



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

2011年3月

本報告分析2010年8月底至2011年2月底期間的統計資料。



# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

2011年3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	13
<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	20
<b>3. 本港經濟</b>	<b>28</b>
<b>需求</b>	28
3.1 整體需求	28
3.2 本地需求	29
3.3 對外貿易	30
<b>勞工市場狀況及產出缺口</b>	32
3.4 勞工市場狀況及產出缺口	32
<b>物價及成本</b>	34
3.5 消費物價	34
3.6 租金成本	35
3.7 勞工成本	36
3.8 商品及進口價格	37
<b>4. 貨幣及金融狀況</b>	<b>41</b>
<b>匯率、利率及貨幣發展</b>	41
4.1 匯率及利率	41
4.2 貨幣及信貸	44
<b>資金流</b>	46
4.3 資金流	46
<b>資產市場</b>	50
4.4 股市	50
<b>物業市場</b>	53
4.5 物業市場	53
<b>5. 銀行業的表現</b>	<b>57</b>
5.1 盈利及資本額	57
5.2 流動資金與資金來源	60
5.3 利率風險	63
5.4 信貸風險	64
5.5 銀行體系的系統性風險	74
專題 1 中國內地食品價格通脹的決定因素及其整體通脹的影響	25
專題 2 分析外圍因素對香港通脹的影響	38
專題 3 評估在利率及收入衝擊下限制供款與收入比率的成效	68
專題 4 共用正面信用資料能否降低零售貸款的拖欠比率？	70
專題 5 貸款與估值比率作為宏觀審慎工具－ 香港的經驗及來自不同經濟體系的證據	77

## 詞彙

---

# 1. 概論

---

香港經濟於2010年下半年增長強勁，失業率現已跌破在過去10年的趨勢率，消費物價的上升動力則有加快跡象。金融系統繼續如常運作。然而，信貸的增長遠超名義產出，部份反映香港銀行跨境貸款頗為活躍。

儘管政府推出的政策有助遏止樓市的短期炒賣活動，對沖通貨膨脹的誘因將對樓價造成進一步的上升壓力。與此同時，息口可能會較預期更快上升。銀行應繼續奉行嚴格的批核準則，謹慎留意物業及中國內地有關的信貸。

## 外圍環境

2010年下半年，主要發達經濟體系的經濟活動反彈，為全球經濟復甦帶來更鼓舞的訊息。具體而言，美國近期推出的財政刺激措施及量化寬鬆政策，促進了2011年全球經濟的增長前景，但長遠而言，主要發達經濟體系能否持續增長依然受到結構性的局限。在美國，住房的去槓桿化有待完成、房屋市場疲弱及正在增長的結構性失業，無不對經濟造成拖累。而在歐洲，主權債務危機繼續為復甦帶來下滑的風險。

在亞洲，經過第3季的短暫下滑後，第4季受到龐大內需繼續支撐經濟復甦，令增長重拾動力。亞洲經濟體系預期仍會表現強勁，但未來增長速度或會放緩。面對通脹風險升溫，區內的中央銀行紛紛加快將貨幣政策正常化及推出多項監管措施，以對抗通脹和維持財政穩定。內地的經濟增長同樣保持強勁，但通脹壓力及物業市場過熱仍是其面對的主要風險。

過去6個月，全球金融市場走勢各有差別，反映其受到美國的量化寬鬆政策、深化中的歐洲債務危機，及全球經濟復甦的速度各異等不同影響。美國聯邦儲備局擴大資產購買計劃，加上企業盈利改善，使股票市場得到支持。發達經濟體系的政府長期債券收益率持續徘徊相對低水平，更加誘使投資者投資高風險資產，以獲得更高回報。與此同時，基於美元弱勢、新興市場經濟強勁增長及地區政治緊張，全球商品價格續創新高。

展望未來，全球增長前景及金融狀況仍然不明朗。縱使發達經濟體系的負產出缺口依然相當龐大，但整體通脹已開始回升，這對制訂貨幣政策造成巨大挑戰。未來息口變化或會為金融市場增添動盪元素。而全球政治環境不穩，可能令亞洲新興市場的資金流向繼續波動。日本在3月11日的地震和海嘯，及其後的核電廠爆炸，其衝擊至今尚未確定，更使前景增添不明朗因素。

### 本地經濟

在強勁的本地需求全面帶動下，香港經濟於2010年下半年繼續快速擴張。第4季的增長勢頭強勁，按季增長由第3季的0.9%加快至1.5%。整體而言，2010年香港經濟強勁反彈，由2009年下跌2.7%轉為增長6.8%。

勞工市場於近半年顯著改善。在2011年1月，經季節性調整後的3個月移動平均失業率進一步跌至3.8%，為2009年年初以來的最低水平。踏入2011年，經濟增長依然強勁，令新增職位持續增加。2010年下半年的產出缺口估計已大為收窄，表示經濟活動已接近產能水平。

本地經濟的通脹壓力越見明顯。按3個月的比較基礎計算，基本通脹率由2010年8月的1.4%年率計大幅升至2011年1月的5.4%。由於市場租金預期會以更快速度傳遞至消費物價，而入口價格壓力同時亦維持在一定的水平，2011年的通脹壓力預期會進一步上升。

展望未來，儘管經濟增長會逐漸回落至長期趨勢平均增長率，惟在強勁的本地需求帶動下，可望保持穩健。勞工市場狀況改善，私人消費增長將繼續受到支持。而在大型基建工程及私營機構進一步擴充產能的支持下，投資方面有望進一步增加。然而，隨著全球庫存重建週期結束，香港的出口增長將放緩。根據市場的最新預測，2011年實質本地生產總值增長率將預計為4.8%。

## 貨幣狀況及資金流動

於7月至11月初，港元即期匯率一直保持強勢，朝著7.75的強方兌換保證匯率邁進，直至12月底才稍為轉弱。由於並無觸發兌換保證，貨幣基礎無大變化，期間只受銀行發鈔的季節性需求而出現輕微波動。與此同時，自2010年6月起，金管局並無額外發行外匯基金票據。貨幣市場亦一直運作暢順，在美國進一步進行量化寬鬆下，息口維持低企。較長期的外匯基金債券收益率一度跟隨美國國庫券上升，導致港元名義收益率曲線在2010年年底時變得較陡峭。在零售層面，銀行的最優惠貸款利率及存款利率維持穩定，新批按揭貸款的加權平均利率則在年底時輕微上升。

今年下半年，在香港使用的貸款繼續保持強勁增長。儘管全球金融危機爆發時，香港的信貸收縮較其他區內經濟體系嚴重，然而信貸市場自2009年下半年起已顯著復甦。本地貸款於2010年下半年普遍增長，主要有賴於物業相關貸款、貿易融資及批發及零售業貸款。隨著貸款額擴大，港元M3於2010年下半年亦相應擴大。

在7月至11月初期間，很多價格指標都呈現港元的需求有所增加，例如是港元即期匯率呈強勢、港元遠期匯率折讓幅度擴闊及期權引伸預期匯率最高升值幅度上升。認可機構的港元負債淨額(或等同其外幣資產淨額)增加，亦顯示買入港元的壓力。港元需求增加的部份原因是海外投資者對股票需求增加。相對上半年，下半年股票市場的集資額顯著上升，而根據市場調查顯示，在香港上市的內地相關股份的需求於第3季大幅反彈。

踏入11月底及12月，資金流入的壓力有所減緩和，隨著即期港元及遠期匯率轉弱，反映港元的需求稍為減少。儘管信貸增長強勁，港元存款於以上兩個月有所收縮，標誌著銀行以外的私人部門對港元資產需求減弱。然而，港元的沽售壓力似乎顯得溫和。市場認為港元匯價轉弱，部份與股票市場經過活躍的集資活動後，有些公司把首次公開招股所得款項匯

出港元體系有關。歐洲主權債務危機於接近年底時重現，增加對美元作為資金避難所的需求，亦可能與港元匯價轉弱有關。

2011年的資金流向依然極度不明朗。儘管有利的經濟前景將吸引資金流向港元，但全球金融狀況仍然脆弱，內地的宏觀調控政策，及主要發達經濟體系的利率走勢可能逆轉，亦會令金融市場的情緒受到影響。

### 資產市場

由於內地經濟強勁，加上全球市場流動資金充裕，股票市場自2010年夏季過後重拾升軌。恆生指數於11月初升至近25,000點，創29個月高位。然而，由於關注內地收緊銀根，以及周邊歐洲經濟體系的主權風險升級，市場出現獲利回套的壓力，繼而於接近2010年年底失去上升力度。展望未來，倘若全球債券收益率保持低企，本地股市的低市場引申波幅，可能會吸引尋求收益率的投資者增加參與本地市場。這種資金流入更易受息口變化所影響，因此潛在波動較大。近期亞洲及歐洲多個地區通脹回升可能導致息率環境出現不明朗因素，繼而影響本地股票市場。

住宅市場於2010年下半年繼續暢旺，樓價進一步上升，而成交量則保持活躍。整體而言，2010年的樓價上升20.4%，自2008年12月以來的累積升幅則達54.8%。2009年的大部份時間，樓價升幅均集中在豪宅市場，惟升勢現已擴大至一般住宅。2010年，中小型單位（實用面積100平方米以下）價格上升20.9%，升幅較大型單位的16.2%為大。

年中政府與金管局推出一系列的新措施，以促進住宅市場的穩健發展，並保障銀行體系穩定。2010年11月，金管局進一步推出審慎監管措施，以期收緊按揭貸款的批核準則，包括進一步降低按揭成數上限。政府亦引入5至15%的額外印花稅，以期遏止炒賣活動。儘管該等措施對冷卻樓宇炒賣活動有一定作用，並能抑制樓價迅速上升，惟根據近期的跡象顯示，物業市場有再度活躍的趨勢。

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。在超低息環境下，按過往標準而言，涉及利率的指標（即買租價差及收入槓桿比率）仍然徘徊於較低的位置，但後者已超逾其長期平均水平。物業整體交投量雖然仍較1997年高峰為低，但水平仍屬偏高，而且按過往的標準來說，這高交投量已維持一段相對較長的時間。

跡象顯示活躍的物業買賣活動已從住宅市場蔓延至工商物業市場。工商物業市場的價格自2010年6月至12月已攀升14至17%。整體而言，2010年的買賣活動創10年新高。確認人交易佔二手市場交易總數的百分比亦於今年下半年明顯上升，顯示炒賣活動加劇。對此，金管局將審慎監管措施延伸至工商物業市場，按揭成數的上限已減至50%。

### 銀行業表現

銀行業繼續錄得穩健的溢利。其流動性及資本額，按國際標準仍然強勁。臨時性的百分百存款保障計劃及備用銀行資本安排亦順利如期取消。具體而言，我們並無察覺客戶存款於銀行之間有巨額轉移，或由本地銀行轉移至海外。

雖然如此，由於按揭轉至以香港銀行同業拆息為基準，實質按揭貸款利率低企，因而繼續對淨息差構成壓力。儘管淨息差自從2008年第1季以來明顯下降，並於2010年第4季創下新低，然而在目前的低息環境下，未有明顯跡象顯示淨息差已經見底。與此同時，信貸迅速增長（尤其是以中國內地及物業有關的信貸），使潛在信貸風險增加備受關注。縱使目前資產質素健全，銀行應維持嚴格的批核準則。

基於銀行較以往更依賴儲蓄存款及活期存款，它們應對潛在資金流出對流動性造成的影響保持警覺。一項簡單的情景分析指出，如果貸款的增長勢頭持續而存款流出的話，港元的貸存比率將可能由目前水平大幅飆升。



儘管目前家庭的債務負擔可能仍未達警戒水平，低息逆轉連同收入倒退可能導致他們的債務負擔大幅上升，繼而影響銀行對按揭貸款的信貸風險。專題3的評估指出減低借款人債務負擔比率的上限至50%的審慎監管措施，可增強家庭面對加息及收入減少這種雙重打擊的風險承受能力。就銀行的信貸風險管理而言，專題4指出，2003年引入香港的共享正面信用資料，已從結構上降低違約風險。這項研究結果支持目前的建議，應將共享信用資料系統擴充，以至可共享住宅及非住宅按揭貸款的相關正面及負面信用資料。

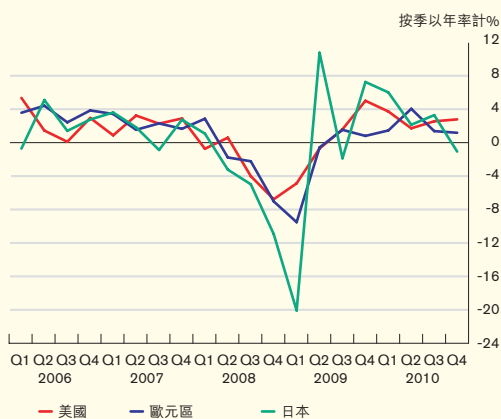
《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製。

## 2. 全球環境及展望

### 外圍環境

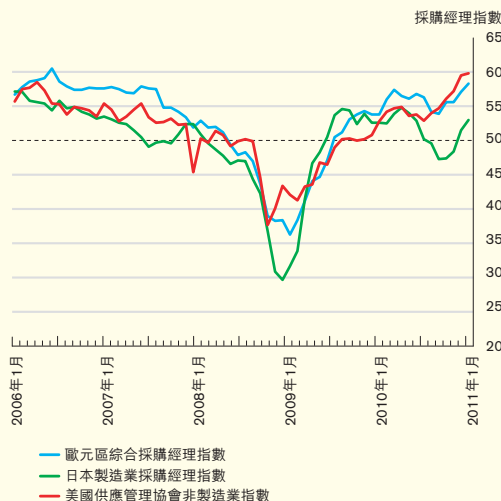
主要發達經濟體系的經濟活動於2010年下半年反彈。美國新推出的財政刺激措施及進一步的量化寬鬆政策，改善了2011年全球的經濟增長前景，但長遠而言，主要發達經濟體系能否持續增長依然受到結構性問題的局限。預期亞洲經濟體系仍會表現強勁，但未來增長速度或會放緩，而政策的優先次序經已轉變為遏止通脹壓力上升，以及在面對資金持續流入的情況下，控制爆發資產價格泡沫的風險。

圖 2.1  
美國、歐元區及日本：實際國內生產總值



資料來源：美國經濟分析局、歐盟統計局及日本內閣府。

圖 2.2  
美國、歐元區及日本：採購經理指數



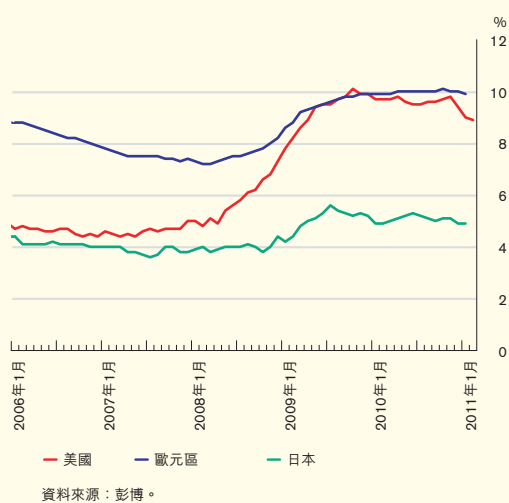
資料來源：彭博。

### 2.1 實體經濟活動及貿易

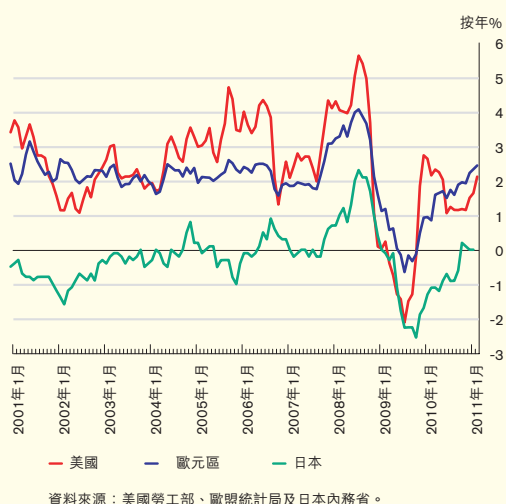
除日本外，發達經濟體系於2010年下半年繼續以漸進步伐復甦，亦克服了早前因2010年上半年經濟急劇放緩所引發有關雙底衰退的恐懼。最新的國內生產總值數字顯示，美國及歐元區經濟體系分別增長2.8%及1.1%，而日本經濟體系則於2010年第4季倒退1.3% (圖2.1)。<sup>1</sup> 美國消費增長強勁，經濟活動轉旺的跡象於2010年第4季尤為明顯。與此同時，歐元區經濟體系增長主要由德國帶動，其強勁的經濟增長足以抵銷周邊歐洲國家的疲弱經濟表現有餘。在日本，由於政府鼓勵消費政策的效用逐步消退，而出口亦受到日圓強勢所局限，經濟增長於第4季呈現倒退。大部份發達經濟體系的採購經理指數持續改善，意味增長趨勢於不久將來有望持續 (圖2.2)。

<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均是經過季節性因素調整後以年率計算。

**圖 2.3**  
美國、歐元區及日本：失業率



**圖 2.4**  
美國、歐元區及日本：整體通脹



儘管近期的週期性條件轉好，但勞工市場卻未有因而顯著改善。失業率依然高踞不下：美國及歐元區的失業率分別徘徊在約9%及10%左右，日本則為4.9% (圖2.3)。

至於價格方面，儘管勞工市場疲弱，發達經濟體系產能過剩，然而美國及歐元區的整體消費物價通脹已因食品及商品價格上漲而開始攀升 (圖2.4)。儘管如此，由於通脹預期仍保持穩定，核心通脹壓力仍在控制範圍之內。

展望未來，美國近期制訂的財政刺激措施以及進一步實行的量化寬鬆政策，均對2011年的短期增長產生推動作用。但由於發達經濟體面對的大多數結構性問題仍未被妥善處理，經濟能否在2011年後持續全面復甦仍存在疑問。在美國，家庭的高負債情況、房屋市場處於低潮，加上結構性失業數字正在上升，無一不在拖累經濟復甦。更甚者，近期的財政刺激措施已令美國聯邦政府的財政狀況進一步惡化。而在歐洲，主權債務危機繼續為復甦帶來下滑風險，且歐洲大部份國家的大型財政整頓計劃尚在起步階段，有機會對當地經濟造成更沉重的打擊。

雖然步伐稍為放緩，但東亞經濟體系於2010年下半年繼續強勁增長。經歷第3季的短暫下滑後，第4季重拾增長動力—第4季的實質國內生產總值合計升幅為5.2% (表2.A)。對比2010年上半年的迅速增長，出口及工業生產於下半年稍見放緩，這種情況在東盟四國經濟體系尤為顯著。然而，強勁的內需繼續為區內的經濟復甦發揮支撐作用。

**表 2.A**  
亞洲：實際國內生產總值增長

	2009 第3季	2009 第4季	2010 第1季	2010 第2季	2010 第3季	2010 第4季
新興工業化經濟體系三國： <sup>1</sup>	12.9	6.0	15.2	7.0	0.9	1.7
韓國	13.4	0.7	8.7	5.8	3.0	2.2
新加坡	13.3	-1.5	39.9	29.7	-16.7	3.9
台灣	11.8	18.4	18.9	1.5	3.2	0.0
東盟四國： <sup>1</sup>	7.3	9.4	9.8	4.0	1.1	9.0
印尼 <sup>2</sup>	6.4	5.9	5.6	6.5	5.2	10.5
馬來西亞 <sup>2</sup>	11.0	11.4	8.1	4.7	-2.1	8.2
菲律賓	3.4	7.6	16.1	5.1	-3.2	12.7
泰國	8.7	15.4	14.6	-1.5	-1.3	4.8
東亞： <sup>1</sup>	10.2	7.7	12.6	5.6	1.0	5.2

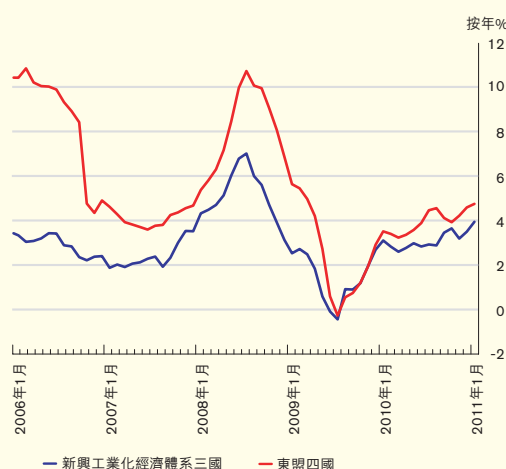
註：

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. 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 2.5  
亞洲：消費物價通脹



資料來源：CEIC及職員估計數字。

消費物價於2010年下半年繼續上升(圖2.5)。除了食品及商品價格飆升外，經濟狀況改善亦帶來需求上升，繼而令區內的通脹壓力升溫。面對通脹升溫的風險不斷增加，印尼、韓國、馬來西亞、台灣及泰國的央行已逐步提高政策利率。而新加坡金融管理局也在最近的政策會議上宣佈擴闊新加坡元名義有效匯率的波動範圍，使新加坡元溫和漸進升值(表2.B)。在全球流動資金充裕的情況下，美國新一輪的量化寬鬆政策令市場更關注資產泡沫的風險。與此同時，鑑於市場尋求收益率，資金大量湧入，東亞地區的貨幣似乎面臨更大的升值壓力(表2.C)。在此情況下，區內央行已採取多項監管措施，以期維持金融穩定。

表 2.B  
亞洲：政策利率

	利率政策 <sup>1</sup>			利率累計升幅
	2011年 3月10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	6.75	6.50	9.25	0.25
韓國	3.00	2.00	5.25	1.00
馬來西亞	2.75	2.00	3.50	0.75
菲律賓	4.00	4.00	6.00	-
台灣	1.625	1.250	3.625	0.375
泰國	2.50	1.25	3.75	1.25

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。

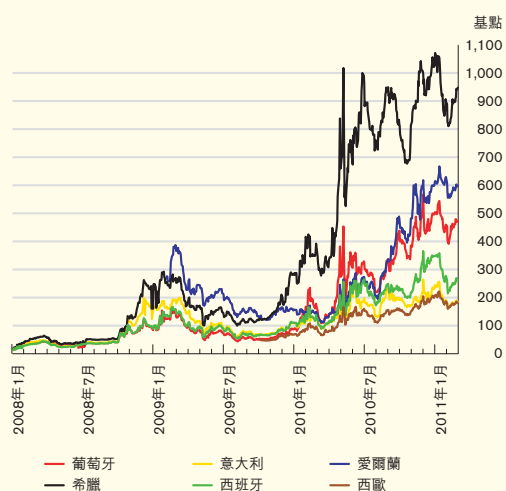
展望將來，預期東亞地區會保持穩定增長，惟2011年的增長步伐或會放緩。根據2011年2月中的最新共識預測，區內的國內生產總值預期於2011年增長5.0%，而2010年則為7.7%。2011年消費物價指數的預測平均增幅為4.0%，而2010年則為3.1%。儘管經濟前景向好，但最終仍取決於主要發達經濟體系能否持續復甦，以及區內能否壓抑通脹。

表 2.C  
亞洲：匯率及外匯儲備

	2010年 外匯儲備變動 (十億美元)		2010年 貨幣兌美元升值 (%)
	(十億美元)	(%)	(%)
印尼	30.1	45.5	4.6
韓國	21.6	8.0	3.2
新加坡	37.9	20.2	9.3
台灣	33.8	9.7	9.7
泰國	33.7	24.4	11.0

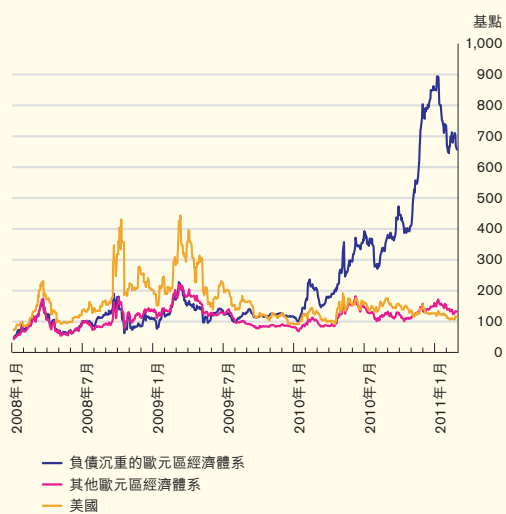
資料來源：彭博及 CEIC。

**圖 2.6**  
歐洲國家5年期主權信貸違約掉期息差



資料來源：彭博。

**圖 2.7**  
歐洲及美國銀行5年期信貸違約掉期息差中位數

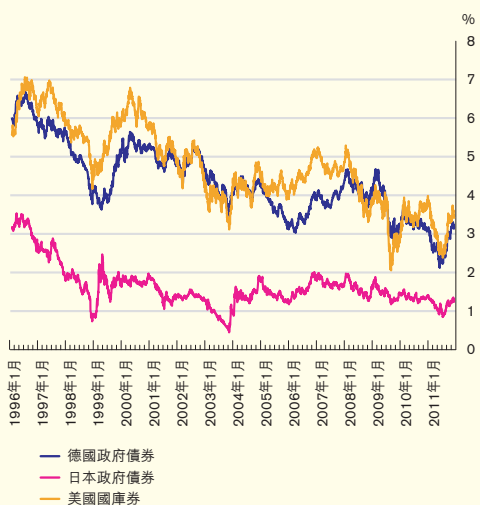


資料來源：職員估計數字。

## 2.2 環球金融狀況

過去6個月，環球金融市場表現顯著受到主要發達經濟體實施的非常規貨幣政策所影響。去年夏季，市場日益關注美國會否出現雙底衰退，促使美國聯邦儲備局推出了新一輪的量化寬鬆政策。歐洲方面，愛爾蘭的財政狀況於9月中至11月底轉趨惡化，市場擔心同樣情況會否蔓延至意大利、葡萄牙及西班牙。儘管歐元區及國際貨幣基金組織聯合公佈的援助計劃對穩定市場極具作用，惟該等受到債務困擾的歐洲國家的主權信貸違約掉期息差一直高企，反映市場仍會持續關注該等國家削減財政虧絀和公債的能力（圖2.6）。更甚者，由於歐洲各國銀行與該等國家有業務往來，有越來越多跡象顯示它們會被主權債務問題波及（圖2.7）。

圖 2.8  
國際長期政府債券收益率



資料來源：彭博。

同時，主要發達國家的長期政府債券收益率於初段期間有所回落，但及至2010年底則有反彈跡象，反映最新經濟數據預示增長前景改善（圖2.8）。儘管升勢迅速，但從歷史角度來看，長期政府債券收益率依然徘徊在偏低水平，加上有關當局決心防範衰退的措施，增加了投資者轉向高風險資產以改善回報的意欲。然而，基於這種「追尋收益率」現象，一旦經濟數據和公司盈利出現負面消息時，投資者或會遭受息差擴闊的影響。

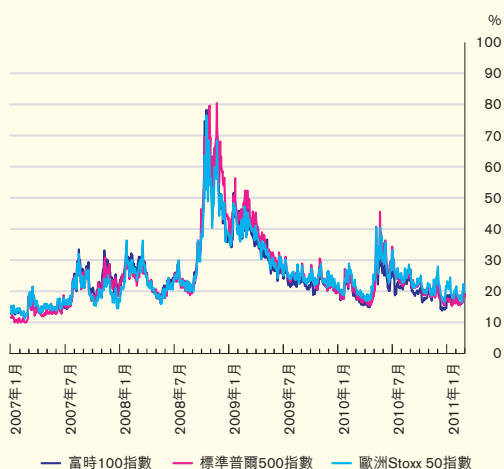
全球股票市場普遍上揚，反映經濟數據較預期理想、貨幣政策寬鬆及公司業績令人鼓舞等利好因素（圖2.9）。儘管與地緣政治相關的負面消息日漸增多（例如愛爾蘭債務危機、南北

圖 2.9  
世界股票指數



資料來源：彭博。

**圖 2.10**  
主要股票市場引伸波幅

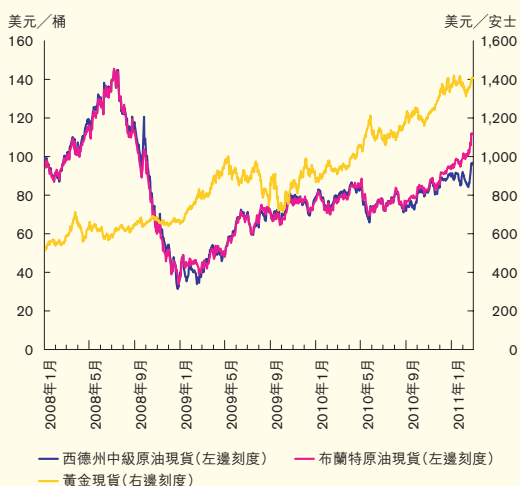


資料來源：彭博。

韓軍事衝突，以及中東和北非地區政治動盪），主要市場的波動依然相對輕微（圖2.10）。然而，在全球政治不穩的風險下，布蘭特原油及金價於回顧期內分別上升48.8%及13.1%（圖2.11）。經歷第二輪量化寬鬆政策後，美元更顯疲弱（美元兌歐元及日圓分別貶值了8.2%及2.9%），導致商品價格急升。

展望未來，全球金融狀況仍欠明朗。過去6個月內，主要央行均能維持支援性的貨幣政策，此舉無疑是穩定全球金融市場的重要元素。然而，隨著世界各地經濟體系的通脹升溫，央行恢復正常貨幣政策的壓力愈來愈大，加上息口前景的轉變，金融市場難免轉趨波動。日本大地震及核危機的衝擊尚未完全明朗，亦使大市前景蒙上陰影。

**圖 2.11**  
油價及金價



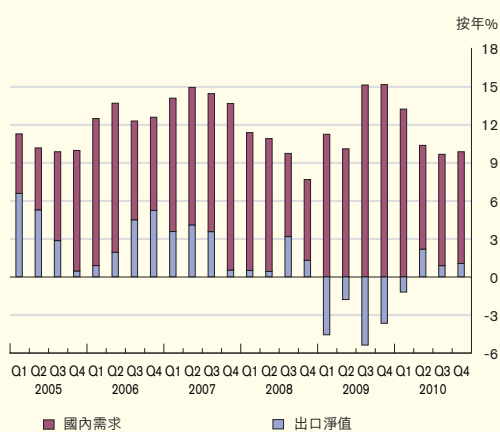
資料來源：彭博。

## 中國內地

受到內地經濟活動暢旺及外需改善支持，中國內地經濟於2010年下半年繼續強健增長。在貸款迅速增長的情況下，通脹壓力及樓價均上升。預計未來產出將會穩步增長，但通脹壓力及樓市過熱仍是未來的主要風險。

### 2.3 產出增長、對外貿易及通脹

**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



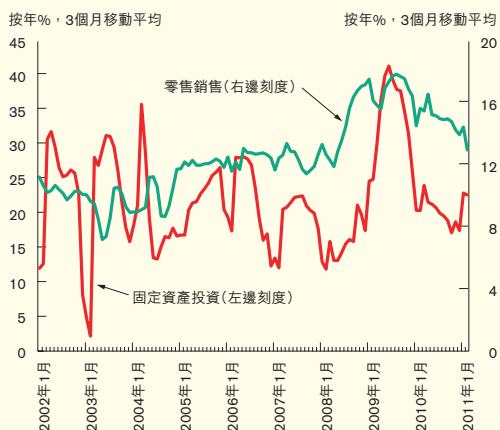
資料來源：CEIC、國家統計局及職員估計數字。

#### 產出增長

中國內地經濟於2010年強健增長，實質國內生產總值增加10.3%。受到內地經濟活動暢旺及外需改善支持，中國內地經濟的升勢在下半年持續。淨出口雖然繼續支持國內生產總值的增長，但其貢獻在後兩季則有所回落(圖2.12)。就2010年整體而言，國內需求為國內生產總值增長貢獻了9.5個百分點，而淨出口的貢獻則為0.8個百分點。

私人消費於下半年表現良好。按年比較，零售銷售的實質增長在過去兩季略有回軟，但與危機前相比仍處於高位，實有賴於勞工市場狀況良好及消費信心穩固(圖2.13)。固定資產投資在第3季錄得19%實質增長後，在第4季穩健增長17.5%，而其後於2011年初則有所反彈。基建投資的按年增

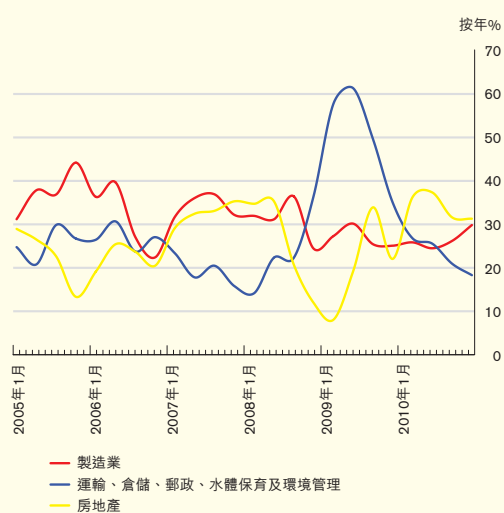
**圖 2.13**  
中國內地：固定資產投資及零售銷售  
的實質增長



資料來源：CEIC及職員估計數字。



**圖 2.14**  
中國內地：分行業的固定資產投資



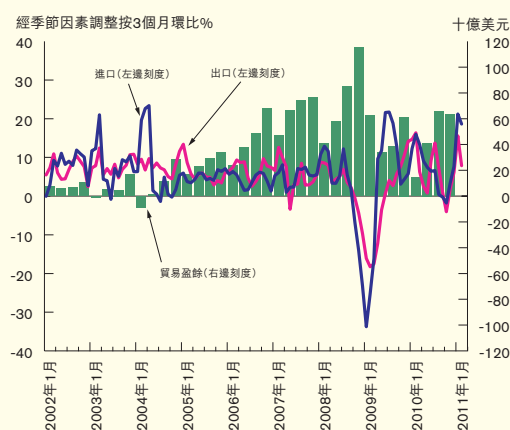
長進一步下滑，房地產固定資產投資增長步伐在下半年雖有所放慢，但仍然穩健，部份原因是經濟適用房正大量興建(圖 2.14)。

展望未來，消費及國內投資預計會穩步增長。根據「十二五」計劃，中央政府將促進產業升級及發展戰略性新興產業，有關措施將會帶動製造業投資。經濟適用房的投資亦將顯著增加，有助減低政策緊縮對私人樓宇建設的潛在不利影響。2月份的市場預測平均數值顯示，內地經濟將於2011年全年增長9.3%。

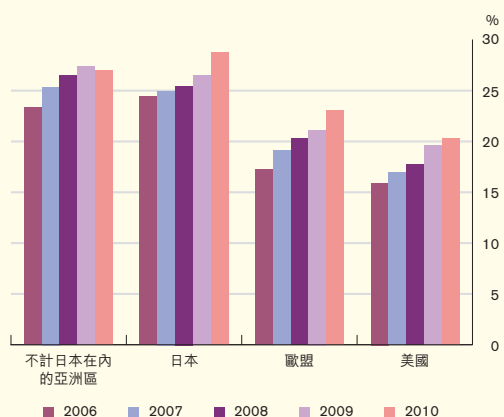
### 對外貿易

出口在2010年下半年持續復甦，並已超越2008年第3季錄得的危機前最高水平。出口按年增長較上半年有所放緩，在2010年第3季及第4季分別增長32.2%及24.9%。第4季的出口環比增長則由第3季呈現反彈(圖2.15)，主要原因是對新興亞洲市場的出口增長高於發達經濟體系所致。儘管中國在新興亞洲市場的出口競爭力於2010年略為下跌，但在發達國家市場的出口競爭力於過去數年一直持續增強(圖2.16)。我們

**圖 2.15**  
中國內地：對外貿易



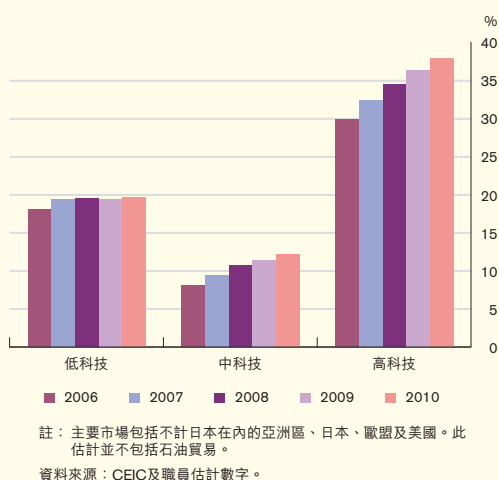
**圖 2.16**  
中國內地：中國出口佔主要地區  
非石油類進口總額的比重



註：不計日本在內的亞洲區包括香港、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣和泰國。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

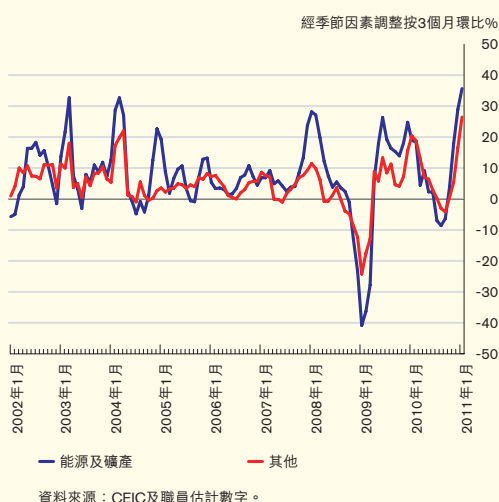
**圖 2.17**  
中國內地：中國行業出口佔主要市場  
相關行業進口總額的比重



的分析進一步顯示，中國出口競爭力的增強主要來自中高科技產品，而低科技產品的競爭力則基本上無甚變化（圖 2.17）。

相對於2010年上半年，進口按年增長在過去兩季大幅放緩，這部份反映了基數效應的不利影響。但進口環比增長在連續兩季下跌後，於2010年第4季上升。澳洲、加拿大、拉丁美洲及新西蘭佔中國進口總額的比重日漸加大，顯示中國對原材料及大宗商品的需求不斷增加。如圖2.18所示，於2010年第4季，能源及礦產的進口增長反彈幅度高於其他貨物，反映國內需求殷切及大宗商品價格上升。

**圖 2.18**  
中國內地：主要大宗商品及  
其他產品的進口

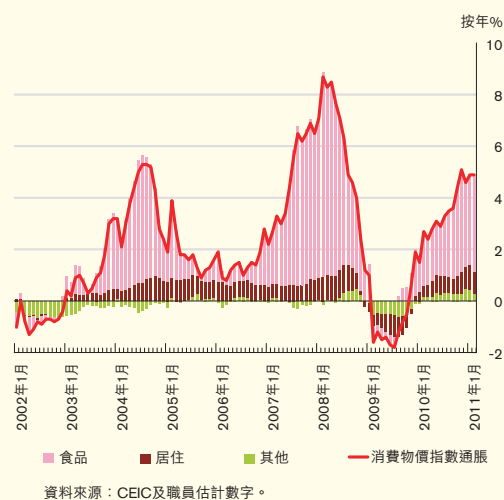


貿易盈餘由2010年上半年急升至下半年的1,281億美元，主要原因是進口增長放緩。故此，貿易盈餘佔國內生產總值的比率亦由2.2%回升至3.8%。

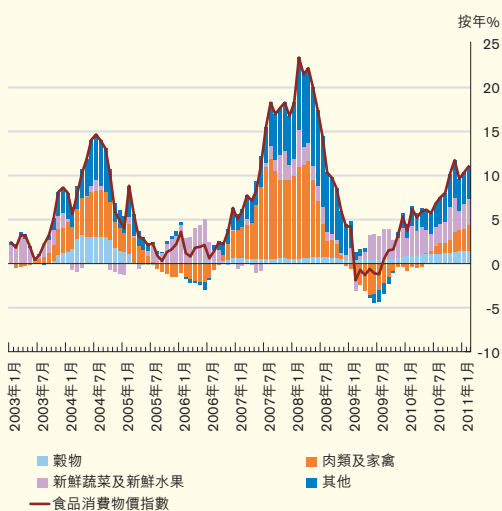
### 通貨膨脹

通脹壓力於2010年下半年加劇，整體消費物價指數通脹率於11月份按年升至5.1%，為近28個月以來的高位，隨後於12月份回落至4.6%，但又再於2011年1月及2月回升至4.9%（圖2.19）。消費物價指數通脹自2010年7月至2011年2月按月大致攀升。食品通脹仍是整體消費物價指數通脹的主要構成

**圖 2.19**  
中國內地：對消費物價指數通脹的貢獻



**圖 2.20**  
中國內地：各類食品對整體食品價格通脹的貢獻

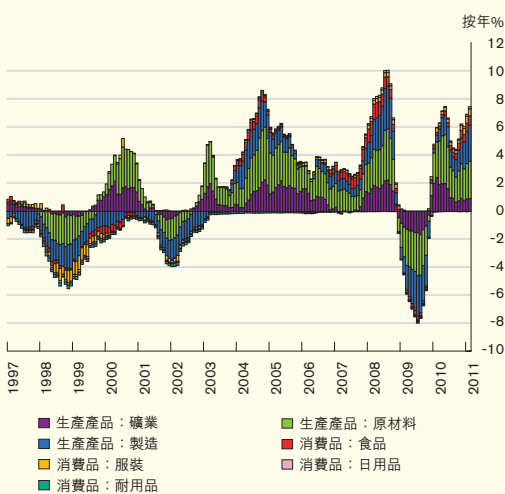


資料來源：CEIC及職員估計數字。

部份，而新鮮蔬菜及水果通脹則是整體食品價格通脹的重要來源(圖2.20)。專題1分析食品價格通脹的主要因素及其對整體通脹的影響。生產物價指數通脹經歷2010年第3季的短暫回落後，在第4季反彈，主要由於製造業產品及原材料價格飆升所致，而其後繼續上升至2011年2月的7.2% (圖2.21)。

當局已採取措施對抗通脹，包括貨幣政策正常化及增加食品供應。展望未來，經濟前景樂觀、信貸穩健增長、資金流入壓力持續及全球大宗商品價格上漲，均意味著短期內通脹壓力將會持續。由中國人民銀行編製的物價預期指數雖於2011年第1季下跌，但與過往相比仍處於高位。

**圖 2.21**  
中國內地：對生產物價指數通脹的貢獻



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 2.22  
中國內地：貨幣及貸款增長

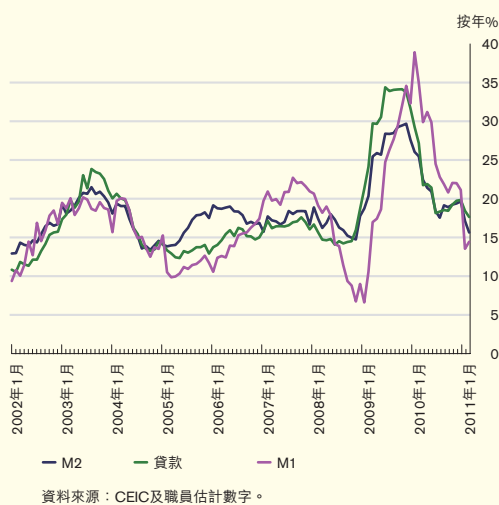


圖 2.23  
中國內地：新增金融機構貸款

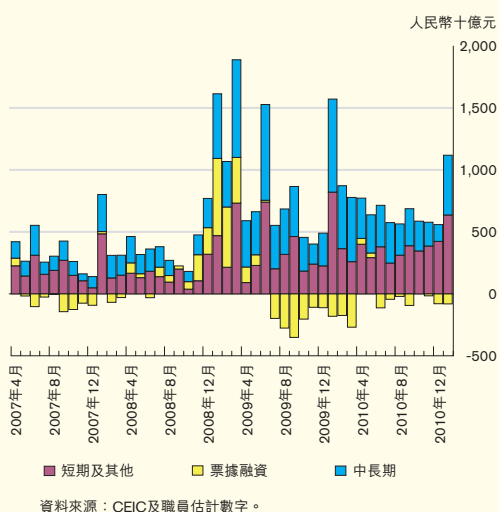
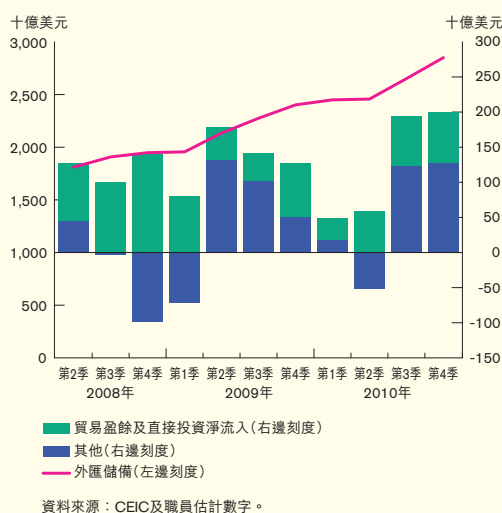


圖 2.24  
中國內地：外部資金流動



## 2.4 貨幣及金融狀況

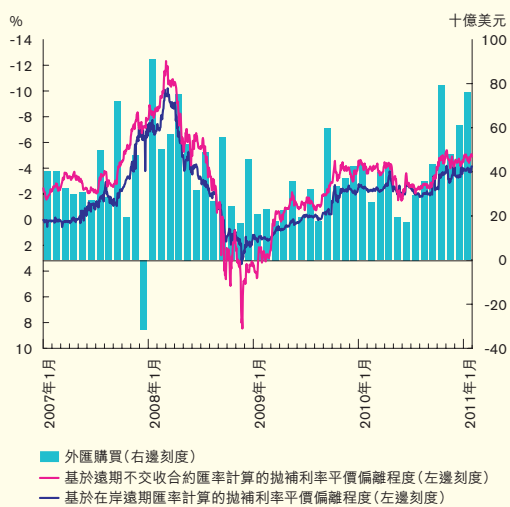
### 貨幣狀況

經過2010年上半年持續下跌，廣義貨幣(M2)的按年增長於8月至12月有所上升，部份原因是中國人民銀行增加外匯購買(圖2.22)。廣義貨幣增長其後於2011年1月及2月分別回落至17.2%及15.7%。於2010年後期，狹義貨幣(M1)增長一直徘徊在高於危機前的水平，隨後於2011年初大幅下滑。人民幣貸款餘額的按年增長於2010年下半年復甦，但於2011年2月回落至17.7%。

新增貸款於2010年上半年呈現跌勢後，在下半年回穩，但於2011年1月大幅增加，部份由於銀行放貸業務的季節性因素所致。撇除票據融資金額後，2010年的新增貸款與去年相若，顯示向實體經濟提供的貸款保持穩健。中小企業貸款的按年增速繼續高於大企業，而農業貸款亦迅速增長，反映扶助中小企業及農村地區發展政策的影響。儘管短期貸款穩步增長，但中長期貸款卻於下半年按環比下跌(圖2.23)。這可能反映了早些時候中央政府實施與地方融資平台貸款(主要為中長期貸款)相關的風險管理措施以及收緊房地產開發商貸款的措施的影響。

外匯儲備自2010年第3季增加1,940億美元後，再於第4季增長1,990億美元，於年底達至28,470億美元的水平(圖2.24)。貿易盈餘及直接投資淨流入(外商直接投資減去對外直接投資)於下半年分別佔外匯儲備增幅的32.6%及3.3%，而餘下

**圖 2.25**  
中國內地：外匯購買及拋補  
利率平價偏離

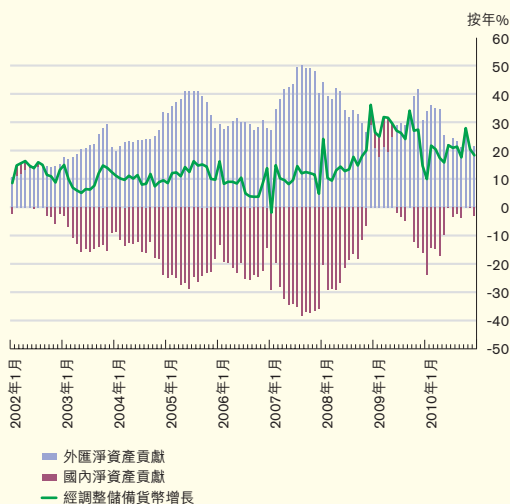


註：拋補利率平價負偏離顯示資金流入的誘因增加，反之則誘因降低。  
資料來源：CEIC及職員估計數字。

部份則來自境外投資收益、境外上市融資、非美元計值外匯儲備資產的估值收益、及證券投資資金流入。根據國家外匯管理局的估計，2010年的外匯儲備增長與基本經濟活動大致相符。然而，我們估計的拋補利率平價的偏離程度(粗略衡量資金流入壓力的指標)顯示未來資金流入的誘因仍然存在(圖2.25)。

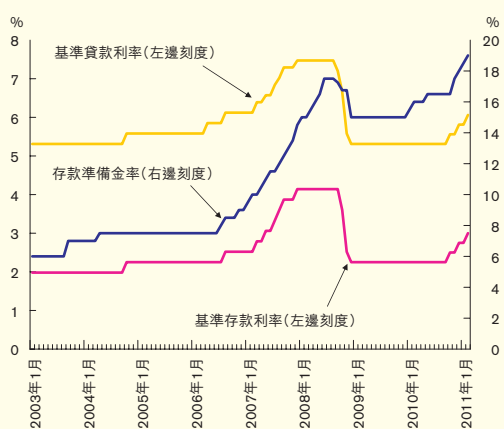
於2010年下半年，在通脹壓力加劇的背景下，中國人民銀行加快了貨幣政策正常化的步伐。儲備貨幣增長於10月份躍升後，於2010年最後兩個月回落(圖2.26)。一年期存貸款基準利率於2010年10月至2011年2月間三次上調，每次均為25個

**圖 2.26**  
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻



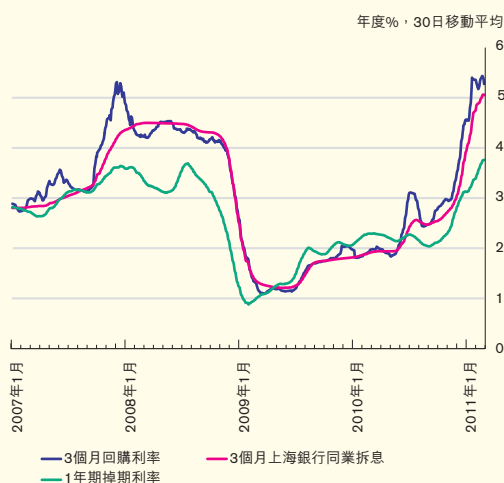
註：儲備貨幣總額乃按存款準備金率的變動作出調整。  
資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 2.27**  
中國內地：存款準備金率與基準利率



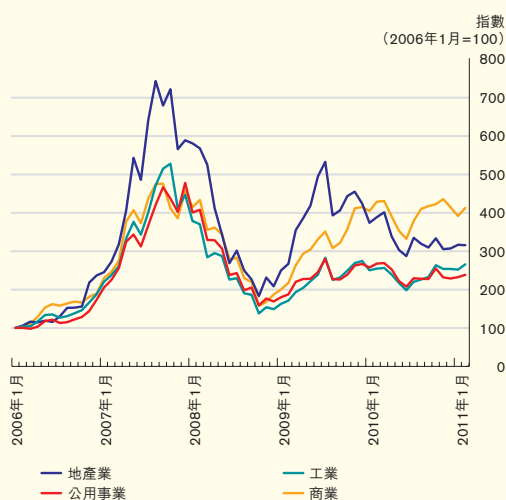
資料來源：CEIC。

**圖 2.28**  
中國內地：市場利率



資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 2.29**  
中國內地：行業股價指數



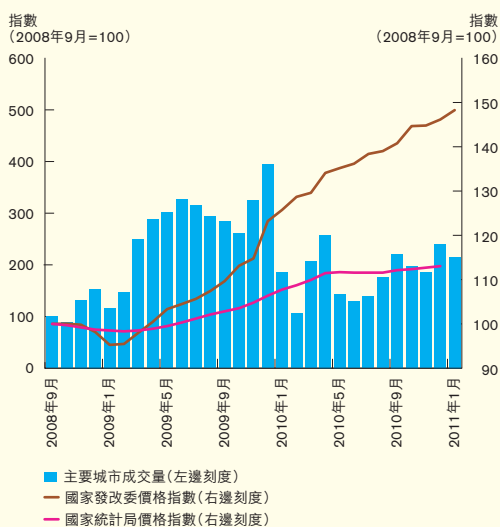
資料來源：CEIC及職員估計數字。

基點，而其他期限的存貸款利率則升幅不一。存款準備金率於2010年11月至2011年2月間五次上調，每次均為50個基點（圖2.27）。市場利率在近期顯著上升，主要反映調整存款準備金率所帶來的影響，及對利率進一步攀升的預期（圖2.28）。

### 資產價格

內地股市於2010年上半年趨跌後，於7月至10月跟隨其他主要國際股市有所回升。公司盈利較預期強勁，使投資氣氛改善，而流動性充裕亦可能發揮了一定作用。股市在2010年最後兩個月失去動力，主要原因是在通脹壓力上升背景下，市場擔憂政策緊縮所致。地產類股票跑輸其他行業，原因是投資者擔憂旨在穩定樓市的緊縮措施的影響（圖2.29）。

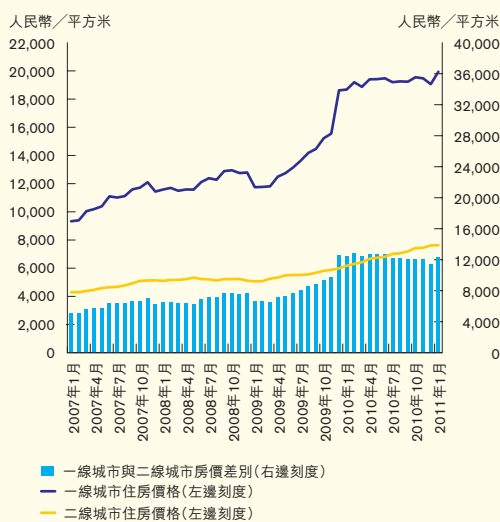
**圖 2.30**  
中國內地：房屋價格及房屋銷售



註：成交量指數乃基於每月在北京、上海、杭州、廣州、深圳、天津、南京、福州、廈門及寧波售出的單位數目而編制。

資料來源：CEIC、WIND及職員估計數字。

**圖 2.31**  
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加上寧波、大連、廈門及青島。

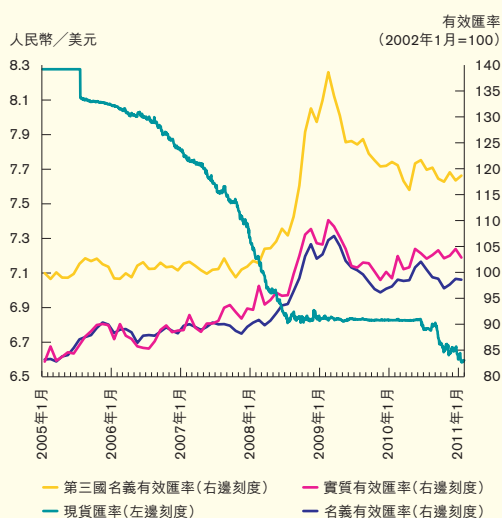
資料來源：CEIC及職員估計數字。

當局於2010年4月推出房地產調控措施後，住宅市場出現短暫低迷，但其後於7月反彈。7月至9月期間，成交量恢復增長(尤其在大城市)，而整體房價亦上升(圖2.30)。在此背景下，內地當局於9月底推出新一輪措施以抑制樓市的投機活動。無論住宅物業面積大小，首套房的最低首付一律為30%。另外，在房價上升過快的城市，限制每戶家庭可購買的單位數目。其他措施包括暫停第三套房的貸款，而涉嫌囤地或拖延開發的發展商將不得發行債券或股票、或參與土地拍賣。

整體而言，這些政策措施對物業市場的影響似乎有限。例如，北京房價於10月至12月間按月上升0.1%至0.2%，而深圳房價於10月至11月間大致持平，其後於12月上升0.8%。同時，幾乎所有二線城市的房價於過去數月亦持續上升(圖2.31)。10月份主要城市成交量減少，但在12月有復甦跡象。雖然於中長期而言，收入增長及城市化等基本經濟因素將持續支持中國的房價，但我們的分析顯示，主要城市已出現樓市過熱的風險。<sup>2</sup>內地當局已強調穩定樓市的決心，並於1月加強抑制投機活動的措施。部份城市已開始徵收物業稅，而限購令亦會擴至大部份二線及三線城市。此外，未來幾年經濟適用房的供應將會大幅增加。

<sup>2</sup> 請參閱由A. Ahuja、張麗玲等人所著的金管局工作論文08/2010號「中國房價是否漲得太快？」(英文版本)。

圖 2.32  
中國內地：人民幣匯率



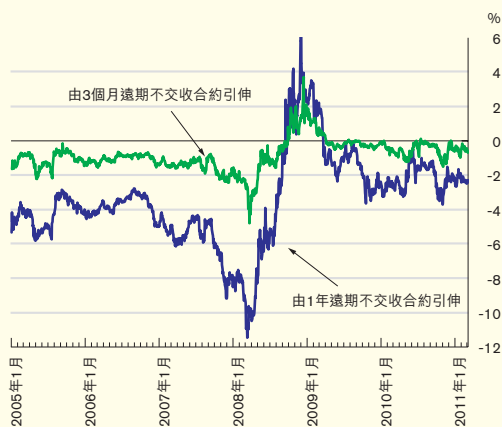
註：有效匯率指數越高意味着人民幣越堅挺。第三國名義有效匯率計及中國在海外市場所面對出口同類商品的其他經濟體系競爭。構建第三國有效匯率的方法，見本報告2006年12月版的專欄2。  
資料來源：國際清算銀行、彭博、CEIC及職員估計數字。

### 人民幣匯率

人民幣兌美元匯率在7月至8月間窄幅波動，接着於9月至10月中表現強勁，其後則出現上下波動。自從人民幣匯率形成機制改革恢復以來，到2011年2月底，人民幣兌美元升值約3.7% (圖2.32)。名義有效匯率在7月至10月間下跌，但在年底上升，而第三國名義有效匯率及實質有效匯率的走勢基本持平。2月底的遠期不交收合約匯率顯示，市場預期12個月後人民幣兌美元將升值2.4% (圖2.33)。

內地當局繼續促進人民幣更廣泛地用於國際結算。2010年12月，中國人民銀行大幅擴大合資格參與人民幣跨境貿易結算的內地企業名單。當局亦於今年1月推行試驗計劃，允許中國公司使用人民幣作海外直接投資。這些政策變動將降低內地居民投資的貨幣錯配風險，並有助更靈活的匯率管理。

圖 2.33  
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。



## 專題 1

### 中國內地食品價格通脹的決定因素及其整體通脹的影響<sup>3</sup>

內地整體消費物價通脹主要表現為食品價格上漲。為更好地了解通脹動態，我們有必要研究食品價格通脹的決定因素及其對整體通脹的影響。一般認為供給方面的衝擊(包括自然災害)是內地食品價格通脹的主要成因，但我們的研究顯示需求壓力，即使不比供給因素更甚，也是食品價格通脹的重要決定因素。我們的研究亦顯示，食品價格通脹並未對非食品價格通脹造成明顯的外溢效應，這可能表示政策措施或已在一定程度上對食品價格通脹作出回應，阻止其傳遞到非食品價格。

#### 為甚麼內地整體消費物價通脹主要表現為食品價格上漲？

為了解個中原因，我們估計了不同食品的支出彈性，以闡明當家庭消費開支總額增加1%時，不同食品開支的上漲幅度。我們利用1995年至2007年的省級家庭消費數據估算了八類食品的支出彈性，當中包括水產品、奶及奶製品、蛋、油脂、乾鮮瓜果、穀物、肉禽及其製品以及蔬菜。

我們發現，中國大部份食品的支出彈性都大於其他經濟體系(表B1.A)，其中肉禽及奶製品等高卡路里食品的彈性更大於1。例如，肉類彈性在中國為1.15，而美國是0.11，英國則是0.35。這表示，消費開支上升1%會導致這些產品的開支上升超過1%。

分析結果顯示，當需求上升時，中國面臨的食品價格(尤其是高卡路里食品價格)壓力會大於其他經濟體系。另一方面，食品的供給較其他產品彈性低，部份原因是食品不能長時間存放。因此，當需求壓力及家庭開支上升時，如果食品供給未能迅速增加，食品價格的上漲速度及幅度便會超越其他貨品。這有助解釋為何中國整體消費物價通脹主要表現為食品價格(特別是肉禽價格)上漲。

**表 B1.A**  
各經濟體系的主要食品支出彈性

	麵包及 穀物	肉類	魚類	奶製品	油脂	蔬果
巴西	0.17	1.01	-	1.05	-	-
加拿大	0.15	0.30	0.33	0.32	0.17	0.24
法國	0.16	0.35	0.39	0.38	0.19	0.28
德國	0.15	0.33	0.36	0.35	0.18	0.26
香港	0.14	0.27	0.30	0.29	0.15	0.21
印度	0.17	1.30	-	-	-	-
印尼	0.02	2.30	-	0.62	-	-
日本	0.16	0.31	0.35	0.33	0.18	0.25
俄羅斯	0.11	0.82	-	-	-	-
英國	0.17	0.35	0.39	0.38	0.19	0.28
美國	0.05	0.11	0.12	0.12	0.06	0.09
中國	<b>0.10</b>	<b>1.15</b>	<b>0.42</b>	<b>1.12</b>	<b>0.30</b>	<b>0.47</b>

資料來源：美國農業部、經濟合作及發展組織及職員估計數字。

<sup>3</sup> 本專題改編自《金管局工作論文》「食品價格通脹的決定因素及其整體通脹的影響」，編號06/2010，由張文朗及羅得恩撰寫。

### 中國食品價格通脹的決定因素

供求因素都可以影響食品價格通脹。我們的分析利用產出缺口及超額貨幣供應量反映需求壓力，而供給衝擊包括自然災害、食品產量及食品生產成本。自然災害是用氣溫偏離其長期平均溫度的絕對值以及受災面積與成災面積的比率衡量。

運用1996年至2009年全國季度數據，我們發現供求變量均推動了食品價格通脹，但需求方在食品價格通脹變動中有更大的影響力。舉例來說，在其中一個估算模型中，供給因素解釋了食品價格通脹變動的17%，而需求壓力的貢獻則達24%。

在另一個模型中，我們使用了一個面板數據集(panel data set)，其中包含1994年至2008年的穀物、水果、肉類及蔬菜數據。估計結果同樣顯示，儘管需求及供給衝擊均為食品價格通脹的重要解釋變量，但需求壓力對食品價格通脹變動的貢獻大於供給衝擊。例如一項估計顯示，供給方因素解釋了食品價格通脹變動的22%，而需求壓力則解釋了35%。在進一步研究中，我們利用1995年至2008年不同食品的省級數據探討同一問題。結果再次顯示需求壓力是中國食品價格通脹的主要來源。例如，需求壓力解釋了肉類價格通脹變動的29%，而供給方因素則解釋了5.0% (表B1.B)。

**表 B1.B**  
需求及供給衝擊對各種食品價格通脹變動的貢獻(%)

	穀物	肉類	水果	蔬菜
需求壓力	13.3	29.0	22.0	7.8
供給衝擊	9.0	5.0	8.5	6.7

資料來源：CEIC 及職員估計數字。

### 食品價格通脹對整體通脹的影響

食品價格通脹可透過三個主要途徑傳遞到整體價格通脹。首先，由於食品在發展中經濟體系消費物價指數籃子中佔很大比重，因此在這些經濟體系中，食品價格對整體通脹的直接貢獻亦較大。第二，食品價格通脹會帶動工資增長。最後，它可以影響通脹預期。我們將於本專題集中研究後兩個途徑。

運用2003年至2008年的省級季度數據，我們發現，勞工生產力是工資增長的主要決定因素；就業及食品價格通脹概非工資增長動力來源 (表B1.C)。這大概是因為內地的勞動力仍然充裕，故工人在工資上的討價還價能力不大。此外，對通脹預期及食品價格通脹的Granger因果關係測試顯示，食品價格通脹很可能對通脹預期構成了影響。

**表 B1.C**  
工資增長的決定因素

變量	系數	T-統計值
持續效應	0.045	6.173
就業率	0.273	0.860
生產力	0.213	2.494
食品價格通脹	0.001	0.050
J-統計值		27.450

註：有關參數是利用廣義矩估計法估計得出。J-統計值顯示過度識別條件能夠滿足。

資料來源：CEIC、WIND 及職員估計數字。

為衡量食品價格通脹對非食品價格通脹的外溢效應，我們探究整體消費物價通脹會否回復至非食品價格通脹水平，以及非食品價格通脹又會否回復至整體消費物價通脹水平。若整體通脹回復至非食品價格通脹水平，則食品價格上漲僅屬暫時現象，不會產生顯著的二輪影響。另一方面，若非食品價格通脹回復至整體通脹水平，則說明食品價格通脹對非食品價格通脹產生明顯外溢效應。我們使用1997年1月至2010年3月的數據分析顯示(a)整體通脹只是部份地回復至非食品價格通脹水平，(b)非食品價格通脹並無緊隨整體通脹變化。

總括而言，儘管需求壓力是推動食品價格通脹的重要因素，而食品價格通脹又會影響通脹預期，但我們並無發現食品價格通脹對非食品價格通脹有明顯外溢效應。這或許表示：(a)食品價格通脹主要影響未來食品價格預期，而沒有推動非食品價格預期，及(b)有關當局可能已在一定程度上對食品價格通脹作出回應，以防止食品價格通脹對其他價格的潛在傳遞效應。

## 3. 本港經濟

### 需求

在本地需求全面蓬勃增長的帶動下，香港經濟活動持續暢旺，但由於全球庫存回補週期減弱，淨出口下跌。展望2011年，香港經濟環境在本地需求殷切的支持下有望持續向好，但產出升勢將有所放緩。本地經濟增長的風險，則主要與發達經濟體系的增長前景及全球金融市場狀況有關。

圖 3.1  
以2008年環比物量計算的本地生產總值

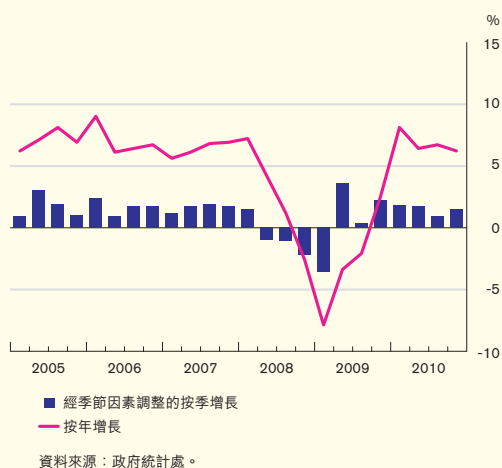
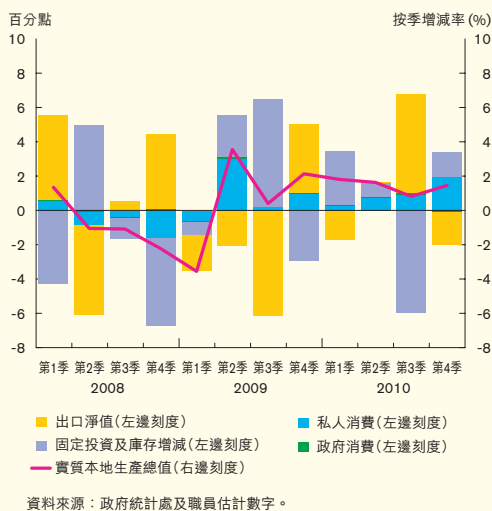


圖 3.2  
對實質本地生產總值按季變動  
百分比的貢獻



### 3.1 整體需求

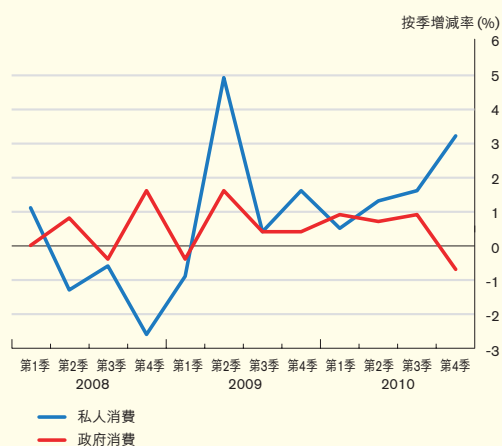
香港經濟在2010年下半年維持高速增長。在本地需求普遍增強的帶動下，實質本地生產總值按季增長在第3季下降至0.9%後於第4季回升至1.5%（圖3.1）。消費及固定投資均在第4季大幅上升，庫存亦顯著回補。本地需求在第4季為實質本地生產總值增長帶來了3.4個百分點的貢獻（圖3.2），但淨出口卻拖低增長1.9個百分點。按全年計，實質本地生產總值經2009年下跌2.7%後，在2010年上升6.8%，顯示香港經濟已從全球金融危機中全面復蘇過來。

本港經濟環境在2011年有望持續向好。私人消費增長將繼續受惠於就業情況改善及樂觀消費情緒。2011/12年度政府財政預算案公布的措施，包括寬免差餉、補貼電費、發放現金、寬減薪俸稅及個人入息課稅等，將為私人消費提供一定支持，但其實際影響難以準確推算。另一方面，由於營商氣氛樂觀，在擴充產能及更新設備的需求帶動下，企業固定投資將進一步增加。公共固定投資也將顯著上升。然而，全球庫存回補週期減弱將導致香港出口增長放緩。整體而言，香港經濟在2011年有望保持穩健增長，不過增幅將逐漸回落至長期趨勢率。最新的市場共識預測2011年實質本地生產總值增長率為4.8%。

雖然香港經濟前景大致良好，但仍可能受到一些不明朗因素及風險的影響。外圍方面，主要的不明朗因素包括發達經濟體系復甦的力度和速度，以及歐洲主權債務危機的發展或會令金融市場更波動。而且這些因素一旦有任何重大不利發展，均有可能透過貿易及金融渠道波及香港。此外，對中國內地為控制通脹及穩定物業市場進一步實行宏調緊縮的擔憂，可能影響香港的市場氣氛，令資產市場更加波動。

### 3.2 本地需求

圖 3.3  
私人及政府消費



資料來源：政府統計處。

#### 消費

由於家庭收入增長強勁、就業前景及消費情緒改善，加上資產價格上升帶來財富效應，私人消費按季增長由第3季的1.6%上升至第4季的3.2%，高於長期趨勢(圖3.3)。消費品需求(尤其耐用品)顯著增強，而服務消費則以相對平穩的速度上升。儘管根據香港中文大學最新的「公眾對香港經濟現況評價」季度調查報告，消費意欲略為回軟，但最近發佈的零售銷售數據顯示，2011年年初私人消費仍然保持強勁的增長動力。整體而言，私人消費需求有望在2011年保持良好水平。最新的市場共識預計私人消費增長將由2010年的5.8%放緩至2011年的4.7%。

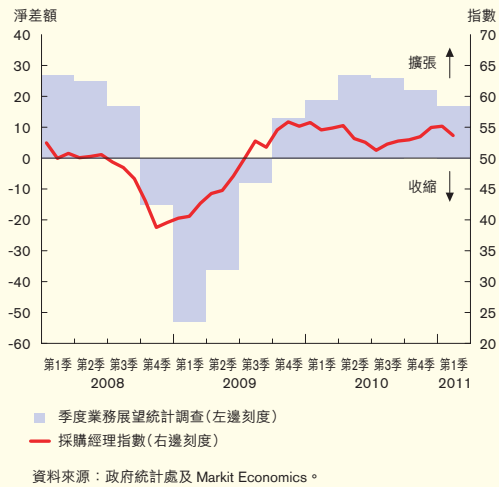
政府消費在第4季下降0.7%，這可能是第3季的比較基數較高所致。展望未來，一如政府財政預算案所載，政府消費有望回復增長，這可見於經常公共開支的增長預算，而在過去10年間該部份開支和政府消費增幅大致同步。<sup>4</sup>

#### 投資

整體投資支出(即固定投資和庫存變動)在第2季和第3季拖低經濟增長，但及至第4季即告轉勢，變為顯著的推動因素，為經濟增長貢獻1.4個百分點。尤其是在商業資本開支大幅增加的情況下，固定投資出現強力反彈。儘管私人部門建築活動疲軟，但由於一些大型基建工程陸續動工，公共工程仍維持高速增長。由於預期本地需求強勁，庫存回補經歷2個季度的減弱後已復甦。

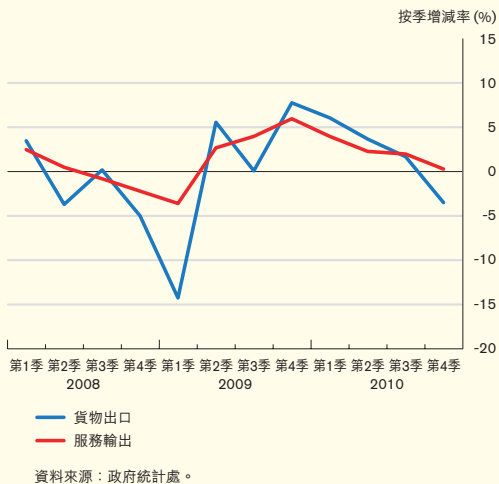
<sup>4</sup> 經常公共開支預計在2011/12年財政年度實質上升6.5%，高於2010/11年度的3.8%預算增幅。

圖 3.4  
營商氣氛及採購經理指數



商業資本開支有望在 2011 年續呈上升趨勢。根據季度業務展望統計調查及採購經理指數，營商氣氛及業務增長前景均顯著改善（圖 3.4）。季度業務展望統計調查也顯示企業財務狀況正恢復至更加穩健的水平，信貸狀況也得到舒緩。這些因素將繼續推動新增商業投資及更新設備的需求。由於政府及公共機構加速基建及建屋的發展，公共建築活動有望保持活躍。根據最新的政府預算案，基本公共開支預計在 2011/12 年度內名義增長 17.5%，達 583 億港元。主要工程包括港珠澳大橋、廣深港高速鐵路香港路段、啟德發展規劃第 1 階段及港鐵南港島綫（東段）。據最新的市場共識預計，2011 年固定投資增長將略為緩和，但整體上仍可望錄得 6.2% 的穩健增長。隨著庫存回補速度轉趨穩定，預計庫存增幅將回復至相對正常的水平。

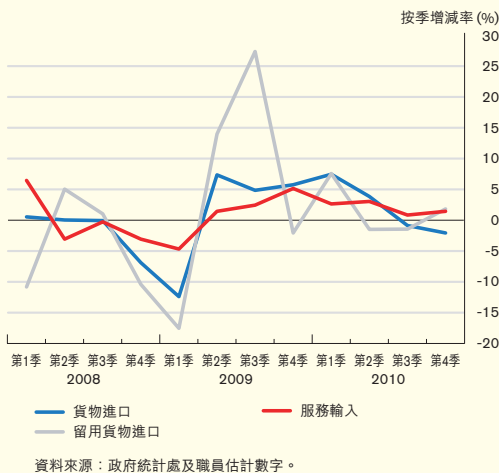
圖 3.5  
貨物出口及服務輸出



### 3.3 對外貿易

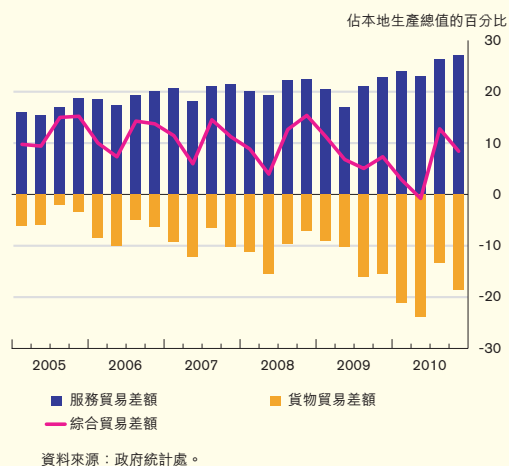
外部需求在第 4 季轉弱，令貨物出口按季減少 3.4%。發達經濟體系的進口需求因全球庫存回補週期減弱而失卻動力，與此同時，內地需求也有所減弱。服務輸出方面，按季增幅在第 4 季放緩至 0.4%，主要是海外對運輸服務及貿易相關服務需求因貨物出口下跌而相應減弱所致（圖 3.5），境內旅遊業及金融服務輸出則以平緩步伐上升。

圖 3.6  
貨物進口及服務輸入



鑑於轉口帶動的需求減弱，香港貨物進口在第 4 季下跌 2.2%。然而，由於本地需求殷切，供本地留用及消費的進口有所上升。消費強勁及庫存增加，令留用貨物進口由第 3 季下跌 1.6% 改善至第 4 季上升 1.7%。同時，在境外旅遊業興旺的帶動下，服務輸入的增幅由第 3 季的 0.7% 加快至第 4 季的 1.3%（圖 3.6）。

**圖 3.7**  
按組成項目劃分的貿易差額  
(以名義數額計)



由於出口下跌幅度高於進口，淨出口在第4季拖低本地生產總值增長率1.9個百分點，扭轉先前在第2季和第3季作為增長主要動力的情況。未經季節因素調整的綜合貿易帳於第4季錄得398億港元的盈餘，相當於本地生產總值的8.3% (圖3.7)。

發達經濟體系持續復甦，加上中國內地和其他新興經濟體系增長強勁，意味香港商品出口的前景大致樂觀。然而，全球庫存回補週期的消退將不利近期出口增長。市場共識預測名義商品出口的增幅會由2010年的22.7%放緩至2011年的8.6%。由於離岸貿易、運輸服務及其他相關服務放緩，預計服務輸出亦不如先前暢旺。另一方面，香港的人民幣業務發展將持續刺激香港金融服務輸出。受惠於全球經濟持續復甦及「個人遊」計劃範圍擴大，境內旅遊業可望持續暢旺。鑑於本地需求預料漸見減弱，貨物進口及服務輸入均將以相對溫和的步伐增長。

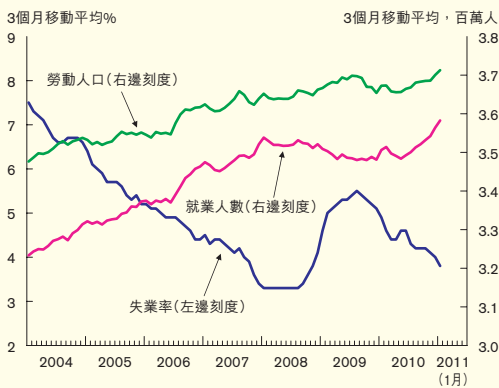


## 勞工市場狀況及產出缺口

勞工市場自2010年下半年起已明顯好轉。失業率於2011年1月份持續回落至3.8%，是2009年年初以來的最低水平。受惠於經濟持續回穩，新增職位保持高增長步伐，產出缺口估計亦會大幅收窄。

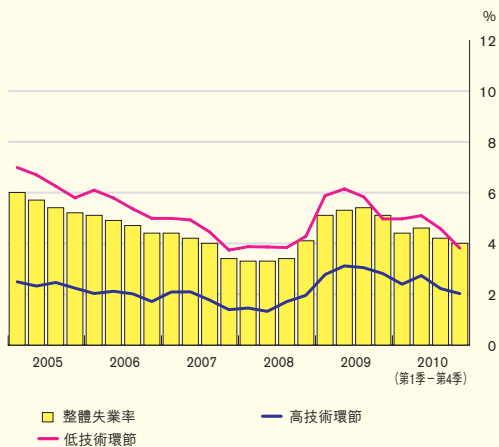
### 3.4 勞工市場狀況及產出缺口

圖 3.8  
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

圖 3.9  
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。

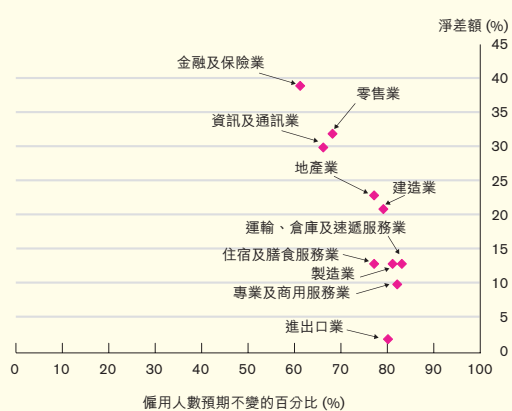
#### 勞工市場狀況

受惠於最近數月經濟增長回穩，整體勞工市場狀況自2010年第3季起明顯好轉。就業人數在2010年下半年強勁增長，1月份錄得358萬人的歷史高位。與此同時，經季節因素調整的3個月移動平均失業率持續下降，於1月份錄得3.8%，較2009年8月高峰時期的5.5%明顯好轉（圖3.8）。按各個行業的勞工市場表現來看，與2010年上半年不同行業表現各異相比，於最近數月，低技術環節及高技術環節的就業情況均出現明顯好轉。特別是，2010年第4季低技術人員的失業率下降至3.8%，較2010年第2季的5.1%明顯改善（圖3.9）。另一方面，高技術行業的就業情況亦見好轉，失業率在2010年第4季下降至2.0%，反映了受惠於經濟增勢強勁，勞工市場全面復甦。

勞工需求方面，新增職位步伐於最近數月有所加快，顯示出明顯的上升趨勢。建造業及零售業的就業人數有所上升，原因可能是基建投資增加及境內旅遊業向好。資訊及通訊業等高技術行業的就業數字亦錄得增長，該等行業的失業率下降至金融危機以來的最低水平。然而，2010年11月政府宣佈推出新措施打壓樓市炒風後，房地產行業的招聘意欲似乎有所緩和。與此同時，勞工供應自2010年5月起輕微增加，而整體的勞動人口參與率在2010年12月維持在60.1%的水平。



**圖 3.10**  
**2011年第1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。

與6個月前相比，2011年勞工市場前景似乎更為向好。特別是，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2011年第1季增聘人手，這方面已經連續3個季度錄得增長(圖3.10)。然而，部份不明朗因素仍然存在。例如，在2011年5月實行的《最低工資條例》或會在某程度上影響低技術環節的新增職位。

### 產出缺口

由於營商氣氛的改善，私人投資亦相應好轉，因此2010年下半年期間經濟的潛在產出增長率持續回升至金融危機前的水平。另一方面，潛在勞工供應增長有所緩和，勞動人口參與率在2010年下半年亦已較59.8%的歷史低位有所改善。

由於潛在及實際產出在2010年下半年間大致同步增長，第3季及第4季的產出缺口估計亦會保持在接近零的水平。

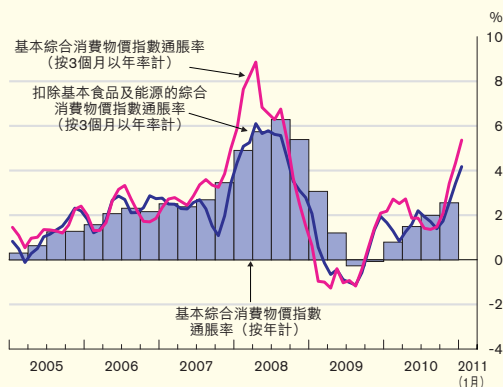
展望未來，由於預期實際產出增長率仍會稍高於潛在產出增長率，因此產出缺口在2011年應為正值。雖然如此，因經濟運行遠高於潛在產出而推高通脹壓力的風險應該不高。

## 物價及成本

由於進口價格受到商品價格上漲的推動而進一步攀升，同時市場租金上漲亦逐步影響綜合消費物價指數的租金組成項目，因此本港經濟的通脹壓力越趨明顯，由於推動通脹的因素預計在2011年仍繼續影響本港經濟，今年的通脹壓力料將進一步加劇。

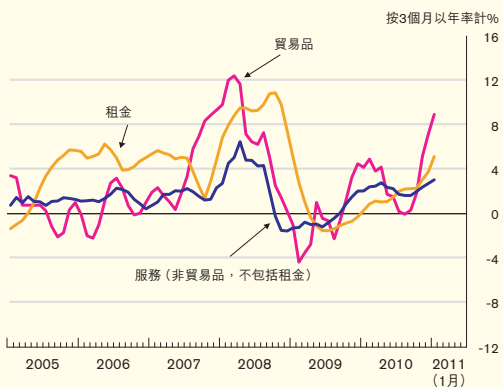
### 3.5 消費物價

圖 3.11  
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 3.12  
按主要組成項目分析消費物價通脹

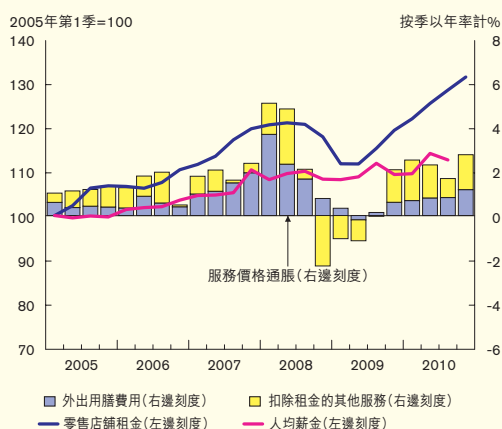


資料來源：政府統計處及職員估計數字。

本港經濟的通脹壓力越趨明顯。按年比較，基本通脹率從第2季的1.5%穩步上升至第3季的2.0%及第4季的2.6%（圖3.11），通脹壓力的加速並非特別急劇。然而，以3個月為比較基礎，通脹壓力的升幅則較為明顯，基本通脹以年率計算從2010年8月的1.4%急升至2011年1月份的5.4%。按組成項目分類，食品、房屋、交通、其他貨品及服務都是導致通脹率上升的因素，但食品組成項目的貢獻尤其顯著。由於物價壓力增長的背後因素頗為廣泛，因此即使從消費籃子剔除基本食品及能源後，通脹的上升趨勢仍然保持不變。

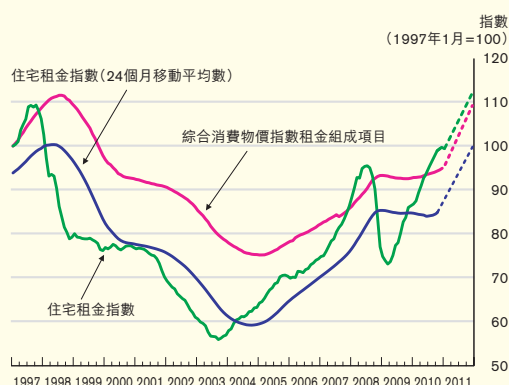
自2010年8月以來，消費物價指數所有主要組成項目的通脹率一直攀升。尤其是，以3個月年率計，貿易品組成項目的通脹率從2010年8月份的0.0%彈升至2011年1月份的9.0%（圖3.12），主要是受到基本食品價格於1月份急升12.7%所推動。與此同時，服務價格組成項目（即非貿易品（不包括租金））通脹率從2010年8月份的1.7%升至2011年1月份的

**圖 3.13**  
扣除租金後的服務價格通脹



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

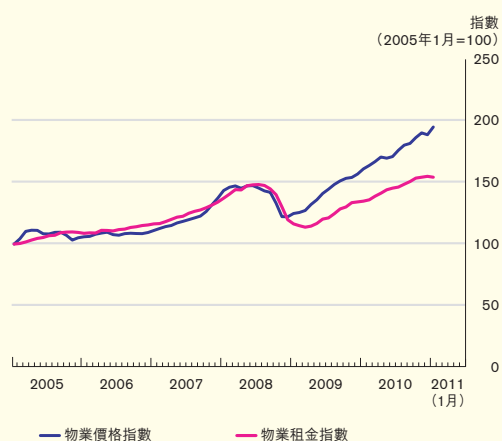
**圖 3.14**  
綜合消費物價指數租金組成項目  
及市值租金



註：綜合消費物價指數租金組成項目已扣除一次性特別紓緩措施的影響。

資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

**圖 3.15**  
住宅物業價格及租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

3.1%，增長相對溫和，反映了零售店舖租金穩定的增長最終傳遞至消費物價（圖3.13）。最後，隨著住宅租金增長開始加快傳遞至消費物價，租金組成項目的增速亦從2010年8月份的2.3%升至2011年1月份的5.2%。

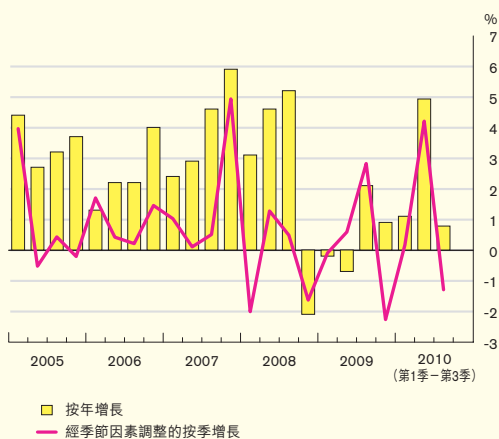
因此，通脹將預期成為2011年的主要風險因素。在本地因素方面，預期租金成本不斷上漲將成為推高通脹的主要原因。尤其是，住宅租金從2009年初的谷底累計上漲35.8%，該升幅應將繼續傳遞至綜合消費物價指數租金組成項目，鑑於租金的24個月移動平均數與綜合消費物價指數租金組成項目關係密切，傳遞速度在2011年間亦很可能因此平均數上升而加快（圖3.14）。另一方面，由於產出缺口於2011年應為正值，因此預期勞工成本壓力亦會增加。工資及薪金增長亦很可能會加快，主要是由於法定最低工資條例定於5月份強制實施，以及要求大幅加薪的情況越見普遍。另外，最近數月就業增長步伐強勁，勞工生產力增長亦可能因此而開始放緩，從而進一步推高勞工成本壓力。外圍方面，由於新興經濟體系的需求強勁及早前供應受到干擾，食品及商品價格預期將持續高企，因此進口價格可能仍要面對強大上升壓力。在全球流動資金充裕的環境下，商品價格或會進一步攀升。最後，預期人民幣升值亦會對進口價格有所支持。專題2分析了不同外圍因素對香港通脹的影響。

### 3.6 租金成本

物業租金於回顧期內有所增長（圖3.15）。今年1月，物業租金較3個月前上升了0.5%，而9月及6月份的相應增長率分別為3.7%及4.7%。根據中原城市領先指數顯示，當局於10月份及11月份推出打擊炒樓措施後，物業價格曾稍見回落，但及後又再回升。在物業價格高企下，物業租金已超越金融危機前的水平。

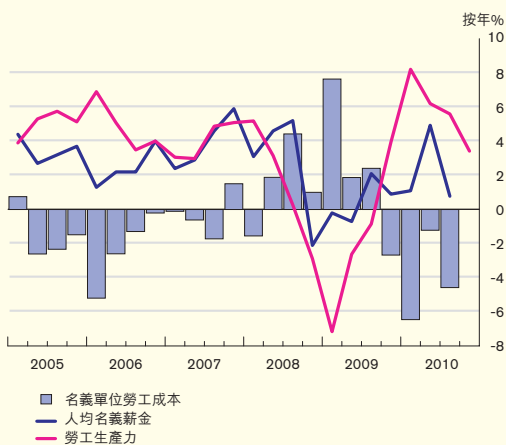
現時物業租金仍可能會隨物業價格持續攀升而上升，高租金亦將會於年內加速傳遞至綜合消費物價指數。

圖 3.16  
人均名義薪金



資料來源：政府統計處。

圖 3.17  
單位勞工成本及勞工生產力



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

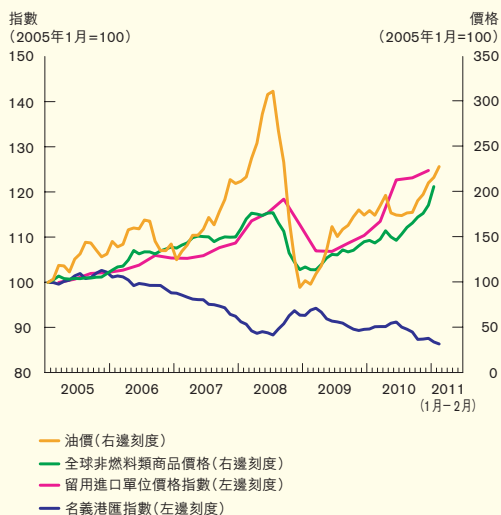
### 3.7 勞工成本

由於經濟活動有所回升，整體勞工收入的升勢於回顧期內大致得以維持。按名義薪金計，人均薪金在第2季及第3季分別錄得4.9%及0.8%的按年升幅(圖3.16)。然而，按實質薪金計，人均薪金增長於第3季按年下跌1.5%，原因是通脹增長率較名義薪金增長率為高。經季節因素調整的按季比較，人均名義薪金在第2季增長4.2%，隨後於第3季下跌1.3%，而人均實質薪金亦錄得相若的增長率。儘管於第3季錄得按季下跌，整體勞工收入仍高於6個月前的水平，除資訊及通訊業和社會及個人服務業外，大部份行業的勞工收入的情況亦與此相同。

第2季及第3季人均名義薪金的按年正增長並無對通脹造成顯著的勞工成本壓力，原因是該期間的勞工生產力增長幅度更為顯著。因此，與一年前相比，名義單位勞工成本在第2季下跌1.2%後，於第3季再下跌4.6%(圖3.17)。

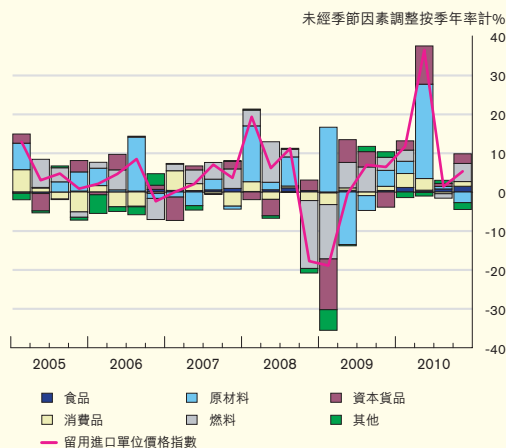
雖然勞工成本壓力至今保持溫和，但壓力極可能於2011年會變得更加明顯。尤其是實施法定最低工資後將增加工資水平的壓力。與此同時，增長勢頭強勁、勞工市場狀況好轉及通脹壓力上升，亦已令大幅加薪要求越見強烈及普遍，從而進一步提升勞工收入。另一方面，新增職位步伐在最近數月迅速加快，或會導致未來勞工生產力增長放緩，繼而加快單位勞工成本的增長速度。

**圖 3.18**  
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 3.19**  
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。

### 3.8 商品及進口價格

進口價格於2010年下半年進一步上升。按季以年率計的增長率先由第2季的36.5%大幅回落至第3季的1.4%，後在第4季因油價及其他商品價格急升的推動下再次回升至5.3%（圖3.18）。按組成項目分析，食品、原材料及資本貨品在第3季的上升部份被消費品及燃料進口價格的下跌所抵銷（圖3.19）。在第4季，除原材料外，上述組成項目均使進口價格上升。

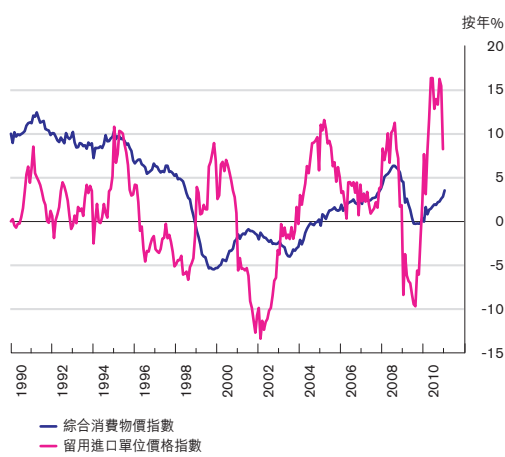
進口價格通脹預計在短期內仍要面對較大的上升壓力。特別是受到人民幣升值、內地食品價格上漲，及全球各地於2010年受惡劣天氣等影響，進口食品價格可能會進一步上漲。與此同時，其他商品價格將受到新興及發展中經濟體系強勁的經濟增長，以及先進經濟體系經濟前景的好轉的而獲得支持。此外，主要先進經濟體系將保持擴張性的貨幣政策，以及預期利率將長時間維持低位，亦可能會進一步推高商品價格。

## 專題 2 分析外圍因素對香港通脹的影響

踏入2011年，香港經濟的通脹壓力料將更為明顯，預期消費物價會被強勁的經濟增長以及2010年間物業價格的急升所推高。而外圍經濟環境的近期發展將會進一步加劇對通脹前景的憂慮：

首先，由於天氣惡劣及中東政局不穩，商品價格或會於2011年進一步攀升。其次，食品價格上漲及勞工成本增加將使內地的通脹壓力持續上升，因此內地本年度仍會受通脹壓力困擾。再者，人民幣的升值勢頭或會持續，並可能進一步加強。本專題評估相關外圍因素變動對香港通脹的潛在影響。

圖 B2.1  
消費物價指數及進口價格通脹



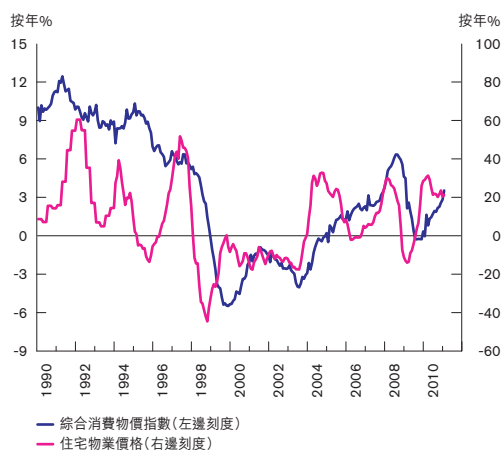
資料來源：政府統計處、差餉物業估價署及職員估計數字。

### 通脹的傳導途徑

上述外圍因素主要透過進口價格、整體需求壓力及資產市場價格影響香港消費物價通脹。從香港的經濟架構可見，各因素對通脹的具體影響視乎其來源及如何將影響傳遞至消費物價上。

由於香港消費者的貨品開支遠低於其服務開支，故透過進口價格渠道對整體通脹的影響應該不大。實際上，過去20年間，除了在2008年的通脹受當時全球商品價格飆升推高以外，本地消費物價通脹與進口價格變動之間並無高度關切性（圖B2.1）。

圖 B2.2  
消費物價指數及住宅物業價格通脹



資料來源：政府統計處、差餉物業估價署及職員估計數字。

在整體需求的渠道方面，以人民幣升值為例，它或會對整體需求不同部份造成相反及抵銷效應。人民幣升值一方面會推動境內旅遊業及服務輸出，但另一方面轉口貿易會因人民幣在國際間的競爭力下降而受到拖累。

最後，由於租金項目是綜合消費物價指數的主要組成部份（佔綜合消費物價指數比重的26%），故透過資產價格渠道的傳導影響預期會較大。事實上，自上世紀90年代後期起，消費物價通脹一直與住宅物業價格變動緊密相連，只是時間上有所滯後而已（圖B2.2）。



## 情境分析

為分析各種外圍因素變動對香港通脹的影響，我們採用金管局的內部預測模型量化有關因素透過上述傳導途徑對通脹的影響。使用此模型進行情境分析會將不同情境的結果與我們的基準預測(作為衡量標準)進行比較。2011年對通脹及產出增長的基準預測同樣為4.5%，與政府經濟顧問的最新預測一致。

上述的基準預測建基於對香港主要貿易夥伴的產出及通脹、油價、港元名義有效匯率及恒生指數等若干假設釐定。在基準預測的基礎上，我們修改相關外因變量的假設，以研究通脹預測的相應變化，並將由此產生的變動幅度詮釋為情境的衝擊<sup>5</sup>。

具體而言，在表B2.A所示各情境下，我們將焦點放在1年期預測範圍內通脹所受到的影響。我們的模擬分析結果概述於表B2.B。

按表B2.B所示，在情境(i)、(ii)及(iii)下，綜合消費物價指數通脹率所受到的影響介乎0.14個百分點至0.29個百分點。在情境(i)及(iii)下，影響主要來自基本食品的進口價格渠道，而在情境(ii)下，影響主要透過綜合消費物價指數涉及石油消耗的其他組成項目傳導。所述影響較為溫和，反映了香港經濟以服務為主，石油密集度相對較低，而基本食品開支佔消費物價指數籃子的比重相對較小(10%)。

最後是情境(iv)。在此情境下，人民幣較基準升值8%會使香港於1年內的通脹率上升0.62個百分點。按組成項目分析，綜合消費物價指數通脹率上升主要是由於基本食品項目通脹率的增長所致。另一方面，由於人民幣升值導致物業價格及租金上漲而最終導致消費物價上升，一般僅會在1年後才較為明顯，故此租金項目的通脹升幅會相對輕微。

**表 B2.A**  
情境分析

情境	情境假設
(i)	國際食品價格較基準水平上漲 16%。
(ii)	油價較基準上升 28%。
(iii)	內地通脹較 4.5% 的基準水平增加 2.4 個百分點。
(iv)	人民幣兌美元匯率較基準上升 8%。

註：情境變量為對基準水平 1 個標準差的衝擊。在情境 (i) 中，較基準上升 16%，意味著國際食品價格指數由基準的 168.6 上升至 195.6。在情境 (ii) 中，油價上漲 28%，意味著油價由基準的每桶 91.1 美元上升至每桶 116.8 美元。

**表 B2.B**  
綜合消費物價指數於各情境下所受到的影響  
(年度通脹百分點)

情境	綜合消費物價指數	綜合消費物價指數(基本食品項目)	綜合消費物價指數(租金項目)	綜合消費物價指數(其他項目)
(i)	0.14	0.13	0.01	**
(ii)	0.14	**	0.01	0.13
(iii)	0.29	0.29	**	**
(iv)	0.62	0.46	0.12	0.04

註：\*\* 表示影響微不足道。

資料來源：職員估計數字。

<sup>5</sup> 除人民幣名義匯率變動外，上述情境的相關外因變量相對基準的變動幅度建基於過往10年(2000年第1季至2010年第3季)相應變量的1個標準差。就人民幣而言，由於2005年第2季之前的人民幣兌美元匯率無甚變動，故僅採用2005年第2季至2010年第3季期間的變動幅度的1個標準差。

### 結論

倘若此模型所分析考慮的其中一項衝擊成真，則香港於2011年的消費物價通脹率會較基準預測的4.5%高出0.14至0.62個百分點。由於進口價格變動無甚滯後，故此影響很大程度來自基本食品價格的衝擊。人民幣加速升值對綜合消費物價指數其他組成項目如租金的潛在衝擊則需要多於1年的時間方會更為明顯。



## 4. 貨幣及金融狀況

### 匯率、利率及貨幣發展

港元現貨匯率於7月至11月初轉強至7.75的強方兌換保證水平，隨後於12月底前則有所轉弱。隨著美國再度推出量化寬鬆措施，息口持續低企，信貸進一步增長。臨時的百分百存款擔保以及備用銀行資本安排如期屆滿，市場均反應平靜。

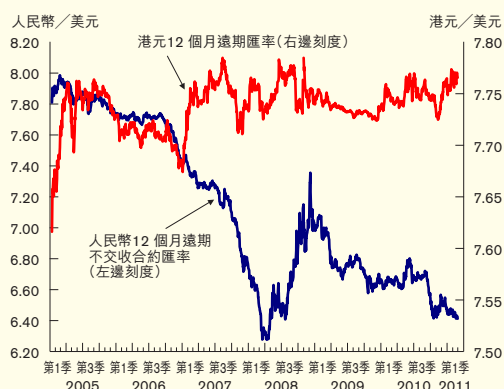
#### 4.1 匯率及利率

圖 4.1  
港元匯率



儘管歐洲主權債務問題再度惹起關注，2010年下半年的外匯市場在本地股市活動暢旺的環境下仍然運作正常(圖4.1)。於7月至11月初期間，港元現貨匯率穩步轉強至7.75的水平，但強方兌換保證並未因此受到觸發，港匯之所以轉強，部份原因是受到與首次公開招股有關的股票相關需求及股市暢旺所帶動。於11月尾及12月，由於在股市募集的部份資金被匯走，港元匯率因而轉弱。市場憂慮歐元區內若干經濟體系的信貸風險亦可能是匯率轉弱的另一原因。整體而言，下半年的匯率在7.7511至7.7935的窄幅內上落。

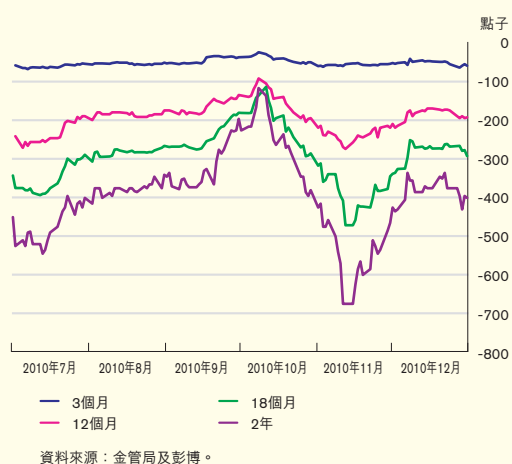
圖 4.2  
港元及人民幣遠期匯率



港元現貨匯率於2011年首兩個月份受資金外流的影響而進一步轉弱，於2月28日收市報7.7907。2011年2月的市場共識顯示，至2012年2月底，港元兌美元匯率將大致轉強，在一定程度上反映了市場對美元兌其他貨幣轉弱的預期。

港元遠期匯率於2010年下半年繼續波動，期內遠期匯率折讓幅度大致收窄。於此期間，港元與人民幣遠期匯率的走勢並無明顯關係(圖4.2)。儘管對第二輪量化寬鬆措施的預期及其

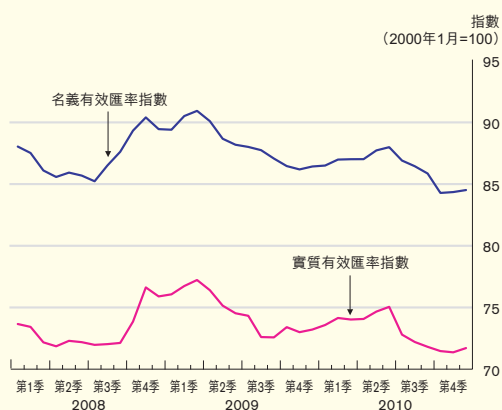
**圖 4.3**  
港元遠期匯率折讓



公佈導致10月及11月初的港元遠期匯率折讓擴闊，但是12月初遠期匯率折讓顯著收窄（圖4.3）。

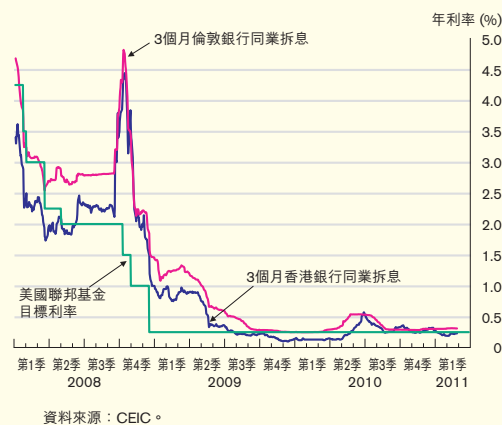
2010年下半年，隨著美元兌其他貨幣整體貶值，港元的貿易加權名義及實質有效匯率指數均錄得下跌（圖4.4）。美元的有效匯率轉弱由於市場人士考慮到美國第二輪量化寬鬆措施的影響。由於本港整體通脹率與其貿易伙伴的加權平均水平相若，本地通脹上升對本港的實質有效匯率或外部價格的競爭力並無產生重大影響。

**圖 4.4**  
名義及實質有效匯率

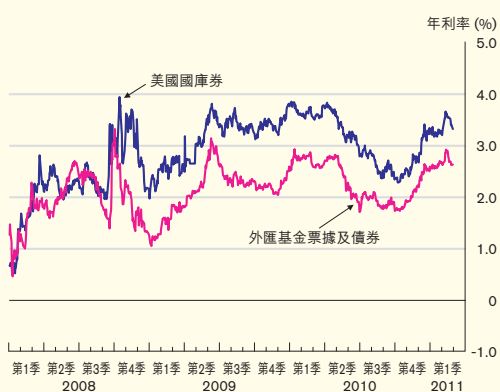


貨幣市場運作正常，低息環境持續。外匯基金提供的臨時百分百存款擔保及備用銀行資本安排於2010年年底如期屆滿，市場保持平靜。這表明金管局過往兩年的退市策略是成功的。自7月初以來，各種期限的香港銀行同業拆息更加貼近同期美元拆息水平，導致港元利率跟美元利率的折讓進一步收窄。由於美元利率低企，加上本地銀行同業市場的流動資金充裕，香港銀行同業拆息大致維持在1厘以下的水平，只是間中因與股票相關的需求上升而略有波動（圖4.5）。

**圖 4.5**  
港元與美元利率

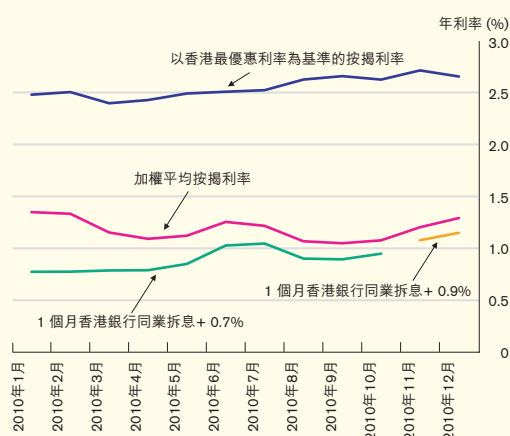


**圖 4.6**  
10年及3個月期政府債券的收益率差距



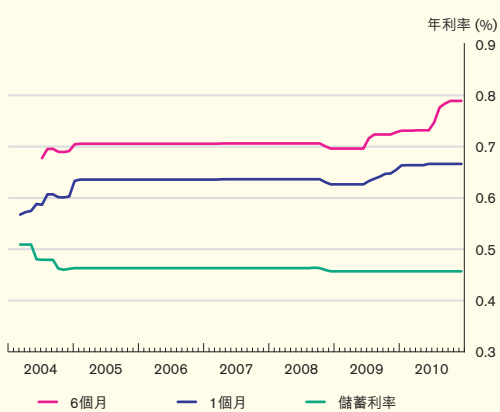
資料來源：金管局。

**圖 4.7**  
2010年新批按揭貸款的利率



資料來源：金管局職員估計數字。

**圖 4.8**  
香港的人民幣存款利率



資料來源：金管局。

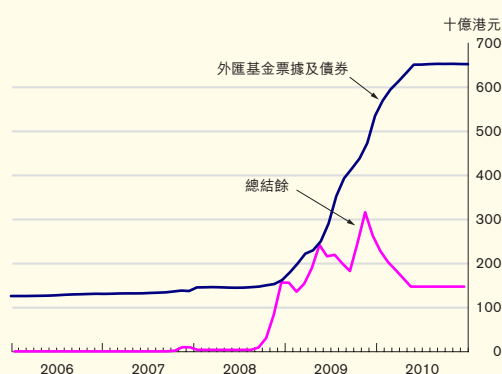
較長期的外匯基金債券收益率跟隨同期的美國國庫券收益率上升，令港元名義收益率曲線於接近2010年年底時變得陡峭（圖4.6）

在零售層面，最優惠貸款利率繼續維持於5厘或5.25厘水平，而新批按揭貸款的加權平均利率於接近年底時略有上升（圖4.7）。由於銀行提供的利率折讓幅度收窄，以最優惠貸款利率為基準的按揭利率於下半年大致上升。繼政府及金管局公佈一系列措施後，若干銀行將其按揭利率從香港銀行同業拆息加0.7厘的低水平調高至加0.9厘，導致以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率於11月錄得升幅。調查數據顯示，參照香港銀行同業拆息定價的新批按揭貸款比率由6月的83.9%升至12月90.0%。

主要銀行所提供的港元存款利率仍然維持在接近零的水平。存戶對臨時的百分百存款擔保於年底屆滿反應平靜，這在一定程度上反映了2011年1月1日生效的優化存款保障計劃起到了穩定的作用。根據該優化計劃，受保障限額已由100,000元提高至500,000元，覆蓋約九成存戶。另一方面，若干銀行調高人民幣存款利率，特別是較長期的大額存款（圖4.8）。由於香港的人民幣銀行業務迅速增長，銀行對人民幣資金的需求亦隨之攀升。

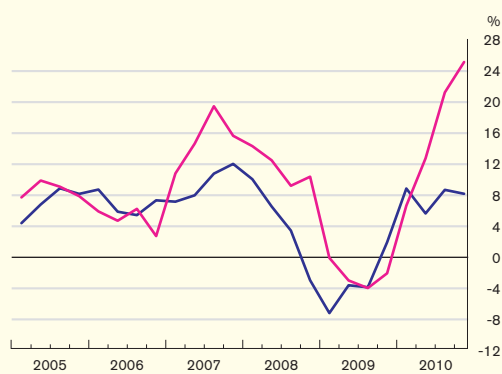
2011年1月及2月的數據顯示，銀行同業拆息及存款利率繼續保持低位。市場雖然預期美國聯邦儲備局會將聯邦基金目標利率於短時間內維持不變，但本地息口或會受股市資金募集及全球金融狀況影響。2011年3月的市場共識預測3個月香港銀行同業拆息將於12個月內上調至大約0.6%。

**圖 4.9**  
貨幣基礎的組成部份



資料來源：金管局。

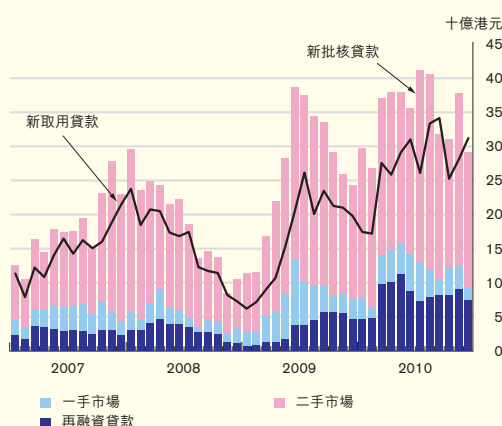
**圖 4.10**  
在香港使用的貸款與名義本地生產總值



— 名義本地生產總值(按年變動)  
— 在香港使用的貸款(與去年同期比較)

資料來源：金管局及政府統計處。

**圖 4.11**  
按揭貸款



資料來源：金管局。

## 4.2 貨幣及信貸

2010年下半年，兌換保證並無受到觸發，貨幣基礎變動不大，期間只因鈔票的季節性需求影響而略有波動。自2010年6月以來，金管局亦無額外增發外匯基金票據。儘管如此，自2008年9月以來的額外發行總量達5,024億元，導致總結餘相應收縮。總結餘於2010年5月12日降至1,486億元後，於該年度餘下時間大致維持於該水平，約佔貨幣基礎的15%（圖4.9）。

由於利率低企、增長前景好轉，加上物業市場暢旺及貸款需求偶爾因首次公開招股活動而上升，在香港使用的貸款繼續於下半年快速增長。儘管在全球金融危機期間，香港的信貸收縮程度比其他區內的經濟體系更為嚴重，但自2009年下半年開始的本地信貸復甦則比這些經濟體系來得顯著。於12月底，本地貸款按年增長25.1%，較第4季的名義本地生產總值按年增幅8.1%高很多（圖4.10）。

按經濟用途分析，本地貸款於2010年下半年普遍增長，主要受物業相關貸款、貿易融資及批發與零售業貸款所帶動。在按揭業務方面，調查數據顯示，新取用貸款處於高位波動，而8月及11月公佈的物業市場政策措施對新批貸款的影響更為明顯（圖4.11）。再融資市場保持暢旺，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。公司因入境旅遊業暢旺及勞工市場狀況良好而擴展業務，亦使批發及零售業貸款得以穩健增長。

**圖 4.12**  
貨幣總額按年增長

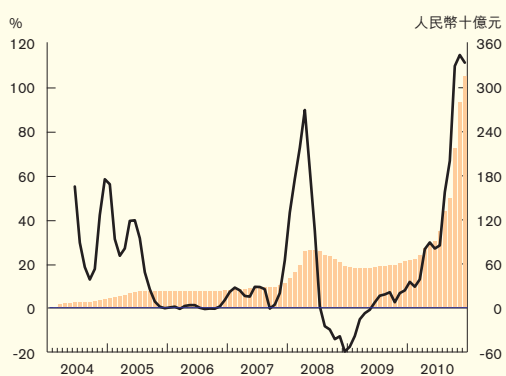


註：港元M1已按季節因素調整。  
資料來源：金管局。

預期2011年的信貸需求將維持穩固增長。根據金管局信貸狀況展望調查，儘管預期貸款需求「維持平穩」的受訪認可機構約近半數，但預期本地貸款需求將會在未來3個月「大幅增加」的受訪認可機構比率則由9月的5%增至12月的9%。

隨著貸款增長，2010年後6個月的港元貨幣總額增加，其中M3及經季節因素調整的M1按年增長率分別平均達7.9%及10.1% (圖4.12)。就港元M3對應資產進行分析，廣義貨幣增長主要由於本地信貸及外幣資產淨額增加所引起，而後者可能跟資金淨流入有關。

**圖 4.13**  
香港的人民幣存款

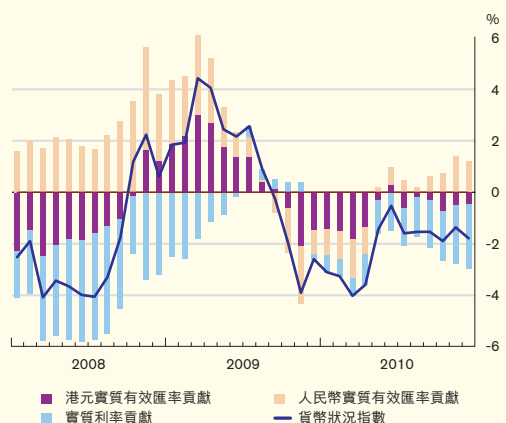


■ 人民幣存款總額(右邊刻度)  
— 與3個月前相比的變動(左邊刻度)  
資料來源：金管局。

佔本地貨幣供應主要部份的港元存款於上半年的走勢曲折但基本維持平穩，於下半年則呈整體上升趨勢。外幣存款亦隨著人民幣存款急速增長而上升。香港的人民幣存款由6月底的897億人民幣增至12月底的3,149億人民幣 (圖4.13)，佔香港總存款的5.4%及外幣存款的11.5%。大部份存款增長乃受到企業客戶透過人民幣貿易結算交易收到的人民幣款額不斷增加所帶動。企業客戶現時佔人民幣存款的比率超過50%。

貨幣狀況指數繼6月反彈後大致保持平穩 (圖4.14)，故此擴張性的貨幣狀況於下半年有所減弱。實質利率因本地通脹上升而降低，令本地貨幣狀況更具擴張性，但此影響被人民幣實質有效匯率升值而部份抵銷。與此同時，港元實質匯率的貢獻仍然微小。

**圖 4.14**  
貨幣狀況指數

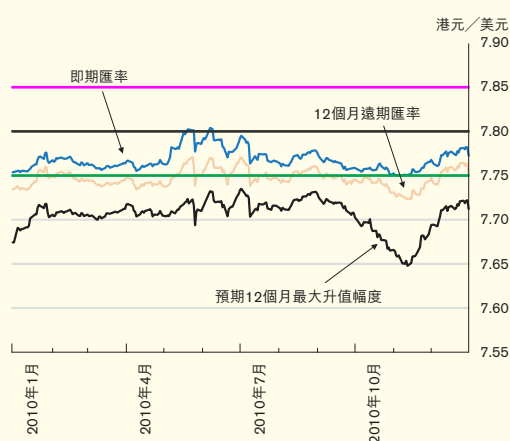


■ 港元實質有效匯率貢獻    ■ 人民幣實質有效匯率貢獻  
■ 實質利率貢獻            — 貨幣狀況指數  
註：貨幣狀況指數是實質利率與港元及人民幣實質有效匯率的4個季度變動的加權總和。  
資料來源：金管局職員估計數字。

## 資金流

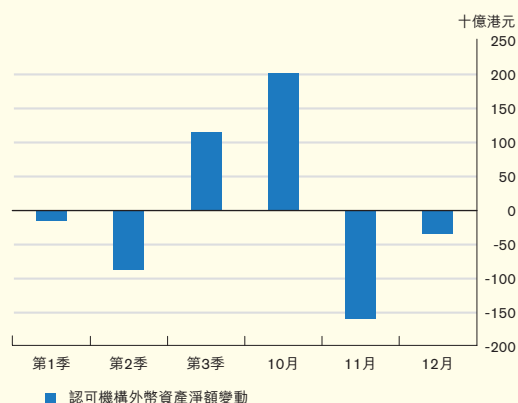
在美國再度推出量化寬鬆措施以及香港股票市場活躍的情況下，港元現貨匯率於7月至11月初轉強，但強方兌換保證並未受到觸發。主要發達經濟體系料將步入利率週期轉向階段，資金流很可能會繼續波動。

**圖 4.15**  
匯率及根據貨幣期權價格計算的港元  
預期最大升值幅度



資料來源：彭博、摩根大通及金管局職員估計數字。

**圖 4.16**  
2010年認可機構外幣資產淨額變動



註：正值顯示流入。  
資料來源：金管局。

### 4.3 資金流

#### 港元資產需求增加

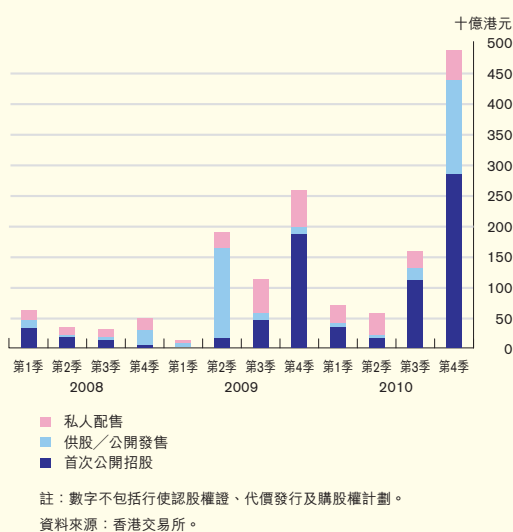
不同的價格指標顯示，繼第2季隨著歐洲主權債務危機出現沽售港元的壓力後，港元的需求於7月至11月初期間逐漸增加（圖4.15）。首先，港元兌美元即期匯率由6月30日的7.7843轉強至11月4日的7.7511。其次，儘管港元遠期匯率折讓維持窄幅波動，但於10月及11月初有所擴闊。第三，於9月至11月初期間，市場轉趨看漲港元，而且根據貨幣期權價格計算的港元預期最大升值幅度顯著上升。

較強的港元需求亦可從銀行體系的港元負債淨額變動裡看到。7月至11月期間，港元存款增加約2,600億港元，而認可機構的外幣資產淨額於7月至10月期間顯著增加（圖4.16）。<sup>6</sup>然而，這段期間強方兌換保證並未受到觸發。這與2008年第四季至2009年第四季的情況有所不同，該段期間強方兌換保證多次被觸發，貨幣基礎增加了兩倍。

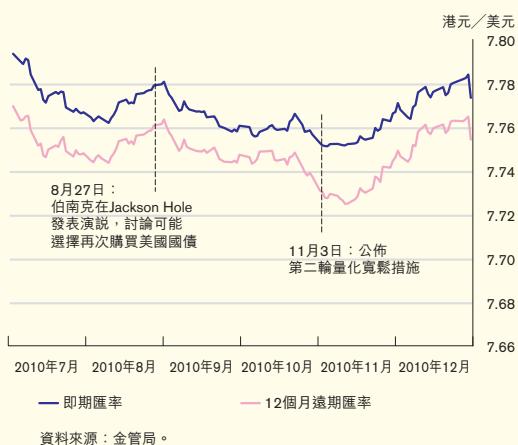
<sup>6</sup> 留意認可機構外幣資產淨額（數值上相等於港元負債淨額）的變動會受到價格及匯率改變等估值變動的影響，所以它僅為港元資金流淨額的代理指標。



**圖 4.17**  
於香港籌集的股票資金



**圖 4.18**  
港元匯率



**圖 4.19**  
匯率



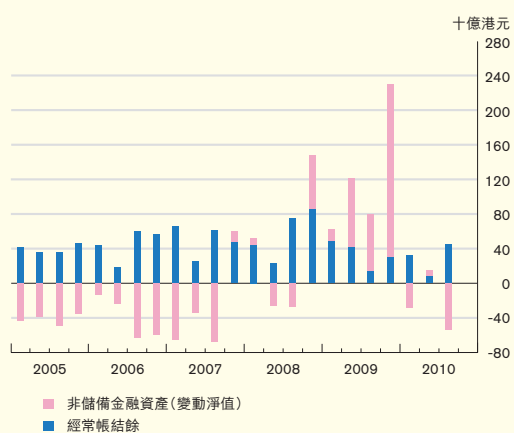
港元匯率於7月至11月初期間轉強，可部份歸因於與股票相關的需求增加。股市集資額於下半年較上半年顯著上升，亦可能帶動了外國投資者對港元的需求(圖4.17)。一項對國際股票基金投放的調查顯示，與內地相關的股票需求(包括於香港上市的H股及紅籌股)於第3季大幅回升。恒生指數於6月底由20,000點附近反彈，並於11月初回升至近25,000點高位。

市場揣測美國聯邦儲備局會進一步實施量化寬鬆措施，亦可能是港元匯率轉強的原因。美國進一步實施量化寬鬆措施的跡象於8月出現，而美國聯邦儲備局亦於11月3日宣佈將第二次大舉買入美國國債(亦即所謂的「第二輪量化寬鬆措施」)。在第二輪量化寬鬆措施的預期下，港元即期及遠期匯率顯著轉強(圖4.18)。在正式大舉買入國債之前不久，港元遠期匯率折讓更加速擴闊。

踏入11月尾及12月，港元即期及遠期匯率轉弱(圖4.18)。認可機構的外幣資產淨額亦見減少，有跡象顯示非銀行類私人部門對港元資產的需求減弱。由於弱方兌換保證並未觸發，沽出港元的壓力尚算溫和。

市場資料顯示，經過一輪股票市場集資熱潮後，部份首次公開招股所得的港元款項被匯走，導致港元匯率轉弱。此外，歐洲主權債務問題再度引發市場憂慮，亦形成避險情緒帶動港元匯率轉弱。儘管財政狀況相對脆弱的歐元區國家於近期實施整固措施，但其國債的長期息率及違約風險溢價仍然偏高，導致歐元兌美元於11月貶值，市場氣氛轉壞，投資者紛紛買入美元避險。大約在同一時間，大多數亞洲貨幣亦轉弱，顯示區內有資金流走，在年底前這些貨幣則轉強(圖4.19)。

圖 4.20  
跨境資金流



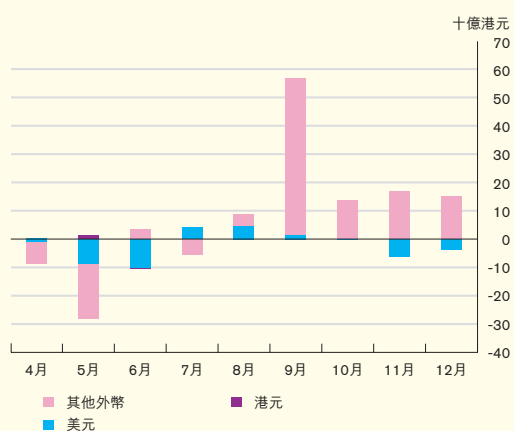
資料來源：政府統計處。

表 4.A  
按標準組成項目分析國際收支平衡帳

佔本地生產總值百分比	2008	2009	2010		
			第1季	第2季	第3季
經常帳	13.6	8.3	7.5	2.1	9.8
資本及金融帳	-13.8	-9.5	-8.8	1.7	-12.6
資本轉移	1.0	2.2	2.8	1.6	2.6
金融非儲備資產					
(淨變動)	1.0	21.9	-6.8	1.4	-11.8
直接投資	4.2	-5.5	-3.0	3.1	-6.6
有價證券投資	-17.6	-20.3	-20.4	-24.3	-23.3
金融衍生工具	3.8	1.5	1.8	2.6	1.4
其他投資	10.6	46.2	14.7	20.0	16.7
儲備資產(淨變動)	-15.8	-33.6	-4.8	-1.3	-3.4
淨誤差及遺漏	0.2	1.2	1.3	-3.8	2.8

資料來源：政府統計處。

圖 4.21  
2010年銀行持有的境外發行的政府債務證券的月度變動



資料來源：金管局。

## 國際收支平衡及跨境資金流

跨境資金流於第3季更趨活躍，經常帳盈餘上升，而私人金融資金淨流出亦有所增加(圖4.20)。自2009年第1季以來，經常帳盈餘大致呈下滑趨勢，隨後於2010年第3季增至443億港元(佔本地生產總值的9.8%) (表4.A)。商品貿易赤字收窄，加上服務貿易盈餘的情況持續，令經常帳盈餘得以改善。另一方面，由於證券投資及直接投資淨流出超過有關貸款及存款的投資(「其他」投資)淨流入，因此僅第3季私人金融資金淨流出就達到536億港元(相當於本地生產總值的11.8%)，較上半年的淨流出總額226億港元為高。

第3季證券投資的淨流出主要受強勁的海外債務證券投資驅動，其中香港銀行買入非居民貨幣市場工具約達900億港元。銀行業資產負債表數據顯示，認可機構持有的境外發行的政府債務證券於9月顯著增加，而這些債務工具主要以非美元外幣計值(圖4.21)。在這些海外債務投資當中，小部份可能與購買內地債券有關。<sup>7</sup> 中國人民銀行於8月17日公佈一項試點計劃，允許大陸境外人民幣業務清算行及其他合資格機構利用其人民幣資金投資於內地銀行間債券市場。

<sup>7</sup> 銀行對中國內地的債權數據顯示香港銀行於第3季增持大約120億元的中國內地債務證券。



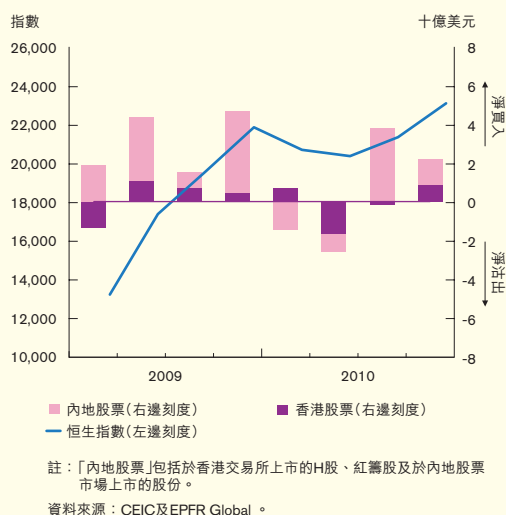
**表 4.B**  
跨境有價證券投資資金流

(十億港元)	2008	2009	2010		
			第1季	第2季	第3季
來自香港居民					
股票證券	-142.3	-199.2	-89.6	-145.4	-13.8
債務證券	-53.4	-204.5	-10.6	80.3	-86.1
來自非香港居民					
股票證券	136.1	73.6	6.0	-31.5	-17.7
債務證券	-235.5	-2.3	8.7	-4.5	12.0

註：正值顯示資金流入。

資料來源：政府統計處。

**圖 4.22**  
股票資金流的市場調查



**表 4.C**  
與貨幣、存款及貸款相關的跨境資金流

(十億港元)	2008	2009	2010		
			第1季	第2季	第3季
來自香港居民					
貨幣及存款	309.1	542.1	48.3	109.5	-207.6
貸款及貿易信貸	23.6	202.2	-40.8	-65.0	-101.6
來自非香港居民					
貨幣及存款	-26.3	73.0	58.5	28.8	389.4
貸款及貿易信貸	-120.7	-49.8	9.6	10.5	3.2

註：正值顯示資金流入。

資料來源：政府統計處。

股票證券投資於第3季亦錄得淨流出，但規模較債務證券投資流出為小。非居民於第3季減持港股177億港元（表4.B）。然而，國際收支平衡帳下的非居民證券資金流並未計及諸如非香港居民認購於香港首次公開發行的H股股份等交易。因此，市場調查數據可彌補國際收支平衡統計的不足。事實上，第3季有大量外來資金淨買入包括H股在內的與內地相關的股票，顯示有資金流入本地股票市場而非流出（圖4.22）。

有關存款及貸款的投資於第3季繼續錄得淨流入（表4.C）。內地與香港銀行間的同業存款流動是導致大規模的雙向存款流動的主因之一，反映香港的人民幣銀行業務迅速發展。中國人民銀行與人民幣業務清算行於7月19日簽署經修訂的清算協議，進一步鞏固了香港的人民幣業務平台，促進本港人民幣貨幣及債券市場的發展。另一方面，隨著全球經濟活動持續改善，本地居民向非本地居民借出的貸款及貿易融資於首三個季度持續擴張（表4.C）。市場資料顯示於2010年，由於本地銀行能夠向境外借款人提供具競爭力的息率，香港在亞洲貸款市場上表現活躍。

### 資金流展望

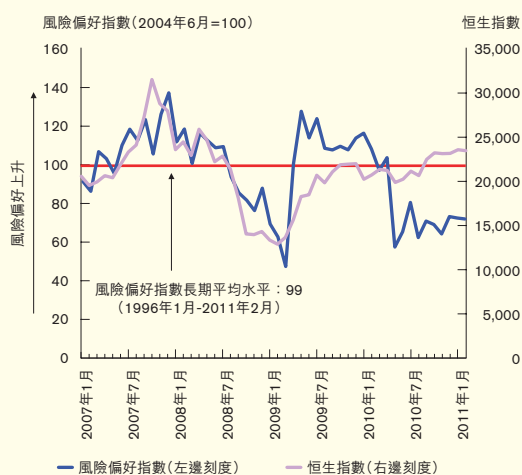
與發達經濟體系相比，區內經濟體系的經濟表現更好，預期將繼續刺激資金流入。然而，市場憂慮這些區內經濟體系會面臨通脹壓力及進一步收緊貨幣政策，從而為國際資金流向帶來不明朗因素。與此同時，受歐洲主權債務危機問題及中東與北非地緣政治局勢緊張拖累，全球金融狀況仍然脆弱。有早期跡象顯示，隨著整體通脹壓力上升，主要發達經濟體系料將步入利率週期轉向階段。種種因素顯示，2011年港元資金流向將極不明朗，故仍須保持警惕以防範相關風險。

## 資產市場

本港股市在11月初見頂，至年底失去上升動力。鑑於市場波幅及下跌風險有限，加上當前處於低息環境，股市或將繼續吸引國際投資者，此舉將增加資金流波動。

### 4.4 股市

圖 4.23  
風險偏好指數



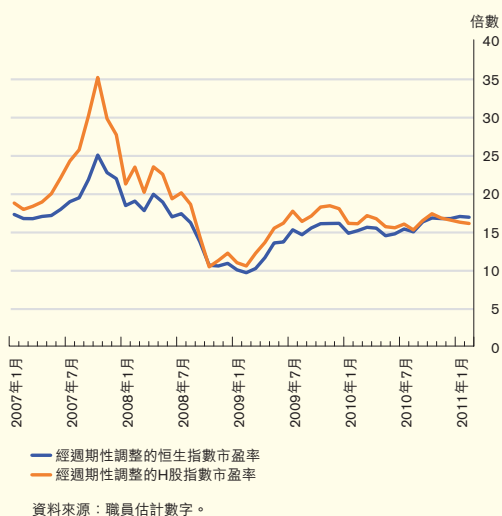
資料來源：職員估計數字(《金管局工作論文，編號05/2007》)及彭博。

內地經濟強勁、環球經濟前景好轉、全球流動資金充裕，在種種支持下，本港股市自去年夏季後進一步上升。在集資活動轉趨活躍、企業盈利增長高於預期及預計人民幣持續升值的推動下，恒生指數在11月初逼近25,000點，創下29個月高位。有論者認為，美國實施第二輪量化寬鬆政策，有利於增強信心，為全球風險資產需求提供了支持，尤其是對本港股票的需求。然而，至2010年年底，因應投資者關注內地實行收緊貨幣政策，加上歐洲周邊經濟體系的主權風險呈惡化跡象，以致市場面臨獲利回吐的壓力，而失去上升動力。

整體而言，自2010年9月至2011年2月以來，恒生指數及H股指數分別上升了13.6%及9.7%。各項分類指數中，恒生金融分類指數上升了13.1%，反映內地銀行及保險公司的收益增長顯著，而即使政府推出相關措施為樓市降溫，恒生地產分類指數亦上升了6.9%。同時，小型股(升幅15.7%)在回顧期內的表現優於中型股(8.1%)及大型股(11.6%)。

儘管股市上升，風險偏好指數明顯低於歷史平均水平，意味投資者仍持審慎態度(圖4.23)。經週期性調整後，恒生指數及H股的成份股的市盈率在2月底分別微升至16.8倍及15.9

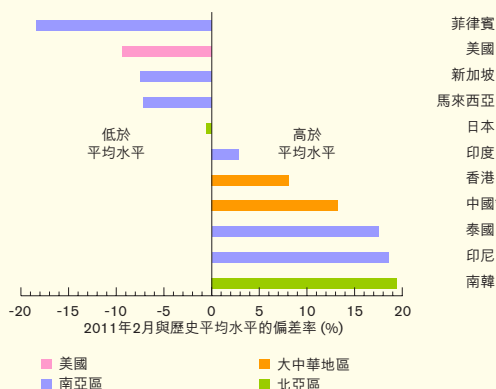
**圖 4.24**  
經週期性調整的恒生指數及H股指數市  
盈率



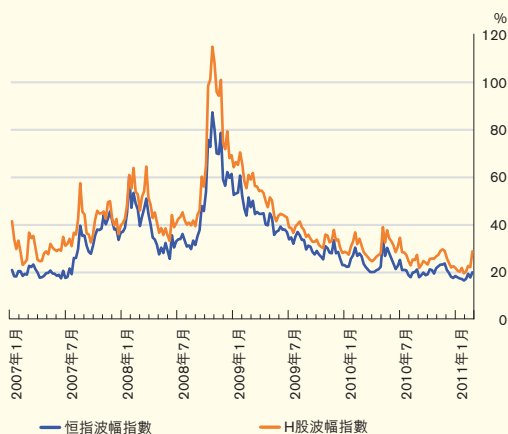
倍，反映本港股市估值略見上升(圖4.24)。相比其他亞洲市場，本港股市仍處於偏低水平(圖4.25)。

同時，一如恒指及H股波幅指數所顯示，引伸波幅已回復至全球金融危機爆發前的水平(圖4.26)。更重要的是，市場下跌風險似乎有限，原因是未來一個月內恒生指數下跌10%(以

**圖 4.25**  
美國市場及亞洲市場的市盈率

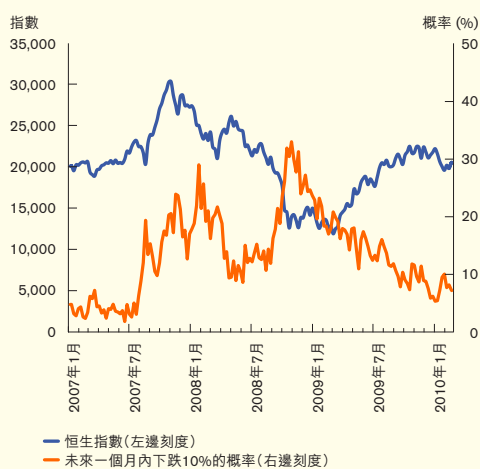


**圖 4.26**  
恒指及H股的波幅指數



附註：恒指波幅指數是由恒生指數有限公司所編算，H股波幅指數則是金管局職員估計數字。

**圖 4.27**  
未來一個月內恒生指數下跌10%的期權  
引伸概率



資料來源：彭博及職員估計數字。

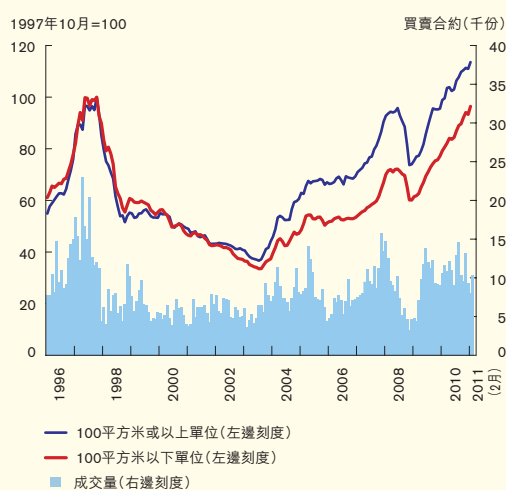
市場期權價格而計算) 的可能性明顯跌至次按危機爆發以來的最低水平(圖4.27)。

因此，展望未來，倘若全球的債券收益持續低企，且新興市場表現仍有望優於成熟市場，在本港股市波動性偏低及下跌風險有限的情況下，有可能吸引追尋收益的投資者陸續增持港股。然而這種類型的資金流動對息口變化特別敏感，因此可能出現較大波動。事實上，近期亞洲及歐洲各個區域的通貨膨脹均見升勢，加上美國亦出現通脹預期，這些現象已對市場響起警報。此外，內地會否推出更強硬措施進一步收緊內地銀行信貸尚屬不明朗因素，此舉將令本港股市前景蒙上陰影。

## 物業市場

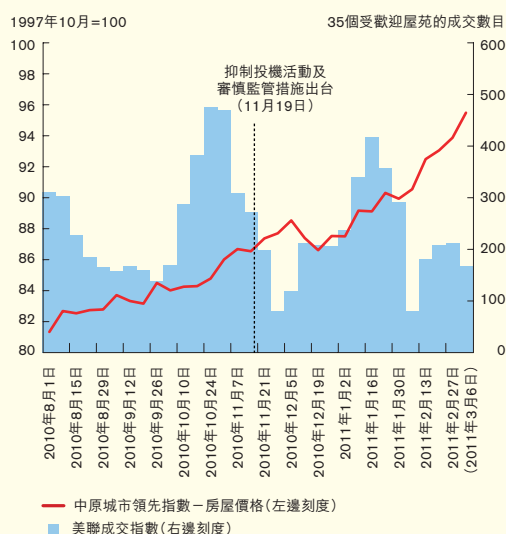
住宅物業市場仍然暢旺，房屋價格進一步上升，買賣持續活躍，亦有跡象顯示暢旺勢頭已延及工商物業市場。

**圖 4.28**  
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 4.29**  
物業代理估算的住宅物業價格及成交量



資料來源：美聯物業及中原地產代理有限公司。

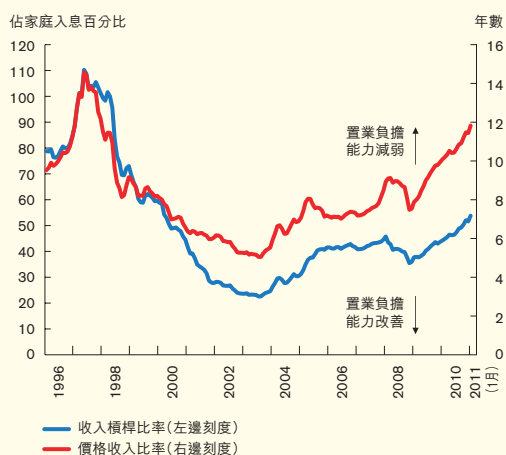
## 4.5 物業市場

### 住宅物業市場

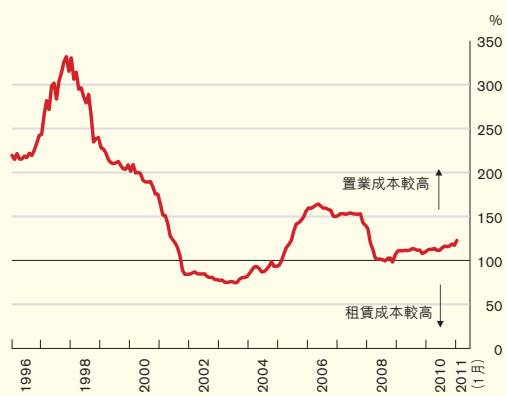
住宅物業市場保持暢旺。二手市場的住宅物業價格於2010年下半年上升10.4%，全年累計增幅為20.4%，和2008年12月比較，價格累計上升54.8%。於2009年大部份時間集中於豪宅市場的價格上升已滲透至一般市場，中小型單位（實用面積少於100平方米）的價格於2010年上升20.9%，較大型單位16.2%的價格增幅為高。同時，住宅物業交易於2010年十分活躍，於土地註冊處註冊的買賣合約共計有135,778份，這是自1997年以來的最高值。這輪成交量的升勢於2009年第2季展開，以過住標準而言，成交量維持在目前高位的时间偏長（圖4.28）。

政府及金管局推出措施以促進房屋市場穩健發展及維持銀行體系穩定。就審慎監管措施而言，進一步收緊了認可機構按揭貸款的批核準則以防止過度借貸。自11月19日開始，價值800萬港元或以上但低於1,200萬港元的自住物業，其貸款與估值比率上限從70%降至60%，而價值1,200萬港元或以上的自住物業，其貸款與估值比率上限則從60%降至50%。全部非自住物業，不論價值多少，其貸款與估值比率上限均劃一下調至50%。按揭貸款申請人的實際供款與收入比率上限50%繼續適用，認可機構還須對申請人的還款能力進行壓力測試。此外，政府在去年11月推出額外印花稅以抑制投機活動，稅率為樓價的5至15%。以上措施，特別是最近推出的措施，為住宅物業市場降溫及抑制房價飆升發揮了一定作用。然而，根據主要地產代理最近的臨時買賣記錄，物業市場已出現反彈跡象（圖4.29）。

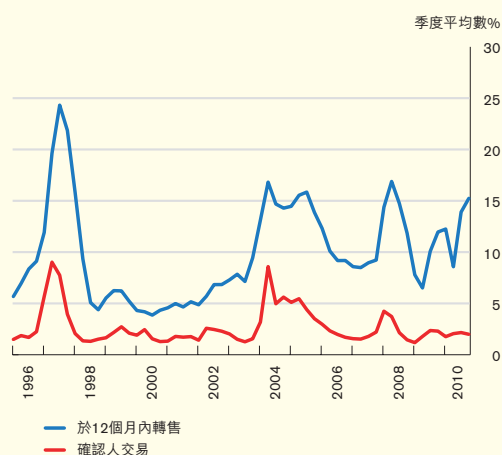
**圖 4.30**  
置業負擔能力指標



**圖 4.31**  
買租價差\*



**圖 4.32**  
確認人交易及買入、持有至出售期不足12個月的轉售活動



由於住宅物業價格的增長較收入的增長快，置業負擔能力進一步減弱。根據金管局的內部估算，1月份的收入槓桿比率（一般50平方米單位的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數之間的比率）達到54%，而去年1月則為44%。同時，住宅物業價格與年收入比率亦顯著上升，從10.1升至11.8（圖4.30）。豪宅市場的收入槓桿比率及價格收入比率亦有所上升。<sup>8</sup>買租價差即置業成本（包括按揭還款及所放棄的房屋權益可得的利息收入）與租賃成本的比率平穩攀升（圖4.31），這主要反映房屋租金增長相較價格增長緩慢。

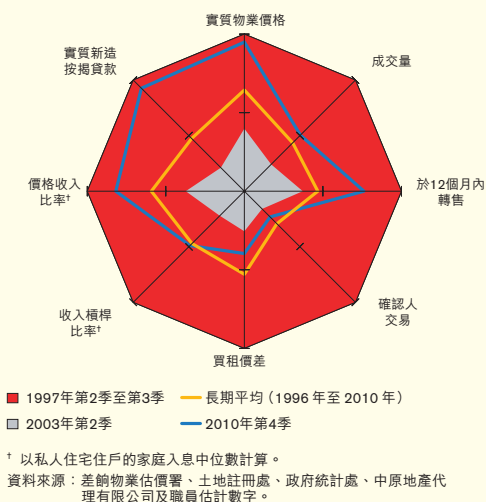
投機及投資活動方面，常被引用的確認人交易佔二手市場交易總數的百分比在2010年大多維持在2%以下的水平（圖4.32）。然而，其他指標如買入、持有至出售期不足12個月的轉售活動於2010年前期及整個下半年顯著上升。這兩組指標的趨勢出現偏離，部份原因是低息環境大大地降低了將物業持有至超過確認人交易一般允許時限的成本。雖然如此，最近推出的額外印花稅及更嚴格的審慎監管措施，已增加了從事短期持貨交易的成本，因此確認人交易及轉售活動預計會於近期減少。至於由2010年8月起禁止樓花單位以確認人方式轉售，其影響會在未來統計數字中更明顯地反映出來。<sup>9</sup>

按揭貸款條件仍然寬鬆，按揭利率大多維持在1%水平。拆息按揭仍受追捧，佔新批核按揭貸款的比例，從去年6月份的83.9%進一步上升至今年1月份的92.2%。拆息按揭的利率定價一般為一個月期的香港銀行同業拆息加上0.8至1個百分點，上限為最優惠利率減2.5個百分點。由於物業價格上升及成交活躍，住宅物業的未償還按揭貸款在12月份上升至7,955億港元，較6月份增加8.4%。

<sup>8</sup> 豪宅市場的收入槓桿比率及價格收入比率是參考一般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。

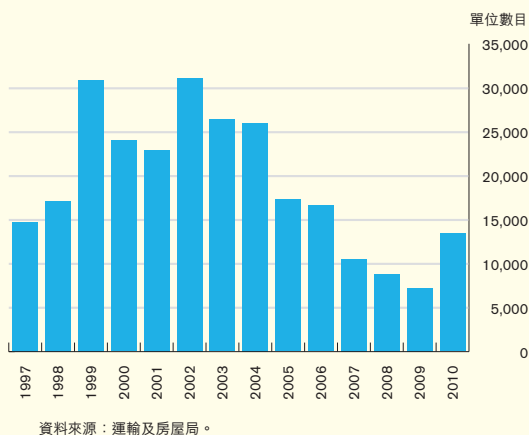
<sup>9</sup> 禁令適用於在2010年8月13日或之後獲批准預售樓花的未建成一手物業。

**圖 4.33**  
房屋市場的圖表分析



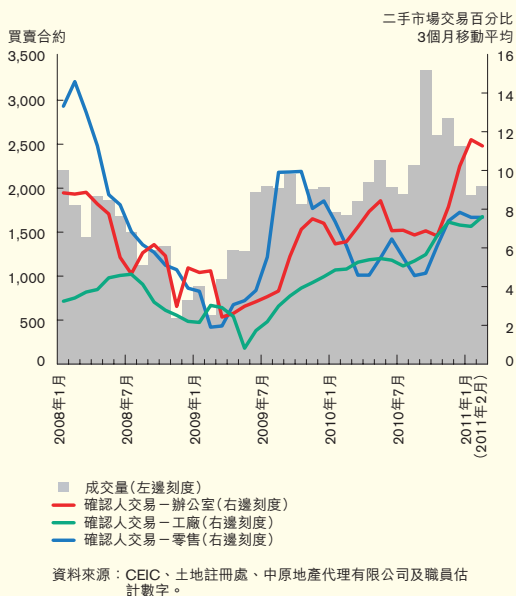
我們可以利用涵蓋8項住宅物業相關指標的圖表來概括近期市況。圖4.33的八邊形描述了這些指標自1997年以來的高低位及近期走勢。位於左上方的指標，即實質物業價格、實質新造按揭貸款及價格收入比率已接近1997年的高位。基於目前的超低息環境，涉及利率的指標，即買租價差及收入槓桿比率仍然處於溫和狀態，雖然後者已超過其長期平均水平。整體成交量雖仍低於1997年的水平，但已處於高位。按過往標準而言，這次維持這麼高成交量的時間偏長。確認人交易不算活躍，但是買入、持有至出售期不足12個月的轉售活動卻顯著增加。總括而言，該八邊形圖表突出說明了住宅物業市場面臨過度擴張風險，公眾人士及決策當局務須提高警惕。

**圖 4.34**  
新落成的私人住宅單位



新單位供應於2010年有所上升，這是8年以來的第一次。新落成的私人住宅單位從2009年的7,200個的低位升至2010年的13,400個（圖4.34）。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進一步上升。估計2011/12年度勾地表及招標出售土地內可供出售房屋土地將提供約16,000個單位，多於2010/11年度勾地表估計的9,000個單位。連同契約修訂、換地交易及私人協約方式批地，尤其是因為落實港鐵上蓋項目及市區重建局的重建發展項目，潛在供應量將進一步增加。

**圖 4.35**  
成交量及確認人交易

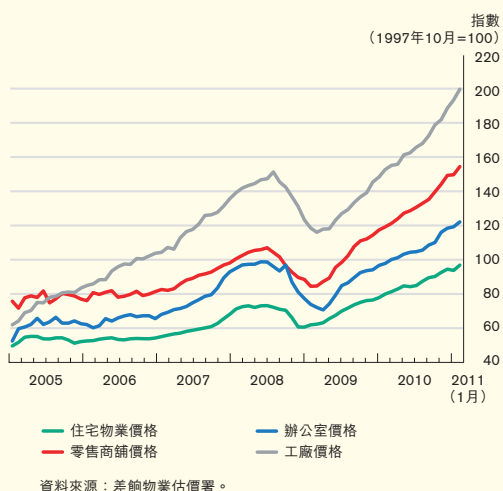


### 工商物業市場

工商物業市場與住宅物業市場亦步亦趨，發展勢頭暢旺。買賣交易活躍，這在2010年下半年尤其突出（圖4.35）。就全年而言，於土地註冊處註冊的買賣合約合共達26,961份，是10年以來的高位。確認人交易佔二手市場交易總數的百分比亦於2010年後期明顯上升，顯示投機活動加劇。工商物業價格

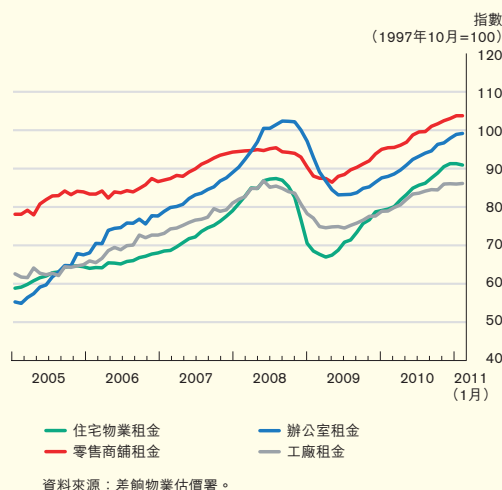


**圖 4.36**  
分類物業價格指數

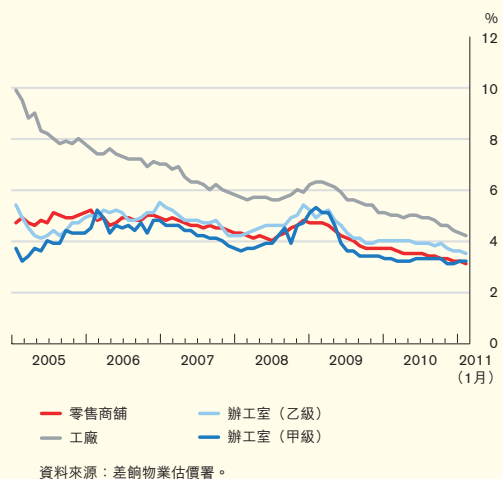


在2010年下半年累計上升14至17%，租金上升速度則較慢（圖4.36及4.37），零售商舖及工廠的租金於下半年僅分別上升4.2%及2.8%，而辦公室租金則上升6.1%，原因是租務需求增加、企業招聘意欲積極及寫字樓空置率低。整體而言，工商物業的租金收益率逐漸降至約3至4%的水平（圖4.38）。在此背景下，金管局於去年11月將按揭貸款的審慎監管措施延伸至工商物業，將工商物業的貸款與估值比率上限降至50%。

**圖 4.37**  
分類物業租金指數



**圖 4.38**  
分類物業租金收益率

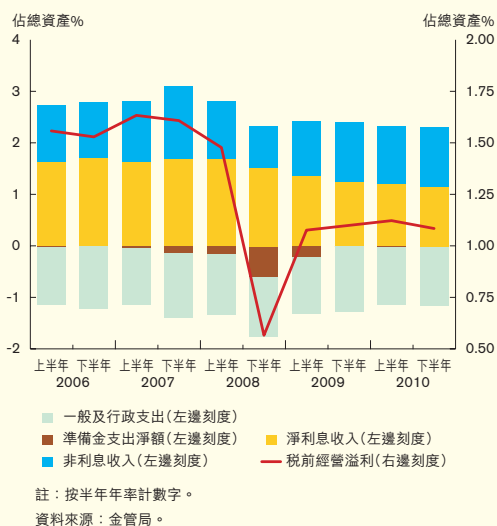




## 5. 銀行業的表現

零售銀行錄得穩健溢利，且流動性及資本狀況按照國際標準均屬充裕。在優化存款保障計劃的支持下，百分百存款保障臨時措施順利如期取消。然而，淨息差創下歷史新低加上信貸快速增長(尤其是中國大陸相關貸款和物業貸款)，增加了資金過剩下潛在信貸風險上升的憂慮。有見及此，金管局於2010年11月中實施了新一輪的審慎監管措施。現時建議的共用正面按揭貸款資料措施亦有助銀行加強信貸風險管理。

圖 5.1  
零售銀行盈利

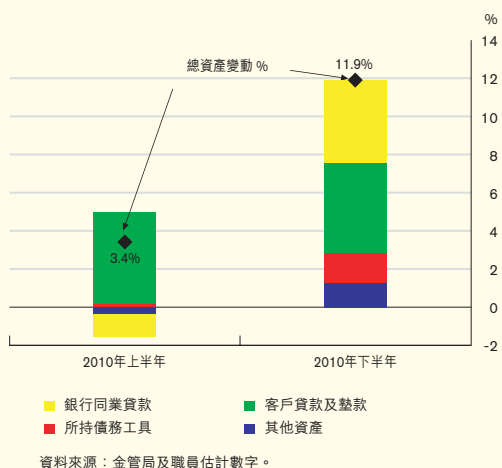


### 5.1 盈利及資本額

#### 盈利

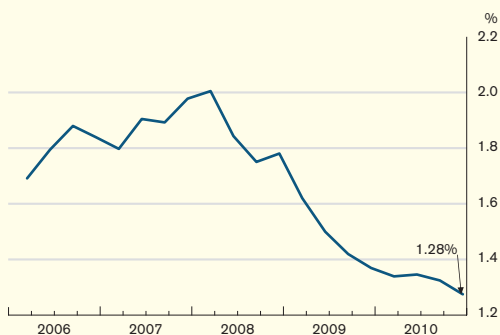
在2010年下半年，零售銀行整體除稅前經營溢利<sup>10</sup>較上半年增加8.3%，主要得益於非利息收入的增長。然而，資產回報輕微下降(圖5.1)，因為總資產的增長(圖5.2)較溢利更為強勁。溢利也受制於淨息差收窄。

圖 5.2  
零售銀行資產增長的貢獻



<sup>10</sup> 除非另有說明，否則本章中所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

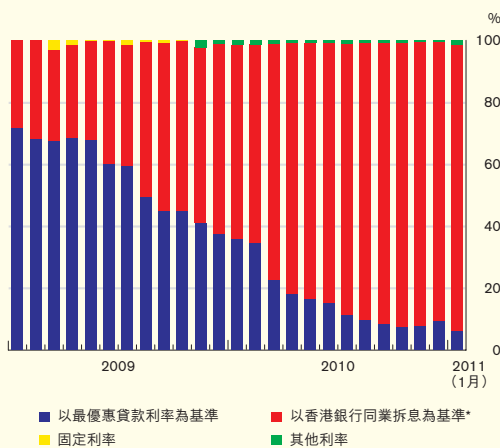
圖 5.3  
零售銀行淨息差



註：按季年率計數字。  
資料來源：金管局。

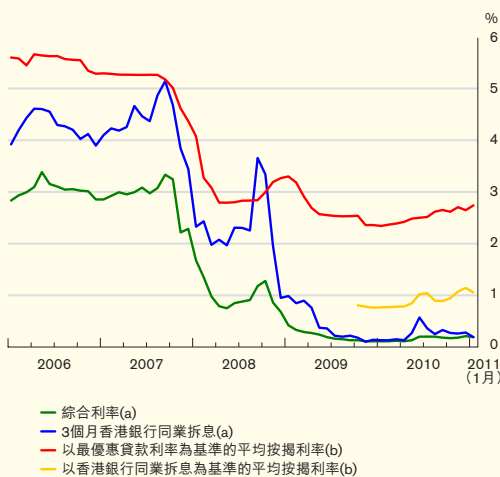
實際按揭利率低企繼續壓低淨息差(圖5.3)，令淨息差於2010年第4季創下1.28%的歷史低位。雖然部份銀行於2010年第4季提高以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率，但絕大部份新造按揭仍然以香港銀行同業拆息為基準(圖5.4)，其實際按揭利率一般低於1.2%，遠較以最優惠貸款利率為基準的傳統按揭低(圖5.5)。儘管平均資金成本低於正常水平(按綜合利率反映約為0.2%)，此類以香港銀行同業拆息為基準的按揭僅能產生不足1%的微薄息差。

圖 5.4  
按參考利率劃分的新批按揭比例



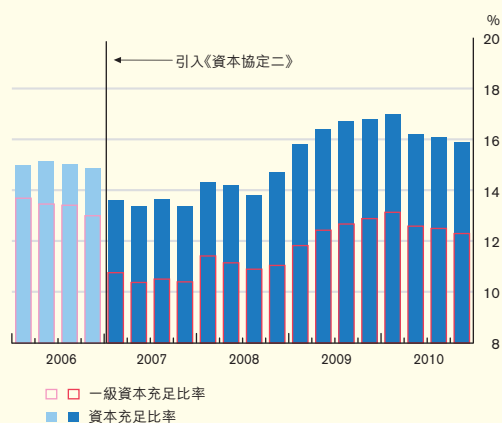
\* 2009年11月前包括「其他利率」。  
資料來源：金管局。

圖 5.5  
利率



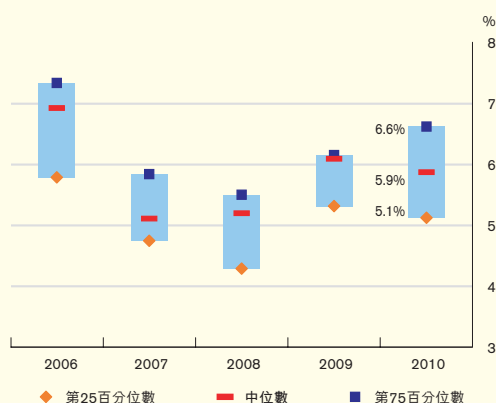
註：  
(a) 期末數字。  
(b) 獲批貸款的期內平均數字。  
資料來源：金管局及職員估計數字。

**圖 5.6**  
本地註冊認可機構資本額



註：  
1. 綜合狀況。  
2. 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月的數據直接比較。  
資料來源：金管局。

**圖 5.7**  
香港銀行的槓桿比率



註：  
1. 綜合狀況。  
2. 樣本涵蓋10家香港上市銀行。  
3. 槓桿比率是指一級資本佔總資產的比率。  
4. 數值越高代表槓桿水平越低。  
5. 2010年比率採用中期業績計算，因為進行此項分析時2010年全年業績尚未公佈。  
資料來源：Bankscope及各銀行的年報與中期報告。

## 資本額

銀行業的資本額充裕且遠高於國際標準。本地註冊認可機構的整體綜合資本充足比率由2010年6月底的16.2%輕微下降至12月底的15.9%，而一級資本充足比率則由12.6%略降至12.3% (圖5.6)。

作為風險基準資本比率的一項補充指標，槓桿比率 (即一級資本佔總資產的比率) 亦顯示香港銀行的資本狀況穩健，6月底的中位數為5.9% (圖5.7)。

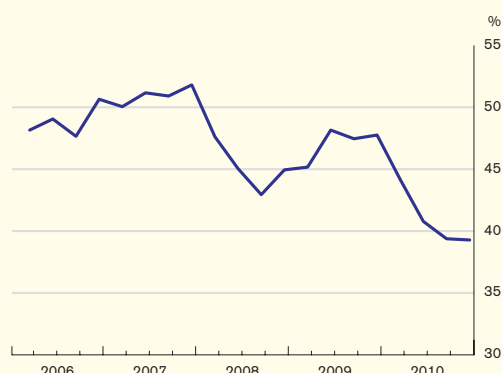
本港股市的良好氣氛繼續為香港銀行集資活動帶來支持。部份銀行成功發行新股。新增資本有助銀行保持資產增長，並減少實施新監管標準所造成的潛在影響，雖然由於銀行的資本額充裕及《資本協定三》<sup>11</sup>的實施期較長，有關影響可能並不顯著。就整體經濟而言，監管改革預期可帶來正面的長期影響，估計幅度介乎年度實質本地生產總值的2.1%至2.8%。<sup>12</sup>

為在同業中保持相若的財務實力，近期可能會有更多香港銀行發行新股。然而，假如某些發達經濟體系未能完成銀行債務轉期，又或者歐洲主權債務危機惡化，導致全球資本市場氣氛轉差，則這些銀行的集資計劃或會受到不利影響。儘管如此，香港銀行業相對強勁的財務狀況應能支持其集資活動。

<sup>11</sup> 金管局並不預期香港的銀行在遵守新的監管標準方面會出現很大問題，只是有部份銀行可能需要調整其流動資金的結構或流動資產的成分。詳情請參閱金管局於2011年1月26日發出的通告「在香港實施《資本協定三》」。該通告載於金管局網站。

<sup>12</sup> 詳情請參閱黃德存等人(2010)，「評估新監管改革對香港的長遠經濟影響」(英文版本)，《金管局研究札記》，編號05/2010。

**圖 5.8**  
零售銀行流動資金比率



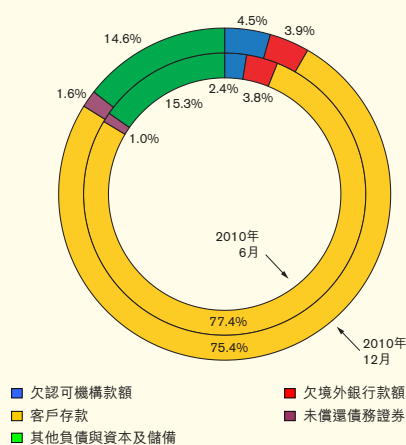
註：按季平均數字。  
資料來源：金管局。

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



資料來源：彭博。

**圖 5.10**  
零售銀行負債結構



註：  
1. 數字指佔總負債(包括資本及儲備)的百分比。  
2. 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 流動資金與資金來源

儘管平均流動資金比率微跌，但銀行體系的資金狀況仍然穩健。零售銀行平均流動資金比率自2010年第2季的40.8%降至第3季的39.4%後，在第4季略降至39.3% (圖5.8)。比率下降的主要原因是銀行將資產由銀行同業債權等流動性較高的工具，重新分配至貸款及墊款等流動性較低的資產。但是，此比率仍遠高於25%的最低監管要求。

部份歐洲銀行體系的不明朗因素增加，令歐洲主權債務危機再度受到關注。但迄今為止，這對本地銀行同業流動資金的影響只屬短暫且並不顯著。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<sup>13</sup>自2010年8月底的14基點擴闊至12月底的25基點後，收窄至2011年2月底的9基點 (圖5.9)。

較長期資金的流動性大致保持穩定。2年期港元掉期利率的息差從2010年10月底的4基點低位溫和上升至2011年2月底的15基點。<sup>14及15</sup>

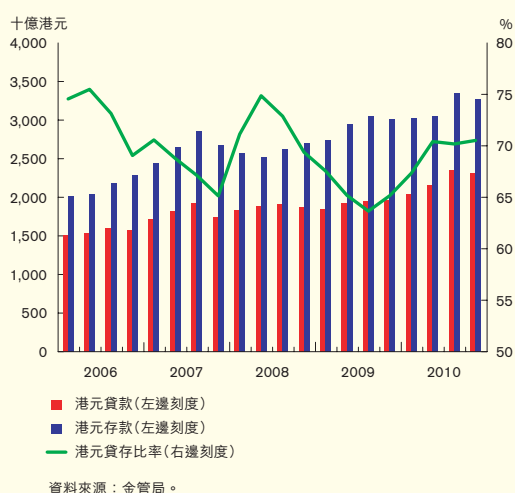
儘管貸款增長強勁，零售銀行龐大的客戶存款基礎 (圖5.10) 有助其將貸存比率維持在低水平。港元貸存比率由2010年第

<sup>13</sup> 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) 的差額進行交換。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，香港銀行同業拆息與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>14</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>15</sup> 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。

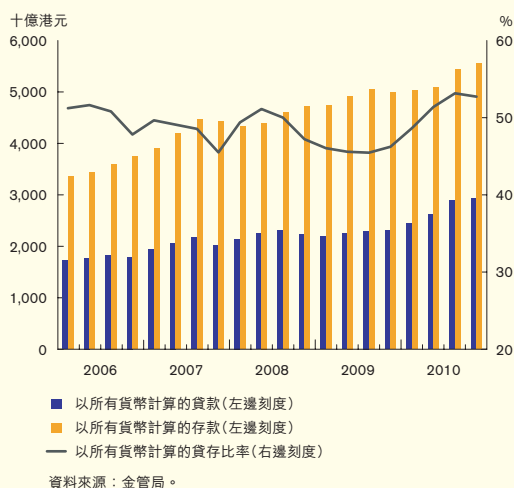
**圖 5.11**  
零售銀行港元貸存比率



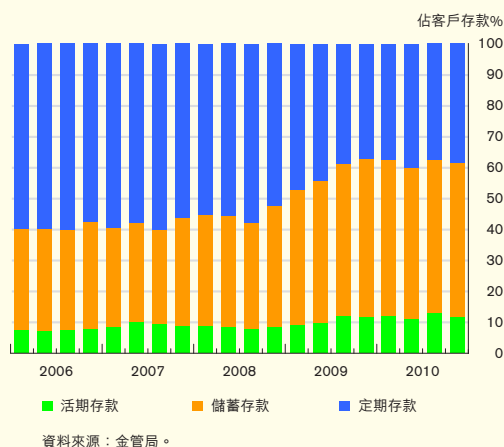
2季的70.4%微升0.1%至第4季的70.5%（圖5.11），而以所有貨幣計算的貸存比率則由第2季的51.4%上升至第4季的52.8%（圖5.12）。

雖然銀行業流動資金充裕，但客戶存款組合成分自2008年第3季以來的變動可能表明存款水平對資金流更加敏感。尤其是定期存款佔客戶存款總額的比例由2008年第3季的57.8%下降至2010年第4季38.6%的較低水平，而儲蓄存款和活期存款的比例則分別由34.3%上升至49.8%及由7.9%上升至11.6%（圖5.13）。鑑於零售銀行存款的平均年期可能已減少，資金外流對其流動性的影響可能會更大。

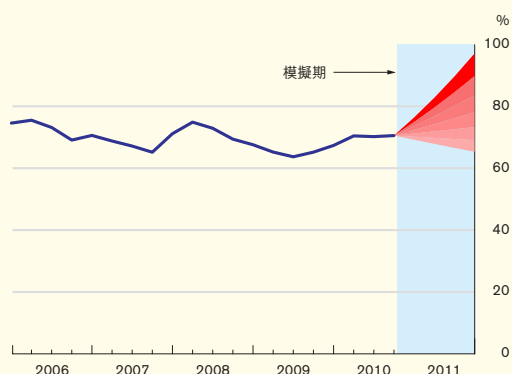
**圖 5.12**  
零售銀行以所有貨幣計算的貸存比率



**圖 5.13**  
零售銀行客戶存款結構



**圖 5.14**  
不同存款變化情境下的零售銀行  
港元貸存比率



註：

- 2011年的港元貸款增長假設為18%，與2010年的按年增長相約。
- 港元存款的按年增長假設為符合常態分佈模式，中位數及標準差分別為6.3%及6.9%。此假設基於1999年第1季至2010年第4季港元存款時間序列的統計特性。
- 扇形圖顯示2011年零售銀行港元貸存比率在7種存款增長情境下可能發生的變化；由按年變化為-14.5%（即中位數減去3個標準差）的情境到按年變化為27.2%（即中位數加上3個標準差）的情境，每種情境之間相差1個標準差。

資料來源：金管局及職員估計數字。

對有關影響作出精確評估可能有困難，部份原因是顯示存款穩定性的數據有限。然而簡單的情境分析顯示，若貸款增長勢頭持續，在出現存款外流的情況下，港元貸存比率或會由現時水平大幅上升（圖5.14）。因此，銀行應繼續審慎注視資金流向逆轉對其流動性的影響。

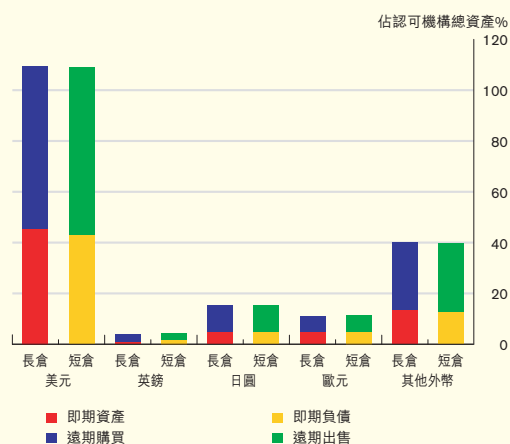
百分百存款保障的臨時措施已於2010年年底到期，迄今由此產生的系統性影響並不顯著。具體而言，截至2011年1月底的資料並沒有顯示大量客戶存款在銀行間轉移或從本地銀行業轉移至海外。百分百存款保障得以順利取消，部份是由於2011年1月1日實行優化存款保障計劃提供的支援。

### 外匯持倉

外匯持倉反映了銀行償還以外幣計值的債務的能力及其面對的外匯風險。主要貨幣的長倉及短倉數據說明，外匯風險未必會是一個重大問題（圖5.15）。於2010年12月底，所有認可機構於全部貨幣的整體淨未平倉持倉（即長倉減去短倉）為340億港元（佔所有認可機構總資產的0.3%）。

在報告期內，香港的人民幣離岸市場繼續高速發展。這部份可見於人民幣存款自2010年上半年增加43%後，再於下半年大幅增加約250%。由於人民幣業務急速增長，香港銀行或會因人民幣未平倉持倉而比以往面臨較高的外匯風險。因此，銀行應謹慎管理人民幣業務的擴張。<sup>16</sup>

**圖 5.15**  
外匯持倉



註：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。

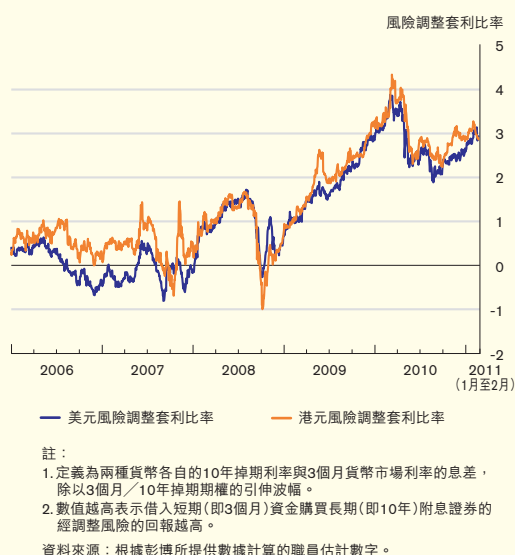
資料來源：金管局。

<sup>16</sup> 金管局於2010年12月23日發出通告，對參與人民幣業務的認可機構就處理人民幣跨境貿易結算，以及維持人民幣淨未平倉發出進一步指引。該通告載於金管局網站。

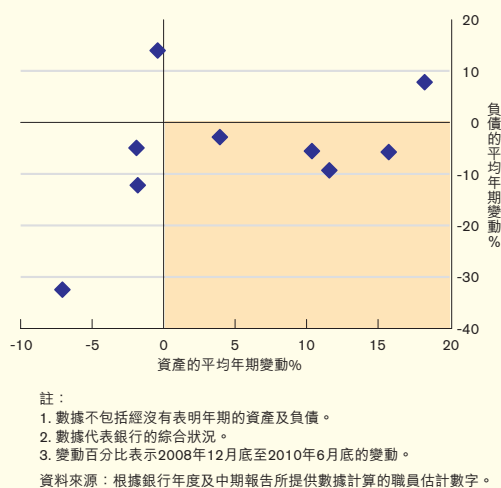
**圖 5.16**  
港元及美元的期限息差



**圖 5.17**  
港元及美元風險調整套利率



**圖 5.18**  
資產及負債的平均年期變動



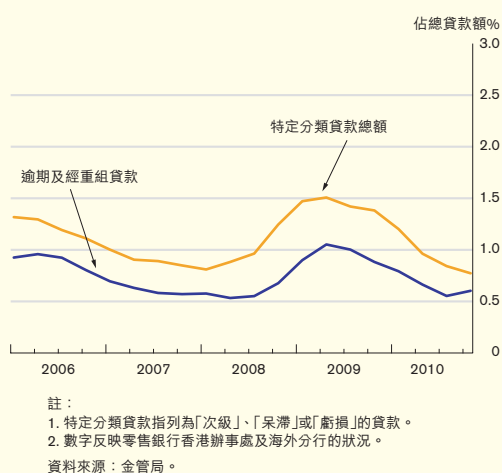
## 5.3 利率風險

上一份報告指出，美元與港元長期及短期利率間的息差擴闊會導致潛在利率風險。在當前貨幣狀況下，銀行或會借入更多短期資金以收購長期計息資產，從而推高利率風險。這種做法容易增加期限錯配。

由於息差繼續處於高水平，有關風險於報告期內仍然存在（圖 5.16及5.17）。若干香港上市銀行的到期情況資料表明，儘管大部份銀行減少了負債的平均年期（這部份反映出存款組合成份的近期變動），只有略過半數銀行增加了資產的平均年期（圖5.18）。因此，系統性影響可能仍然保持溫和。

展望未來，由於部份發達經濟體系的長期政府債券收益率會進一步上升，因此各銀行應謹慎監察及管理其金融投資的潛在按市價計算虧損。

**圖 5.19**  
零售銀行的資產質素

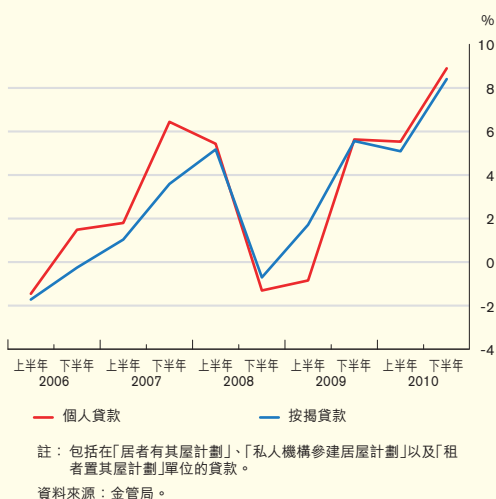


**表 5.A**  
預計未來 3 個月本地貸款需求

	2010年9月	2010年12月
顯著增加	5	9 ↑
略有增加	47	43 ↓
保持穩定	43	48 ↑
略為減弱	5	0 ↓
顯著減弱	0	0 —

資料來源：金管局。

**圖 5.20**  
認可機構提供的個人貸款及按揭貸款的半年增長



## 5.4 信貸風險

銀行業的信貸風險保持在低水平。特定分類貸款的比率由2010年6月底的0.96%進一步下降至2010年12月底的0.77%。逾期及經重組貸款的比率由2010年6月底的0.66%下降至2010年9月底的0.55%後，微升至12月底的0.60% (圖5.19)。

銀行業於下半年再度錄得強勁的貸款增長。由認可機構批出的本地貸款<sup>17</sup>在2010年上半年增長12.6%後，在下半年增長11.1%。對強勁貸款增長的短期展望仍然樂觀，2010年12月金管局信貸狀況展望意見調查的結果(表5.A)顯示，所有受訪認可機構預期於未來3個月本地貸款需求將會保持穩定或增加。

### 個人貸款

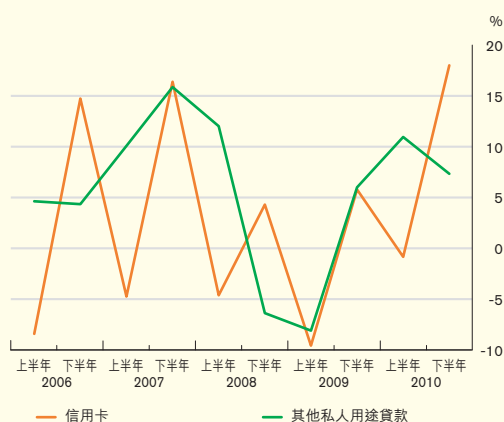
個人貸款<sup>18</sup>在2010年下半年增長8.9%，主要受到按揭貸款大幅增長推動(圖5.20)。無擔保住戶貸款亦顯著增長。信用

<sup>17</sup> 界定為在香港使用的貸款加上貿易融資貸款。

<sup>18</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。於2010年年底，個人貸款佔本地貸款的比例為31.4%。



**圖 5.21**  
認可機構提供的無擔保住戶貸款貸款的半年增長



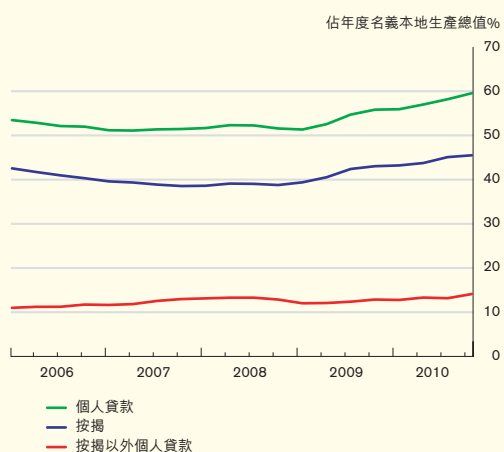
資料來源：金管局。

卡貸款在2010年上半年減少0.9%後，增加17.9%。其他個人貸款於報告期內增長7.3% (圖5.21)。

由於個人貸款增長強勁，住戶槓桿比率(即按揭貸款與本地生產總值的比率)由2010年第2季的57.0%明顯上升至第4季的59.6% (圖5.22)。

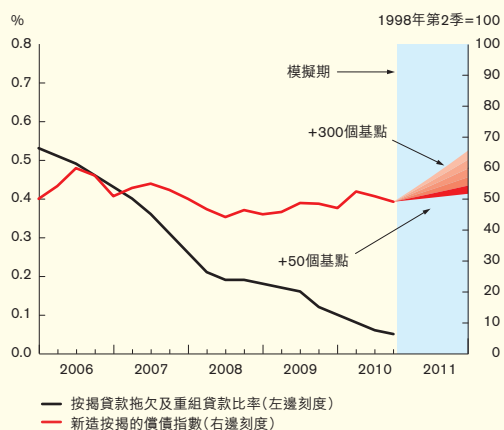
但總體而言，各項指標顯示住戶信貸風險下降。銀行按揭組合的3個月拖欠及重組貸款比率於2010年12月創下0.05%的歷史低位 (圖5.23)。

**圖 5.22**  
住戶債務槓桿比率



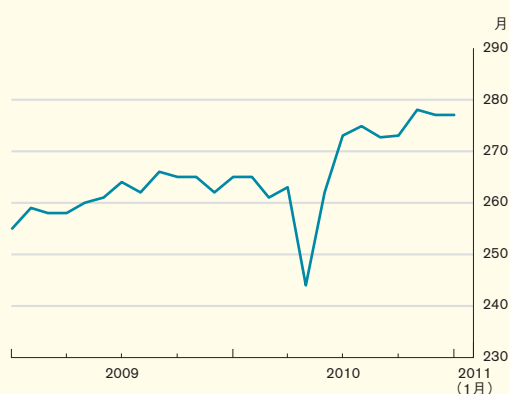
註：界定為貸款與最近四個季度的名義本地生產總值之和的比率。  
資料來源：職員估計數字。

**圖 5.23**  
新造按揭的住戶債務負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的按揭的平均利率計算。  
資料來源：金管局及職員估計數字。

**圖 5.24**  
新批按揭貸款的平均合約年期

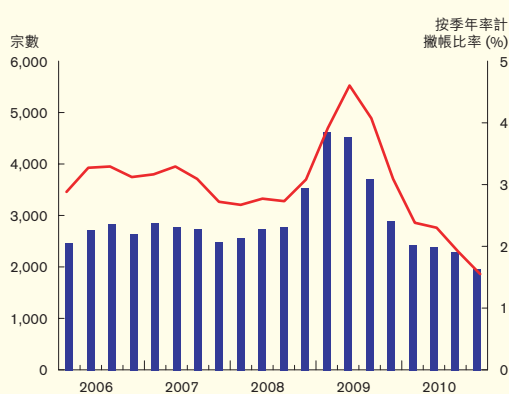


資料來源：金管局。

新造按揭的償債指數由2010年第2季的52.3下降至第4季的49.0，反映家庭入息中位數有所增長，以及新造按揭的期限總體上較以往長(圖5.24)。然而，較長期限的按揭貸款意味著借款人的償債負擔將會對利率變動更為敏感。

儘管現時的住戶債務負擔水平未必達警戒水平，但低利率的逆轉及收入減少可能會導致住戶債務負擔急劇增加，從而增加信貸風險。專題3評估在這種情況下產生的風險。主要結果表明，將借款人的供款與入息比率上限減低至50%<sup>19</sup>的審慎監管措施，可明顯提高住戶對利率上升及收入下降的雙重衝擊的抵禦能力。

**圖 5.25**  
信用卡貸款的撇帳比率及申請破產個案



■ 申請破產個案數目(左邊刻度)  
— 撇帳比率(右邊刻度)

資料來源：破產管理署及金管局。

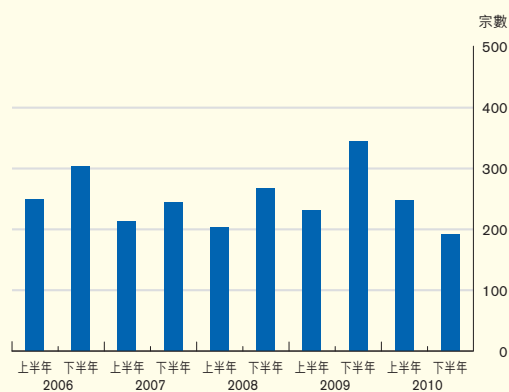
無擔保住戶貸款的信貸風險進一步改善，信用卡貸款撇帳比率(按季年率計)由2010年第2季的2.31%降至第4季的1.56%(圖5.25)。申請破產個案數目亦表明信貸風險減低(圖5.25)。

儘管本地經濟的強勁表現是信用卡貸款撇帳比率持續改善的重要因素，但專題4的評估顯示，於2003年引入共用正面消費信貸資料，亦從結構上減低了違約風險。這結果為目前擴大現有信貸資料共用系統至共用住宅及非住宅物業方面的正面及負面信貸資料的建議提供了有力的支持。

### 公司貸款<sup>20</sup>

公司貸款<sup>21</sup>於2010年上半年增長16.4%後，再於下半年增長12.2%。於2010年年底，公司貸款佔本地貸款68.3%。

**圖 5.26**  
公司強制清盤令數目



資料來源：破產管理署。

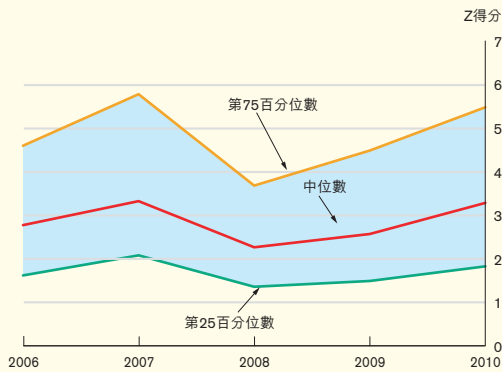
各項指標顯示香港公司的財務狀況穩健。2010年下半年的公司強制清盤令數目下降至191宗，較上半年下降22.7%(圖5.26)。

<sup>19</sup> 詳情請參閱金管局於2010年8月13日發表的新聞稿「住宅按揭貸款的審慎監管措施」。該新聞稿載於金管局網站。

<sup>20</sup> 不包括銀行同業貸款。

<sup>21</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。

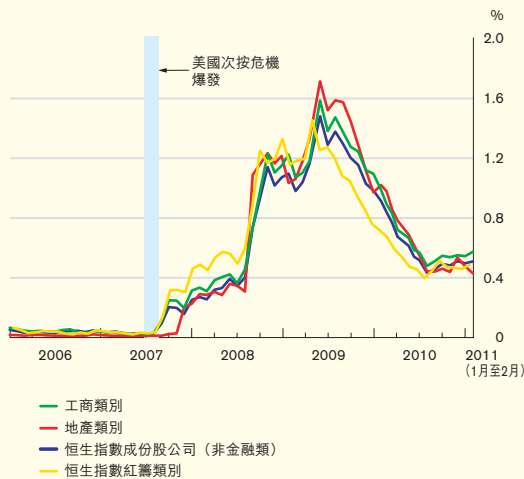
**圖 5.27**  
非金融類上市公司破產風險指標：  
Altman的Z得分



註：Z得分越低表示公司違約的可能性越高。  
資料來源：根據彭博所提供數據計算的職員估計數字。

Altman的Z得分<sup>22</sup> (以會計數據為基礎的信貸風險指標) 顯示，非金融類企業<sup>23</sup> 的財務穩健程度進一步改善 (圖5.27)。同時，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指標) 徘徊在低位，於2011年2月底為0.51% (圖5.28)。

**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



資料來源：根據彭博所提供數據計算的職員估計數字。

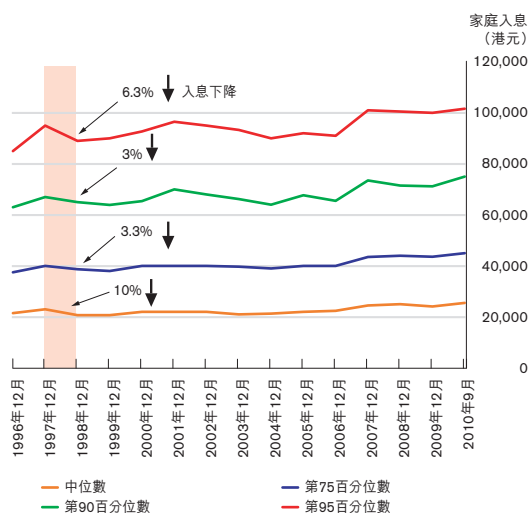
<sup>22</sup> 請參閱E. Altman (2000), 「Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-scores and ZETA models」, 《工作論文》, 紐約大學。Z得分是典型的信貸風險指標, 根據各企業財務報表所載的一系列財務比率來評估企業整體的穩健程度。用以計算Z得分的會計比率為: 流動資金/總資產、保留盈餘/總資產、扣除利息及稅項前盈利/總資產、股票市值/總負債帳面值, 以及銷售額/總資產。

<sup>23</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。這些數字可能會作修訂, 解讀時應保持審慎。

### 專題 3

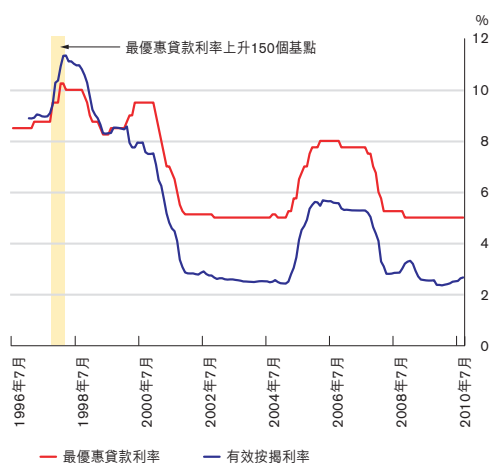
## 評估在利率及收入衝擊下限制供款與收入比率的成效

**圖 B3.1**  
私人永久住宅住戶的每月家庭入息



註：年底情況，除了2010年數字顯示第3季情況。  
資料來源：政府統計處。

**圖 B3.2**  
最優惠貸款利率及有效按揭利率



資料來源：金管局。

收入及利率是影響供款與收入比率的兩項主要風險因素。在過去，這兩項因素可以同時朝著不利方向變動。舉例來說，在亞洲金融危機期間，家庭入息中位數<sup>24</sup>下跌約10% (圖B3.1)，但最優惠貸款利率則明顯上升150個基點 (圖B3.2)<sup>25</sup>。假如一個家庭在危機前的原有供款與收入比率是60%，則在衝擊之下其供款與收入比率則會上升至高於70%。供款與收入比率急劇上升可能對家庭債務負擔及違約風險造成顯著影響。

金管局於2010年8月推出一項審慎監管措施，規定認可機構將供款與收入比率上限劃一定為50%。<sup>26</sup>為了評估這上限在多大程度上可以增強按揭借款人對收入及利率衝擊的抵禦能力，本專題根據家庭入息及香港銀行同業拆息的過往變動，模擬這兩項因素在一年期間的情況。<sup>27</sup>運用該兩項因素的模擬未來路徑，我們便可以計算在下列兩個情景中家庭的供款與收入比率。<sup>28</sup>

<sup>24</sup> 於評估過程中，家庭入息指私人永久住宅住戶的每月收入。

<sup>25</sup> 最優惠貸款利率從1997年9月的8.75%上升至1998年1月的10.25%。

<sup>26</sup> 詳情請參閱金管局於2011年8月13日於網站發表的新聞稿「住宅按揭貸款的審慎監管措施」。該新聞稿載於金管局網站。

<sup>27</sup> 為求簡便，我們假設家庭入息的年度百分比變化與3個月香港銀行同業拆息的年度百分點變化按常態分佈，並假設這兩個變數彼此獨立。

<sup>28</sup> 主要假設包括：(1)3個月香港銀行同業拆息的下限範圍是0%；(2)3個月香港銀行同業拆息1個百分點變化會引致最優惠貸款利率0.71個百分點變化；以及(3)最優惠貸款利率下限範圍是5%。

- **情景A**：假設供款與收入比率上限範圍是50-60%，而這個範圍的上限只適用於高入息家庭（即2010年8月13日新審慎措施實施之前的情況）；及
- **情景B**：假設供款與收入比率上限劃一為50%（即現行措施）。

在以上情景中，假設銀行按揭貸款金額為置業人士於各情景中能夠獲取的信貸金額上限。

主要結果如下：

- (1) 50%供款與收入比率上限能夠有效預防置業人士過度承擔物業市場風險，而對於高入息家庭（例如：入息高於第75百分位數）的影響更加顯著。如以65%供款與收入比率作為受壓的臨界點，則高入息家庭的供款與收入比率在未來1年內超出臨界點的機會不足2%（請參閱表B3.A的「情景B」），而情景A（即採納50%上限之前）的機會估計約為10%。分析顯示50%供款與收入比率限制能夠增強家庭對收入及利率衝擊的抵禦能力。
- (2) 我們亦評估供款與收入比率上限由50%假設性下調至40%時，家庭對負面衝擊的抵禦能力會否增強。表B3.B的結果顯示，能否增強抵禦能力很大程度視乎如何釐定供款與收入比率的受壓水平。雖然國際上似乎並無對於受壓供款與收入比率的公認指標，但初步分析顯示該水平可能介乎60%至70%之間。<sup>29</sup> 假如將65%的供款與收入比率視為壓力的臨界點，則進一步將供款與收入比率由目前的50%降低至40%，會令供款與收入比率高於臨界點的可能性降低約1.6%。

**表 B3.A**  
在衝擊之下 1 年內的供款與收入比率高於 65% 的估計可能性 (%)

家庭入息 (港元)	家庭入息 百分位數	情景A： 供款與收入 比率上限為 50至60%	情景B： 供款與收入 比率上限為 50%
101,600	第 95	9.59	1.64
75,000	第 90	9.35	1.57
45,000	第 75	9.26	1.54
25,500	第 50	2.13	1.62

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

**表 B3.B**  
下調供款與收入比率上限至 40% 時在衝擊之下 1 年內供款與收入比率高於 65% 的估計可能性 (%)

家庭入息 (港元)	家庭入息 百分位數	供款與收入 比率上限		差額 = (B) - (A)
		=50% (A)	=40% (B)	
101,600	第 95	1.64	0.07	-1.56
75,000	第 90	1.57	0.06	-1.51
45,000	第 75	1.54	0.05	-1.49
25,500	第 50	1.62	0.06	-1.56

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

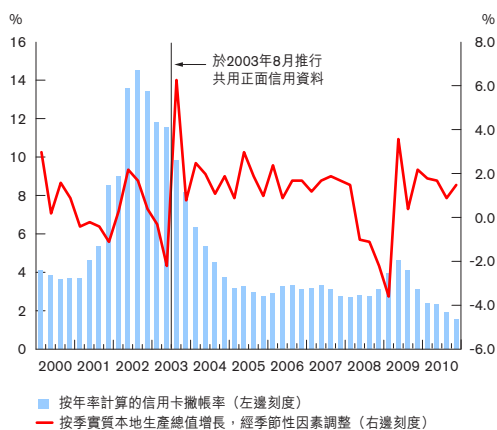
<sup>29</sup> 作為參考，美國設立「房貸可負擔計劃」(Making Home Affordable Plan) 為合資格業主提供調整按揭貸款的機會，以加強他們的負擔能力及避免沒收抵押品。根據有關指引，高於55%的供款與收入比率在美國可能被視為難以負擔的水平。根據該計劃，供款與收入比率高於55%的借款人須聘請房屋顧問為他們制訂行動計劃，將債務降低至可負擔水平。然而，55%的供款與收入比率在美國是以每月總收入（即除稅前收入）的百分比表示，由於薪俸稅率有別，所以不可與其他國家直接比較。如比率以除稅後收入百分比（「經調整供款與收入比率」）表示，並假設美國按揭借款人的平均薪俸稅率為24%，則百分比約為72%。假設以72%的經調整供款與收入比率為指標，並假設香港按揭借款人的平均薪俸稅率為12%，則香港對應的供款與收入比率（以除稅前收入百分比表示）估計約為64%。

## 專題 4 共用正面信用資料能否降低零售貸款的拖欠比率？

香港於2003年推行共用正面信用資料計劃，以加強信貸風險評估的完整性及準確性。為進一步改善銀行對按揭貸款的風險管理，金融業已提出建議<sup>30</sup>，並得到金管局的支持，擴大共用資料的涵蓋範圍，將關於住宅及非住宅物業的正面及負面按揭資料亦納入其中。

在此背景下，本專題將參照香港於2003年推出計劃時的經驗，評估共用正面個人信貸資料的潛在好處。尤其是，本專題將會估計計劃對於降低香港信用卡貸款拖欠風險的成效。

圖 B4.1  
信用卡撇帳率及經濟增長



資料來源：金管局及政府統計處。

圖B4.1列示了香港信用卡貸款平均撇帳率及實質本地生產總值增長。圖中清楚顯示於2003年8月推出計劃後，撇帳率明顯下降，似乎反映計劃能夠加強銀行業的信貸風險管理。<sup>31</sup>然而，由於自2003年第3季起開始的經濟復甦亦有助改善撇帳率，因此圖表上未能反映共用正面信用資料計劃對降低撇帳率的影響程度。

為了量化這計劃的影響，我們運用2000年第1季至2010年第3季期間的數據，建立一個季度誤差修正模型。模型假設信用卡貸款平均撇帳率<sup>32</sup>、法庭發出的個人破產令數目及香港的失業率之間存在正長期關係。我們在模型中加入失業率作為解釋變量是要控制宏觀經濟情況在不同時間的差異。此外，我們在模型中亦加入一個虛擬變量以估計推行計劃對撇帳率的結構性影響。這個模型是根據Engle-Granger兩步法<sup>33</sup>估計。

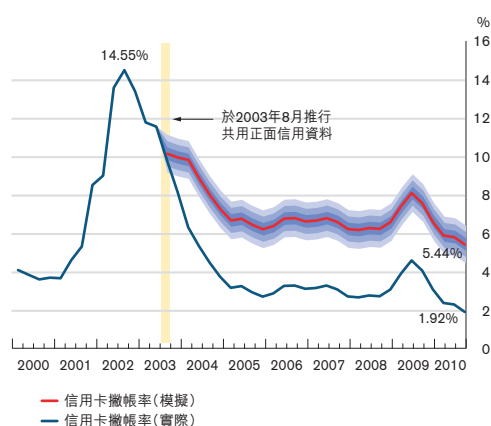
<sup>30</sup> 這項建議由個人信貸工作小組提出，而個人信貸工作小組是由香港銀行公會、存款公司公會（香港有限牌照銀行及接受存款公司公會）、香港持牌放債人公會、以及香港信貸機構聯會有限公司共同組成。

<sup>31</sup> 對於這方面的早期評估，請參閱《金融管理局季報》，2006年3月號「共用正面個人信貸資料的好處」。

<sup>32</sup> 指在金管局進行的信用卡貸款調查中受訪銀行的信用卡貸款總撇帳率（按年率計）。

<sup>33</sup> 參見R. Engle and C. Granger 1987 “Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing”, *Econometrica*, 55(2), 第251至276頁。

**圖 B4.2**  
模擬的信用卡撇帳率



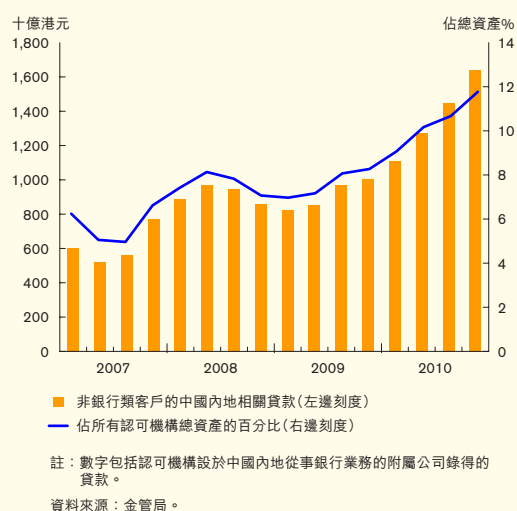
註：反事實模擬假設2003年8月並無推行共用正面信用資料計劃。  
資料來源：金管局及職員估計數字。

整體而言，因為所有估計系數都具顯著性且與預期值相符，因此解釋信用卡貸款撇帳率時，所有變量均視為重要因素。控制宏觀經濟情況(以失業率衡量)在不同時間的差異後，虛擬變量的估計系數顯示，2003年8月推行計劃結構性地將銀行業按年率計算的信用卡撇帳率降低約3.5個百分點。一項反事實模擬分析顯示，假如2003年並無推出計劃，則2010年第3季的撇帳率可能介乎4.45%至6.43%，而當時的實際撇帳率水平為1.92%(圖B4.2)。

以上分析顯示，共用正面信用資料已大幅降低香港零售貸款的拖欠比率。因此，假如現時的建議獲得採納，擴大後的共用信用資料涵蓋範圍應有助進一步改善銀行業的信用風險管理。由於對物業市場過熱及其對銀行業的潛在影響的關注日益增加，此改動建議亦應可促進香港銀行體系的穩定。



**圖 5.29**  
認可機構提供予非銀行類客戶的  
中國內地相關貸款



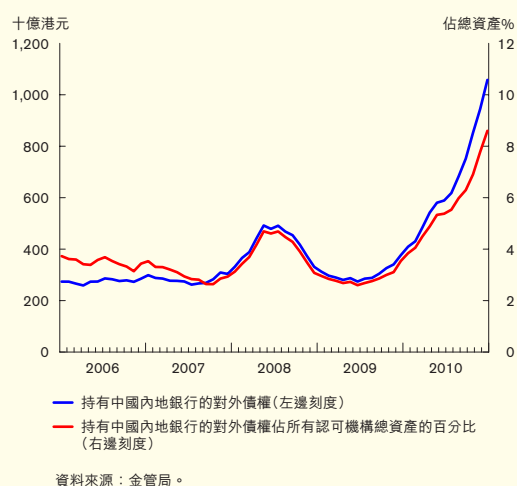
### 中國內地相關貸款

銀行業的信貸組合近年來明顯轉向中國內地相關業務（圖5.29），2010年亦不例外。

零售銀行對非銀行類客戶的中國內地相關貸款總額<sup>34</sup>由2010年6月底的9,200億港元（佔零售銀行總資產11.4%）增至12月底的11,830億港元（佔零售銀行總資產13.2%）。就銀行業整體而言，同期內非銀行類客戶的中國內地相關貸款總額由12,730億港元（佔總資產10.2%）增至16,420億港元（佔總資產11.8%）。

香港銀行業持有內地銀行的對外債權總額仍保持強勁增長。這些債權於2010年上半年增長56%後，由2010年6月底的5,920億港元增長79%至2010年12月底的10,610億港元（佔銀行業總資產8.6%）（圖5.30）。

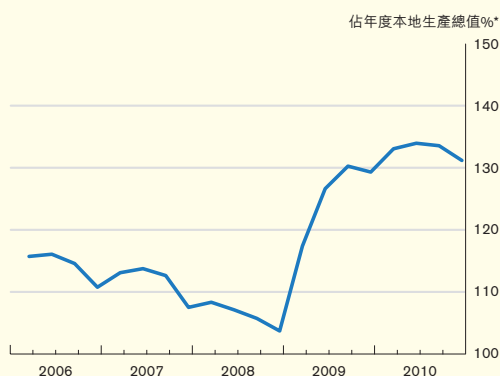
**圖 5.30**  
持有中國內地銀行的對外債權



整體而言，香港銀行業的總資產約五分之一直接受到中資企業（包括銀行類及非銀行類客戶）影響，這意味著香港銀行體系的穩定日益依賴於內地整體經濟，尤其是其銀行體系。

中國內地銀行業近期的發展形勢或會令市場關注構成長期不穩定因素的風險。在過去兩年期間，信貸增長已顯著超過經濟擴張（圖5.31）。信貸強勁增長及物業價格飆升顯示存在信貸泡沫加大的風險，而這可能會間接影響香港銀行對中國內地銀行的信貸風險。有見及此，香港銀行對中國內地銀行的風險趨勢值得密切關注。

**圖 5.31**  
中國內地的信貸與國內生產總值比率

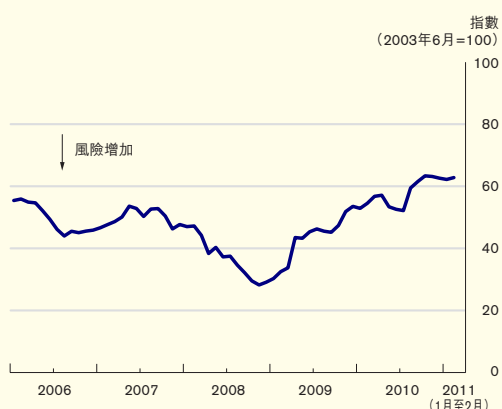


\* 界定為最近四個季度的名義本地生產總值之和。  
資料來源：《國際金融統計》及CEIC。

<sup>34</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 5.32**  
中資企業的違約距離指數

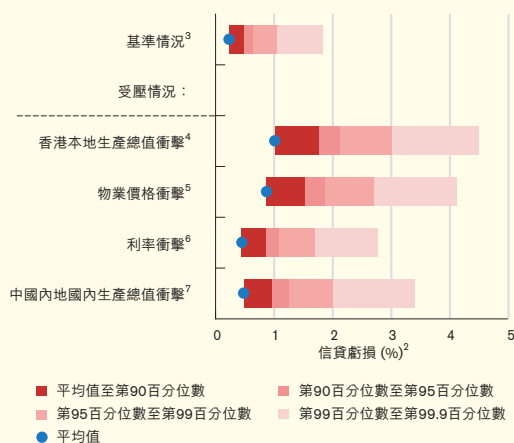


註：

1. 界定為上海證券交易所A股180指數所有非金融類成份股公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)的估計數值的簡單平均值。
2. 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。

**圖 5.33**  
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值信貸虧損<sup>1</sup>



註：

1. 有關評估將2010年第4季的經濟狀況假設為當前環境。運用蒙特卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情況下的信貸虧損分佈。
2. 估貸款組合的百分比。
3. 基準情況假設兩年期間並無出現衝擊。
4. 香港的實質本地生產總值由2011年第1季至2011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%。
5. 香港的實質物業價格由2011年第1季至2011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%。
6. 實質利率(香港銀行同業拆息)在第1季(即2011年第1季)上升300基點，隨後於第2及3季不變，在第4季(即2011年第4季)再上升300基點。
7. 中國內地的實質國內生產總值在2011年第1季按季下跌4.0%。

資料來源：職員估計數字。

香港銀行對中國內地企業的信貸風險保持穩定。中資企業的整体違約距離<sup>35</sup>指數繼續處於健康水平(圖5.32)。然而，中資企業的財務穩健程度將會在很大程度上受未來貨幣政策收緊的速度和幅度影響。

### 信貸風險宏觀壓力測試<sup>36</sup>

零售銀行的信貸風險宏觀壓力測試結果反映出強勁的基本經濟要素，並顯示香港銀行業抵禦宏觀經濟衝擊的能力進一步改善。

圖5.33展示了在四種特定的宏觀經濟衝擊<sup>37</sup>下，零售銀行於2012年第4季的模擬未來信貸虧損比率，所使用資料截至2011年第4季(關於考慮的衝擊詳情，請參閱圖5.33下的註釋)。在受壓情況下，預期信貸虧損比率估計介乎0.45%(利率衝擊)至1.01%(香港本地生產總值衝擊)不等，而上一份報告中的估計範圍為0.45%至1.03%。

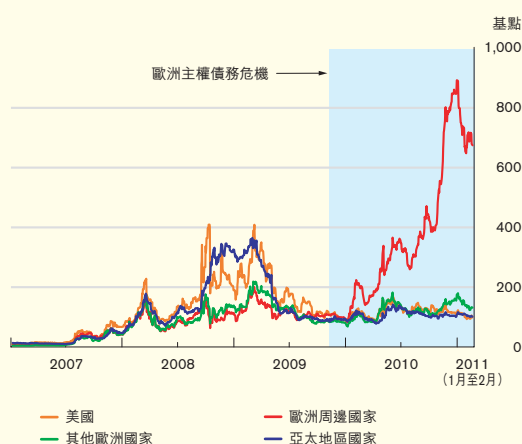
考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的最高信貸虧損比率(置信水平為99.9%)會介乎2.76%(利率衝擊)至4.49%(香港本地生產總值衝擊)之間。估計尾端風險小於上一次評估(即介乎2.84%至4.50%之間)。

<sup>35</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 R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至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。

<sup>36</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。模型公式詳情載於黃學元等人 (2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁。本文估計時使用更新版本的架構。

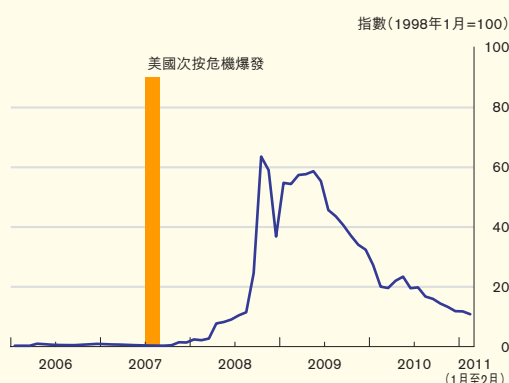
<sup>37</sup> 衝擊經過相應調整，以與亞洲金融風暴期間所見的衝擊相若，但中國內地國內生產總值衝擊除外。

**圖 5.34**  
美國、歐洲及亞洲銀行的信貸違約掉期息差



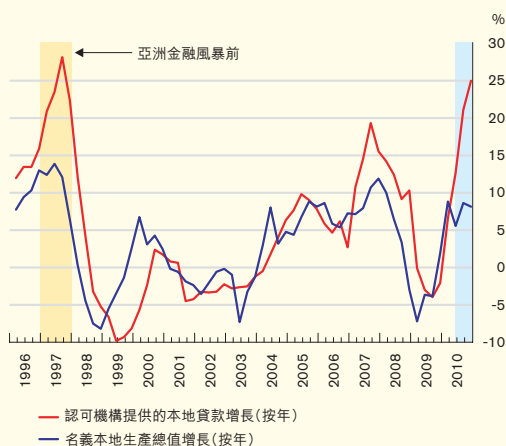
註：  
1. 各組別5年期信貸違約掉期息差中位數。  
2. 歐洲周邊國家包括希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙。  
資料來源：彭博。

**圖 5.35**  
香港銀行困境指數



資料來源：根據彭博所提供數據計算的職員估計數字。

**圖 5.36**  
香港的信貸增長及名義本地生產總值增長



資料來源：政府統計處及金管局。

## 5.5 銀行體系的系統性風險

整體評估結果顯示，香港銀行業的系統性風險保持在低水平，儘管有跡象顯示風險上升。

金融市場的資料顯示，外圍環境不確定因素增加並未導致亞洲（包括香港）銀行業的系統性風險上升。具體而言，儘管債台高築的歐洲經濟體系的銀行信貸違約掉期息差高企，但亞洲銀行的信貸違約掉期息差仍保持穩定（圖5.34）。本地方面，香港銀行困境指數<sup>38</sup>（以市場為基礎的系統性風險指標）由2010年8月底的17進一步降至2011年2月的11（圖5.35），反映市場對香港銀行體系的穩定性持樂觀態度。儘管如此，由於市場仍然憂慮歐洲主權債務危機會對全球銀行體系造成外溢效應，所以仍須保持警惕。

市場的樂觀看法大致符合綜合預警系統<sup>39</sup>的最新評估結果。銀行出現困境的估計概率繼續處於最低脆弱程度<sup>40</sup>的範圍。低系統性風險的主要原因仍是強勁的本地經濟基本因素。

然而，信貸快速增長的潛在系統性影響可能較以往為大。自2010年第2季起，本地貸款的增長速度明顯快於香港名義本地生產總值增長（圖5.36），這表明目前的信貸增長可能部份受中國相關貸款及資產市場活動的融資貸款所帶動。現時貸款增長強勁，加上香港銀行的息差低於正常水平，增加了在資金充裕的環境下銀行承擔過多風險的憂慮。在此情況下，採納一種具有前瞻性的方法來管理貸款組合的潛在信貸風險及確保穩健的批核準則，對於保障銀行體系的穩定而言實屬至關重要。

<sup>38</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。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>39</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至179頁。

<sup>40</sup> 綜合預警系統是一個4級風險評級系統。我們採用E. Demirgüç-Kunt及A. Detragiache (2000)，「Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach」，《World Bank Economic Review》，第14(2)期，第287至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I類誤差分別為10%、30%、50%及100%。

在2010年下半年，由於物業相關貸款及物業價格皆呈現升勢，因此信貸資產價格上漲的風險可能有所加劇。為避免銀行體系過度受到物業市場影響，金管局於2010年11月中實施了新一輪的審慎監管措施，進一步降低按揭貸款的按揭成數上限。專題5根據香港的經驗及來自13個經濟體系的面板數據(panel data)經濟計量分析，評估該宏觀審慎監管措施對降低系統性風險的有效性。主要結果顯示此措施能加強銀行體系對物業價格波動的抵禦能力。

表5.B載列銀行體系的主要表現指標。

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

	12/2009	9/2010	12/2010
<b>利率</b>			
1個月香港銀行同業拆息 <sup>2</sup> (季度平均數)	0.08	0.24	0.22
3個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	0.15	0.33	0.29
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)	4.92	4.76	4.78
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)	4.85	4.67	4.71
綜合利率 <sup>4</sup>	0.11	0.18	0.21
<b>零售銀行</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>5</sup></b>			
存款總額	-1.0	7.0	1.9
港元	-1.4	9.6	-2.2
外幣	-0.4	3.0	8.4
貸款總額	0.6	10.7	1.1
本地貸款 <sup>6</sup>	-1.1 <sup>r</sup>	10.0 <sup>r</sup>	0.4
在香港以外使用的貸款 <sup>7</sup>	20.2 <sup>r</sup>	16.3 <sup>r</sup>	6.6
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	0.8	10.9 <sup>r</sup>	28.5
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	5.7	3.9 <sup>r</sup>	0.3
<b>資產質素<sup>8</sup></b>			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	96.74	97.72	97.95
需要關注貸款	1.88 <sup>r</sup>	1.43	1.28
特定分類貸款 <sup>9</sup> (總額)	1.38 <sup>r</sup>	0.84	0.77
特定分類貸款 (淨額) <sup>10</sup>	0.92 <sup>r</sup>	0.50	0.45
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.88	0.55	0.60
<b>盈利</b>			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 <sup>11</sup>	0.11	0.03	0.03
淨息差 <sup>11</sup>	1.48	1.34 <sup>r</sup>	1.32
成本與收入比率 <sup>12</sup>	49.7	49.7	49.8
<b>流動資產比率 (季度平均數)</b>	47.8	39.4 <sup>r</sup>	39.3
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.03	0.02	0.01
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.34	0.22	0.20
撇帳率 — 按季年率計	3.10	1.92	1.56
— 本年度截至該日止以年率計	3.71	2.13	1.91
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率 (綜合)</b>	16.8	16.1	15.9

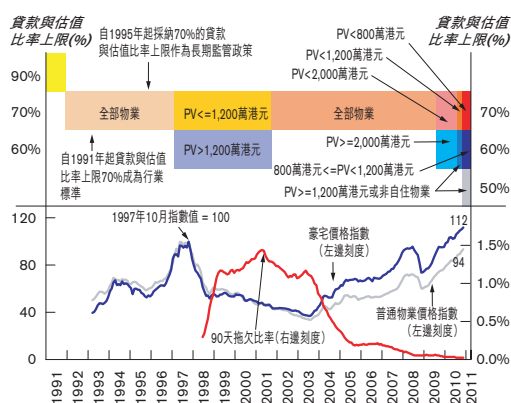
註：

- 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
  - 參考香港銀行公會公布的港元利息結算利率。
  - 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
  - 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。詳細資料請瀏覽金管局網站。
  - 季度變動百分比。
  - 在香港使用的貸款及貿易融資。
  - 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
  - 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
  - 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
  - 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
  - 本年度截至該日止按年率計數字。
  - 本年度截至該日止數字。
- <sup>r</sup> 經修訂數字。

## 專題 5

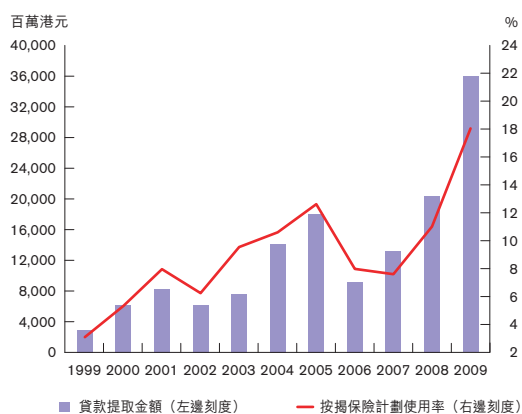
# 貸款與估值比率作為宏觀審慎工具－ 香港的經驗及來自不同經濟體系的證據<sup>41</sup>

**圖 B5.1**  
香港的貸款與估值比率政策、  
物業價格及按揭貸款拖欠比率



註：上半部份中「PV」指物業估值。  
資料來源：金管局。

**圖 B5.2**  
香港按揭保險計劃年度貸款提取金額  
及使用率



註：按揭保險計劃使用率的定義為按揭保險計劃的按揭貸款提取金額與香港銀行業的按揭貸款提取總額的比率。

資料來源：按揭證券公司。

本專題基於香港的經驗及來自13個經濟體系的面板數據的計量經濟分析，評估貸款與估值比率上限（即貸款與估值比率政策）作為宏觀審慎工具的有效性及其潛在缺陷。本專題亦就按揭保險計劃<sup>42</sup>減少貸款與估值比率政策所產生流動資金限制的效用提供實證證據。

圖B5.1呈列香港貸款與估值比率政策的主要發展（另見下頁表B5.A）。亞洲金融危機後，香港的物業價格於1997年9月至1998年9月間顯著下跌超過四成。雖然如此，其後的按揭貸款拖欠比率從未超越1.43%，按國際標準屬低水平（見圖B5.1的下半部份）。單憑此現象，可看到貸款與估值比率有效減低按揭貸款拖欠比率對物業價格下跌的反應。

決策當局的其中一個擔憂是貸款與估值比率政策可能會為置業人士帶來重大流動資金限制。<sup>43</sup>於1999年，香港按揭證券有限公司（按揭證券公司）<sup>44</sup>推出一項按揭保險計劃，希望促進更多人士在香港置業。據此，符合若干資格的置業人士可獲相當於貸款與估值比率90%的按揭貸款。此舉旨在當按揭借款人拖欠貸款時，保障參與銀行免受超出貸款與估值比率70%臨界的貸款部份的信貸損失。按揭保險計劃自推出以來，於1999年至2009年間使用率持續上升（圖B5.2），顯示按揭保險計劃幫助了大量置業人士克服流動資金限制。

<sup>41</sup> 本專題為黃德存等人(2011)，「貸款與估值比率作為宏觀審慎工具－香港的經驗及來自不同經濟體系的證據」（英文版本），《金管局工作論文》，編號01/2011的簡化版。

<sup>42</sup> 按揭保險計劃指旨在保障貸方免受因借方拖欠按揭還款而蒙受損失的保險。在某些地區，這些保險也稱為貸方按揭保險。

<sup>43</sup> 例子請見英國金融服務管理局(2009)，「The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis」。

<sup>44</sup> 按揭證券公司於1997年成立，是由香港政府擁有。其主要任務包括：(1) 透過可靠的流動資金的供給去提高銀行業的穩定，從而降低銀行在貸出按揭貸款時可能引起的資產集中風險及流動資金短缺風險；(2) 促進更多人士在香港置業；及 (3) 推動香港債務證券及按揭證券市場的發展。



**表 B5.A**  
香港的貸款與估值比率政策的主要發展

年份	重大發展
1991 年前	《銀行業條例》附表 3 將「住宅按揭」界定為「本金不超過物業買價或市價的 90%，以較低款額為準」。
1991 年 11 月	銀行業引入 70% 的貸款與估值比率上限，並自此獲銀行業監理處（金管局成立前負責監管香港銀行的機構）全力支持為一項長期監管政策。
1997 年 1 月 <sup>(1)</sup>	金管局建議 1,200 萬港元以上的「豪宅」的貸款與估值比率上限應調低至 60%。
2001 年	購置「豪宅」（價值超過 1,200 萬港元）的貸款與估值比率上限恢復至 70%。
2009 年 10 月 <sup>(2)</sup>	金管局要求所有認可機構將價值 2,000 萬港元或以上的物業的貸款與估值比率上限由 70% 調低至 60%。
2010 年 8 月 <sup>(3)</sup>	(i) 價值 1,200 萬港元或以上物業，實施 60% 貸款與估值比率上限。 (ii) 樓價低於 1,200 萬港元的物業，則繼續沿用 70% 貸款與估值比率上限，但實際貸款額最高不超過 720 萬港元。 (iii) 所有非自住物業實施 60% 貸款與估值比率上限。
2010 年 11 月 <sup>(4)</sup>	(i) 所有價值 1,200 萬港元或以上物業的貸款與估值比率上限從 60% 下調至 50%； (ii) 所有價值 1,200 萬港元以下至 800 萬港元之間的住宅物業的貸款與估值比率上限從 70% 下調至 60%，但貸款額不可超過 600 萬港元； (iii) 所有價值在 800 萬港元以下的住宅物業貸款與估值比率上限則維持在 70%，但貸款額不可超過 480 萬港元；及 (iv) 所有非自住的住宅物業、所有以公司名義持有的物業和所有工商物業的按揭，不論物業的價值，貸款與估值比率上限一律下調至 50%。

註：

- 詳情請參閱金管局於 1997 年 1 月 28 日發出的指引「物業貸款的準則」。該指引載於金管局網站。
- 詳情請參閱金管局於 2009 年 10 月 23 日發出的通告「住宅按揭貸款的審慎措施」。該通告載於金管局網站。
- 詳情請參閱金管局於 2010 年 8 月 13 日發表的新聞稿「住宅按揭貸款的審慎監管措施」。該新聞稿載於金管局網站。
- 詳情請參閱金管局於 2010 年 11 月 19 日發表的新聞稿「按揭貸款的審慎監管措施」。該新聞稿載於金管局網站。

但是，由於按揭保險計劃下，住戶可以增加槓桿比率，故此會增加按揭貸款的違約風險，導致銀行承受最多相當於物業價值 70% 的信貸損失，這便帶出了一個問題：按揭保險計劃會否明顯削弱貸款與估值比率政策的效用？

為探討此問題並就貸款與估值比率政策的有效性提供更多來自不同經濟體系的證據，我們對來自 13 個經濟體系的面板數據進行了計量經濟分析。這些經濟體系包括澳洲、加拿大、希臘、香港、韓國、馬來西亞、菲律賓、葡萄牙、新加坡、西班牙、泰國、美國及英國。樣本涵蓋的時期為 1991 年第 1 季至 2010 年第 2 季。首先將這些經濟體系分成三組：(i) 同時實行貸款與估值比率政策及按揭保險計劃，(ii) 實行貸款與估值比率政策但並無實行按揭保險計劃，及 (iii) 並無實行貸款與估值比率政策。<sup>45</sup> 然後，我們制訂了一個固定效應模型。這模型假設按揭貸款拖欠比率的變動與物業價格增長及實質國內生產總值增長有相互關係。為抑制因不同經濟體系間住戶整體槓桿水平及貨幣狀況存在差異而造成的影響，此模型分別計入整體按揭貸款債務與國內生產總值的比率及利率變化。<sup>46</sup> 為有效比較三組經濟體系的統計數字，我們假設物業價格增長及實質國內生產總值增長的估計系數在各個組別有所不同。主要發現概述如下：

- 對於實行貸款與估值比率政策的經濟體系，按揭貸款拖欠比率對物業價格的估計敏感度為負數，並且低於並無實行貸款與估值比率政策的經濟體系（按絕對值計算）。測試顯示此差異於統計上屬顯著的，意味貸款與估值比率政策增強了銀行體系對物業價格衝擊的承受能力。

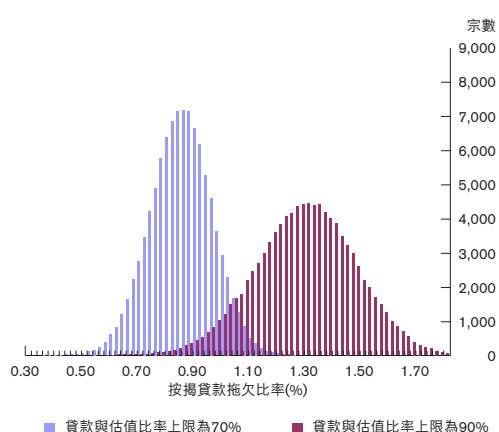
<sup>45</sup> 實行貸款與估值比率政策的經濟體系包括香港、韓國、馬來西亞及新加坡。

<sup>46</sup> 其他制度因素如追索權規定及個人破產法例，也足以影響按揭貸款違約數字。我們假設這些因素對按揭貸款拖欠比率的影響已於相關國家的固定效應系數中反映。

(ii) 就按揭貸款的違約風險而言，實行貸款與估值比率政策的經濟體系較並無實行者對宏觀經濟波動的反應較小。然而，測試顯示此差異於統計上並不屬顯著。

(iii) 實質證據顯示，對實行貸款與估值比率政策的經濟體系而言，按揭保險計劃並非影響按揭貸款拖欠比率對物業價格敏感度的顯著因素。當考慮按揭貸款拖欠比率對實質國內生產總值增長敏感度時，亦得出類似的統計結果。這說明按揭保險計劃不會降低貸款與估值比率政策的有效性。

**圖 B5.3**  
香港物業價格受下跌40%的假設衝擊後按揭貸款拖欠比率的模擬分佈



註：基於100,000宗試驗個案的模擬結果。  
資料來源：職員估計數字。

為進一步顯示貸款與估值比率政策對銀行體系穩定性的影響，我們對香港銀行業進行了一次模擬測試。在模擬過程中，我們反事實地假設貸款與估值比率上限已於1997年前一段時間由70%放寬至90%。另外亦假設所有銀行會積極利用此政策，透過將按揭貸款延伸至物業估值的90% (即貸款與估值比率平均為90%) 來擴展業務。最後於模擬中施加令物業價格下跌40%的衝擊。<sup>47</sup> 圖B5.3顯示了這對按揭貸款拖欠比率的模擬影響。模擬結果顯示，倘若貸款與估值比率上限於1997年前由70%放寬至90%，則物業價格於1997年至1998年間下跌40%後的按揭貸款拖欠比率將為1.7% (置信水平為95%)，而1998年年底的實際水平為0.84%。<sup>48</sup>

我們的研究結果顯示，貸款與估值比率政策有效減少物業市場周期引起的系統性風險。另一方面，按揭保險計劃在香港獲廣泛採用，顯示貸款與估值比率政策可能已引致明顯流動資金限制。然而，根據我們的分析，按揭保險計劃可以在不減少貸款與估值比率政策有效性的情況下減輕這方面的影響。

<sup>47</sup> 此衝擊與1997年至1998年間於香港發生的衝擊相若。

<sup>48</sup> 此結果與先前研究的實證結果大致相符。詳情請參閱黃學元等人(2004)，「香港住宅按揭貸款拖欠還款風險」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》。



---

# 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。

## 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

由弱方及強方兌匯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。

## 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。

## 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。

本報告摘錄自《香港金融管理局季報》(2011年3月號)。

©2011香港金融管理局

本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站[www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)查閱。

**香港金融管理局**

香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓

電話: (852) 2878 8196

傳真: (852) 2878 8197

電郵: [hkma@hkma.gov.hk](mailto:hkma@hkma.gov.hk)

**[www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)**

ISSN 2222-1522 (網上版)