



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

2008年12月

本報告分析2008年5月底至11月底期間的統計資料。

## 概論

自上一份報告以來，外圍經濟環境顯著惡化，多個主要工業經濟體系陷入衰退或瀕臨衰退邊緣，金融市場岌岌可危。在此情況下，香港經濟難免會出現重大逆轉，金融狀況亦將備受嚴峻考驗。香港金融管理局引入的多項紓緩措施，緩解了本港銀行同業市場資金緊張的狀態；而政府提出的一系列財政措施，亦為實質經濟提供了一定的支持。在各項措施之下，加上本港金融機構固有的穩健根基，必然有助香港經濟承受全球金融危機的沖擊。

全球金融危機對實質經濟的影響逐步浮現，經濟增長預測亦隨之不斷下調，其中一例是，國際貨幣基金組織於11月將美國2008年國內生產總值實質增長預測由10月公佈的1.6%下調至1.4%，歐元區的相應預測亦由1.3%下調至1.2%。該組織對2009年經濟增長下調的預測則更具啟示作用。按目前預期，美國經濟將萎縮0.7%（10月份預測為正增長0.1%），而歐元區的經濟則預期萎縮0.5%（10月份預測為正增長0.2%）。中國內地的經濟預測亦顯示經濟增長呈現下降趨勢。內地最近公佈的財政刺激方案可望為經濟帶來支持作用，或可使今、明兩年的實質國內生產總值維持8-9%的增幅。內地出口量下跌，必將帶來連鎖效應，嚴重影響區內經濟。誠如專題1分析所述，雖然運往中國內地的出口量增加，但區內經濟體系仍然主要依賴來自美國及其他工業國家的進口量，原因是出口至中國內地的貨品，很大部分用作生產中國內地輸往美國及歐洲的出口貨品。

香港貿易夥伴陷入經濟衰退，本港經濟亦難以獨善其身。本港股市大幅下挫對消費支出的影響，以至商業投資信貸緊縮所造成的影響，均會加重整體需求的下調壓力。根據十一月份公佈的《共識預測》，香港2008年的實質本地生產總值預測為3.6%，而2009年則為1.4%。然而，最近一些主要私營銀行已經把2009年的預測下調至平均-0.3%。

經濟活動放緩，加上近期食品及能源價格下降，將對通脹產生緩和作用。最新的市場共識預測，與去年同期比較，2008年全年整體通脹率為4.5%，意味若不計及特別措施，通脹率應為5.8%。鑑於2009年的經濟增長可能進一步放緩，加上住宅物業租金迅速下滑，2009年整體通脹率應會進一步下跌至2-4%的水平。

事實上，美國一小部分按揭市場在一年半前遺留下來的財務問題，現已全面觸發環球金融危機，影響席捲全球。各主要金融中心的短期銀行同業拆息，與現行及未來預期隔夜利率的息差顯著擴大，可見銀行同業市場已無法正常運作。此外，金融機構違約風險的規避成本大幅上漲，公司及個人的銀行貸款紛紛遭到削減。金融危機蔓延全球，香港自亦無法倖免。本報告第3章會載述本港銀行同業市場逐漸浮現借貸緊張的情況，以及香港金融管理局所採取的紓緩措施，包括調低貼現率、放寬拆借抵押品的資產種類，以及將拆借期限由隔夜延長至3個月。為鞏固市場對銀行體系的信心，政府亦加大了存款保障，並為本地金融機構提供有條件的資助。上述種種措施，加上聯繫匯率制度多年來的公信力，使外匯市場得以免受重大壓力。雖然港元匯率多番上升至強方兌換保證水平，致使金管局須購入美元，但無跡象顯示港元受到投機活動的買賣壓力。

本文第3章亦提及，雖然利率風險及信貸風險均告上升，而且本地零售銀行盈利下降，但由於銀行資本水平穩健，香港銀行界陷入系統性風險的機會頗低。近日銀行同業拆息上調，增加了金融機構在市場放貸的基本風險。同時，由於經濟環境惡化，向公司貸款的信貸風險亦相應提高。樓價開始下滑，亦令按揭貸款的相關信貸風險增加。專題6介紹新研發的壓力測試框架，分析銀行同業市場流動資金緊絀與銀行違約風險增加的相互影響。專題強調金融機構面臨的流動性風險與信貸風險之間的互動關係可能產生不穩定影響，儘管如此，根據香港銀行體系目前的狀況，流動資金及信貸風險持續惡化的機會甚微。

現時，實質經濟及金融行業所面對的下行風險尤其明顯。一如既往，外圍環境的變化主宰著香港的未來前景，因此，各主要經濟體系有關當局採取何種政策措施、其施行速度及力度，均屬至關重要。在11月15日，出席G20峰會的各國領袖達成共識，認為需要採取政策行動穩定全球金融體系、支持整體需求，並維持自由開放的國際貿易體系。這些目標能否圓滿達成，對香港來年的經濟狀況具有決定性的影響。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局經濟研究部職員編製。

# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

2008年12月

## 目錄

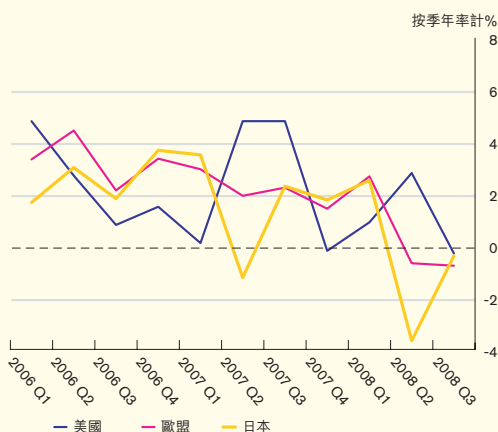
<b>1. 全球及區內環境</b>	<b>5</b>
<b>外圍環境</b>	5
1.1 實質經濟活動及貿易	5
1.2 全球金融狀況	10
<b>中國內地</b>	15
1.3 產出增長、對外貿易及通脹	15
1.4 貨幣狀況、資產價格與人民幣匯率	18
1.5 政策回應	21
<b>2. 本地經濟</b>	<b>23</b>
<b>需求</b>	23
2.1 整體需求	23
2.2 內部需求	23
2.3 對外貿易	25
<b>產出及供應</b>	27
2.4 產出	27
2.5 勞工及生產力	28
<b>物價及工資</b>	30
2.6 勞工成本	30
2.7 商品及進口價格	33
2.8 消費物價	33
<b>資產市場</b>	35
2.9 股票市場	35
2.10 物業市場	36
<b>公共財政</b>	38
2.11 公共財政	38
<b>3. 貨幣及金融環節</b>	<b>39</b>
<b>匯率、利率及貨幣發展</b>	39
3.1 匯率及利率	39
3.2 貨幣基礎及支持比率	46
3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況	46
3.4 國際收支平衡	48
<b>銀行業的表現</b>	49
3.5 盈利及資本額	49
3.6 流動資金及資金來源	50
3.7 利率風險	61
3.8 信貸風險	61
3.9 銀行體系的系統性風險	68
3.10 外匯持倉	69
<b>4. 前景、風險及不明朗因素</b>	<b>71</b>
4.1 全球前景	71
4.2 本地前景	74
4.3 不明朗因素及風險	76
<b>專題 1 東亞經濟體系與主要出口市場</b>	
透過中國加工貿易維持的貿易聯繫	7
<b>專題 2 衡量亞太區金融市場之間相互依賴的程度</b>	
及評估可能出現的連鎖影響	11
<b>專題 3 香港勞工市場的靈活性</b>	31
<b>專題 4 金管局及財政司司長就全球金融危機所採取的措施</b>	43
<b>專題 5 對香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期的息差作指示性分解</b>	54
<b>專題 6 顯示市場及信貸風險交互作用的流動性風險壓力測試架構</b>	57
詞彙	

# 1. 全球及區內環境

## 外圍環境

9月中全球信貸危機加劇，成為經濟發展惡化的轉捩點。最新公佈的數據及近期的經濟發展狀況，均進一步顯示經濟正陷入衰退。儘管當前金融危機的起源地遠在亞洲之外，然而區內經濟體系仍不免受到波及，各地經濟增長放緩，且陷入不同程度的財務困境。

圖 1.1  
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。

### 1.1 實質經濟活動及貿易

過去6個月，美國、歐元區及日本等先進經濟體系的經濟增長顯著放緩。美國、歐元區及日本第3季度國內（區內）生產總值<sup>1</sup>分別下降0.5%、0.8%及0.4%（圖1.1）。這表明歐元區及日本已正式陷入衰退，而美國看來亦難免步其後塵。

9月中全球信貸危機加劇，成為經濟發展惡化的轉捩點。金融市場發展波譎雲詭，嚴重損害實質經濟。金融機構新一輪的減低槓桿比率活動，令信貸狀況進一步收緊，而金融市場劇烈波動，亦大大打擊了消費者及企業信心，令其財務狀況受損。

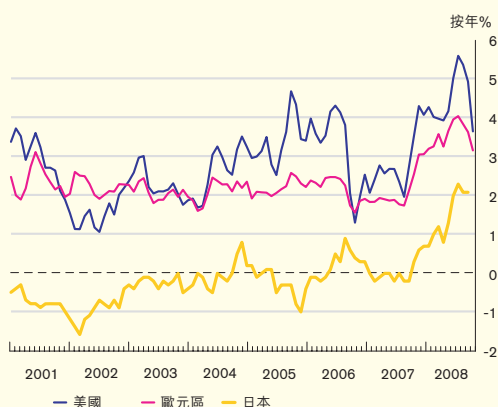
美國及歐元區的個人消費所受影響尤為嚴重，日本的出口增長則大幅放緩，近乎停滯不前。美國物業市場持續急挫，歐洲多國物業市場亦陸續開始下滑。受經濟急劇放緩所拖累，美國勞動市場迅速惡化，而歐元區及日本勞動市場則暫未見顯著疲弱情況，或許問題仍未浮現。

面對貨幣市場資金緊絀的危機，各先進經濟體系均採取了前所未有的措施，增加流動資金及實行多項放寬措施，包括對金融機構進行資本重組、為銀行債務及客戶存款提供擔保等，並先後放寬了多項貨幣及金融政策。<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 除另有說明外，美國、歐元區、英國、日本及不計日本在內的亞洲區（不包括中國內地）的按季實質國內（區內）生產總值變動百分比都是經季節因素調整以年率計數字。

<sup>2</sup> 中國內地最新公佈的大規模財政刺激方案的影響於第1.5節論述。

圖 1.2  
美國、歐元區、日本：整體通脹率



資料來源：美國勞工部、歐盟統計局、日本總務省及歐洲中央銀行。

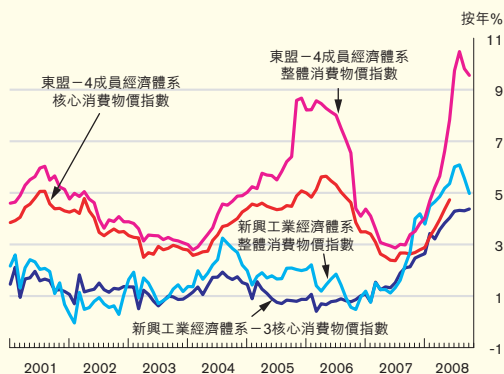
表 1.A  
亞洲：實際國內生產總值增長

(按季年率計%)	2007	2007	2007	2008	2008	2008
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
新興工業經濟體系：	7.2	9.5	3.2	4.4	1.4	-1.5
韓國	7.1	6.0	6.4	3.3	3.4	2.3
新加坡	13.4	5.1	-4.8	15.7	-5.3	-6.8
台灣 <sup>1</sup>	6.0	16.3	-0.4	3.7	-0.6	-6.6
東亞經濟體系：	6.7	8.0	6.6	2.9	5.7	5.1
印尼 <sup>1</sup>	6.4	10.1	7.3	1.7	6.9	8.7
馬來西亞 <sup>1</sup>	7.0	9.9	7.5	5.4	3.9	2.2
菲律賓	8.8	3.3	5.1	1.3	7.9	3.4
泰國	5.3	7.3	6.3	4.8	3.1	2.3
亞洲：	6.9	8.7	5.1	3.6	3.7	2.1

註：1. 職員估計數字。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.3  
亞洲：整體及核心消費物價通脹<sup>1</sup>



註：1. 簡單平均數。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

由於能源價格大幅下降，加上經濟表現日趨呆滯，過去6個月內各先進經濟體系的通脹壓力均見緩和(圖1.2)。然而，有關通縮的憂慮卻逐步浮現。

至於東亞其他經濟體系，過去數年表現蓬勃的實體經濟活動，已因這場源於美國的金融危機而受到打擊。目前整個區域的經濟活動似有同步放緩跡象。該區第3季度實質區內生產總值增長僅為2.1%，為近年來的新低(表1.A)。這個放緩幅度表明，外部需求正在萎縮，區內的消費及投資亦顯著減少。新興工業經濟體系第3季度商品出口錄得自2007年以來的新低，而東盟成員經濟體系的出口則錄得自2003年以來的首次萎縮。<sup>3</sup>出口疲弱，新興工業經濟體系的工業生產亦隨之萎縮。而東盟成員經濟體系自第2季度以來的產量仍持續下滑。與此同時，多個區域金融市場較主要發達市場遭受更重大損失，亦令消費者及營商信心受挫。

區內近期的經濟活動指標預示，未來數月經濟將會放緩。顯而易見，全球經濟陷入衰退，亞洲亦難獨善其身。這與所謂的「分道揚鑣理論」(decoupling theory)的預測相去甚遠。該理論認為，過去5至10年間亞洲區內貿易發展蓬勃，本區經濟已不如以往那般依賴與其他經濟體系的貿易。儘管近年亞洲對直接出口美國的依賴程度似乎有所下降，然而在撇除經中國內地間接出口，美國仍然是亞洲出口產品的最終需求來源，地位依然舉足輕重。本報告專題1將就此進行詳細分析，揭示上述因素以數量計算所蘊含的重大涵義。

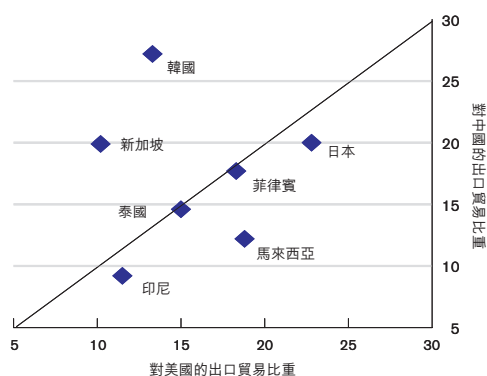
面對不斷惡化的經濟環境，特別是商品及食品價格持續下調，通脹壓力逐步消退，多個東亞經濟體系的貨幣政策已從如何壓抑通脹，轉向如何應付經濟增長放緩的風險(圖1.3)。事實上，區內多家央行大幅減息，表明決策者對於減息已早有準備。由於全球信貸市場緊縮，區內各主管部門已先後採取一系列措施，著重紓緩流動資金緊縮問題，重建各界對金融市場的信心。

<sup>3</sup> 新興工業經濟體系包括韓國、新加坡及台灣，而東盟成員經濟體系則包括印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國。

## 專題 1

### 東亞經濟體系與主要出口市場透過中國加工貿易維持的貿易聯繫<sup>4</sup>

圖 B1.1  
2006年直接出口貿易比重



資料來源：職員估計數字。

主要發達經濟體系經濟放緩，開始影響東亞新興市場。部分人士認為，中國內地崛起成為東亞經濟體系的主要貿易夥伴，將有助減輕美國、日本及歐洲需求下跌帶來的影響。例如2000年，與中國內地相比，美國是韓國更重要的出口市場，韓國對美國的出口佔該國出口總額22%，而對中國的出口則佔17%。但自此之後，重心似乎不斷傾斜。2006年內地佔韓國出口總額的27%，而美國市場僅佔13%。東亞其他新興市場的對外貿易亦出現類似轉變。圖B1.1顯示以雙邊貿易數據為基準之下，2006年內地及美國作為出口市場對若干東亞經濟體系的相對重要性。如圖所示，對於韓國及新加坡，中國內地是比美國更為重要的出口市場。對於日本、泰國及菲律賓，中國與美國的重要性則不相伯仲。

但是，東亞經濟體系對內地的出口之中，很大比重實際上可能是由發達經濟體系的需求帶動，而非由中國內地的需求帶動。受全球供應鏈垂直整合影響，東亞經濟體系對內地的出口，以及內地對經合組織成員國的出口均見上升。研究人員一致認為，東亞對中國內地的部分出口貨品會在中國進行加工，再轉口到發達經濟體系，但由於缺乏有關內地加工貿易的數據，上述間接出口比重的確切估計數字很難計算。

本次研究使用獨特的企業層面數據庫，從數量上衡量東亞新興市場與其重要貿易夥伴透過內地加工貿易渠道維持的雙邊貿易聯繫。這個企業層面數據庫載有在中國內地從事國際貿易的每家公司於2003年至2005年間的進出口貿易數據。借助以上數據，我們能夠準確地推算出各東亞經濟體系對內地的出口之中，在中國進行加工後轉口到日本、美國及其他工業化國家所佔的比重。數據庫記錄了每家公司每項進口貿易的

<sup>4</sup> 本專題以即將出版的《金管局工作論文》為基礎，《金管局工作論文》將提供研究方法及結果的詳情。



**表B1.A**  
**2006年選定經濟體系的雙邊出口貿易比重**

出口國	出口市場	直接 出口比重	間接 出口比重	綜合 出口比重
日本	美國	22.8	1.9	24.7
日本	日本	0	1.1	1.1
日本	其餘經合組織經濟體系	18.0	1.6	19.6
日本	中國	20.0	-9.2	10.8
日本	世界其他國家	39.2	4.7	43.9
印尼	美國	11.5	0.5	12.0
印尼	日本	19.4	0.3	19.7
印尼	其餘經合組織經濟體系	15.8	0.5	16.3
印尼	中國	9.2	-2.8	6.4
印尼	世界其他國家	44.0	1.6	45.6
韓國	美國	13.3	2.8	16.1
韓國	日本	8.1	1.5	9.6
韓國	其餘經合組織經濟體系	16.1	2.2	18.3
韓國	中國	27.2	-13.5	13.7
韓國	世界其他國家	35.3	7.0	42.3
馬來西亞	美國	18.8	1.5	20.3
馬來西亞	日本	8.9	0.6	9.5
馬來西亞	其餘經合組織經濟體系	16.3	1.2	17.5
馬來西亞	中國	12.2	-6.2	6.0
馬來西亞	世界其他國家	43.8	2.9	46.7
菲律賓	美國	18.3	2.5	20.8
菲律賓	日本	16.5	1.0	17.5
菲律賓	其餘經合組織經濟體系	20.0	2.1	22.1
菲律賓	中國	17.7	-10.7	7.0
菲律賓	世界其他國家	27.6	5.0	32.6
新加坡	美國	10.2	2.3	12.5
新加坡	日本	5.5	1.0	6.5
新加坡	其餘經合組織經濟體系	15.5	1.9	17.4
新加坡	中國	19.9	-9.9	10.0
新加坡	世界其他國家	49.0	4.6	53.6
泰國	美國	15.0	1.9	16.9
泰國	日本	12.6	0.8	13.4
泰國	其餘經合組織經濟體系	18.6	1.5	20.1
泰國	中國	14.6	-7.7	6.9
泰國	世界其他國家	39.2	3.5	42.7
越南	美國	21.2	0	21.2
越南	日本	12.3	0	12.3
越南	其餘經合組織經濟體系	30.6	0	30.6
越南	中國	7.1	0	7.1
越南	世界其他國家	28.8	0	28.8

註：職員估計數字。直接出口貿易比重根據經濟體A對5個出口市場的出口貿易額佔出口總額的比重計算，當中不包括對中國出口作加工後轉口到其他經濟體系的出口貿易。間接出口貿易比重指A對中國出口作加工後轉口到其他經濟體系的貿易佔出口總額的比重。綜合兩項指標得出雙邊出口貿易比重的確切估計數字。

來源地及每項出口貿易的出口市場，同時亦記錄了進口貨物是否用於加工貿易，換言之是否用作為出口的中間投入品。上述用于進口貿易的進口貨物獲得退稅。將加工貿易與一般貿易分類，可撇除東亞經濟體系與貿易夥伴之間的間接出口貿易因素。

撇除內地加工貿易的因素後，東亞經濟體系與貿易夥伴的貿易聯繫有明顯改變。表B1.A顯示8個東亞經濟體系與主要貿易夥伴雙邊貿易的貿易聯繫，並且把貿易聯繫分解成為透過雙邊貿易的直接渠道及透過中國內地加工貿易的間接渠道。

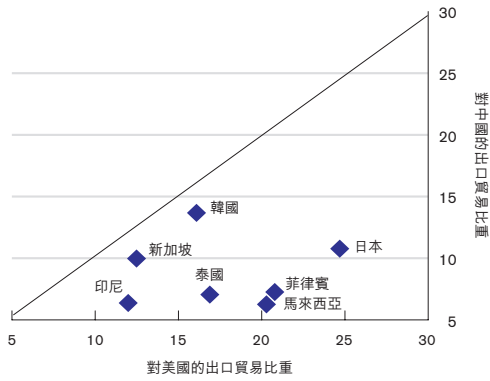
主要研究結果如下：

- 除印尼及越南外，所有國家的間接出口貿易比重都比較大。日本出口到中國大陸的商品經過加工後被轉銷到第三國的部分，佔日本總出口的9.2%。同樣的數據在韓國是13.5%，在菲律賓是10.7%，在新加坡是9.9%，在泰國是7.7%，在馬來西亞是6.2%。六個經濟體系對內地的出口貿易總額中，約一半用於轉口到其他國家。有趣的是，印尼的情況較為特殊，2006年對中國出口貿易佔該國出口貿易總額的9.2%，但當中僅有2.8%在內地進行加工。越南對中國內地的出口則幾乎並無用作任何加工貿易，因此間接渠道出口貿易比重並不相關。<sup>5</sup>
- 假如不把間接貿易渠道考慮在內，發達經濟體系的需求角色會被嚴重低估。假如我們比較表B1.A第3欄及第5欄的數據，便會發現差異相當顯著。以韓國為例，假如僅考慮直接出口比重，中國內地的重要性是美國的一倍，原因是中國內地佔韓國出口貿易額27.2%，反觀美國僅佔13.3%。但假如衡量間接出口因素後，情況便會完全相反。韓國的出口貿易有16.1%最終是出口到美國，而內地所佔的僅有13.7%。其他經濟體系亦得出類似的反差巨大的比較結果。

<sup>5</sup> 數據以越南2003年至2005年的出口貿易額為基礎。非正式證據顯示近年越南可能較多出口貨物用於加工貿易。



**圖 B1.2**  
2006年實際出口貿易比重  
(包括直接及間接出口貿易比重)

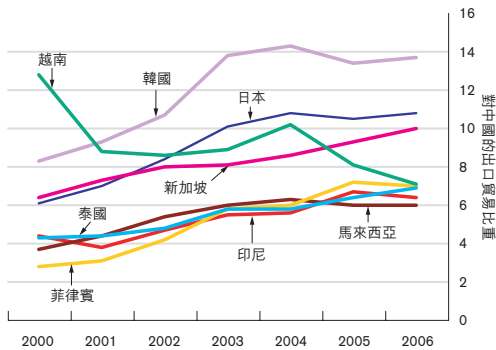


資料來源：職員估計數字。

- 中國內地對東亞經濟體系的需求較普遍預期低。撇除間接出口貿易比重後，內地僅佔印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國出口貿易的6至7%。對於日本、韓國及新加坡，內地擔當相對重要的角色，分別佔該等國家出口貿易額的10.8%、13.7%及10%。但是，中國消費者的購買力整體上還沒有達到美國消費者的水平。

圖B1.2顯示東亞經濟體系對中國內地及美國的出口比重，當中包括這些經濟體系對美國的直接出口貿易及對中國內地出口後轉口到美國及其他市場的出口貿易。圖B1.1與圖B1.2的差異相當顯著。從圖B1.2可以看出，對於韓國及新加坡而言，美國的需求與內地的需求差不多同樣重要。對於其他東亞經濟體系，美國市場則重要得多。

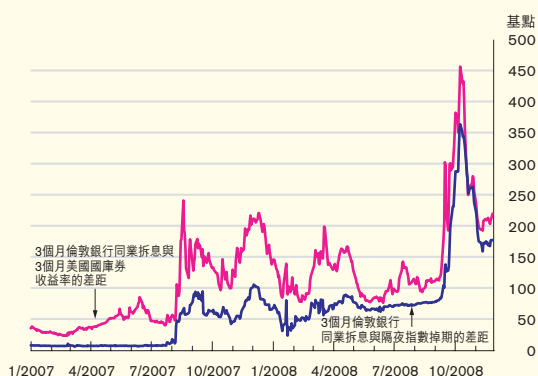
**圖 B1.3**  
對中國內地的出口貿易比重  
(包括間接出口貿易比重)



資料來源：職員估計數字。

中國內地的需求是否在過往幾年日益重要？細看東亞經濟體系的出口貿易比重變化趨勢即可發現，假如衡量透過中國內地加工貿易的間接出口比重，發達經濟體系及內地消費者的相對重要性自2000年以來僅出現溫和變化(圖B1.3)。韓國及日本的變化較大，分別為5.4%及4.7%，印尼、馬來西亞及泰國的變化較小，分別為2%、2.3%及2.6%。全球經濟體系在供應方面急劇變化，但在需求方面則變化不大。

**圖 1.4**  
3個月倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期及  
美國國庫券收益率的差距



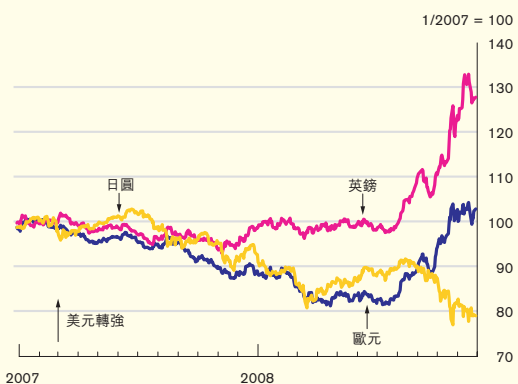
資料來源：彭博。

**圖 1.5**  
全球股票指數



資料來源：彭博。

**圖 1.6**  
美元匯率



資料來源：彭博。

## 1.2 全球金融狀況

過去6個月，信貸危機持續惡化，全球金融體系備受沉重壓力。在資金市場方面，雷曼兄弟於9月中倒閉，令國際金融機構普遍陷入困境。全球銀行同業資金網絡因交易對手風險急升而遭受重創，其中3個月倫敦銀行同業拆息與其對應隔夜指數掉期及美國國庫券收益率的息差顯著飆升(圖 1.4)，足見壓力加大。<sup>6</sup>各大央行放鬆銀根，陸續注入流動資金，但對於紓緩整個金融體系的壓力，成效有限。由於金融機構流動資金緊絀的問題日益嚴重，導致信貸違約掉期息差急升，顯示體系的信貸風險正不斷擴大。至於資本市場方面，經濟風險與金融風險日漸增加，且又相互牽連，引發資金大舉流入高質資產，導致股票於極波動的市場裏遭大幅拋售(圖 1.5)。結果，即使市場預期當局將大量推售新一期的美國國庫券，美國國庫券仍大受追捧。在重新評估全球風險期間，美元兌所有貨幣(日圓除外)均現強力反彈(圖 1.6)，而日圓則因套息交易平倉而急升。

金融危機持續擴散，其連帶影響已遍及全球。亞洲新興市場資金流向逆轉，所錄得的損失甚至大於發達市場。自9月中雷曼兄弟倒閉以來，MSCI亞洲指數已下跌33.8%，信貸違約掉期息差則上漲173個基點。股市的相關性亦顯著上升，而在危機爆發前，其波幅相對較為狹窄(見專題2)。信貸違約掉期市場的相關性同樣呈現出類似的升勢。因此，區內部分金融機構的隱含違約概率曾一度升至危險水平。為紓緩金融體系的壓力及恢復其穩定性，區內部分經濟體系推出了支援方案(包括擴大存款保障及銀行同業市場交易擔保)，並與美國聯儲局建立互換貨幣信貸額度。雖然恐慌似已稍為平息，但金融市場仍然波動。

<sup>6</sup> 專題5論述有關3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差的流動資金及信貸風險因素。

## 專題 2

### 衡量亞太區金融市場之間相互依賴的程度及評估可能出現的連鎖影響

隨著全球資本高度流通，各經濟體系之間的聯繫更加密切，跨境金融連鎖風險亦隨之上升，而當地區經濟體系高度互相依賴時，情況尤其顯著。在當前的金融危機中，這種連鎖效應或會對金融穩定造成嚴重影響。因此，我們有必要向決策者建議適當指標，藉以評估金融資產價格(或回報)之間的相互關係。此舉將有助決策者因應形勢制訂政策及應急方案。

#### 動態條件相關系數及外溢指數

互相依賴和連鎖效應一般可以互通。在廣義層面，這兩個詞彙有時會指資產回報的相互關係或市場衝擊跨國蔓延。在本專題內，我們把兩個詞彙加以區分，將相互關係的廣泛定義稱為資產回報相互關係或回報波動外溢。本專題討論的兩種方法－Engle (2002年) 提出的動態條件相關系數<sup>7</sup>，以及Diebold與Yilmaz (2008年) 提出的外溢指數，均與此類金融資產價格關係息息相關。

動態條件相關系數模型常用作探討資產回報之間相關系數隨時間變化的變動情況。<sup>8</sup> 與其他傳統相關系數計量方法類似，在動態條件相關系數模型中市場相關系數越高，代表市場回報相互關係越越密切。外溢指數著重於在股票回報簡單向量自我回歸模型(simple vector autoregressive model)下的方差分解，當中外溢指數可被視作各市場間外溢效應的總和。<sup>9</sup>

<sup>7</sup> 動態條件相關模型的詳情，見Engle (2002)，「Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models」，《Journal of Business & Economic Statistics》，第20期，339-350頁。

<sup>8</sup> Yu et al. (2007) 以動態條件相關系數為指標，監察亞洲股市整合的發展情況，衡量相關進展及評估有關狀態，詳情見Yu, Fung and Tam (2007)，「Assessing Financial Market Integration In Asia - Equity Markets」，《金管局工作論文》，04/2007。此外，國際貨幣基金組織(2008)亦採用動態條件相關系數，探討新興市場經濟體系與美國之間的跨國股價相關影響，詳見國際貨幣基金組織(2008)，「Spillovers to Emerging Equity Markets」，《Global Financial Stability Report》，10月，131 - 151頁。

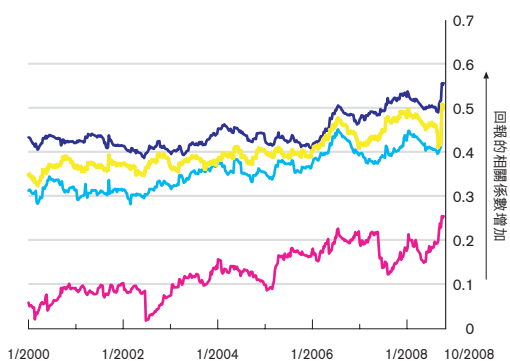
<sup>9</sup> 外溢指數模型詳情，見Diebold與Yilmaz (2008)，「Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Markets」，《NBER Working Paper》，第13811期。

**圖 B2.1**  
亞太區經濟體系與美國的平均相關系數



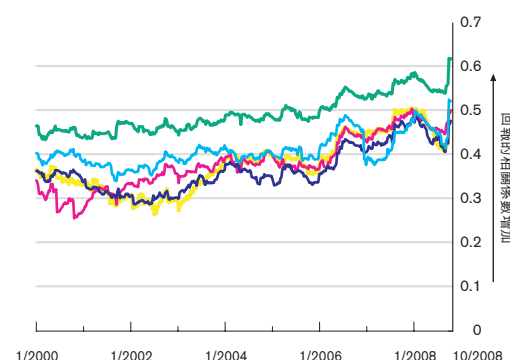
資料來源：金管局估計數字。

**圖 B2.2a**  
(東北亞)股市的平均相關系數



資料來源：金管局估計數字。

**圖 B2.2b**  
(東南亞)股市的平均相關系數



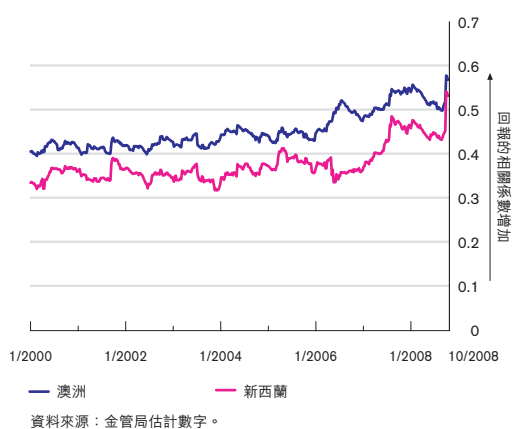
資料來源：金管局估計數字。

外溢指數越高，意味任何一個市場的波幅上升，均可視為由源自其他市場的衝擊所引起，亦意味一個市場的波動越大，會導致整個系統內的回報波幅越高。

採用上述兩種方法，便可探討亞太區經濟體系股市與美國股市之間相互依賴的程度。<sup>10</sup> 圖B2.1顯示採用動態條件相關系數方法，亞太區經濟體系股市與美國股市隨時間變化的平均回報相關系數。自2007年下半年起，美國與亞太區經濟體系股票回報的動態條件相關系數有所上升。2008年9月中旬美國投資銀行雷曼兄弟宣佈破產後，動態條件相關系數大幅飆升，其後隨著全球股價急挫，10月中的動態條件相關系數升至近0.5。如圖B2.2a至B2.2c所示，亞太區經濟體系的情況相若。

<sup>10</sup> 基準股市指數以美元計價。換算方法為以當地目前指數水平除以1美元兌當地貨幣的匯率。

**圖 B2.2c**  
(太平洋地區) 股市的平均相關系數



**圖 B2.3**  
亞太經濟體系與美國的外溢指數



圖B2.3顯示兩個外溢指數系列：其一為亞太區經濟體系股市與美國股市之間的外溢指數，其二為純粹亞太區經濟體系的外溢指數。<sup>11</sup> 亞太區經濟體系與美國之間的外溢指數，在2008年第1季上升至高於50%的水平，在10月底更躍升至58%。剔除美國後的外溢指數走勢亦相似，但自9月中以來的升幅甚至較包括美國在內的外溢指數更高。亞太區經濟體系內如此緊密的相互關係，一定程度上反映該區的聯繫更形密切，當受到共同受到外界衝擊時，相互間的聯繫亦會顯著加強。<sup>12</sup>

### 存在連鎖效應

狹義而言，連鎖效應指衝擊向其他國家蔓延或跨國相關影響，這些影響超越國家之間的基本聯繫，越超彼此共同承受的衝擊。至於更狹義的定義，通常用於金融市場實證分析的相關研究中，意指「當「風暴期」的跨國相關影響較「穩定期」的相關影響增加時，即存在連鎖效應」。由於金融風暴時整體市場波動上升，故須加以控制連鎖效應。定義中亦未有確認基本聯繫屬連鎖效應，只有在相關影響增加時方確認為連鎖效應。我們對亞太區經濟體系及美國之間是否存在金融連鎖效應所進行的測試，正是以上述相當狹義的定義作為基礎。

<sup>11</sup> 兩個外溢指數系列均基於所有亞太區經濟體系及美國的向量自我回歸系統估計。但是計算除美國以外的經濟體系外溢指數時，並無不考慮美國對亞太區經濟體系的方差貢獻及亞太區經濟體系對美國的方差貢獻。該系統採用200周滾動樣本進行估計。

<sup>12</sup> 相關影響加強亦可能是由於回報波幅本身在受到外界衝擊時便會加強。Forbes與Rigobon (2002)顯示，根據一對回報的若干溫和假設，兩者的相關系數為波幅的增函數。詳情見Forbes與Rigobon (2002)，「No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements」，《Journal of Finance》，第LVII期，第5篇。

**表B2.A**  
美國與亞太區經濟體系的連鎖效應測試

	相關係數 (美國、個別經濟體系)				連鎖效應
	穩定期 <sup>1</sup>	風暴期 <sup>2</sup> (未經調整)	風暴期 <sup>2</sup> (經調整)	測試 統計 <sup>3</sup>	
中國	-0.02	0.20	0.18	1.1	無
日本	0.30	0.54	0.41	0.9	無
香港	0.45	0.38	0.35	-0.8	無
韓國	0.30	0.28	0.20	-0.7	無
新加坡	0.40	0.44	0.42	0.2	無
印尼	0.19	0.10	0.09	-0.7	無
馬來西亞	0.19	0.32	0.30	0.8	無
菲律賓	0.25	0.34	0.33	0.6	無
泰國	0.28	0.40	0.30	0.1	無
澳洲	0.49	0.64	0.52	0.3	無
新西蘭	0.34	0.61	0.50	1.4	無

註：

1. 穩定期指 1994 年 1 月至 2007 年 8 月
2. 風暴期指 2007 年 9 月至 2008 年 10 月
3. H<sub>0</sub>：風暴期的相關係數並不高於穩定期。

資料來源：金管局估計數字。

我們採用Forbes與Rigobon (2002年) 提出的方法，預先界定「穩定期」及「風暴期」，並比較這兩個時期的跨市場回報相關係數，從而探討亞太區經濟體系與美國之間是否存在連鎖效應。<sup>13</sup> 根據我們對金融連鎖效應的狹義定義，兩個市場可能高度相互依賴，但不存在連鎖效應。即使兩者的相關係數在風暴期上升亦會出現，但程度卻不會大幅高於穩定期的水平。在此測試中，由於股票波幅存在異方差，故一對股票在風暴期的回報相關影響會因上升偏見而予以調整。<sup>14</sup> 測試採用的跨市場相關係數，是根據向量自回歸框架進行評估，而穩定期及風暴期的日期則透過檢視美國的回報條件方差釐定。<sup>15</sup> 表B2.A顯示測試結果。

測試結果顯示，儘管相關係數於當前風暴中上升，但增幅不足以證明亞太區經濟體系與美國存在連鎖效應。應注意的是，以上結果並非表明在當前危機中各個市場並不是密切聯繫。相反，相關係數顯示於整段考察期內，亞太區經濟體系與美國市場存在密切關係，意味兩者高度互相依賴。

<sup>13</sup> 採用標準相關t測試，比較不同情況下相關係數的大小。

<sup>14</sup> 回報波幅通常會在危機期增大，而根據若干溫和假設，波動幅度為相關係數的增函數。因此，假如測試僅比較在穩定期及風暴期的相關係數大小，則可能產生假連鎖效應。詳情見Forbes與Rigobon (2002)。

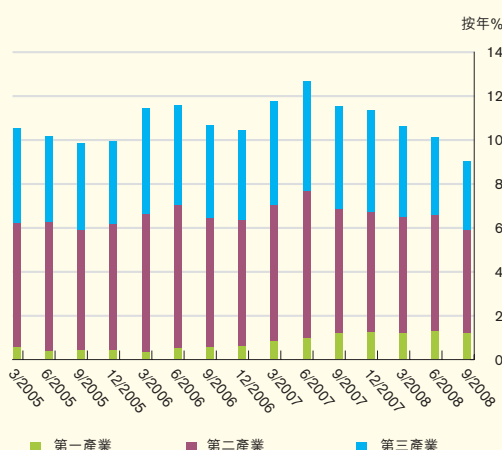
<sup>15</sup> 回報條件方差採用簡單的單變量廣義自我回歸條件異方差(GARCH)模型估算。再將方差與經HP過濾的趨勢系列相比。假如某段期間的條件方差高於趨勢50%以上，而回報低於長期平均值，即界定該段期間為市場混亂的起點。



## 中國內地

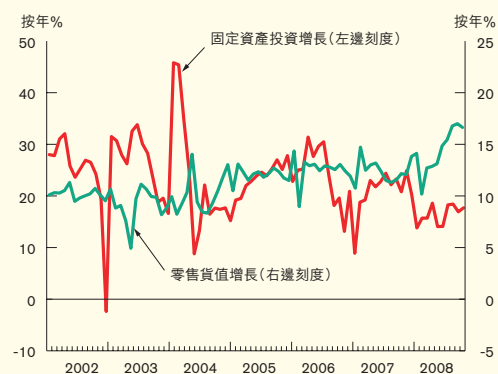
增長勢頭持續減弱，但回落的原因不太清晰。通脹壓力則因食品及大宗商品價格回落而得以緩和。人民幣兌美元匯率繼今年早些時候大幅升值後，走勢回復平穩，市場現更預期人民幣將於2009年溫和貶值。為應付疲弱的經濟前景，內地當局宣佈了一項大規模財政刺激方案，並且放寬了貨幣政策。

**圖 1.7**  
中國內地：實質國內生產總值增長及各產業的貢獻



資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.8**  
中國內地：固定資產投資及零售貨值的實質增長



資料來源：CEIC及職員估計數字。

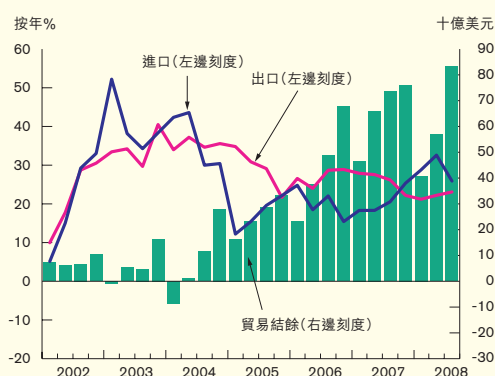
### 1.3 產出增長、對外貿易及通脹

#### 產出增長

第3季實質國內生產總值增長率按年跌至9.0%的低位，較第2季(圖1.7)下滑超過1個百分點，跌幅高於預期。從供應方面看，第一產業保持穩步增長，但第二及第三產業增速放緩成為經濟增長減慢的主要原因。從需求方面看，增長減弱的成因尚未明確，原因是以支出法計算的國內生產總值並無季度數據，而第3季內部需求及淨出口的可觀察指標卻依然保持強勁。固定資產投資及零售貨值(代表個人消費水平)在第3季雙雙錄得穩健增長(圖1.8)，而淨出口對國內生產總值的貢獻亦較第2季<sup>16</sup>有所上升。以生產法計算的國內生產總值數據與投資、銷售及貿易的按月指標出現明顯的不一致，令人費解。其中一個解釋是，固定資產投資及零售貨值比較複雜，未必可準確反映當前經濟狀況。事實上，用電量及航班乘客人數等指標亦於第3季大幅下挫，反映出內部需求正在減弱。

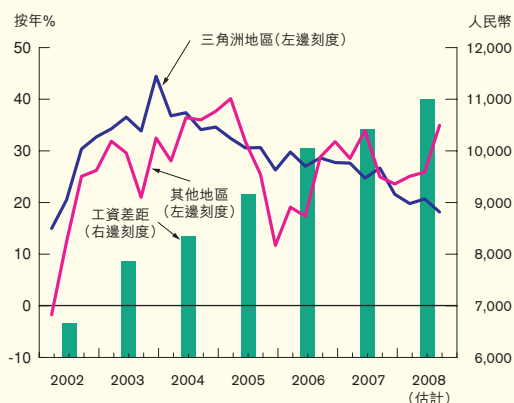
<sup>16</sup> 我們的估計數字顯示，第3季淨出口對國內生產總值增長的貢獻較第2季上升超過1個百分點。

**圖 1.9**  
中國內地：對外貿易



資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.10**  
中國內地：各地區的出口增長



註：三角洲地區包括廣東、江蘇、上海及浙江。工資差距是以三角洲地區的年平均工資減去其他地區的年平均工資所得，2008年差距數字為估計值。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

**表 1.B**  
中國內地：主要行業的出口對全球國內生產總值的彈性

產品	全球國內		佔整體
	生產總值彈性	T-統計值	出口百分比
電力機械	4.41	4.70	10.5
金屬礦物產品	4.01	4.78	3.8
電訊及錄音設備	3.51	3.33	13.5
成衣及其他纖維產品	3.01	3.66	11.5
紡織業	2.61	2.83	4.8
傢俱製造業	2.09	2.10	2.2
儀器儀表及辦公設備	-0.48	-0.35	12.1
一般貿易	4.27	4.83	44.2
加工貿易	3.12	4.65	50.7

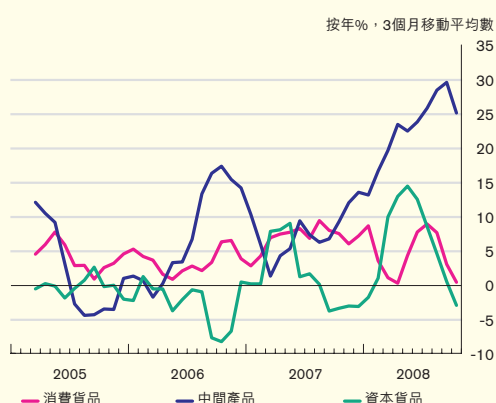
註：彈性是以出口年增長率為因變量，以人民幣實質有效匯率按年變動及內地十大出口市場滯後一段期間的平均國內生產總值增長率為解釋變量估計得出。估計是以2001年第1季至2008年第2季之間的季度數據作出。行業出口佔整體出口的比例是2007年的數據。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

## 對外貿易

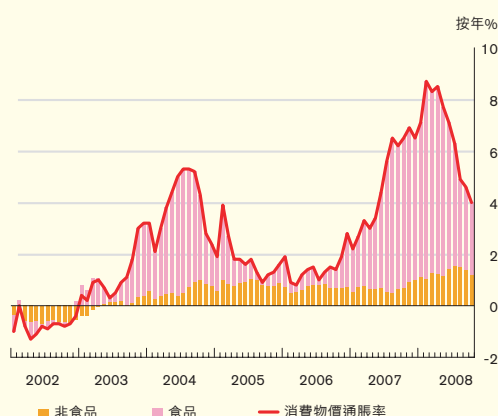
繼2007年的突出表現後，出口增長率於過去數季已見回穩，在第3季錄得23.1%增幅，稍高於上一季度（圖 1.9）。外圍環境惡化，加上人民幣實質有效匯率升值，都是影響內地出口的主要因素。此外，兩個三角洲地區（合共佔中國內地70%一般出口份額及90%加工出口份額）的土地價格及工資等生產成本均顯著上漲。部分出口商將生產基地由兩個三角洲轉移至勞工成本較低的內陸省份，導致三角洲與其他地區的出口增長產生差距（圖 1.10）。展望未來，各個主要經濟體系的實體經濟活動將進一步萎縮，故此未來數月內地出口可能相應放緩。據我們估計，全球經濟放緩可能對內地大多數出口產品構成重大影響（表 1.B）。為減輕外部需求萎縮造成的不利影響，當局近期調高了多項勞動密集型及高科技產品的出口退稅率。此舉有助舒緩部分產品出口急速減慢的情況，但難以扭轉整體出口放緩的趨勢。

**圖 1.11**  
中國內地：進口增長



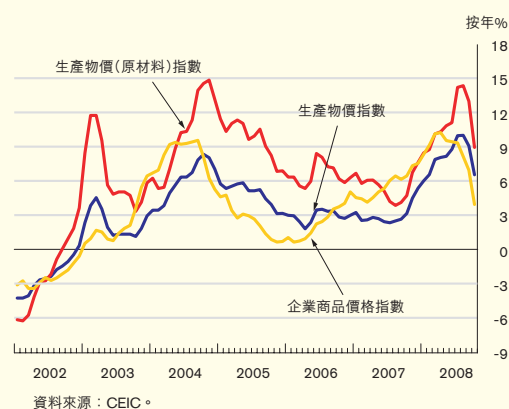
資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.12**  
中國內地：各組成部分對消費物價通脹的貢獻



資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.13**  
中國內地：其他價格指標



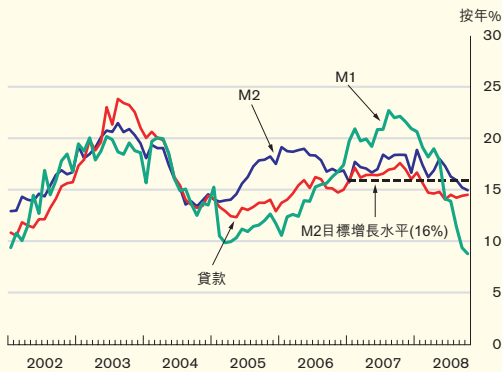
資料來源：CEIC。

進口增長率較第2季按年下跌超過6個百分點，原因是內部需求減弱及大宗商品價格下降。儘管中間產品的進口增長保持強勁，但消費及資本貨品進口的增長則明顯下滑(圖 1.11)，特別是資本貨品進口的按年增長率已由5月的14.4%下降至10月的-3.0%。因此，季度貿易結餘錄得833億美元的歷史高位，較第2季增加250億美元。製造業一如以往促進了貿易盈餘，而第一產業中的原材料及礦物燃料則仍然是主要的逆差行業。

### 通脹

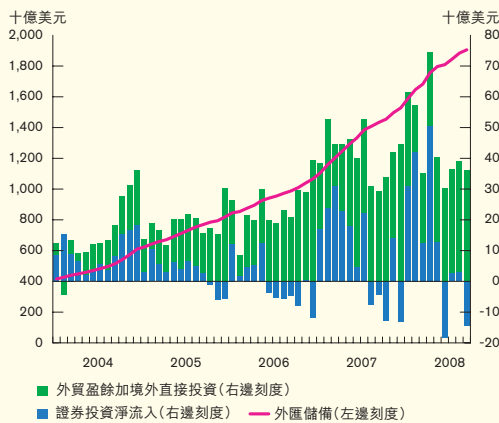
整體消費物價通脹率在第3季進一步按年下滑至5.3%，較上一季度低2.6個百分點，其後在10月更降至4.0%(圖 1.12)。食品項目固然是拖低整體通脹水平的主要因素，非食品價格通脹率亦顯現回穩的跡象。生產物價通脹率連續13個月上漲，在8月達到按年10.1%高位後，隨即在9月回落至9.1%，其後又在10月進一步降至6.6%(圖 1.13)。生產物價通脹率近期回落，主要是大宗商品價格下跌所致。例如，生產物價(原材料)通脹率按年由8月的14.4%降至10月的9.0%。企業商品價格通脹率於4月超越10%達致近期頂點後，亦連續6個月回落。由於經濟前景黯淡，加上全球大宗商品價格下跌，通脹壓力有望進一步緩和。

**圖 1.14**  
中國內地：貨幣及金融機構貸款的增長



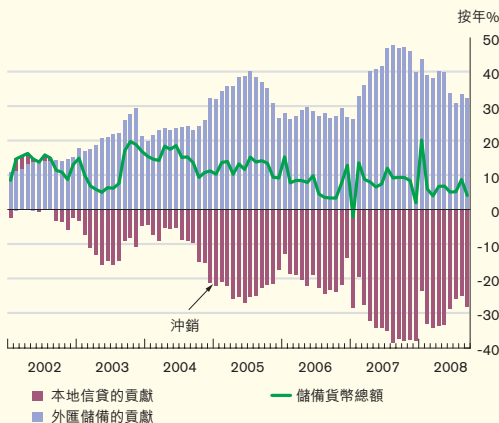
資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.15**  
中國內地：資金流入



資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.16**  
中國內地：各組成部分對儲備貨幣增長的貢獻



註：儲備貨幣總額就存款準備金率(7.5%以上)的增加作出調整。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

## 1.4 貨幣狀況、資產價格與人民幣匯率

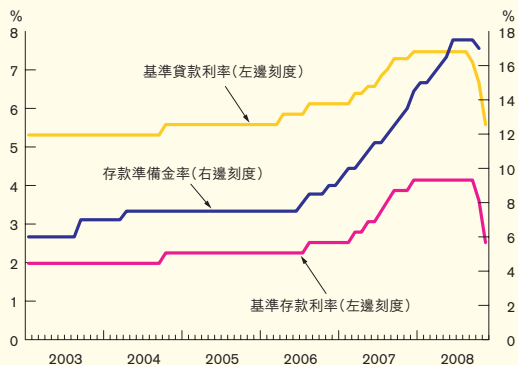
### 貨幣狀況

第3季的廣義貨幣(M2)增長率較第2季按年下降超過2個百分點，跌至13個季度以來的低位，並在10月錄得15.0% (圖 1.14)。另外，廣義貨幣的增長率繼續高於狹義貨幣(M1)的增長率，在第3季兩者的差距持續擴大至6個百分點，在一定程度上反映了資金因股市下跌而回流銀行的狀況。金融機構貸款整體上仍然溫和，其增長率按年較第2季略升0.4個百分點，原因可能是當局在7月底放寬了中小企業信貸。儘管對信貸擴張的控制已經放鬆，但由於經濟前景黯淡，銀行不願提供貸款，故此貸款增長回軟之勢未必可於短時間內出現逆轉。

外匯儲備在首兩個季度平均增加1,400億美元，相比之下，在第3季僅增加970億美元，增速明顯放緩 (圖 1.15)。貿易結餘及境外直接投資仍是外匯儲備的主要來源，而證券投資淨流入已於第3季變為負數。由於內地公司在境外進行首次招股 (IPO) 籌得的收入減少，加上內地資產價格下跌，全球金融市場流動性緊絀，導致證券投資淨流入近期出現逆轉，內地當局亦更加關注資金外流情況。

儲備貨幣增長溫和 (圖 1.16)，可見中國人民銀行 (「人行」) 已成功冲銷第3季資金流入的影響。然而，由於全球金融危機加劇、通脹壓力緩和，加上經濟前景轉弱，人行最近轉向了較寬鬆的貨幣政策，並與各主要中央銀行聯手改善流動性狀況，方法包括削減基準貸款及存款利率及存款準備金率 (圖

**圖 1.17**  
中國內地：存款準備金率及基準利率



註：據當局公佈，存款準備金率將於2008年12月5日進一步下調1至2個百分點。

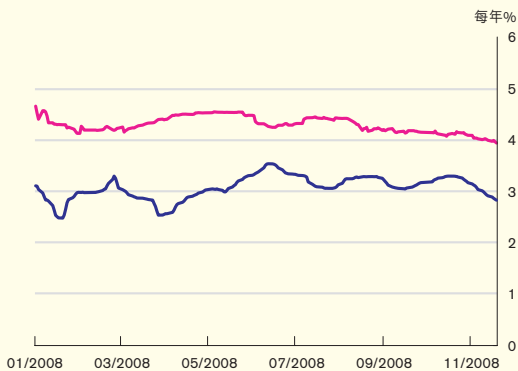
資料來源：CEIC。

1.17)，以及減慢發行中央銀行票據的速度。十一月間，人行更大幅調低基準貸款及存款利率達108個基點，動作較市場預期更為猛烈。此舉顯示，內地當局非常明白內地經濟下滑的嚴重性，因此決心採取必要措施消除有關風險。貨幣政策放寬後，最近數月銀行同業拆息已見回落（圖 1.18）。

**資產價格**

儘管政府已推出多項措施穩定股價，內地股市在全球金融危機惡化的環境下仍然非常波動。上海證交所綜合指數在11月初跌至約1,700點的低位，這個水平僅及其在2007年下半年所錄得高位的30%左右。對比各主要經濟體系的股市，中國股市的波幅顯然劇烈得多（圖 1.19），說明境內因素，例如擔

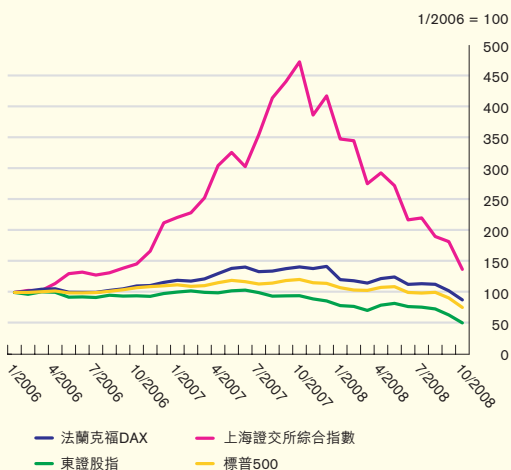
**圖 1.18**  
中國內地：市場利率



— 3個月回購利率(30天移動平均數)  
— 7天回購利率(30天移動平均數)

資料來源：CEIC。

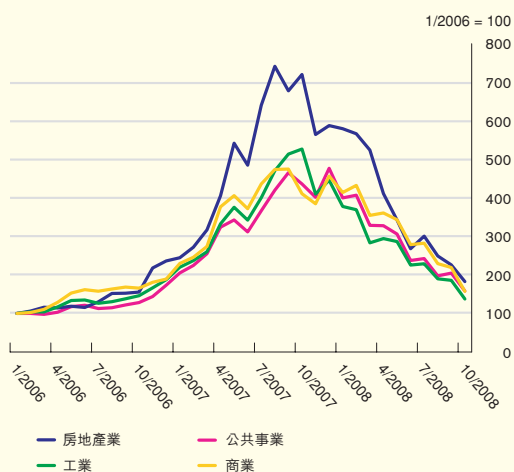
**圖 1.19**  
中國內地：股票價格指數



— 法蘭克福DAX — 上海證交所綜合指數  
— 東證股指 — 標普500

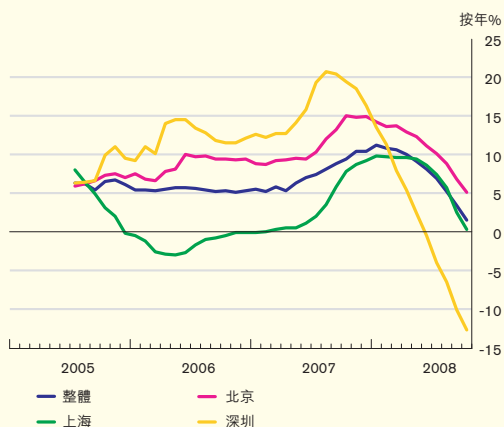
資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.20**  
中國內地：各行業的股票價格



資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.21**  
中國內地：主要城市的房屋價格



資料來源：CEIC。

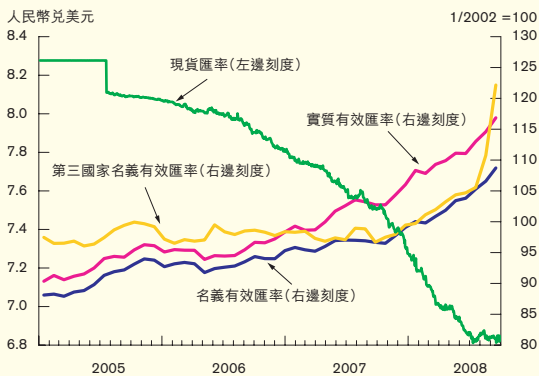
心非流通股禁售期滿後股票供應量增加，對股價的影響重大。不同類別股價的波動差幅頗大，其中房地產股價受影響最為嚴重(圖 1.20)。

部分中國經濟觀察家根據過往個人消費與股票收益之間的關係，指稱內地資產市場的財富效應較小。然而，我們用2006年第1季至2008年第3季的省級截面數據所得的估計表明股價對家庭開支的影響並非微不足道，因為城鎮人口參與股票買賣的比例已由2007年初約13%大幅攀升至2008年10月約23%。確切地說，股價每下跌10%，家庭開支便會減少0.5%。

各大城市的物業價格增長率持續下降(圖 1.21)。在深圳，房屋價格按年增長率在6月轉為負數，至10月更大幅下滑至-12.6%。美國次按危機讓市場更加憂慮內地房地產市場下滑可能產生負面影響，因為房地產危機可產生負面財富效應，並且影響地產發展商及銀行的財務狀況。



**圖 1.22**  
中國內地：實質有效匯率、名義有效匯率  
及人民幣兌美元現貨匯率



註：第三國家名義有效匯率反映中國在第三市場的對外競爭力。第三國家名義有效匯率計及中國在海外市場所面對來自出口同類產品的其他經濟體系的競爭。構建第三國家有效匯率的方法，見2006年12月半年度報告專題2。

資料來源：彭博、CEIC及職員估計數字。

### 人民幣匯率

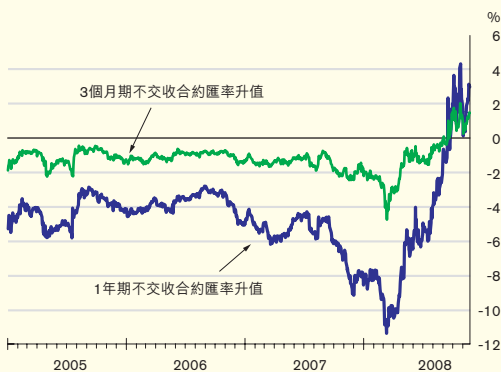
持續升值近3年(圖 1.22)後，人民幣兌美元現貨匯率過去數月已見回穩，此現象可能反映內地政府在全球經濟衰退的背景下有意維持匯率穩定。然而，以有效匯率計算，人民幣依然持續升值，實質有效匯率由6月到10月升值了5.2%，第三國家名義有效匯率則於同期升值17.0%，意味著在主要出口市場上，內地出口商與競爭對手相比，競爭實力在減弱。

11月底的不交收遠期匯率表明市場預期人民幣兌美元3個月及12個月後將分別貶值約1.5%和3.0%(圖 1.23)。此現象可能反映投資者憂慮內地出口或會因發達經濟體系衰退及其他新興市場貨幣迅速貶值而放緩。

### 1.5 政策回應

由於經濟增長下滑風險上升，加上通脹壓力已趨緩和，內地當局改變立場，轉為推行「積極」的財政政策及適度寬鬆的貨幣政策，以助刺激內部需求。國務院已宣佈人民幣4萬億元的財政刺激方案，其中1,000億元將會用於2008年第4季進行公共投資，而餘下資金將留待2009年及2010年投放。該方案範圍廣闊，包含公共住房、農村及交通基建、醫療保健及教育、環境發展、震後重建、農民及低收入家庭補貼等方面的支出。該方案亦要求加快增值稅制改革，並且推動銀行為項目融資提供更多貸款。

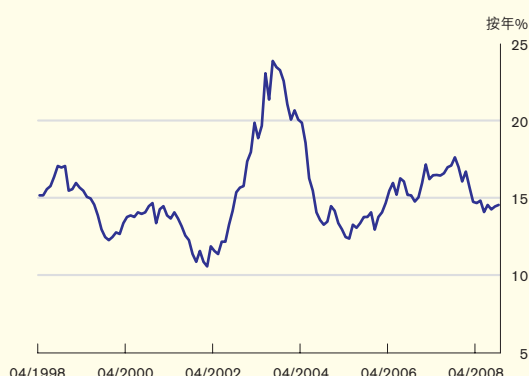
**圖 1.23**  
中國內地：人民幣的升值預期



註：人民幣的預期升值匯率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。

**圖 1.24**  
中國內地：未償還貸款增長



資料來源：CEIC。

該財政刺激方案獲其他經濟體系當局及市場分析師一致歡迎，其規模相當於2007年中國國內生產總值的14%。雖然目前未知該方案將對財政赤字造成何種影響，亦未知會對國內生產總值增長帶來多少貢獻，但市場一致認為，方案將有助中國經濟達到內地政府為2009年訂立的增長目標。

為促進增長，當局亦已放寬貨幣政策，調低了利率和存款準備金率。當前的挑戰是如何確保銀行業在經濟前景黯淡的情況下仍願意為企業提供融資，而非收緊信貸供應。自2008年初起，未償還貸款的增速不斷下降，但最近數月已趨穩定(圖 1.24)。財政方案的推出有可能令銀行提供較多貸款予建設項目，雖然方案公佈時間(11月10日)與項目開展時間可能存在差距。

**圖 1.25**  
中國內地：人民幣的市場及隱含匯率



註：在假想籃子中的貨幣為美元、歐元、日圓、韓國、新加坡元、馬來西亞元、澳元、俄羅斯盧布、英鎊、泰銖及加元。這些貨幣的權重為這些國家與中國的貿易額加上其在中國的直接投資佔中國貿易總額與外來的直接投資總額之和的份額。

資料來源：彭博及職員估計數字。

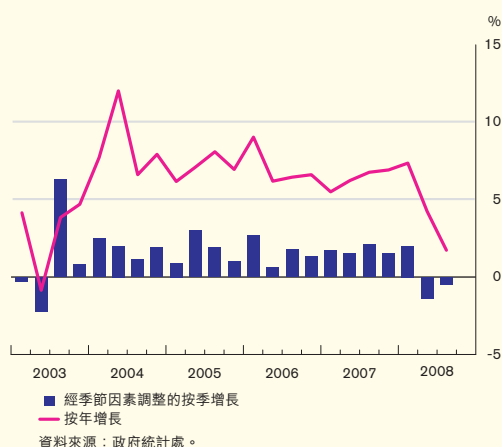
近數月美元大幅升值，其他新興市場貨幣則相繼貶值。假使內地當局以穩定名義有效匯率為目標，則人民幣早已於8月起大幅貶值(圖 1.25)，但內地當局頂住了壓力，將人民幣兌美元匯率維持在穩定水平。與亞洲金融危機情況類似，人民幣匯率穩定有助避免新興市場貨幣爭相貶值的惡性循環，同時亦可防止資金從中國內地外流。

## 2. 本港經濟

### 需求

香港經濟在第2及第3季連續兩個季度錄得負增長。經濟活動有所減縮，主要原因是私人消費疲軟，加上商品出口由於主要海外市場需求減少而表現呆滯。全球金融市場危機加劇，失業率開始上升，未來的需求萎縮情況可能更見嚴重。

圖 2.1  
以固定價格計算的本地生產總值



### 2.1 整體需求

與去年同期比較，第3季的實質本地生產總值增長1.7%，而第1季及第2季則分別增長7.3%及4.2%（圖2.1）。經季節因素調整後，第2季及第3季的實質本地生產總值按季分別萎縮1.4%和0.5%。

第3季按年經濟增長下降，部分是由於私人消費疲軟所致。因為本港股市低迷，金融服務方面的消費支出尤其減少，以致市場成交量下跌，服務收費下降。樓宇及建造業削減支出，亦拖累第3季的投資增長進一步放緩。商品出口增長呆滯，導致第3季的商品貿易收支仍出現赤字。然而，受到離岸貿易活動支持，服務淨出口表現較佳，足以抵銷商品貿易赤字的負面影響，為本地生產總值帶來貢獻。

### 2.2 內部需求

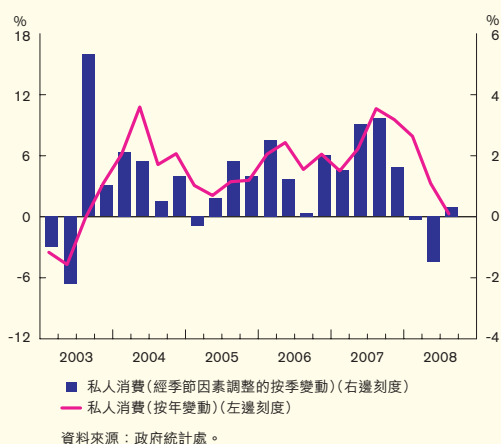
內部需求是拖累經濟增長的主要因素之一。與去年同期比較，第3季的內部需求增長1.7%，而第2季則增長3.5%（表2.A）。儘管資本投資及政府消費開支較去年同期仍有增長，但第3季的私人消費增長則幾乎停滯不前。存貨變動仍為第3季的本地生產總值帶來貢獻，但無法肯定存貨累積是否出於自願。

表 2.A  
按開支項目劃分的實質本地生產總值增長

(按年%)	2006		2007		2008	
	2006	2007	Q4	Q1	Q2	Q3
本地生產總值	7.0	6.4	6.9	7.3	4.2	1.7
內部需求	5.9	7.8	10.3	7.1	3.5	1.7
消費						
私人	6.0	7.8	9.5	7.9	3.2	0.2
公共	0.1	2.3	2.3	0.3	3.0	2.3
本地固定資本形成總額	7.0	4.2	8.2	9.9	3.5	3.0
私人	10.8	5.8	10.4	9.5	3.7	2.7
公共	-16.2	-9.4	-9.6	13.0	1.1	5.7
存貨變動 <sup>1</sup>	0.2	1.2	1.6	-0.4	0.2	0.5
貨品出口淨值 <sup>1</sup>	-0.5	-3.6	-5.3	-1.1	-1.5	-1.6
服務輸出淨值 <sup>1</sup>	2.2	3.1	3.3	2.1	2.5	1.9

註：1. 以百分點表示對本地生產總值按年增長率的貢獻。  
資料來源：政府統計處。

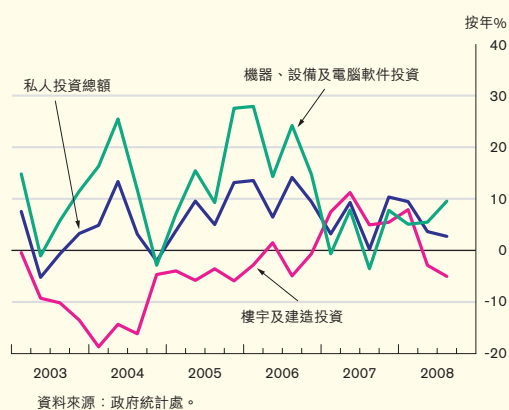
圖 2.2  
私人消費



## 消費

第3季的私人消費支出較去年同期輕微增長0.2%，而第2季則增長3.2%。經季節因素調整後，第3季私人支出按季增長0.3%，而第2季則萎縮1.5%（圖2.2）。私人消費疲軟，主要是由於本地股市低迷，令金融服務方面的消費支出減少，導致成交量下跌，服務收費下降。另一方面，與去年同期比較，第3季政府消費開支增長2.3%，而第2季則增長3.0%（表2.A）。由於去年證券市場交投暢旺，比較基數偏高會顯著拖低金融服務消費的增長，因此預期第4季的私人消費支出按年增長率將會進一步下降。

圖 2.3  
私人投資及各組成項目

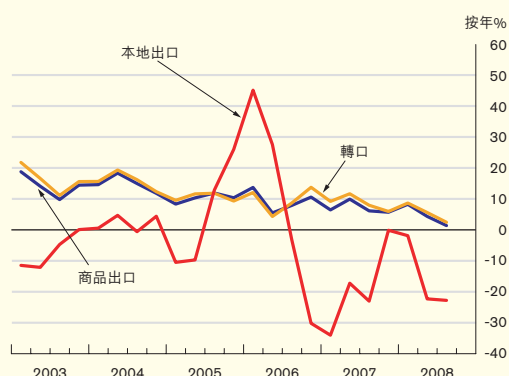


## 投資

整體投資支出繼第2季增長3.5%後，在第3季按年增長3.0%。按組成項目分析，第2季及第3季的私人投資分別增長3.7%及2.7%；其中，機器及設備方面的私人支出在第2季及第3季分別增長5.5%及9.6%，而樓宇及建造業的私人投資在第2季及第3季則分別萎縮2.9%及5.0%（圖2.3）。儘管第2季及第3季的資本投資錄得增長，但季度業務展望調查結果顯示，大部分行業的僱主對第4季的營業前景持悲觀態度。審慎的營商氣氛可能令未來的資本投資支出增長轉差。

樓宇及建造業的公共投資於第2季萎縮6.6%後，在第3季按年增長2.0%。機器及設備方面的公共支出在第2季及第3季分別按年增長41.2%及18.5%。面對目前的經濟逆境，政府承諾加快實施基建項目，以刺激公共投資支出。

**圖 2.4**  
商品出口及各組成項目(實質)



資料來源：政府統計處。

## 2.3 對外貿易

商品出口在第2季及第3季分別按年增長4.4%及1.4%，而第1季則增長8.3% (圖2.4)。經季節因素調整後，第3季商品出口量按季下跌2.3%，而第1季及第2季則分別增長1.8%及1%。按年轉口增長率從第2季的5.6%下跌至第3季的2.5%，導致商品出口增長放緩。第2季及第3季的本地出口亦分別按年大幅下降22.3%及22.8%。按目的地分析，在第2季及第3季，對歐盟及台灣的貨品出口繼續錄得強勁增長，對內地、韓國及東盟的出口放緩，而對美國及日本的出口則依然疲弱 (表2.B)。

**表 2.B**  
按主要市場劃分的商品出口<sup>1</sup>

(按年%)	比重 <sup>2</sup> %	2006		2007		2008		
		2006	2007	Q4	Q1	Q2	Q3	
中國內地	49	14	13	11	11	8	4	
美國	14	3	-1	-3	-1	-1	1	
歐盟	14	5	6	6	8	8	10	
東盟五國 <sup>3</sup> + 韓國	7	8	9	11	15	9	3	
日本	4	1	-1	-1	-2	-1	3	
台灣	2	3	2	-2	3	7	5	
其他	10	11	18	20	30	24	17	
<b>總計</b>	<b>100</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	

註：

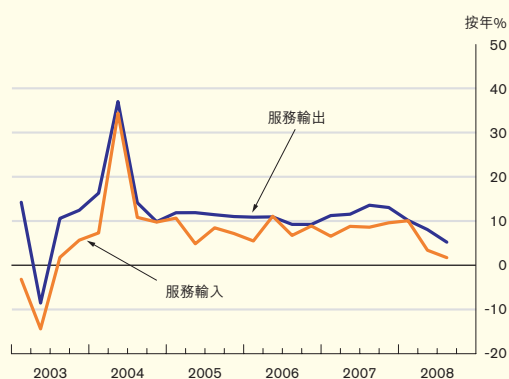
1. 轉口貿易佔 2007 年總出口額的 96%。

2. 在 2007 年所佔比重。

3. 東盟五國包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。

資料來源：政府統計處及 CEIC。

**圖 2.5**  
服務輸入及輸出

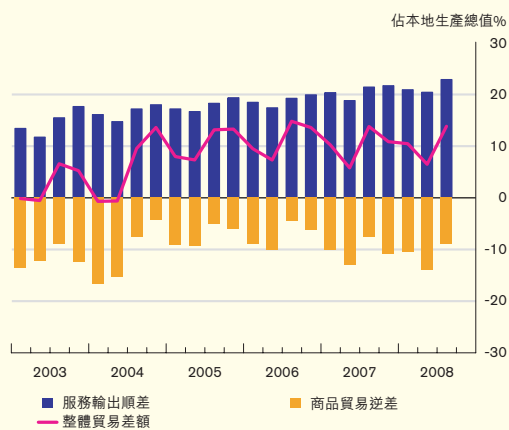


資料來源：政府統計處及CEIC。

服務輸出繼續取得穩健增長。與去年同期比較，第2季及第3季的服務輸出分別增長8.1%及5.3%，低於第1季的10.2%。第2季及第3季的服務輸入分別增長3.5%及1.8%，而第1季則增長10.1% (圖2.5)。

雖然商品及服務輸出同時放緩，但服務輸出淨額順差的增幅較商品貿易逆差的升幅為高，因此，整體貿易順差在本地生產總值的百分比仍然有所上升，從第2季的6.4%增至第3季的13.8% (圖2.6)。

**圖 2.6**  
貿易差額及組成項目



資料來源：政府統計處。



## 產出及供應

第2季的產出增長大幅放緩，製造業及建造業出現萎縮，服務業亦普遍放緩。經濟低迷開始對勞工市場構成壓力，引發失業率上升。全球金融市場危機對就業率的不利影響預計將更為明顯，其中，金融服務及進出口行業所受的打擊可能最為嚴重。由於出現周期性的產出萎縮，勞工生產力亦開始下降。

**表 2.C**  
按主要行業劃分的實質本地生產總值增長  
(按年計)

(按年%)	2006	2007	2007		2008	
			Q3	Q4	Q1	Q2
以要素成本計算的						
本地生產總值	6.2	6.7	6.5	7.1	6.5	3.5
工業環節	-2.3	-0.8	-1.4	-0.9	2.7	-3.5
其中：						
製造業	2.2	-1.5	-2.1	-0.3	-4.4	-4.2
建造業	-9.8	-2.1	-2.8	-2.6	8.3	-2.7
服務環節	7.1	7.5	7.3	7.8	6.8	4.2
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	8.1	9.1	10.3	11.3	6.8	5.0
進口及出口	9.0	6.7	6.8	6.3	9.5	7.7
運輸及倉庫	6.6	5.6	6.5	7.4	7.9	4.2
金融、保險及 商業服務	15.6	16.3	17.5	17.5	9.5	4.6

資料來源：政府統計處。

**表 2.D**  
各主要行業對實質本地生產總值增長的貢獻  
(按年計)

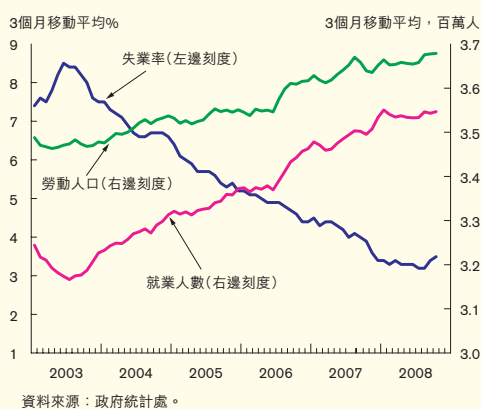
(百分點)	2006	2007	2007		2008	
			Q3	Q4	Q1	Q2
以要素成本計算的						
本地生產總值	6.2	6.7	6.5	7.1	6.5	3.5
工業環節	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	-0.3
其中：						
製造業	0.1	0	-0.1	0	-0.1	-0.1
建造業	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	-0.1
服務環節	6.4	6.8	6.6	7.2	6.3	3.8
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	0.5	0.6	0.6	0.7	0.5	0.3
進口及出口	1.9	1.4	1.6	1.5	1.9	1.5
運輸及倉庫	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.3
金融、保險及 商業服務	3.0	3.4	3.3	3.6	2.2	1.1

資料來源：政府統計處。

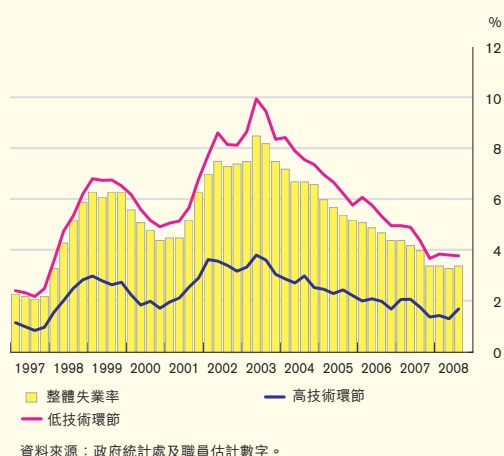
## 2.4 產出

在第2季，以要素成本計算的本地生產總值按年增長3.5%，相對第1季錄得的6.5%增長率而言，增長顯著放緩(表2.C)。與去年同期比較，製造業及建造業均出現萎縮；在服務環節方面，各服務行業亦普遍放緩。分析不同行業的貢獻顯示，第2季的本地生產總值增長放緩，主要是由於服務業的增長速度減慢(表2.D)。儘管大部分服務行業在第2季仍為本地生產總值帶來按年增長貢獻，但第3季按開支項目劃分的本地生產總值增長疲弱，反映部分服務行業在第3季受到嚴重打擊，甚至可能在下半年出現按年萎縮的情況。特別是金融、保險及商業服務行業，更可能因全球金融市場危機而在2008年下半年顯著萎縮，而批發、零售、飲食及酒店業亦可能受私人消費支出下跌拖累而大幅下降。貿易活動放緩亦可能影響進出口業、運輸及倉庫業。

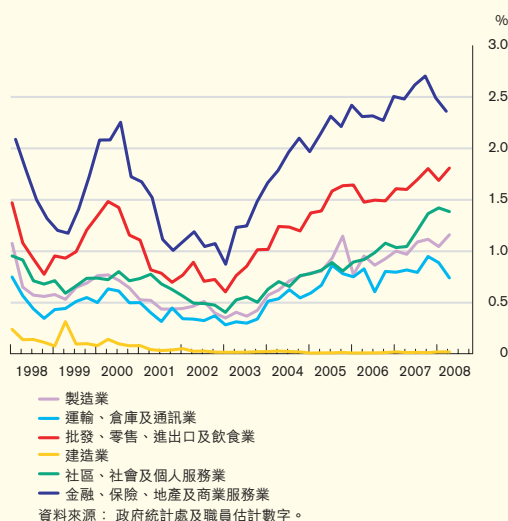
**圖 2.7**  
勞工市場狀況



**圖 2.8**  
高技術及低技術環節的失業率



**圖 2.9**  
各行業的職位空缺比率



## 2.5 勞工及生產力

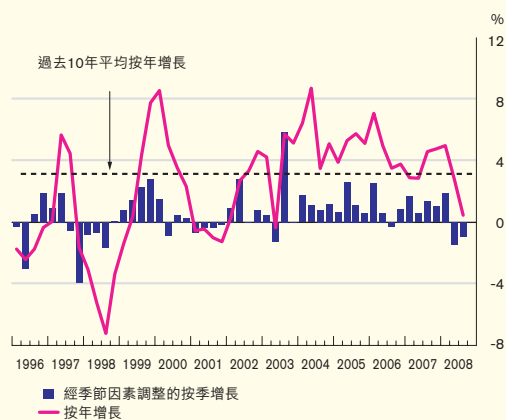
勞工市場在第2季保持暢旺，但至第3季失業率卻開始上升。由於產出放緩甚至萎縮的速度，比就業人數的放緩更快，因此，勞工生產力可能出現周期性下降。

### 勞工市場狀況

就業人數在第1季似乎達到高峰，隨後開始緩緩下降。經季節因素調整的3個月移動平均失業率由8月份的近期低位3.2%上升至10月份的3.5%（圖2.7）。低技術環節的失業率仍然高於高技術環節（圖2.8）。與此同時，有些行業如金融業、運輸及通訊業的職位空缺率有所下跌（圖2.9）。第3季經濟活動萎縮可能對勞工市場造成更大壓力。據2003年爆發非典型肺炎疫症期間的經驗，如果經濟衰退時間短暫，失業率上升之勢應不會持久，原因是企業認為經濟只是一時低迷，關閉企業或裁員削減規模的機會甚微。然而，如經濟衰退長時間持續，失業率則可能會顯著上升。展望未來，預計需要一段頗長的調整期才能解決全球信貸市場的問題，因此第4季及明年的失業率可能會顯著上升。

就業不足率在近幾個月維持在較低水平，9月份及10月份分別為1.8%（3個月移動平均數）及1.7%，均低於8月份的1.9%。隨著本港經濟環境惡化，未來的就業不足率預計會有所上升。

**圖 2.10**  
每名工人產出量



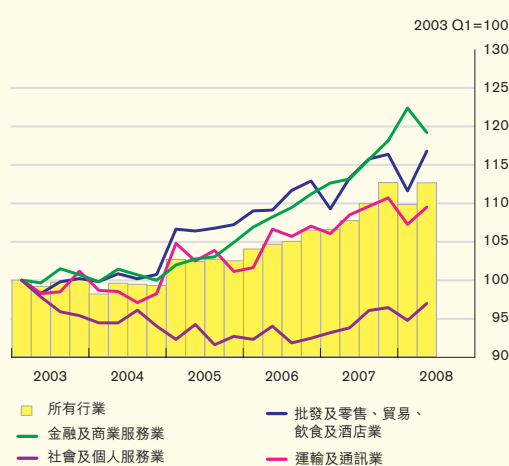
### 生產力

勞工生產力(以每名工人產出量計)在第3季的增長速度放緩，按年增長0.5%，低於第2季的2.8%及第1季的5% (圖2.10)。經季節因素調整的勞工生產力連續兩季出現萎縮情況，在第2季及第3季分別按季萎縮1.5%及0.9%。勞工生產力增長率下跌，原因是第2季及第3季的產出增長率出現顯著的周期性下降，但就業人數卻只出現輕微變動。在短期內，只要產出量相對就業人數的萎縮速度更快，勞工生產力的增長率仍將偏弱。

## 物價及工資

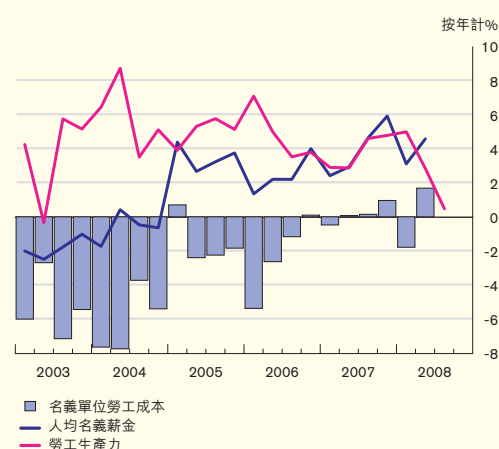
住宅租金及食品開支增加，令消費物價通脹在第3季維持在較高水平。然而，隨著住宅市場租金及全球食品價格在下半年大幅回落，住宅租金及食品價格所造成的通脹壓力可望得到緩和。在經濟下滑、營商環境欠佳的情況下，薪金及工資水平增長有限，企業的成本壓力亦開始得以紓緩。在此發展趨勢下，預期基本消費物價通脹在2008年年底將會緩和。

圖 2.11  
各行業的人均名義薪金



資料來源：政府統計處。

圖 2.12  
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。

## 2.6 勞工成本

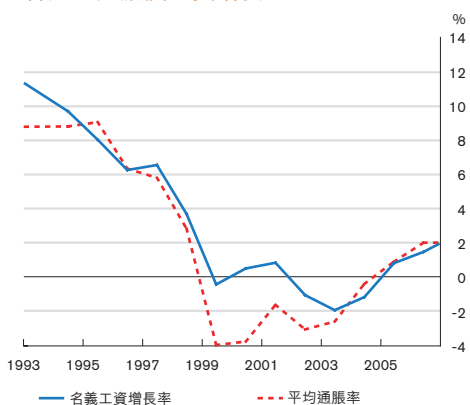
勞工收入的增長趨勢似已回復平穩。在營商環境轉壞及收入增長放緩下，企業在釐定工資時亦變得更加審慎。按季比較，名義工資增長從第1季的1.4%回落至第2季的1.1%。人均名義薪金在第1季下跌2.5%後，在第2季上升2.6%，但第2季的薪金升幅大致上被第1季的薪金跌幅所抵銷（圖2.11），因此相對2007年下半年而言，2008年上半年的薪金水平實際上保持平穩。經扣除通脹所帶來的影響後，幾乎所有行業的實質人均薪金均有所下降，只有金融及商業服務兩個行業例外。鑑於經濟前景暗淡，勞動市場境況欠佳，2008年下半年的勞工收入可能會進一步減少。

勞工生產力在第2季及第1季分別按年增長2.8%及5.0%，但在第3季的增幅卻下降至0.8%，反映周期性產出增長放緩。由於人均名義薪金增幅超過勞工生產力的增幅，第2季的單位勞工成本增長轉為正數，達到1.7%（圖2.12）。鑑於生產力增長緩慢，第3季的單位勞工成本可能進一步上升。然而，由於工資及就業均可能向下調整，隨著勞工生產力增長下降，單位勞工成本增長預期會放慢。採購經理指數顯示，11月份員工成本組成項目從第3季的54.1下跌至接近50的分界線水平。

勞工成本增長放緩，有助減輕本地的成本壓力，在面對全球經濟衰退之際保持服務業的競爭力。根據金管局一項研究顯示，香港並沒有出現工資難以下調的跡象，意味著本港勞工市場能因應外圍環境的轉變而靈活調節。專題3總結有關研究的主要結果。

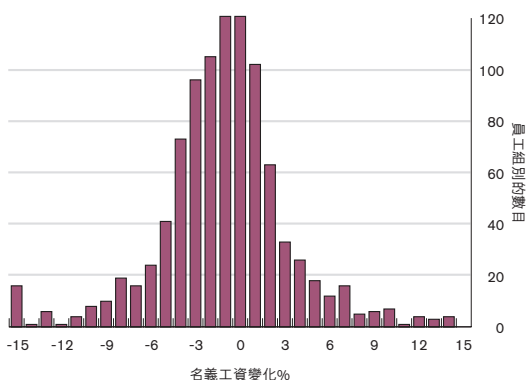
### 專題 3 香港勞工市場的靈活性

**圖 B3.1**  
香港：通脹及工資增長



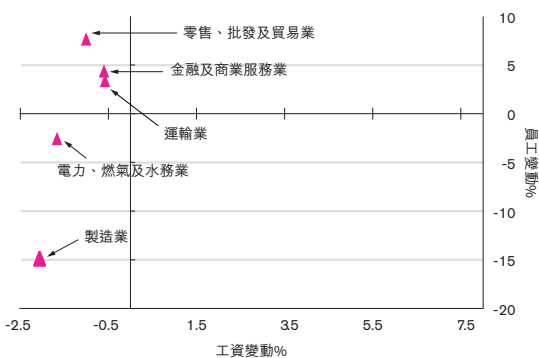
資料來源：CEIC。

**圖 B3.2**  
香港：2002年至2004年工資變動分佈



註：根據《香港標準行業分類》46類4位數行業中每個行業4至6個職業組別的平均工資。  
資料來源：政府統計處

**圖 B3.3**  
香港：2003年至2004年五個行業的工資及就業變動



資料來源：政府統計處。

香港的貨幣發行局制度需要勞工市場具備足夠的靈活性，以便本港經濟能夠因應外圍因素衝擊而作出有效調整。實際上，外界普遍認為本港勞工市場相當靈活，政府較少插手干預，而商討僱用條款時，集體談判並無發揮顯著作用。本專題列舉一些實際證據，說明經濟倒退期內工資及就業的表現。

統計數據顯示，本港工資的靈活性相當高。亞洲金融危機爆發、科技股泡沫爆破及非典型肺炎疫症肆虐期間，平均名義工資均告下跌(圖B3.1)。勞工市場緊絀的國家甚少出現名義工資下跌的情況，但於非典型肺炎疫症肆虐期間(圖B3.2)及其他時期內，香港的工資水平展現出較強的下調靈活性。

為了應付嚴重的經濟衝擊，靈活的勞工市場應及時調整工資及就業情況。香港勞工市場正是如此。非典型肺炎疫症爆發導致各行各業被逼重組，勞工由競爭力較低的製造業轉投生產力較高的行業(例如金融服務、貿易及零售業)。與此同時，各行各業紛紛減薪，務求為再次恢復競爭力(圖B3.3)。

**表 3.A**  
香港及美國的工資變動分佈

香港						
工資變動統計數據概要						
取樣時期	觀察數目	中位數	標準差	觀察所佔 %		通脹
				<0	=0	
1996-2006	3,476	1.12	5.81	42.41	15.82	0.24
1996	316	6.56	4.58	6.96	1.90	6.33
2006	316	1.40	3.84	27.22	17.41	2.02

美國						
工資變動統計數據概要						
取樣時期	觀察數目	中位數	標準差	觀察所佔 %		通脹
				<0	=0	
1981-1998	92,862	3.4	10.8	14.4	17.6	3.5
高通脹	17,247	6.9	9.7	8.7	10.6	7.34
低通脹	15,917	2.1	10.2	17.6	22.2	3.15

註：

1. 高通脹年：1981年、1982年及1990年。
2. 低通脹年：1987年、1993年及1995年。

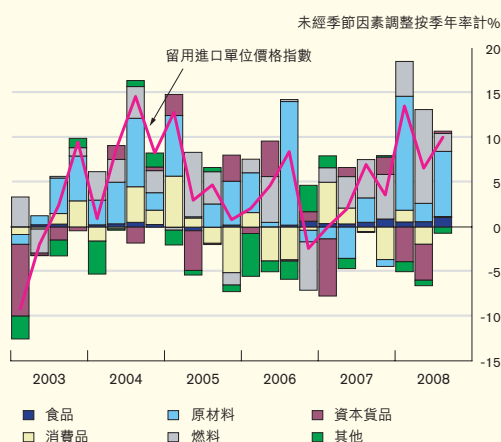
資料來源：政府統計處以及Lebow, Saks and Wilson (2003), "Downward Nominal Wage Rigidity: Evidence from the Employment Cost Index", *Advances in Macroeconomics*, 卷 3(1), 第二篇文章

測試香港勞工市場靈活性的方法之一，是與同樣普遍認為較為靈活的美國勞工市場進行比較(圖B3.A)。我們在比較兩個經濟體系兩段較長時期的數據時，測試結果顯示香港的工資減幅相當顯著(香港為42.4%，美國則為14.4%)。可是，上述差異可能是由於兩個經濟體系在抽取樣本各段時期承受著不同的衝擊。這一點可以在兩者平均通脹率的差距(香港為0.24，美國則為3.5)上反映出來。若要進行更有代表性的比較，便需選取兩段相似的時期。

比較兩個經濟體系通脹率相近的時期時，我們發現香港及美國勞工市場表現非常相似。首先，我們研究兩個經濟體系的通脹率均約為6%至7%的時期，兩者的工資升幅中位數均約為7%，與通脹率非常貼近。此外，兩個經濟體系考察數據中負值所佔的比重均較低，香港僅為7%，美國則為8.7%。其後，我們比較兩個經濟體系的「低通脹年」，即通脹率介乎2至3%的年份。香港及美國的工資增長中位數接近，分別為1.4%及2.1%。香港的減薪幅度為27.2%，而美國則為22.2%。因而，以上比較顯示香港勞工市場的靈活性與美國勞工市場相比至少是不相伯仲。

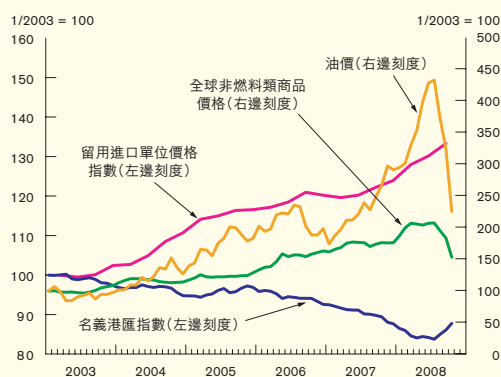


**圖 2.13**  
按主要組成項目對進口價格通脹的貢獻



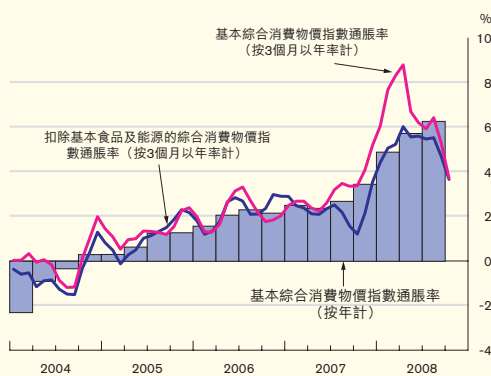
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

**圖 2.14**  
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 2.15**  
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。

## 2.7 商品及進口價格

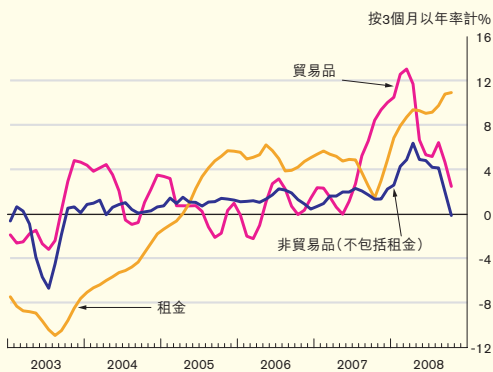
全球商品價格從2008年年中的高位回落，令進口價格通脹略為下降。以按季比較，第3季進口價格通脹從第2季的6.6%（以年率計）上升至10.1%，但兩季的數字均低於第1季的13.6%。原材料、食品及資本物品價格上漲，推高留用進口價格（圖2.13）。鑑於全球食品及原油價格從今年中開始下降，第4季的進口價格通脹可望進一步緩和。中國內地的食品價格回穩，亦有助舒緩對本地市場新鮮食品價格的壓力。

全球各地需求疲弱，令商品價格在下半年全面下跌。原油平均價格從7月的每桶132美元高位，下跌至11月不足50美元的水平，跌幅幾近三分之二；而非燃料商品價格亦下跌超過四分之一（圖2.14）。港元的名義有效匯率在第三季上升2.2%，反映美元強勢。商品價格下降，加上美元走強，對香港的進口價格通脹情況應會有所改善。

## 2.8 消費物價

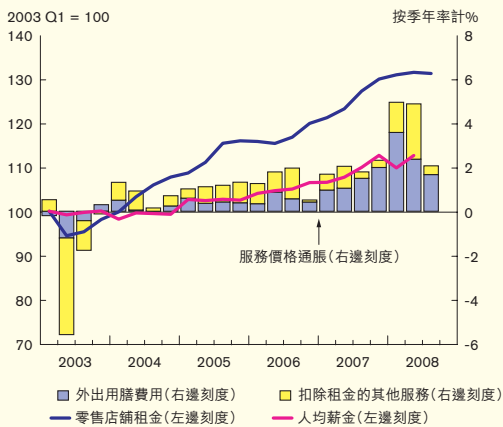
第3季消費物價通脹持續上升，但相信很快見頂。在剔除政府各項紓緩措施的影響後，按年計的基本綜合消費物價指數通脹由第2季的5.7%上升至第3季的6.3%，主要是由食品價格及私人住宅租金增加所帶動。按3個月比較以年率計，綜合消費物價指數通脹由4月的8.8%回落至10月的3.7%，主要原因是食品價格通脹下降。扣除基本食品及能源，同期的核心通脹由6.0%下降至3.7%，反映外出用膳及其他服務的費用增幅收窄（圖2.15）。

**圖 2.16**  
按主要組成項目分析消費物價通脹



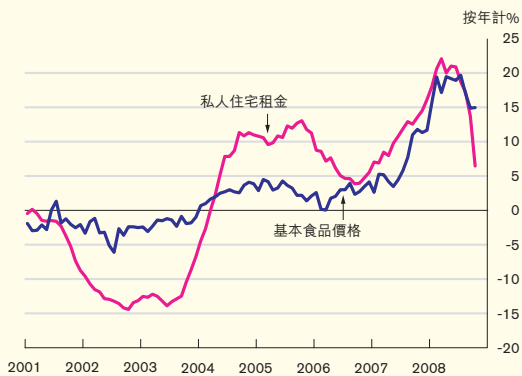
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

**圖 2.17**  
扣除租金的服務價格通脹



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

**圖 2.18**  
私人住宅租金及基本食品價格



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

分組數據顯示，除住宅租金外，貿易品及服務環節面對的價格壓力有所下降。以按季計，綜合消費物價指數中的貿易商品價格升幅，從第1季13.2% (以年率計) 的高位下降至第3季的4.7%，反映基本食品價格升幅收窄及耐用品價格下跌 (圖 2.16)。商用物業租金及勞工成本升勢放緩，令服務供應商的經營成本得以緩和，因此，住屋以外的服務環節所面對的通脹壓力亦隨之下降 (圖 2.17)。綜合消費物價指數的租金組成項目增幅最快，整體住宅租金在第1季按季增長8.8% (以年率計) 後，在第3季上升10.9%。住宅租金增幅加快，部分是反映2008年上半年物業市場蓬勃發展的情況，期內住宅物業價格上升7.4%。若撇除綜合消費物價指數的租金組成項目，第3季的消費物價通脹為3.1% (按季年率計)，低於5.3%的基本通脹及4.7%的核心通脹 (扣除食品及能源)。

由於進口物價通脹緩和，短期通脹前景將取決於本地成本因素的發展。租金項目一直是推動綜合消費物價指數通脹的主因，但住宅物業價格在第3季按季顯著下跌近5%，住宅物業租金指數在同期亦相應下跌2.2%，意味著租金急升的趨勢快將完結。在供應方面，鑑於本地需求疲弱，勞工市場境況欠佳，預期名義人均薪金增長亦將放緩。月度指標顯示，房屋租金及基本食品價格升幅在第四季均繼續下降，對消費物價通脹在今年年底構成下跌壓力 (圖 2.18)。

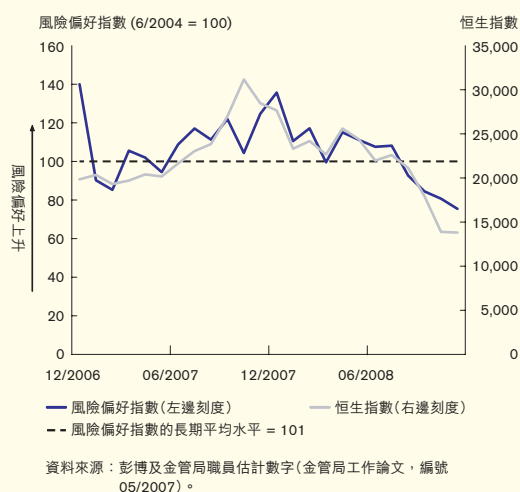
## 資產市場

全球金融危機加劇，本港股市大幅下挫。在物業市場方面，樓價於2007年年末至2008年年初大幅攀升後，在第3季顯著下跌。市場氣氛淡靜、勞工市場境況欠佳等因素仍將影響未來數月的物業市場活動。至於商用物業市場方面，由於外圍環境及本港經濟前景轉壞，寫字樓及零售店舖租金回軟。

圖 2.19  
香港股票價格



圖 2.20  
風險偏好指數

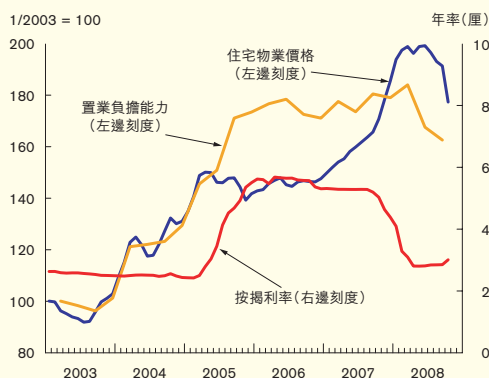


## 2.9 股票市場

過去6個月，本港股市急劇下挫(圖2.19)。在報告期初，市場擔憂內地進一步收緊貨幣政策，加上在非流通股份問題籠罩下，股市持續受壓。然而，經濟前景轉淡，內地當局的政策重點由控制通脹，轉移至保持經濟增長。此舉為本港股市帶來短暫的支持，當中以H股及其他中國相關股票最為受惠。然而，隨著全球金融危機陸續浮現，由雷曼兄弟破產、美國國際集團瀕臨倒閉，以至美國的7,000億美元救市方案幾經波折才獲得通過，連串事件觸發市場對金融機構安全問題的憂慮，導致銀行同業拆借網絡癱瘓、存戶信心大受打擊，以及信貸緊縮問題一觸即發。國際資本市場隨即進行大規模的風險重估。由於投資者的風險偏好下跌，本港股市在10月份直線下挫(圖2.20)。<sup>17</sup> 在10月中，為恢復市場信心及穩定市況，香港特區政府跟隨全球各地政府，引入特別措施放寬信貸市場，並為存戶提供保障。然而，為規避風險，市場迅速掀起一片投資基金贖回潮，而這股拋售潮一直持續至10月底。儘管市場在11月漸趨穩定，期內恒生指數仍然錄得43.4%的龐大跌幅。

<sup>17</sup> Yu and Tam (2007)：「評估香港股票市場的情緒」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號 05/2007。

**圖 2.21**  
物業價格、利率及置業負擔能力

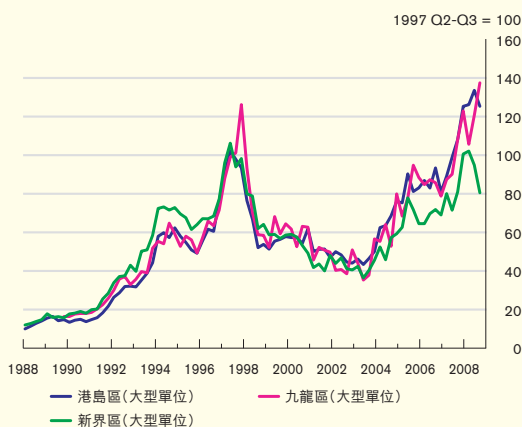


資料來源：差餉物業估價署及政府統計處。

## 2.10 物業市場

香港物業價格在2007年年底至2008年年初飆升，但由於本港資產市場受到全球金融危機衝擊，物業價格在第3季顯著下跌。信貸緊絀，加上經濟景況轉弱，令置業需求受到抑壓。住宅物業價格在第2季按季上升0.2%後，於第3季下跌4.7%。成交量在第3季大幅減少32%，而對上一季則減少25%。隨著美國及歐洲的信貸危機惡化，市場信心減弱，加上經濟前景續欠明朗及勞工市場境況欠佳，物業市場活動將繼續受壓。然而，樓價下跌及最優惠貸款利率下調，均有助提高置業負擔能力，為中小型住宅單位的需求帶來一些支持(圖2.21)。

**圖 2.22**  
豪宅平均成交價

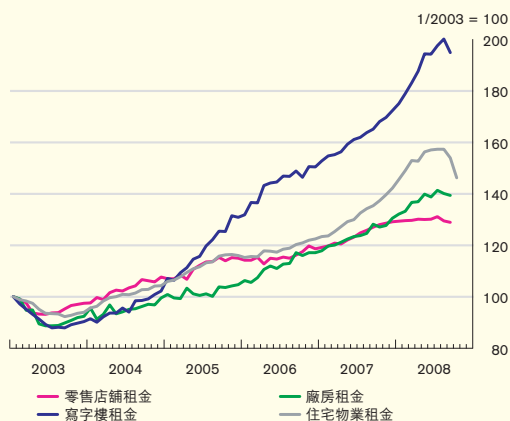


資料來源：差餉物業估價署。

在豪宅物業市場方面，按地區分析顯示，港島區及九龍區豪宅(160平方米或以上)的平均成交價已經見頂，而新界區的成交價亦已開始回落(圖2.22)。信貸緊絀及經濟前景欠佳，將對未來數月的豪宅價格構成下調壓力。

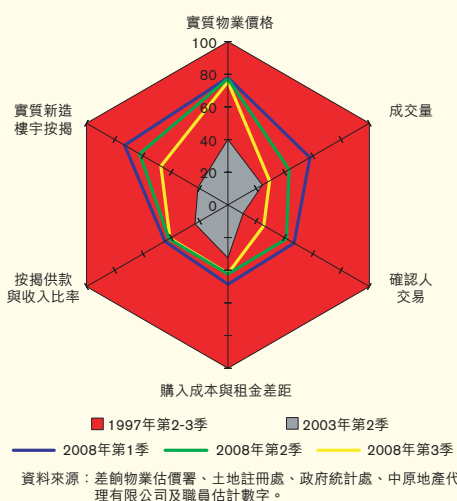
一如住宅物業市場，商用物業租務市場同樣出現下調情況，反映企業延遲擴充計劃，並且精簡業務運作。寫字樓租金在8月見頂後，在9月份按月下跌2.6%(圖2.23)。中環甲級寫字樓的租值由第2季的每平方米965港元，下跌至第3季的每平方米949港元，跌幅達1.7%；而其他地區的寫字樓租金則相對維持穩定。第3季的零售店舖及廠房租金保持平穩，但隨著本地需求及商業活動放緩，有關租金亦可能跟隨下跌。

**圖 2.23**  
不同物業類型的租金指數



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

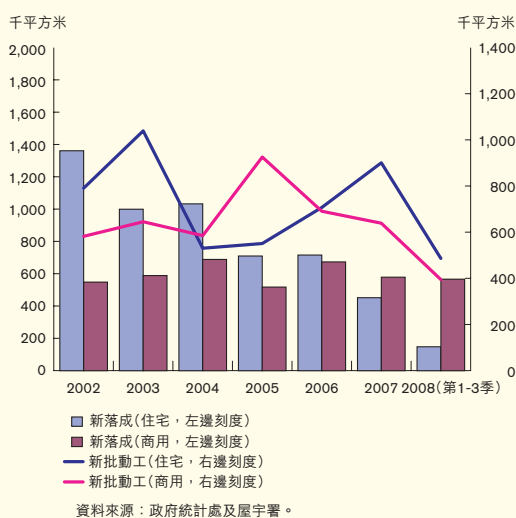
圖 2.24  
住宅市場的圖解分析



樓價大幅調整，令市場憂慮本港物業市道在經濟衰退下轉壞，尤其住宅價格在 6 月至 10 月期間下跌 11.0%，令住宅物業貸款中的負資產數目顯著上升。物業市場 6 項主要指標的圖解分析顯示，第 3 季的成交量、實質新造樓宇按揭，以及確認人交易宗數均由第 1 季的近期高位下滑，而實質物業價格、按揭供款與收入比率（顯示置業負擔能力）及購入成本與租金差距則輕微下降（圖 2.24）<sup>18</sup>，這顯示在經濟下滑下，住宅物業的用戶需求及資產需求均有所減少。跟過往的周期比較，住宅物業市場並無出現明顯的失衡跡象，相對於 1997 年年中的高峰及 2003 年年中的谷底，6 項指標仍然處於較安全的範圍。

經濟市道疲弱，勞工市場境況欠佳，將繼續令物業市道受壓。儘管如此，相對於物業市場在 1997 至 98 年亞洲金融風暴後的跌勢，這次的樓價調整幅度或會較少，原因是目前的經濟基本因素及住戶財務狀況比前穩固，而在近期物業市道轉弱之前，市場並沒有出現過熱現象。運用群集方法及圖解分析的 6 項指標去評估物業市場狀況亦得出相若結論，顯示本港物業市場並無嚴重失衡，而住宅物業價格下跌主要是由於經濟周期轉壞所致。<sup>19</sup>

圖 2.25  
住宅及商用物業供應



在 2008 年首 3 季，新落成住宅物業單位的供應量較 2007 年同期進一步減少，某程度上反映過去數年土地供應緊張的情況。2008 年第 1 季至第 3 季的新落成住宅物業（按建成樓面面積計）按年下降 28%，而 2007 年第 1 季至第 3 季則減少 59%。住宅單位的施工同意書亦下跌 36%，而去年同期則上升 26%（圖 2.25）。在商用物業市場方面，新落成單位在 2008 年首 3 季上升，但施工同意書則持續下降，表示未來新寫字樓及商場面積供應緊張。一手市場住宅及商用單位供應放緩，中期而言可為樓價及商用物業租金帶來支持。

<sup>18</sup> 有關圖解分析的詳情，見 Chan, Peng and Fan (2005)，「利用圖解監察香港的物業市況」，《香港金融管理局季報》，2005 年 3 月號。

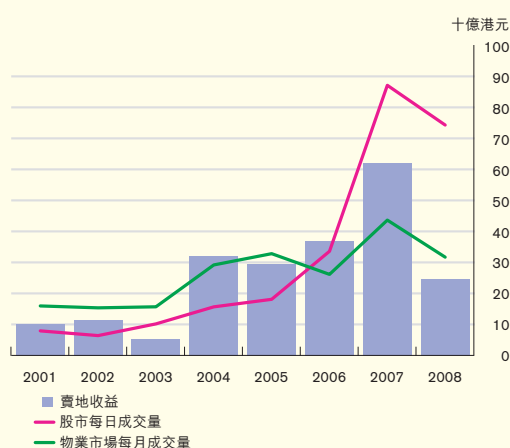
<sup>19</sup> 有關如何運用群集方法及圖解分析的 6 項指標去評估物業市況，見「香港物業市場指標的群集分析」，《香港金融管理局季報》，2008 年 12 月號。



## 公共財政

2008至09年度的財政表現可能較預算案預測錄得較大的財政赤字，反映本港經濟陷入周期性衰退，令稅務收益、印花稅及賣地收入減少。憑藉豐厚的財政儲備，2008至09年度財政預算案提出多項的政策措施，加上行政長官於7月份公佈的寬免措施，均適時為本港經濟帶來刺激作用，紓緩因全球經濟同步下跌所帶來的負面影響。

圖 2.26  
賣地收益、股票及物業市場成交量<sup>1及2</sup>



附註：

1. 賣地收益是以財政年度為基礎計算，2008年的數字根據2008至09年度上半年的收益以年率計算。
2. 2008年股市每日平均成交量涵蓋1月至11月的數字。2008年物業市場每月平均成交量涵蓋1月至10月的數字。

資料來源：CEIC、庫務署及職員估計數字。

### 2.11 公共財政

政府預期在2008至09年度錄得財政赤字，部分原因是政府推出了多項減稅及短期的寬免措施。藉著擴大基建投資及其他公共開支，政府的擴張性財政政策將有助本港經濟克服全球金融危機的挑戰。財政預算案預測本財政年度將錄得赤字75億港元（佔本地生產總值的0.4%），然而，由於2008年本港經濟增長預期將顯著下降至3-3.5%，相比財政預算案預測的4-5%，因此，直接稅收益可能低於財政預算案的預測數字。鑑於股市及物業成交量同告萎縮，印花稅收益預期將會減少。物業市場的短期前景轉壞，賣地收益亦可能大幅下跌（圖2.26）。儘管財政儲備存放於外匯基金的投資收入不會受到金融資產價格急跌所影響，然而，2008至09年度的實際財政赤字或會遠高於財政預算案的預測。

於2007至08年度終結時，政府的財政儲備佔本地生產總值的30%。擁有如此雄厚的財政儲備，政府便可採取擴張性財政政策，協助本港經濟抵禦全球信貸危機所引發的外圍衝擊。隨著經濟增長顯著放緩，通脹壓力消減，財政預算案所提出的政策措​​施，以及行政長官於2008年7月公佈的寬免措施，均適時地刺激經濟增長。此外，政府亦承諾加快開展公共工程及基建項目，為樓宇及建造業創造更多就業機會，並會擴大對中小型企業的銀行貸款擔保，以及提供短期貸款協助企業應付營運及投資需要，上述措施均可為受到信貸緊縮影響的企業帶來幫助。整體而言，若財政赤字由預算案預測佔本地生產總值的0.4%，擴大至佔本地生產總值約2%，財政刺激指標則可能達到本地生產總值的5%，從而推動本港經濟增長超過1個百分點。

## 3. 貨幣及金融環節

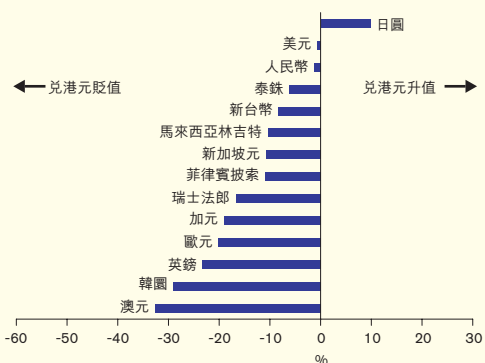
### 匯率、利率及貨幣發展

港元現貨匯率於報告期內轉強至 7.75 的強方兌換保證水平。9 月中全球金融危機加劇後，香港銀行同業拆息顯著上升。為紓緩貨幣市場的壓力，金管局進行外匯操作向銀行體系注入流動資金，宣布五項臨時措施為銀行提供流動資金支持，調整基本利率的計算方程式以有效降低貼現窗借貸成本，以及增加外匯基金票據的供應。財政司司長亦宣佈推出備用銀行資本安排及臨時性的百分百存款保障，作為預防性的措施以鞏固公眾對銀行體系的信心。香港銀行同業拆息因而回軟。

圖 3.1  
港元匯率



圖 3.2  
2008 年年中以來  
的港元雙邊匯率



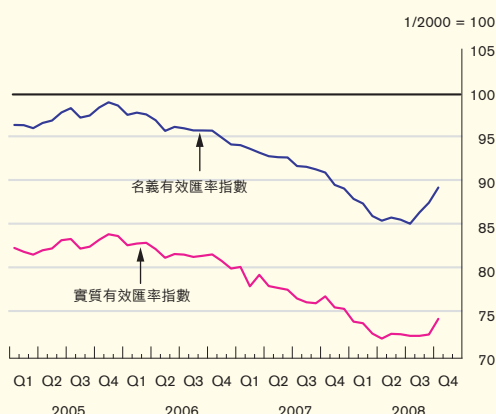
### 3.1 匯率及利率

港元現貨匯率於 6 至 8 月期間在 7.7960 與 7.8139 的窄幅內徘徊後，在 9、10 月期間轉強至接近 7.75 的強方兌換保證水平（圖 3.1）。轉強的原因據報是美元長倉港元短倉的套息交易平倉，亦可能是本地公司將資金調返香港兌回港元。隨著市場人士繼續平倉，藉此減低風險，港元的需求保持強勁。在 10 月底及 11 月期間，現貨匯率一直接近 7.75 的水平，而強方兌換保證在 10 月 31 日至 11 月 28 日期間更 27 次被觸發。

聯繫匯率制度下港元兌其他貨幣的雙邊匯率變動緊隨美元的雙邊匯率變動。7 至 11 月期間美元兌其他貨幣匯價急升，兌日圓則除外。美元普遍反彈反映了多項因素，包括資金轉投較安全資產、平倉的活動不斷、環球經濟前景持續惡化，以及市場預期美元以外貨幣的政策息率下調。因此，港元於同期內普遍轉強，其中澳元、韓圓及英鎊匯價錄得其中最大的跌幅（圖 3.2）。

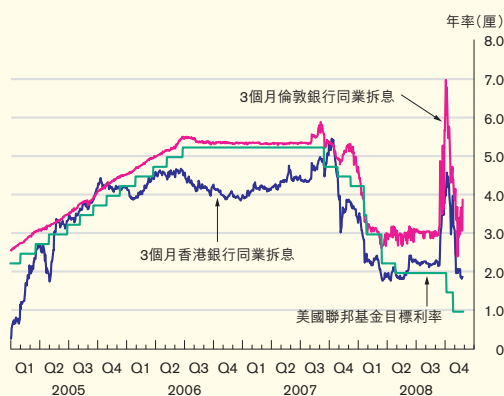


**圖 3.3**  
名義及實質有效匯率



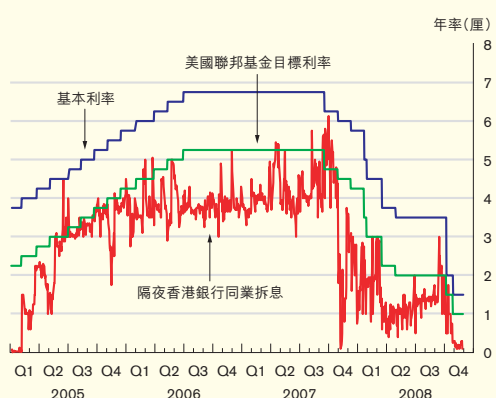
註：每月平均數字。實質有效匯率指數已按季節因素調整。  
資料來源：金管局職員估計數字及政府統計處。

**圖 3.4**  
港元與美元利率



資料來源：金管局。

**圖 3.5**  
隔夜及政策利率

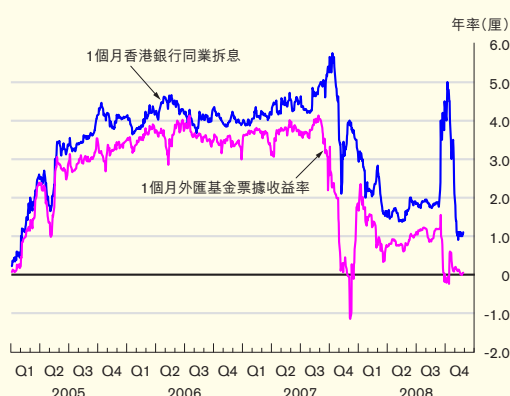


資料來源：金管局。

伴隨美元回升，7至10月期間港元貿易加權名義有效匯率指數上升約4.8%（圖3.3）。貿易加權實際有效匯率指數在10月亦反彈約2.4%，但在2008年第3季則大致穩定，原因是本港整體通脹率相對於其貿易伙伴有所回落，抵銷了港元轉強的影響。2008年第2季內，美元大致保持穩定，因此上述兩項指數均保持平穩。

2008年首4個月內美國聯儲局先後將聯邦基金目標利率調低共225基點，此後近5個月則將目標利率維持在2%（圖3.4）。雖然美國大幅度放寬了貨幣政策，但短期美元銀行同業拆息依然高企，顯示資金批發市場仍然緊張。在此環境下，短期香港銀行同業拆息在5月底至6月期間上升，部分原因是市場憂慮全球宏觀經濟前景惡化及由此對貨幣市場帶來不利影響。4月至8月期間隔夜香港銀行同業拆息逐步攀升，可能反映資金狀況因港元貸存比率增加而收緊（圖3.5）。美國投資銀行雷曼兄弟於9月15日申請破產後，全球貨幣市場狀況顯著收緊。由於市場對交易對手信貸風險的意識提高，並傾向預留更多流動資金應變，香港銀行同業拆息緊隨美元銀行同業拆息急升（圖3.4及3.5）。隔夜及1個月香港銀行同業拆息於9月18日分別上升至單日高位4%及6%。利率波幅亦擴大，香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的差距顯著波動，利率折讓有時候更變為溢價。本地貨幣市場的長短期息差亦告上升，原因是銀行對隔夜以上的借貸期限要求更高補償。

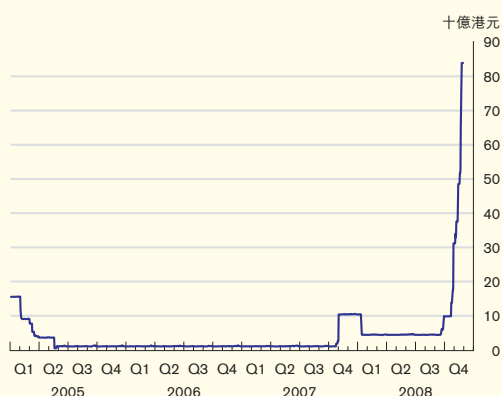
**圖 3.6**  
港元利率



資料來源：金管局。

9月24日，本港一家銀行一度出現了小規模的零售存款擠提事件，稍為增加了本地銀行同業信貸市場的緊張狀況。該次小型擠提事件由謠言引發，透過電話短訊散播，內容乃關於該銀行的財政穩健情況。事件引起本地銀行的憂慮，擔心即使銀行財政穩健，緊張的存戶一旦提走存款會對銀行的資金構成壓力。在香港銀行同業市場，亦有報道指本地銀行與外資銀行借貸成本並不相同，借貸利率出現差距。另外，出於審慎原因，部分銀行的信貸限額據報亦已收緊。9月中至10月中期間，銀行出於流動資金管理需要，對外匯基金票據及債券的需求殷切，短期外匯基金票據收益率因而降至極低甚至負數水平，令本地銀行同業拆息及相應的外匯基金票據收益率背道而馳(圖3.6)。

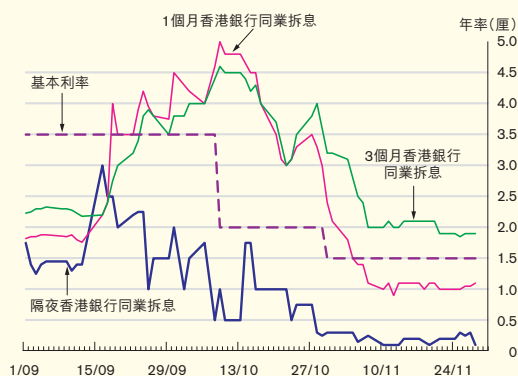
**圖 3.7**  
在貼現窗運作前的總結餘數額



資料來源：金管局。

鑑於本地銀行同業拆息急升，加上本地銀行一次小型擠提事件可能令公眾對銀行的信心變得脆弱，金管局主動在兌換範圍內進行操作，先後於9月18日及25日向銀行體系注入流動資金，購入美元沽出港元，至9月22日及9月29日總結餘分別增加16億港元及39億港元(圖3.7)。因此，隔夜及1個月香港銀行同業拆息一度回落。

**圖 3.8**  
港元基本利率及銀行同業拆息



資料來源：金管局。

金管局向銀行體系注資後，雖然隔夜香港銀行同業拆息一度回軟，但短期香港銀行同業拆息在9月底及10月初繼續攀升(圖3.8)。為舒緩銀行界對信貸及流動資金的憂慮，金管局於10月2日實施了五項臨時措施，擴大抵押品的範圍，為持牌銀行提供額外的長期資金(專題4討論9月底以來金管局及財政司司長所採取的各種措施)。

繼10月8日改變基本利率的計算方程式及10月14日推行預防性措施鞏固公眾對銀行體系的信心後，1個月及3個月香港銀行同業拆息緊隨美元銀行同業拆息普遍回落(圖3.8)。美國聯儲局於10月8日及10月29日兩度調低聯邦基金目標利率50基點，而基本利率亦根據新計算方程式(現行美國聯邦基金目標利率加50基點)兩度減至11月底的1.5%的歷史低位。隔夜香港銀行同業拆息亦進一步回落，反映貼現窗借貸成本下降。

當金管局於10月20日宣佈隨後將提供額外的3個月外匯基金票據以滿足銀行對此類票據的額外需求，短期香港銀行同業拆息持續回軟。在宣佈當日，金管局在兌換範圍內進行操作，以中和外匯基金票據發行對總結餘水平的預期影響。總結餘中最初增加的40億港元，其後於10月底及11月初分兩個階段透過完成配發額外外匯基金票據後被大致上抵銷。

10月底，因為憂慮若干新興市場出現危機，短期香港銀行同業拆息再現收緊的跡象。金管局於是三次在兌換範圍內進行外匯操作（一次在10月23日，另外兩次則在10月27日），令總結餘在10月29日進一步加194億港元至315億港元的水平。在10月31日及11月28日期間強方兌換保證多次被觸發，令本地貨幣市場中的銀行同業流動資金進一步提高。總結餘於11月28日增至843億港元，反映了持續的資金流入，對比2004年初，當時市場盛傳港元將隨人民幣升值而轉強，總結餘上升至約550億港元的前歷史高位。

11月初，本地銀行同業拆息進一步回落，其後大致保持穩定。隔夜香港銀行同業拆息於11月28日收報0.1%，對比9月18日的單日高位4%。1個月及3個月香港銀行同業拆息在10月中升逾4%後，亦分別降至1.1%及1.9%。

## 專題 4

### 金管局及財政司司長 就全球金融危機所採取的措施

**表 B4.A**  
自 2008 年 9 月起推出的主要政策措施

公佈日期	措施及其有效期
9 月 30 日	5 項流動資金臨時措施 (2008 年 10 月 2 日至 2009 年 3 月 31 日)
10 月 8 日	調整基本利率的計算方程式* (2008 年 10 月 9 日至 2009 年 3 月 31 日)
10 月 14 日	鞏固香港銀行體系信心的 2 項預防措施 (2008 年 10 月 14 日至 2010 年 12 月 31 日)
10 月 20 日	增發 3 個月外匯基金票據 (2008 年 10 月 28 日、2008 年 11 月 4 日)
11 月 6 日	針對 5 項流動資金臨時措施中的第 5 項，推出兩項優化安排 (2008 年 11 月 6 日至 2009 年 3 月 31 日)
11 月 24 日	增發 3 個月外匯基金票據 (2008 年 12 月 2 日)

# 基本利率的計算方程式會在 2009 年 3 月 31 日前檢討，以便在往後的日子得出一條合適的方程式。

**表 B4.B**  
香港採取的主要政策行動

提供流動資金
- 於兌換範圍內進行外匯操作，向銀行體系注入流動資金
- 實施 5 項臨時措施，向銀行提供流動資金支持
- 調整基本利率的計算方程式，實際降低貼現窗借貸成本
- 增發外匯基金票據，提高銀行在貼現窗擴充後的借款能力
備用資本
- 備用銀行資本安排
存戶信心
- 百分百臨時存款保證

**表 B4.C**  
為香港持牌銀行提供流動資金支持：在 9 月 30 日公布的 5 項流動資金臨時措施

(i) 擴大貼現窗所接受的抵押品範圍
擴大貼現窗接納的合資格證券範圍，以納入信貸質素得到金管局認可的美元資產
(ii) 有期貼現窗借貸
將貼現窗提供的流動資金期限由隔夜延長至 3 個月
(iii) 降低貼現窗利率
在貼現窗借取相當於所持外匯基金票據及債券 50% 以上的借貸額可獲豁免罰息
(iv) 外匯掉期交易
在需要時與個別持牌銀行進行(不同期限的美元與港元)外匯掉期交易
(v) 有期抵押貸款
在需要時按獲接納的抵押品向個別持牌銀行提供有期貨款，貸款利率參考市場利率釐定

美國投資銀行雷曼兄弟於 2008 年 9 月中倒閉後，全球金融市場隨即嚴重受壓。就本港銀行同業市場緊縮的情況，金管局公佈一系列臨時措施，協助本地銀行體系減低流動資金及償債能力的風險(表 B4.A)。有關措施擴大了現行的貨幣體制框架，並進一步為金管局提供所需工具，藉以減輕銀行同業信貸市場資金緊張對本港金融市場及廣泛經濟範疇所造成的不利影響(表 B4.B)。

#### 金管局為香港持牌銀行提供流動資金支持

在 9 月中至 10 月期間，美國金融狀況顯著惡化，影響席捲全球，令本港的持牌銀行日益憂慮交易對手的信貸風險，加上持牌銀行希望預留流動資金作應急用途，因而導致銀行同業市場的流動資金普遍短缺，以及個別持牌銀行難以在銀行同業市場取得資金的情況。

在本地金融體系波動、備受壓力之際，為解決銀行同業流動資金短缺的問題，金管局運用在兌換範圍內僅有的靈活性，透過一系列主動的外匯操作，向銀行體系注入流動資金，最終令總結餘數額顯著上升。

在 9 月底，金管局向銀行同業市場注入流動資金後，期限為 1 個月或以上的本地銀行同業拆息依然緊張。差不多在同一時間，有謠言指本地某一銀行財務狀況不穩，引發了短暫的零售存款擠提事件，繼而令銀行業界憂慮作為其資金來源的存款是否安全。在此情況下，金管局遂於 9 月 30 日公佈 5 項臨時措施，有效期由 10 月 2 日起至 2009 年 3 月 31 日止，藉此為香港持牌銀行提供流動資金支持(表 B4.C)。

該5項流動資金臨時措施為銀行提供期限較長的額外資金，而且認可的抵押品種類增多，利息成本亦可能減低。有此流動資金安排作為後盾，香港各銀行對取得資金應更具信心，並應更加敢於在銀行同業市場中拆借。上述5項流動資金臨時措施實行不久，隔夜香港銀行同業拆息便逐漸回落。然而，在10月份銀行同業市場中期限較長期(特別是1個月以上)的流動資金依然緊絀，反映市場對交易對手信貸風險仍感憂慮。

金管局其後於11月6日宣布，就9月30日公佈的5項流動資金臨時措施中的第5項推出兩項優化安排，將有期抵押貸款的最高期限由1個月延長至3個月，並調低有關貸款的利率。這優化安排的出現考慮到在銀行同業有期資金市場出現扭曲與不順暢的情況下，這種借貸為有抵押貸款的特性。

儘管隔夜香港銀行同業拆息下降，但短期同業拆息在10月初仍然攀升，有見及此，金管局於10月8日宣布調整釐定香港基本利率的計算方程式(表B4.D概述2008年9月30日前貼現率及基本利率的結構)，由當前的美國聯邦基金目標利率(FFTR)加150基點，減至為美國聯邦基金目標利率加50基點，並由10月9日起開始生效。計算方程式亦刪除了有關銀行同業拆息移動平均數的計算部分，有效期至2009年3月31日為止。

**表 B4.D**  
在 9 月 30 日前的基本利率及貼現率

銀行持有外匯 基金票據及 債券的百分比	適用的貼現率 分為兩級	貼現率 (或基本利率) 計算方程式
最初 50%	基本利率以 (a)、(b)兩項中 較高者為準：	(a) 150 基點 + 美國聯邦基金 目標利率 (b) 隔夜及 1 個月香港 銀行同業拆息 5 天 移動平均數的簡單 平均值
其餘 50%	基本利率 連罰息，以 (c)、(d)兩項中 較高者為準：	(c) 基本利率 + 5% (d) 基本利率 + 隔夜 香港銀行同業拆息

註：在 5 項流動資金臨時措施中，第 3 項措施刪除了(c)及(d)兩個部分；(b)部分在調整基本利率計算方程式時遭刪除，而(a)部分所述的 150 基點息差亦已更改為 50 基點。

**表 B4.E**  
經擴充後的貼現窗

合資格抵押品	適用的貼現率	
	隔夜	1 至 3 個月
外匯基金票據與債券	基本利率	基本利率 + 溢價
美國國庫券	基本利率	基本利率 + 溢價

註：基本利率根據當前的美國聯邦基金目標利率加 50 基點計算。

貼現窗擴充後，借貸成本會因採用基本利率的新計算方程式（當前的美國聯邦基金目標利率加50基點）而有效地降低，隔夜借貸會按統一基本利率收費，而有期借貸則按基本利率加溢價收費（表B4.E）。為進一步協助銀行運用最新推出的各種流動資金安排，金管局於10月20日宣布，在10月28日及11月4日舉行的兩期投標中增發40億港元的3個月外匯基金票據。為保持銀行體系當時的流動資金水平，金管局於宣布當日在兌換範圍內進行操作，買入美元沽出港元，令到總結餘最初的增幅其後會由增發的外匯基金票據的影響所抵銷。隨後，金管局於11月24日宣布，在12月2日舉行的投標中再次增發3個月外匯基金票據。增加外匯基金票據供應，有助滿足銀行因流動資金管理而對該等票據產生的強勁需求。這股強勁需求從短期外匯基金票據收益率處於極低水平，可見一斑。

#### 新增兩項預防措施鞏固香港銀行體系的信心

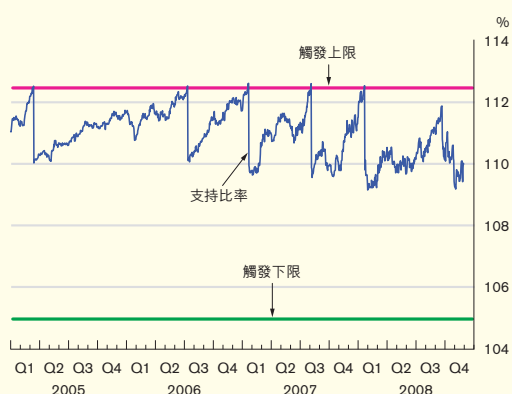
除流動資金安排外，財政司司長亦於10月14日宣布兩項新增的預防措施，以進一步加強香港銀行體系的信心。第一項措施是推出備用銀行資本安排，使銀行安心在有需要時可取得額外資本，避免金融體系出現系統性失靈。其次是運用外匯基金為償付香港各認可機構（包括有限牌照銀行及接受存款公司）所有客戶存款提供臨時擔保。此項百份百存款保證臨時措施同時適用於港元及外幣存款，並包括外資銀行香港分行的存款。上述兩項措施有效期持續至2010年底為止。鑑於香港銀行體系根基穩健，預期毋須動用兩項新安排。存款保證或會使銀行體系出現扭曲，例如可能影響銀行對風險管理的積極謹慎態度、各銀行之間的競爭環境，以及存戶需要一盡己責審慎行事的態度。凡此種種均可能引發道德風險，為此金管局已加強監管力度以作防範。



### 3.2 貨幣基礎及支持比率

9月底至11月期間，貨幣基礎顯著擴大，初期是因為負債證明書短暫增加，其後則由於總結餘增長。在9月底，本港一家銀行發生小規模的擠提事件，法定紙幣及硬幣的需求上升，加上適逢月底，以及內地遊客利用長假期赴港度假，導致負債證明書短暫上升。及至10月底及11月，由於金管局進行外匯操作，並且強方兌換保證多次被觸發，因此總結餘錄得顯著升幅。

圖 3.9  
支持比率



註：支持比率是支持資產與貨幣基礎的比率。根據外匯基金內支持組合與投資組合之間的資產轉撥安排，若支持比率達到112.5%（觸發上限），支持組合的資產便會轉移至投資組合，從而把支持比率調低至110%。如支持比率跌至105%（觸發下限），投資組合的資產便會注入支持組合，使比率回升至107.5%。

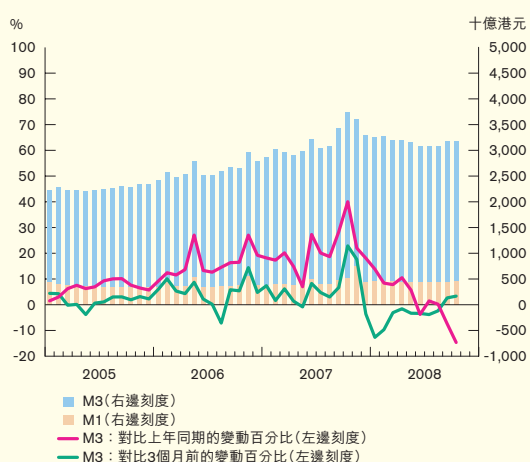
資料來源：金管局。

支持比率於9月21日升至111.88%後大致下跌，反映貨幣基礎擴闊及港元兌美元持續堅挺所產生估值損失的綜合影響（圖3.9）。支持比率於11月28日收報109.99%，並且自2008年1月22日以來未曾超出112.5%的觸發上限。

### 3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況

港元廣義貨幣供應M3在2007年10月底攀升至高位後，於2007年11月至2008年8月期間大致回落（圖3.10）。因此，廣義貨幣的按年增長率下滑，按季增長率更錄得負數。廣義貨幣縮減，部分原因是與2007年新股認購活動蓬勃有關的殷切信貸需求逆轉有關。此外，投資組合從港元存款轉至外幣（特別是人民幣）存款亦限制了本地貨幣的增長。事實上，港元存款佔全部存款總額的比率已由2007年12月底的52.4%降至今年8月底的50.3%。

圖 3.10  
港元廣義貨幣供應M3



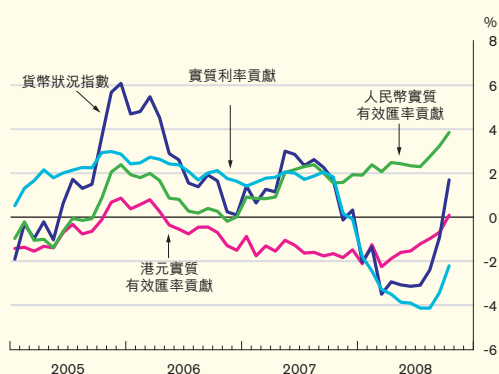
註：港元M1未按季節因素調整。

資料來源：金管局。

在9月期間，本地銀行同業信貸市場的壓力開始增加，港元廣義貨幣錄得若干反彈。就港元M3對應資產進行分析後發現，反彈主要是由於淨外幣資產增加所引起，表示有資金流入購買港元，與港元轉強及資金回流香港的報道一致。9月份的港元定期存款亦有顯著增長，部分受到9月下半月定期存款利率輕微上升所支持。鑑於本地資金批發市場失衡，部分銀行嘗試提高零售客戶的定期存款利率，藉此籌集較穩定、較長期的資金。在10月期間，港元M3輕微地上升，可能反映了資金繼續由海外調回香港。

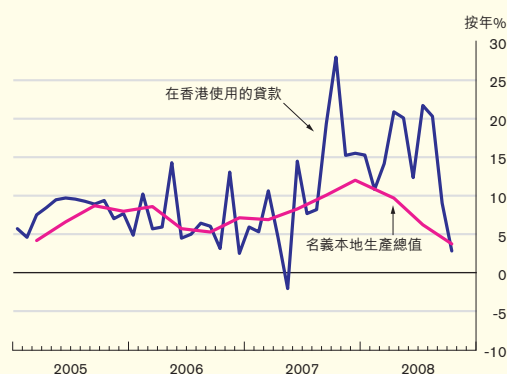


**圖 3.11**  
貨幣狀況指數



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

**圖 3.12**  
在香港使用的貸款與名義本地生產總值



資料來源：金管局及政府統計處。

2008年1月至10月期間，經季節因素調整後的港元狹義貨幣供應M1按年增長率下跌，部分原因是經濟放緩導致交易需求轉弱。由於本地一家銀行發生小型擠提事件，加上內地居民趁長假期赴港旅遊，增加對實物貨幣的需求，故此9月份流通法定紙幣及硬幣（銀行以外公眾人士持有的流通法定紙幣及硬幣亦屬狹義貨幣的一部分）錄得了顯著的按月增長。

貨幣狀況指數 (MCI) 顯著反彈，顯示2008年下半年本地貨幣狀況收緊 (圖3.11)。收緊原因是香港實質利率上調，以及港元及人民幣實質有效匯率上升。

在香港使用的貸款在9月前仍然保持穩健的按年增長，此後由於經濟下滑、股市疲弱及銀行同業資金市場失衡，貸款增長明顯放緩。對比之前12個月雙位數的增長率，9月及10月在香港使用的貸款與上年同期相比分別增長9.1%及2.9% (圖3.12)。按經濟用途分析，因貿易量收縮，2008年第3季的貿易融資貸款下降2.9%。這是2007年第2季以來這項數字首次錄得負增長。物業有關貸款的增長亦告減慢，部分反映了物業市場因經濟疲弱而變得淡靜。由於港元貸款相對於存款的增長速度較慢，9月底港元貸存比率減少2.4個百分點降至81.4%，是2008年年初以來首次下調。

近期有證據顯示，銀行同業信貸市場的壓力已擴散至零售層面，對家庭及企業借款人造成負面影響。雖然11月初本地最優惠貸款利率降低了25基點，但當美國聯儲局於10月8日及29日分別將其目標利率降低50基點時，各銀行仍維持其最優惠貸款利率不變。新批按揭貸款利率亦輕微上升。根據觀察所得，中小型企業的借款申請亦特別受到影響。

圖 3.13  
對經常賬盈餘的貢獻

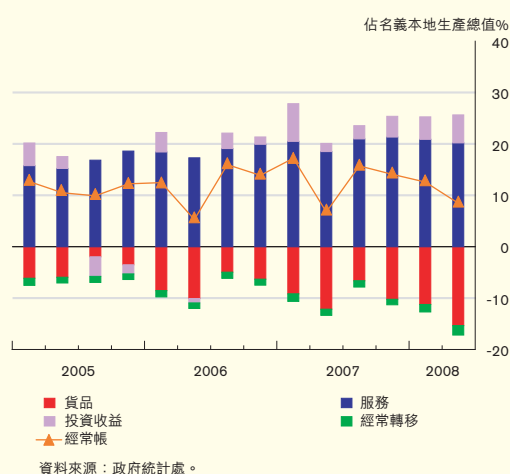


表 3.A  
按標準組成項目分析國際收支平衡賬

佔本地生產總值百分比	2006		2007		2008	
	2006	2007	Q3	Q4	Q1	Q2
經常帳	12.1	13.5	15.8	14.1	12.6	8.6
資本及金融賬	-14.2	-15.5	-19.4	-17.0	-8.2	-5.1
資本轉移	-0.2	0.7	1.7	0.2	0.6	0.5
金融非儲備資產 (淨變動)	-10.9	-9.1	-17.7	0.2	4.5	-3.0
直接投資	0	3.2	5.4	1.1	13.7	-19.8
有價證券投資	-14.1	2.3	2.9	8.6	-45.6	5.9
金融衍生工具	1.8	3.6	3.0	0.8	2.6	2.9
其他投資	1.4	-18.2	-29.0	-10.4	33.8	8.1
儲備資產 (淨變動)	3.2	7.1	3.4	17.4	13.4	2.5
淨誤差及遺漏	2.2	2.0	3.6	2.8	-4.4	-3.5

資料來源：政府統計處。

### 3.4 國際收支平衡

最新國際收支平衡數據顯示，儲備資產連續第12個季度增加。儲備資產的增加來自外匯儲備資產的投資收入及金管局購入美元。

經常賬在2008年上半年繼續錄得盈餘，其中服務貿易的持續盈餘超過擴大了的貨品貿易赤字（圖3.13及表3.A）。服務貿易盈餘主要來自貿易有關服務，第2季金融服務淨出口所帶來的正面貢獻則因股市下跌而告萎縮。

非儲備金融賬在2008年第1季錄得淨流入後，第2季錄得淨流出（表3.A）。有價證券投資賬在2008年上半年錄得幾乎相等於名義本地生產總值40%的可觀淨流出，部分原因是非本地居民減持其香港債務證券。「其他投資」賬在2007年下半年錄得巨額淨流出後，在2008年上半年錄得巨額淨流入（相等於名義本地生產總值約40%），反映海外存款減少，以及本地非銀行部門海外借貸下降。

## 銀行業的表現

雖然零售銀行的盈利較以往遜色，但仍然維持穩健，利息及非利息收入有所下降，貸款及投資組合撥備卻有所增加。資本維持強健，而流動資金亦大致穩健。9月中旬，受到美國及歐洲市場的影響，銀行同業借貸市場流動資金大幅收緊，但隨著政府及金管局採取多項預防性應對措施，狀況得以改善。儘管有跡象顯示公司貸款的信貸風險惡化，但銀行業的系統性風險似乎受到控制。不過，隨著不明朗因素增加，加上經營環境惡化，銀行或會收緊信貸，藉以保障資產負債表質素，但此舉可能會對本港經濟以至銀行本身的資產質素造成負面影響。

圖 3.14  
零售銀行盈利

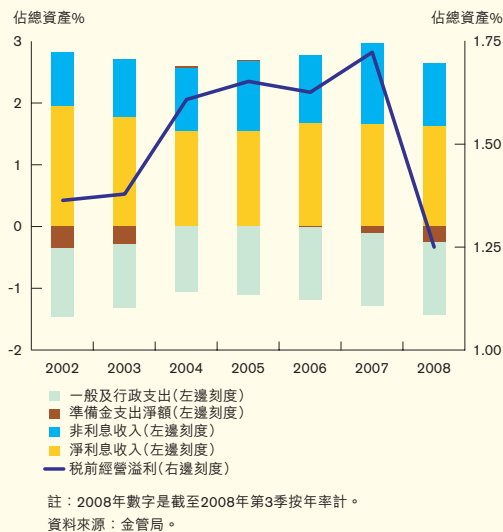
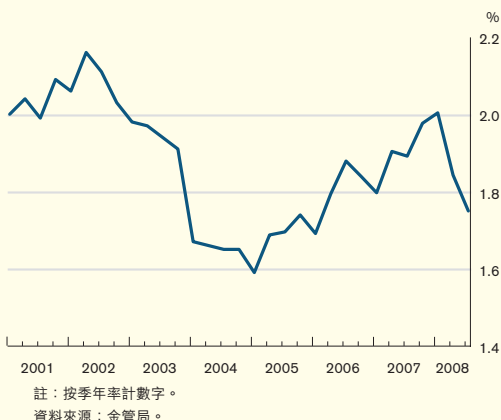


圖 3.15  
零售銀行淨息差



### 3.5 盈利及資本額

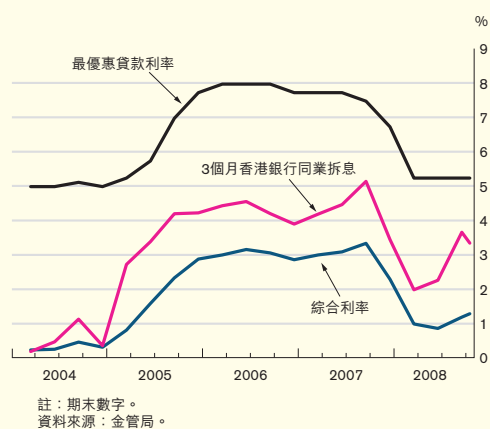
#### 盈利

以稅前經營溢利佔總資產的百分比計，零售銀行盈利在截至2008年9月的6個月報告期內<sup>20</sup>持續下降（圖3.14），但仍然維持穩健。正值次按危機之際，淨利息收入及非利息收入有所下降，加上呆壞賬及投資證券準備金明顯增加，對零售銀行盈利帶來下降壓力。

報告期內淨息差有所收窄（圖3.15），但其對銀行收入所產生的負面影響部分因附息資產增加（主要是客戶貸款及墊款）而抵銷。雖然香港銀行同業拆息上升導致以銀行同業拆息為基準的貸款息差擴大，但以最優惠貸款利率為基準的貸款息差下跌，令銀行業整體息差承受壓力。報告期內（2008年4月底

<sup>20</sup> 除非另有說明，否則此章的報告期是指2008年3月底至2008年9月底的6個月期間。

**圖 3.16**  
綜合利率

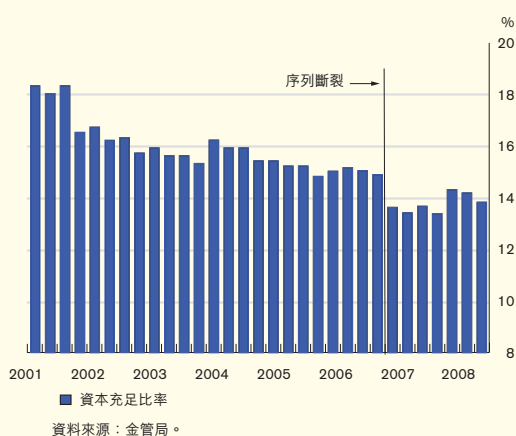


至2008年10月底)，最優惠貸款利率<sup>21</sup>維持不變<sup>22</sup>，但反映零售銀行平均資金成本的綜合利率在流動資金緊絀而令銀行同業及客戶定期存款利率上調的情況下上升49基點。3個月香港銀行同業拆息則上升127基點（圖3.16）。

### 資本額

於2008年9月底，本地註冊認可機構的整體綜合資本充足比率降至13.8%，3月底則為14.3%（圖3.17）<sup>23</sup>，遠高於8%的國際最低標準。

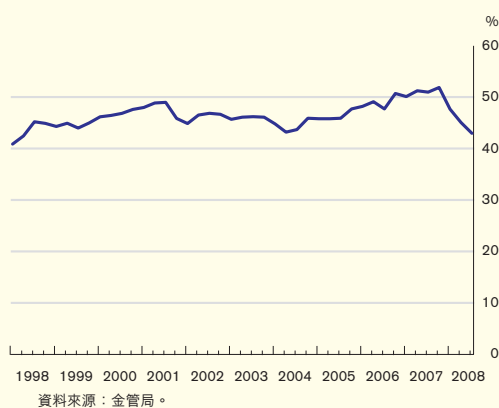
**圖 3.17**  
本地註冊認可機構資本額



### 3.6 流動資金及資金來源

零售銀行平均流動資金比率在2008年第3季進一步降至43.0%，而2008年第1季則為47.7%。這比率的水平仍遠高於25%的法定最低要求（圖3.18）。

**圖 3.18**  
零售銀行流動資金比率

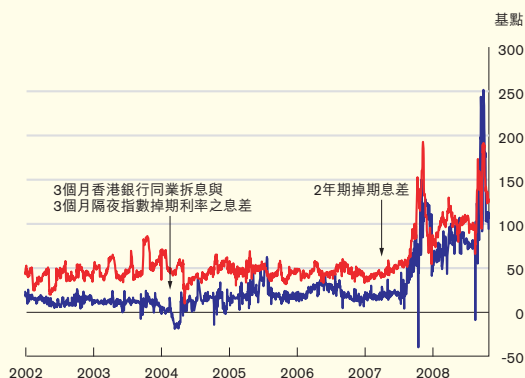


<sup>21</sup> 最優惠貸款利率指香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。

<sup>22</sup> 大多數零售銀行於2008年11月10日將最優惠貸款利率調低25基點。

<sup>23</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月起的資本充足比率不能與截至2006年12月底的數據直接比較。

**圖 3.19**  
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。

9月中旬雷曼兄弟破產後，受到美國及歐洲市場的影響，本港銀行同業流動資金大幅收緊。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的息差<sup>24</sup>（圖3.19）擴大，其中信貸及流動資金風險溢價均升至高位，可見流動資金大幅收緊的程度。專題5會詳細分析在現時金融危機中這兩項風險因素如何演變。這息差（作為反映銀行同業市場資金供應情況間接指標）顯示，由於交易對手風險上升，銀行同業間不願意借出貸款的情況有所增加。在政府擴大存款保障範圍後，恐慌情況略有改善。在2008年10月20日政府宣佈提供約40億港元的3個月期外匯基金票據後，香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期的息差進一步收窄。

然而，銀行應保持審慎態度，尤其是較倚賴同業市場獲取資金的銀行，原因是10月底香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期的息差再度擴大，達252基點的高位。同時，2年期港元掉期息差<sup>25</sup>（作為銀行中期流動資金代理指標）也處於較高水平，顯示銀行同業市場流動性持續緊絀（圖3.19）。<sup>26</sup> 換言之，雖然在短期借貸方面，銀行可能從政府近期推出的措施中得到舒緩，但較長期的借貸上，銀行對資金供應的憂慮未見明朗。<sup>27</sup>

儘管全球銀行同業市場的交易對手風險有所上升，本港市場方面因銀行同業借貸而引起的連鎖影響似乎有限。就零售銀行整體而言，截至2008年9月止，來自本港其他認可機構的借款額僅佔總負債的2.2%，而對本港其他認可機構提供的貸款額則只佔其總資產的7.3%。

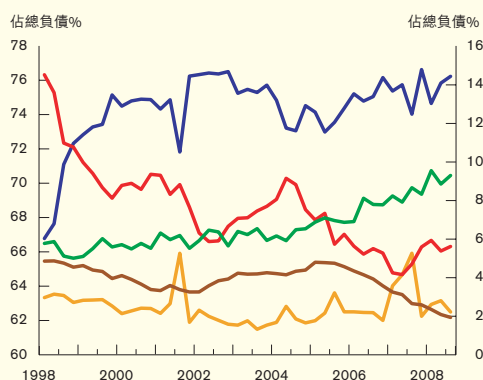
<sup>24</sup> 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部分與每日隔夜利率指數掛鉤。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差距進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動資金風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動資金風險溢價應該很小。因此，3個月期香港銀行同業拆息與3個月期隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動資金風險。

<sup>25</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>26</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。

<sup>27</sup> 11月底，香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期的息差以及2年期港元掉期息差均明顯收窄，分別降至94和127基點，這可能預示本地批發資金市場趨於穩定。儘管如此，這兩個息差仍然高於各自在危機前的水平。

**圖 3.20**  
零售銀行負債結構



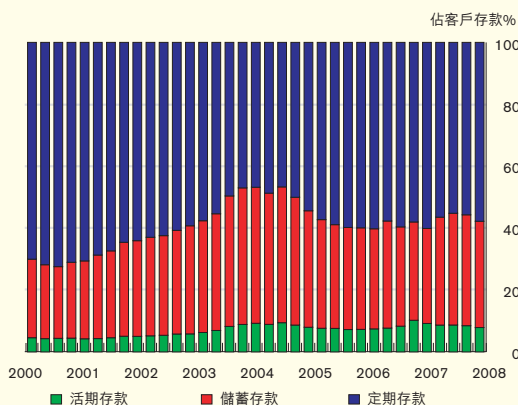
— 客戶存款(左邊刻度)      — 欠認可機構款額(右邊刻度)  
— 欠境外銀行款額(右邊刻度)      — 已發行債務證券(右邊刻度)  
— 其他負債(右邊刻度)

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。

於報告期內，影響銀行業長期流動資金狀況的其他結構性因素相當穩定。具體來說，於2008年9月，零售銀行的主要資金來源仍然是較其他來源更為穩定的客戶存款，佔總負債的76% (圖3.20)。

於2008年第3季及第2季，銀行定期存款分別錄得8.5%及2.3%的增長，部分原因是銀行在同業市場緊絀的情況下，為改善本身流動資金狀況而提供更具吸引力的定期存款利率。因此，定期存款所佔比重由3月的55.2%上升至9月的57.8%，而儲蓄存款及活期存款的比重則分別由36.1%及8.7%，下降至34.3%及7.9% (圖3.21)。

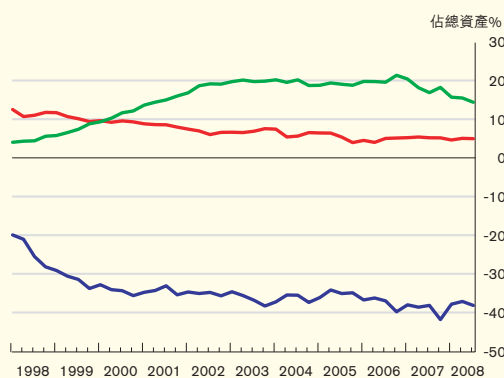
**圖 3.21**  
零售銀行客戶存款結構



資料來源：金管局。

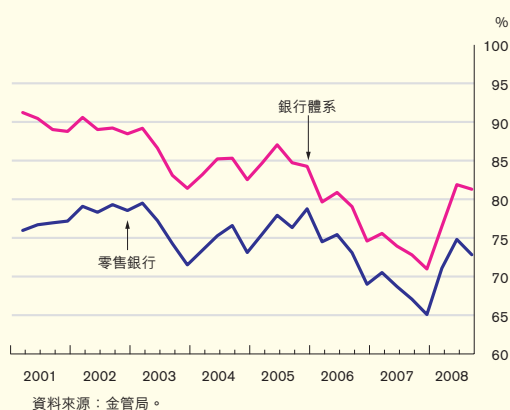
有別於美國及部分歐洲同業，香港零售銀行的「客戶資金差額」普遍保持在負數水平，即客戶貸款額低於客戶存款額。差額由2008年3月的-37.7%輕微擴大至9月的-38.1% (圖3.22)，顯示零售銀行的流動資金並無結構上的弱點。

**圖 3.22**  
按資金來源分類的零售銀行資金差額



註：  
1. 以資產減負債(按資產負債表所示)佔總資產的百分比來計算。  
2. 「客戶」包括所有非認可機構借款人及存款人。  
3. 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 3.23  
港元貸存比率



於2008年9月底，整個銀行體系及零售銀行以所有貨幣計的貸存比率分別為58.6%及50.1%，相比2008年3月分別的55.0%及49.4%有所上升。但是，兩者在第3季由於存款增幅輕微超過貸款增幅而回落。銀行體系及零售銀行的港元貸存比率亦分別由76.5%及71.1%升至81.4%及72.9% (圖3.23)。

從現在的金融市場波動顯示，銀行的流動性及違約風險可以源自其市場風險。專題6運用新流動性壓力測試架構及市場與信貸風險的相互影響，評估本港個別銀行在資產價格長期下跌之際，抵禦嚴重流動性衝擊的能力。結果顯示，銀行有能力抵禦流動性衝擊。然而，一旦面對上述衝擊的同時，利率亦因貨幣政策收緊而上升，部分銀行會有較大可能承受較大流動性風險。



## 專題 5

## 對香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期的息差作指示性分解

圖 B5.1  
3個月香港銀行同業拆息、3個月隔夜  
指數掉期及兩者息差



資料來源：彭博及金管局估計數字。

3個月香港銀行同業拆息相對3個月港元隔夜指數掉期利率的息差，可間接反映銀行同業市場的資金供應情況。市場普遍認為此息差可反映兩類風險，第一類是與流動資金有關的風險。息差反映銀行同業對3個月拆借及3個月滾存隔夜拆借的不同資金成本（銀行支付的流動資金溢價）；而息差的第二個組成項目則來自交易對手的違約風險。<sup>28</sup>自2007年下半年起，港元貨幣市場出現了一個有趣的情況，就是3個月香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期之間出現明顯差距。圖B5.1顯示，這個差距約在2007年第4季開始出現，並於2007年12月由約18基點擴大至約120基點。儘管香港銀行同業拆息在2008年上半年下調，但仍有約80基點的息差。雷曼兄弟破產後，息差在9月份飆升至200基點。本專題嘗試將3個月香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差的信貸風險組成部分，與流動性風險因素互相區分，並研究這些因素在當前金融危機下的趨勢模式。<sup>29</sup>

## 分解方法

利用香港四家主要銀行的5年期信貸違約掉期價格，粗略估計3個月香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差的信貸風險溢價。<sup>30</sup>跟英倫銀行（2007）所採用方法作出的假設相若，銀

<sup>28</sup> 出現交易對手違約風險，原因是香港銀行同業拆息是銀行向同業拆出無抵押貸款的利率，因此須受交易對手違約風險所影響；而流動性風險的出現，原因是在資金不明朗的情況下，銀行需要保障本身的流動資金水平，或銀行無法從同業市場拆借資金。

<sup>29</sup> 方法與英倫銀行（2007）所採用方法相若，「An Indicative Decomposition of LIBOR Spread」，〈Bank of England Quarterly Bulletin〉第4季，Michaud及Upper（2008），「What Drives Interbank Rates? Evidence from the LIBOR Panel」，〈BIS Quarterly Review〉3月號，Imakubo, Kei、Takeshi Kimura及Teppei Nagano（2008），「Cross-currency Transmission of Money Market Tensions」，〈Bank of Japan Review〉7月號，McAndrews、Sarkar及Wang（2008），「The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate」，〈Federal Reserve Bank of New York Staff Report〉第335號，7月。

<sup>30</sup> 請注意由於可供分析數據所限，計算使用了一家本地銀行實體的信貸違約掉期價格，而其餘三家的信貸違約掉期價格則是三家本地銀行實體各自母公司的價格。信貸違約掉期價格摘取自彭博及JP摩根大通網站。

行同業拆息與隔夜指數掉期息差與估計信貸風險溢價之間的任何差別，便是來自銀行同業市場中的流動性風險因素。<sup>31</sup>

要從信貸違約掉期價格推算出信貸溢價，必須先計算包含在信貸違約掉期價格之中相關證券的市場引申違約概率(MIDP)，該概率可透過假設某一特定的追回資產率，然後從信貸違約掉期價格計算出來。根據Gapen等人(2008)的方法，可從以下公式計算出市場引申違約概率(MIDP)：<sup>32</sup>

$$MIDP = \frac{1 - \exp(-S \cdot t)}{1 - R}$$

其中， $S$ 是信貸違約掉期價格， $t$ 指時期(等於5)，而 $R$ 則指追回資產率(在本分析中假設固定為40%)。由於計算所得的MIDP是5年期的累計違約概率，因此須使用公式 $1 - (1 - MIDP)^{1/20}$ 轉化為3個月期。然後便可透過下列公式，從以年率計的3個月引申違約概率(IDP3)推算出信貸溢價(CP)：<sup>33</sup>

$$CP = - \frac{\ln [(1 - R) \cdot \exp(-IDP3 \cdot (1/4)) + R]}{(1/4)}$$

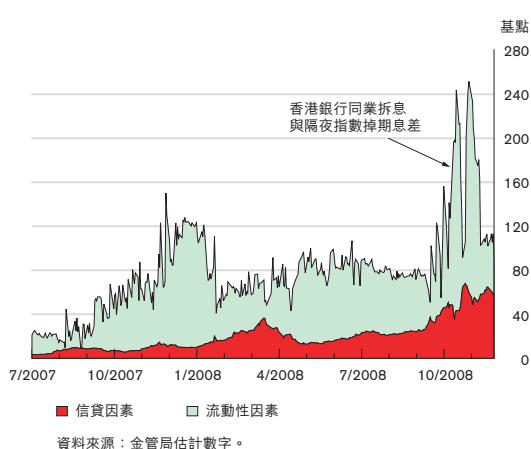
在得出四家銀行各自的信貸溢價後，隨即可把這些估計信貸溢價的簡單平均數，用作為3個月香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差的信貸溢價。息差的剩餘部分則假設為非信貸(流動資金)溢價。

<sup>31</sup> 該假設意味信貸風險與流動性風險完全獨立。然而，信貸及流動性因素之間可能存在著正面關連。此外，信貸違約掉期價格亦可能並非純粹反映實體的信貸風險。由於信貸違約掉期市場的流通性可能很低，因此，流動性問題亦可能反映於信貸違約掉期價格之中，因此，應將本文有關區分信貸及流動性因素的分析結果視為只屬指示性質。

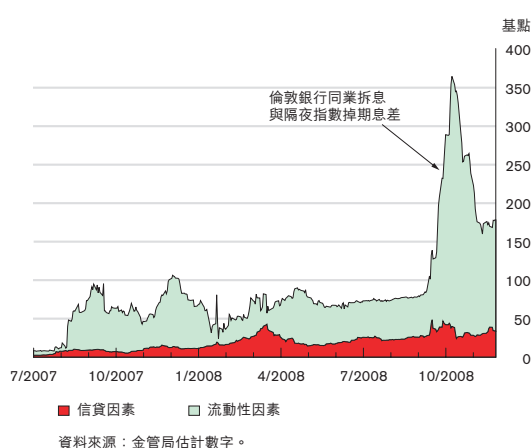
<sup>32</sup> 請參閱Gapen、Gray、Lim及Xiao (2008)，「Measuring and Analyzing Sovereign Risk with Contingent Claims」，《IMF Staff Papers》第55期，第1號。

<sup>33</sup> 請參閱Manning (2004)，「Exploring the Relationship between Credit Spreads and Default Probabilities」，《Bank of England Working Paper》第225號。

**圖 B5.2**  
3個月港元香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差分解



**圖 B5.3**  
3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差分解



### 銀行同業市場的壓力 — 信貸及流動性因素

圖B5.2顯示，由2007年7月起，將3個月香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差分解為信貸及流動性風險因素的情況。從圖中可見，在2007年9月，美國及歐洲主要銀行披露須為與次按相關投資的資產進行大幅撇賬後，香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差隨即擴大。息差擴大的其中一大部分原因，是由於流動性風險溢價上升所致。雖然息差在2008年1月收窄，但在2008年3月發生貝爾斯登事件期間，信貸風險溢價再度上升，導致息差持續高企。雷曼兄弟於2008年9月倒閉後，本地銀行同業流動資金及信貸風險均告上升，導致香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差飆升。按同一方法，圖B5.3分解3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期的息差，比較之下發現，兩個銀行同業市場的情況非常近似。<sup>34</sup>這也許意味著港元銀行同業市場收緊，是受到美元貨幣市場的影響所致。

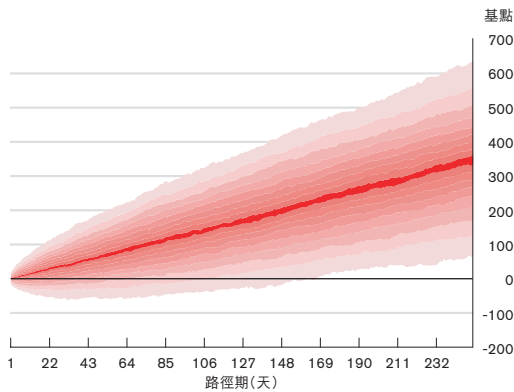
隨著鞏固香港銀行體系信心的新措施相繼推出，加上全球各地致力維持金融穩定，本港流動資金的緊張狀況在2008年11月進一步緩和，而香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期息差亦見回落。總括而言，當銀行同業市場受壓時，可運用此分解方法作為分析工具，藉此衡量及監察信貸及流動性風險因素。

<sup>34</sup> 分解方法以美元倫敦銀行同業拆息報價銀行的信貸違約掉期價格作為依據。

## 專題 6

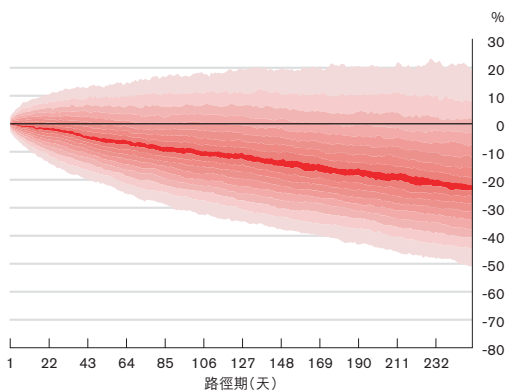
### 顯示市場及信貸風險交互作用的流動性風險壓力測試架構

**圖 B6.1**  
高收益非金融類公司債券信貸息差  
累計變動的模擬路徑



註：  
1. 息差指JP摩根大通全球高收益指數的到期收益率與7年期掉期利率之間的差額。  
2. 模擬分析使用2007年7月至2008年6月期間(即次按危機爆發後)的息差時間序列。  
資料來源：JP摩根大通、彭博及職員估計數字。

**圖 B6.2**  
香港股票價格累計百分比變動的模擬路徑

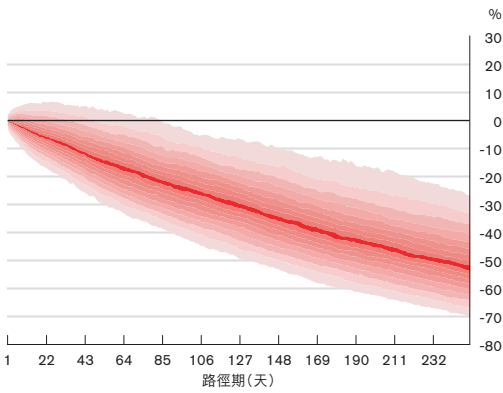


註：模擬分析使用2000年3月中至2002年10月期間(即科網股泡沫爆破後)的恒生指數時間序列。  
資料來源：彭博及職員估計數字。

從歐美銀行體系近期的發展局面可見，市場及信貸風險的交互作用可引發出系統性危機。儘管迄今為止，其他經濟體的銀行體系復原能力相對較強，但礙於所有銀行體系均具有以下三項特點，其他經濟體的銀行系統亦難免受到相若危機波及：首先，銀行普遍持有相似的金融資產，因此，銀行的財務狀況難免受到相同的市場風險因素所影響。因此即使只在單一市場出現資產價格顯著下跌，亦可能令眾多銀行蒙受重大市場風險損失；其次，銀行運作一般需要較高的財務槓桿水平，因此銀行可用來緩衝有關損失的資本有限，這意味著在面對巨大的市場衝擊時，銀行體系普遍較難抵禦複合違約風險所帶來的影響；再者，銀行同業市場對違約風險較敏感，銀行違約風險一旦大幅上升，可能導致銀行同業市場收緊，繼而引致系統性流動資金短缺。然而值得注意的是，銀行體系的復原能力，亦須視乎銀行的其他特定因素而定(例如某些管理完善的銀行或可預見危機出現，並及早制訂預防措施減少損失)。

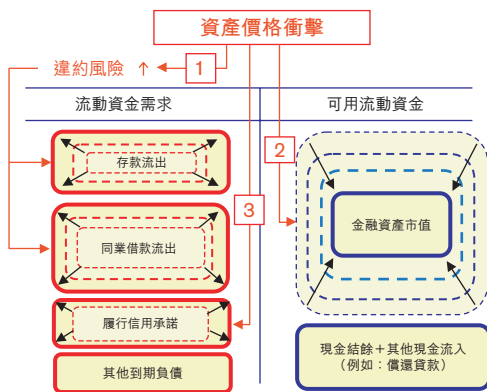
因此，評估銀行系統受上述風險交互作用影響的程度，對維持銀行系統的穩定十分重要。本專題將介紹一種新的壓力測試架構，用以評估銀行在上述環境下所面對的流動性風險。在運用這個測試架構時，我們假設一些主要金融市場的資產價格(包括債券、股票及結構性金融資產)受到長期(1年)的不利外來衝擊，並從各資產大幅下跌的歷史價格走勢模擬資產價格所受到的衝擊。至於對債務證券的衝擊，我們以無風險利率、AAA、AA、A、BBB評級及高收益非金融類公司債

**圖 B6.3**  
結構性金融資產價格累計百分比變動的  
模擬路徑



註：模擬分析使用 2007 年 7 月至 2008 年 6 月期間（即次按危機爆發後）的 ABX 指數（2007 H1 AAA）時間序列。  
資料來源：JP 摩根大通及職員估計數字。

**圖 B6.4**  
資產價格衝擊對銀行流動資金的影响



券的信貸息差的模擬路徑得出。股票及結構性金融資產所受到的衝擊，是根據經選定的價格指數模擬而得出。<sup>35</sup> 圖 B6.1 至 B6.3 分別顯示高收益公司債券、香港股票及結構性金融資產受到的資產價格衝擊的模擬路徑。

圖 B6.4 說明資產價格衝擊如何透過三種渠道增加銀行的流動性風險。第一，銀行資產按市價計算的重大虧損，令其違約風險增加，導致零售存款及同業存款大量流出。測試架構採用 Merton 式模型，構造市場與銀行違約風險間的聯繫，並以經濟計量法估計違約風險與零售存款流出的關係。至於違約風險對同業存款流出的敏感程度，我們利用貝爾斯登倒閉事件作出估算。第二，由於受到資產價格衝擊，以出售資產來創造流動資金的能力亦越來越低。第三，在受壓的金融環境下，銀行需要履行不可撤銷的信用承諾的可能性更大，因此需要面對較高或然的流動性風險。<sup>36</sup>

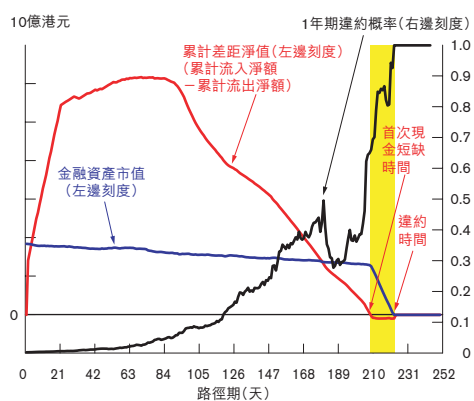
測試架構亦計入銀行之間在同業市場及資本市場的聯繫所產生的連鎖違約風險。具體而言，一間銀行的違約風險上升，將導致該銀行的未償還債務市值下降，因此，向該銀行提供貸款或持有該銀行債務證券的其他銀行，均會招致一筆按市價計算的資產損失，因而面對更高的違約風險。

<sup>35</sup> 香港及其他地區上市股票的價格指數分別以恒生指數及 MSCI 全球股票指數代表。為簡單起見，我們假設大部分結構性金融資產與美國次級按揭有關。由於 ABX 指數是次級按揭抵押證券適用的信貸違約掉期指數，因此該指數被選定為結構性金融資產的價格指數。

<sup>36</sup> 在次按危機下，其中一個明顯的觀察結果是或然流動性風險與次按貸款相關證券的價格有顯著相關性。在金融危機時期，有些銀行由於合約責任或聲譽的考慮，向若干特別投資機構 (SIVs) 提供援助，因而令銀行產生重大的或然流動性風險。這些需要支援的特別投資機構通常是由於所持的次按相關證券價格下跌，而令他們的淨資產值大幅下降。為將此因素納入測試架構內，我們假定銀行有部分不可撤銷信用承諾與次按相關資產的價格相關。

測試架構可模擬出，在受到外來的資產價格衝擊下，個別銀行的每日現金流出量。我們假設在1年壓力期<sup>37</sup>內各個營業日 $t$ ，每家銀行都會動用 $t$ 當日的可用現金（相當於 $t$ 當日的經營收入、 $t$ 當日到期的同業借貸、客戶貸款及金融資產，以及上一營業日結束時現金結餘的總和），藉此抵銷模擬的現金流出量。我們假設所有銀行均無法透過吸納更多存款而獲得額外的流動資金，因此在現金出現短缺時，銀行必須出售金融資產，藉以抵銷現金流出的數額。

**圖 B6.5**  
首次現金短缺時間及違約時間  
的模擬示例



資料來源：職員估計數字。

測試架構運用蒙地卡羅模擬法，透過估算預計首次現金短缺時間 (FCST) 及預計違約時間 (DT) 兩個指標，從而量化個別銀行的流動性風險。我們將銀行的FCST界定為銀行現金結餘不足以應付流動資金流出的首個營業日，而DT則界定為銀行即使變現所有可出售金融資產，仍然無法應付流動資金流出的首個營業日。圖B6.5是FCST及DT的模擬示例，當中亦模擬了其他重要變量在壓力期內受到資產價格衝擊的演變，包括金融資產的市值、累計差距淨值（即累計淨現金流入減去累計淨現金流出），以及銀行在1年內的違約概率。

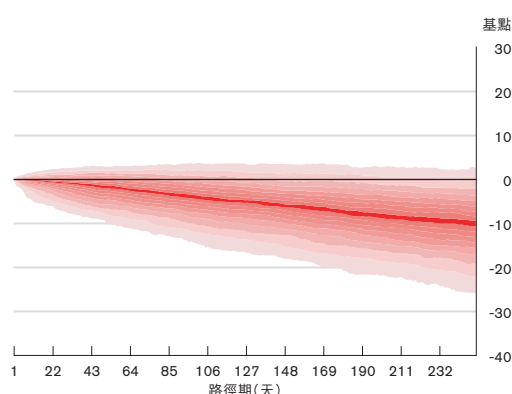
我們將測試架構應用在12家香港上市銀行進行分析。有關銀行財務狀況的資料，包括資產及負債到期情況及金融資產的組成項目，均主要來自有關銀行的2007年年度財務報告，但有關銀行面對結構性金融資產風險的資料，則以惠譽(2008)補充。<sup>38</sup>

<sup>37</sup> 假設在該1年壓力期內共有252個營業日。

<sup>38</sup> 惠譽評級(2008)，「Banks in Asia excluding Japan: Update on exposure to sub-prime and structured credit products」。

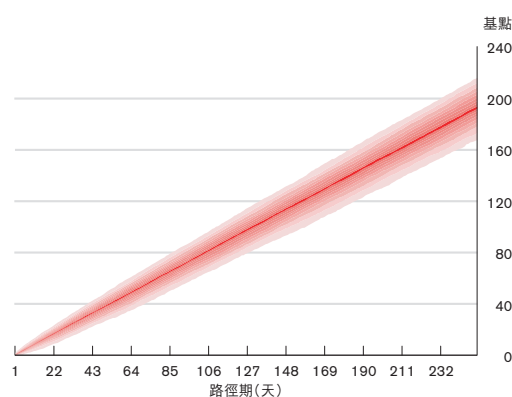


**圖 B6.6**  
情境A無風險利率累計變動的模擬路徑



註：模擬分析使用2006年8月至2007年7月期間3個月美元倫敦銀行同業拆息的時間序列。  
資料來源：彭博及職員估計數字。

**圖 B6.7**  
情境B無風險利率累計變動的模擬路徑



註：模擬分析使用2004年7月至2006年6月期間的3個月美元倫敦銀行同業拆息的時間序列。  
資料來源：彭博及職員估計數字。

是項研究考慮了A、B兩種壓力情境。在兩種情境下，假設主要資產價格衝擊的力度相同，但在情境B之下，其他假設條件則較情境A更為嚴重。情境A假設美國採取中立的貨幣政策，因此無風險利率徘徊在壓力情境出現的初始水平，相反情境B則假設美國收緊貨幣政策，因而令利率飆升(圖B6.6及B6.7)。此外在情境B中，如資產價格受損對銀行經營收入的影響程度、銀行貸款組合的資產質素，以及銀行需要履行的不可撤銷信用承諾的可能性等假設均較為嚴重。表B6.A.詳述情境A及情境B所作的假設。

根據FCST及DT兩個指標的壓力測試結果顯示，在情境A下，當受到長期的資產價格衝擊時，香港銀行的流動性風險應可受到控制，但如果出現這些衝擊的同時利率因貨幣政策收緊而上升(即情境B)，小部分銀行則可能面對較大的流動性風險。然而，在上述衝擊的情況下，出現收緊貨幣政策的可能性相對甚微。

**表 B6.A**  
情境 A 及情境 B 的壓力假設

假設	情境 A	情境 B
美國貨幣政策的取向	中立	收緊
特定分類貸款比率	上升 200 基點	上升 500 基點
資產回報率	下降 25%	下降 50%
與次按相關的不可撤銷的信用承諾比例	5%	10%



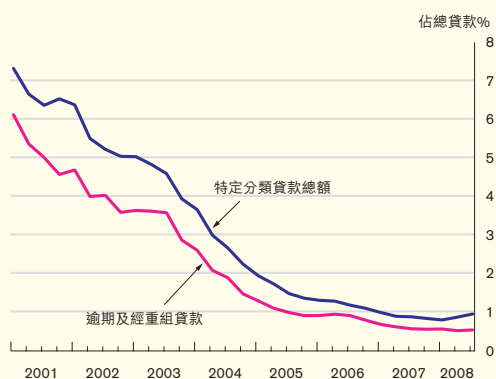
**表 3.B**  
對最近一年所批出按揭貸款息差的模擬影響<sup>1及2</sup>

	基點
在過去一年所批出按揭的平均利率定價	280
以香港銀行同業拆息拆借資金的貸款	
資金成本 <sup>3</sup>	221
現時按揭貸款淨息差 <sup>4</sup>	19
預期按揭貸款息差減少	41
模擬按揭貸款受影響後的淨息差	-22
以定期存款利率拆借資金的貸款	
資金成本 <sup>3</sup>	210
現時按揭貸款淨息差 <sup>4</sup>	30
預期按揭貸款息差減少	4
模擬按揭貸款受影響後的淨息差	26
以實質存款利率拆借資金的貸款	
資金成本 <sup>3</sup>	112
現時按揭貸款淨息差 <sup>4</sup>	128
預期按揭貸款息差減少	3
模擬按揭貸款受影響後的淨息差	125

註：

- 有關模型的詳細敘述，見「銀行按揭貸款定價的利率風險」，《金管局研究備忘錄》，2005年5月。模擬期間為截止2009年10月止的12個月。模擬根據截至2008年10月底的市況進行，並運用截至該月的每月平均數據。
- 在香港銀行同業拆息上升200基點的情況下。
- 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。
- 現時按揭貸款淨息差是從平均按揭貸款定價中減去資金成本及營運成本和信貸成本得出。營運成本及信貸成本估計分別為30基點及10基點。

**圖 3.24**  
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。

### 3.7 利率風險

銀行體系面對的主要利率風險，是最優惠貸款利率與香港銀行同業拆息之間關係產生的基準風險。在某程度上，這是按揭市場激烈競爭的結果，因為市場競爭導致用來緩衝基準風險的息差收窄。在過去一年時間左右，銀行批出的按揭利率一般為最優惠貸款利率減2.75厘至3.00厘不等，所以銀行按揭貸款組合的平均實質按揭利率可能降至低於2.75厘至3.00厘。<sup>39</sup>近期香港銀行同業拆息急升，可能令倚賴同業拆借資金的銀行所持的按揭貸款組合變為虧損資產。表3.B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200基點對最優惠貸款利率的傳導效應。結果顯示，假如香港銀行同業拆息急升200基點，則以香港銀行同業拆息融資的住宅按揭貸款淨息差將為負數(-22基點)。倚賴同業市場為按揭貸款組合拆借資金的銀行應密切監察基準風險。

### 3.8 信貸風險

零售銀行資產質素在截至2008年9月的6個月內維持穩健。我們在上一份報告中指出，有跡象顯示公司貸款的信貸風險略為增加，繼上期報告後，有關風險似乎有所加劇。特定分類貸款的比率自2001年12月以來首次上升，由2008年3月的0.81%升至2008年6月的0.88%，並於9月進一步升至0.96%。此外，逾期與經重組貸款的比率由2008年3月的0.57%降至2008年6月的0.53%後，於9月回升至0.55% (圖3.24)。

<sup>39</sup> 截至2008年11月底的資料顯示，近期部分按揭貸款利率為最優惠利率減2.25厘至2.5厘。

**表 3.C**  
認可機構提供在香港使用的貸款

	按季變動 (%)				佔總額 (%) 9/08
	12/07	3/08	6/08	9/08	
在香港使用的貸款 <sup>1</sup>	-4.5	6.3	4.7	2.7	
其中：					
貿易融資	4.1	8.4	15.2	-2.9	7.9
住宅按揭貸款 <sup>2</sup>	2.2	2.4	2.7	0.7	23.5
製造業	1.7	16.1	4.9	4.5	5.5
運輸及運輸設備	6.0	5.2	-0.1	6.3	5.8
電力及氣體燃料	9.4	-2.1	14.1	-5.4	1.1
資訊科技	-11.7	34.6	8.1	25.6	1.3
建造業、物業發展與投資	4.2	6.2	4.6	4.4	23.9
批發及零售業	2.8	16.6	15.5	0	5.6
與財務及金融有關公司 <sup>3</sup>	9.5	7.2	1.4	9.5	10.7
證券經紀	-86.4	-4.2	-19.0	-20.6	0.4
信用墊款	8.7	-6.1	1.6	0.4	2.5

註：

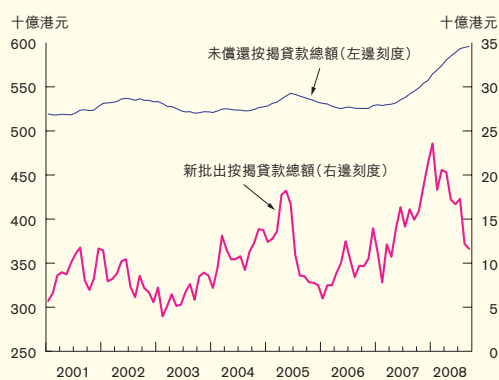
1. 包括貿易融資。

2. 包括「居者有其屋計劃」、「私人機構參建居屋計劃」及「租者置其屋計劃」單位的貸款。

3. 包括對投資公司、保險公司、期貨經紀及財務公司的貸款。

資料來源：金管局。

**圖 3.25**  
受訪認可機構未償還及新批出按揭貸款



資料來源：住宅按揭調查，金管局。

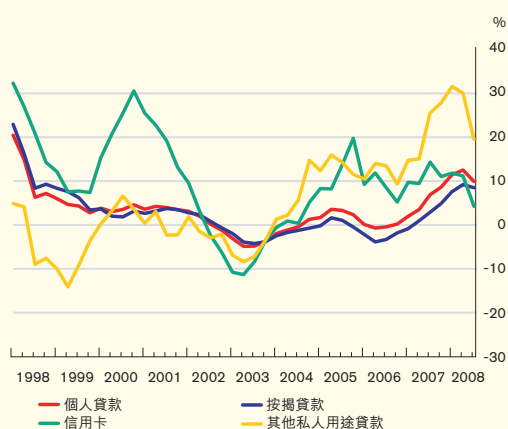
在2008年第2季及第3季，由認可機構批出的本地貸款分別增長4.7%及2.7%，而第1季則增長6.3%。在極不明朗的經濟環境下，增長勢頭似乎有所放緩。各行業貸款表現不一（表3.C）。物業有關貸款增加。建造業及物業發展與投資貸款在2008年第3季及第2季分別再升4.4%及4.6%。由於物業市場氣氛轉差，住宅按揭貸款在2008年第3季僅微升0.7%，而2008年第2季則上升2.7%（圖3.25）。在2008年9月，物業有關貸款佔本地貸款總額的比例由上一份報告的47.9%稍降至47.4%。

隨著報告期內本地股市表現欠佳，證券經紀貸款持續減少，在2008年第2季及第3季的減幅分別達19.0%及20.6%。儘管如此，與財務及金融有關公司的貸款繼在2008年第2季增長1.4%後，在2008年第3季再增長9.5%。上述貸款以提供予投資公司的類別居多。在當前的金融危機之中，金融機構的交易對手風險普遍增加，上述貸款的資產質素值得加倍密切監察。

其他行業方面，資訊科技業及製造業貸款明顯增長，而運輸與運輸設備行業貸款扭轉在2008年第2季的0.1%跌幅，在2008年第3季增長6.3%。相比之下，電力及氣體燃料業及貿易融資業貸款未能承接2008年第2季的增長勢頭，在2008年第3季減少。信用卡貸款及批發與零售業貸款，繼在2008年第2季上升後，在2008年第3季只錄得輕微增長。

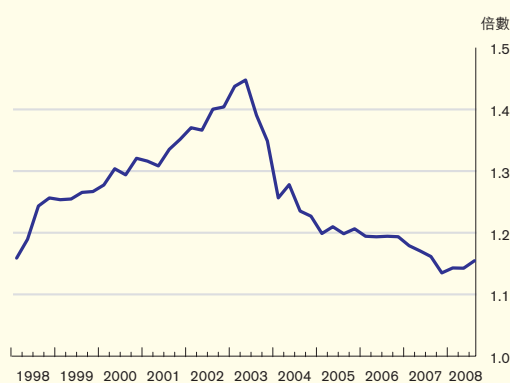
在過去3個季度良好經濟環境下的貸款增長，似乎難以在目前的動蕩市況下維持。隨著營商環境惡化，銀行或將收緊信貸供應。正當經濟開始形成惡性循環之際，此舉可能會對經濟前景造成負面影響。

**圖 3.26**  
認可機構提供的個人貸款按年增長



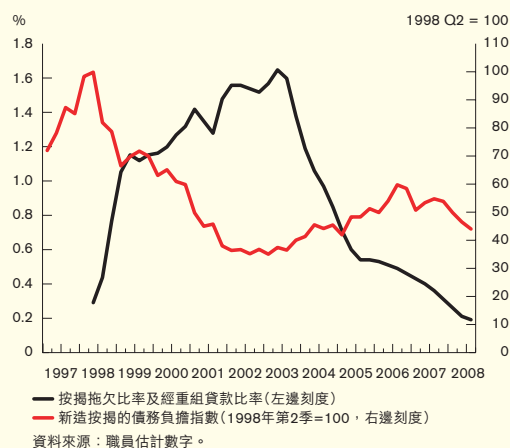
資料來源：金管局。

**圖 3.27**  
實際房屋資產槓桿比率



資料來源：職員估計數字。

**圖 3.28**  
新造按揭的住戶債務負擔



資料來源：職員估計數字。

## 個人貸款

個人貸款<sup>40</sup>在2008年9月佔在香港使用貸款總額<sup>41</sup>的31.4%，比重自2002年9月以來持續下跌。

在2008年9月，個人貸款按年上升9.7%，升幅較上一份報告的11.2%放緩，原因主要是無抵押個人貸款的增長勢頭減慢，情況在信用卡貸款及其他私人用途貸款方面反映，兩者在2008年9月的按年增幅分別為4.0%及19.1%，升幅較上一份報告分別的11.6%及31.3%顯著減少。相比之下，按揭貸款增長8.2%，較上個報告期微升(圖3.26)。

6個月期間內，衡量個人債務承受衝擊能力的指標表現不一。由於物業價格在期內回落，在2008年9月，實質房屋資產槓桿比率，即房屋存量市值相對其資產淨值<sup>42</sup>的比率由2008年3月的1.14略升至9月的1.16(圖3.27)。

然而，新造按揭的供款與收入比率指數<sup>43</sup>(作為按揭借款人債務負擔的指標)由2008年第1季的48.9進一步下降至2008年第3季的44.0(圖3.28)。新造按揭的按揭債務負擔下降，主要是由於平均按揭貸款額下降所致。

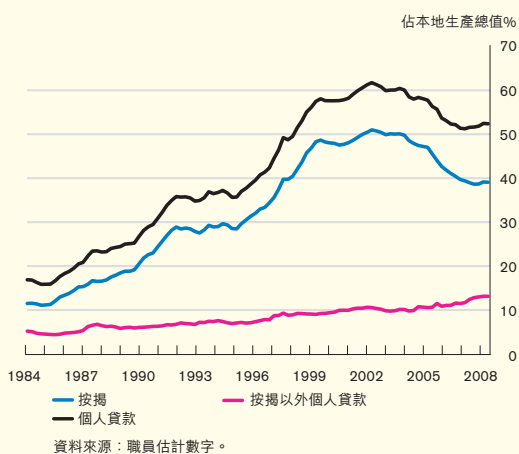
<sup>40</sup> 個人貸款(loans to households)亦可譯作「住戶」貸款。個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部分為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。

<sup>41</sup> 包括貿易融資貸款。

<sup>42</sup> 定義是房屋存量市值減去未償還的銀行按揭貸款。

<sup>43</sup> 若供款與收入比率指數值上升，顯示個人收入下降、利率上升或平均新造按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警個人貸款的資產質素惡化。

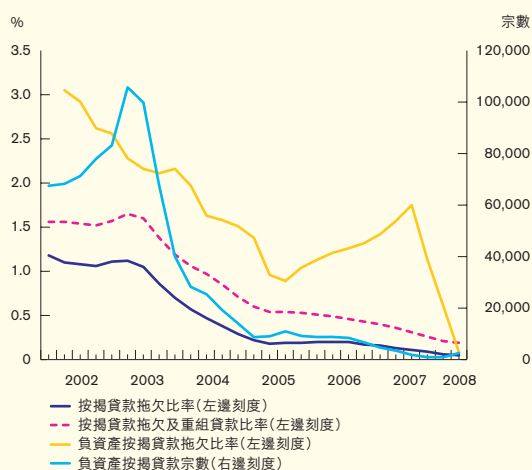
圖 3.29  
住戶債務槓桿比率



另一方面，住戶債務與本地生產總值比率，在2008年9月底仍維持在52%水平不變（圖3.29），此水平仍顯著低於高峰61%。<sup>44</sup>

銀行整體按揭組合資產質素持續改善。拖欠率於2008年10月降至0.05%的歷來最低水平，較4月的0.08%為低。經重組貸款比率亦由0.16%降至0.13%。此外，負資產按揭貸款拖欠率亦由2008年3月的1.13%降至9月的0.08%。但是，負資產按揭貸款個案由2008年3月底的953宗增至9月底的2,568宗，而2003年6月底最高水平則為約106,000宗。個案增加主要是由於物業價格下跌所致（圖3.30）。

圖 3.30  
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率



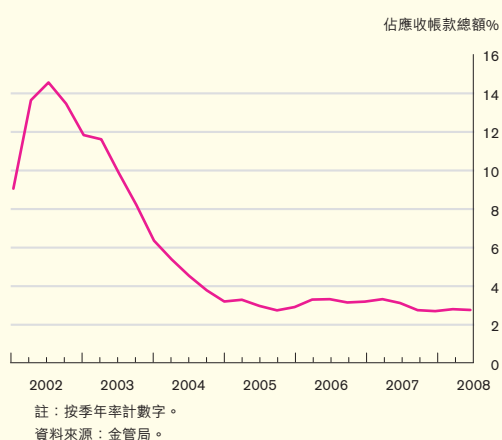
註：

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

資料來源：金管局。

<sup>44</sup> 在2002年第2季。

**圖 3.31**  
受訪認可機構信用卡應收帳款的撇帳比率



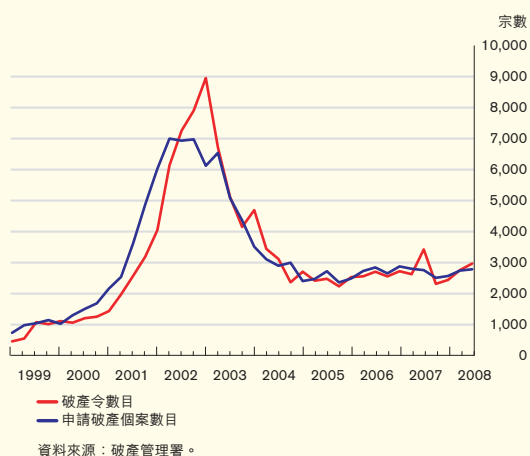
至於信用卡組合資產質素方面，以年率計撇帳比率由2008年第1季的2.68%微升至2008年第3季的2.74% (圖3.31)。相比之下，在2008年首10個月內，個人破產令及破產申請個案分別降至8,808項及9,063宗，相比去年同期跌幅為9.7%及3.0% (圖3.32)。

### 公司貸款<sup>45</sup>

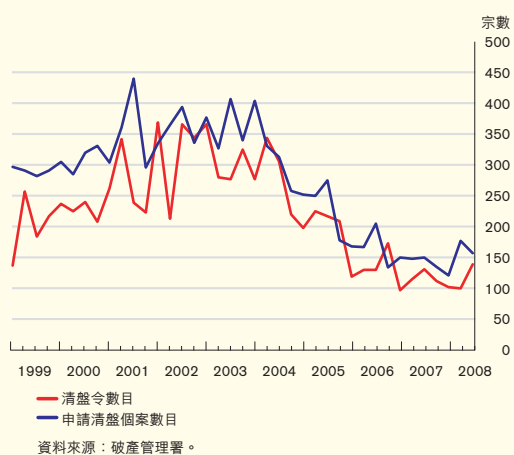
在2008年9月，公司貸款<sup>46</sup>佔在香港使用貸款的68.1%，按年增長為8.9%，與上一份報告錄得的15.7%增長相比，增幅較為溫和。

隨著營商環境惡化，多項指標顯示公司貸款的信貸風險於報告期內略為轉差。從公司強制清盤數據反映出的公司貸款信貸風險上升。2008年首10個月內公司清盤申請個案較去年同期增加5.9%至521宗，強制清盤令的數目則上升0.8%至386宗 (圖3.33)。

**圖 3.32**  
破產宗數



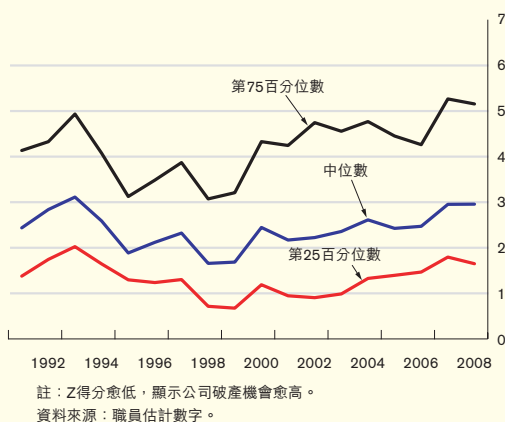
**圖 3.33**  
清盤令及申請清盤宗數



<sup>45</sup> 不包括銀行同業間貸款。

<sup>46</sup> 公司貸款包括在香港使用的貸款及墊款 (包括貿易融資貸款)，但不包括提供予專業人士及其他個人的貸款。

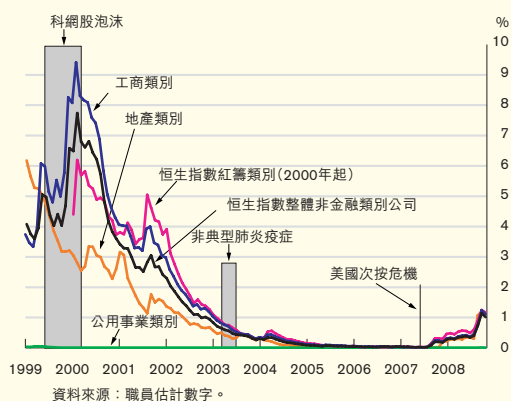
**圖 3.34**  
非金融類上市公司破產風險  
指標：Altman的Z得分



Altman的Z得分<sup>47</sup>是典型的信貸風險指標，根據企業財務報表所載的一系列財務比率來評估該企業的穩健程度。該得分顯示2008年香港非金融類企業穩健程度稍為轉差(圖3.34)。<sup>48</sup>

同時，恒生指數非金融類成分公司的整體估計違約概率<sup>49</sup>由上一份報告的0.4%升至2008年11月的1.0%(圖3.35)，主要是由於股市大幅下挫及波動加劇所致，反映在經濟環境極不明朗的情況下，本地公司的信貸前景日趨惡化。然而，與近年科網股泡沫爆破後的高峰水平7.7%相比，現時的違約風險水平仍屬溫和。恒生指數分類成分行業及紅籌成分股的估計違約概率的走勢亦大致相若。

**圖 3.35**  
恒生指數非金融類別成分公司整體違約  
概率



### 中國相關貸款

零售銀行對非銀行中資企業的貸款總額由2008年3月底的6,280億港元(佔總資產的8.6%)進一步上升至9月底的6,960億港元(佔總資產的9.3%)。就整體銀行業而言，非銀行類客戶的中國相關貸款總額亦由8,900億港元(佔總資產的7.4%)增至9,490億港元(佔總資產的7.9%)。提供予企業及個人以供購置內地物業的貸款亦微升至9月底的120億港元。

**圖 3.36**  
上海證交所A股180指數非金融類成分股  
公司的整體違約概率



根據上海證交所A股180指數非金融類成分公司<sup>50</sup>的股價及財務數據估計的中資企業整體違約概率顯示，涉及中資企業貸款的本港銀行所承受的信貸風險可能增加(圖3.36)。<sup>51</sup>

<sup>47</sup> 見Altman (2000), 「Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-scores and ZETA models」, 工作論文, 紐約大學。用以計算Z得分的會計比率為：流動資金/總資產、保留盈餘/總資產、扣除利息及稅項前盈利/總資產、股票市值/總負債帳面值，以及銷售額/總資產。

<sup>48</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。有關數據由Thomson Financial提供。2008年數字僅為初步，並只涵蓋本報告截稿時已公布2008年中期業績的公司。這些數字可能會作修訂，解讀時應該審慎。

<sup>49</sup> 有關詳情請參閱余業榮與馮鏡波(2005)，「利用結構方法評估香港企業的信貸風險」(英文版)，《金管局研究備忘錄》，編號24/2005。

<sup>50</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)。違約概率從Merton (1974)的結構模型「The Pricing of Corporate Debt: the Risk Structure of Interest Rates」, Journal of Finance 第29期, 第449 - 470頁得出，其中股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。計算方法詳情載於余業榮與馮鏡波(2005)。

<sup>51</sup> 繼國務院公佈40,000億人民幣的財政刺激方案後，中資非金融企業整體違約概率由2008年10月約6%的高峯值降至2008年11月底的4%左右。



**表 3.D**  
**模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值**

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	0.33	1.19	0.97	0.67	0.42
置信水平在 90% 的 估計虧損風險值	0.67	2.02	1.67	1.26	0.85
置信水平在 95% 的 估計虧損風險值	0.86	2.41	2.04	1.58	1.10
置信水平在 99% 的 估計虧損風險值	1.38	3.37	2.94	2.43	1.75
置信水平在 99.9% 的 估計虧損風險值	2.34	4.88	4.47	3.88	2.92
置信水平在 99.99% 的 估計虧損風險值	3.38	6.56	6.22	5.69	4.86

註：

- 以估貸款組合的百分比計量。
- 香港實質本地生產總值（以 2005 環比物量計算）在 2008 年第 4 季至 2009 年第 3 季期間連續 4 個季度分別減少 2.3%、2.8%、1.6% 及 1.5%。
- 香港實質物業價格在 2008 年第 4 季至 2009 年第 3 季期間連續 4 個季度分別減少 4.4%、14.5%、10.8% 及 16.9%。
- 實質利率（香港銀行同業拆息）在第 1 個季度上升 300 基點，在第 2 及第 3 個季度無變動，在第 4 個季度再升 300 基點。
- 中國內地實質國內生產總值只在第 1 個季度（即 2008 年第 4 季）下跌。

資料來源：職員估計數字。

### 信貸風險宏觀壓力測試<sup>52</sup>

運用宏觀壓力測試架構<sup>53</sup>，便可評估香港銀行業目前抵受各種宏觀經濟衝擊的能力，有關衝擊包括：香港實質本地生產總值下降、內地實質國內生產總值下跌、實質利率上升及實質物業價格下跌。<sup>54</sup>是項評估將 2008 年第 3 季的經濟狀況作為當前環境，研究在兩年期間（直至 2010 年第 3 季末）各種衝擊對銀行業信貸虧損的影響，並運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境的信貸虧損分布。表 3.D 呈列基準情況（當前經濟狀況）及 4 種受壓情況下的模擬信貸虧損分布，這些受壓情況各自以不同的宏觀經濟變量作為壓力來源。

在基準情況中，2010 年第 3 季的預期信貸虧損比率佔貸款組合總額的 0.33%。引入假設衝擊令預期信貸虧損比率大幅提高，數值介乎 0.42%（中國國內生產總值衝擊）至 1.19%（本地生產總值衝擊）不等。

若集中檢視信貸虧損分布的尾端，表 3.D 顯示即使以置信水平在 90% 的估計虧損風險值計，銀行在某些受壓情況下仍會繼續錄得盈利<sup>55</sup>，反映銀行體系現時的信貸風險溫和。然而，在置信水平 99.9% 的估計虧損風險值的極端情況下，銀行遇到不同來源衝擊時的最高信貸虧損比率會在 2.92%（中國國內生產總值衝擊）與 4.88%（本地生產總值衝擊）之間。這些最高量信貸虧損的估計數字與亞洲金融風暴後市場實際所經歷的相若。<sup>56</sup>儘管如此，出現這些極端情況的可能性極低。

<sup>52</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「罕有但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。

<sup>53</sup> 模型公式詳情載於 Wong et al. (2006)「銀行信貸風險壓力測試架構」(英文版)，《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。

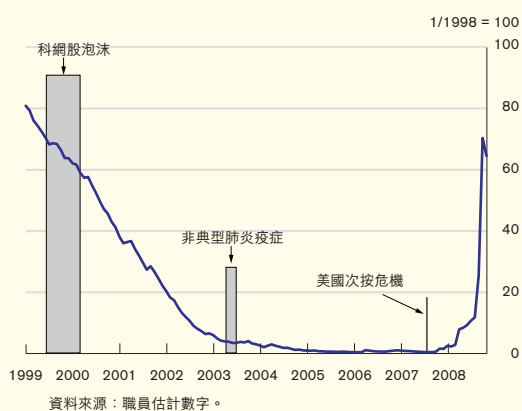
<sup>54</sup> 衝擊經過相應調整，致使與亞洲金融風暴期間所見的衝擊相若。詳情請參閱表 3.D 註解。

<sup>55</sup> 有關零售銀行稅前營業溢利佔總資產百分比的詳情，請參閱圖 3.14。

<sup>56</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%。



**圖 3.37**  
香港銀行困境指數  
(1998年1月=100)



**圖 3.38**  
銀行股票回報率的相互關係



### 3.9 銀行體系的系統性風險

根據最新的2008年第3季資料，銀行困境綜合預警系統<sup>57</sup>顯示銀行業仍然穩健，本港出現系統性銀行困境的風險似乎不高，出現銀行陷入困境的估計概率仍處於最低脆弱程度的範圍。<sup>58</sup>

然而值得注意的是，由於評估期內銀行股票價格顯著下跌，波幅上升，某些金融市場指標似乎比綜合預警系統的評估顯示出更高風險。<sup>59</sup> 特別是主要根據股票數據編製的香港銀行困境指數<sup>60</sup> (1998年1月=100) 已由2008年4月的7點左右上升至9月的25點，並在11月底進一步飆升至64點，與科網股泡沫爆發後所錄得的水平相若(圖3.37)。指數自9月起急升，主要是由於雷曼兄弟破產後，香港股市及美國股市各自的銀行股票回報率，以至兩地股市之間的波動及相互關係均有所增加(圖3.38)。該指數與綜合預警系統相比，雖然只反映局部情況，但該指數最近顯著上升確實凸顯了金融市場人士對銀行體系風險的評估，而這或許亦反映出歐美銀行體系陷入困境對香港銀行體系產生連鎖反應。這種相互依賴的特性，從2008年第3季美國、歐洲及香港銀行同業市場出現流動資金緊絀情況，可見一斑。(請參閱上文第3.6節)

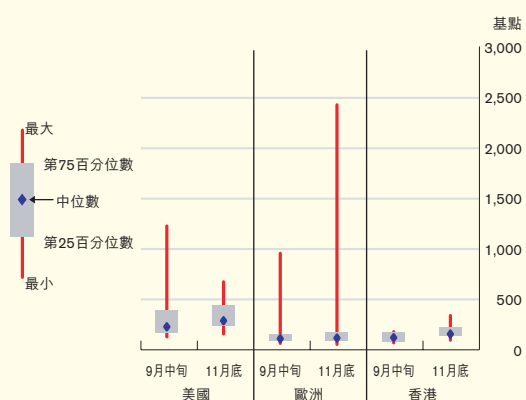
<sup>57</sup> 綜合預警系統可根據10個領先指標估計銀行陷入困境的概率。這些領先指標包括：宏觀經濟基本因素、出現貨幣危機的可能性、銀行及非金融類公司違約風險、資產價格偏差、信貸增長，以及其他亞太地區有否出現銀行陷入困境的情況。詳情請參閱Wong et al. (2007)「銀行領先指標模型——為香港及其他東亞及太平洋地區中央銀行會議成員經濟體系設立預警系統」(英文版)，《金管局工作論文》，編號22/2007。

<sup>58</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287-307頁14(2)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%。

<sup>59</sup> 然而，對綜合預警系統的不利影響因資產價格錯配有所改善而被部份抵銷。

<sup>60</sup> 銀行困境指數在過往報告中的原稱為香港銀行體系的複合違約風險指數。有關該方法的詳情，請參閱Yu et al. (2006)「Assessing the Risk of Multiple Defaults in the Banking System」，《金管局研究備忘錄》，編號06/2006。

**圖 3.39**  
美國、歐洲及香港銀行的信貸違約掉期息差



註：按交投活躍的銀行信貸違約掉期的息差計算。截至2008年11月28日營業時間結束為止的數據。

資料來源：彭博。

這種連鎖效應亦反映於信貸違約掉期市場，美國、歐洲及香港金融機構的信貸違約掉期息差自九月中旬以來普遍上揚。然而值得注意的是，相對於美國及歐洲的銀行，香港各銀行的風險水平仍然非常溫和(圖3.39)。

### 3.10 外匯持倉

於2008年8月底，所有認可機構合計的外匯持倉量(包括即期及遠期)為550億港元。自2003年5月底錄得985億港元的歷史高位後，外匯持倉量一直下跌。

表3.E載列銀行體系的主要表現指標。

**表 3.E**  
**銀行體系的主要表現指標<sup>1</sup> (%)**

	9/2007	6/2008	9/2008
<b>利率</b>			
1個月香港銀行同業拆息 <sup>2</sup> (季度平均數)	4.62	1.62	2.14
3個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	4.64	2.03	2.42
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)	3.10	3.63	3.11
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)	3.08	3.22	2.83
綜合利率 <sup>4</sup>	3.34	0.85	1.18
<b>零售銀行</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>5</sup></b>			
存款總額	6.7	1.4	4.6
港元	7.6	-2.0	4.2
外幣	5.1	6.3	5.2
貸款總額	5.4	5.0	2.3
在香港使用的貸款 <sup>6</sup>	5.2	4.3	2.6
在香港境外使用的貸款 <sup>7</sup>	8.7	13.2	-0.3
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-11.4	-22.3	-0.9
持有的可轉讓債務工具	0.2	-2.4 <sup>r</sup>	-2.8
<b>資產質素<sup>8</sup></b>			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	97.47	97.75	97.61
需要關注貸款	1.64	1.38	1.43
特定分類貸款 <sup>9</sup> (總額)	0.89	0.88	0.96
特定分類貸款 (淨額) <sup>10</sup>	0.67	0.68	0.70
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.58	0.53	0.55
<b>盈利</b>			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 <sup>11</sup>	0.05 <sup>r</sup>	0.06 <sup>r</sup>	0.16
淨息差 <sup>11</sup>	1.89 <sup>r</sup>	1.84 <sup>r</sup>	1.75
成本與收入比率	40.0 <sup>r</sup>	43.6 <sup>r</sup>	48.2
<b>流動資產比率 (季度平均數)</b>	51.0	45.1	43.0
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.13	0.06	0.05
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.36	0.32	0.31
撇帳率 – 按季年率計	3.10	2.78	2.74
– 本年度截至該日止以年率計	3.10	2.68	2.67
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率 (綜合)</b>	13.6	14.2	13.8

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附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。
  - 季度變動百分比。
  - 在香港使用的貸款及貿易融資貸款。
  - 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。
- <sup>r</sup> 經修訂數字。

## 4. 前景、風險及不明朗因素

這次的金融危機已進入新階段，從華爾街一直蔓延至商業街普羅大眾的生活之中，由危機的中心爆發點擴散至四周，其規模之大及影響之深遠，足以令主要的已發展經濟體系步入持續衰退，香港的經濟增長自亦難免顯著放緩。金融禍延產生連鎖反應，以及市場喪失信心，是對貨幣及金融穩定構成威脅的首要風險。猶幸，香港在踏入這場金融風暴之際擁有穩健的金融體系，而且當局亦採取了果斷措施，減少市場波動所帶來的不利影響。預期香港經濟能夠經受住這次風暴的考驗，增長潛力及生產力可避免受到長久損害。

### 4.1 全球前景

最近數月，面對金融業去槓桿化的過程，以及生產商與消費者信心不斷下降，全球經濟前景嚴重惡化。國際貨幣基金組織在11月最新公佈的預測中，將2009年全球增長預測由4月份預測的3.8%調低至2.2% (表4.A)。預期各主要已發展經濟體系在2009年全年亦會出現增長萎縮情況，是二次大戰後首次出現下跌。《共識預測》亦預計，2009年實質全球生產總值的增長速度將較2008年大幅放緩。

表4.A  
2007至09年全球增長及通脹

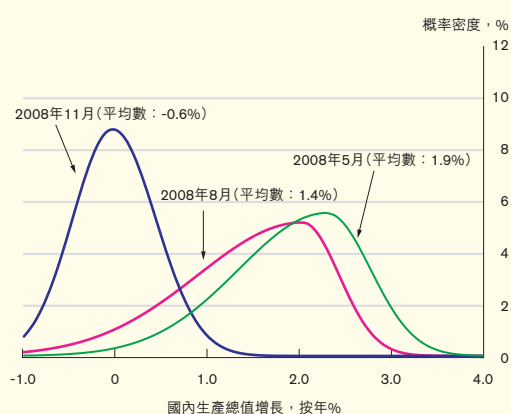
按年%	2007	2008預測	2009預測
<b>國際貨幣基金組織</b>			
全球增長 <sup>1</sup>	5.0 (4.9)	3.7 (3.7)	2.2 (3.8)
美國	2.0	1.4	-0.7
歐元區	2.6	1.2	-0.5
日本	2.1	0.5	-0.2
新興亞洲	10.0	8.3	7.1
<b>通脹</b>			
已發展經濟體系	2.2	3.6	1.4
新興及發展中經濟體系	6.4	9.2	7.1
<b>共識預測<sup>2</sup></b>			
全球增長 <sup>3</sup>	3.9	2.6	1.1
美國	2.0	1.4	-0.6
歐元區	2.6	1.0	-0.2
日本	2.0	0.6	-0.1
東北亞	9.8	7.7	6.3
東南亞	6.4	5.0	3.7
全球通脹 <sup>3</sup>	3.2	4.9	2.9
美國	2.9	4.2	1.4
歐元區	2.1	3.4	1.8
日本	0	1.6	0.6
東北亞	4.0	5.7	2.7
東南亞	3.9	9.0	5.6

註：

1. 全球增長按購買力平價匯率計的國內生產總值作加權調整。至於其他整體數字及國家，基金組織按購買力平價匯率以國內生產總值作加權計算，世界銀行則採用市場匯率。括號內為以往的預測數字。
2. 歐元區包括歐元區12國。東北亞包括中國內地、香港、南韓及台灣，東南亞包括東盟成員經濟體系。
3. 全球增長及通脹均按2007年平均匯率以2007年國內/本地生產總值作加權調整。

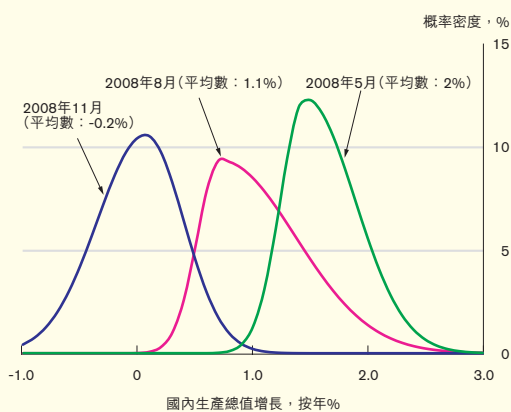
資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》(更新版)(2008年11月)及《共識預測》(2008年11月)。

**圖 4.1**  
美國：2009年增長預測概率分布



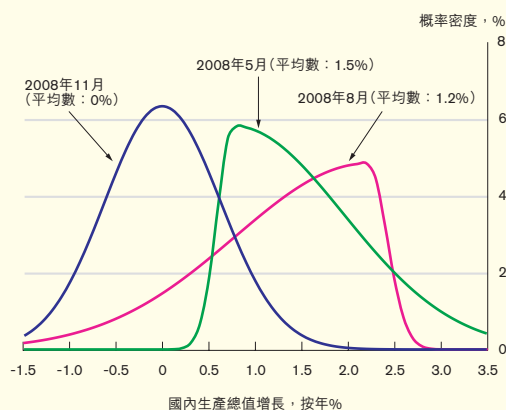
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

**圖 4.2**  
歐元區：2009年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

**圖 4.3**  
日本：2009年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

美國方面，由於消費者需要面對實質及金融資產貶值，以及財務狀況緊絀問題，展望未來，美國經濟將陷入比過去二十年更嚴重、更漫長的經濟衰退期。國際貨幣基金組織預測，美國經濟增長在今年下降至1.4%後，將於2009年萎縮0.7%。《共識預測》對2009年美國經濟增長預測的平均數，自2008年5月起一直大幅下調，由緩慢增長調整為萎縮0.6%，增長分布趨向較集中（圖4.1）。信貸危機惡化，令本已出現緊絀的信貸狀況雪上加霜，並將拖累個人消費及商業投資受壓。資產價格下跌，令個人及企業財務狀況受損，須假以時日才能恢復元氣；對外需求疲弱、美元強勢，亦意味著美國經濟所獲的外部支持將會減少。信貸緊縮惡化、勞工市場環境轉差，樓價下跌趨勢預期將會持續。

預期歐元區亦將步入衰退。《共識預測》歐元區2009年增長預測平均數顯示，歐元區經濟增長將萎縮0.2%，低於5月份的2%增長（圖4.2）。由於歐元區銀行受到美國信貸問題嚴重影響，因而導致財務狀況緊絀、信心下降等問題，預期歐元區經濟增長將遭受重創。即使當地迅速推出全面支援方案，以紓緩市場日益加劇的憂慮情緒，但市場對交易對手風險的看法則仍需假以時日才能返回較正常水平。因此，銀行去槓桿化的過程將對未來幾季的經濟增長顯著受壓。

日本方面，《共識預測》2009年增長預測平均數自5月起一直下降，目前已下降至零增長水平（圖4.3）。由於日本銀行持有證券化產品的比重較小，因此跟其他主要已發展經濟體系相比，日本的金融緊絀情況已略為輕微，然而，基於市場憂慮經濟增長前景疲弱，當地股市出現暴跌。出口淨額對經濟增長所帶來的支持預期亦會減弱。此外，來自美國及歐洲的對外需求放緩，加上預期利潤減少，均對營商氣氛及公司投資計劃構成影響。

**圖 4.4**  
美國衰退期間的進口

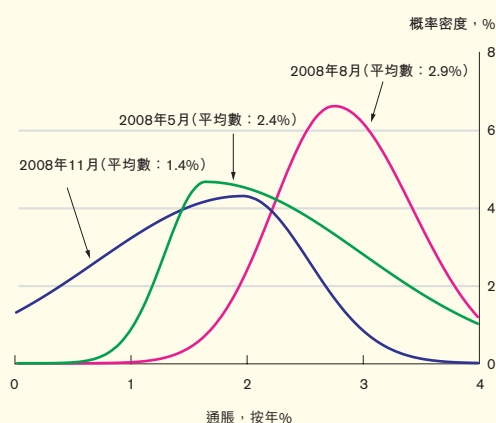


資料來源：CEIC與職員計算數字。

鑑於內需及外需均趨於疲弱，預期中國內地<sup>2</sup>在2009年的經濟增長將有所緩和。內需方面，資產價格下跌，影響消費意慾，加上生產放緩，失業率亦持續上升，其中以沿海地區情況尤為嚴重。生產過剩、需求疲弱，亦令利潤率收窄，預期私人投資將會減少。至於外需方面，已發展經濟體系的衰退情況日趨嚴重。對過往衰退期間美國進口分析顯示，2009年中國內地的出口量將不會有太多增長（圖4.4）。

在政策方面，其他新興市場的貨幣急劇貶值，但內地當局仍維持穩定的人民幣兌美元匯率。由於貨幣政策的成效受限於銀行的借貸意願，內地的增長前景在很大程度上須取決於財政刺激方案的成效。內地當局公佈4萬億元人民幣經濟刺激方案，由此看來，內地決心實現2009年經濟增長目標。

**圖 4.5**  
美國：2009年通脹預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

即使將中國內地與亞洲其他新興經濟體系合計，國際貨幣基金組織亦將經濟增長預測從2008年的8.3%下調至2009年的7.1%。單是中國的經濟增長預測已從2008年仍然偏高的9.7%水平，下調至2009年的8.5%。內地及其他亞洲發展中國家的下調幅度普遍較小，原因是當地的財務狀況通常較為穩健，加上商品價格下降，這些國家可受惠於較優惠的貿易條款。此外，這些國家亦已轉向較寬鬆的宏觀經濟政策。

國際貨幣基金組織預測，全球消費物價通脹將由2007年的4.0%上升至2008年的4.8%，反映直至今年年中前，燃料及食品價格持續上漲。然而，全球經濟衰退，商品價格趨於穩定，經濟發展亦逐漸放緩，預期將有助緩和通脹壓力。基金組織預測，2009年全球消費物價通脹將回落至3.7%，《共識預測》亦預期通脹會略低於2008年的水平。至於美國，《共識預測》對2009年消費物價指數通脹預測的平均數，由8月起一直向下修訂至1.4%（圖4.5）。

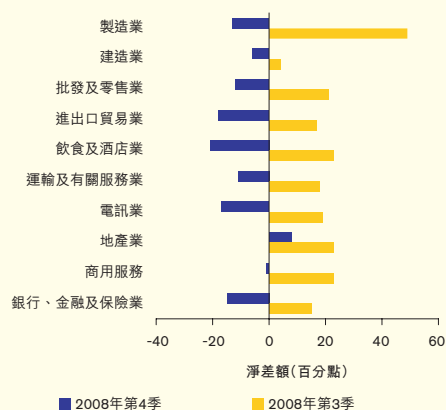


儘管各國政府已採取特別措施拯救金融機構，並進一步推出寬鬆的貨幣政策及財政刺激方案，使市場大致回復平靜，然而，全球金融市場的短期前景仍然極不明朗。無可避免的是，個人、企業及金融界仍須經歷去槓桿化的過程，因此資產價格仍有可能受壓。在調整過程中，美國救市方案最終的實施成效仍屬未知之數，至於那些為銀行存款及銀行同業市場交易提供百份百保證的國家，假如銀行危機加劇，究竟政府機關能否抵禦這股壓力，同樣存有不明朗因素。

長遠而言，未來前景的風險取決於去槓桿化過程對實質經濟的影響有多大，以及宏觀經濟政策能夠提供多少緩衝作用。主要已發展經濟體系若持續出現嚴重衰退及失業率急劇上升，均可能導致保護主義抬頭。此時，若輕易把當前危機歸咎於全球一體化，然後向政府施壓取消自由貿易及金融開放政策，此舉實屬不當。我們也許已渡過最艱難的時刻，但全球金融市場的前景卻仍是險阻重重。

## 4.2 本地前景

圖 4.6  
業務展望統計調查結果：  
2008年第3季及第4季



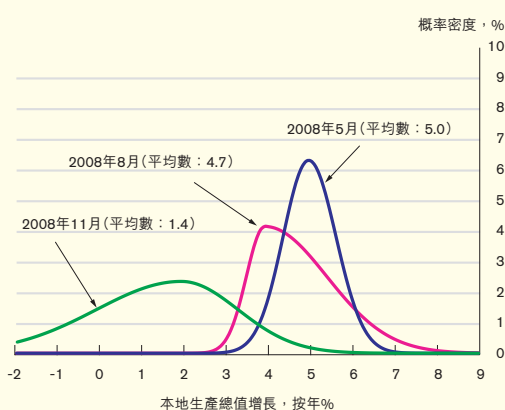
註：「淨差額」指預期「上升」的受訪者百分點減去預期「下降」的受訪者百分點。

資料來源：政府統計處。

金融危機肆虐對實質經濟增長及資產價格構成負面影響，香港的經濟前景因而急劇轉差。業務展望按季統計調查顯示，大部分受訪行業均預期2008年第4季的業務及產出量將迅速下跌(圖4.6)。就所有行業整體而言，在第4季預期營商環境好轉與預期轉壞的受訪機構比例差距下降至負15個百分點，是自本調查開展以來首次出現負值，反映企業對短期的業務前景轉為悲觀。採購經理指數由第3季的平均48.2下降至11月份的38.8，顯示商業活動進一步收縮。整體而言，上述指標顯示第4季的實質本地生產總值增長前景不容樂觀。

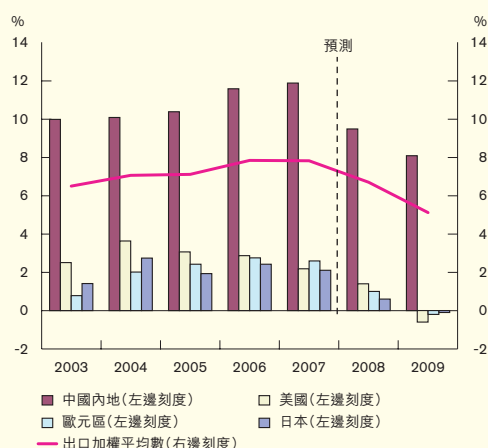


**圖 4.7**  
香港：2009年增長預測概率分布



資料來源：職員根據市場共識的數字計算。

**圖 4.8**  
香港主要貿易夥伴的經濟增長



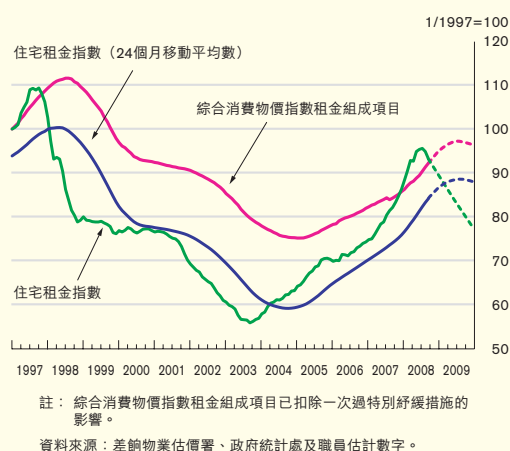
資料來源：《共識預測》及職員估計數字。

2008年第2季及第3季的實質本地生產總值連續兩季錄得按季負增長，表示香港經濟已步入技術性衰退期。由於經濟衰退的程度及持續時間仍然極不明朗，《共識預測》對經濟增長預測範圍較上一份報告明顯擴闊，並傾向調低預測(圖4.7)。市場共識所預測的2008年實質本地生產總值增長平均值為3.6%，2009年為1.4%。然而，多家主要私營銀行最近向下修訂2009年的增長預測，平均下調至負0.3%的水平，表示由2008年第2季開始的經濟收縮期將持續至2009年上半年，預期最快在2009年下半年才可能開始復甦。

經濟復甦會否如預期於2009年出現，很大程度上取決於外部需求的恢復速度而定。市場共識預期香港主要貿易夥伴在2009年的貿易加權平均經濟增長率將上升約5.1個百分點，較2007年的7.8個百分點大幅放緩，亦低於二十一世紀初所錄得的增長趨勢(圖4.8)，表示市場預期全球經濟復甦步伐溫和。

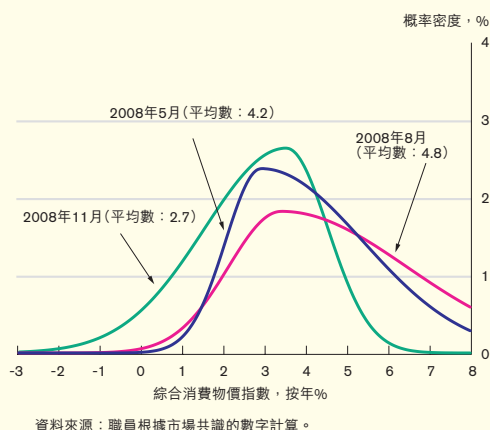
受失業率上升影響，預期2009年的本地需求僅會輕微回升。據非典型肺炎疫症期間的經驗所得，若外圍衝擊只屬短暫性質，失業率上升之勢應不會持久，原因是企業認為經濟只是一時低迷，因此關閉企業或削減規模的機會甚微。然而，如衰退長期持續，失業率可能會顯著上升。鑑於當前的經濟衰退涉及全球金融危機問題，需要較長時間才能解決，因此，2009年全年失業率可能上升，令本港的消費需求受壓。在私人資本投資方面，由於經濟復甦初期仍有產能過剩的情況，機器及設備方面的投資增長可能十分疲弱。此外，由於土地供應有限，加上地產發展商因樓價下跌而延遲興建項目，樓宇及建造業方面的投資亦受到限制。為應付經濟逆境，政府已承諾加快投資公共基建，然而，這些基建項目可能需要一段時間才能收到刺激經濟的效果。

**圖 4.9**  
綜合消費物價指數租金組成項目及市值租金



由於經濟增長低於正常水平，加上全球食品及商品價格以至房屋租金均在下降，預期2009年基本通脹將有所緩和。本地樓價自2007年下半年至2008年年中一直急升，為私人住宅租金帶來上調壓力，並反映於2008年全年綜合消費物價指數的租金組成項目內。一般而言，私人住宅租金指數的24個月移動平均數與綜合消費物價指數租金組成項目關係密切（圖4.9），假設私人住宅租金在2008年第3季見頂，隨後每月下跌1.2%，則2008年及2009年的按年綜合消費物價指數租金通脹率將分別達至10.2%及1.9%，並於2009年1月達到高峰水平。然而，基於當前市況，市場租金對綜合消費物價指數租金組成項目的傳遞效應可能較過往更快。在此情況下，租金通脹可能更快見頂。經濟活動放緩，加上食品及商品價格下降，預期綜合消費物價指數非租金組成項目通脹亦將放緩。

**圖 4.10**  
香港：2008年通脹預測概率分布



整體通脹上升步伐可能會較基本通脹慢，主要反映推行幾項一次過特別舒緩措施的效應，有關措施包括就整個2008至09財政年度寬減差餉，以及寬減電費。最新的市場共識預測，2009年綜合消費物價通脹將上升2.7%（介乎負0.2%至4.5%不等）（圖4.10）。

### 4.3 不明朗因素及風險

目前，全球各地正開展空前的危機管理，包括由政府提供保證，以及為舉足輕重的金融機構提供資助，而有關措施亦似乎成功阻止了全球金融體系觸礁崩潰。然而，這場金融危機現已進入新階段，不但從華爾街蔓延至商業街普羅大眾的生活之中，甚至由發達國家擴散至新興市場經濟體系。各主要經濟體系正面對信貸緊縮問題，而金融市場去槓桿化的過程亦與實質經濟活動形成了連鎖反應，所造成的惡性循環日益加劇。與此同時，為求保本，投資者紛紛撤走資金，因此對新興市場的經濟體系造成影響。隨著避險意慾不斷上升，部分新興市場經濟體系的貨幣大幅貶值，並消耗大量外匯儲備。

作為國際金融中心及貿易中心，香港的金融體系深受全球金融衝擊所影響，導致股市大幅下挫，貨幣市場備受壓力。金融禍延產生連鎖反應，以及市場喪失信心，是對貨幣及金融穩定構成威脅的首要風險。為鞏固市場信心，政府已採取果斷措施，並運用一系列的措施，包括為流動資金提供緊急支援、推出百份百存款保證暫時措施，以及備用銀行資本安排。以上措施應可有效防止香港銀行體系受到禍延，但推行這些措施的目的，並非為阻止資產價格出現變動，有關價格將繼續跟隨全球市場調整。外圍衝擊經由金融市場及貿易渠道影響本港經濟，因此，香港經濟一直至2009年仍難免會受到嚴重波及。

儘管全球經濟預期會同時步入衰退，但其衰退程度及持續時間至今仍然存有極不明朗的因素，原因是全球經濟可能正處於轉捩時刻，經濟及金融方面均可能出現非線性發展，利用模型分析可能難以準確預測經濟表現，因此應運用美國衰退時期的史實資料，作為定量分析預測的輔助數據，藉此探測目前經濟衰退的嚴重程度及持續時間。

**表4.B**  
美國經濟衰退及相關經濟指標

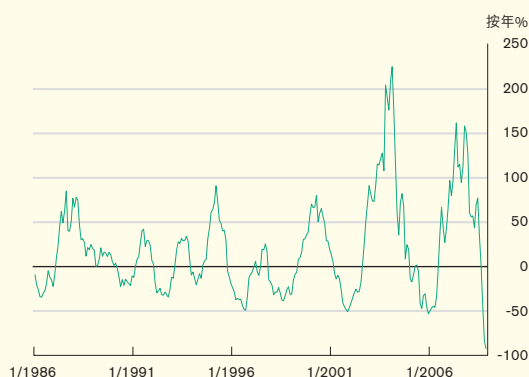
時期	國內生產總值最高位至最低位跌幅	持續時間	失業率	全球增長
1929年第3季 -1933年第1季	30.5%	15個季度	由3.2%(1929年) 上升至24.9%(1933年) 上升21.7個百分點	不詳
1980年第1季 -1980年第3季	2.2%	3個季度	由5.6%(1979年5月) 上升至7.8%(1980年7月) 上升2.2個百分點	按年計2.0% (1980年)
1981年第3季 -1982年第4季	2.9%	6個季度	由7.2%(1981年7月) 上升至10.8%(1982年12月) 上升3.6個百分點	按年計0.9% (1982年)
1990年第3季 -1991年第1季	1.3%	3個季度	由5.2%(1990年6月) 上升至7.8%(1992年6月) 上升2.6個百分點	按年計1.5% (1991年)
2001年第1季 -2001年第4季	0.4%	4個季度	由3.9%(2000年12月) 上升至6.3%(2003年6月) 上升2.4個百分點	按年計2.2% (2001年)

資料來源：彭博及國際貨幣基金組織。

表4.B顯示美國國家經濟研究局(National Bureau of Economic Research)記載當地在幾段經濟衰退期內，國內生產總值萎縮及失業率上升的情況。若論影響的嚴重程度，經濟大蕭條時期最為嚴重，當時的產出量不但大幅萎縮30%，失業率亦飆升至21個百分點以上，整個衰退期持續近4年之久；當時，美國收緊貨幣政策，加上政策運用失當，進一步令股市崩潰的影響加劇。面對當前的金融危機，發達經濟體系及新興經濟體系均採取了特別措施，務求穩定金融市場及支持經濟活動。種種政策措施，不論是金融、貨幣或財政措施，應可為經濟增長奠定基礎，避免全球經濟重蹈美國大蕭條的覆轍。如可避免發生更多系統性事故，且有關貨幣及財政政策又能維持經濟繼續運轉，經濟增長應可避免極其嚴重的大規模破壞。

然而，美國經濟持續衰退也許在所難免。鑑於金融機構需要大規模縮減資產負債比例，去槓桿化過程仍將會持續。商業及個人信貸亦將受到重大限制，資產價格下跌對個人及企業財務狀況所造成的損失，需假以時日才得以復元，而樓價亦有待回復穩定。以上種種因素均意味著經濟衰退將持續一段時間，其後的復甦程度亦可能僅屬輕微。因此，若預期這次衰退將一如2001年或1990至1991年般溫和及短暫，這看法也許過於樂觀。目前，零售銷量等經濟指標已有跡象顯示，經濟下滑的幅度較過往兩次的衰退期更為嚴重。若要與目前的經濟狀況作一比較，1981年至1982年間的經濟逆境也許更為適合。當時，衰退期持續了6個季度，失業率上升了3.6個百分點，而產出量亦從高峰下跌至谷底，減幅近3%。

圖 4.11  
波羅的海乾散貨指數 (Baltic Dry Index)



資料來源：彭博。

對新興市場而言，特別是相對開放的經濟體系，美國經濟持久衰退，歐元區及日本經濟萎縮，均意味著新興市場經濟將失去重大的增長支持。波羅的海乾散貨指數 (Baltic Dry Index) 是反映全球貿易量的指標之一，而該指數至今已經歷了二十世紀80年代中期以來最大的跌幅(圖4.11)。如全球經濟狀況與1982年經濟放緩時類同，2009年全球經濟可能僅有1%左右的增長。

於此全球經濟環境下，本港經濟所遭受的影響會有多嚴重？要探討這個問題，在定量預測之外，同樣需要源自過往經驗的情境分析作為輔助(表4.C)。在過去十年，香港經歷了三次涉及外圍衝擊的重大衰退，先有1997至1998年亞洲金融風暴，再有2001年全球資訊科技泡沫爆破及美國恐怖襲擊事件的雙重打擊，以及2003年非典型肺炎疫症爆發。其中，亞洲金融風暴時期的經濟萎縮情況，也許是香港近年最嚴重的一次衰退，在該段時期，物業市場泡沫爆破，令業主變成負資產及財務狀況受損，港元實質匯率估值過高，亦令經濟陷入困境，而修正匯率估值過高問題確實導致經濟長期出現通縮。在1997年第4季至1998年第4季連續五個季度內，本港經濟從高峰下降幾近9%至谷底水平，失業率急劇上升至1999年12月的6.3%高位。

表 4.C  
香港過往經濟衰退及相關經濟指標

導致經濟衰退的重大事件	時間	最高位至最低位的跌幅	持續時間	失業率
亞洲金融風暴	1997年第4季 -1998年第4季	8.8%	5個季度	由2.1%(1997年9月) 上升至6.3%(1999年12月) 上升4.2個百分點
全球資訊科技泡沫爆破及「9-11」事件	2001年第1季 -2001年第4季	2.1%	4個季度	由4.4%(2001年1月) 上升至7.5%(2002年7月) 上升3.1個百分點
非典型肺炎疫症時期	2003年第1季 -2003年第2季	2.5%	2個季度	由7.3%(2002年11月) 上升至8.5%(2003年6月) 上升1.2個百分點

資料來源：職員估計數字。

在2001年，資訊科技泡沫爆破，加上美國在9月11日遭到恐怖襲擊，美國經濟受到嚴重打擊。當時，香港亦受到波及，經濟同樣出現衰退。儘管本地需求未遭重創，但香港對主要貿易夥伴的出口銳減。當時的經濟收縮程度未算嚴重，實質本地生產總值由最高位下跌約2%至最低水平。然而，經濟衰退卻持續達4個季度，導致失業率大幅上升。

經歷2001年衰退後，在2003年3月至6月間，香港因爆發非典型肺炎疫症而打亂了經濟持續復甦的步伐。爆發疫症令本地需求大幅削減，以兩個季度計算，產出量由最高位至最低位的跌幅達2.5%。但非典型肺炎疫症只引發短暫的經濟衰退，本港經濟隨後迅速全面恢復，並未引致失業率急升，當疫情受到控制後，失業率亦隨即下降。

若根據過往事件評估2008年至2009年香港經濟衰退的程度及持續時間，應可合理預期本港經濟衰退程度較全球資訊科技泡沫爆破及非典型肺炎疫症時期更為嚴重，原因是當前的金融危機對全球經濟的考驗更為嚴峻。

然而，與亞洲金融風暴相比，這次經濟衰退的嚴重程度可能相對較輕，原因是香港現在的經濟條件較1997年更為穩健，加上在全球金融危機發生前並無出現嚴重的宏觀經濟及金融失衡，因此毋須如1997般糾正經濟過熱情況。美國實施寬鬆的貨幣政策，在聯繫匯率制度下亦可為香港經濟發揮緩衝作用。然而，若主要經濟體系最終的衰退程度比目前預期更為嚴重，持續時間亦比預期更長，香港經濟將經歷更嚴重的衰退。

香港在面對當前全球金融危機之際經濟實力雄厚，公營及私營環節財政狀況穩健，生產要素市場及產品市場亦保持靈活。在未來數月，銀行信貸組合可能轉差，信貸增長亦將顯著放緩。隨著銀行邊際利潤收窄，以及因資本市場活動減少而損失費用收入，銀行亦將面對盈利壓力。股市及樓價雖然或會進一步下跌，金融機構亦無法排除遇到財務困難的可能，但整體而言，香港金融體系可望經受住危機的考驗，機構的實力及生產力可避免受到長久損害。



---

# 詞彙

---

## 總結餘

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

## 認可機構

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

## 支持資產／支持組合

外匯基金中指定用作支持貨幣基礎的一批美元資產。

## 支持比率

支持資產與貨幣基礎的比率。當初設立貨幣發行局帳目時，足夠的美元資產被撥入貨幣發行局帳目，為貨幣基礎提供105%的支持(支持組合)。根據財政司司長於2000年1月批准的新安排，若支持比率達到112.5%(觸發上限)，便會把資產從支持組合轉移至外匯基金資產的投資組合，從而把支持比率調低至110%。相反，若支持比率降至低於105%(觸發下限)，便會把投資組合的資產注入支持組合，使比率回升至107.5%。這項措施一方面可以提高過剩資產的投資回報，另一方面又可確保支持組合有足夠的流動資產。

## 最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率往往是釐定按揭貸款利率的參考基準。

## 負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

## 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附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。

### 貼現窗

在香港，這是指銀行以合資格證券作為抵押品訂立回購協議，向金管局借取港元資金的機制。

### 外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具。外匯基金票據及債券計劃在1990年3月推出，多年來不斷擴充；外匯基金票據及債券期限由3個月至15年不等，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

### 流動資產比率

香港所有認可機構必須將每月平均流動資產比率維持在不低於25%的水平。流動資產比率是指流動資產（如：有價債務證券及1個月內償還的貸款，而這些資產必須按照流動資產換算因數調整）與限定債務（基本上是指1個月內到期的所有負債）的比率，有關的計算方法及組成部分載於《銀行業條例》附表4。

### 貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部分。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣（銀行紙幣及硬幣）與銀行體系存放在中央銀行的結餘（儲備結餘或結算餘額）的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書（作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持）、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。



### **貨幣狀況指數**

這是反映一個經濟體系整體貨幣狀況的指數。貨幣狀況指數是實質利率與實質匯率指數的加權總和，而有關權數反映兩者對整體需求或通脹的相對影響。

### **按揭貸款拖欠比率**

這是指逾期超過3個月的按揭貸款總額佔未償還按揭貸款總額的比率。這項數據摘錄自住宅按揭每月統計調查，有關調查有23間認可機構參與。

### **負資產按揭貸款**

未償還貸款額超過按揭物業的當前市值的按揭貸款。

### **名義及實質有效匯率**

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

### **經重組貸款比率**

經重組貸款總額佔未償還貸款總額的比率。

### **就業不足率**

這是指就業不足人士（即在非自願情況下於一星期內工作少於35小時）在勞動人口中所佔的比例。