

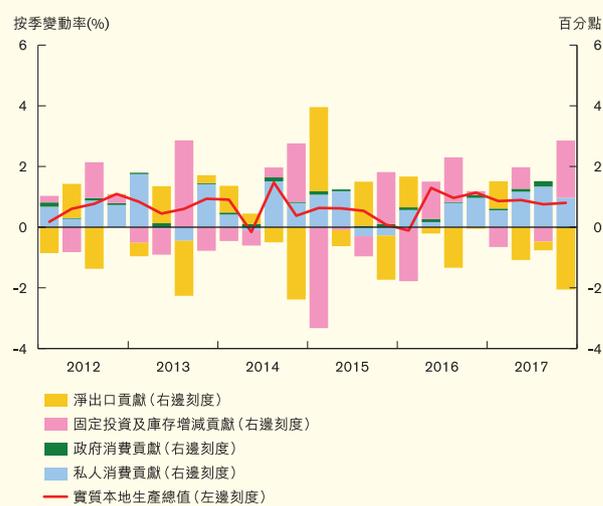
## 3. 本港經濟

隨着本地需求暢旺及出口表現改善，香港經濟於2017年下半年保持穩健的增長動力。預期2018年經濟增長仍然穩健。本港經濟前景仍受各大央行的貨幣政策正常化、環球金融市場穩定性、保護主義情緒升溫及地緣政治緊張局勢升級等眾多不明朗因素及風險所影響。短期而言，雖然本地通脹壓力應會保持溫和，但若干上行風險仍然存在。

### 3.1 實體經濟活動

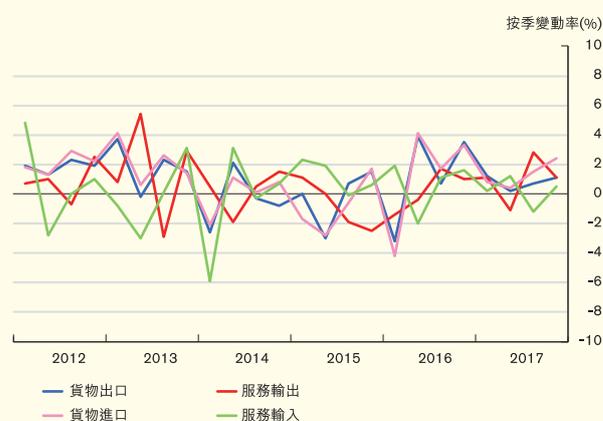
香港經濟於2017年下半年保持增長動力。經季節性因素調整的實質本地生產總值於第3季及第4季按季增長率均為0.8%，與此前兩季的平均增長率0.9%相若（圖3.1）。與上半年比較，私人消費仍然穩健增長，並繼續成為本地生產總值增長的其中一個主要動力。消費增長穩健，原因是就業及收入狀況良好，消費者情緒仍然樂觀，以及資產價格上升透過財富效應帶來正面影響。雖然樓宇及建造活動減弱，但企業資本開支增加，令整體投資開支在經歷三個季度的大致穩定表現後，於最後一個季度顯著上升。外圍因素方面，受惠於全球貿易增長改善，加上入境旅遊業逐步復甦，香港的出口表現因而進一步改善（圖3.2）。儘管如此，由於進口增速較出口增速為快，貨物淨出口仍拖累本地生產總值增長，而服務淨輸出則對本地生產總值增長有正面貢獻。

圖3.1  
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖3.2  
實質進出口



資料來源：政府統計處。

經濟增長動力持續，帶動就業職位於2017年下半年增加。期內總就業人數增加約0.7%至逾385萬人，其中建造業、金融及商用服務業以及公共行政、社會及個人服務業的增幅最為顯著。由於實質本地生產總值增長超過就業人數增長，勞動生產力呈現進一步改善的跡象。

預期2018年經濟增長將保持穩健。外圍因素方面，香港的出口表現將繼續受惠於全球經濟增長前景改善及入境旅遊業逐漸復甦。本地方面，私人消費料將持續增長，主要是由於勞工市場狀況理想所致。鑑於港元利率最終會上升，專題3研究較高按揭供款負擔對私人消費的影響。至於本地固定資本形成方面，受惠於住屋供應增加及基建項目持續展開，樓宇及建造活動應會穩步增長。雖然經濟環境改善將會刺激商業資本開支，但利率有可能上調或會帶來負面影響。政府預測2018年實質本地生產總值增長介乎3至4%，而國際機構及私營機構分析師的增長預測則介乎2至4%。然而，香港的增長前景仍受包括之前章節提到的外圍環境、中國內地金融狀況收緊下的經濟表現，以及本港資產市場的走勢等眾多不明朗因素及風險所影響。

### 3.2 通脹及失業率

本地通脹壓力於2017年下半年仍然受控，但環比通脹動力於最近數月有稍微回升的跡象。按年比較，基本綜合消費物價指數於第3季及第4季分別上升1.7%及1.6%，與該年度上半年的平均升幅約1.7%相若。不過，反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率於2018年1月稍升至2.8%（圖3.3）。當中，貿易品及服務價格均告上升。新簽訂的私人住宅租金自2016年年中以來回升亦可能在一定程度上增加了通脹動力（圖3.4）。此外，近幾個季度的勞工成本壓力繼續保持溫和（圖3.5）。

圖3.3 反映消費物價通脹的不同指標



圖3.4 綜合消費物價指數租金項目及市場租金



圖3.5 單位勞工成本及人均薪金



由於全球通脹依然溫和，而且本地成本升幅穩定，預期香港的通脹壓力於2018年將保持溫和，但基本通脹率可能會由2017年的八年低位1.7%逐步回升。舉例而言，由於新簽訂私人住宅租金增長所帶來的傳遞效應，通脹壓力於2018年下半年可能會有所增加。市場共識預測整體通脹率於2018年為溫和的2.2%，而政府預測的基本通脹率則為2.5%。

雖然通脹前景溫和，但是上行風險仍然存在。外圍因素方面，全球通脹或大宗商品價格一旦錄得超乎預期的漲幅，則有可能增加本地通脹動力。本地因素方面，近期勞工市場進一步收緊，經季節性因素調整的失業率由2016年的3.4%下降至2017年12月的2.9%，是近20年來首次低於3%（圖3.6）。當前的產出缺口估計接近零，倘若勞工市場大幅收緊，則有可能對通脹構成額外的上行壓力。

圖 3.6  
失業率



— 失業率

資料來源：政府統計處。

### 專題3 量度按揭供款負擔對私人消費的影響

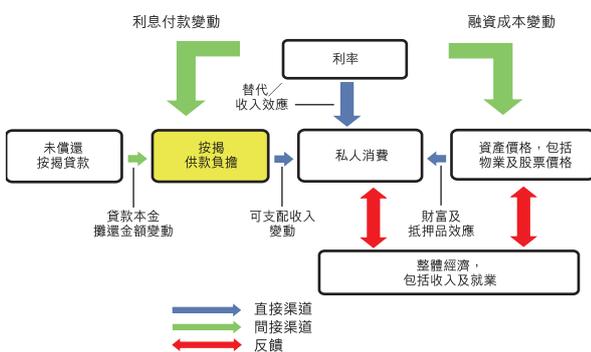
#### 引言

2008年全球金融危機後利率低企，香港家庭的按揭負債增加。隨着美元利率正常化的推進，港元利率最終會跟隨美元利率上升，未來家庭按揭供款負擔會相應增加，從而拖累家庭消費。因此，本專題研究按揭供款負擔增加對香港私人消費的影響。<sup>34</sup>

#### 量度按揭供款負擔

按揭供款負擔指按揭償債付款（即利息付款加上貸款本金攤還金額）佔入息的比例。圖B3.1顯示按揭供款負擔在利率衝擊傳遞至私人消費過程中的角色。除一般經濟理論所提及的替代效應、收入效應及由資產價格變動引致的財富效應和抵押品效應外，在有按揭供款負擔的情況下，利率衝擊亦會透過改變按揭利息付款額，繼而改變家庭的可支配收入，從而影響私人消費。這一影響將會隨着未償還按揭貸款額的增加而擴大。此外，貸款本金攤還金額會隨着未償還按揭貸款額的變化而變動，這亦會透過改變家庭可支配收入影響私人消費。

圖 B3.1  
私人消費的決定因素



資料來源：金管局職員製作的圖解。

為量度按揭供款負擔對私人消費的影響，我們基於未償還按揭負債，估算了未償還按揭供款與入息比率 (OMDSR)。有別於現時僅適用於新造按揭負債的按揭供款負擔指標，OMDSR涵蓋與私人消費總額關係更緊密的整體家庭所有未償還按揭負債。我們大致參照國際結算銀行所用的方法<sup>35</sup>，使用固定分期付款的標準公式量度OMDSR：

$$OMDSR_t = \frac{r_t}{(1 - (1 + r_t)^{-s_t})} \times \frac{D_t}{Y_t}$$

其中  $D_t$  為銀行業的未償還住宅按揭貸款金額， $Y_t$  為自置居所家庭的入息總額（以自置居所家庭入息中位數乘以自置居所家庭數目為指標），而  $r_t$  及  $s_t$  分別為未償還按揭貸款的平均利率及期限。

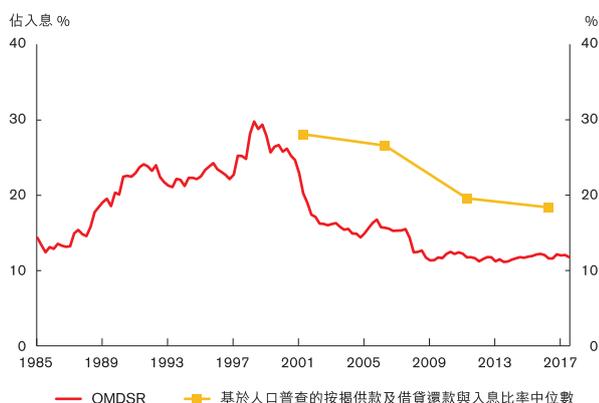
為評估OMDSR能否可靠量度整個家庭部門的按揭供款負擔，宜將OMDSR與兩個常用的供款負擔指標作比較。

圖B3.2顯示1985年至2017年中的OMDSR估算，以及政府統計處基於五年一度的人口普查所估算的按揭供款及借貸還款與入息比率中位數。於2000年代初期，這兩個比率均呈下行趨勢，這與1997年的樓市泡沫爆破後整體家庭按揭借貸減少及同期按揭利率大幅下跌的趨勢吻合。儘管在全球金融危機後物業價格大幅上升，但這兩個比率仍保持穩定，這是由於金管局對銀行按揭貸款採取宏觀審慎措施，遏制了整體家庭按揭槓桿。另外，新造按揭貸款的期限延長亦令按揭供款的實際金額減少。

<sup>34</sup> 有關分析的詳情，請參閱Chan等人(2017)，「量度按揭供款負擔對私人消費的影響」(英文版)，香港金融管理局研究備忘錄16/2017。

<sup>35</sup> 例子可參閱國際結算銀行(2016)，「BIS database for debt service ratios for the private non-financial sector」，國際結算銀行資料文件([http://www.bis.org/statistics/dsr/dsr\\_doc.pdf](http://www.bis.org/statistics/dsr/dsr_doc.pdf))。

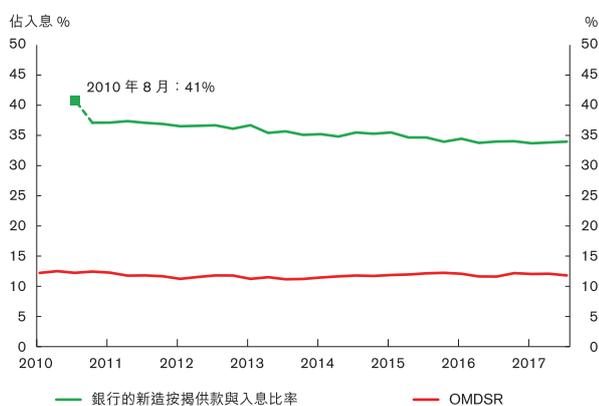
**圖 B3.2**  
OMDSR 以及按揭供款及借貸還款與入息比率中位數



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

我們亦將OMDSR與銀行的供款與入息比率比較，後者是銀行的新造按揭申請人的實際償債與入息比率。如圖B3.3所示，OMDSR低於銀行的供款與入息比率，部分原因是OMDSR不僅涵蓋新造按揭，亦涵蓋原有按揭。由於原有按揭在訂立時樓價較低，它們的供款相應低於新造按揭的供款。因此，涵蓋原有及新造按揭的未償還按揭供款負擔指標（即OMDSR）會低於新造按揭的供款負擔指標（即銀行的供款與入息比率）。此外，銀行的供款與入息比率較高亦是由於銀行遵從金管局的審慎監管要求，在計算供款與入息比率時計及非按揭貸款還款。在全球金融危機後，OMDSR及銀行的供款與入息比率均保持穩定，這主要緣於金管局實施按揭貸款的審慎監管，對銀行的供款與入息比率設定上限，而該措施亦有助於平抑OMDSR。

**圖 B3.3**  
OMDSR 及銀行的新造按揭供款與入息比率



註：金管局自2010年8月以來編製銀行的供款與入息比率。為便於比較，銀行的供款與入息比率之月度時間序列已轉換為季度平均數據。

資料來源：金管局職員估計數字。

整體而言，OMDSR與常用的供款負擔指標基本一致，但OMDSR具有更強的即時性，而且能夠反映整體未償還按揭負債的負擔，而不僅是新造按揭負債的負擔。因此，我們相信使用OMDSR可評估按揭供款負擔對私人消費的影響。

### 實證分析

為評估按揭供款負擔對香港私人消費的影響，我們按照Lai and Lam (2002)<sup>36</sup> 以及Kang (2016)<sup>37</sup> 的方法估算一個誤差修正模型(error-correction model)。其中，實質私人消費(以實質平均每個家庭私人消費為指標)與其決定因素的長期關係在短期公式中以誤差修正項(error-correction term)呈現。基於已有理論及實證證據，我們將實質收入(以家庭入息中位數為指標，經綜合消費物價指數平減)、實質房屋及金融財富(分別以住宅價格及恒生指數為指標，經綜合消費物價指數平減)及OMDSR作為私人消費的長期決定因素。

表B3.A顯示基於1985年第1季至2016年第4季的季度數據，以誤差修正模型估算的結果。對於長期公式，所有估算系數的符號均符合預期。在統計上，實質收入、實質住宅價格及實質股票價格均對實質私人消費有顯著的正向影響，而OMDSR則有顯著的負向影響。根據估算，長期而言，若OMDSR上升一個百分點，則家庭消費會減少0.76%，這表明債務負擔增加會使私人消費更易受加息拖累。<sup>38</sup>

<sup>36</sup> Lai, Kitty and Raphael Lam (2002), 「個人信貸、家庭負債與消費的關係」(The nexus of consumer credit, household debt service and consumption), 金管局季報, 2002年11月號。

<sup>37</sup> Kang, Joong Shik (2016), 「Private sector activity in Hong Kong SAR and the Fed: transmission effects through the currency board」, 《IMF Working Paper》第16/35號。

<sup>38</sup> 我們亦將實質利率(以3個月香港銀行同業拆息減綜合消費物價指數通脹率為指標)加入實質私人消費的長期決定因素，重新估算長期公式。實質利率的估算系數為正數，但在統計上不屬顯著。這或反映收入及替代效應相互抵銷。將實質利率納入長期決定因素不影響其他長期因素的系數估算值。有關估算的詳情，請參閱Chan等人(2017)。

**表 B3.A**  
誤差修正模型的估計結果

長期協整 (co-integrating) 公式：  

$$\log(PCEH(t)) = \text{constant} + \beta \text{ variables}(t) + \varepsilon(t)$$

短期公式：  

$$\Delta \log(PCEH(t)) = \text{constant} + \alpha \varepsilon(t-1) + \gamma \Delta \text{ variables}(t) + \mu(t)$$

解釋變量	長期公式	短期公式
常量	0.53 *	0.00 ***
誤差修正項 ( $\alpha$ )		-0.14 **
實質家庭入息中位數 $\wedge$	0.63 ***	0.14 ***
實質住宅價格 $\wedge$	0.28 ***	0.11 ***
實質恒生指數 $\wedge$	0.03 **	0.05 ***
OMDSR	-0.76 ***	-0.20 <sup>(1)</sup>

註： $\wedge$  指對數變換變量。

\*\*\*、\*\* 及 \* 指估計系數在統計上屬顯著，分別為 1%、5% 及 10%。

(1) p 值 = 0.1911

資料來源：金管局職員估計數字。

就短期公式而言，誤差修正項的系數為負且統計上屬顯著，表明實質私人消費會傾向調整至長期均衡水平。除 OMDSR 外，所有短期決定因素系數的符號均符合預期並且在統計上屬顯著。整體而言，我們的研究結果顯示，OMDSR 可影響實質私人消費的長期均衡水平，但對短期實質私人消費的增長並無顯著影響。

### 對政策的啓示

我們的實證研究結果顯示，雖然金管局的宏觀審慎措施旨在加強銀行的風險管理，但卻可透過供款負擔渠道緩解利率上升對私人消費的影響。具體而言，宏觀審慎措施可減低整體家庭按揭槓桿的增長，從而抑制在利率上升情況下按揭供款負擔的增加，故有助於減輕對私人消費的相應影響。<sup>39</sup>

舉例說明，表 B3.B 顯示基於未償還按揭貸款額上升幅度的不同假設情境下，按揭利率上升 200 個基點對 OMDSR 及平均每個家庭私人消費的估計影響。基於未償還按揭貸款的當前水平，若按揭利率上升 200 個基點，則 OMDSR 會由 12.0% 上升 2.9 個百分點至 14.9%。若未償還按揭貸款較當前水平增加 40%

(表 B3.B 的最後一行)，則在利率不變的情況下，OMDSR 會由 12.0% 升至 16.7%；若按揭利率上升 200 個基點，則 OMDSR 會進一步上升 4.1 個百分點至 20.9%。因此，未償還按揭貸款額的增加不僅會推高 OMDSR，亦會擴大按揭利率上升對 OMDSR 的影響。

**表 B3.B**  
假設情境的數值示例

若未償還按揭貸款較當前水平增加 (%)	未償還按揭供款與入息比率 (OMDSR) (%)		OMDSR 升幅 (百分點)	實質平均每個家庭私人消費跌幅 (%)
	利率不變	利率上升 200 個基點		
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)	(D) = -0.76 * (C)
0 (當前水平)	12.0	14.9	2.9	-2.2
10	13.1	16.4	3.2	-2.5
20	14.3	17.9	3.5	-2.7
30	15.5	19.4	3.8	-2.9
40	16.7	20.9	4.1	-3.1

資料來源：金管局職員估計數字。

若按揭利率上升導致 OMDSR 上升，這會降低消費開支，而未償還按揭貸款的增加則會使這一影響變得更大。基於 OMDSR 的長期彈性估計 (即據長期公式估計為 -0.76)，若未償還按揭貸款額增加 40%，實質平均每個家庭消費開支會減少 3.1%，而若未償還按揭貸款額維持在當前水平，減幅則較小，為 2.2%。<sup>40</sup>

### 結論

總括而言，我們的實證研究結果顯示，按揭供款負擔會影響私人消費。這意味着宏觀審慎措施透過抑制整體家庭按揭槓桿的增長，有助減低按揭供款負擔，並可間接有助於緩減利率上升對私人消費的潛在負面影響。

<sup>39</sup> Wong 等人 (2014) 指出，宏觀審慎措施可抑制家庭的按揭槓桿水平。Wong, Eric 等人 (2014), 「How does loan-to-value policy strengthen banks' resilience to property price shocks – evidence from Hong Kong」, 《香港金融研究中心的工作論文》編號 03/2014。

<sup>40</sup> 為求簡便，本示例假設其他變量不變。