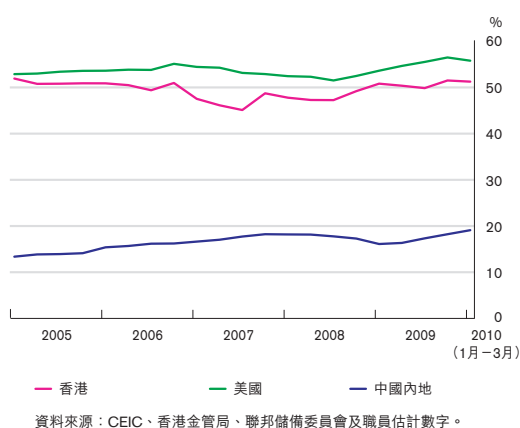
#### 物業價格變動將如何影響中國的內需？

一般而言，物業價格調整可透過三個主要途徑影響私人消費。首先，物業價格調整會影響業主的終生財富。這途徑在中國似乎並不重要，因為包括租金收入及物業交易回報在內的物業收入僅佔中國城市地區人均收入總額約2% (圖B1.1)。其次，物業價格變動可影響投資及產出，從而影響家庭對未來收入增長的預期。最後，物業價格變動或會影響家庭融資限制。基於我們對1994年至2008年省級的面板數據(panel data)分析，物業價格變動對中國私人消費的整體影響甚微，物業價格下降10%僅導致私人消費水平下降0.7%。

相反，物業價格變動對投資會可能有較大的影響。我們估計物業價格下降10%將拖累中國投資減少4.0%左右。實際上，過去數年房地產固定資產投資佔了中國固定資產投資總額的相當比重 (圖B1.2)。房地產投資的重要性亦因應地區而有明顯差別。在過去數年，北京的房地產固定資產投資約佔總固定資產投資50%，而廣東則維持低於30%的水平。此外，物業價格變動亦可降低對與物業市場息息相關行業 (如建材及運輸) 的投資需求，間接影響投資總額。



**圖 B1.3**  
銀行業於物業市場的直接敞口風險

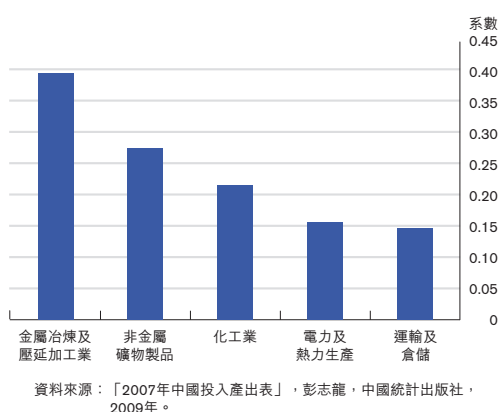


**物業價格變動將如何影響中國銀行業？**

銀行業於物業市場的直接敞口風險處於可控水平。雖然按揭貸款及開發商貸款在過去數年持續上升，但於2009年年底佔未償還貸款總額的比例仍少於20%，而香港及美國則分別達51.6%及56.6%（圖B1.3）。另一方面，金融機構貸款並非開發商的主要融資渠道。於2010年第1季，在40個主要城市的開發商融資總額當中，約有60%為自籌資金、購房預付款及其他來源的資金。

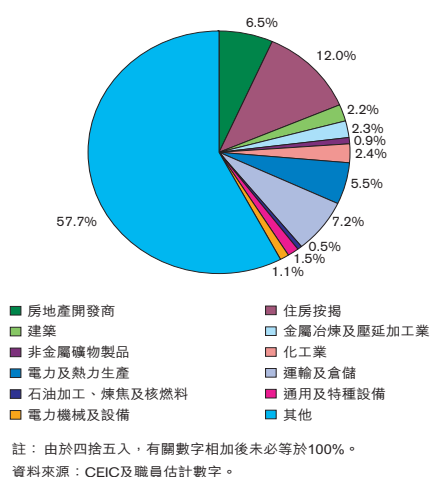
然而，銀行業於物業市場的整體敞口風險可能較大，原因在於房地產業與其他行業有緊密聯繫。建築業的完全消耗系數可大致反映房地產業與其他行業的相關程度。此系數大體上說明，增加一個單位的建築產出所需要其他行業的中間投入（圖B1.4）。金屬冶煉及壓延加工業與建築業的關係最為密切，其次是非金屬礦物製品及化工業。舉例來說，每1元人民幣的建築最終需求需要金屬冶煉及壓延加工業投入0.40元人民幣。事實上，與物業市場息息相關的行業貸款金額較大，佔2009年貸款總額約24.0%（圖B1.5）。物業價格下降勢將影響這些行業的產出，從而削弱其償還銀行貸款的能力。

**圖 B1.4**  
建築業的完全消耗系數

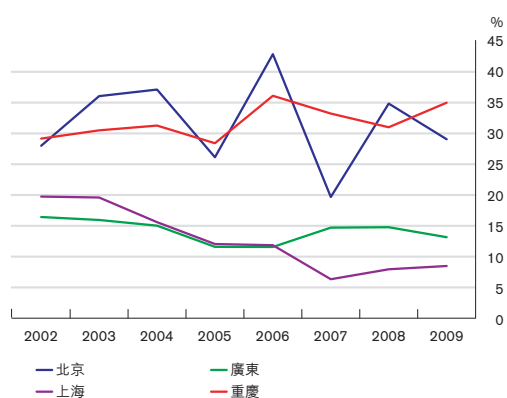


以上分析更能反映銀行業於物業市場的敞口風險，但由於公司可以將物業抵押予銀行進行借貸，故仍然可能低估了實際敞口風險。如借款人未能償還貸款，而有關抵押品的價值又因物業價格下跌而降低，則銀行的資產負債狀況將蒙受影響。儘管並無該等抵押借款的官方數據，但非正式的數據顯示，銀行業面對的這類間接風險不小。

**圖 B1.5**  
2009年未償還貸款的分佈情況



**圖 B1.6**  
賣地收入對地方政府一般收入的比率



資料來源：CEIC及職員估計數字。

### 物業價格變動將如何影響政府收入？

物業價格主要於兩方面影響政府收入，一是通過各項稅收影響政府的一般收入，二是通過影響地價，繼而影響賣地收入。賣地已成為中國地方政府預算外收入的重要來源。然而，賣地收入佔各省地方政府收入的比重存在很大差異。過去數年，重慶的賣地收入對政府一般收入的比率超過30%，而上海則一直低於10% (圖B1.6)。

### 結論

潛在物業價格調整對中國內需、銀行業及政府收入可能構成的影響概括如下：

- 部分由於財富效應有限，私人消費未必會受很大影響
- 投資可能會受到重大影響。對北京等房地產投資佔投資總額比重較高的城市而言，尤其如此
- 銀行業於物業市場的直接敞口有限，但由於房地產業與其他行業緊密相關，銀行整體敞口風險可能較大
- 物業價格調整及相應的地價變動或會導致地方政府收入顯著下降，但各省市的幅度存在很大差異。

## 3. 本港經濟

### 需求

香港的經濟活動受惠於本地私人需求及出口復甦的持續利好形勢。然而，受庫存週期行將完結影響，未來升勢料將放緩。發達經濟體系前景不明朗，加上金融市場可能再度出現動盪，本地經濟增長風險亦隨之有所擴大。

圖 3.1  
以固定市價計算的本地生產總值

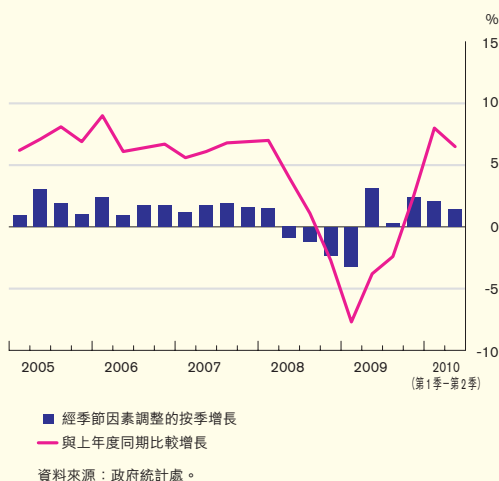
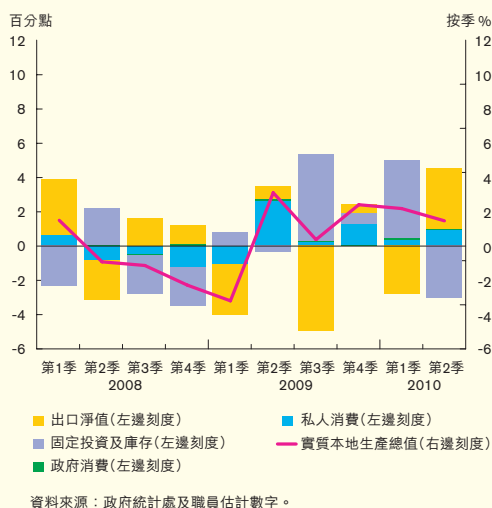


圖 3.2  
對實質本地生產總值按季變動  
百分比的貢獻

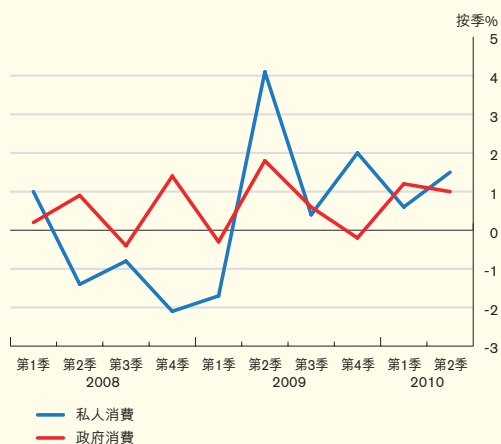


### 3.1 整體需求

經歷全球金融危機後，香港經濟於2010年上半年強勁復甦。第1季實質本地生產總值按年增加8.0%，第2季增加6.5%，扭轉了2009年下跌2.8%的情況。但隨着庫存累積放緩，實質本地生產總值按季增幅從2.1%稍微降至1.4%。除此以外，本地需求普遍回升，消費及固定投資均錄得穩健增長，淨出口也掉頭回升，為第2季本地生產總值增長帶來顯著貢獻（圖3.1及3.2）。截至2010年第2季度止，經季節因素調整的實質本地生產總值已超越2008年第1季危機前高峰1.6%。

展望未來，香港經濟在今年年底前將趨向溫和增長，本地需求增長減弱，外部需求亦可能後勁不繼。尤其值得注意的是，庫存週期行將完結，而推動外部需求的暫時性因素（例如發達經濟體系的財政刺激措施及庫存週期）逐漸消退。市場共識預計2010年下半年實質本地生產總值的按季增幅溫和，預料全年增長5.6%。最新官方預測結果與市場共識相若，估計幅度在5 - 6%之間。

圖 3.3  
私人及政府消費



資料來源：政府統計處。

## 3.2 本地需求

### 消費

在經濟回升、個人收入進一步增加及勞工市場回穩的帶動下，私人消費增長持續，按季增幅由第1季的0.6%上升至第2季的1.5% (圖3.3)。增長持續的主要原因是服務需求增加，但消費品需求在經歷三個季度高於趨勢的增長後稍見回落。就2010年餘下期間而言，由於消費意欲及就業前景漸見改善，預計私人消費需求將得以支持，儘管增幅料將放緩至長期趨勢率。市場共識普遍反映了上述對前景的看法，預測2010年及2011年的私人消費增幅分別為4.9%及4.3%。

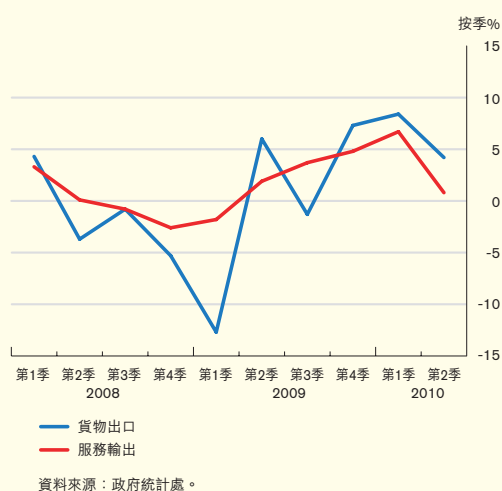
首兩季的政府消費分別增加1.2%及1.0%。一如2010/11年度政府財政預算案所載，於2010年餘下期間及2010年年初，政府消費預計將維持穩定增長。公共財政的最新發展於第3.4節詳述。

### 投資

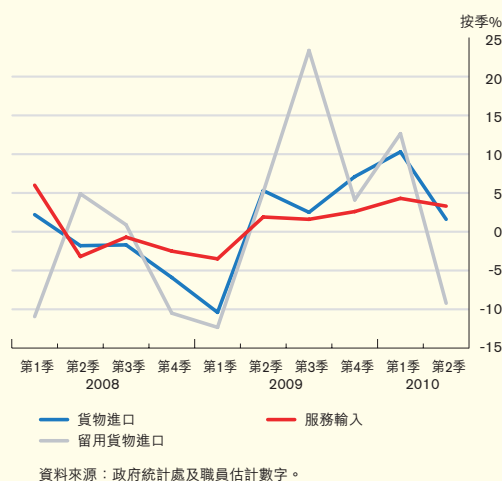
營商前景改善，私人投資得以強勁增長，在此利好因素帶動下，2010年上半年的固定投資總額錄得顯著回升。公共固定投資亦顯著增加，大型基建工程陸續動工。另一方面，在經歷三個季度的顯著上升後，庫存累積於第2季放緩。依賴庫存週期推動增長，效力畢竟短暫。由於庫存累積放緩，整體投資支出在第2季嚴重拖低實質本地生產總值，與早前三季帶來顯著上升迥然不同。

預計於2010年餘下期間，固定投資增加但庫存累積放緩的趨勢將會持續。儘管公共固定投資可望繼續產生刺激作用，然而私人固定投資由於積壓需求漸獲釋放，即使企業財務狀況正恢復至更為穩健的水平，過剩產能逐步減少，這方面的增長步伐也可能會放緩。市場共識預期，固定投資總額將於2010年增加8.1%，明年則增加6.0%。另一方面，庫存回補週期行將完結，庫存增幅料將暫時放緩。

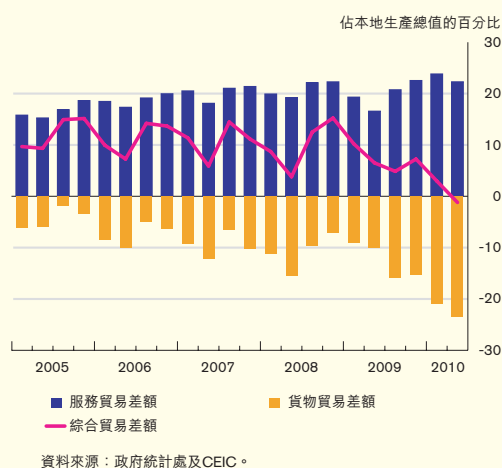
**圖 3.4**  
貨物出口及服務輸出



**圖 3.5**  
貨物進口及服務輸入



**圖 3.6**  
按組成項目劃分的貿易差額  
(以名義數額計)



### 3.3 對外貿易

國際貿易回升，帶動香港貨物出口連續3個季度錄得穩健增長。然而，由於海外經濟及需求復甦緩慢，香港貨物出口按季增幅由第1季的8.4%回落至第2季的4.2%。香港服務輸出增幅亦於同期由6.7%回落至0.8%（圖3.4）。回落的主要原因是金融投資意欲疲弱，加上交易量不振，致使金融服務輸出大幅下跌。境內旅遊業及海外對運輸服務及貿易相關服務需求的增幅亦見回軟。

香港貨物進口增幅大幅收窄，按季增幅由第1季的10.3%下滑至第2季的1.6%，主要原因是消費品需求疲軟、庫存累積放緩，導致留用進口下降，而轉口帶動的需求增長亦告減弱。另一方面，服務進口於首兩季錄得持續增長，增幅分別為4.3%及3.3%（圖3.5）。

在第2季，對外貿易對拉動經濟重新起着積極的作用，淨出口估計為經季節因素調整的本地生產總值增長帶來了3.5個百分點的拉動作用，扭轉先前第1季增長被拖低2.8個百分點的情況。然而，由於貿易價格比率轉差，未經季節因素調整的綜合貿易帳於第2季錄得50億港元的逆差（佔本地生產總值1.2%）（圖3.6）。

香港的貨物出口增長預計在2010年餘下期間放緩，主要成因是不少發達經濟體系的復甦步伐依然緩慢。近期金融市場動盪，財政刺激措施逐漸失色，亦為未來全球增長帶來陰霾。經歷前幾季的強勁庫存積累後，全球庫存週期或將掉頭回落。亞洲的生產訂單及業務近期已呈放緩跡象，而透過香港進行的區內貿易或將蒙受影響。市場共識預計貨物出口額有望於2010年增長14.9%，2011年的增幅則為9.6%。

受貿易相關服務增長動力減弱影響，預料服務輸出的增長亦將放緩。但就中期而言，香港的人民幣業務發展預計可刺激香港金融服務輸出的發展。另一方面，隨着香港經濟或將返回較為溫和的上升軌道，加上庫存週期回復正常，貨物進口及服務輸入增長亦將相對溫和。

## 公共財政

政府於2010/11年度採取擴張性財政政策，預測財政結餘將由盈餘轉為赤字。由本年初至今，政府開支一直符合預期。由於地價收入較預期理想，庫房收入或會較原先預算為多。

### 3.4 公共財政

#### 2009/10年度綜合帳目

政府於2009/10年度的財政狀況較最初及經修訂的預測理想，原因是印花稅、薪俸稅、利得稅及賣地收入高於預期，而經營支出則較預算為低。儘管推出規模達252億港元的紓緩措施，政府於期末仍錄得綜合盈餘(償還政府債券後) 259億港元(相當於本地生產總值的1.6%)。這是政府連續第6年錄得財政盈餘。截至2010年3月31日，政府儲備增加至5,203億港元(相當於本地生產總值的31.1%) (表3.A)。

#### 2010/11年度財政預算案

在編製預算時，政府預計2010/11年度的開支會增加，而收入卻減少，預計赤字為252億港元(相當於本地生產總值的1.4%)。在資本開支急增帶動下，預算開支將會增加約9 - 10%，將令到本地生產總值帳目中的政府消費開支和公營部門投資有所增加。預算收入將會減少，原因是預料稅收、賣地收入及投資收入紛紛下降。2010/11年度財政預算案公佈的紓緩措施涉及龐大的政府款項轉移，亦成為庫房收入下跌的原因之一。

**表 3.A**  
政府財政帳目

財政年度	預測	估計表現	實際	預測
	2009/10	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 <sup>1</sup>	15.6	18.4	19.0	16.7
稅項	10.8	12.0	n.a.	11.2
非稅項	4.8	6.4	n.a.	5.5
地價收入	1.0	2.2	2.4	2.0
資產出售/私有化	0.0	0.0	n.a.	0.0
投資收入(淨額) <sup>2</sup>	1.8	2.0	2.0	1.7
其他	1.9	2.2	n.a.	1.8
支出	17.8	17.4	17.3	18.1
經營支出	14.6	14.1	14.0	14.4
非經營支出 <sup>3</sup>	3.2	3.3	3.2	3.7
扣除借款淨額前整體結餘	-2.2	1.0	1.8	-1.4
扣除借款淨額後整體結餘 <sup>4</sup>	-2.3	0.8	1.6	-1.4
財政儲備	26.8	30.4	31.1	27.7

註：

1. 不包括發行政府債券及票據的收入。
2. 扣除政府債券及票據的利息開支。
3. 不包括政府債券及票據的利息開支及償還款項。
4. 香港特區政府報告的整體結餘。

資料來源：2010/11年度財政預算案、截至2010年3月31日止年度香港特別行政區政府帳目(2010年5月28日刊發的憲報第13卷第21期第3149號政府公告)及職員估計數字。

在2010年3月的半年度報告中，我們曾經指出，2010/11年度財政預算案中公佈的財政及紓緩措施有望推動本地生產總值增長約半個百分點。這些措施都已經實施或正按計劃推行。於本財政年度首4個月（即2010年4至7月），政府支出按年增加10.5%，大致符合預算。然而，這些措施的實際經濟影響最終可能會減弱，因為假如政府收入最終高於原先預期，財政刺激的效力便會減少。尤其是香港經濟增長速度可能較預期快，來自稅收和印花稅的實際收入便可能高於預期，而自預算措施公佈以來，政府及市場共識均上調2010年本地生產總值增長率，因此，出現這個情況的可能性不少。

**表 3.B**  
**2010/11年度的預算地價收入及**  
**於2010年4至8月的實際收入（10億港元）**

	2010年 4至8月	預測 2010/11
地價收入		
土地銷售	35.3	n.a.
私人協約方式批地	11.7	n.a.
已簽立的契約修訂	2.0	n.a.
已執行的土地交換	3.0	n.a.
總額	52.0 <sup>1</sup>	34.1

註：

1. 來自土地銷售及私人協約方式批地、契約修訂及土地交換的賣地收益。

資料來源：2010/11年度財政預算案及地政總署。

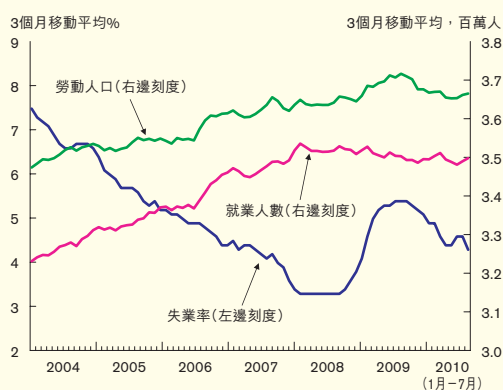
於2010/11年度首5個月，來自土地銷售及私人協約方式批地、契約修訂及土地交換所徵收的地價收入達520億港元，較預測全年總額高出179億港元（表3.B）。這將有助鞏固政府的財政狀況，但不會對財政刺激措施構成影響，原因在於土地銷售只不過是政府與私營機構之間的資產轉移，所以不會直接導致總支出出現變化。



## 勞工市場狀況及產出缺口

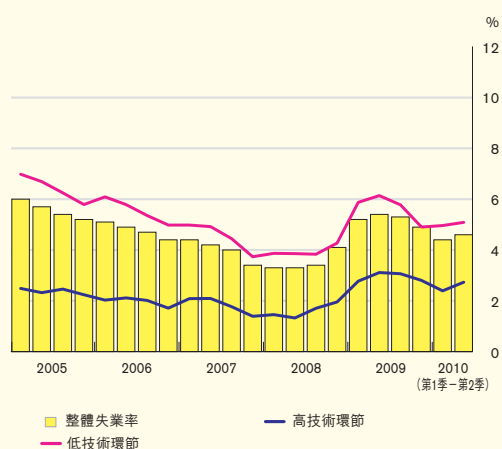
勞工市場狀況已見好轉，失業率於2010年第1季持續緩和，至第2季雖輕微回升，但在7月份已下降至2008年12月以來的最低水平。新增職位步伐於最近數月加快，然而勞動人口參與率仍處於低位。產出缺口依計算在第2季轉為正值，但預計缺口規模在2010年餘下時間將保持溫和。

圖 3.7  
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

圖 3.8  
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。

### 3.5 勞工市場狀況及產出缺口

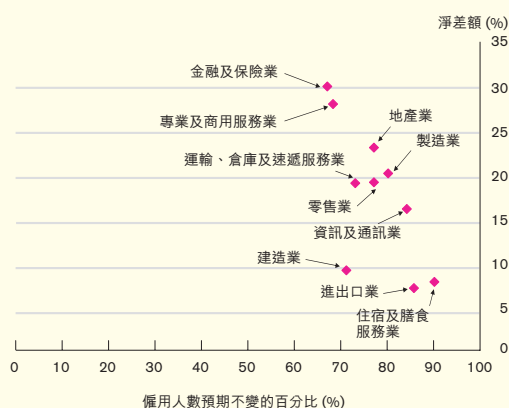
#### 勞工市場狀況

踏入2010年，勞工市場發展大致向好。失業率於年初持續下降，在2010年第1季下降0.5個百分點至4.4%（圖3.7），但這股下降趨勢於第2季一度受阻，令失業率輕微反彈至4.6%，主要是由於歐洲主權債務危機令外部環境的不明朗因素增加；及至7月，失業率再度下降至4.3%，為2008年12月份以來的最低水平。從行業分類可以看到，不同行業表現各異，其中製造業、進出口貿易及批發行業的失業率在2010年首7個月有所上升，而同期的其他主要行業失業率卻有所下降或無明顯變化。由於前者主要提供低技術工作，因此低技術人員的失業率較半年前有所上升，而高技術人員的失業率則輕微下降（圖3.8）。

勞工需求方面，新增職位步伐於最近數月雖有所加快，但仍未有清晰可見的大幅改善之勢。金融、保險、房地產、專業及商務行業的就業人數均有所上升，原因可能是有關行業經過整固後要重新補充人手。另一方面，縱使廣深港高速鐵路香港路段等大型基建項目已開始動工，但建造業卻重現職位流失。與此同時，勞工供應依然疲弱，5月份整體勞動人口參與率降至59.8%的歷史低位。疲弱的勞工供應表現可能反映了求職者放棄求職，特別是15 - 24歲這個年齡組別，在2010年6月前不論勞動人口規模及參與率均一直下降。



**圖 3.9**  
2010年第3季  
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。

勞工市場前景跟6個月前相比變得不明朗。從好的一方面看，最新的季度業務展望統計調查顯示，所有受訪行業均預期在2010年第3季增聘人手，尤其是金融、保險、專業及商務服務及房地產等行業(圖 3.9)。然而，由於應屆畢業生已開始加入勞動人口，就業競爭在未來數月或會有所加劇。至於在7月份通過的最低工資條例草案，其對勞工市場的影響很大程度上須取決於草案委員會訂下的法定最低工資水平。

### 產出缺口

在全球金融危機期間，經濟的潛在產出可能已經受創，因商業氣氛驟降及不明朗因素加劇令固定資產累積受到拖累。現時經濟正處於復甦階段。受惠於過去幾季投資活動轉旺之勢，潛在產出應逐步重拾金融危機前的升勢。不過，潛在勞工供應卻相對疲弱，主要受到勞動人口增長緩慢所拖累，尤其自2010年年初起。

然而，實際產出增長很可能較潛在產出增長步伐更快，因此，產出缺口據計算在第2季轉為正值，其中第1季的產出缺口規模估計為-0.2%，而第2季的規模則為0.2%。鑑於產出缺口規模尚小，第1季及第2季的通脹壓力仍然溫和。

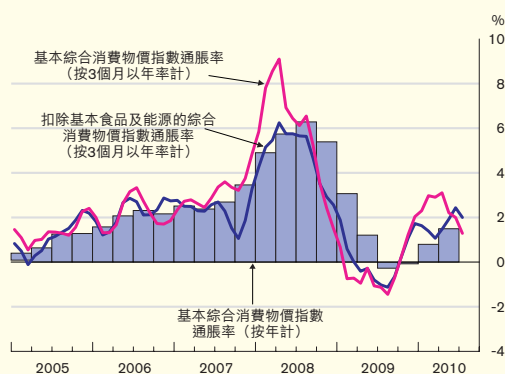
展望未來，實際產出增長趨勢預計將於2010年餘下時間放緩，令產出缺口規模維持在可控制水平。

## 物價及成本

隨着產出缺口轉為正值以及進口價格及租金同時間有所上升，本港經濟的通脹壓力正逐步形成。不過，由於勞工成本因生產力提高而得以受到控制，所以通脹壓力至今仍屬溫和。展望未來，通脹走勢主要取決於市場租金傳遞至消費物價指數的步伐。

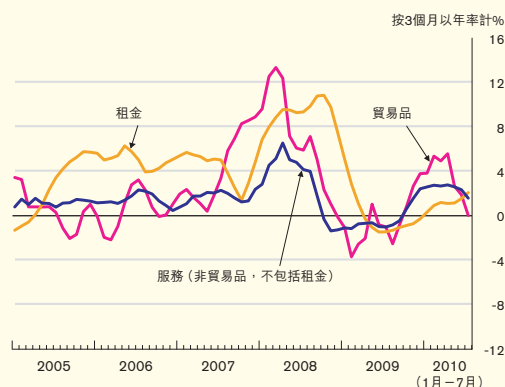
### 3.6 消費物價

圖 3.10  
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 3.11  
按主要組成項目分析消費物價通脹

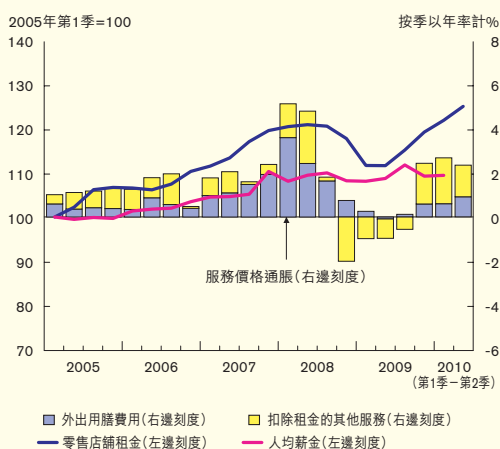


資料來源：政府統計處及職員估計數字。

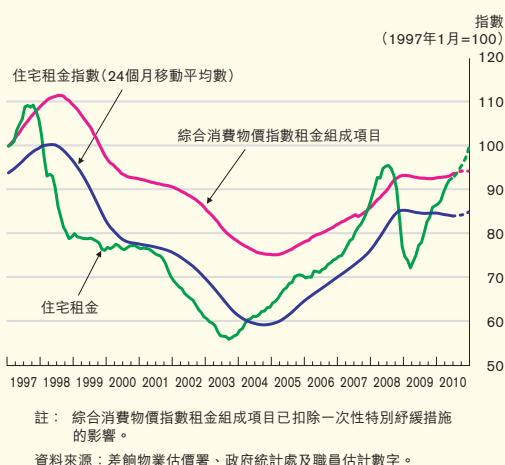
本港經濟的通脹壓力已逐步形成。按年計基本通脹率繼一連兩季處於負值後，於第 1 季及第 2 季分別上升至 0.8% 及 1.5% 水平，而食品價格及租金等多個主要組成項目亦穩步上升（圖 3.10）。受到基本食品價格波動的影響，按 3 個月以年率計的基本通脹率由 2009 年 12 月的 2.0% 上升至 2010 年 4 月 3.1% 的近期高位，隨後於 7 月回落至 1.3% 水平。撇除基本食品及能源，按季以年率計的核心通脹率走勢起伏不定，特別是通脹率一度因其他服務收費增長放慢而由 2009 年 12 月的 1.7% 下降至 2010 年 3 月的 1.1%，但其後因外出用膳消費及房屋成本增長較快，於 7 月回升至 2.0%。

消費物價指數的主要組成項目持續回復正增長水平。值得注意的是，同樣受到基本食品價格波動影響，按 3 個月以年率計，貿易品價格組成項目的通脹率自去年 10 月以來轉為正數，於 4 月升至 5.6% 的高峰水平，及後於 7 月持平（圖 3.11）。與此同時，服務價格組成項目（即不包括租金的非貿易品）的

**圖 3.12**  
扣除租金後的服務價格通脹



**圖 3.13**  
綜合消費物價指數租金組成項目  
及市值租金

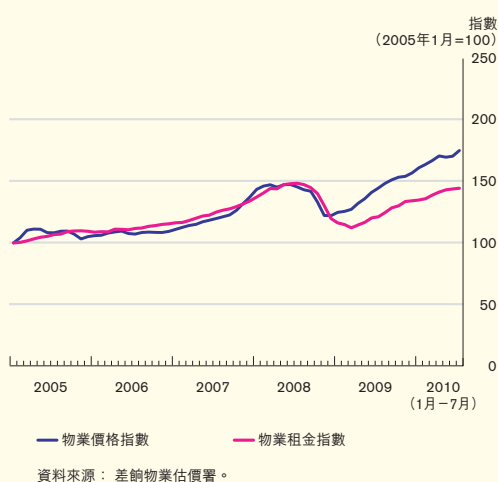


環比增長於2010年上半年保持在約2.6%的水平(按3個月以年率計)，反映零售店舖租金的穩定增長伸延至最終物價(圖3.12)。零售店舖租金上漲亦導致消費物價指數中的租金組成項目有所上升，按3個月以年率計，由2009年12月的-0.3%增加至2010年7月的2.1%。

預期於2010年下半年，本港經濟的物價壓力將進一步增加，但觀乎內外部各項因素，物價壓力應不會急速及大幅增長。就推動通脹的外部因素而論，由於近期國際食品供應受阻，加上人民幣升值的因素，進口價格通脹於2010年餘下時間或會繼續上揚。不過有別於一般人的觀點，金管局以往的研究顯示由此產生的進口價格通脹升幅可能只會對本港的通脹壓力構成輕微影響。<sup>4</sup>就推動通脹的內部因素而論，雖然本港經濟的產出缺口依計算在第2季轉為正值，但產出缺口的規模在2010年餘下時間應會不大。由於預期工資及薪金增長溫和，以及生產力穩定提升，勞工成本壓力應會受到控制。租金組成項目因受限於早前簽訂的租賃合約條款，上升速度亦將甚為緩慢。這項因素導致市值租金24個月移動平均數與綜合消費物價指數租金組成項目之間有着密切關係(圖3.13)。不過，如樓市持續升溫，住宅物業市場租金可能會較預期為快傳遞至綜合消費物價指數租金組成項目，構成上升較快的風險。至2011年，通脹將會較為明顯，反映租金上升的滯後效應。

<sup>4</sup> 參閱梁偉耀及周錦華(2007)「香港的留用進口有多少來自中國內地？」(英文版本)，《金融管理局研究札記》，編號01/2007；范尚禕(2010)「人民幣升值對香港通脹的影響」，《金融管理局季報》，2010年6月號；劉利剛及曾向俊(2008)「匯率波動對香港內部通脹的影響」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號02/2008。

**圖 3.14**  
住宅物業價格及租金指數

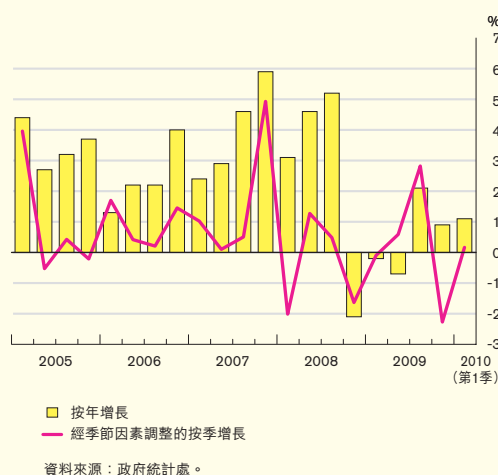


### 3.7 租金成本

隨着政府宣佈「九招十二式」，加上東涌住宅土地拍賣結果令市場失望，5月的住宅物業價格一度輕微下跌，可是在2010年首7個月期間，住宅租金的升勢一直未受阻。具體而言，住宅租金於期內的累計升幅達7.6% (圖3.14)。雖然租金持續上漲，但按過往標準而言，物業市場回報率仍然偏低。

住宅租金很可能在短期內保持升軌。隨着住宅服務需求保持穩定，住宅價格將繼續傳遞至綜合消費物價指數，而這效應於2010年最後一季將更明顯。另一方面，這升軌可能會失去部份動力，反映政府最近為樓市降溫所採取措施的影響。

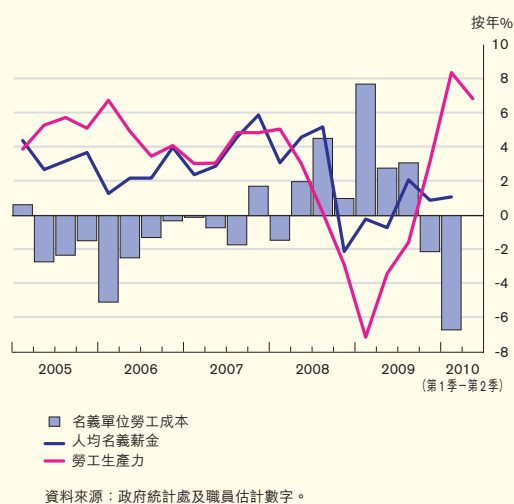
**圖 3.15**  
人均名義薪金



### 3.8 勞工成本

最新數據顯示，整體勞工收入增長回落。經季節因素調整後，按季度比較，人均名義薪金於2009年第3季增長2.9%，隨後於2009年第4季下跌2.3%，繼而於2010年第1季輕微上升0.1% (圖3.15)。按年計，人均名義薪金的增幅亦由2009年第3季的2.1%，放緩至2009年第4季的0.9%及2010年第1季的1.1%。當中不同行業的走勢各不相同。大部份行業的勞工收入在2010年第1季已恢復正數的按年增長，但有少數行業 (社會及個人服務業、污水處理、廢棄物管理及污染防治活動) 仍然錄得負增長。有關行業錄得正增長值，部份原因在於2009年同一季基數較低。

**圖 3.16**  
單位勞工成本及勞工生產力

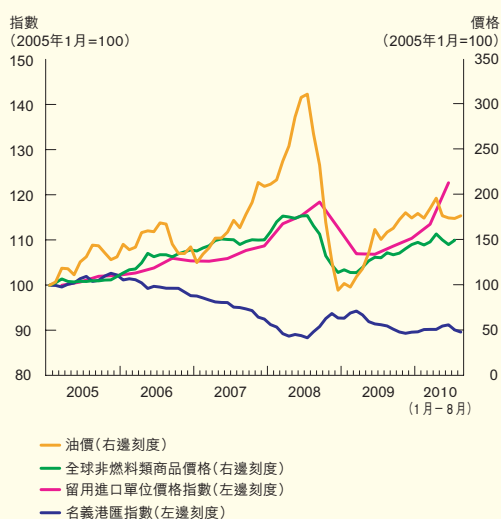


名義單位勞工成本在2009年第4季下降2.1%後，再於2010年第1季按年下跌6.7% (圖3.16)。單位勞工成本於第1季急劇下降，是由於該季的勞工生產力大幅提升，速度遠較人均名義薪金的增長率為高。

隨着經濟基本因素不斷好轉，加薪要求可能會越見普遍。不過，鑑於失業率仍貼近於長期趨勢率，而且外部環境的不明朗因素亦可能限制新增職位在往後數月的增長步伐，因此名義薪金的增長率應該不會大幅。目前相對溫和的就業率增長速度，亦意味着在產出增長持續的同時，勞工生產力增長將保持平穩。同時在薪金溫和增長下，此一情況將有助壓抑單位勞工成本。

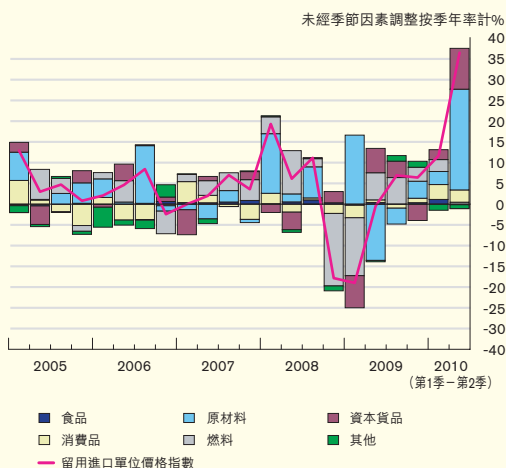
### 3.9 商品及進口價格

圖 3.17  
商品及進口價格



資料來源：政府統計處及國際貨幣基金組織。

圖 3.18  
對進口價格通脹的貢獻



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

進口價格壓力於 2010 年上半年繼續攀升，按季以年率計的進口價格通脹率由 2009 年第 4 季的 6.4% 增至 2010 年第 1 季的 11.7%，並於第 2 季上升至 36.5%。進口價格持續上升部份反映出同期油價及商品價格上漲（圖 3.17），而名義港匯指數上升對此亦可能有一定的抑制作用。按組成項目分析，原材料與資本貨品是帶動進口價格通脹的主因，而消費品的貢獻亦越來越大（圖 3.18）。另一方面，雖然內地數月前的惡劣天氣推高了進口食品價格，但源自進口食品的壓力仍然相對溫和。

展望未來，進口價格通脹可能仍要面對強大壓力。雖然有跡象顯示，主要經濟體系於今年下半年的增長動力或會放緩，但其他新興經濟體系，尤其是亞洲區新興經濟體系的強勁增長將繼續推動商品需求。另一方面，近期俄羅斯大旱、內地洪水暴發等情況令食品供應受阻，可能會推高未來數月的食品價格，而人民幣升值亦可能增加進口價格壓力，不過有關影響將仍屬溫和。

## 4. 貨幣與金融狀況

### 匯率、利率及貨幣動向

港元現貨匯率從7.75強方兌換保證水平轉弱。雖然全球金融市場動盪不定，但是港元匯率並沒有出現投機壓力，本地貨幣市場亦正常運作。儘管美元銀行同業拆息在歐洲主權債務危機下微升，並令到本地銀行同業拆息向上調整，但本地拆息與2007年高位相比仍處於低水平。雖然本地擴張性的貨幣狀況減弱，但信貸快速增長的情況卻值得關注。有見及此，有關當局已採取進一步的審慎監管措施。

#### 4.1 匯率及利率

圖 4.1  
港元匯率



圖 4.2  
港元及人民幣遠期匯率

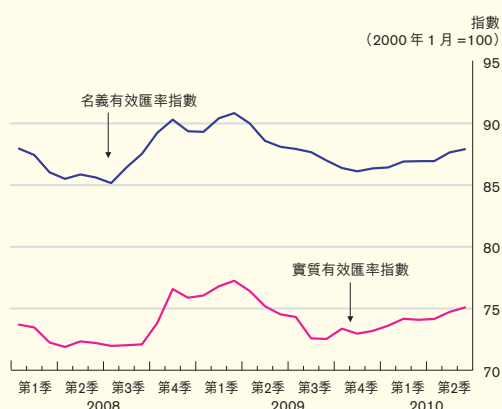


港元現貨匯率在7.75水平徘徊了15個月後，於2010年上半年普遍轉弱至大約7.78水平(圖4.1)。據報導，由於首次公開招股集資所得款項以及資金在中國內地收緊貨幣政策的憂慮下外流，導致港元匯率於2009年12月至2010年1月轉弱。至5月份，歐洲主權債務危機導致歐元急速貶值，市場氣氛急轉直下，港元現貨匯率亦急速轉弱。現貨匯率間中穿越兌換範圍中間價7.8的水平，於6月8日更觸及7.8034，創下2008年9月以來的新低。鑑於最近港元匯率的發展，專題2提供一個分析框架來分析港元匯率的動向。

市場自2010年3月以來對人民幣升值概念的新一輪炒作並未令港元現貨匯率顯著轉強。港元遠期匯率大致跟隨港元與美元間的息差走勢窄幅上落，而近年港元與人民幣遠期匯率亦不見得有明顯關係(圖4.2)。中國人民銀行於6月19日宣佈再次增強人民幣匯率彈性後，市場保持平靜。從即期及遠期匯率的走勢判斷，港元兌美元匯率的投機壓力甚微。



**圖 4.3**  
名義及實質有效匯率

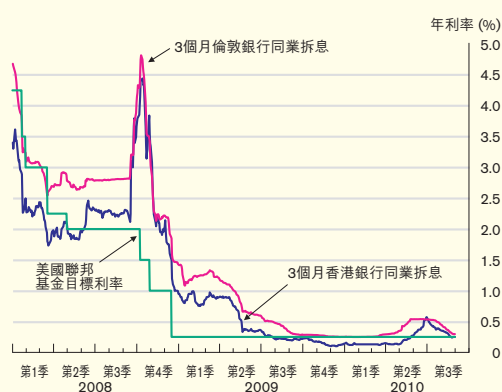


註：每月平均數字。實質有效匯率指數經季節因素調整。  
資料來源：金管局職員估計數字及政府統計處。

隨着美元轉弱及本地股票市場反彈，港元現貨匯率於2010年7月至8月上旬轉強。現貨匯率於8月31日收市報7.7807，與6月30日收市價7.7843比較，只有輕微變動。根據8月份的最新市場共識，預料2011年8月底港元兌美元的現貨匯率將為7.77，反映市場預期美元兌其他貨幣偏軟。

2010年上半年，隨着美元兌其他貨幣轉強，港元的貿易加權名義及實質有效匯率指數均錄得上升(圖4.3)。美元轉強主要是由於市場對歐洲主權信貸風險的憂慮加劇導致避險資金流入美元。此外，實質有效匯率指數上升的速度相對較快，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高。這反映雖然香港的區內貿易夥伴亦開始受到通脹壓力，但許多發達經濟體系的通脹壓力仍然溫和。

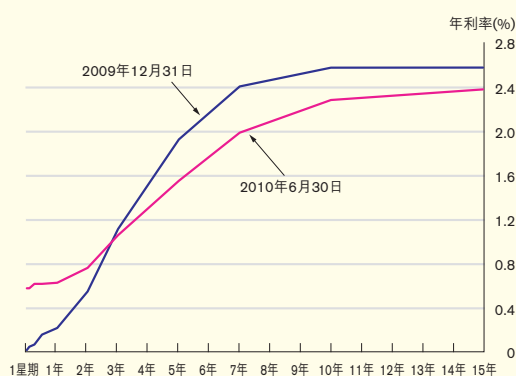
**圖 4.4**  
港元與美元利率



資料來源：CEIC。

儘管美元政策利率保持穩定，但港元銀行同業拆息於第2季末前攀升，反映美元銀行同業拆息上升以及本地資金需求因年中報告期、首次公開招股活動頻繁以及借貸需求增長而上升(圖4.4)。美元銀行同業拆息上漲是由於歐洲銀行所面對歐元區債台高築國家的風險備受關注。然而，受銀行同業流動資金充裕所支持，與2007年10月份約5厘的高位相比，本地銀行同業拆息仍處於低水平。

**圖 4.5**  
外匯基金票據及債券收益率



資料來源：金管局。

外匯基金債券較長期的收益率跟隨美元的對應收益率下降，導致港元名義收益率曲線於接近2010年6月底時變得平坦(圖4.5)。美國政府債券的長期收益率於第2季顯著回落，是由於歐洲主權債務危機引致的安全投資轉移及市場對美國通脹的憂慮減少所致。然而，短期外匯基金票據的引伸收益率隨着香港銀行同業拆息的升勢而輕微上調。

**表 4.A**  
2010 年新批按揭貸款的利率

(年利率(%))	以香港銀行 同業拆息為 基準的按揭利率 (1 個月香港 銀行同業拆息 + 0.7%)	以最優惠貸款 利率為基準的 按揭利率	加權平均 按揭利率
1 月	0.77	2.35	1.34
2 月	0.77	2.37	1.33
3 月	0.78	2.39	1.15
4 月	0.78	2.42	1.09
5 月	0.84	2.49	1.12
6 月	1.02	2.50	1.25

註：期內平均數字。

資料來源：金管局職員估計數字。

**表 4.B**  
存款利率

(年利率(%))	儲蓄存款 (港元)	6 個月定期存款 (港元)	6 個月定期存款 (人民幣)
2008 年第 4 季	0.012	0.36	0.696
2009 年第 1 季	0.010	0.26	0.696
2009 年第 2 季	0.009	0.11	0.696
2009 年第 3 季	0.009	0.08	0.724
2009 年第 4 季	0.009	0.04	0.731
2010 年第 1 季	0.009	0.04	0.731
2010 年第 2 季	0.009	0.06	0.732

註：期末數字。

資料來源：金管局。

在零售層面，銀行將最優惠貸款利率維持於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。新批按揭貸款的加權平均利率雖然近期有上升跡象，但仍處於低水平(表4.A)。儘管以香港銀行同業拆息及最優惠貸款利率為基準的按揭利率均錄得輕微升幅，但由於較多客戶選用以香港銀行同業拆息為基準的產品，從而受惠於低企的銀行同業拆息，因此平均按揭利率大體下降。調查顯示，參照香港銀行同業拆息定價的新批按揭貸款比例由去年12月的61.6%升至今年6月份83.9%的新高。

儘管各大銀行所提供的平均儲蓄存款利率維持在0.01厘的水平，惟若干銀行於5月及6月調高了定期存款利率(尤其是期限較長的大額存款)(表4.B)。選擇性調高定期存款利率反映了資金需求因年中報告期及信貸需求而上升，以及銀行致力鞏固其存款基礎。隨着香港人民幣業務的經營範圍擴大，銀行亦稍微調高人民幣存款利率以吸引有關存款(表4.B)。顯示銀行資金平均成本的綜合利率由去年12月底的0.11厘微升至6月底的0.20厘，主要是受定期存款利率及銀行同業拆息上調所帶動。

隨着年中報告期完結及歐洲金融市場狀況逐漸回穩，7月及8月份的數據顯示，港元銀行同業拆息及存款利率逐步回落，意味較早前的利率升勢並非本地利率踏入上升週期的先兆。預期低息環境在短期內將仍然持續，但可能會受全球金融狀況、信貸需求、新的銀行資本監管規定及2010年年底百分百存款保障結束所影響。長期而言，市場預期美國聯邦基金目標利率將於2011年下半年增加。2010年8月份的《共識預測》亦顯示，3個月香港銀行同業拆息將於2011年8月底升至約1厘。



圖 4.6  
貨幣基礎

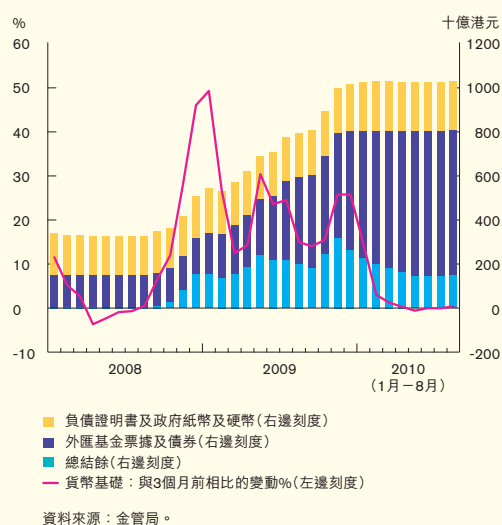


圖 4.7  
在香港使用的貸款與名義本地生產總值

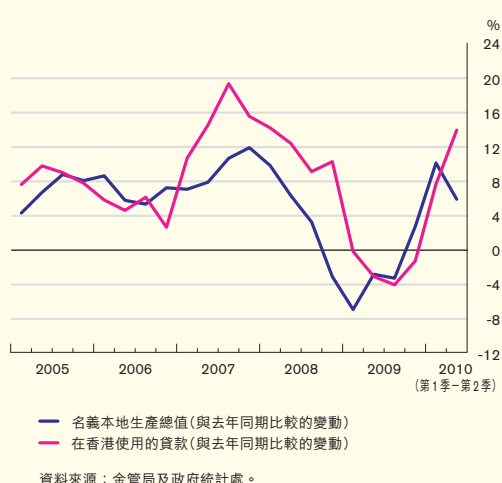
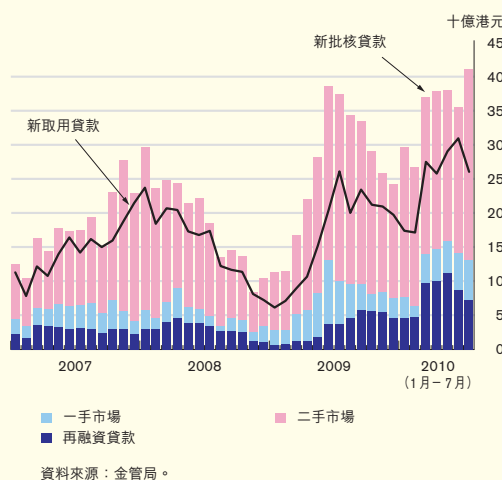


圖 4.8  
按揭貸款



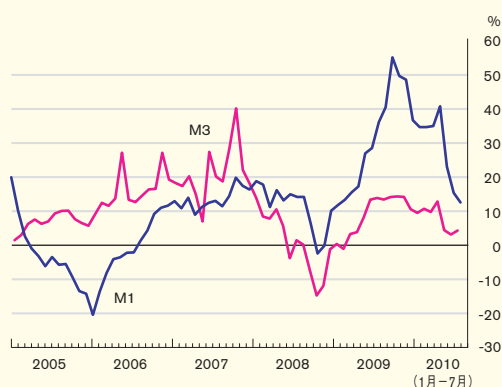
## 4.2 貨幣及信貸

由於2010年上半年並無觸發強方兌換保證，故此貨幣基礎變動不大（圖4.6）。為應付銀行對流動資金管理的強勁需求，金管局繼續向市場增發外匯基金票據，但發行量於第2季已有所放緩。雖然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6月底總結餘仍維持在1,487億港元的高位，佔貨幣基礎的15%。

由於銀行同業流動資金充裕、經濟好轉、物業市場暢旺、貸款需求偶然因首次公開招股活動而上升，以及潛在境外貸款需求增加，因此在香港使用的貸款於第1季已重返危機前的高位，並在第2季繼續以較快的步伐增長。與1997年至98年的亞洲金融危機相比，全球金融危機對本地信貸的初期影響更為嚴重，但近期的信貸復甦速度卻較快。第2季本地貸款增長較去年同期加快至14.0%，增長率創下2008年年尾至2009年全球金融危機以來的新高，比名義本地生產總值5.9%的增長為快（圖4.7）。預期信貸需求增長將會持續。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「略有增加」的受訪認可機構比率，由2009年12月的52%增加至2010年6月的67%，但並無認可機構預期貸款需求將「顯著增加」。

按經濟用途分析，本地貸款於2010年上半年普遍增長，物業相關貸款繼續為增長的主要因素。在按揭業務方面，新批貸款處於高水平，當中大部份參照香港銀行同業拆息定價，而再融資貸款亦有所擴大，部份原因為現有按揭借款人轉用以香港銀行同業拆息為基準的產品（圖4.8）。因此，住戶供款負擔將對銀行同業拆息越來越敏感。鑑於按揭貸款市場競爭激烈，金管局於2010年1月8日發出通告，提醒各銀行採取審慎的按揭貸款定價策略。為進一步確保銀行體系穩定，金管局於8月13日宣佈一系列關於住宅按揭貸款的審慎監管措施，包括對1,200萬港元或以上的物業實施60%的貸款與估值比率上限、將非自住物業的貸款與估值比率上限下調至60%，以及將現行利率水平下按揭貸款申請人的供款與入息比率劃一為50%，並在按揭利率回升200個基點的更嚴格壓力測試下，將有關比率劃一為60%（請參閱第4.5節）。

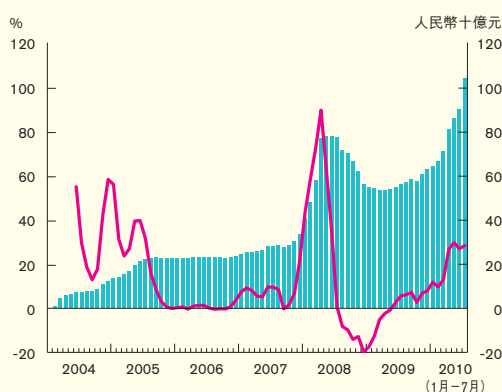
**圖 4.9**  
與去年同期比較的貨幣增長



註：港元M1經季節因素調整。  
資料來源：金管局。

2010年上半年，儘管貸款擴大，惟港元貨幣總額欠缺明確趨勢，顯示有資金外流的跡象。就港元M3對應資產進行分析，本地信貸的增幅部份被外幣資產淨額減少所抵銷，表示第2季有資金外流。這情況與全球金融危機期間有所不同。儘管當時貸款業務低迷並且經濟放緩，但受強勁資金淨流入的支持，港元M3卻大幅上升（圖4.9）。

**圖 4.10**  
香港的人民幣存款

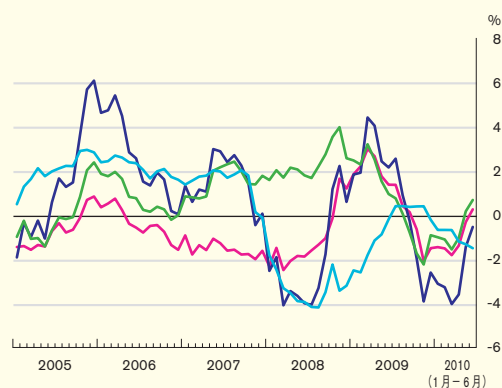


■ 人民幣存款總額（右邊刻度）  
— 與3個月前相比的變動（左邊刻度）

資料來源：金管局。

2010年上半年，佔本地貨幣供應最大部份的港元存款欠缺明確趨勢，但香港的人民幣存款卻顯著增多（圖4.10）。香港的人民幣存款需求受香港人民幣業務經營範圍不斷拓展及人民幣新一輪升值壓力引致的預期估值收益所推動。人民幣存款於2010年6月底佔存款總額的百分比攀升至1.6%，惟仍然處於低水平。專題3概括了香港人民幣銀行業務的近期發展，並探討其對港元的影響。

**圖 4.11**  
貨幣狀況指數



— 貨幣狀況指數  
— 實質利率貢獻  
— 人民幣實質有效匯率貢獻  
— 港元實質有效匯率貢獻

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。

2010年上半年貨幣狀況指數反彈，顯示擴張性的貨幣狀況減弱。儘管實質利率因本地通脹上升而降低，有助紓緩本地貨幣狀況，但港元及人民幣的實質匯率部份因美元轉強而上升，帶動貨幣狀況指數回升（圖4.11）。

## 專題 2 在大量資金流入下的港元匯率動向

圖 B2.1  
2005年1月至2010年6月的港元匯率

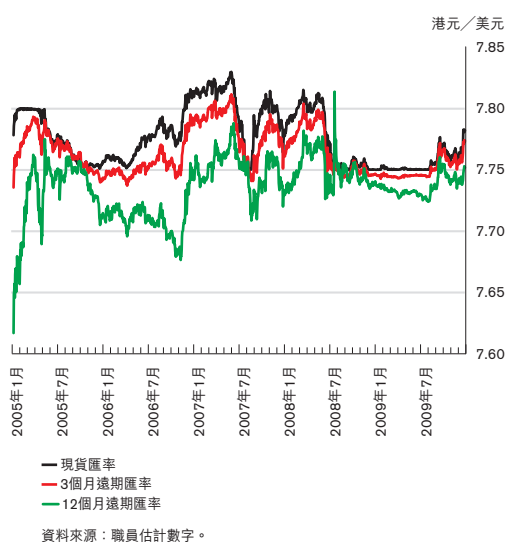
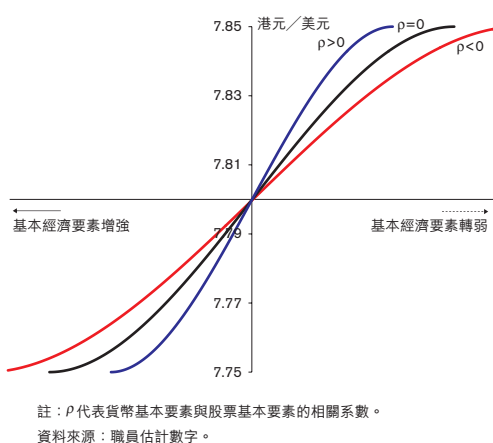


圖 B2.2  
貨幣與股票基本要素不同相關系數下的  
S形傾斜關係



2008年第四季至2009年年底期間，大量資金流入港元多次觸發強方兌換保證(圖B2.1)。隨即有人對於資金流向出現逆轉時匯率的走勢提出疑問。鑑於這個情況，我們提出一個在資金流入及流出之下，仍能在兌換區內清楚顯示匯率動向的新框架。在新框架下，港元匯率變動取決於香港與美國股票回報率差額及貨幣息差的變動。在傳統目標區模型中，投資組合配置並不包括高風險資產。相比之下，股票回報率差額令匯率動向較容易受基本經濟要素的相關變動影響。<sup>5及6</sup>

### 新分析框架

經修改的目標區模型具有較複雜的投資組合選擇，包括本地及境外經濟體系中的無風險債券以至具風險資產(例如股票)等，而兩個經濟體系之間的匯率是透過雙邊目標區制度管理。股票回報率變動對匯率動向的影響實質上透過下列無拋補利率平價的擴展算式計算：

$$\dot{s} = i_{\text{香港}} - i_{\text{外國}} + \alpha(r_{\text{香港}} - i_{\text{香港}}) - \beta(r_{\text{外國}} - i_{\text{外國}})$$

其中， $i$ 及 $r$ 分別是無風險利率及具風險資產回報率； $\dot{s}$ 是港元匯率(按港元/美元計算)的貶值率； $\alpha$ 及 $\beta$ 分別是投資者在香港股票及美國股票所投資的財富比例。經修改的目標區模型預測匯率與兩類基本要素(圖B2.2)之間呈S形關係。當這兩種基本要素呈正相關時，匯率對貨幣(或股票)基本要素的變動會更為敏感。

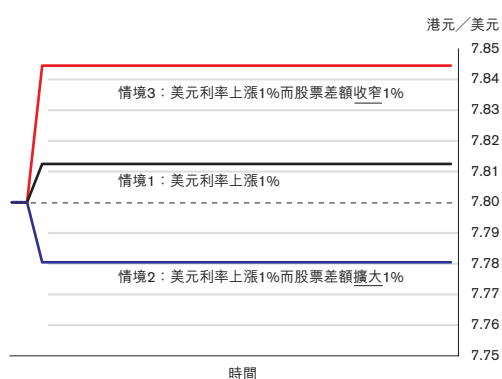
<sup>5</sup> 有關框架的詳細資料，請參閱姚兆鋒、何偉業、馬躍及曾澍基(2010)，「在大量資金流入下的港元匯率動向分析框架」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號05/2010。

<sup>6</sup> 有關經修改的目標區模型及無拋補利率平價擴展算式的詳細資料及產生，請參閱馬躍、曾澍基、姚兆鋒及何偉業(2010)，「兩類資產的目標區模型」，《香港金融研究中心工作論文》(即將出版)。

### 分析框架下的模擬

根據新框架，我們透過模擬評估息差變動及股票回報率差額變動對港元匯率的影響。<sup>7</sup> 在每個模擬情境當中，我們假設匯率以7.8 (聯繫匯率制度的中央平價) 為起點，分析差額的長久變動對匯率產生的影響。因此，我們只考慮了不同情境下對匯率產生的長期影響。

**圖 B2.3**  
情境分析：美元利率上漲及股票回報率差額變動



資料來源：職員計算數字。

圖B2.3顯示了情境1 (美元利率上漲1個百分點而港元利率不變) 的模擬結果。從長遠來看，美元利率上漲意味着美元相比港元會有所升值。據此，若美元利率上漲1個百分點，港元匯率將轉弱60點子。

在情境2中，股票回報率差額擴大1%的影響不但抵銷了美元利率上漲1個百分點所引起的貶值影響，並且令港元升值約150點子。在這個情境下，儘管美元利率上漲令香港資金外流並使港元貶值，但香港股票回報率上升可透過向投資者提供更高的股票回報來抵銷相關影響，從而減低資金外流。

另一方面，在情境3中，股票回報率差額收窄1%將增大美元利率上漲1個百分點所產生的貶值影響，並將港元推向弱方兌換保證。港元在這個情境中貶值約470點子。

### 結論

在新分析框架下，與傳統目標區模型相比，港元匯率動向對貨幣及股票基本要素的相關變動更為敏感。即使美元利率上漲而港元利率不變，香港股票回報率上升能夠充當一項抵銷因素，縮小外流資金的規模。另一方面，在模擬「雙重衝擊」情景之下 (即情境3)，股票回報率差額收窄及美元利率對港元利率上升，會使港元轉弱，並迅速移向弱方兌換保證。

<sup>7</sup> 有關模擬步驟及模擬結果的詳細資料，請參閱姚兆鋒等人(2010)。

### 專題 3

## 香港人民幣銀行業務的近期發展及對港元的影響

**表 B3.A**  
發展人民幣業務的主要安排

宣佈日期	事項
2003年11月18日	中國人民銀行同意就香港人民幣業務提供清算安排
2004年1月18日至4月30日	開展個人人民幣業務，提供人民幣存款、兌換、匯款、自動櫃員機及卡類服務
2007年1月10日	內地金融機構在獲得內地批准後可於香港發行人民幣債券
2009年7月6日	推出跨境貿易人民幣結算試點計劃
2010年2月11日	金管局通告詮釋關於人民幣業務的兩項監管原則
2010年6月22日	擴大人民幣貿易結算計劃
2010年7月13日	為台灣提供人民幣現鈔兌換及其他安排
2010年7月19日	修訂有關人民幣業務的清算協議，清除妨礙人民幣貨幣及債券市場在港發展的障礙
2010年8月17日	宣佈大陸境外合資格機構投資內地銀行間債券市場試點計劃

**表 B3.B**  
人民幣資金跨境流動的兩項監管原則

<b>(i) 內地相關流動</b>	
–	人民幣資金進出內地的跨境流動須符合內地有關法規
–	香港的銀行將按照香港的銀行業常規處理人民幣業務
–	內地交易對手所進行的相關交易是否符合內地相關法規，由內地監管當局及銀行負責審核
<b>(ii) 境外流動</b>	
–	對於已流入香港的人民幣資金，只要不涉及資金回流內地，銀行可根據香港的監管規定及市場狀況發展人民幣業務。

### 人民幣銀行業務的近期發展

自2010年年初以來，香港的人民幣業務發展迅速(表B3.A)。根據現有政策框架並參考業界意見後，金管局於2月11日發出通告詮釋有關香港人民幣業務的監管原則和操作安排。中國人民銀行及香港人民幣業務清算行其後於7月19日簽署經修訂的清算協議，進一步建構香港的人民幣業務平台。這些轉變堪稱香港人民幣業務發展的重大里程碑，理由如下：

第一，修訂清算協議後參加行為金融機構開立人民幣帳戶及提供相關服務不再受到限制。如今所有企業客戶(包括現有指定商業客戶)可以在銀行開設人民幣帳戶作一般用途。此外，隨着人民幣資金可在個人及企業帳戶之間轉撥，個人及公司能夠進行人民幣付款及跨行轉帳。

第二，除貿易相關及內地批准的其他人民幣兌換業務(據此銀行可與清算行進行平盤)外，現在只要銀行願意自行吸收相關倉盤或審慎地透過銀行同業市場進行平盤，銀行可就其他目的為企業客戶提供人民幣兌換服務。另外，辦理貿易相關的人民幣兌換業務亦不設時限，銀行因而可更靈活地運用人民幣資金。

第三，根據於2月詮釋的兩項監管原則，銀行及其他金融機構可在香港提供多種不涉及人民幣資金回流內地的人民幣業務(表B3.B)。例如，在採取審慎的風險管理措施後，銀行可在香港發行人民幣存款證或推出人民幣遠期交收合約。銀行雖然不准向個人及指定商業客戶提供人民幣貸款，但可以向企業客戶提供有關貸款，而且企業類別或貸款種類均不受限制。金融服務業亦可推出不同的人民幣金融及理財產品，例如保險及投資基金。

為進一步擴大香港的人民幣金融市場規模，人民幣貿易結算計劃已於6月22日擴展至內地20個省市，而且這些地方與世界任何地區的貿易交易均可利用人民幣結算，藉此增加中國



大陸以外的人民幣流通性。另一方面，根據7月13日宣佈的新人民幣現鈔安排，合資格的台灣銀行可利用香港的人民幣清算平台，向台灣提供人民幣現鈔兌換及相關服務。

這些政策有助發展香港人民幣金融市場的深度及闊度，幫助香港成為領先的離岸人民幣中心。例如，新措施使本地銀行的人民幣資產及負債更趨多元化，有助香港發展離岸人民幣貨幣及債券市場。其中8月份宣佈的大陸境外合資格機構投資內地銀行間債券市場試點計劃，預期將增加本地銀行的人民幣投資渠道及提升人民幣資本回報。香港銀行早著先機，亦將受惠於人民幣逐步國際化所帶來的外匯、信貸及其他衍生業務，進一步深化香港的人民幣金融市場。

### 對港元的影響

由於人民幣銀行業務迅速擴張，加上人民幣的使用亦日益普及，大眾開始擔心這會否影響港元的地位及穩定性。然而，根據其他離岸金融中心的經驗，他們本身貨幣的穩定性不會因此而受損。

其他離岸金融中心的統計數據顯示，居民持有的金融資產中確實有相當部份是外幣資產，但這主要是居民進行資產配置而非貨幣替代的結果。表B3.C顯示，英國、新加坡、澳門及香港的外幣存款佔銀行存款大約一半或以上，同時亦有大量銀行貸款是外幣貸款。香港居民對持有外幣資產已經習以為常，而這些外幣存款帳戶一般並非用作交易帳戶。因此，發展香港人民幣銀行業務實質上令本地居民積累財富時有另一種貨幣選擇。

然而，其他離岸中心的貨幣替代情況不盡相同。儘管缺乏外幣流通量的數據，但透過本地流通中的貨幣與本地生產總值的比率，也可得知外幣取代本地貨幣成為交易貨幣的程度。如本地貨幣在日常交易中被外幣替代，本地貨幣與本地生產總值的比率便會較低。舉例來說，在港元獲廣泛接納為交易貨幣的澳門，此比率僅為2.9% (表B3.D)，而經調整旅遊業的

**表 B3.C**  
外幣存款及借貸

(截至 2010 年 6 月底)	外幣存款 (佔存款總額 %)	外幣借貸 (佔借貸總額 %)
香港	46.9	30.5
澳門 <sup>1</sup>	79.6	68.5
新加坡 <sup>2</sup>	47.6	51.9
英國	54.7	54.6

註：

1. 私人存款及私人貸款及墊款。
  2. 以亞洲貨幣單位存款／借貸代表。
- 資料來源：CEIC 及金管局估計數字。

**表 B3.D**  
流通中的貨幣

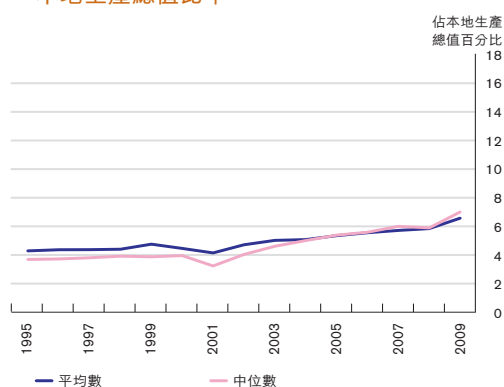
(截至 2009 年年底)	流通中的貨幣 (佔 2009 年本地生產總值百分比)
香港 <sup>1</sup>	11.9
澳門 <sup>2</sup>	2.9
新加坡	8.8
英國	3.7
瑞士	10.9

註：

1. Leung、Ng 及 Chan (2010) 估計 2009 年年底的境外需求比例約為 50 至 70%。經調整境外流通量後，比率介乎 3.6 至 6.0 之間。
2. 扣除澳門本地生產總值中旅遊業 (博彩、酒店及餐飲) 的貢獻後，比率將增至 4.4%。旅遊業的增值以其佔澳門整體就業人數的比例估算 (2009 年為 34%)。

資料來源：CEIC 及金管局估計數字。

**圖 B3.1**  
經濟合作及發展組織經濟體系本地貨幣與本地生產總值比率



資料來源：國際貨幣基金組織，EcoWin，CEIC及金管局估計數字。

影響後則上升至4.4%，較為符合經濟合作及發展組織在上世紀九十年代後期的水平(圖B3.1)。換言之，即使在澳門，貨幣替代的現象亦主要是由於旅遊業所致<sup>8</sup>。在香港，本地貨幣與本地生產總值的比率相當高。然而，這是由於有相當部份的港元是在香港境外流通所致。此比率經調整外部流通的因素後與其他地方更為吻合。<sup>9</sup>

大規模的貨幣替代一般只會發生在本地貨幣政策缺乏公信力且通脹高企的經濟體系。香港顯然不在此列。大眾對港元的信心源自聯繫匯率制度的公信力。整體港元貨幣基礎獲外匯儲備充分支持，而利率調整機制在資金急劇外流等受壓情況下仍然會被啓動，即使利率上升或會對本地經濟活動及就業造成暫時的負面影響。金管局自貨幣發行局制度設立以來不斷作出技術上的調整亦加強了聯繫匯率制度的公信力。

人民幣在作為香港交易貨幣方面日後會否擔當更重要的角色將取決於兩個因素。首先，須視乎日常交易中使用人民幣的需求。這在很大程度上取決於訪港內地遊客的人數。若內地遊客在本地市場買家中佔很高比例，賣家便會願意配合。這正是澳門的情況，每年訪澳的香港遊客人數為其人口的12倍(請參閱表B3.E)。其次取決於港元及人民幣之間的匯率風險。如普遍認為風險不大，公眾便會樂意接納人民幣作為香港的交易貨幣。然而，鑑於澳門幣兌港元貼近一兌一的固定匯率，我們不應預期香港會出現有如澳門今時今日的貨幣替代程度。

香港發展成為離岸人民幣中心對港元作為保值及交易貨幣的角色具有不同影響。儘管香港居民或會更廣泛使用人民幣作為保值工具，但港元作為交易貨幣的角色不大可能受到重大影響。理論上，由於使用外幣(包括人民幣)作為離岸資金融通活動的交易貨幣有助減低資金流入及流出港元所造成的匯率及利率波動，故香港貨幣制度應會更為不受外界影響。

**表 B3.E**  
每年遊客人數與所離岸中心人口的比率

香港：	中國內地遊客	256%
	美國遊客	15%
澳門：	香港遊客	1,237%
新加坡：	美國遊客	10%
英國：	美國遊客	5%

註：

1. 人口及遊客人數為2009年的年中數據及全年總數。

資料來源：CEIC及金管局估計數字。

<sup>8</sup> 由於旅遊業佔澳門經濟較大比重，外幣流通量因而較高。因此，從本地生產總值扣除旅遊業的貢獻更適合反映居民使用本地貨幣的實際情況。

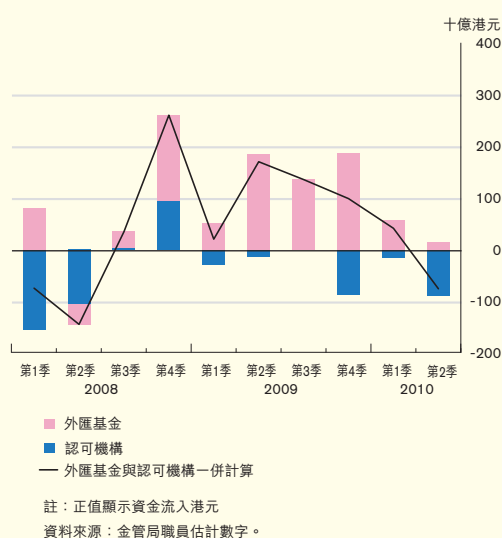
<sup>9</sup> 金管局近期的一項研究估計於2009年年底的流通港元總額中，境外需求佔超過一半。請參閱Leung、Ng及Chan (2010)，「分析港元的境外需求」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號07/2010。



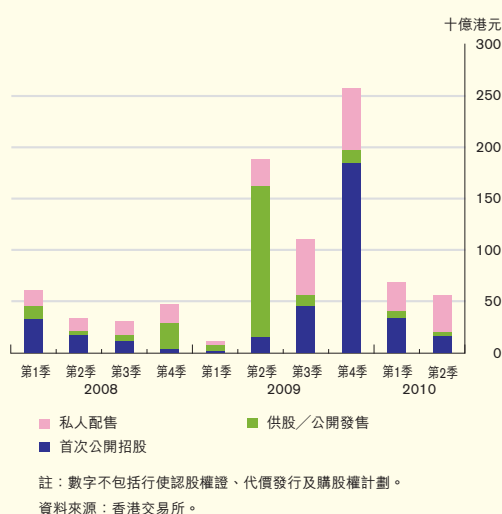
## 資金流

自2008年年底開始大量資金流入港元的情況已於2010年年初停止，而且2010年第2季歐洲主權債務危機導致資金流出港元。於2010年第1季，跨境資金流因經常帳收窄及私人金融資金淨流出而有所收縮。基於全球金融狀況仍然動盪不定，2010年下半年資金流向並不明朗。

**圖 4.12**  
外幣資產淨額季度變動



**圖 4.13**  
於香港籌集的股票資金



## 4.3 資金流

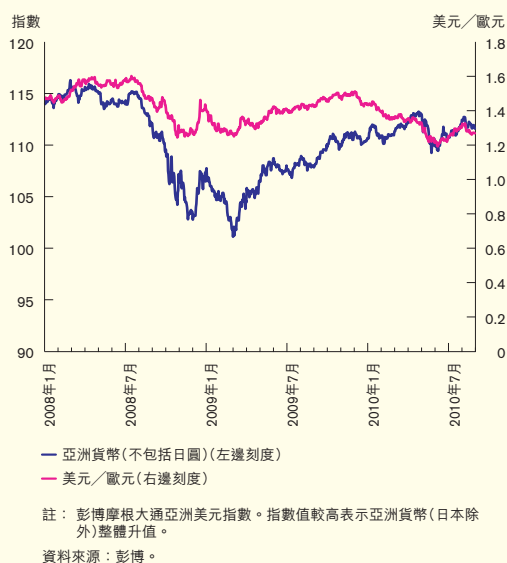
### 流入及流出港元的資金流

將認可機構及外匯基金的外幣資產淨額一併計算，其變動顯示於2010年第1季流入港元的資金淨額下降，於第2季更錄得淨流出（圖4.12）。<sup>10</sup> 第2季資金流向逆轉可能是由於銀行客戶將港元資金兌走導致認可機構的外幣資產淨額收縮。這情況與期內港元兌美元匯率大致轉弱的走勢吻合。同時，港元存款的變動大致相同，第1季略微增長64億港元，而第2季則減少92億港元。

股票市場反覆下股票集資活動減少可能是不再有大量資金流入港元的部份原因。由於香港股票市場跟隨外圍整固，故2010年上半年股市的集資額較2009年同期減少，導致對港元需求下降（圖4.13）。股票市場波幅增加亦對若干首次公開招股的時間及定價造成負面影響，更有一家地產物業公司擱置集資計劃，影響投資氣氛。

<sup>10</sup> 留意外幣資產淨額的變動會受到價格及匯率改變等估值變動的影響，所以它僅為港元資金流淨額的代理指標。

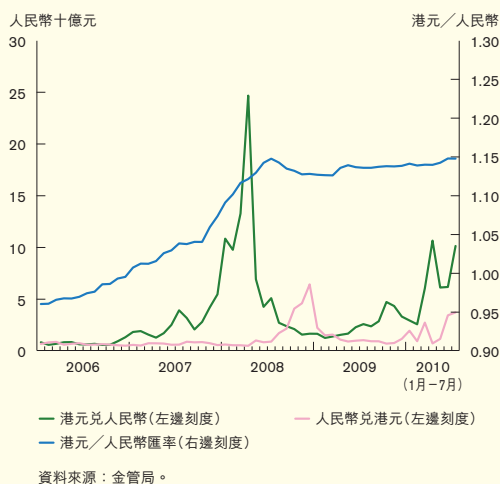
圖 4.14  
匯率



除首次公開招股活動減少外，市場資料顯示，第1季流入港元的資金減少，部份原因在於首次公開招股集資所得款項以及資金在中國內地收緊貨幣政策的憂慮下流出港元體系。粗略估計，截至2009年11月底，於香港上市的內地公司仍有高達2,600億港元的集資款項以港元存款形式存放在本地或內地銀行體系。一些內地公司可能已逐漸將所籌集的港元兌換為其他貨幣。

對歐洲主權債務危機的憂慮亦加強了投資者的避險意欲，促使資金於第2季流入美元資產(尤其是美國國庫債券)，資金因而流出港元。於5月份危機最為嚴峻的時刻，歐元兌美元急速貶值，市場氣氛轉壞，投資者紛紛買入美元避險。大約在同一時間，大多數亞洲貨幣(日圓除外)亦大為轉弱，顯示資金從區內流出(圖4.14)。在全球加強避險的情況下，這些資金很可能已經流入美元體系。

圖 4.15  
貨幣兌換



儘管2010年年初重燃人民幣升值的投機預期，而在香港將港元兌換為人民幣的金額亦有所增加(圖4.15)，但流入港元的投機資金似乎不多。於2010年上半年，港元兌美元並無強大的升值壓力，現貨及遠期匯率大致穩定。2010年6月19日中國人民銀行宣佈增加人民幣匯率彈性後，香港外匯市場繼續保持平靜。以往人民幣升值的傳言會因市場預期港元會隨之升值而吸引投機資金流入港元，但今次情況卻大相徑庭。

圖 4.16  
跨境資金流

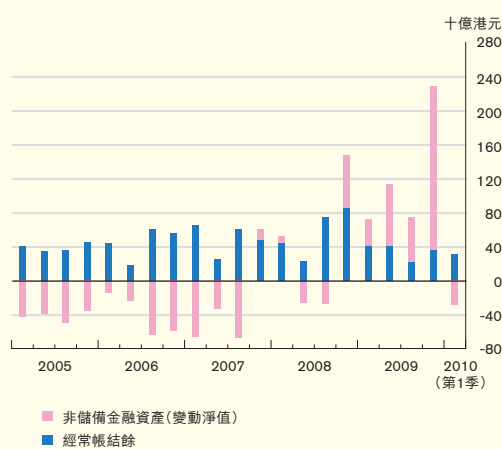


圖 4.17  
經常帳盈餘來源

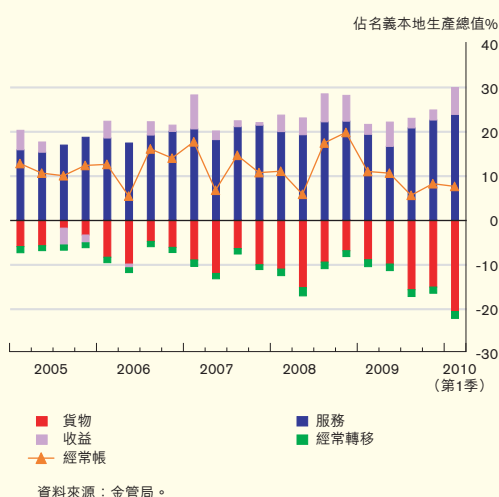


表 4.C  
跨境有價證券投資資金流

(十億港元)	2008		2009			2010
	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季
來自香港居民						
股票證券	-35.7	-89.0	-49.0	-29.1	-128.7	-89.6
債務證券	-305.1	165.0	-198.8	-49.0	-1.7	-10.6
來自非香港居民						
股票證券	-25.6	4.8	16.5	0.5	10.2	6.0
債務證券	-22.2	-6.0	3.9	2.4	5.6	8.7

註：正值顯示資金流入。  
資料來源：政府統計處。

## 國際收支平衡及跨境資金流

繼2009年錄得大量跨境資金淨流入後，跨境資金流淨額在2010年第1季收縮，經常帳盈餘減少，私人金融資金流淨額從大量流入扭轉為少量流出(圖4.16)。具體而言，經常帳盈餘縮減至316億港元，低於2009年的季度平均數354億港元。第1季私人金融資金淨流出亦錄得286億港元，而2009年的季度平均淨流入則高達870億港元。

2010年第1季經常帳盈餘減少，主要是受到商品貿易逆差擴大的影響(圖4.17)。受金融、貿易相關及運輸服務盈餘所支持，錄得服務輸出淨值的情況得以持續。另一方面，私人金融資金淨流出主要是由於證券投資及直接投資淨流出所致，流出的資金足以抵銷有關貸款及存款的投資淨流入。

證券投資所形成的資金淨流出主要是香港居民持有的海外股票證券投資。近年來，這些股票資金流出受香港居民認購內地公司新股份所支持，而有關股份在國際收支平衡統計中被視為非本地股票。2010年第1季本地居民的股票證券投資資金流出達896億港元，高於2009年股票市場集資活動尤其暢旺時的季度平均數739億港元(表4.C)。

此外，本港股市於第1季處於調整期，來自非香港居民的股票證券投資資金流入依然較少，大約只有60億港元。股票相關跨境資金流入較少亦與港元轉弱的情況吻合。但必須注意，國際收支平衡統計內的股票證券資金流數字有可能低估用作股票投資用途的資金流入淨額，因為統計並不包括非香港居民之間的交易(例如非香港居民認購在香港上市的內地公司新股份)。

**表 4.D**  
貨幣、存款及貸款相關跨境資金流

(十億港元)	2008		2009			2010
	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季
來自香港居民						
貨幣及存款	386.5	82.3	350.5	81.1	-2.4	48.3
貸款及貿易信貸	142.9	-21.7	99.5	-46.3	171.7	-40.8
來自非香港居民						
貨幣及存款	-82.3	-85.7	-95.1	94.5	157.0	58.5
貸款及貿易信貸	-55.9	-76.5	-5.9	30.3	-40.1	9.6

註：正值顯示資金流入。  
資料來源：政府統計處。

另一方面，有關存款及貸款的投資持續錄得資金淨流入，主要由2009年第3季起來自非香港居民的存款資金流入所帶動。2009年最後兩季的存款資金流入分別為945億港元及1,570億港元，而2010年第1季再錄得存款資金流入585億港元(表4.D)。存款資金流入減少或許是由於股市集資活動轉趨淡靜所致。<sup>11</sup>

此外，2010年第1季香港居民的貸款資金外流為408億港元。市場資料顯示，2010年香港在亞洲貸款市場相當活躍，與在香港以外使用的貸款的較快增長步伐相符。據報導，內地公司的信貸需求尤其強勁，而且一些內地物業發展商選擇在香港申請銀團貸款。這情況反映於香港銀行業的對外債權統計數據，當中與內地非銀行居民有關的借款約為160億港元。

### 資金流展望

權衡各方面的影響，短期內流入及流出港元的資金流很可能受股票相關資金流所主導。2010年下半年有多家大型內地銀行計劃透過供股或首次公開招股籌集資金。即使該等活動可吸引資金流入港元體系，但視乎集資者將港元轉換為其他外幣的速度，匯率轉強的時間可能不會持久。香港及內地經濟的良好增長前景以及人民幣升值壓力亦會吸引資金流入本地股票市場，刺激港元需求。同時，基於美國貨幣狀況在一段時間內將繼續保持寬鬆，美元與港元之間的息差應會維持在低水平，因此較難吸引套利交易，引致港元資金外流的機會亦較低(圖4.18)。

儘管如此，2010年餘下時間港元資金流向仍然非常不明朗。歐洲主權債務危機、內地經濟調控措施及全球經濟可能放緩，均會影響投資者情緒，甚至引致資金流大幅波動。然而，香港貨幣發行局制度歷史悠久、政府財政狀況穩健、外匯儲備龐大，且銀行體系健全，有助香港經濟抵禦匯率及利率因資金流向突然逆轉而波動的影響。

**圖 4.18**  
港元與美元銀行同業拆息的差距



資料來源：CEIC。

<sup>11</sup> 根據觀察所得，非本地公司的部份首次公開招股所得款項通常作為存款存放於本地銀行體系。

## 資產市場

鑑於中國人民銀行在6月宣佈增強人民幣匯率彈性，加上其後歐元區宏觀金融狀況相對回穩，香港股市由5月下旬的10個月低位反彈。然而，股票資金淨流量顯著下滑，以及股票風險承受意欲仍然偏低，反映股市投資者態度維持審慎。

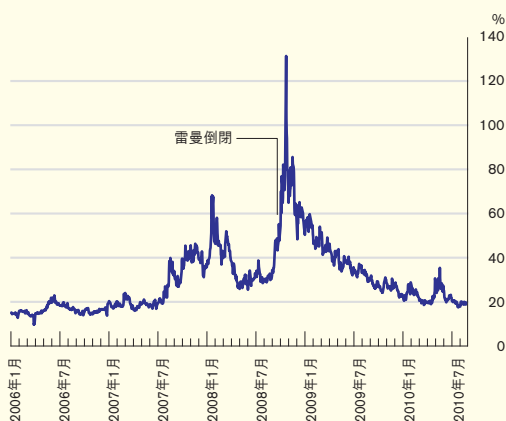
住宅物業市場在上半年整體上仍然暢旺。物業價格急升嚴重削弱置業負擔能力。鑑於房屋市場整體氣氛熾熱及目前的超低息環境，政府及金管局宣佈一系列措施，以促進房屋市場健康平穩發展及維持銀行體系穩定。

圖 4.19  
香港股票價格



資料來源：彭博

圖 4.20  
恒生指數期權引伸波幅



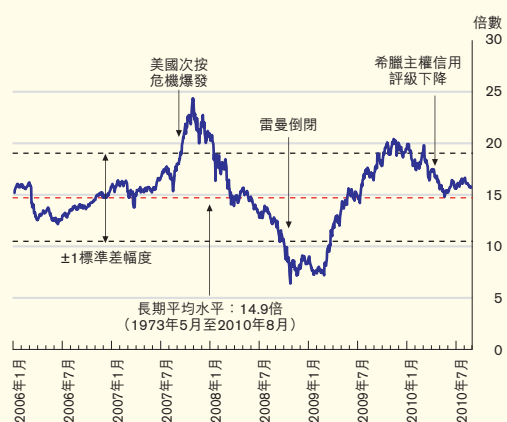
資料來源：彭博。

## 4.4 股票市場

由於市場一直憂慮內地收緊政策及歐洲主權債務危機惡化，本港股市於 2010 年上半年持續受壓。繼內地政府推出一系列措施遏抑物業市場投機活動，及在今年 5 月第三度上調存款準備金率後，恒生指數於 5 月下旬跌至 18,985 點的 10 個月低位 (圖 4.19)。歐洲主權債務危機及內地經濟可能放緩等外圍環境的不明朗因素增加，亦令港股引發了新一浪的拋售潮。

中國人民銀行於 6 月 19 日宣佈增強人民幣匯率彈性後，本港股市隨即反彈，儘管市場對全球經濟復甦情況仍然深表關注。人民銀行此舉令市場預期人民幣升值，有望紓緩內地通脹壓力並減低利率在短期內上調的可能性，因而令內地金融及地產股從中受惠。此外，歐洲各國國債拍賣反應理想、歐洲銀行業壓力測試結果較預期好及美國金融改革法案獲得通過，均釋除了部份投資者的疑慮，令期權引伸波幅於 8 月 2 日下降至 17.5%，跌至自 2007 年 6 月以來的最低水平 (圖 4.20)。與此同時，集資活動於 7 月轉趨活躍，當中部份金融股在市場上成功籌集大量資金。以上種種因素，令恒生指數及 H 股指數於 2010 年 3 月至 8 月期間的跌幅分別收窄至 0.4% 及 1.2%。

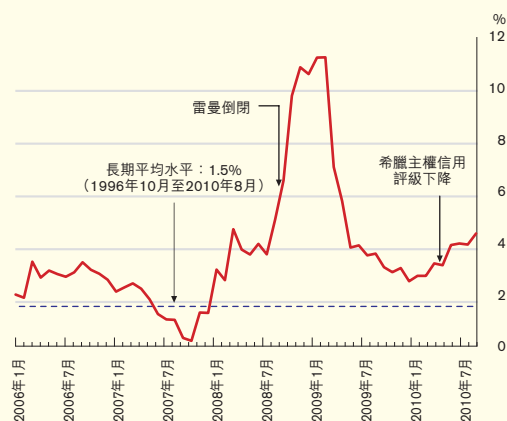
**圖 4.21**  
恒生指數市盈率



資料來源：恒生指數服務有限公司。

恒生指數成份股的市盈率由2月的18.4倍下降至8月的15.8倍，略高於長期平均值的14.9倍(圖4.21)。同時，由於恒生指數成份股的盈利收益與無風險資產回報之間的差價由2月的2.7%上升至8月的4.4%，因而令投資於本港股票的長期吸引力上升(圖4.22)。

**圖 4.22**  
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)。

從圖4.23的恒生AH股溢價指數可見，由於A股市場在回顧期內有明顯的調整，在內地及香港同時上市的中國股票差價曾一度消失，其中，該指數於8月更下降至97.1，是自2006年11月以來的最低水平(大幅低於過往平均水平的128)。

**圖 4.23**  
恒生AH股溢價指數

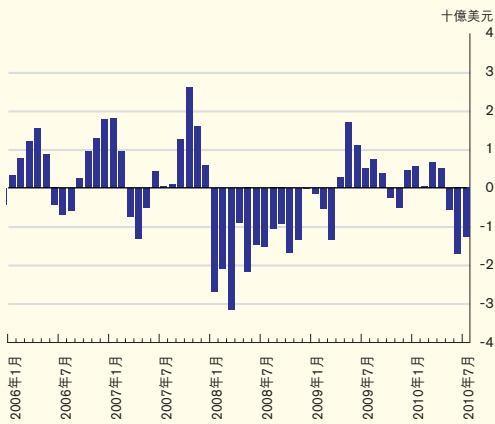


註：指數高於(低於)100，即表示A股相對H股存在溢價(出現折讓)。當指數為100時，A股價格即相等於H股價格。

資料來源：彭博。



**圖 4.24**  
本港3個月滾動股票資金淨流量

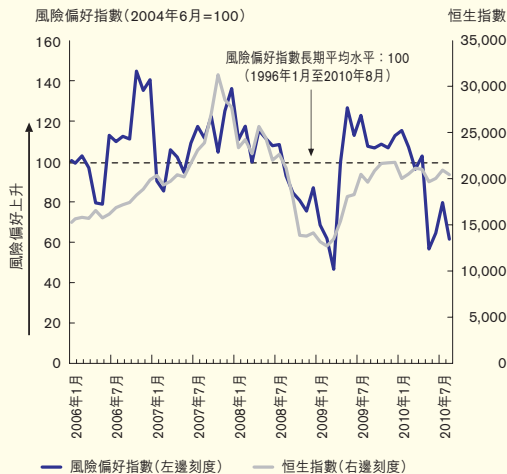


註：正值顯示資金流入本港。  
資料來源：EPFR Global 研究公司。

然而，本港的股票資金淨流量有所下跌。香港股市平均每日成交量維持在594億港元的偏低水平，而3個月滾動股票資金淨流量由2月時流入香港2,710萬美元，大幅下降至7月時流出香港13億美元(圖 4.24)。由於內地經濟數據遜於預期，加上美國經濟復甦速度較預期慢，市場氣氛受到拖累，投資者對股票投資的風險偏好指數於5月暴跌至57.1水平，是自2009年3月以來環球金融危機期間的最低水平，其後更一直處於低位(圖 4.25)。

雖然美國長時間維持低息環境，可為本港股市帶來支持，但鑑於全球經濟復甦情況遜於預期，本港股市前景仍欠明朗，市場短期內或會繼續波動。因此，投資者對投資股市的態度將可能維持審慎。

**圖 4.25**  
風險偏好指數



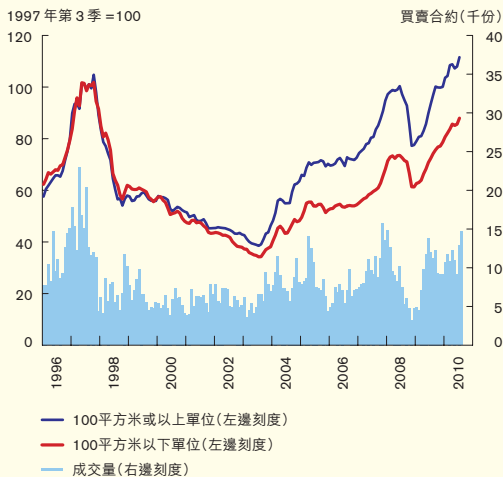
資料來源：彭博及金管局職員估計數字(《金管局工作論文》，編號 05/2007)。

## 4.5 物業市場

### 住宅物業市場

住宅物業市場在2010年上半年整體上仍然暢旺。進入第2季，新界兩幅地皮的拍賣成績遜色，加上當局收緊新屋銷售規定，置業情緒因而受到影響，市場氣氛較為平靜。即使如此，二手市場房屋價格繼2009年全年急升28.5%後，本年度截至7月的累積升幅仍高達11.7%。地產代理的初步數據(包括中原城市指數及美聯樓價走勢圖)顯示，進入第3季，物業價格升勢重現。成交量方面，由年初至8月，送交土地註冊處登記的買賣合約總數每月均保持在10,000份以上(除6月曾回落至9,130份外)。本輪成交量的升勢於2009年第2季展開，以過住標準而言，成交量維持在目前高位的時間偏長(圖 4.26)。

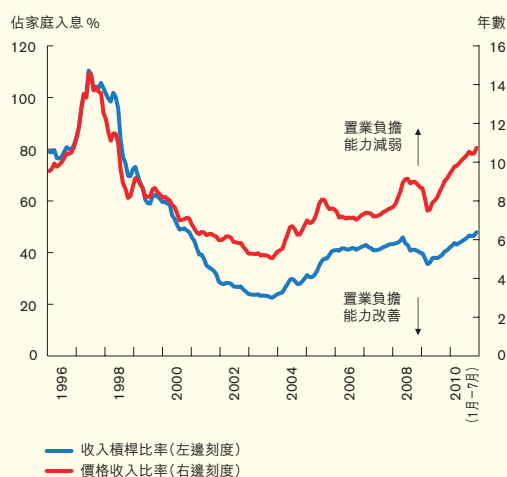
**圖 4.26**  
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

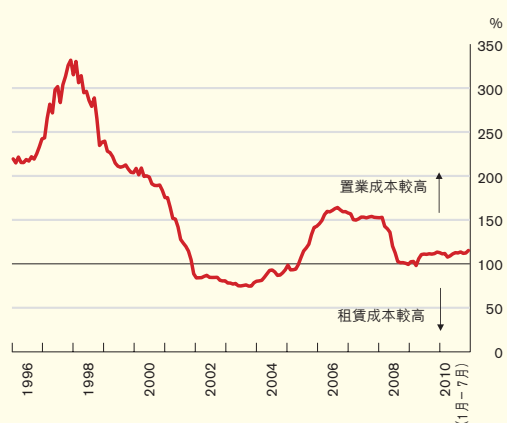


圖 4.27  
置業負擔能力指標



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

圖 4.28  
買租價差\*



註：\*置業成本與相應租賃成本的比率。

資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

本報告3月版曾指出，中高檔住宅及豪宅市場(實用面積超過100平方米)的價格變動對一般住宅市場(100平方米以下)有重要的傳遞效應。事實上，繼中高檔住宅及豪宅價格於2009年以較快速度上升後，一般住宅價格於今年亦以較快速度增長。由2009年年初至2010年7月，這兩個市場的累計價格升幅已大致相若。即使部份受歡迎屋苑的價格已超越其歷史高位，但一般住宅價格仍較1997年高峰值低13.6%。另一方面，豪宅價格已超越1997年高峰值6.5%。據估計，於2010年1至7月期間，一般住宅市場交投較中高檔住宅及豪宅市場活躍。

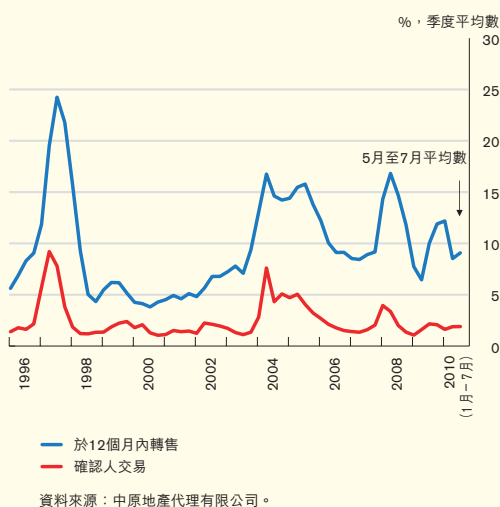
由於房屋價格急速上升，置業負擔能力繼續減弱。我們估計的收入槓桿比率或每月按揭還款額與家庭入息中位數的比率由去年7月的41%升至今年7月的48%。與價格相比，該指標的升幅較小，主要是由於超低息環境所致。為撇除低息的影響，可以計算房屋價格與收入比率，計算方式為將50平方米單位的平均價格除以私人住宅住戶的年度家庭入息中位數。與去年7月相比，該比率由年度入息的9.2倍升至10.7倍，原因是房屋價格的增長速度遠高於家庭入息的增長速度(圖4.27)。豪宅市場的收入槓桿比率及價格收入比率亦有所上升。<sup>12</sup>然而，買租價差或與租賃相比的置業成本(包括按揭還款及房屋權益的未付利息)則相對平穩(圖4.28)。

投機及投資活動方面，由年初至7月，常被引用的確認人交易佔二手市場交易總數的百分比保持在2%以下的水平。然而，確認人交易只是其中一種炒賣方式，僅指完成契約轉讓前的轉售活動。其他指標，例如買入、持有至出售期不足12個月的轉售活動可彌補不足。<sup>13</sup>該指標於2010年年初一度顯

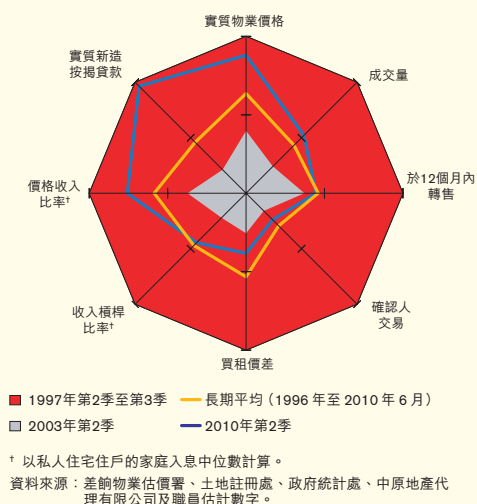
<sup>12</sup> 這兩個比率乃根據150平方米單位的平均價格及私人住宅住戶的家庭入息第95百分位數計算。

<sup>13</sup> 過往，確認人交易一直與投機活動關係密切，特別是在1997年。然而，市場狀況其後出現變化，房屋價格與投機活動(尤其是確認人交易)之間的關係不再如以往般明確。尤其是，儘管房屋價格急升超過40%，但自2009年年初以來，確認人交易一直維持在較低水平。

**圖 4.29**  
 確認人交易及買入、持有至出售期  
 不足12個月的轉售活動



**圖 4.30**  
 房屋市場的圖表分析



著上升，放緩後於7月再度飆升（圖4.29）。數據的未來走勢可能受到金管局於8月推出的住宅按揭審慎監管措施影響，下文再作討論。

在2005年，我們發展出一個六邊形圖表來分析住宅物業市場的最新狀況，挑選了6項物業市場指標：實質房屋價格、實質新造按揭貸款、成交量、確認人交易、收入槓桿比率及買租價差。<sup>14</sup>由於利用確認人交易衡量投機活動存在不足，而且超低息環境令收入槓桿比率受壓，或會導致置業負擔能力出現誤差，因此我們對圖表框架進行擴充，將房屋價格與收入比率，以及買入、持有至出售期不足12個月的轉售活動納入其中。圖4.30的八邊形呈列上述8項指標自1997年以來的高低位及近期走勢。位於左上方的指標，即實質房屋價格、實質新造按揭貸款及價格收入比率已接近1997年的高位。基於目前的超低息環境，按過往標準而言，涉及利率的指標，即收入槓桿比率及買租價差仍然維持在較低水平，但前者亦已明顯上升。雖然整體成交量仍低於1997年的高位，但已上升至高於長期平均水平。按12個月內的轉售活動及確認人交易所顯示，投機活動似乎受到控制，但7月份轉售活動急升，呈現投機活動可能有回升的跡象。鑑於房屋市場整體氣氛熾熱及目前的超低息環境，採取過度槓桿的風險及誘因依然存在，公眾人士及決策當局務須提高警惕。

在此環境下，政府於2010年2月宣佈一系列措施，透過增加單位供應、遏抑投機活動、提升物業銷售透明度及防止過度按揭借貸，以促進房屋市場健康平穩發展。其後，於4月及8月加推多項措施。其中，金管局規定認可機構須將價值1,200萬港元或以上及非自住物業的按揭成數上下限下調至60%。此措施自2010年8月13日起生效，取代去年10月頒佈有關價值2,000萬港元或以上物業的規定。此外，金管局規定認可機構須將按揭申請人的供款與入息比率上限設定為50%，並且須對按揭申請人的還款能力進行壓力測試。假設按揭利率升幅不少於兩個百分點，申請人在壓力測試下的供款與入息比率不得超過60%。以上針對住宅按揭貸款的審慎監管措施旨在維持銀行體系穩定，確保認可機構維持嚴格的批核標準。

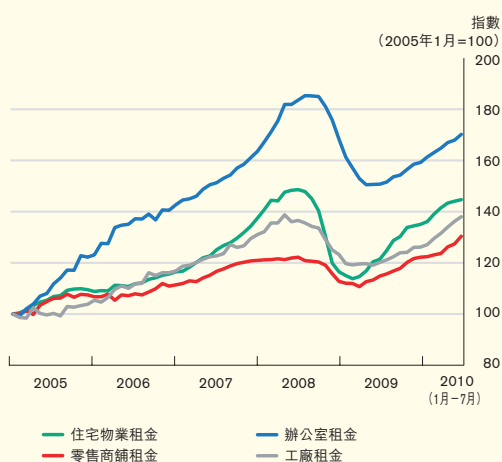
<sup>14</sup> 有關原本的圖表框架詳情，請參閱陳德霖、彭文生及范尚禕(2005)，「利用圖解監察香港的物業市況」，《香港金融管理局季報》，2005年3月號。

新單位供應於今年有所上升。截至今年7月，新落成的私人住宅單位已超過2009年的全年數字，有別於過去連續7年下跌的情況。中期而言，由於政府積極增加土地供應，新單位的供應量預期將會上升。於2010年首6個月，合共售出26幅地皮，預料可興建約13,900個住宅單位，令未來數年新單位總供應量由2009年年底估計的53,000個增至2010年年中估計的61,000個。此外，2011/12年度勾地表所提供土地可建造的單位數量應會超過2010/11年度勾地表所提供的9,000個。潛在供應量亦可因契約修訂及換地交易而進一步增加。

### 工商物業市場

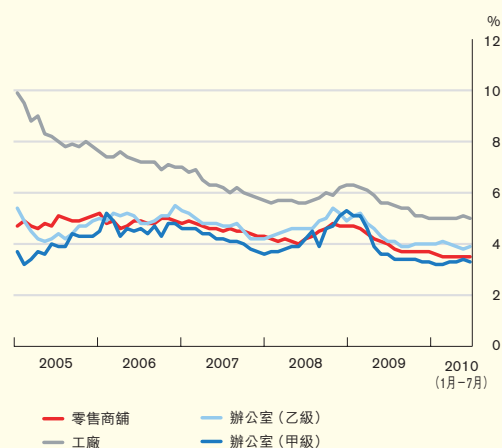
工商物業市場在2010年1至7月期間保持強勁升勢。期內成交量穩健增長，價格急升8 - 13%，大部份類別的工商物業價格均已超越危機前的水平。營商環境改善亦刺激租賃市場好，租金上升7 - 10%。然而，儘管經已回升，辦公室租金及工廠租金仍分別較2008年危機前高位低8.1%及0.6%，僅零售商舖租金超越危機前的高位(高出6.7%) (圖4.31)。鑑於租金增幅稍微落後於售價增幅，工商物業的市場回報率穩步回落 (圖4.32)。

圖 4.31  
分類物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

圖 4.32  
分類物業市場回報率

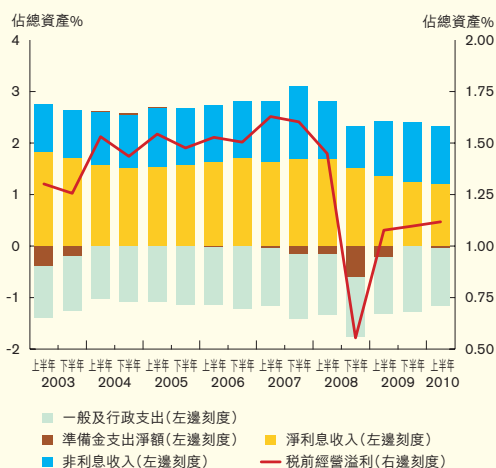


資料來源：差餉物業估價署。

## 5. 銀行業的表現

儘管收入溫和下降，惟零售銀行的盈利狀況仍有輕微改善。淨利息收入因為在低息環境下所導致的淨息差收窄而下降。另一方面，由於香港銀行體系對債台高築的歐洲經濟體系的直接風險有限，所以歐洲主權債務危機對其所產生的影響仍不顯著。然而，應繼續監察因銀行同業之間聯繫的相關蔓延風險。展望未來，資金流向及利率逆轉會使銀行業面對較大的流動性風險。相反，假如利率長期處於低水平加上資金不斷流入，則可能引致資產市場過熱，同時亦會增加貸款組合的信貸風險。銀行應對不利情況下的潛在風險時刻保持警覺。

圖 5.1  
零售銀行盈利



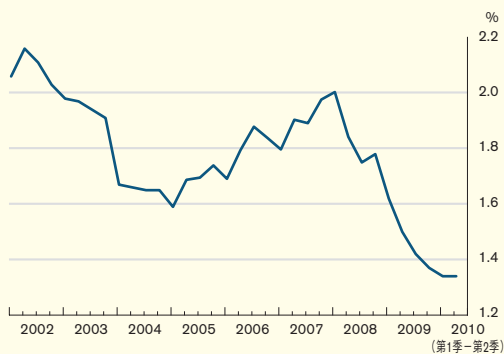
註：按半年率計數字。  
資料來源：金管局。

### 5.1 盈利及資本額

#### 盈利

零售銀行於報告期<sup>15</sup>內的盈利錄得輕微改善，主要是由於一般及行政支出減少所致（圖5.1）。然而，儘管淨息差進一步下降（圖5.2）的負面影響部份被計息資產（主要是給予客戶的貸款及墊款）的增加所抵銷，但淨利息收入仍然下降。非利息收入亦輕微下降，主要是由於買賣及交易的投資收入減少所致。

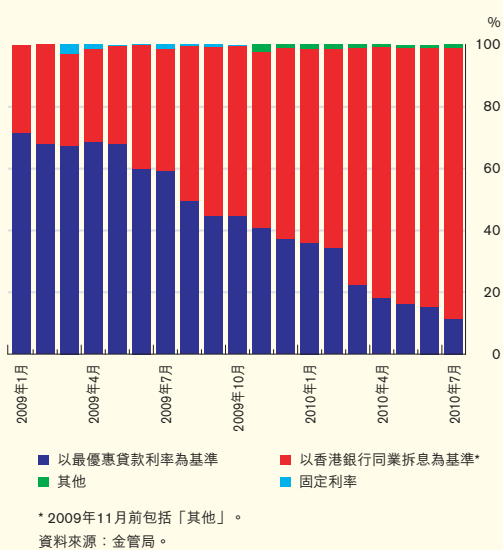
圖 5.2  
零售銀行淨息差



註：按季率計數字。  
資料來源：金管局。

<sup>15</sup> 此章的報告期指2009年12月底至2010年6月底的6個月期間。

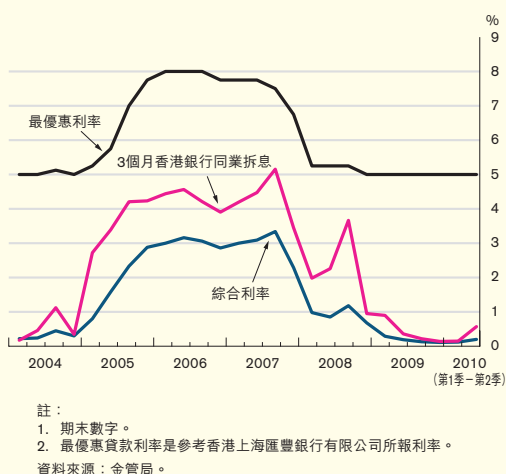
**圖 5.3**  
按參考利率劃分的新批按揭比例



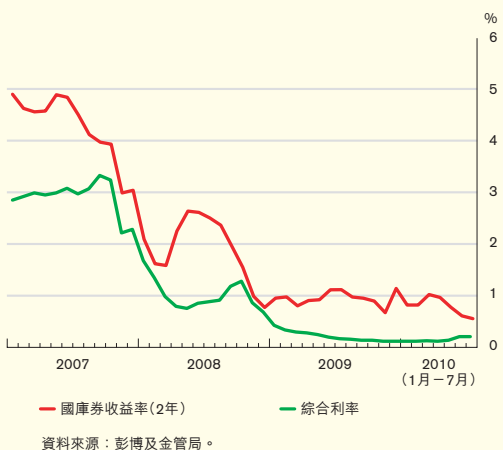
新增貸款 (尤其是按揭) 競爭加劇繼續壓低淨息差。基於香港銀行同業拆息維持在低水平，以香港銀行同業拆息為基準的按揭的實際利率一般僅於1%左右 (請參閱第4章表4.A)，遠較以最優惠貸款利率為基準的傳統按揭為低。由於新造按揭主要以香港銀行同業拆息為基準 (圖5.3)，故此銀行按揭組合的息差收窄。以最優惠貸款利率為基準的按揭息差亦見減少，原因在於自2009年12月底至2010年6月底，反映平均資金成本的綜合利率增加了9個基點，而最優惠貸款利率則保持不變 (圖5.4)。

部份高流動性債務工具的收益率於報告期進一步下降 (圖5.5)。隨着銀行將一些到期的金融工具再投資於收益率較低的工具，淨息差進一步受壓。

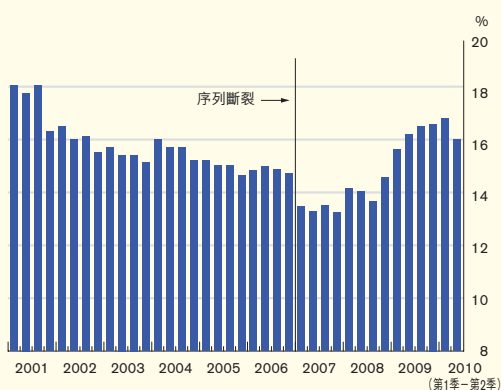
**圖 5.4**  
綜合利率



**圖 5.5**  
美國國庫券息差



**圖 5.6**  
本地註冊認可機構資本額

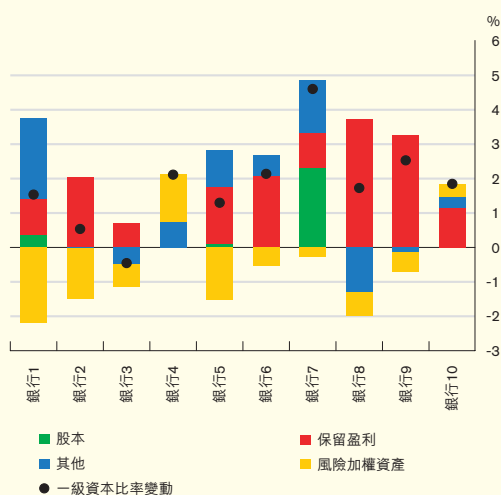


資料來源：金管局。

## 資本額

銀行業的資本額保持穩健，而本地註冊認可機構的整體綜合資本充足比率於2010年6月底的數字為16.2% (比2009年12月底的16.8%下降) (圖5.6)。<sup>16</sup> 同期相應的一級資本充足比率 (即一級資本佔風險加權總資產的比率) 亦由12.9%下降至12.6%。然而，銀行業的一級資本普遍自2008年來有所增長。此增長主要是由於銀行的保留盈利增加而非資產減少所致 (圖5.7)。

**圖 5.7**  
一級資本比率改善\*



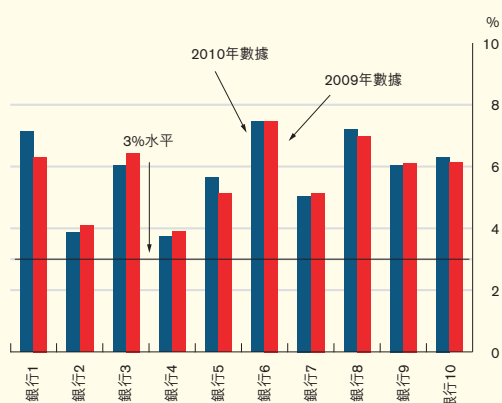
\* 由2008年12月至2010年6月的一級資本額轉變，除了銀行10，該轉變是計算由2008年12月至2009年12月的變化。

註：各類別的改善反映了打從2008年以來相關銀行的一級資本比率的改變。例如，期內風險加權資產減少導致一級比率增加，並以正值表示。其他類別以類似方式界定。

資料來源：各銀行的2008年及2009年年報及2010年中期報告，以及職員估計數字。

<sup>16</sup> 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月起資本充足比率不能與截至2006年12月的數據直接比較。

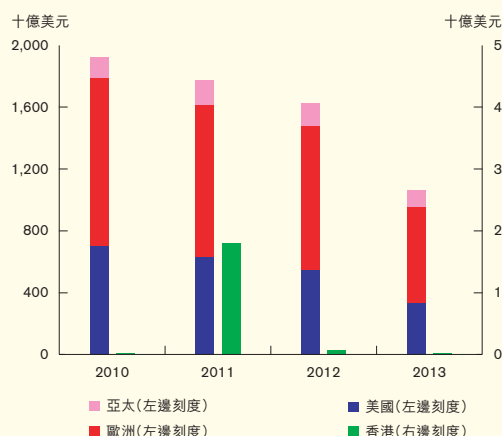
**圖 5.8**  
香港銀行一級資本佔經調整總資產的比率



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。

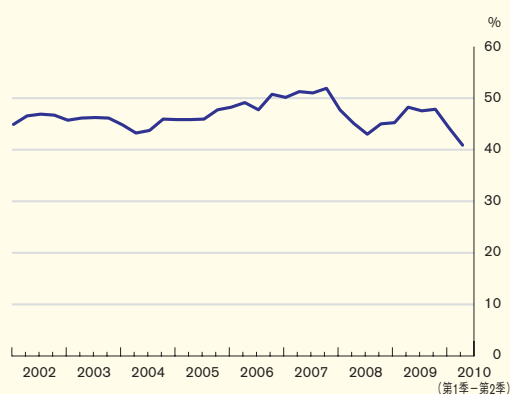
資料來源：各銀行的2008年及2009年年報，以及職員的計算結果。

**圖 5.9**  
銀行所發行債券的到期情況  
(2010年至2013年)



註：不包括可換股債券及公營銀行。  
資料來源：Dealogic。

**圖 5.10**  
零售銀行流動資金比率



資料來源：金管局。

另一項補充指標，一級資本佔經調整總資產<sup>17</sup>的比率亦顯示香港上市的銀行的平均比率遠高於3%（圖5.8）。<sup>18</sup>

目前的經營環境可能增加銀行對新資本的需求，銀行或需更多資本支持貸款增長。由於低息環境可能繼續限制銀行的利潤，從而影響以利潤留存積聚其資本的能力，故銀行可能較依賴發行股票來滿足資本要求。全球資本市場動向對銀行集資活動的影響必須密切留意。

三月份報告中指出，於未來兩三年，某些發達經濟體系的銀行債務有龐大的再融資需要，若屆時市場失去信心，全球的銀行集資活動將受不利影響。於報告期內，資本市場氣氛隨歐洲主權債務危機惡化而轉壞。儘管如此，由於亞洲銀行所發行而將於現在至2013年到期的債券金額相對較少（圖5.9），所以亞洲（包括香港）銀行業所面對的風險應較為溫和。

## 5.2 流動資金及資金來源

零售銀行平均流動資金比率自2009年第4季的47.8%降至2010年1季的44.2%後，在2010年第2季進一步降至40.9%，這主要反映報告期內以銀行同業淨債權形式出現的流動資產下降。然而，流動資金比率仍遠高於25%的最低監管要求（圖5.10）。

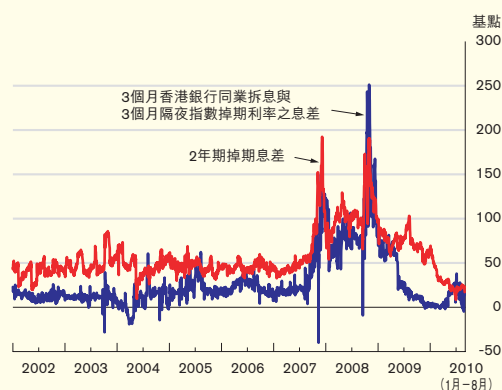
銀行同業市場的流動資金狀況是銀行抵禦流動性風險能力的主要決定因素。若歐洲主權債務危機惡化，風險可能蔓延至全球銀行體系。銀行就持有由債台高築的歐洲經濟體系（如希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙）所發行的國債而引致的不確定因素，可導致銀行之間的交易對手風險增加及銀行同業的資金供應減少。專題4就歐洲主權債務危機對香港銀行的潛在影響作出評估，結果顯示香港銀行業所面對債台高築歐洲經濟體系的直接風險不大。但是，鑑於英國是歐

<sup>17</sup> 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)第225部份附錄D (<http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/6000-2200.html>)。

<sup>18</sup> 美國對一級資本佔經調整總資產的法定最低比率為3%。

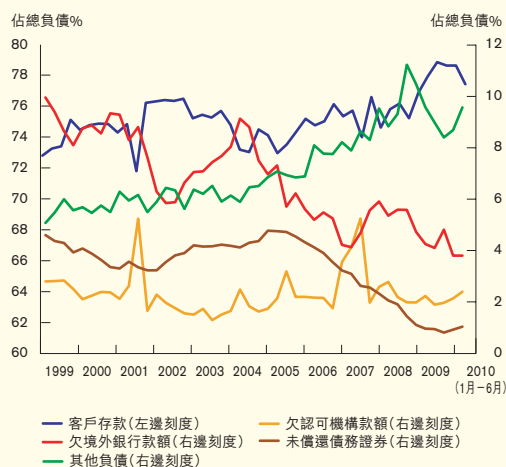


**圖 5.11**  
3個月香港銀行同業拆息與  
3個月隔夜指數掉期利率的息差及  
2年期港元掉期利率之間的息差



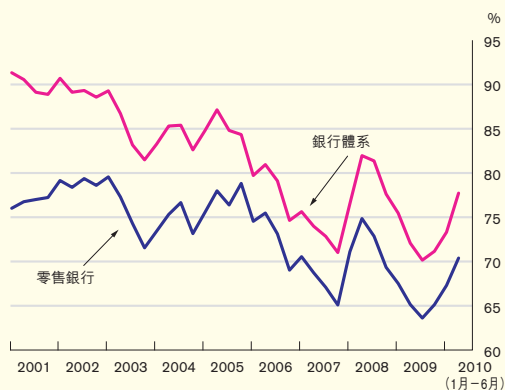
資料來源：彭博。

**圖 5.12**  
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。

**圖 5.13**  
港元貸存比率



資料來源：金管局。

洲甚至全球銀行的主要融資中心之一，歐洲主權債務危機可透過英國與香港銀行體系之間的直接聯繫（例如銀行同業市場）而影響香港銀行體系。

然而，迄今為止，歐洲主權債務危機對本地銀行同業市場的不利影響並不顯著。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<sup>19</sup>的息差（量度銀行同業市場資金供應情況的指標）自2010年2月底的1基點溫和上升至2010年8月底約14基點（圖5.11）。相反，長期資金供應繼續改善，2年期港元掉期息差收窄至約17基點。<sup>20及21</sup>

銀行負債的資金結構（影響流動性風險的較長期因素）於報告期內保持穩定。客戶存款仍為最主要資金來源。於2010年6月底，客戶存款佔總負債的比例從2009年12月底的78.6%稍微下降至77.4%（圖5.12）。

零售銀行以所有貨幣計算的貸存比率由2009年12月的46.3%進一步升至2010年6月的51.4%，而同期銀行業整體的比率則由51.5%升至59.4%。同樣地，零售銀行的港元貸存比率由65.2%上升至70.4%，而銀行業整體的比率則由71.2%上升至77.7%（圖5.13）。貸存比率的上升原因在於貸款增長速度高於存款。

儘管貸款顯著增長，貸存比率仍處於歷史水平的低位，表示銀行體系的流動資金充裕。此有利情況主要是受自2008年第4季以來存款的強勁增長所支持。存款高速增長很大程度上

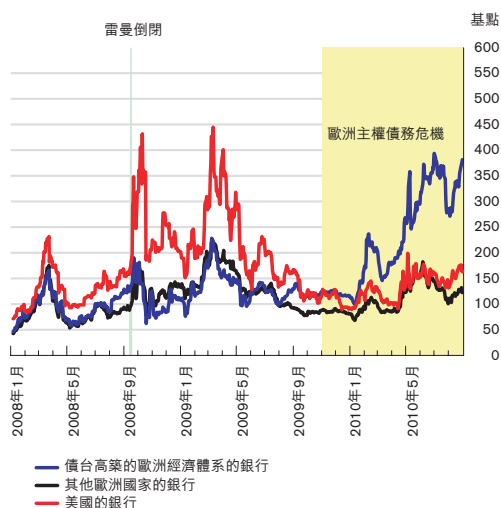
<sup>19</sup> 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部份與每日隔夜利率指數掛鉤。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差距進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動資金風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動資金風險溢價應該很小。因此，3個月香港銀行同業拆息與3個月隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動資金風險。

<sup>20</sup> 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。

<sup>21</sup> 有關影響港元掉期息差變動的因素的研究請參閱許祖愷及林麗芳(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。

## 專題 4 評估歐洲主權債務危機對香港銀行業的影響

圖 B4.1  
銀行信貸違約掉期息差

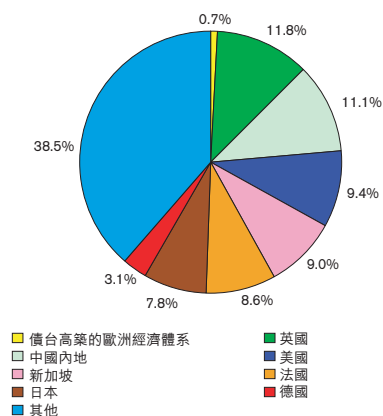


註：各組別5年期信貸違約掉期息差中位數。  
資料來源：彭博。

近期債台高築的歐洲經濟體系(如希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙)的銀行信貸違約掉期息差上漲，或可引證歐洲主權債務危機，已對歐洲銀行體系構成威脅(圖B4.1)。與此同時，其他經濟體系的銀行信貸違約掉期息差亦明顯上漲，再次引起公眾關注全球銀行體系所面對的蔓延風險。有見及此，本專題特別就假如危機進一步蔓延時，香港銀行業受影響的程度進行評估。

銀行業受債務危機影響的主要途徑，是直接面對歐洲債台高築的經濟體系的風險。但是，由於香港銀行業於上述經濟體系持有的對外債權總額僅佔對全部經濟體系(各行業)約0.7%(圖B4.2)，故有關風險較小。因此，即使債台高築的歐洲經濟體系最終出現主權債務違約，對香港銀行體系的直接影響亦微不足道。

圖 B4.2  
2010年3月底香港銀行業於主要國家(各行業)持有的對外債權

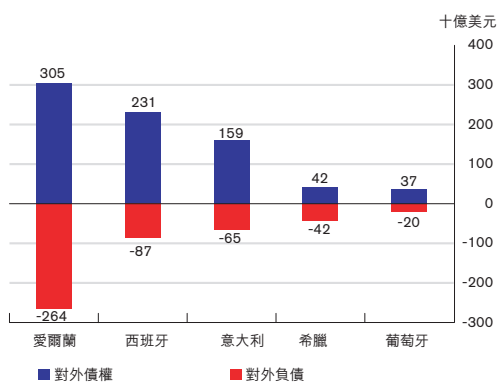


然而，考慮到本港銀行與債台高築的歐洲經濟體系中銀行兩者之間間接關聯性，有關風險仍須留意。上述間接關聯性可以單單由於香港的銀行對英國持有相當的對外債權引致<sup>22</sup>及<sup>23</sup>，因為英國是債台高築的歐洲經濟體系中主要融資中心之一。事實上，根據英倫銀行的報告，英國的銀行於上述

<sup>22</sup> 截至2010年3月底，香港銀行體系持有對英國(各行業)的對外債權為總對外債權的11.8%，而香港銀行體系持有對英國銀行的對外債權則為總對外債權的11.1%。

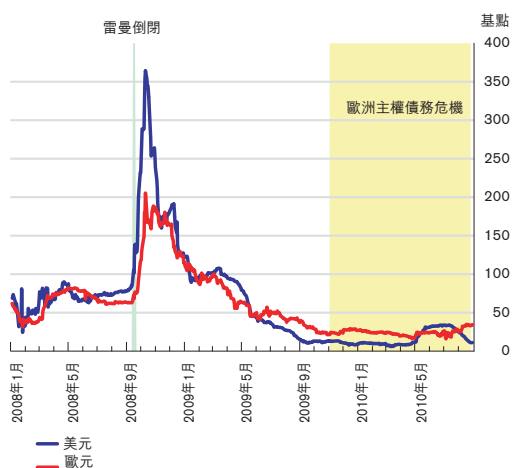
<sup>23</sup> 在對英國的對外債權中，更詳盡的數據顯示(1)以註冊地點而計算的跨境債權總額是明顯較小；及(2)該債權中的大部份是由政府擔保的銀行債權與集團內部之間的交易。

**圖 B4.3**  
英國的銀行的對外債權及負債  
對債台高築的歐洲經濟體系(各行業)



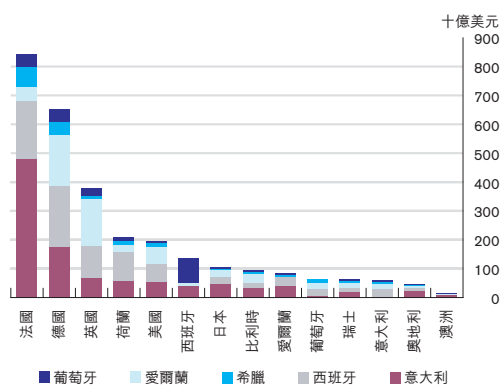
註：2010年第2季末數據。  
資料來源：英倫銀行。

**圖 B4.4**  
3個月倫敦銀行同業拆息與  
3個月隔夜指數掉期利率的息差



資料來源：彭博。

**圖 B4.5**  
按報告銀行國家劃分對債台高築  
歐洲經濟體系的綜合海外債權  
(按最終風險基準)



註：2010年3月底的數據。  
資料來源：國際清算銀行綜合銀行業統計。

經濟體系持有相當的對外債權(圖B4.3)，約佔英國銀行體系全部對外債權15.3%。更重要的是，上述債台高築的歐洲經濟體系均為英國銀行體系的淨借方，意味着他們對英國的銀行體系具有系統重要性。

鑑於英國的銀行面對歐洲的債台高築經濟體系的風險，以及香港的銀行與英國銀行體系的風險顯著，債台高築的歐洲經濟體系的主權違約於兩方面對香港銀行業構成間接影響。首先，由於英國的銀行持有債台高築的歐洲經濟體系所發行的主權債券，故此香港銀行業所持英國銀行的對外債權信貸風險會隨之增加。然而，由於缺乏有關數據，現階段難以評估相關風險。

其次，債台高築歐洲經濟體系的主權違約可能導致個別英國銀行錄得虧損，這項不確定因素或會使其他銀行不願向貨幣市場提供貸款，出現雷曼違約後的情況。<sup>24</sup>風險一旦呈現，2008年9月於香港銀行同業市場出現的明顯撞擊效應或會重現。

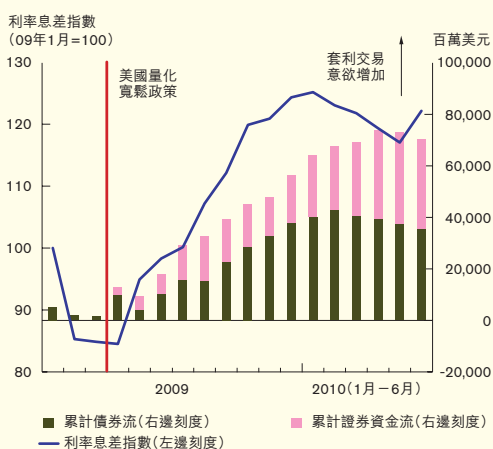
然而，金融市場的資料顯示，由於3個月的倫敦銀行同業拆息與3個月隔夜指數掉期利率的息差(量度銀行同業市場資金供應情況的指標)僅輕微上升(圖B4.4)，故英國銀行同業市場目前面對的風險尚算溫和。

儘管如此，歐洲主權債務危機對英國銀行體系及其對香港銀行的影響須密切注視。法國及德國銀行體系的發展亦值得關注，他們面對債台高築歐洲的經濟體系的風險甚至較英國還高(圖B4.5)，而香港銀行業面對來自法國及德國的風險亦並非微不足道，分別佔香港銀行業全部對外債權8.6%及3.1%。<sup>25</sup>

<sup>24</sup> 根據歐洲中央銀行的資料，歐盟銀行的壓力測試結果顯示歐盟銀行體系無懼負面宏觀經濟及金融衝擊。詳情請參閱歐洲中央銀行於2010年7月23日刊發的新聞稿「公佈歐盟銀行的壓力測試結果」。

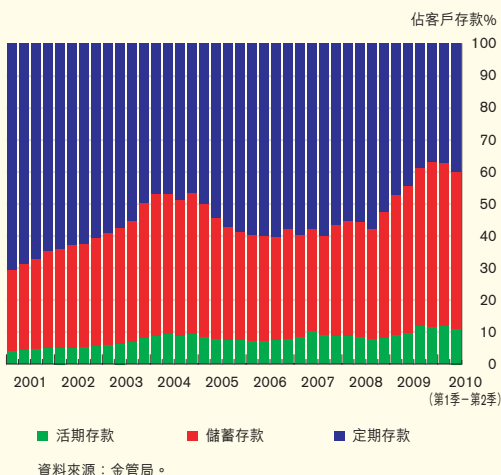
<sup>25</sup> 香港銀行業所持法國及德國銀行業的對外債權佔全部對外債權的相應份額分別為7.8%及2.4%。

**圖 5.14**  
由美國流向EMEAP的累計投資資金淨額



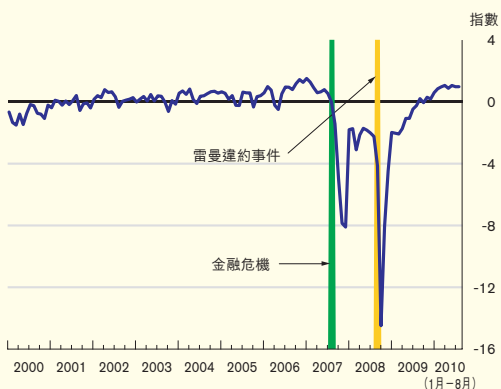
資料來源：根據彭博及美國財政部國際資本流動報告體系所提供數據計算的職員估計數字。

**圖 5.15**  
零售銀行客戶存款結構



資料來源：金管局。

**圖 5.16**  
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。

是因為美國史無前例的量化寬鬆政策而導致資金的流入。因此，資本流向的突然逆轉可導致流動資金急劇收縮。

近期，此風險在亞太經濟體系（包括香港）中似乎有所增加。雖然近期流入區內的大部份資金可能是受亞太經濟體系增長前景較好所推動，但有市場數據顯示，透過由美元作為資金貨幣所買入外幣債券及股票的有利間接套利交易<sup>26</sup>可能是另一主因，而區內利率息差指數與資金流入的正相關可為此作證（圖5.14）。然而，利率息差指數曾從高水平回落，反映進行套利交易的意欲下降。若間接套利交易出現大規模平倉活動，區內資金將會顯著流出。於其他亞太經濟體系因投資平倉而引發大規模股票及債券拋售，可能會使整個地區的市場氣氛轉差，大大影響香港的資金流向。由於部份存款可能對資金流向較為敏感，對流動性的潛在影響值得密切關注。

於報告期，一些小型銀行為確保資金穩定，為較長期的定期存款提供更高的存款利率。結果，定期存款扭轉其下降趨勢，於2010年第1季上升1.40%，並於2010年第2季進一步增長8.43%。由2009年第4季至2010年第2季之間定期存款佔總存款的比例由37.1%上升至40.0%。相反，儲蓄存款的比例由51.4%降至49.0%，而活期存款則由11.5%降至11.0%（圖5.15）。這些客戶存款結構的改變，可減低於2010年底政府暫時的百分百存款保障計劃屆滿後，因客戶存款於認可機構間轉移而引致的潛在資金風險。將於2011年1月1日生效的經修訂存款保障計劃<sup>27</sup>預計將進一步減低相關風險。

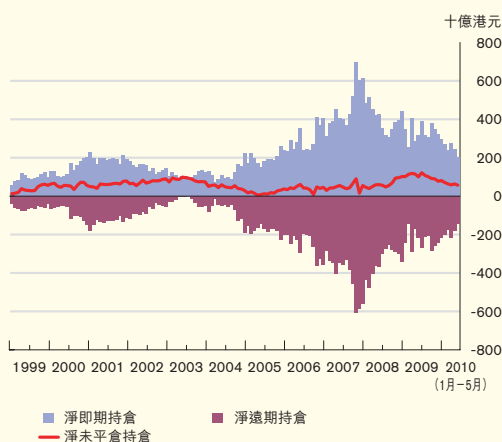
市場流動性指數<sup>28</sup>（用於衡量銀行在不嚴重影響市價的情況下將金融資產套現的容易程度）顯示，與次按危機爆發及雷曼兄弟倒閉時相比，目前的市場流動性風險處於低水平（圖5.16）。

<sup>26</sup> 傳統的套利交易僅涉及外匯持倉。

<sup>27</sup> 主要存款保障計劃的修訂包括以下四方面：(1)將存保計劃的保障額上限由現時的10萬港元提高至50萬港元；(2)將用作抵押的存款納入保障範圍，以增加存保計劃保障範圍的清晰度；(3)引入減低成本措施，以避免銀行將提供更佳保障的成本轉嫁予存戶；及(4)提高香港存款保障委員會計算補償和發放補償予存戶的效率。

<sup>28</sup> 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。

圖 5.17  
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。

表 5.A  
對按揭貸款息差的模擬影響<sup>1</sup>及<sup>2</sup>

	基點
按揭貸款定價（以最優惠利率為基準的按揭）	200
以香港銀行同業拆息拆借資金的貸款	
現時資金成本 <sup>3</sup>	44
現時按揭貸款淨息差 <sup>4</sup>	116
預期按揭貸款受衝擊後的息差減少	180
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 <sup>3</sup>	41
現時按揭貸款淨息差 <sup>4</sup>	119
預期按揭貸款受衝擊後的息差減少	78
模擬按揭貸款受衝擊後的淨息差	41
以實質存款利率拆借資金的貸款	
現時資金成本 <sup>3</sup>	15
現時按揭貸款淨息差 <sup>4</sup>	145
預期按揭貸款受衝擊後的息差減少	49
模擬按揭貸款受影響後的淨息差	96

註：  
1. 有關模型的詳細描述，請參閱「銀行按揭貸款定價的利率風險」，《金管局研究備忘錄》，編號 05/2005。模擬期間為截至 2011 年 6 月止的 12 個月。模擬根據截至 2010 年 7 月底的市況進行，並運用截至 2010 年 6 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和信貸成本得出。營運及信貸成本估計分別為 30 基點及 10 基點。

## 外匯持倉

銀行業於到期時償還外幣計值負債的能力可透過認可機構總外幣持倉評估。整體持倉量（包括即期及遠期）於 2010 年 5 月底降至 570 億港元（圖 5.17），約佔總資產 0.5%。銀行業的整體外匯持倉量較小，顯示外匯持倉所引致的風險並非重大問題。

## 5.3 利率風險

由於下列兩個原因，按揭貸款的基差風險將繼續成為某些銀行利率風險的主要來源。首先，三月份報告中指出，市場上許多以香港銀行同業拆息為基準的按揭計劃基於向借款人提供以最優惠利率為基準的利率上限，未能有效減低基差風險。其次，儘管最近數月批出的新按揭主要是以香港銀行同業拆息為基準的計劃，惟以最優惠貸款利率為基準的按揭仍佔許多銀行按揭組合的重大部份<sup>29</sup>。因此，若最優惠貸款利率與香港銀行同業拆息之間的息差突然逆轉，將形成按揭貸款息差收窄的重大壓力，這對一些非常依賴銀行同業市場為按揭組合提供資金的銀行的影響更為嚴重。表 5.A 呈列在未來 12 個月利率上升對住宅按揭貸款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拆借資金的住宅按揭貸款息差將為負數（即負 64 基點）。

<sup>29</sup> 截至 2010 年 6 月底，以最優惠利率為基準的按揭佔零售銀行的按揭組合約三分之二。

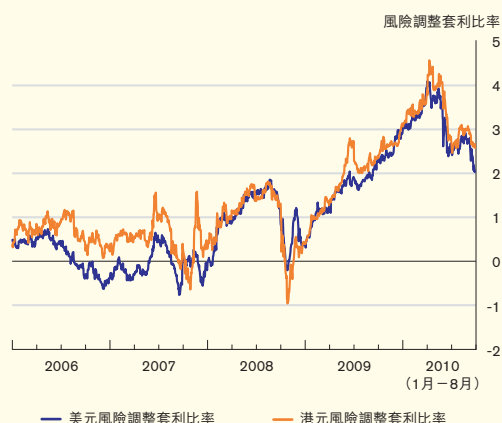


**圖 5.18**  
港元及美元的期限息差\*



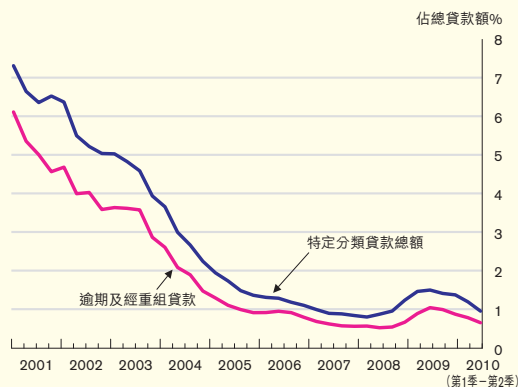
— 美元期限息差 — 港元期限息差  
\* 定義為兩種貨幣各自的10年掉期利率減3個月貨幣市場利率。  
資料來源：根據彭博所提供數據計算的職員估計數字。

**圖 5.19**  
風險調整套利率\*



— 美元風險調整套利率 — 港元風險調整套利率  
註：  
\* 定義為兩種貨幣各自的10年掉期利率與3個月貨幣市場利率的息差，除以3個月/10年掉期期權的引伸波幅。數值越高表示借入短期(即3個月)資金購買長期(即10年)附息證券的經調整風險的回報越高。  
資料來源：根據彭博所提供數據計算的職員估計數字。

**圖 5.20**  
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。

美元及港元的長期與短期利率之間的高息差(圖5.18及5.19)可能是銀行體系利率風險的另一來源。自2008年第4季以來，該息差大幅擴大，意味借入短期資金購買長期附息資產的利潤更高。縱使報告期內該息差下降，但仍高於危機前的水平。於此貨幣狀況下，銀行或會有更大動機為貸款業務及金融投資承擔更高的利率風險。若息差繼續維持在高水平，對銀行的期限錯配及利率風險或有較大影響。

## 5.4 信貸風險

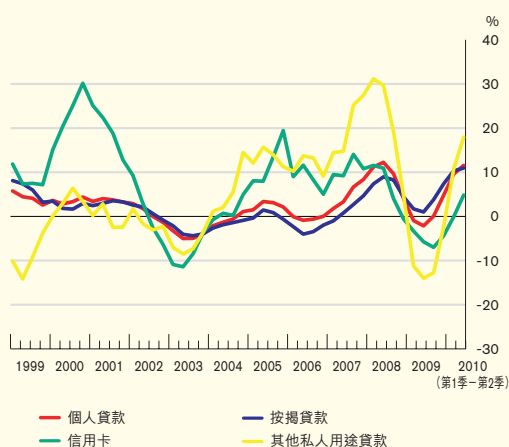
隨着經濟持續好轉，零售銀行的資產質素於報告期錄得基礎廣泛的改善。特定分類貸款的比率由2009年12月的1.38%進一步下降至2010年6月的0.96%，而逾期及經重組貸款的比率則由0.88%降至0.66% (圖5.20)。

**表 5.B**  
預計未來 6 個月本地貸款需求

	09年 6月	09年 9月	09年 12月	10年 3月	10年 6月
	(佔所有受訪機構%)				
顯著增加	0	0	0	0	0
略有增加	24	38	52	67	67
保持穩定	57	48	43	33	33
略為減弱	19	14	5	0	0
顯著減弱	5	0	0	0	0

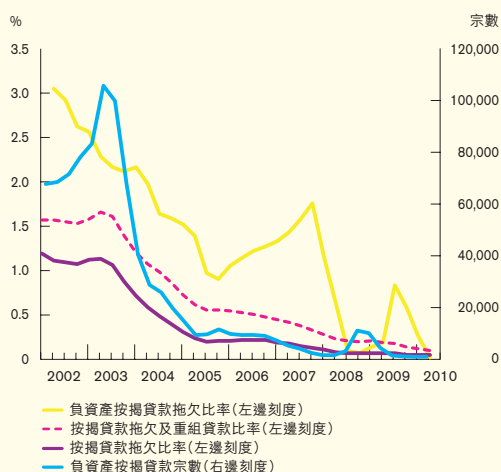
資料來源：金管局信貸狀況展望調查。

**圖 5.21**  
認可機構提供的個人貸款按年增長



資料來源：金管局。

**圖 5.22**  
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率



註：

- 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。
- 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。
- 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。

由認可機構批出的本地貸款<sup>30</sup>在 2010 年第 1 季擴大 5.0%，並在 2010 年第 2 季進一步擴大 7.6%，根據 2010 年 6 月金管局信貸狀況展望意見調查，大部份受訪認可機構預期於未來 6 個月本地貸款需求將會增加（表 5.B）。因此，本地貸款很可能於短期內進一步攀升。

## 個人貸款

個人貸款<sup>31</sup>在報告期內繼續擴展，於 2010 年第 2 季按年上升 11.5%（圖 5.21），佔本地貸款的 31.7%。按揭貸款增長 10.9%，而信用卡及其他私人用途貸款分別增加 4.8% 及 17.9%。

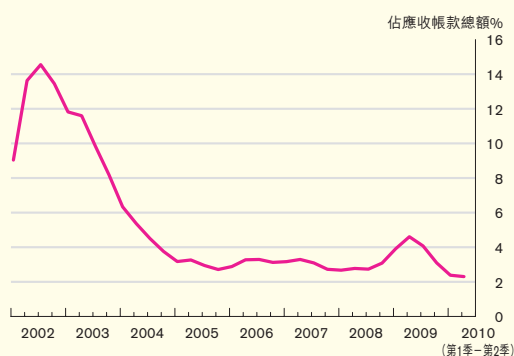
住戶貸款的質量普遍改善。隨着物業價格持續攀升，住宅按揭貸款的資產質素進一步改善。銀行整體按揭組合的按揭拖欠比率於 2010 年 6 月底依然維持在 0.03% 的低位，而經重組貸款比率則創下 0.05% 的歷史低位（圖 5.22）。負資產個案由 2009 年 12 月底的 466 宗進一步降至 2010 年 6 月底的 310 宗，而 3 個月拖欠比率則由 0.57% 下降至 0%。

<sup>30</sup> 界定為在香港使用的貸款加上貿易融資貸款。

<sup>31</sup> 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，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。

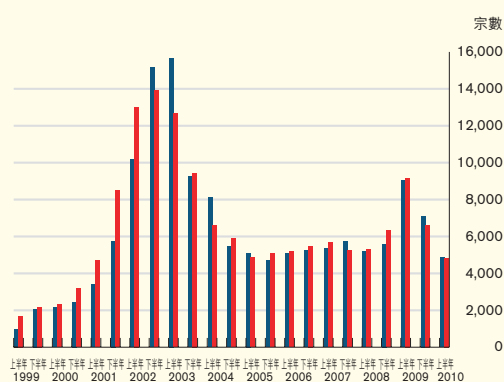


**圖 5.23**  
受訪認可機構信用卡應收帳款的撇帳比率



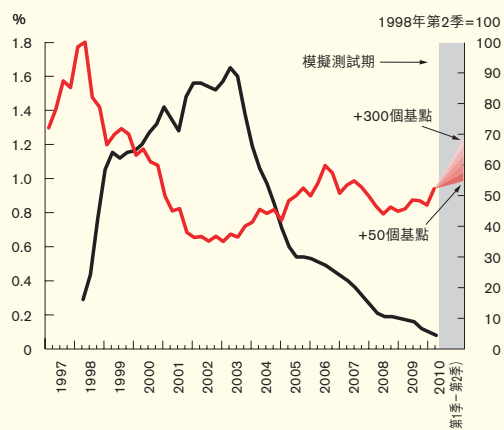
註：按季年率計數字。  
資料來源：金管局。

**圖 5.24**  
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。

**圖 5.25**  
新造按揭的住戶債務負擔



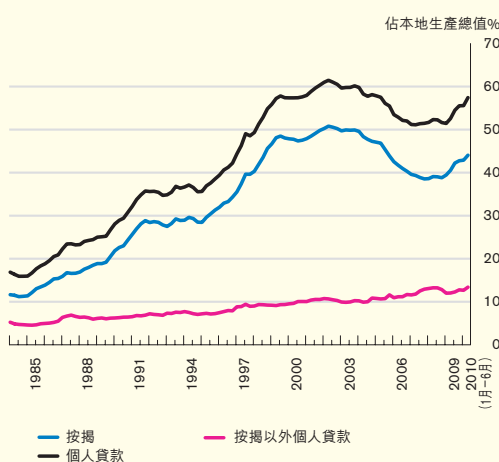
— 按揭貸款拖欠及重組貸款比率(左邊刻度)  
— 新造按揭的償債指數(右邊刻度)  
資料來源：職員估計數字。  
註：以最優惠貸款利率為基準的按揭的平均利息計算。

無擔保住戶貸款的信貸風險亦有所改善。以年率計的信用卡撇帳率由2009年第4季的3.10%下降至2010年第1季的2.39%後，在2010年第2季進一步下降至2.31% (圖5.23)。個人破產令及破產申請個案於2010年上半年分別大幅下降至4,862宗及4,831宗，較2009年下半年分別下降31.6%及27.0% (圖5.24)。

儘管住戶貸款的資產質素廣泛改善，但香港住戶的債務負擔及槓桿比率卻出現較明顯的上升跡象。新造按揭的償債指數<sup>32</sup> (即按揭借款人債務負擔的指標) 由2009年第4季的48.3下降至2010年第1季的46.9後，於2010年第2季回升至52.3 (圖5.25)。償債指數上升，主要反映平均按揭貸款額上升。敏感度測試結果發現一旦利率上升至長期平均水平 (例如上升300個基點) 而其他因素不變，則住戶的償債負擔將可顯著增加 (相比於微升50個基點)。

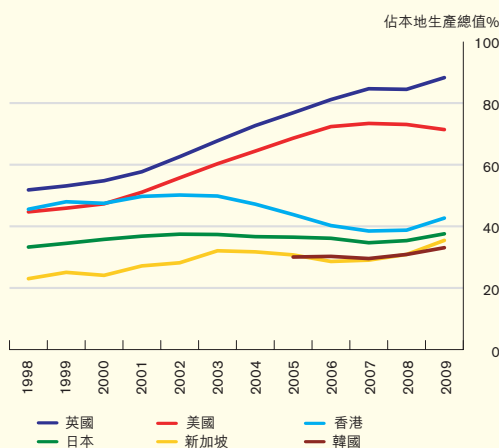
<sup>32</sup> 償債指數值上升顯示個人收入下降、利率上升或平均住戶提取按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警住戶貸款的資產質素惡化。

圖 5.26  
住戶債務槓桿比率



資料來源：職員估計數字。

圖 5.27  
住戶(按揭)債務槓桿比率



註：

1. 槓桿比率的定義為未償還按揭貸款對年度名義本地生產總值的比率。
2. 數值越高表示槓桿比率越高。
3. 經濟體系對按揭貸款的定義各有不同。
4. 新加坡的數字不包括新加坡建屋發展局的貸款。

資料來源：職員根據各中央銀行數據估計數字。

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持續上升。該比率由2009年12月底的55.5%升至2010年6月底的57.4% (圖5.26)。多國數據 (圖5.27) 顯示，香港及一些選定亞洲經濟體系的住戶槓桿比率 (即按揭貸款與本地生產總值的比率) 遠低於美國及英國的住戶槓桿比率，反映住戶槓桿比率未必會成為亞洲經濟體系的主要問題。然而，由於香港的住戶槓桿比率有明顯的上升趨勢，因此仍須保持警惕。

總括而言，儘管整體個人貸款的資產質素得到全面改善，惟部份新批個人貸款 (尤其是按揭貸款) 的風險較高但回報較低。新造按揭的償債指數值較高及現時實質按揭貸款利率較低清楚表明這一點 (請參閱第5.1節)。雖然這未必表示信貸標準有所放寬，但未來的走勢仍須密切留意。於信貸強勁增長的時期有關風險可能暫未浮現，但當物業價格出現調整時，將會對銀行業造成顯著的系統性影響。因此，各銀行應審慎管理住宅按揭貸款的相關風險，不應因銀行體系的流動資金充裕及住宅按揭業務競爭激烈而放寬批核標準。準買家亦應量力而為，仔細考慮利率回復至較正常水平後對本身還款能力的影響。<sup>33</sup>

### 公司貸款<sup>34</sup>

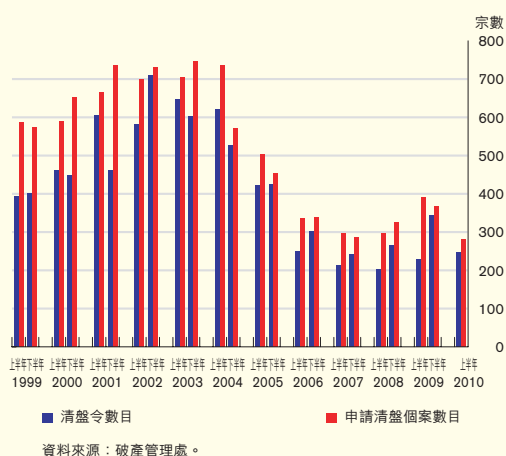
公司貸款<sup>35</sup> 於2010年第2季按年增長15.3%，主要原因是建築、工程、物業發展及投資貸款 (13.3%) 與批發零售貿易行業的貸款 (35.6%) 大幅增長。於2010年6月底，公司貸款佔本地貸款68.0%。

<sup>33</sup> 有見及此，金管局於2010年1月8日致函認可機構，提醒其批核住宅按揭貸款時應採取審慎的原則及做法。為確保銀行體系穩定及幫助各銀行更審慎地管理信貸風險，金管局於2010年8月13日再實施了三項審慎監管措施。詳情請參閱金管局同日發表的新聞稿「住宅按揭貸款的審慎監管措施」。

<sup>34</sup> 不包括銀行同業間的貸款。

<sup>35</sup> 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 5.28**  
清盤令及申請清盤宗數

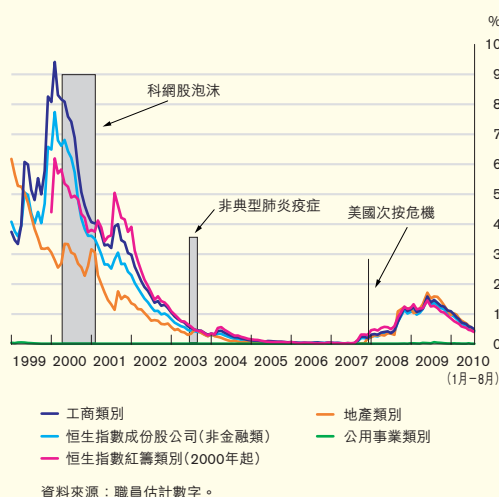


部份指標顯示公司貸款信貸風險明顯改善。2009年下半年至2010年上半年間，公司強制清盤令數目及清盤申請個案分別下降了28.0%及23.4% (圖5.28)。

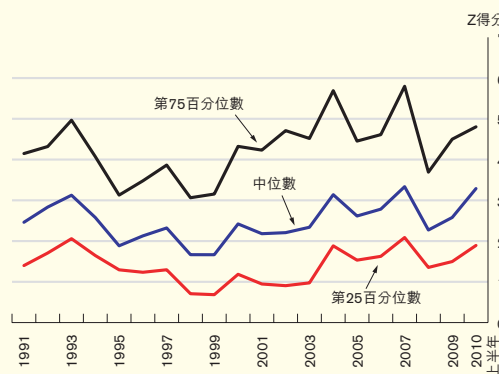
恒生指數非金融類成份股公司的整體估計違約概率(以市場為基礎計算的香港企業違約風險指標)由2009年12月的1.0%進一步下跌至2010年8月的0.4% (圖5.29)。

Altman的Z得分<sup>36</sup>(以會計數據為基礎的典型信貸風險衡量方法)顯示，2010年上半年非金融類企業<sup>37</sup>的財務穩健程度進一步改善 (圖5.30)。

**圖 5.29**  
恒生指數非金融類成份股公司整體違約概率



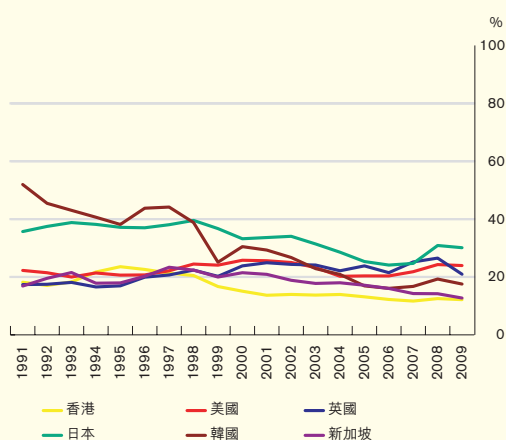
**圖 5.30**  
非金融類上市公司破產風險指標：  
Altman的Z得分



<sup>36</sup> 請參閱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,根據各企業財務報表所載的一系列財務比率來評估企業整體的穩健程度。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。

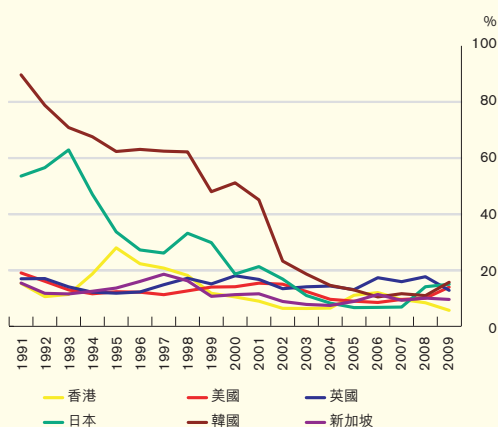
<sup>37</sup> 非金融類公司指在香港主板及創業板上市的公司,不包括H股公司、投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司。2010年數字僅為初步,並只涵蓋撰寫本報告時已公佈2010年中期業績的公司。這些數字可能會作修訂,解讀時應保持審慎。

**圖 5.31**  
非金融類上市公司的槓桿比率中位數



註：  
1. 槓桿比率的定義為短期加長期貸款與總資產的比率。  
2. 數值越高表示公司的槓桿比率越高。  
資料來源：彭博。

**圖 5.32**  
非金融類上市公司的收入槓桿比率中位數



註：  
1. 收入槓桿比率的定義為利息開支佔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重。  
資料來源：彭博。

低利率有助減輕公司的債務負擔，為香港企業強勢復甦提供支持。但是，當貸款成本仍停留在低水平時，公司可能會過度提升槓桿比率。如果利率急升，可能會影響銀行系統的穩定性。為評估風險，圖5.31顯示了香港及所選經濟體系的企業槓桿比率中位數。數據顯示，經歷亞洲金融風暴後，香港企業的槓桿比率明顯下降，2009年停留在約12%的水平，較所選經濟體系為低。由此可見，香港企業的槓桿狀況維持在健康水平。

儘管經濟體系的企業槓桿比率各有不同，但以利息開支佔扣除利息及稅項前盈利的比率(即收入槓桿比率)作比較，企業債務負擔卻大致相若，均處於合理水平(圖5.32)。這可部份歸因於低息環境。公司一般動用盈利20%以下的款項作為現有債務的利息開支。由此推斷，利率抽升僅會對公司的債項負擔及違約風險造成溫和影響。

### 中國相關貸款

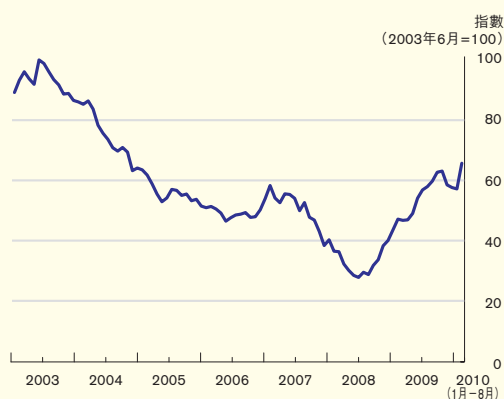
於報告期內，本地銀行業向內地銀行的對外債權及非銀行類客戶批出的貸款明顯增加。鑑於本地市場競爭激烈導致利潤率收窄，部份香港銀行很可能會加快拓展內地市場以尋求更高回報。因此，中國相關貸款的增長趨勢仍會持續，因此與中國經濟相關的信貸風險需密切監察。

中國近期實施了多項遏抑物業價格的監管措施，意味物業相關貸款的信貸風險有所增加。銀行須評估當物業價格調整時，本身是否直接或間接面對重大的信貸風險。

零售銀行對非銀行類中資企業的貸款總額<sup>38</sup>由2009年12月底的7,640億港元(佔總資產9.8%)進一步增至2010年6月底的9,030億港元(佔總資產11.2%)。就銀行業整體而言，非銀行類客戶的中國相關貸款總額亦從10,060億港元(佔總資產8.3%)增至12,460億港元(佔總資產10.0%)。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總額由156億港元增加至209億港元。

<sup>38</sup> 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。

圖 5.33  
中國非金融類公司的整體違約距離指數



註：指數越高代表公司違約的可能性越低。  
資料來源：職員估計數字。

報告期內，香港銀行業持有內地銀行的對外債權由2009年12月底的3,790億港元增加約54%至2010年5月底的5,830億港元。目前仍未證實這是由於對香港銀行設於內地的附屬公司或聯營公司的資金需求上升，還是銀行有意調動資金以尋求更高收益。如屬後者，倘若此趨勢持續，則或會對銀行的信貸風險構成較大影響。

中資企業的平均違約風險於報告期內保持溫和。上海證交所A股180指數非金融類成分股公司<sup>39</sup>的整體違約距離<sup>40</sup>指數由2009年12月底的56.8上升至2010年8月底的65.7(圖5.33)。

鑑於內地強勁的增長前景，香港許多銀行紛紛於內地設立附屬銀行拓展當地業務。專題5回顧這些附屬銀行的近期發展。結果顯示，2008年至2009年的全球金融危機並無對這些內地附屬銀行的資產增長帶來重大不利影響。由於香港銀行很可能會繼續拓展內地業務，他們應密切監察內地宏觀經濟環境變化對其資產質素的影響。

### 信貸風險宏觀壓力測試<sup>41</sup>

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<sup>42</sup>對銀行的信貸風險進行了壓力測試。有關評估將2010年第2季的經濟狀況假定為當前環境，研究在未來兩年期間(直至2012年第2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、實質利率上升

<sup>39</sup> 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)。

<sup>40</sup> 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)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449 - 470頁所提出的架構，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。

<sup>41</sup> 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。

<sup>42</sup> 模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「銀行的信用風險壓力測試架構」，《金管局研究備忘錄》，編號15/2006。本文估計時使用更新版本的架構。

及實質物業價格下跌)對銀行業信貸虧損的個別影響。我們假設部份衝擊與亞洲金融風暴期間所產生的相若<sup>43</sup>，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.C。在基準情況中，2012年第2季的預期信貸虧損佔貸款組合總額的比率為0.24%。在受壓情況下，預期信貸虧損比率顯著上揚，介乎0.45%(利率衝擊)至1.03%(香港本地生產總值衝擊)不等。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.C顯示在置信水平為99.9%的估計虧損風險值的極端情況下，最高信貸虧損會介乎貸款組合的2.84%(利率衝擊)與4.50%(土地生產總值衝擊)之間，與亞洲金融風暴後市場實際所經歷的相若。<sup>44</sup> 儘管如此，出現這些極端情況的可能性極低。

**表 5.C**  
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(%) <sup>1</sup>	基準情況	受壓情況			
		本地生產 總值衝擊 <sup>2</sup>	物業價格 衝擊 <sup>3</sup>	利率衝擊 <sup>4</sup>	中國內地 國內生產 總值衝擊 <sup>5</sup>
平均值	0.24	1.03	0.91	0.45	0.61
置信水平在 90% 的 估計虧損風險值	0.50	1.80	1.59	0.88	1.22
置信水平在 95% 的 估計虧損風險值	0.66	2.16	1.94	1.12	1.57
置信水平在 99% 的 估計虧損風險值	1.09	3.05	2.82	1.76	2.50
置信水平在 99.9% 的 估計虧損風險值	1.89	4.50	4.29	2.84	4.06

註：

1. 以估貸款組合的百分比計量。
2. 香港的實質本地生產總值由2010年第3季至2011年第2季期間連續4季各自按季分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。
3. 香港的實質物業價格由2010年第3季至2011年第2季期間連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。
4. 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。
5. 中國內地的實質國內生產總值在第1季(即2010年第3季)按季下跌3.0%，隨後在第2季(即2010年第4季)下跌4%。

資料來源：職員估計數字。

<sup>43</sup> 不包括中國內地國內生產總值衝擊。不同衝擊的詳情請參閱表5.C下的註解。

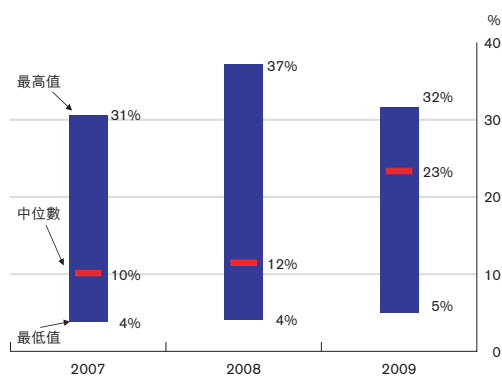
<sup>44</sup> 估計銀行信貸虧損由亞洲金融風暴前的1.4%上升至該風暴過後的6.0%。這些粗略估計是根據假設違約損失率為70%得出，而整體貸款在1997年第3季及1999年第3季的實際拖欠率分別為2.01%及8.58%。



## 專題 5

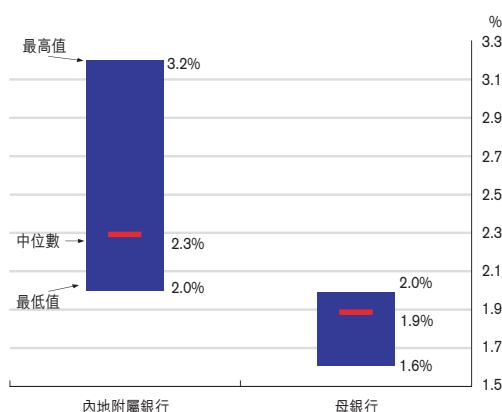
### 香港銀行於中國內地附屬銀行的近期發展

**圖 B5.1**  
內地附屬銀行總資產佔香港母銀行  
總資產百分比



註：本圖呈列六家樣本銀行的最高值、中位數及最低值。  
資料來源：根據Bankscope所提供數據計算的職員估計數字。

**圖 B5.2**  
內地附屬銀行與香港母銀行的淨息差



註：本圖呈列六家樣本銀行的最高值、中位數及最低值。  
資料來源：根據Bankscope所提供數據計算的職員估計數字。

香港銀行近年透過在中國內地設立附屬銀行擴展內地業務（圖B5.1）。<sup>45</sup> 儘管這可為他們提供新的盈利機會，但同時對銀行體系的穩定性帶來重大影響。<sup>46</sup> 有見及此，本專題會呈列一些香港銀行內地附屬銀行營運狀況的程式化事實，以及對銀行體系穩定性的影響。此分析基於六家選定本地註冊持牌銀行所設內地附屬銀行於2007年至2009年期間的資產負債表數據。<sup>47</sup> 以下是主要觀察的結果。

首先，本專題發現內地附屬銀行的淨息差普遍較其母銀行為高<sup>48</sup>（圖B5.2），表示香港銀行的內地業務應可提升其盈利。反映銀行擴展海外業務主要是為了爭取更多的盈利機會，與國際研究的結果大致相符。近年香港市場的競爭日趨激烈，削弱了銀行的盈利。香港銀行因此可能傾向加快在內地市場的擴張速度以尋求更高回報。

<sup>45</sup> 於2009年年底，共有13家本地註冊銀行在中國內地經營業務。其中八家透過在內地註冊的附屬銀行經營有關業務。

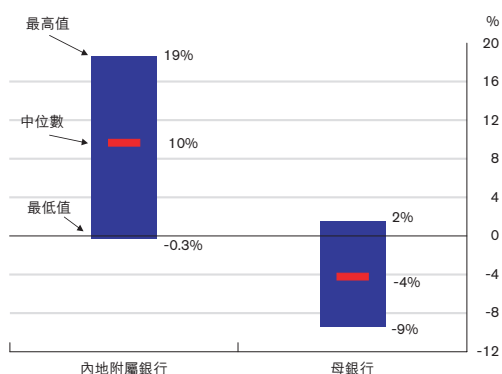
<sup>46</sup> 舉例來說，隨着香港銀行在內地的業務持續擴展，其信貸質素與內地宏觀經濟狀況的關係越趨緊密。關於整合內地業務對香港銀行業的影響，詳情請參閱載於金管局網站的《香港金融管理局維持銀行體系穩定工作的研究報告》。

<sup>47</sup> 三家銀行的數據是截至2008年年底，而其餘三家則截至2009年年底。由於數據明顯滯後，分析評估結果時務請注意。

<sup>48</sup> 部份原因是美國的貨幣狀況對內地的利率環境的影響較少。

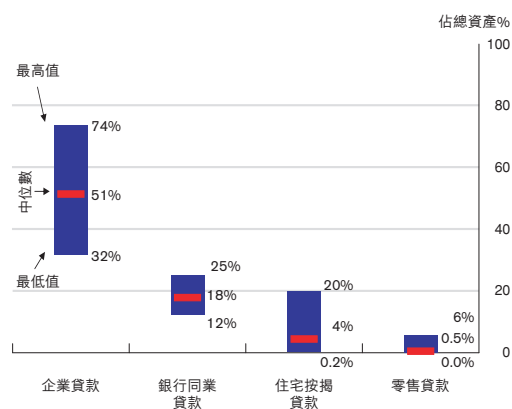


**圖 B5.3**  
2007年至2008年的資產增長率



註：本圖呈列六家樣本銀行的最高值、中位數及最低值。  
資料來源：根據Bankscope所提供數據計算的職員估計數字。

**圖 B5.4**  
內地附屬銀行的資產分佈



註：

- 由於未能取得其中一家樣本銀行的數據，故本圖僅呈列五家樣本銀行的最高值、中位數及最低值。
- 不包括母銀行香港辦事處及內地分行入賬的資產。

資料來源：根據Bankscope所提供數據計算的職員估計數字。

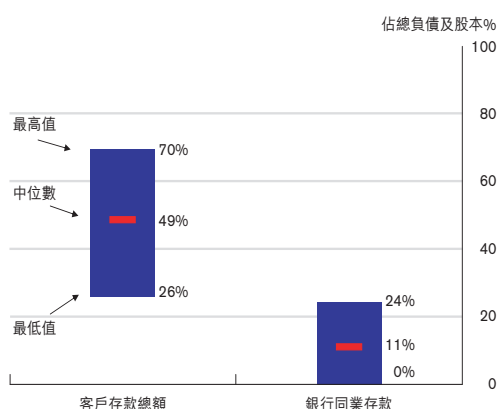
第二，香港銀行擴展內地業務可分散風險。在某程度上，此舉能加強香港銀行業對單一經濟體系／地區所產生的對外衝擊的抵禦能力。這一點在2008年全球金融危機爆發前夕尤其明顯，當時大多數銀行的資產負債狀況基於貸款能力減弱及貸款需求偏低而明顯萎縮，但其內地附屬銀行的資產卻明顯增長（圖B5.3）<sup>49</sup>。

第三，香港銀行內地附屬銀行的資產分佈顯示，企業貸款一般為其資產的主要部份（圖B5.4），反映中國企業的財務穩健程度已成為內地附屬銀行信貸質素的關鍵因素。儘管住宅按揭貸款僅佔資產的較小部份，但基於部份企業的財務穩健程度或會受物業價格帶動（例如物業發展商或大量投資中國物業市場的企業），物業價格急劇調整會對貸款虧損構成重大影響。<sup>50</sup>

<sup>49</sup> 事實上，內地銀行業整體（不止是香港的附屬公司）自2008年全球金融危機以來相對未受影響。

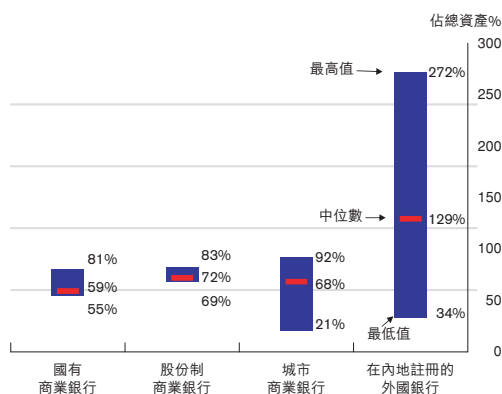
<sup>50</sup> 然而，基於未能取得企業貸款的詳細結構數據，本文無法就物業價格對內地附屬銀行企業貸款虧損的影響作進一步分析。

**圖 B5.5**  
內地附屬銀行的資金結構



註：本圖呈列六家樣本銀行的最高值、中位數及最低值。  
資料來源：根據Bankscope所提供數據計算的職員估計數字。

**圖 B5.6**  
內地商業銀行的貸存比率



註：  
1. 本圖呈列各銀行組別的最高值、中位數及最低值。部份銀行因未能取得數據而沒有計算在內。  
2. 在內地註冊的外國銀行包括6家香港銀行的附屬銀行及18家其他經濟體系銀行的附屬銀行。  
3. 貸款不包括銀行同業貸款；存款不包括銀行同業存款。  
4. 採用2007年至2009年期間的最新資產負債表數據。  
資料來源：根據Bankscope所提供數據計算的職員估計數字。

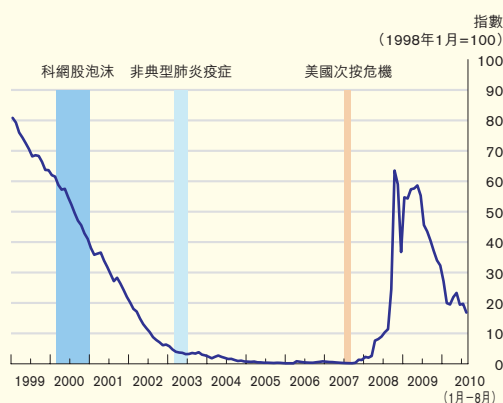
最後，從內地附屬銀行的資金結構可見，客戶存款是主要資金來源，其次是銀行同業借款（圖B5.5）。股本（一向被視為較穩定的資金來源）平均佔資金總額約13%<sup>51</sup>，而其香港母銀行則平均為9%。發行債務工具並非重要的資金來源，可能與監管限制有關。短期而言，流動資金管理可能會對內地註冊的外國銀行（包括香港銀行的內地附屬銀行）構成挑戰，原因是其貸存比率普遍處於較高水平（圖B5.6）。<sup>52</sup> 內地附屬銀行需要評估資產負債表進一步增長對期限錯配所造成的潛在影響。香港母銀行亦需審視及管理其內地附屬銀行的資金風險，因為一旦附屬銀行出現流動資金周轉困難，母銀行或會承受重大的信譽風險。

展望未來，在低息環境之下，競爭激烈加上本地市場盈利收窄，很可能會加快香港銀行拓展內地市場的步伐。儘管此舉會使香港銀行業的業務組合更為分散，加強對單一經濟體系／地區所產生的對外衝擊的抵禦能力，但亦反映香港銀行體系的穩定性將日益倚重中國內地企業的財務穩健程度及物業市場。

<sup>51</sup> 六家香港銀行內地附屬銀行的簡單平均數。採用2008年至2009年期間的最新資產負債表數據。

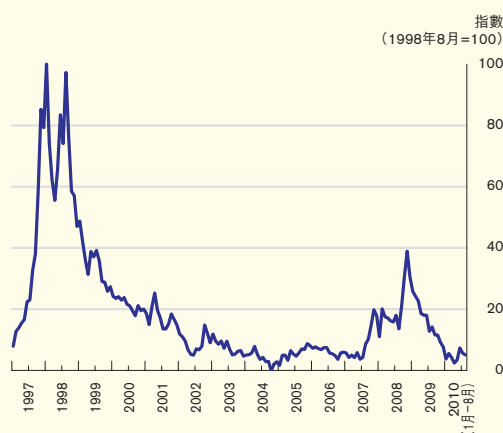
<sup>52</sup> 中國銀行業監督管理委員會（中國銀監會）規定，外資銀行須在2011年年底前符合75%的貸存比率上限規定。基於有關監管規定所指貸存比率定義的資料有限（請參閱<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/jsp/docView.jsp?docID=2421>），本文所載的分析未能運用中國銀監會所採納的確切定義評估銀行的流動資金。圖B5.6的貸存比率是採用傳統定義（即非銀行客戶存款與非銀行客戶貸款的比率）計算得出，未必與中國銀監會監管規定所採納者相同。

**圖 5.34**  
香港銀行困境指數



資料來源：職員估計數字。

**圖 5.35**  
綜合金融壓力指數



資料來源：職員估計數字。

## 5.5 銀行體系的系統性風險

香港銀行體系的系統性風險繼續保持在低水平。根據綜合預警系統<sup>53</sup> 估計，銀行出現困境的概率下降並繼續處於最低脆弱程度<sup>54</sup> 的範圍。低系統風險主要是由於經濟基本因素顯著改善所致。然而，物業價格持續上升引起大眾對物業市場過熱及對系統性風險的潛在影響的憂慮。

香港銀行困境指數<sup>55</sup> (1998年1月=100) 是以市場為基礎的系統性風險指標。該指數維持在低水平，反映市場認為歐洲主權債務危機對香港銀行體系的系統性風險的影響輕微。該指數由2010年2月底的20升至2010年5月的23，再於2010年8月底返回17，反映市場氣氛在歐元區批准各項救市方案<sup>56</sup> 後回穩 (圖 5.34)。

綜合金融壓力指數<sup>57</sup> 由2008年11月左右的近期高峰39逐漸回落，並於2010年8月跌至5 (圖 5.35)，接近2007年中的水平。指數下跌主要是由於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。

<sup>53</sup> 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，以及其他亞太經濟體系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》，第6(3)期，第169 - 179頁。

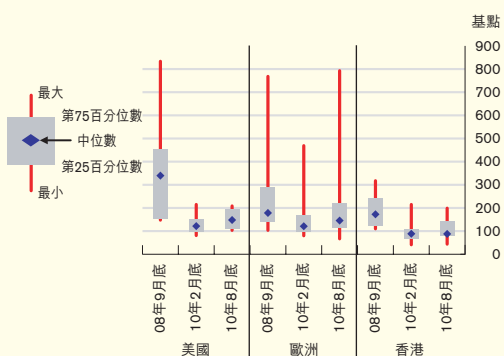
<sup>54</sup> 綜合預警系統是一個4級風險評級系統。我們採用Demirgüç-Kunt及Detragiache (2000)，「Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach」，《World Bank Economic Review》，第14期，第2號，第287 - 307頁的方法來逐一選出4個脆弱度類別的上限，使與該等限度相關的I類誤差分別為10%、30%、50%及100%。

<sup>55</sup> 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。有關方法的詳情請參閱余業榮等人(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。

<sup>56</sup> 於2010年5月，歐盟及國際貨幣基金組織同意向希臘提供1,100億歐元貸款，以及成立價值7,500億歐元的歐洲金融穩定基金。

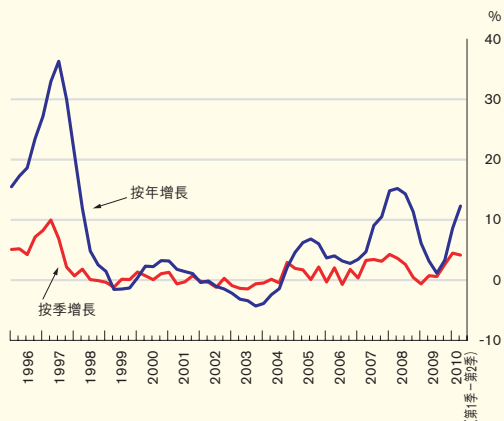
<sup>57</sup> 綜合金融壓力指數是涵蓋香港金融業主要部門的一組金融變量的平均值。具體而言，這些金融變量包括TED息差、反向期限息差、銀行業困境指數，隱含匯率波動、股票市場波動及主權債券息差。有關詳情請參閱姚兆鋒等人(2010)，「香港金融市場壓力評估指標 — 金融壓力指數」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，編號02/2010。

**圖 5.36**  
美國、歐洲及香港銀行的信貸違約掉期息差



資料來源：彭博。

**圖 5.37**  
物業相關貸款的增長



資料來源：金管局。

香港銀行的信貸違約掉期息差保持在較低的水平(圖5.36)。然而，歐洲銀行的違約風險普遍增加，鑑於各銀行體系之間的關係非常密切，這或會對全球銀行的穩定性構成威脅(請參閱專題4的評估)。

展望未來，香港銀行業的系統風險主要受外圍環境影響。若美國經濟的復甦情況遜於預期，低息率環境很可能會持續一段長時間，引發資金進一步流入本港，繼而增加香港資產市場過熱的風險。歷史上，若資產價格(特別是物業價格)持續上升，銀行所面對資產市場的風險亦會隨之增加(圖5.37)，致使銀行業在資產價格調整時較易受到衝擊。因此，銀行有必要密切注視在不同資產市場上所面對的風險。

表5.D載列銀行體系的主要表現指標。

**表 5.D**  
**銀行體系的主要表現指標<sup>1</sup> (%)**

	6/2009	3/2010	6/2010
<b>利率</b>			
1個月香港銀行同業拆息 <sup>2</sup> (季度平均數)	0.16	0.07	0.18
3個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	0.59	0.13	0.25
最優惠貸款利率 <sup>3</sup> 與1個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	4.84	4.93	4.82
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)	4.41	4.87	4.75
綜合利率 <sup>4</sup>	0.19	0.12	0.20
<b>零售銀行</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>5</sup></b>			
存款總額	3.8	0.5	1.3
港元	7.5	0.4	1.0
外幣	-1.1	0.8	1.8
貸款總額	2.8	5.8	7.0
本地貸款 <sup>6</sup>	3.4	5.6	6.7
在香港以外使用的貸款 <sup>7</sup>	-3.8	8.1	10.4
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-14.4	17.3	11.5
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	19.3	2.4	-1.7
<b>資產質素<sup>8</sup></b>			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	96.14	97.08	97.50
需要關注貸款	2.35	1.72	1.53
特定分類貸款 <sup>9</sup> (總額)	1.51	1.20	0.96
特定分類貸款 (淨額) <sup>10</sup>	1.01	0.78	0.60
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	1.05	0.79 <sup>r</sup>	0.66
<b>盈利</b>			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 <sup>11</sup>	0.16	0.04	0.03
淨息差 <sup>11</sup>	1.56 <sup>r</sup>	1.34	1.34
成本與收入比率 <sup>12</sup>	45.8	48.2 <sup>r</sup>	49.3
<b>流動資產比率 (季度平均數)</b>	48.2	44.2	40.9
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.05	0.03	0.03
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.50	0.32	0.25
撇帳率 — 按季年率計	4.61	2.39	2.31
— 本年度截至該日止以年率計	4.17	2.39	2.30
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率 (綜合)</b>	16.4	17.0	16.2

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。

<sup>r</sup> 經修訂數字。

---

# 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。