

貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2003年12月

概論

香港經濟情況在2003年下半年明顯改善，有利貨幣與金融穩定。經濟復甦的部分原因是本港的主要貿易夥伴需求回升。越來越多跡象顯示主要經濟體系的復甦步伐加快，且更加平衡，同時中國內地的經濟增長周期似乎亦正步入向上的階段。內地與香港在主要經濟體系的總市場佔有率繼續增加，全球的貨幣與金融狀況寬鬆亦有利經濟增長。本地方面，多項因素刺激市場氣氛，包括旨在加強香港與內地經濟融合的措施及政府澄清在物業市場的角色等舉措。

由於內地對外貿易急速擴張，帶動香港的商品及服務出口強勁增長，不過增長速度從高位有所回落。在內地有關當局決定放寬內地居民以個人身分到香港旅遊的限制後，訪港內地旅客人數大幅上升。本地需求亦呈現復甦跡象。私人消費開支經歷連續4季下跌後，在第3季大幅回升至2001年中的水平。投資開支的跌幅收窄。失業率從截至7月的3個月達到8.7%的高位後回落至8%，破產申請宗數亦連續下降。

市場情緒轉好可反映在9月底以來港元的遠期匯率溢價大幅下跌，以及包括多家上市銀行在內的股份價格回升。穆迪在10月16日調升香港的外幣評級兩級至比內地高的水平，反映國際社會對香港在「一國兩制」下的獨特地位及優勢的認識增強，以及對經濟持續復甦的信心有所增加。零售銀行的盈利在2003年第3季略為上升，主要是因為資產質素續有改善。銀行體系繼續保持穩健，尤其是資本實力雄厚，流動資金充裕。

近期一項顯著的發展是港元轉強。港元兌美元的匯率由貼近7.80的水平轉強至9月底的7.70。金管局在11月底前共售出110億港元，促使銀行同業拆息下降至低於美元利率，港元匯率亦回軟至7.76至7.77的水平。市場氣氛突然出現轉變，是由於香港的經濟基本因素有所改善，以及美元近期轉弱及市場揣測人民幣會升值。港元兌美元輕微升值，並沒有對宏觀經濟造成任何顯著影響。

展望未來，除非外圍及本地環境受到意料之外的震盪，否則香港的經濟復甦步伐應會加快。私營機構與多邊組織紛紛大幅調高其對香港經濟增長的預測。根據最近期的《共識預測》，香港2004年經濟增長速度會加快至超過4%，而通縮情況亦會大為放緩。在有利的宏觀經濟環境下，銀行業的業績應會改善。整體而言，這些因素應有利貨幣與金融體系繼續保持穩定。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2003年12月

目錄

1. 全球及區內情況	43
外部需求	43
1.1 美國	43
1.2 歐元區	45
1.3 亞洲（不包括中國內地）	46
中國內地	48
1.4 產量與通脹	48
1.5 對外貿易	49
貨幣與金融狀況	50
1.6 利率	50
1.7 匯率	51
1.8 股票市場	52
2. 本港經濟	53
生產總值	53
2.1 本地生產總值增長	53
2.2 對外貿易	54
2.3 本地需求	55
勞工市場與物價	57
2.4 勞工需求與失業	57
2.5 勞工成本	58
2.6 商品及進口價格	59
2.7 消費物價	60
資產市場	61
2.8 股票市場	61
2.9 物業市場	62
公共財政	63
3. 貨幣及金融穩定	64
匯率、利率及貨幣總額發展	64
3.1 匯率及利率	64
3.2 貨幣基礎及支持比率	67
3.3 貨幣總額	67
3.4 資本流向	68
銀行體系的表現	71
3.5 盈利及資本額	71
3.6 利率風險	76
3.7 信貸風險	76
3.8 流動資金	78
3.9 外幣狀況	78
前景、風險及不明朗因素	80
3.10 全球前景	80
3.11 本地前景	81
3.12 不明朗因素及風險	82
專題 1 近期港元匯率及貨幣市場的發展	66
專題 2 分析國際收支	70
專題 3 宏觀經濟狀況及銀行體系	73
專題 4 銀行表現的市場指標	75

1. 全球及區內情況

外部需求

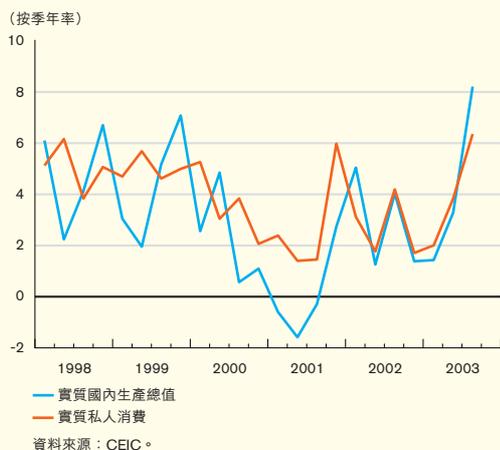
全球經濟增長在 2003 年變得比較均衡。美國與日本經濟在第 2 及第 3 季顯著轉強，而近期的數據顯示經濟在年內餘下時間繼續復甦。歐元區的經濟在 2003 年上半年表現疲弱，但於下半年有所改善。由於經濟增長的速度加快，主要先進經濟體系對進口的需求繼續上升。此外，有跡象顯示內地與香港在這些市場的佔有率有所增加。

表 1.A
美國：部分經濟指標

		6/03	7/03	8/03	9/03	10/03	11/03
工業生產	按月 %	0.0	0.8	0.2	0.5	0.2	不詳
ISM 製造業							
採購經理指數	指數	49.8	51.8	54.7	53.7	57.0	62.8
耐用用品訂單	按月 %	2.5	1.6	-0.1	2.1	3.3	不詳
零售貨值	按月 %	0.9	1.4	1.0	-0.4	-0.3	不詳
消費者信心	指數	83.5	77.0	81.7	77.0	81.7	91.7
失業率	%	6.4	6.2	6.1	6.1	6.0	不詳

資料來源：CEIC。

圖 1.1
美國：私人消費及國內生產總值增長

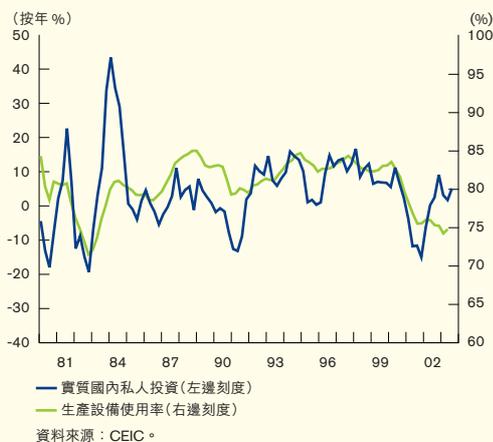


1.1 美國

經濟增長速度在 2003 年第 3 季明顯加快，實質國內生產總值的按季增長年率為 8.2%，第 2 季的增幅為 3.3%。經濟增長步伐加快，主要是由私人消費及固定資本投資的廣泛復甦所推動，兩者在第 3 季分別上升 6.4% 及 18.2%。最新指標顯示經濟在第 4 季初保持強勁增長 (表 1.A)。

至於目前的經濟復甦能否持續下去，主要視乎家庭消費及企業投資的走勢。在 2000 年第 1 季開始的整個衰退期內，私人消費為整體經濟表現提供了重要支持 (圖 1.1)。房屋價格上升及利率下跌，促使借款人透過再融資提取住屋抵押貸款，帶動家庭支出增長。然而，由於長期貸款利率似乎已於 2003 年 6 月見底，加上房屋價格升勢放緩，相信提取住屋抵押貸款的情況會減少。因此，收入增長及勞工市場狀況等其他因素對經濟前景應會有較重要的影響。

圖 1.2
美國的生產設備使用率與投資



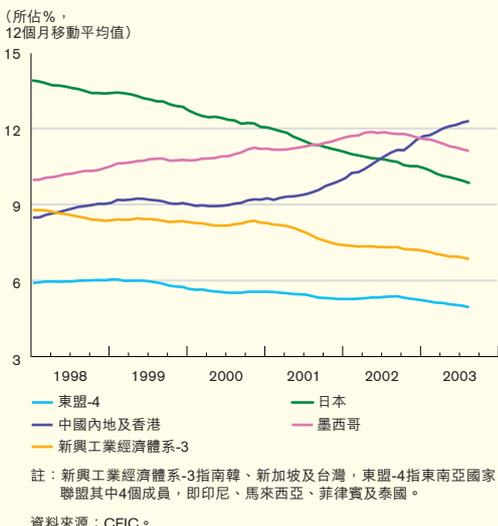
至於企業投資，私營機構仍在消化自90年代後期因經濟蓬勃發展所帶來過剩的生產力。尤其工業生產設備使用率仍然遠低於長期平均值（圖1.2）。因此，工業設備方面的投資仍然疲弱。然而，資訊科技設備及軟件的投資在第2及第3季顯著增加，使整體固定資本投資回升。與資訊科技有關的投資復甦，可能是因為服務環節表現蓬勃，增長較工業環節強勁。

圖 1.3
美國：企業盈利與投資



另一項有關私人投資的重要決定因素是企業盈利，這是私營環節擴張意欲的領先指標（圖1.3）。國民帳戶數據顯示企業盈利在2003年第2及第3季大幅反彈，最近公布的上市公司業績亦出現類似的改善情況，顯示私人資本投資在直至2003年底期間應會保持強勁。不過，由於公司盈利一向比較波動，因此不能確定目前的增長是否代表私人投資進入上升期。

圖 1.4
美國：按來源地劃分的商品進口



雖然國內生產總值增長的速度在第3季加快，但對進口貨物的需求增長放緩。自年初以來，實質進口按年增長率顯著下跌，這大概是因為美元弱勢造成進口商品價格上升的影響。按進口商品的來源地分析，內地與香港合共在美國進口商品的市場佔有率在2003年進一步增加，而日本與其他亞洲主要經濟體系的市場佔有率則下跌（圖1.4）。

表 1.B
歐元區：部分經濟指標

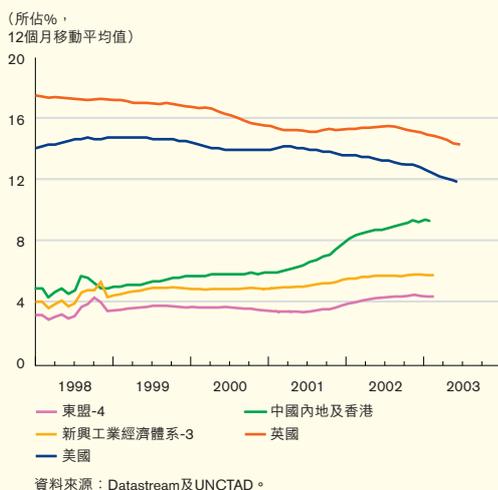
		6/03	7/03	8/03	9/03	10/03	11/03
歐元區							
綜合採購經理指數	指數	48.1	49.8	51.2	52.8	54.9	56.2
製造業	指數	46.7	48.0	49.1	50.1	51.3	52.2
服務業	指數	48.2	50.2	52.0	53.6	56.0	57.5
工業企業信心	指數	-12	-14	-11	-9	-8	-7
消費者信心	指數	-19	-18	-17	-17	-17	-16
失業率	%	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	不詳
國內普查							
德國IFO (營商環境)	指數	88.9	89.4	90.9	92.0	94.3	95.7
意大利SAE (企業信心)	指數	91.7	86.7	95.2	94.7	94.3	94.4

資料來源：彭博及 JP Morgan。

圖 1.5
歐元區：採購經理指數與實質進口增長



圖 1.6
歐元區：按主要來源地劃分的商品進口



1.2 歐元區

歐元區的經濟活動在2003年第3季略有改善。最新的估計顯示，實質國內生產總值在第2季收縮0.1%後，在第3季錄得0.4%按季增長率。經濟有所改善，部分原因是外部需求表現強勁。德國、法國及意大利的國民統計數據顯示出口有比較大的增長，但國內需求增長仍然呆滯。

前瞻性經濟指標顯示經濟在2003年第4季會繼續改善(表1.B)。主要經濟體系的採購經理指數在10月及11月繼續上升，而大部分商業及消費者信心指數亦有輕微改善。然而，目前仍未能確定經濟復甦是否可以持續。短期內歐元升值將不利出口，而區內部分主要經濟體系的結構性問題及財政困難狀況可能會妨礙經濟增長。

儘管經濟疲弱，但對進口商品的需求有輕微回升。圖1.5顯示，儘管採購經理指數在2003年上半年下跌，但實質進口商品卻繼續增長，這相信是因為歐元偏強。按進口商品的來源地分析，內地與香港合共在歐元區進口商品的市場佔有率顯著上升，其他亞洲主要經濟體系的市場佔有率亦有增長，但步伐比較緩慢(圖1.6)。

圖 1.7
日本：出口及工業生產

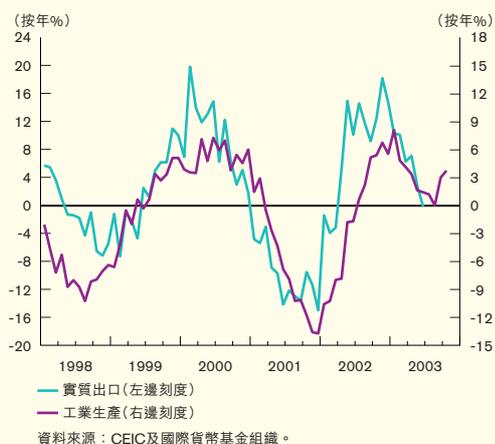


圖 1.8
日本：按主要來源地劃分的商品進口

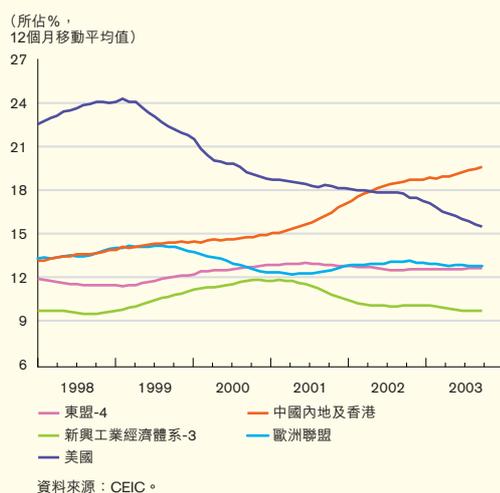


表 1.C
亞洲：按年計實質國內生產總值增長率

	02Q3	02Q4	03Q1	03Q2	03Q3
南韓	5.8	6.8	3.7	1.9	2.3
新加坡	3.8	3.0	1.6	-3.8	1.7
台灣	5.2	4.5	3.5	-0.1	4.2
印尼	4.3	3.8	3.4	3.8	3.9
馬來西亞	5.8	5.4	4.6	4.5	5.1
菲律賓	3.8	5.8	4.5	4.0	4.4
泰國	5.8	6.1	6.7	5.8	不詳

資料來源：CEIC。

1.3 亞洲(不包括中國內地)

日本的實質國內生產總值按季增長年率在2003年第2季大幅上升至3.5%後，在第3季放緩至2.2%。經濟復甦在2002年初開始，主要由外部需求帶動(圖1.7)。2002年貿易環節表現蓬勃，促使企業盈利其後有所改善。這最終使私人固定投資反彈，在2003年第2及第3季錄得強勁升幅，推動國內生產總值上升，但出口增長則放緩。私營環節的結構調整持續，因此勞工市場仍然處於困難狀況，令住戶環節受惠於復甦帶來的外溢效應有限。

鑑於經濟狀況有所改善，日本進口繼續表現強勁，在2003年前9個月按年錄得7%的實質增長，而2002年全年的增幅則只有2%。進口的擴張幅度比較大，主要是因為投資需求強勁，整體進口增長由工業物料供應及資本貨物進口帶動。按來源地分析，內地與香港合共所佔入口比例穩步上升，而美國與多個亞洲經濟體系的比列則下跌(圖1.8)。

亞洲其餘地區在2003年第2季的經濟表現受到非典型肺炎的不利影響，其中以新加坡及台灣特別嚴重(表1.C)。普遍來說，直接受疫症影響，而同時對旅遊業的倚賴程度比較高的經濟體系所受打擊較大。不過，在接近6月底時，由於疫症成功受到控制，以及再次爆發的憂慮減退，旅遊及零售業開始出現復甦跡象。

圖 1.9
亞洲：區內貿易與美國商品進口（以美元計）



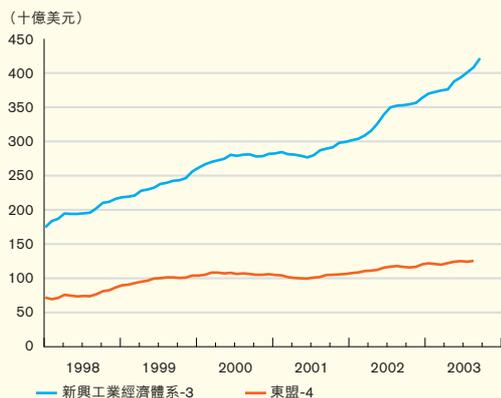
註：區內貿易指日本、中國內地、香港、新興工業經濟體系-3及東盟-4（由於數據不足，所以不包括印尼在內）之間的相互出口。

資料來源：CEIC。

製造業及對外貿易大體上並未受到非典型肺炎爆發影響。然而，由於美國的需求放緩，大部分亞洲經濟體系的出口增長在上半年減慢。雖然區內貿易佔亞洲出口總值超過50%，但其與美國的進口需求關係密切（圖1.9）。這顯示區內貿易是以半製成品主導，並且大部分是由主要經濟體系的最終需求所帶動。

長遠而言，亞洲經濟體系的內需持續增長的潛力很大。繼1997至98年亞洲金融危機後，有一段時間私營及住戶環節都致力調低負債比率。因此，區內需求增長落後於其收入增長。儲蓄率偏高再配合經濟復甦，使儲蓄額大幅增加，以至外匯儲備迅速攀升（圖 1.10）。同時，在2003年第3季美元兌大部分亞洲貨幣（菲律賓披索除外）轉弱，亞洲股市的表現亦比美國股市為佳。上述各項因素應有利區內需求回升。

圖 1.10
亞洲：外匯儲備



資料來源：CEIC。

中國內地

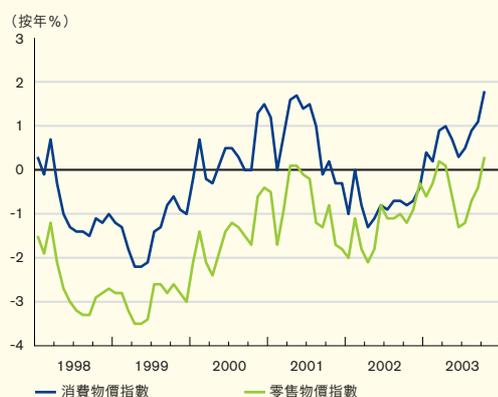
受到非典型肺炎影響，內地經濟增長在2003年第2季短暫放緩。不過隨着內需迅速回升，第3季經濟顯著反彈。對外方面，外資持續遷移製造業設施至內地，有助出口維持強勁增長。同時，香港因中國內地蓬勃的貿易增長而受惠。

表 1.D
中國內地：主要經濟指標

		Q1	Q2	Q3	10/03
實質國內生產總值	按年%	9.9	6.7	9.1	不詳
實質工業生產	按年%	17.2	15.2	16.6	17.2
零售貨值	按年%	9.2	6.8	9.8	10.2
固定資產投資	按年%	31.6	33.3	29.6	22.7
出口(以美元計)	按年%	33.2	34.4	29.7	36.7
消費物價指數	按年%	0.5	0.7	0.8	1.8

資料來源：CEIC。

圖 1.11
中國內地：通脹率



資料來源：CEIC。

1.4 產量與通脹

由於非典型肺炎爆發打擊旅遊及零售業，內地經濟增長在第2季放緩(表1.D)。實質國內生產總值按年計增長率由第1季的9.9%的高水平，下跌至第2季的6.7%。然而，隨着消費需求回升及固定投資繼續大幅擴張，經濟在第3季強勁反彈，錄得9.1%的升幅。

由於增長步伐急速，有關通縮的憂慮大為減退。消費物價指數的按年計通脹率由2002年底的負0.4%，上升至2003年10月的1.8%。與此同時，零售物價指數在連續下跌5個月後，在10月份上升0.3%(圖1.11)。雖然大部分貿易項目的價格仍然疲弱，但服務與房屋價格在今年前10個月錄得溫和增長。

圖 1.12
中國內地：按外資及非外資企業分析出口
(以美元計)

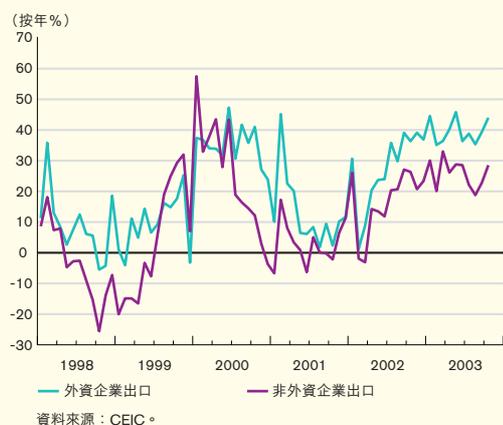
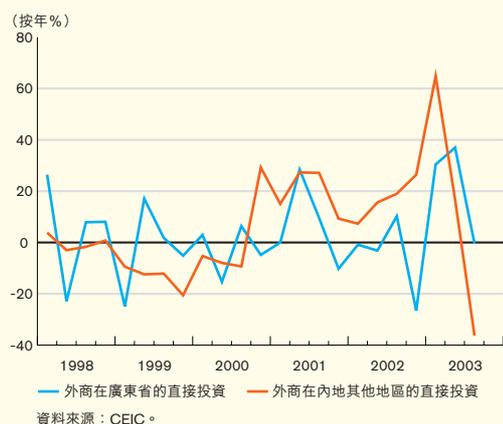


圖 1.13
中國內地：廣東省及內地其他地區的外商直接投資



1.5 對外貿易

內地的出口增長維持強勁，不過按年計增長率由第2季的34%略為減慢至第3季的30%。貿易表現理想，部分是由外商投資帶動。外資企業佔2002年的出口總額超過50%，而且在出口增長方面一直比國內企業快(圖1.12)。雖然美國仍然是最大的市場(在2002年吸納了22%的內地出口)，但歐元轉強似乎令輸往歐盟的出口大為增加(同期吸納了15%的內地出口)。在2003年前10個月，輸往歐盟的出口急升，錄得46%的按年計升幅，對美國的出口則錄得33%的增長。

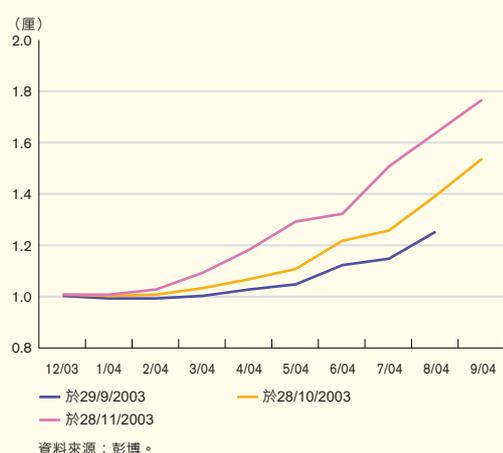
由於香港是南中國的主要貿易中心，廣東省的出口表現對香港的間接貿易流量以及離岸貿易活動相當重要。在2003年前10個月，廣東省的出口錄得26%的按年計增長，低於內地其他地區錄得的37%的升幅，反映其他地區正在擴張其於對外貿易所佔比例。過去幾年，廣東省的外商直接投資普遍亦低於內地其他地區的增長，而外商直接投資額與出口表現相關(圖1.13)。不過，按貨值計，廣東省的出口增長仍然相當快速，而且大為高於多個亞洲經濟體系。

貨幣與金融狀況

全球貨幣狀況在2003年前3季進一步放鬆，主要經濟體系的利率創出新低，貨幣供應量增長在下半年亦出現加快跡象。在聯繫匯率制度下，美元利率低企及美元兌其他主要貨幣轉弱均促使香港的貨幣狀況變得寬鬆。

1.6 利率

圖 1.14
美國：聯邦基金利率預期
(來自聯邦基金利率期貨市場)



美國的聯邦基金目標利率在6月份再下調25基點至1厘，是45年來的最低水平。這次減息是自2001年1月以來連續第13次調低利率，合共減息5.5個百分點。雖然聯邦儲備局在11月份會議上維持政策利率在1厘的水平，但由於市場認為經濟疲弱及通縮的風險比之前預期為低，所以長期利率在6月中至8月中期間有所上升。期內10年期美國國庫券收益率上升約150基點。但繼聯邦儲備局發表聲明，表示有意在一段較長的期間內維持息率在低水平後，10年期國庫券收益率在9月份回落約50基點。不過，由於近期的經濟數據反映增長步伐加快，長期息率在9月底跌至低位後再次回升。此外，聯邦基金利率期貨市場反映短期利率的升勢會比之前的預期為快(圖1.14)。

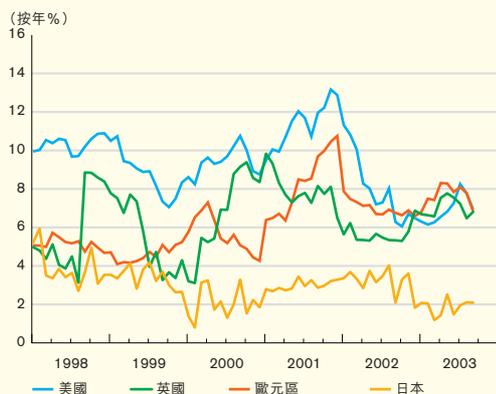
表 1.E
主要經濟體系的政策利率變動

政策利率	目前利率	上次調整日期	調整前利率
			厘
美國 聯邦基金目標利率	1.00	25-06-03	1.25
歐元區 回購利率	2.00	05-06-03	2.50
英國 回購利率	3.75	06-11-03	3.50
加拿大 隔夜貸款利率	2.75	03-09-03	3.00

資料來源：多間中央銀行。

英倫銀行在11月的貨幣政策委員會會議上將回購利率調高25基點至3.75厘，主要是考慮到來自需求回升及英鎊貶值所造成的通脹壓力。其他主要經濟體系在增長欠佳及沒有即時的通脹憂慮下，利率大致上跟隨美元利率走勢(表1.E)。歐洲中央銀行在6月份的會議上調低標準回購利率50基點至2厘，而加拿大央行亦在9月份調低政策利率25基點。在寬鬆的貨幣政策下，這些經濟體系的廣義貨幣供應量增長加快(圖1.15)。

圖 1.15
廣義貨幣供應量增長



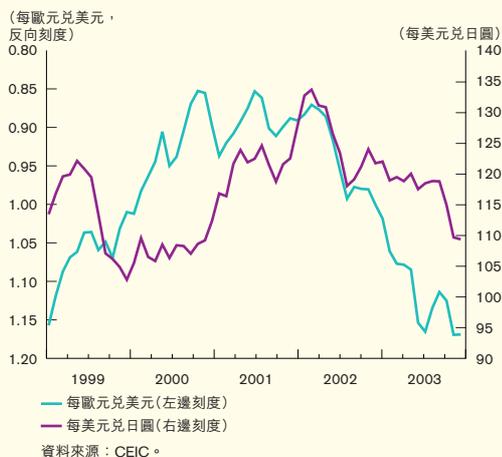
資料來源：CEIC。

圖 1.16
中國內地：貨幣總額及貸款



資料來源：CEIC。

圖 1.17
美元兌歐元及日圓



資料來源：CEIC。

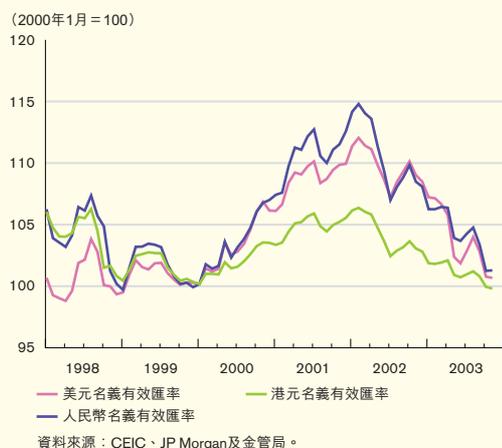
內地貨幣狀況在2003年前10個月有所放鬆，M2廣義貨幣供應量的按年計增長率由2002年底的17%，加快至2003年10月的21%（圖1.16）。這主要是因為銀行信貸大幅擴張，10月份的按年計增長率為23%，而2002年底時則為17%。由於龐大的海外直接投資及其他資金流入，令中央銀行的淨外幣資產增加，帶動基礎貨幣增長，從而增加銀行體系擴張信貸的能力。利率保持不變，仍然處於歷史低位，1年期定期存款及營運資本貸款利率在2002年2月下調後，分別維持在2厘及5.3厘的水平。

目前信貸急速擴張，部分是因為房屋改革刺激住宅物業投資大幅增長。然而，越來越多人關注住宅市場會否過熱，以及銀行在房地產貸款方面所承擔的風險。有見及此，中國人民銀行(人行)在6月中推出審慎措施，以能更有效監管物業貸款及管理有關的風險。人行在8月底決定將法定儲備比率由6%提高至7%，由9月底開始生效。人行估計這項措施會凍結人民幣1,500億元的過剩儲備，從而限制信貸過度增長的空間。

1.7 匯率

市場憂慮美國龐大的經常帳赤字(於2003年第2季達到國內生產總值的5.1%)促使美元貶值。在2003年前11個月，美元兌歐元及日圓分別下跌13%及8%，以名義有效匯率計跌幅則為7%（圖1.17）。

圖 1.18
美元、人民幣及港元的名義有效匯率

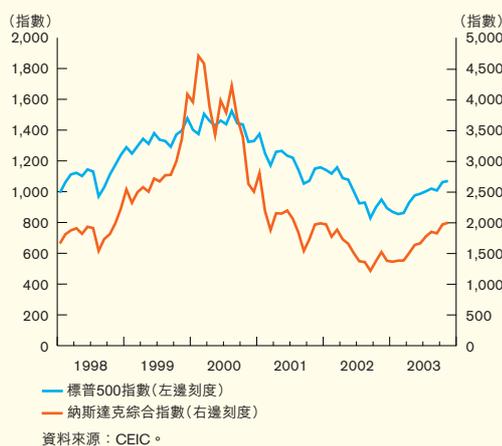


在聯繫匯率制度下，港元跟隨美元轉弱。人民幣兌大部分非美元貨幣亦貶值。港元的名義有效匯率的跌幅比美元小，反映香港最大的貿易夥伴的貨幣——人民幣——兌美元保持穩定(圖1.18)。整體來說，這些最新發展反映香港的貨幣狀況比較寬鬆。

1.8 股票市場

標普500指數在2003年3月跌至谷底，其後隨着美國經濟好轉，截至11月底上升超過30%(圖 1.19)。尤其在第3季下半段時間，有報導指由於基金經理預期全球經濟復甦，因此紛紛重新調整其組合，提高股票的比重。

圖 1.19
美國：標普500及納斯達克指數



其他地區的股市相繼反彈。自5月底以來，日本由於經濟表現較預期為佳，其股市的升幅明顯比其他地區大。在6月至11月期間，日本TOPIX指數上升22%，遠高於同期標普500指數10%的升幅。表1.F列載主要先進市場及部分亞洲市場的表現，有關數字反映不包括日本在內的亞洲地區的市場升幅高於先進市場。其中以泰國市場的升幅最大，自2002年底以來上升了81%。

全球股市報升，部分原因是投資者承受風險的能力有所提高，這個升勢令全球私營環節的資金成本在長期利率近期呈現升勢的情況下仍有所降低。這個發展應有利企業支出增長。

表 1.F
部分股票市場

指數	截至2003年11月底的變動			
	自2002年底	自2003年第1季末	自2003年第2季末	自2003年第3季末
主要經濟體系				
法國：CAC40	11.8	26.3	11.1	9.5
德國：DAX	29.5	45.7	18.2	16.9
日本：TOPIX	18.6	25.1	11.4	-2.3
英國：富時(所有股票)	13.4	21.7	9.3	6.3
亞太區				
澳洲：所有普通股	7.4	11.7	6.6	0.7
香港：恒生	32.1	39.5	29.4	11.7
南韓：綜合	26.9	41.5	20.1	15.7
馬來西亞：綜合	20.6	22.2	13.5	7.1
菲律賓：綜合	29.0	26.9	8.9	1.6
新加坡：所有股票	33.1	35.4	20.6	5.5
台灣：加權	29.6	32.6	20.2	3.6
泰國：SET	81.2	79.0	51.7	18.8

資料來源：CEIC。

2. 本港經濟

生產總值

本地經濟在第2季因為爆發非典型肺炎而大受打擊後，在第3季度強勢反彈。在內地貿易強勁增長及美元轉弱令競爭力有所提高的刺激下，出口貿易保持穩定的增長勢頭。本地需求出現了復甦的跡象，其中私人消費明顯上升。

2.1 本地生產總值增長

表 2.A
實質本地生產總值增長及各組成項目
(按年增幅)¹

(按年%)			2003		
	2001	2002	Q1	Q2	Q3
本地生產總值	0.5	2.3	4.5	-0.5	4.0
本地需求	1.0	-1.1	1.8	-3.0	0.1
消費開支					
私營	2.0	-1.2	-1.7	-2.6	2.0
公營	6.1	2.4	1.3	0.4	0.5
本地固定資本形成總額	2.7	-4.3	3.5	-5.7	-0.4
私營	3.7	-4.8	5.8	-6.3	-2.3
公營	-2.3	-2.0	-4.9	-2.4	11.0
存貨增減 ²	-1.5	0.6	1.8	0.1	-1.0
商品出口淨值 ²	-1.6	0.3	-1.0	3.3	2.1
服務出口淨值 ²	1.2	3.0	3.8	-0.8	1.8

註： 1. 以 2000 年市價計算。

2. 以百分點表示於本地生產總值按年增長率所佔份額。

資料來源：政府統計處。

香港的經濟活動在2003年第2季因爆發非典型肺炎而大受打擊，但在第3季強勢反彈(表2.A)。

經季節性調整後與上季度比較，實質本地生產總值在第2季下跌3.7%。非典型肺炎的負面影響主要集中在批發及零售業，運輸以及其他旅遊有關行業。然而，在內地出口及進口均強勁增長的支持下，商品貿易繼續錄得雙位數字的年增長率。

從經季節性調整的增長率來看，實質本地生產總值在第3季強勁復甦，增長了6.4%。雖然數字顯示出的大幅增長部分反映了第2季較低的比較基數，但也明顯地顯示出經濟的轉折點。以年增長率計，實質生產總值從第2季0.5%的收縮轉變成第3季4.0%的增長。最新的指標顯示第4季經濟在持續復甦。尤其是採購經理指數——反映香港整體商業活動的綜合指數——在11月上升到56.3，遠遠高於50的中性水平(圖2.1)。

圖 2.1
實質本地生產總值增長及採購經理指數

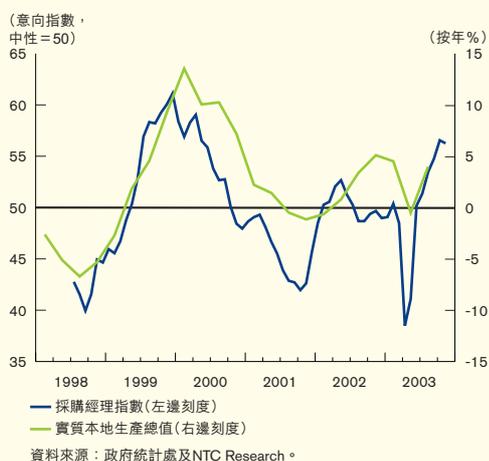
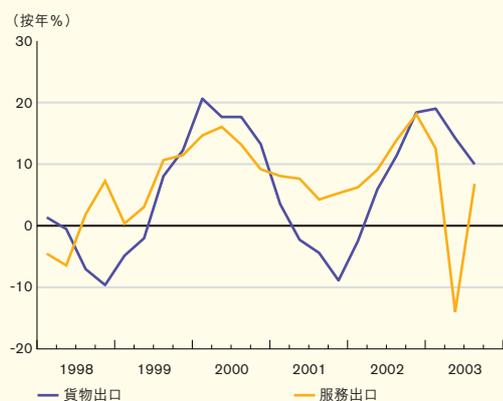
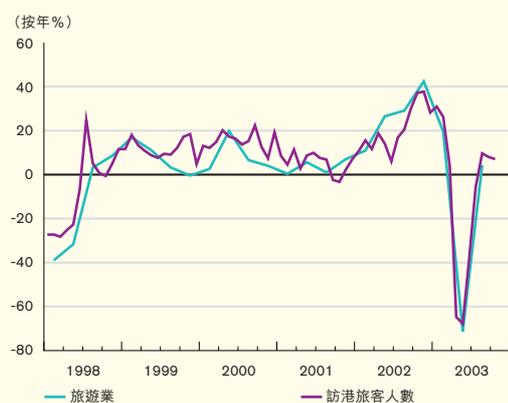


圖 2.2
貨物及服務出口（實質）



資料來源：政府統計處。

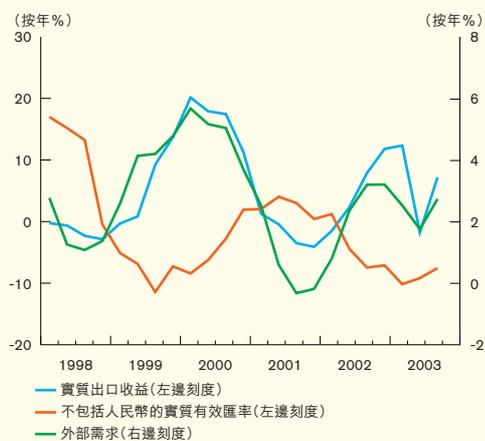
圖 2.3
旅遊業及訪港旅客人數



註：旅遊業指旅遊有關的實質服務出口。

資料來源：政府統計處及旅遊發展局。

圖 2.4
出口收益、外部需求及實質有效匯率



資料來源：政府統計處及金管局人員估計數字。

2.2 對外貿易

香港的商品出口在2003年前3季增長強勁(圖2.2)。由於旅遊有關收益急跌，因此服務出口在第2季短暫受到影響。不過，隨着世界衛生組織在5月撤銷關於香港的旅遊警告，加上內地放寬居民來港旅遊的限制，本港的旅遊業開始復甦(圖2.3)。服務出口的其餘部分主要與貿易有關，因此一直表現良好。

以出口收益——指本地出口、轉口利潤及服務出口之和——來分析對外貿易在經濟增長中所佔份額更為有意義。實質出口收益在第2季的增長一度放緩，但在第3季比去年同期上升6.3%(圖2.4)。出口收益的增長情況與外部需求緊密相關。在此，外部需求是用內地與香港的主要貿易夥伴的國內生產總值的加權平均數來計算。美元轉弱令競爭力增強，亦有利出口貿易。雖然對東亞及歐盟的商品出口保持強勁，但對美國的出口在第2及第3季則有所減少(表2.B)。

表 2.B
對主要貿易夥伴的出口 (以港元計)

(按年%)	2001	2002	2002			所佔份額	
			Q4	Q1	Q2		Q3 (2002)
中國內地	1.8	13.6	31.1	17.8	19.8	16.5	40
美國	-9.9	0.9	8.8	7.5	-4.9	-6.9	21
歐盟	-10.8	-3.3	7.2	16.1	17.5	7.9	13
日本	0.6	-4.5	6.8	13.5	16.9	11.0	5
東亞	-11.0	9.9	15.4	12.7	12.5	9.1	10
其他	-12.4	-0.6	-2.0	51.3	9.1	-1.8	10
總計	-5.8	5.4	15.5	17.6	12.2	7.0	100

註：東亞指台灣、新加坡、韓國、菲律賓、泰國、馬來西亞及印尼。
資料來源：政府統計處。

圖 2.5
收入、就業與消費

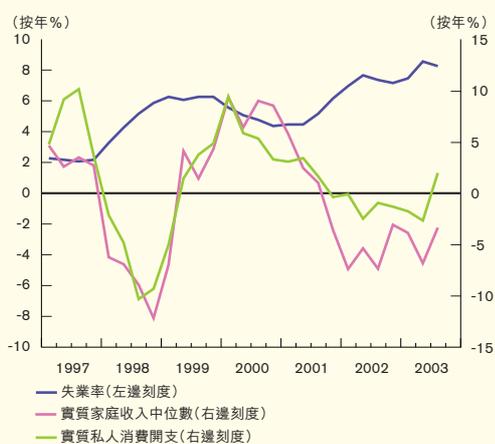


圖 2.6
資產價格



2.3 本地需求

本地需求在非典型肺炎爆發後大為轉弱，但於第3季開始回升。

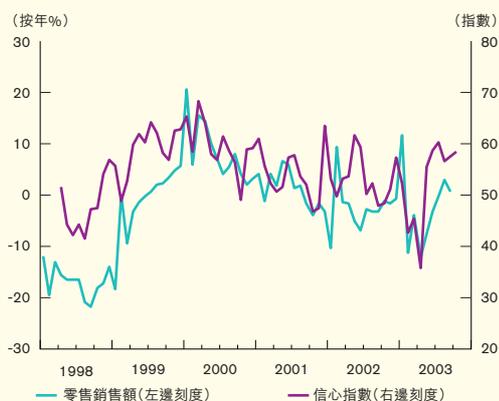
私人消費

私人消費開支在第3季強勁反彈。經季節性調整後與上季度比較，私人消費開支在持續下跌5個季度以後錄得4.6%的實質增長。與上年同期相比，私人消費也從第2季2.6%的收縮提高到第3季2.0%的增長。

雖然第2季的收縮部分是受到非典型肺炎影響，其他因素也導致了私人消費疲弱的趨勢。這些因素包括收入下降、高失業率及物業價格持續下跌帶來負財富效應。尤其是實質家庭收入由於部分受到就業人數減少的影響，在2001年第2季度和2003年第2季度之間下跌（圖2.5）。

第3季私人消費開支復甦，反映部分上述提到的因素有所改善。首先，實質家庭收入似乎穩定了。具體來說，在計入物價下跌的影響後，家庭收入中位數在第3季微幅增長，但仍低於1年前的同期水平。最近幾個月失業率回落，對收入狀況有所幫助。第二，股票價格自5月以來強勁上升，同時物業市場也出現了復甦的跡象（圖2.6；見第2.9節的詳細分析）。最後，經濟前景的改善及促進香港和內地經濟融合的政策也增強了消費者信心（圖2.7）。

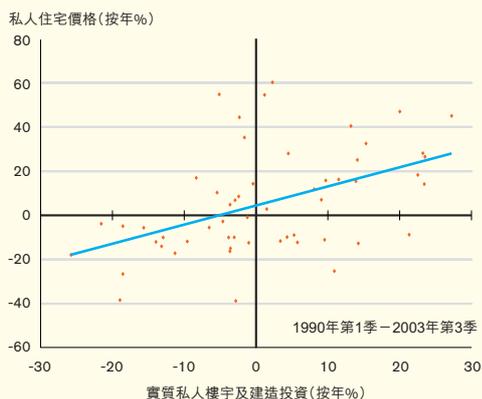
圖 2.7
零售銷售額與消費信心



註：信心指數反映主要消費決定的指數，這是香港政策研究所編製的經濟信心指數的一個分類指數。

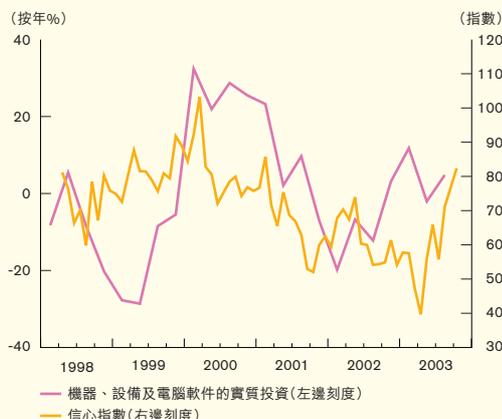
資料來源：政府統計處及香港政策研究所。

圖 2.8
物業價格與私人樓宇及建造投資



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

圖 2.9
投資與信心



註：信心指數反映香港前景，這是香港政策研究所編製的經濟信心指數的其中一個組成項目。

資料來源：政府統計處及香港政策研究所。

私人投資

受到建築活動減少及實質利率相對偏高的影響，私人投資在2003年仍然呆滯。私人投資連續5季收縮後，在2003年第1季錄得5.8%的實質年增長率，但在接下來的兩季再次回落。在各項主要組成項目中，私人樓宇及建造開支在前3季均下跌。機器、設備及電腦軟件支出在第3季顯著回升，比上年同期增長4.9%。

私營機構的樓宇及建造開支減少，是由多個因素造成。建築活動一般與物業價格走勢成正相關，但一般要經過一段時滯才能對市場情況變化作出反應(圖2.8)。在近期出現穩定跡象以前，樓價持續下跌，令建築活動一直減少。此外，在居者有其屋計劃及私人機構參建計劃下的單位亦大幅減少。而在本地生產總值估計數字中，這類單位是列為私營機構建造產量。

機器、設備及電腦軟件支出的增加，部分反映出商業前景的改善。香港政策研究所有關經濟信心的調查顯示，對香港及內地前景的信心指數在2003年4月份錄得最低水平後，在最近幾個月持續回升(圖2.9)。

存貨

今年上半年實質存貨增加，這大概是因為本地需求疲弱及訪港旅客人數減少引致非自願性的存貨累積。由於私人消費的增長超過留用進口的增長，存貨在第3季減少。

公共開支

與上年度同期相比，實質政府消費開支在2003年前3季微升，公營部門資本開支則在上半年下跌後，在第3季大幅上升11.0%，其中建築及工程方面的開支增幅特別大。

勞工市場與物價

近月勞工市場狀況改善，失業率下降。消費物價通縮仍然持續，但最近有跡象顯示情況似乎開始緩和。

圖 2.10
按行業分類的就業增長情況

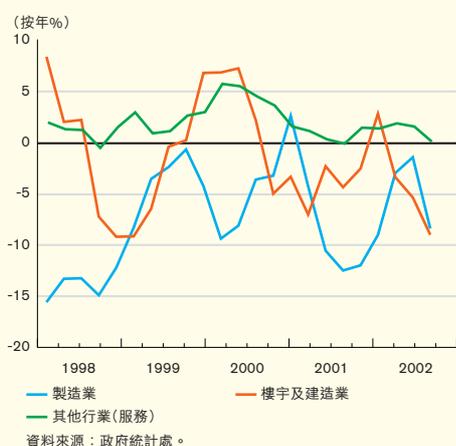


圖 2.11
職位空缺

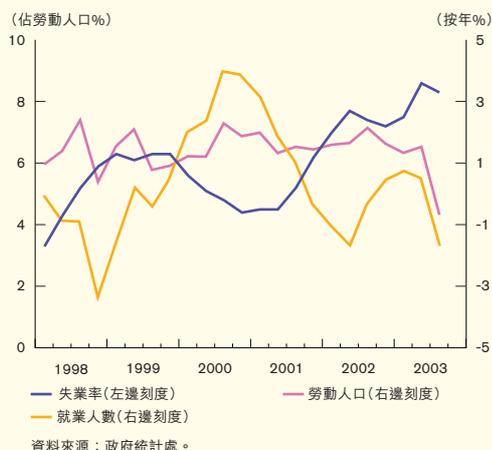


2.4 勞工需求與失業

近年來就業增長緩慢，反映了經濟的周期性衰退及結構性變化。尤其最近對外貿易方面由本地出口轉型至轉口及離岸貿易，令製造業及貿易有關行業的勞工需求減少(圖2.10)。建造業的就業人數亦因公共房屋計劃縮減規模及物業市場表現呆滯而減少。相反，其他行業(主要是服務業)的就業率則持續增加。

就業情況在2003年前3季惡化，但在近期顯示出趨向穩定的跡象。就業人數在前9個月持續下跌，但於10月回升。非典型肺炎對飲食、酒店、零售及批發行業以及個人服務業的打擊最大。公務員隊伍的就業人數亦因為政府減低運作成本而減少。職位空缺減少亦反映勞工需求疲弱(圖2.11)。經季節性調整後，職位空缺在第1季大幅減少，到第2季才略為回升。

圖 2.12
失業率



勞動人口在上半年錄得低於2%的溫和年增長率，在近月更開始下跌。就業人數與勞動人口之間的增长差距促使失業率大幅上升(圖2.12)，於截至今年7月止的3個月中升至8.7%的高紀錄。各行各業的就業情況都普遍惡化，但以旅遊及消費有關行業的情況則最為嚴重(表2.C)。

最近失業率在截至10月止的3個月回落至8.0%。這主要是因為就業人數增加及勞動人口減少。隨着經濟活動復甦，相信失業率會繼續下跌。這是因為勞工需求往往是由產量的走勢帶動，但其反應有一定時滯。

表 2.C
按行業分類的失業率

(%)	2001	2002	2003		
			Q1	Q2	Q3
製造業	5.3	7.3	7.3	8.4	7.3
建造業	10.7	15.8	18.9	19.7	19.6
貿易及旅遊	5.5	7.8	7.9	9.1	8.7
運輸	4.4	5.4	6.1	7.6	6.2
金融	3.0	4.7	4.5	5.6	5.4
個人服務	2.0	3.2	2.9	3.7	3.7
其他	1.6	2.4	3.5	3.2	3.2
整體	5.1	7.3	7.4	8.5	8.5

資料來源：政府統計處。

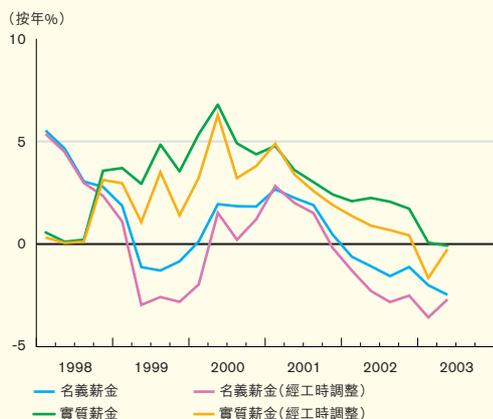
2.5 勞工成本

勞工成本數字公布滯後的時間較長。最近一次公布顯示由於非典型肺炎造成失業狀況惡化，使勞工成本減幅在2003年上半年加大。工資指數及薪金指數跌幅均是兩年來最大的(圖2.13)。勞工收入減少的情況遍及各行各業，但其中以飲食及酒店業的減幅最大。在計入價格因素後，2003年上半年的工資指數及薪金指數同上年度同期大致相同。

圖 2.13
工資與薪金總額指數



圖 2.14
名義及實質勞工收入

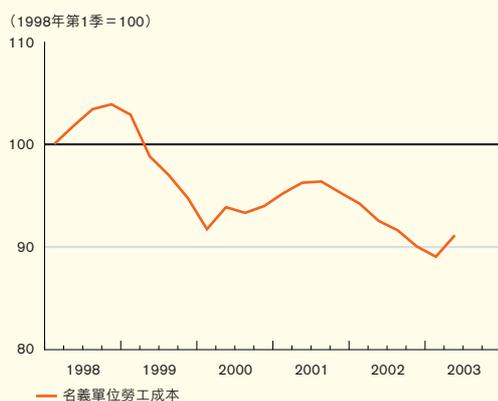


資料來源：政府統計處及職員估計數字。

基於多種原因，這些有關收入的指標不一定能幫助準確評估勞工成本的走勢。這是因為這些指標並未計入工作時數的轉變。¹2003年第2季的每周平均工時比1998年多2小時。在就工時的增加作出調整後，名義及實質薪金總額指數的跌幅均有所擴大(圖2.14)。

單位勞工成本可以更有效地反映企業的勞工成本，因為它會考慮到生產率增長。根據薪金總額數據計算的單位勞工成本近年一直下跌，但在2003年第2季略為回升。這個回升主要由產量下跌而致(圖2.15)。

圖 2.15
單位勞工成本

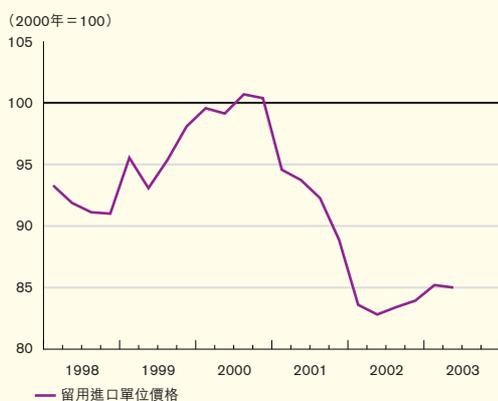


資料來源：政府統計處及職員估計數字。

2.6 商品及進口價格

與1年前比較，留用進口的單位價格指數在前9個月上升2.4%(圖2.16)。這反映了美元貶值導致有效匯率下跌以及全球商品價格上升。其中留用消費品和原材料的價格在前3季上升，而留用資本貨物和食物的價格則下降了。留用的燃油進口價格也隨全球市場上升。

圖 2.16
留用進口價格



資料來源：政府統計處。

¹ 見Fan, K. (2003)「香港勞工收入的近期發展」，載於2003年12月的《香港金融管理局季報》(第16頁)。

圖 2.17
消費物價

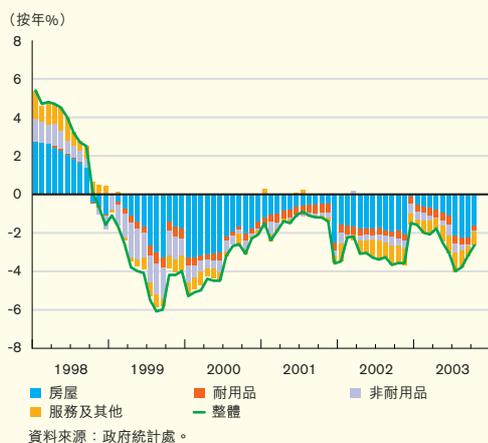
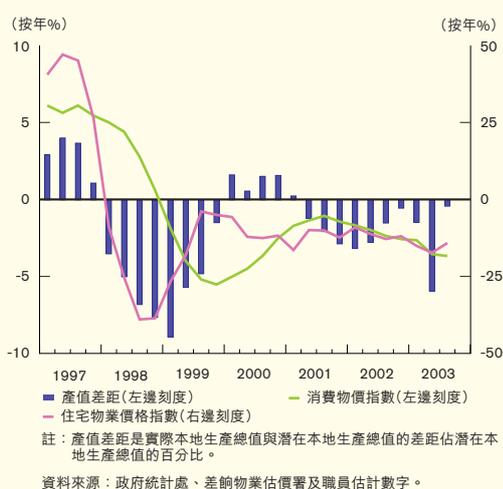


圖 2.18
住宅物業價格、
產值差距及消費物價指數



2.7 消費物價

消費物價通縮仍然持續。綜合消費物價指數在2003年前10個月比去年同期下跌2.7% (圖2.17)。受到非典型肺炎的影響，5月及6月錄得的跌幅最大。自8月以來，有跡象顯示消費物價通縮的情況開始緩和。在計入季節性以及政府紓解民困的措施等因素後，綜合消費物價指數的跌幅有所收窄。

持續通縮是因為周期性及結構性因素造成。特別是物業價格下跌，令住宅租金下調，並造成負財富效應影響本地需求，是引致通縮的原因之一 (圖2.18)。此外，本地需求亦因為高失業率及收入減少而受到影響。由於本地需求疲弱，因此自亞洲金融危機以來，除2000年以外，產值差距大部分時間均為負數。

雖然進口價格在2003年前3季有所增加，但其增幅轉移至零售價格的部分卻有限。這可能是因為在需求疲弱的環境下，進口商與零售商定價能力有限。

本港的物價與內地整體經濟，特別是與鄰近的廣東省融合，是促使香港物價下調的結構性因素。要評估這項因素的影響力十分困難。金管局及國際貨幣基金組織的研究結果均顯示，價格匯合對整體價格下調只造成輕微影響。² 然而，隨着兩地經濟進一步融合，更多的消費品和服務變成貿易品，可以在兩地自由流通，會使價格匯合的因素變得越來越重要。

² 見Ha, J. and K. Fan, (2002)《剖析中港兩地價格匯合的現象》，金管局2002年6月份研究備忘錄(<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM8-2002.pdf>)，及 Schellekens, P. (2003) “Deflation in Hong Kong SAR”，基金組織4月份研究文章第03/77號(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0377.pdf>)。

資產市場

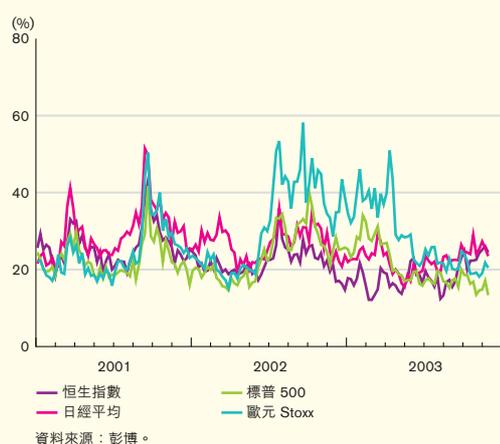
伊拉克戰事及非典型肺炎爆發使不明朗因素增加，導致股票市場下滑。隨着經濟前景改善，股價強勁反彈。物業價格在年初持續下跌，但近月有跡象顯示樓市開始復甦。

2.8 股票市場

圖 2.19
恒生指數與全球股價



圖 2.20
引伸波幅



年初香港股市緊隨全球市場的走勢(圖2.19)。但其後一段時間本地與全球股價的走勢各自發展。儘管美國與歐洲市場回升，但恒生指數在4月初因非典型肺炎爆發而跌至8,400點左右的低位。其中以物業、零售及旅遊相關行業的股份受壓最大。

隨着非典型肺炎的疫情逐步受控，市場氣氛在5月開始改善。在接下來的幾個月，本地股票市場再度跟隨全球市場的走勢向上，同時主要企業公布的中期業績理想，以及對香港經濟前景的樂觀程度增加亦為升勢提供支持。此外，有跡象顯示近月流入資金有所增加。恒生指數在12月初升上12,457點的近期高位，其中訪港內地旅客人數急升刺激零售股大幅飆升，《更緊密經貿關係安排》亦使銀行股大受青睞。

與其他形式的投資比較，股票的投資需求受到股市的風險影響。通過期權合約計算出的主要股份價格指數的未來6個月引伸波幅，可以反映市場對不明朗因素的評估(圖2.20)。本港股市的引伸波幅跟隨全球走勢，在2003年下跌(與2002年比較)。這反映近期恒生指數上升的部分原因可能是投資者認為風險降低了。

圖 2.21
住宅物業價格與租金

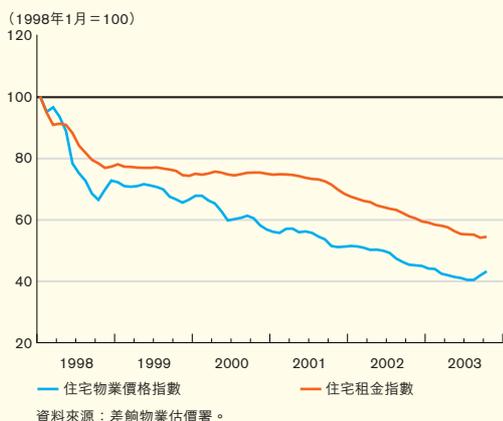


圖 2.22
成交量與信心

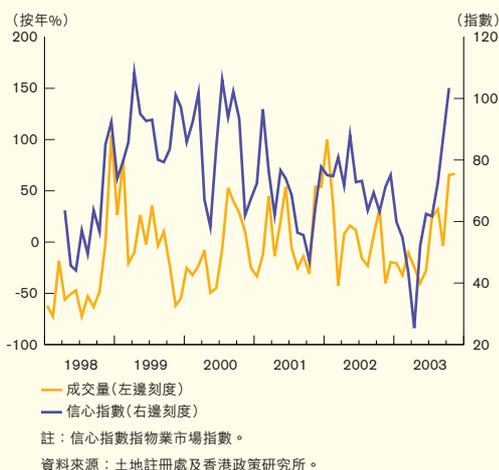
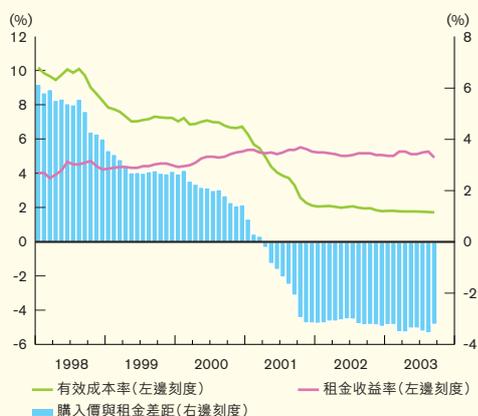


圖 2.23
購入價與租金差距



2.9 物業市場

年初住宅物業市場表現仍然疲弱，但市場對政府公布旨在恢復對物業市場信心的連串措施反應理想，刺激1月份的成交量增加。但由於非典型肺炎的影響，住宅物業價格在3月份錄得3.5%的跌幅(圖2.21)。隨着非典型肺炎的影響在6月初開始減退，市場氣氛開始改善，主要令一手市場的需求增加。成交宗數在6月開始增加，在10月更升至兩年來的高位(圖2.22)。豪宅市場溫和復甦的跡象比較明顯，部分是受到政府吸引投資移民來港的政策措施影響。根據這項措施，合資格人士如作出超過650萬港元的資本投資(包括房地產)，可按資本投資者入境計劃提出申請。

住宅物業價格的按月計跌幅由6月起收窄，並於9月及10月回升。最新的中原城市領先指數顯示，住宅物業價格在11月繼續上升。香港政策研究中心的調查顯示市場信心在最近幾個月逐步改善。

然而，物業市場反彈的力度與持久度仍有待觀察。房屋需求受多項因素影響，包括收入、物業回報率、資金成本及對前景的預期。在低息環境下，平均租金收益在2001年以來一直高於資金成本(圖2.23)。購入價與租金負差距造成的刺激置業效應加上收入穩定及勞工市場情況改善，應會支持房屋需求。另一方面，投資需求的增長尚未完全穩定。

公共財政

政府已於公布《財政預算案》後上調對2003/04年的赤字預測，部分反映醫療護理服務支出增加及因應非典型肺炎的影響推出的紓困措施所需的資金。

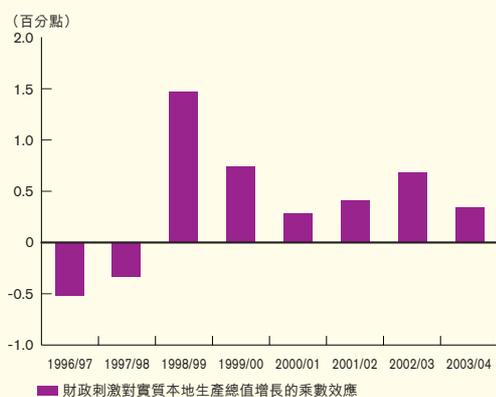
表 2.D
政府帳目分析

財政年度	98/99	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04 ¹
(佔本地生產總值百分比)						
收入	16.9	18.7	17.5	13.8	14.1	15.1
稅收	9.0	9.0	9.8	9.8	9.0	9.6
非稅收	7.9	9.7	7.7	4.0	5.1	5.5
開支	18.7	17.9	18.1	18.8	19.0	20.4
經營	13.9	14.1	14.5	15.6	15.5	16.6
非經常	4.8	3.8	3.6	3.2	3.5	3.7
整體結餘	-1.8	0.8	-0.6	-5.0	-4.9	-5.3
經營結餘 ²	0.0	-0.1	-1.2	-3.7	-4.1	-4.2

註：1. 根據2003/04年財政預算。
2. 經營結餘指經營收入與經營支出的差距。經營收入包括記入政府一般收入帳目的所有收入項，但列為非經常收入者除外。經營支出指從政府一般收入帳目撥款支付並記入「經常帳」的所有支出加「其他非經常」支出。

資料來源：財經事務及庫務局及職員估計數字。

圖 2.24
財政刺激的乘數效應



註：2003/04 財政年度的估計數字是以財政預算為根據。

資料來源：職員估計數字。

自2001/02財政年度起，綜合政府財政狀況均錄得赤字。繼2002/03財政年度錄得相當於本地生產總值4.9%的赤字後，2003/04財政年度預算案預測赤字達680億港元，相當於本地生產總值的5.3% (表2.D)。部分反映醫療護理服務支出增加及因應非典型肺炎的影響推出的紓困措施所需的資金，政府將2003/04財政年度的赤字預測調高至大約780億港元。近年政府財政狀況惡化，是因為經常性支出增加及賣地收入與其他資產有關收入大幅減少。雖然這些情況部分與經濟的周期性狀況有關，但政府的研究指出赤字亦由結構性因素造成。³

過去幾年的財政赤字為整體需求提供了一些刺激。我們的估計數字顯示，自1998/99財政年度以來的財政狀況均為擴張性，只是在最近幾年刺激力度有所減低 (圖2.24)。⁴

此外，政府已定立於2008/09財政年度達到收支平衡的目標，並承諾將公共開支削減至最多佔本地生產總值的20% (圖2.27)。由於香港有龐大的財政儲備，而且沒有任何政府債務，因此在未來幾年繼續出現赤字不一定會威脅到貨幣穩定。事實上，隨著經濟前景改善及政府推出緊縮財政措施，財政赤字應該會減少。

³ 見香港特別行政區政府檢討公共財政專責小組於2002年2月「向財政司司長提交的最後報告」(http://www.info.gov.hk/fstb/tb/budget/budget02-03/tfr/chinese/c_tfr.htm)。

⁴ 估計財政刺激的乘數效應的方法見於「香港最近推出的財政措施對宏觀經濟的影響」，載於2000年2月21日《金融管理局季報》(<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/public/qb200002/fa01.pdf>)。

3. 貨幣及金融穩定

匯率、利率及貨幣總額發展

2003年市場對本港經濟前景的看法由顯著悲觀轉為樂觀。9月底及10月初資金流向迅速逆轉，港元兌美元匯率曾一度升值約1%，1個月香港銀行同業拆息下跌至低於美元拆息100基點左右。金管局沽出超過110億港元，有助穩定匯價。

廣義貨幣增長在第3季略為上升，反映經濟正在復甦；狹義貨幣增長亦因股市交投轉趨活躍而加快。

3.1 匯率及利率

圖 3.1
港元匯率



在2003年前3季，港元兌美元匯價保持在接近聯繫匯率7.8的水平，但在9月底顯著轉強（圖 3.1），於10月初一度上升至7.70。在9月下旬至11月底期間，金管局售出共110億港元給銀行，使利率進一步下降，匯價亦略為回軟至接近7.76-7.77（圖3.2）（見專題1有關資料）。

9月底市場氣氛突然改變，主要是更多投資者認同香港經濟復甦前景轉強、經常帳盈餘穩健及對外投資淨資產龐大。這種情況出現時，正值美元近期弱勢及人民幣面對升值的國際壓力。

圖 3.2
香港銀行同業拆息



市場氣氛經過 4 月至 7 月較低沉的時期後改善。由於非典型肺炎的負面影響，加上主要政府官員辭職造成不明朗因素，港元與美元息差在 4 月至 7 月期間一度擴大（圖 3.3 及 3.4）。但本港利率從 8 月起跌至低於美元利率，反映市場氣氛改善。這部分受惠於多項新政策，尤其是放寬內地遊客來港的旅遊限制及簽訂《更緊密經貿關係安排》。穆迪於 10 月將香港的長期外幣評級調高兩級，至較內地所得評級為高。有資料顯示 8 月以來與股市有關的資金流入顯著增加。

圖 3.3
港元與美元息差



現貨匯價升值，在 10 月與聯繫匯率相距最高達 1.2% 的幅度，但這對宏觀經濟造成極少影響。目前制度沒有在匯價較聯繫匯率強的水平設立兌換保證，並未對貨幣發行局制度的公信力及運作成效造成任何影響。⁵

圖 3.4
港元兌美元遠期匯率溢價



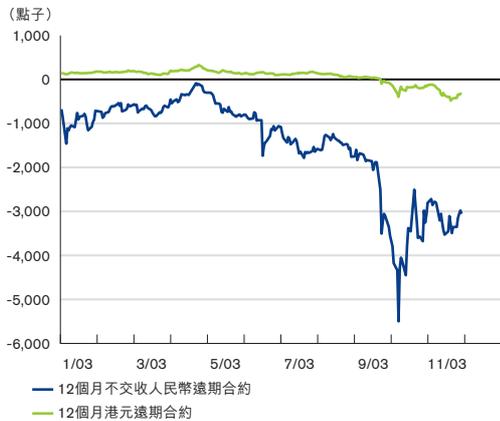
儘管經濟前景有所改善，但主要經濟體系復甦的力度及持久能力、本地財政狀況、人民幣匯率的最新發展及非典型肺炎問題可能重臨，仍然值得關注。投資者尤其可能會繼續注視財政赤字及政府為改善財政平衡採取的對策。內地當局已重申保持人民幣匯率穩定的政策，但市場繼續揣測內地的匯率政策，仍可能會造成資金流向波動。

⁵ 見 Yam, J., 2003 年 10 月 2 日及 16 日《觀點》文章，<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/viewpt/index.htm>。

專題 1

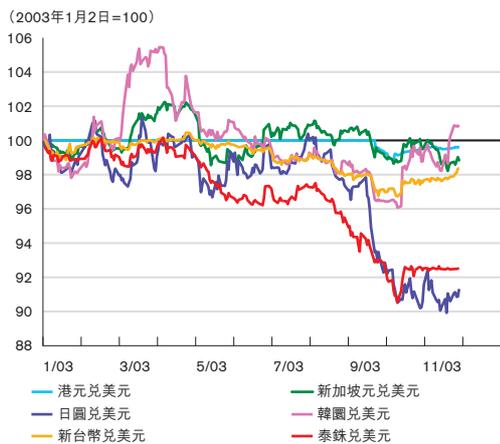
近期港元匯率及貨幣市場的發展

圖 B1.1
港元及人民幣兌美元遠期匯率溢價



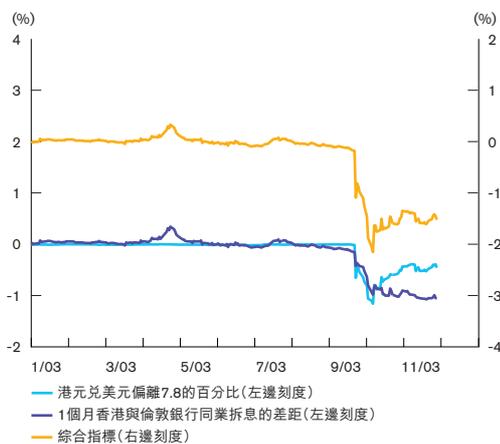
港元在9月底上升，主要原因是非典型肺炎疫症過後市場擺脫悲觀的情緒，以及當局推出新政策促進香港與內地經濟進一步融合，有助改善經濟前景。有關人民幣可能升值的揣測，以及市場活動（尤其是港元短倉的平盤活動）均觸發及加劇港元匯率的變動（圖 B1.1及圖 B1.2）。

圖 B1.2
港元及亞洲貨幣兌美元的匯率



此外，由於利率已處於低位，匯率調整很可能亦因利率進一步下跌的空間有限而受到影響。把息差及港元兌美元匯率偏離兌換保證匯率的幅度（兩者均以百分比表示）相加得出一綜合指標。這指標顯示現貨匯率及息差均各自低估了港元承受的壓力（圖 B1.3）。若現貨匯率維持於接近7.8水平，利率要下跌的幅度將會大得多。這項綜合指標亦不能全面反映市場壓力，原因是它沒有顯示短期利率跌至接近零時金管局沽出港元的行動。但要評估這類沽售行動對匯率的影響是很困難的。

圖 B1.3
匯率與利率差距綜合指標



雖然聯繫匯率制度可牽制市場對匯率預期，但短期而言，有關人民幣可能升值的揣測等因素，可能會繼續影響市場對港元的看法。

圖 3.5
貼現窗運作前的總結餘



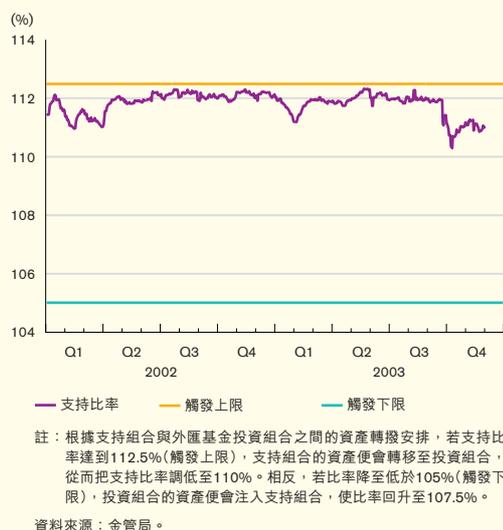
3.2 貨幣基礎及支持比率

總結餘大致穩定，至9月底金管局因應港元匯價上升至強於聯繫匯率的水平出售港元才顯著擴大(圖3.5)。

貨幣基礎(包括支持發鈔的負債證明書、政府發行的流通紙幣及硬幣、總結餘，以及外匯基金票據及債券)增加，主要原因是負債證明書及總結餘增加。鈔票需求上升，以致負債證明書亦增加，部分是利息偏低所致。

支持資產與貨幣基礎比率在9月底下跌，但仍遠高於觸發下限(圖3.6)。雖然貨幣基礎增加與支持資產的相應增加一致，但支持資產的增加卻被港元兌美元上升造成估值變化而部分抵銷。

圖 3.6
支持比率

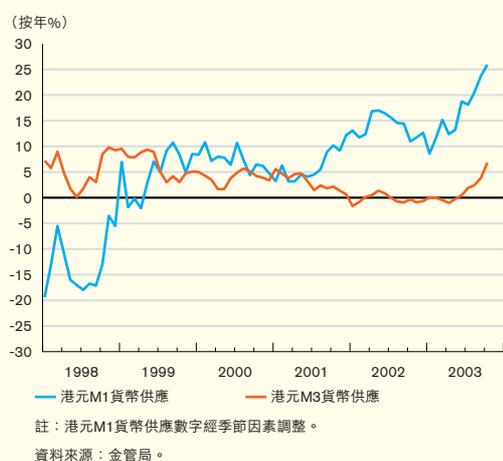


3.3 貨幣總額

2001年中開始，狹義及廣義貨幣供應增長的走勢相差甚遠(圖3.7)。狹義貨幣增長強勁，主要反映持有不計息貨幣資產的機會成本下降；廣義貨幣則在經濟低迷影響下增長呆滯。過去的研究顯示，廣義貨幣跟經濟活動正相關，與其他資產對比存款的收益率差距負相關。⁶

近幾個月狹義貨幣增長加速，原因是活期存款顯著增加，在較小程度上亦與公眾持有的現金上升有關。活期存款增加是與股市再度蓬勃有關。

圖 3.7
貨幣總額



⁶ 見 Lai, K. 及 J. Shi (2002)，金管局2002年6月份研究備忘錄《港元廣義貨幣供應增長放緩》，http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM-2002_broad_money.pdf。

圖 3.8
資產回報率

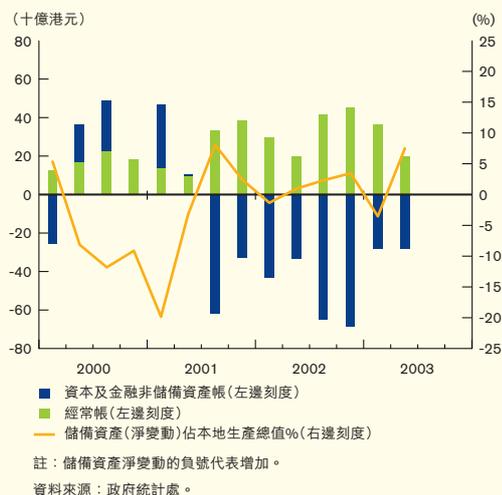


廣義貨幣供應增長亦從6月份開始略為加快，反映經濟復甦。但廣義貨幣供應仍因存款利率跌至歷來低位而受到抑制。舉例說，港元M3貨幣供應的回報率(以其組合成分收益率的加權平均數計)估計接近零，遠低於長期美國國庫券的收益率(圖 3.8)。

3.4 資本流向

國際收支帳有助分析跨境資金流向，但並不一定反映「事前」需求。有關分析須探討導致國際收支組合成分出現變動的原因及金融變數(尤其利率)對調節資金流向發揮的作用。專題2載述有關詮釋國際收支統計的架構。

圖 3.9
國際收支



國際收支帳顯示，第2季(可取得有關資料的最近時期)儲備資產下跌(圖3.9及表3.A)，主要原因是為應付政府提取財政儲備將外幣資產轉換成港元，而不是非政府環節對港元資產的投資需求出現變動。在國際收支組合成分中，經常帳盈餘強勁，(非儲備)資本及金融帳亦錄得大量淨流出資金。經常帳盈餘強勁，部分反映實際有效匯率下跌使競爭力增加，及本地需求疲弱。

表 3.A
按標準組成部分分析國際收支帳

佔本地生產總值 %	2002				2003	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
經常帳	10.1	6.5	12.9	13.7	12.3	6.9
資本及金融帳	-15.7	-9.9	-17.6	-17.3	-12.9	-2.2
資本轉移	-1.0	-2.5	-0.6	-1.0	-0.7	-1.0
金融非儲備資產(淨變動)	-13.4	-8.5	-19.4	-19.8	-8.7	-8.8
直接投資	-3.4	5.0	-10.1	-1.0	1.0	12.1
有價證券投資	2.4	-38.5	-25.4	-29.5	-18.4	-9.0
金融衍生工具	4.1	2.0	-1.8	-0.6	4.1	7.7
其他投資	-16.5	23.0	17.9	11.3	4.6	-19.5
儲備資產(淨變動)	-1.3	1.0	2.4	3.5	-3.5	7.6
淨誤差及遺漏	5.6	3.4	4.6	3.6	0.6	-4.7

註：儲備資產淨變動的負號代表增加。

資料來源：政府統計處。

資本及金融帳(除儲備資產外)錄得大量淨流出資金，尤以有價證券投資的情況最為明顯，反映組合投資為取得對外資產較高的回報率而重新調配投資。其他投資帳(主要包括銀行及非銀行環節的離岸貸款與存款)亦錄得資金淨流出，部分是與內地銀行在香港存款減少有關。相信這是反映人民幣存款利率相對外幣為高及市場揣測人民幣可能升值，導致內地對港元資產的需求減少。

現有資料顯示第3季儲備資產減少及經常帳盈餘持續強勁，代表(非儲備)資本及金融帳有淨資金流出。⁷這與8月及9月份與股市有關的流入資金顯著較多似乎有矛盾。來自流入資金的壓力由利率及匯率承受，而短期利率更跌至接近零，因此可能促使一些資金流出，使資本及金融帳錄得淨資金流出。外匯儲備減少是因政府提取財政儲備，而此舉完全抵銷了季內與貨幣基礎有關的支持資產的增長。

⁷ 第3季外匯儲備額減少約180億港元，但此數字未根據國際收支帳規格為估值變動進行調整。

專題 2 分析國際收支

國際收支統計是反映某經濟體系與全球各地的對外支付交易的重要資料，主要特色如下：

- 包括兩個主要核算帳：(i)經常帳包括貨物、服務、投資及其他要素收入，以及經常轉移；及(ii)金融及資本帳(包括涉及金融債權及負債的交易，以及資本轉移)。金融及資本帳可再分為官方儲備資產及非儲備帳，後者是指私人資金流向。官方儲備的變動通常稱作國際收支平衡頭寸。
- 國際收支狀況是一項會計恒等式，意思是兩項帳目相加起來是零。例如，貨品淨入口會牽涉對外支付，而這將要透過提取淨對外資產(或增加外債)來提供資金。經常帳赤字是由流入金融及資本帳的資金彌補。

詮釋這些數字是應保持審慎，原因是它們都以事後方式載錄對外交易。這些數字反映以下項目的互相作用：(i)個別組合成分的自動或外生變化，以及(ii)因其他國際收支組合成分的變化導致利率及匯率變動，因而作出反應。以下是一些對香港國際收支數字分析常見的誤解。

第一，過去幾年，香港的國際收支狀況明顯出現龐大的經常帳盈餘，同時錄得資金淨流出，這令人關注資金流出的現象會否引起問題。一項分析顯示有些是自動流出作組合投資及對外直接投資的淨資金。但這種淨資金流出的現象與經濟基本因素相符，反映特別是有組合投資重新整理投資項目，以便尋求較高的對外資產回報率。實際匯率的調整有助錄得經常帳盈餘及累積外地資產。

第二，最後儲備資產的變化(即所謂的整體國際收支狀況)並不一定反映對港元的自動需求。除了公眾對

港元資產的投資需求外，儲備資產同時會受很多項因素影響。這些因素包括公眾的現金需求、銀行對結算結餘的流動資金需求，以及財政轉移。

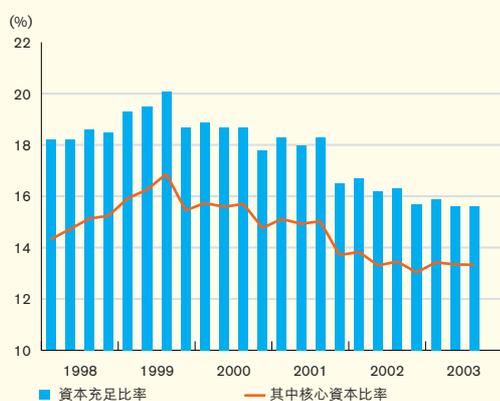
總括而言，國際收支帳應審慎詮釋，並適當顧及導致個別組合成分變化的基本原因。若要更了解這些變動因素的性質，便應探討令儲備資產及金融變數(如利率、匯率及資產價格)出現變化的因素。

銀行體系的表現

零售銀行盈利在第3季略為上升，主要原因是虧損撥備支出減少。淨息差收窄，主要反映貸款息差收窄及貸款需求疲弱。資產質素應會進一步改善，因為近期失業率下跌、住宅物業價格反彈，以及經濟前景較前明朗。

3.5 盈利及資本額

圖 3.10
本地認可機構資本額



資料來源：金管局。

銀行體系的穩健對維持本港的聯繫匯率具關鍵作用。具體上，銀行體系資本雄厚及錄得盈利，便更能承受不利因素的衝擊。本地註冊認可機構於9月底的綜合資本充足比率為15.6%，遠高於最低的國際標準8% (圖3.10)；核心資本佔資本基礎85% (表3.B)；核心資本與風險加權資產比率偏高，為13.3%，相比美國及英國的約10%。

表 3.B
本地認可機構綜合資本充足比率

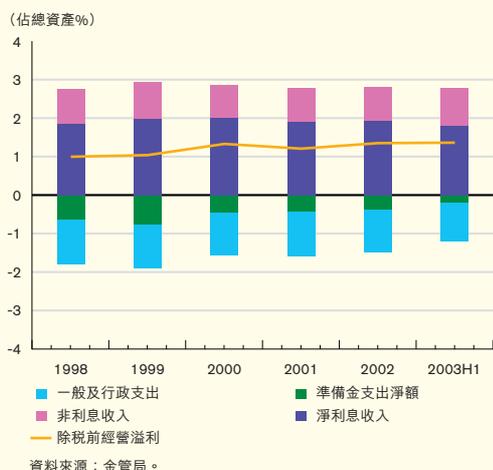
(百萬港元)	9/03
已減去扣減項目後的資本基礎總額	311,965
其中核心資本佔	266,483
風險加權總額	1,998,476
資本充足比率	15.6%

註：1. 已減去扣減項目的資本基礎總額是指從核心及附加資本扣除《銀行業條例》附表3所定項目後得出的數額。

2. 核心資本主要包括普通股權益及若干優先股，但不包括商譽。

資料來源：金管局。

圖 3.11
零售銀行盈利



專題3 闡述銀行體系的表現與宏觀經濟狀況的關係。由於經濟疲弱、樓市泡沫爆破及銀行業競爭加劇，銀行盈利自亞洲金融危機以來一直下跌，最近從1998至99年期間的低位略為回升(圖3.11)。貸款需求疲弱及競爭加劇削弱銀行的定價能力，導致貸款息差收窄。受到亞洲金融危機後資產質素下降影響，虧損準備金淨額亦增加。過去幾年資產質素逐漸改善，但仍低於危機前的水平。

近期發展顯示第3季零售銀行盈利(以除稅前盈利佔總資產百分比計)微升，部分原因是呆壞帳撥備減少。但淨息差收窄，反映在失業率高企及樓市持續下滑的情況下貸款需求疲弱，以及按揭市場競爭劇烈(圖3.12)。

圖 3.12
零售銀行淨息差



經濟前景改善應對銀行的經營有幫助。近期上市銀行股價上揚，反映市場預期銀行盈利可能回升(圖3.13)。專題4闡述以股價作為銀行體系表現的市場指標。

圖 3.13
個別上市銀行股價



專題 3

宏觀經濟狀況及銀行體系

宏觀經濟狀況和銀行體系的表現之間有很重要的雙向關係(圖示1)。銀行體系穩健並保持盈利，能促進金融穩定，並提高經濟體系承受不利的宏觀經濟衝擊的能力。與此同時，宏觀經濟狀況的變化亦會影響銀行的表現及財政穩健。

由於利率、匯率、信貸及流動性等風險因素，銀行表現會受到宏觀經濟衝擊的影響。**利率風險**是因銀行資產與負債或資產負債表其他對利率敏感的項目在利率敏感度上出現錯配而產生。**匯率風險**的出現是由於銀行持有外匯頭寸，匯率變化可以直接影響該銀行；即使銀行並非持有外匯頭寸，它亦會因借款人或銀行的交易對手受到匯率變化的影響而間接受到影響。**信貸風險**是指借款人或交易對手可能不履行合約義務的風險。信貸風險可能隨着經濟增長放緩、利率上升、失業率上升及資產價格下跌而上升。**流動性風險**可同時存在於資產及資金兩方。資產流動性風險是指由於某宗交易的規模過大，以致無法按市場價格進行這宗交易，如遇到某種衝擊後將資產拍賣。資金流動性風險是指銀行未備足夠資金按時履行支付義務。

為評估個別銀行面對經濟狀況變化可能受到的影響，銀行監管機構可進行壓力測試，並監察銀行盈利情況及資產質素。有關評估系統性風險的壓力測試有三種方法：由下至上法、總計法及宏觀經濟法。⁸第一種方法是通過總和單個銀行資產負債表的壓力測試結果來判斷銀行體系的穩健程度。第二種方法對整個銀行體系的總計資產負債表施行風險因素(如匯率及利率風險)的衝擊。第三種方法則直接建立宏觀經濟變數與反映銀行體系表現及穩健的指數之間的關係。

有關本港宏觀經濟與銀行體系之間關係的一些研究，可參閱Shu (2002)、Peng等 (2003)、Gerlach 及 Peng (2003)、Jiang等 (2003)，以及Gerlach等(即將出版)。⁹這些研究顯示近年來銀行盈利——反映銀行表現的主要指標——受到不利的宏觀經濟條件及競爭加劇影響而下跌。具體來講，

- 近年兩次主要的經濟衰退導致貸款拖欠比率上升，令虧損準備金增加。貸款需求疲弱，加上競爭加劇，從而削弱銀行的定價能力，致使淨息差收窄。雖然過去兩年名義利率偏低，但受到通縮影響，實質利率與金融危機前水平相比仍偏高，變相增加了實際的債務負擔。

⁸ 見Lindgren, C., Garcia, G. 及 M. I. Saal (1996)，《銀行穩健程度及宏觀經濟政策》華盛頓：國際貨幣基金組織。

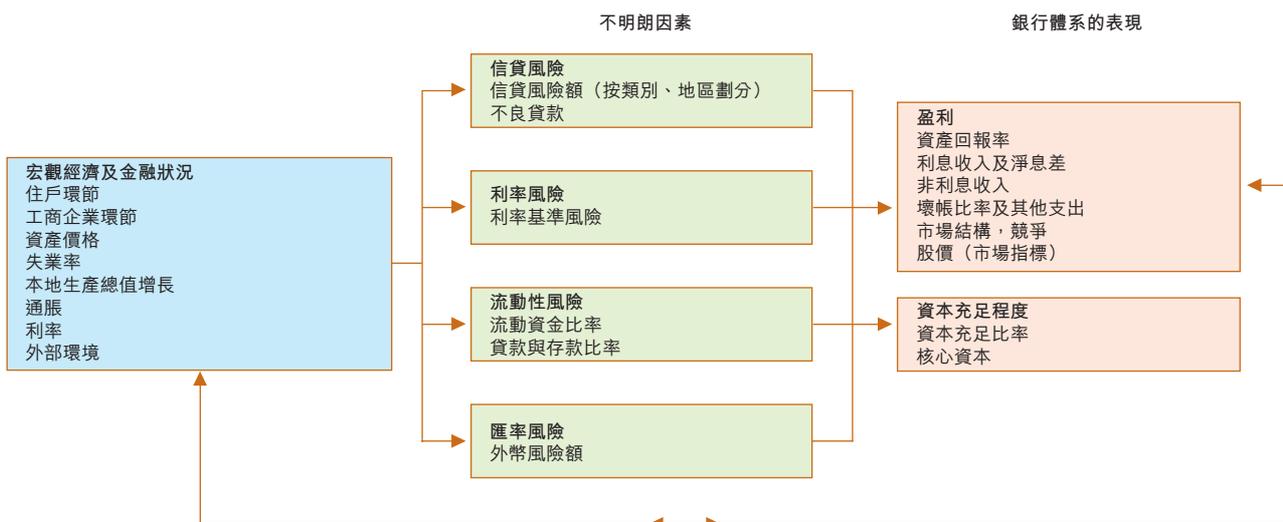
⁹ Shu, C. (2002)，《宏觀經濟環境對香港銀行業資產質素的影響》，金管局研究備忘錄，2002年12月，<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM20-2002.pdf>；Peng, W., Lai K., Leung F. 及C. Shu, (2003)，《利率震盪對銀行體系表現的影響》，《香港金融管理局季報》，2003年6月，<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/public/qb200306/fa2.pdf>；Gerlach, S. 及W. Peng, (2003)，《香港銀行貸款及物業價格》，香港金融研究中心研究文章，編號12/2003，2003年6月，http://www.hkimr.org/search/pdf/wp200312_text.pdf；Jiang, G.等(2003)，《香港銀行盈利的決定因素》，金管局研究備忘錄，2003年9月，http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM_on_Banz_Profitability.pdf；以及Gerlach, S., Peng W. 及C. Shu, (即將出版)，《香港宏觀經濟狀況及銀行表現研究》。

- 樓價下跌使貸款需求減弱並增加信貸風險，從而影響銀行盈利。但應提到一點，就是與其他類別的貸款相比，與物業有關貸款的質素對宏觀經濟狀況的敏感度低於其他類別貸款的敏感度。這從住宅按揭拖欠比率相對較低可以反映。

- 亞洲金融危機以來，規模較小的銀行盈利受較大影響，主要是這類銀行的淨利息收入跌幅較大。此外，面對淨利息收入減少及虧損準備金增加，此類銀行未能像大型銀行近年那樣透過增加非利息收入及減少經營成本的渠道來使盈利保持穩定。

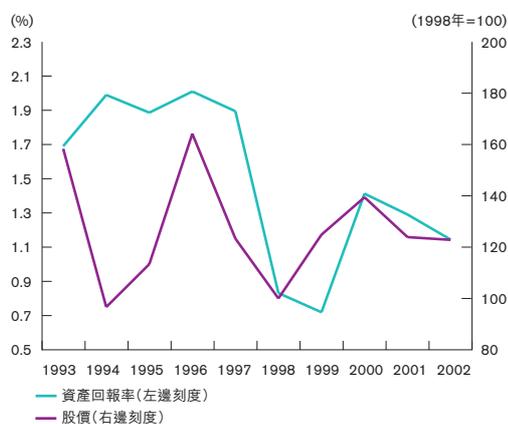
最後應提到的是儘管近年銀行盈利相對亞洲金融危機前的蓬勃期較為遜色，但整體銀行體系依然保持穩健。

圖示1
銀行體系與宏觀經濟狀況的關係



專題 4 銀行表現的市場指標

圖 B4.1
個別上市銀行股價及盈利



註：資產回報率及股價是根據香港8間上市銀行的數據計算出的平均數。該8間銀行為恒生銀行、東亞銀行、大新銀行、港基國際銀行、中國工商銀行(亞洲)、永亨銀行、永隆銀行及廖創興銀行。有關數據從Bankscope、Primark及Datastream收集。

雖然財務比率能全面地評估銀行表現，但這些數據要經過一段時間後才會公布。相比之下，市場指標則能提供最新信息，因此可以補充傳統的財務數字。股價及後償債券價差是常用的市場指標。在香港，股價是迅速可以取得的資訊，但發行後償債券的銀行則很少。近年，上市銀行股價的走勢往往與銀行盈利變動有關(圖 B4.1)。

股價及相關數字(如回報率及市值)可提供有關銀行表現的資料。本報告採用香港上市零售銀行的平均股價，但不包括三間最大銀行(滙豐銀行、渣打銀行及中國銀行)。它們共佔所有香港零售銀行(上市及非上市)港元資產的25至30%。由於不包括上述三大銀行，其餘銀行可更能代表業務主要設於香港的中小型銀行。

股價指標通常較着重盈利，而盈利是可藉着承受過度風險或改善管理表現來取得。有關銀行在風險和回報之間的取捨可能不如銀行監管機構所願見到的那樣恰當。

圖 3.14
中介息差

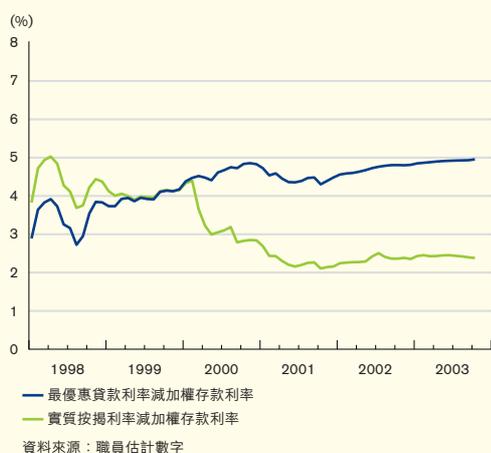


圖 3.15
零售銀行資產組合

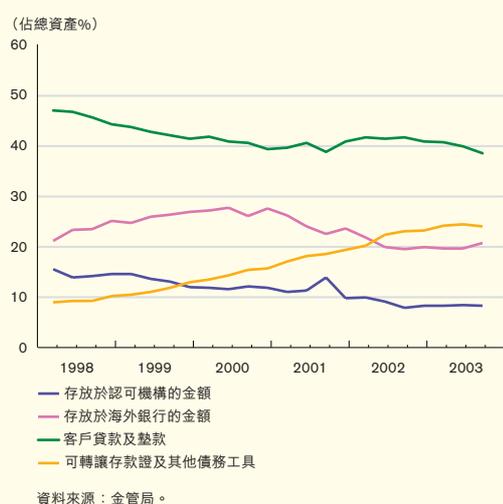


表 3.C
按經濟用途分類的貸款

	按年變動 (%)				佔總額 (%) 9/03
	12/02	3/03	6/03	9/03	
在本港使用的貸款	-2.4	-2.9	-2.8	-2.9	
其中：					
貿易融資	2.8	7.6	6.5	3.1	5.4
按揭 ¹	-0.8	-2.1	-4.1	-4.4	34.6
製造業	-1.3	-0.9	2.6	11.3	4.3
運輸及運輸設備	1.2	-2.2	-0.3	3.3	5.9
電力、氣體燃料及電訊	-4.0	0.6	1.7	-24.5	2.4
建造業及物業發展與投資	-3.8	-3.6	-2.9	-2.8	20.4
批發及零售業	-2.5	-1.3	-1.7	-6.2	5.4
金融企業 ²	-10.1	-10.8	-0.1	7.0	7.5
證券經紀	-6.9	-4.9	-27.5	2.6	0.5
信用卡透支	-6.4	-11.0	-11.4	-8.5	2.6

註：1. 按揭貸款包括「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。

2. 提供予金融企業的貸款指對投資公司、保險公司、期貨經紀及財務公司的貸款。

資料來源：金管局。

3.6 利率風險

銀行大部分計息資產均以浮息為計算基礎，因而減低銀行所承受的利率變化風險。但利率基準風險會因採用不同參考利率而產生。大多數按揭及私人貸款都參考最優惠貸款利率。由於資金成本跌幅較大，最優惠貸款利率與加權存款利率相比的差距（衡量中介息差的指標）擴大（圖3.14）。但受到住宅按揭市場競爭影響，按揭利率相對最優惠貸款利率的跌幅已使貸款息差進一步減少。

為取得較高回報，銀行逐漸增加債務證券的投資（圖3.15）。此舉對利息收入帶來一些幫助，但可能會使銀行承受債市波動的風險。

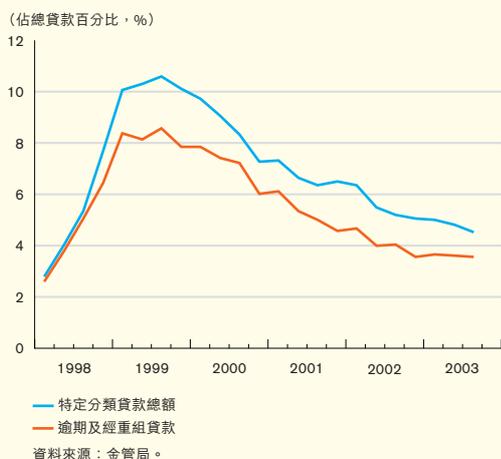
3.7 信貸風險

信貸風險

與物業有關的貸款約佔本地貸款55%（表3.C），2003年第3季這類貸款減少，主要是由於樓市疲弱及就業前景受到關注，繼續遏抑信貸需求。樓價下跌牽涉的估值效應亦造成影響。第2季貿易融資增長強勁，但到了第3季略為放緩，部分原因是外貿增長步伐減慢。但貿易融資佔整體本地貸款的比重較小（於9月底約為5%）。

第2季按年計的未償還信用卡透支額減少，但第3季下跌步伐減慢。信用卡應收帳款減少，相信由多個原因造成，包括銀行收緊發卡與貸款政策，把重組信用卡應收帳轉移至其他貸款帳戶，以及撇帳。受到股市大幅回升刺激，第3季提供予證券經紀及金融企業的貸款增加。

圖 3.16
零售銀行資產質素指標



資產質素

以特定分類貸款所佔比率反映的資產質素已見改善(圖3.16)。壞帳撥備經過2003年第2季顯著增加後，到了第3季已減少。這情況應有進一步改善，因資產質素往往會落後於整體經濟及金融市場的發展步伐。

於9月底，按揭拖欠比率降至1.05%(圖3.17)。因樓價上升，於2003年9月底，負資產按揭減少至約99,800宗，涉及金額1,550億港元，無抵押部分約值330億港元。

銀行信用卡業務質素似乎正在回穩(圖3.18)。第3季撇帳比率進一步回落，部分原因是銀行收緊信用卡貸款及持續進行貸款重組取得成效。勞工市場狀況好轉亦帶來一些幫助。

圖 3.17
受訪認可機構負資產及按揭拖欠比率



圖 3.18
破產個案及受訪認可機構信用卡撇帳比率

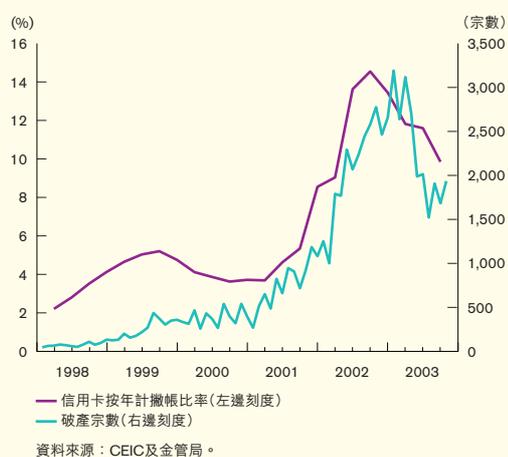
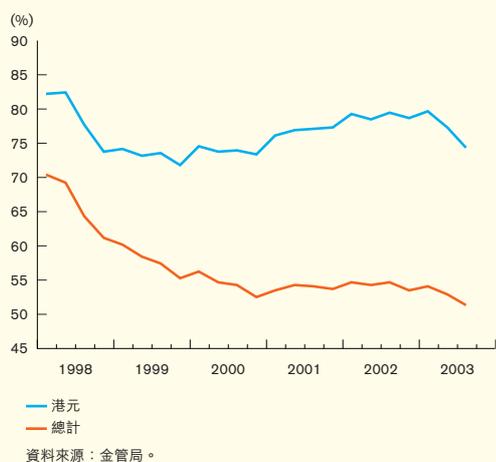


圖 3.19
零售銀行貸款與存款比率



3.8 流動資金

2003年第3季零售銀行平均流動資金比率為46%，遠高於最低要求的25%水平。銀行存放於境外銀行的淨額及持有的債券均為相對流動性較高的資產，分別佔零售銀行總資產的13%及22%。於9月底，所有零售銀行港元貸款與存款比率降至74% (圖3.19)。

3.9 外幣狀況

部分由於本地貸款疲弱，認可機構由港元資金轉持外幣資產，在近年累積外幣淨資產。然而，由於港元兌美元顯著升值，於9月底，所有認可機構合計的淨外幣狀況 (包括現貨及遠期) 比6月底減少180億港元至790億港元的水平。

表3.D列載銀行體系的主要表現指標。

表 3.D
銀行體系的主要表現指標¹(%)

	9/02	6/03	9/03
利率²			
1 個月香港銀行同業拆息	1.70	1.26	0.99
3 個月香港銀行同業拆息	1.72	1.26	1.03
最優惠利率與 1 個月香港銀行同業拆息的差距	3.43	3.74	4.01
最優惠利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距	3.41	3.74	3.97
零售銀行			
資產負債表狀況³			
存款總額	-0.9	2.2	1.8
港元	-1.4	2.3	2.1
外幣	-0.1	2.0	1.2
貸款總額	-0.3	0.0	-1.5
在香港使用的客戶貸款 ⁴	-0.5	0.0	-1.7
在香港境外使用的客戶貸款 ⁵	9.9	0.6	5.7
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	6.4	0.4	2.3
所持可轉讓債務工具	2.7	3.4	0.2
資產質素⁶			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	89.02	88.55 ^r	88.39
需要關注貸款	5.76	6.63 ^r	7.08
特定分類貸款(總額) ⁷	5.22	4.83 ^r	4.53
特定分類貸款(淨額) ⁸	3.52	3.31 ^r	3.11
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	4.03	3.62 ^r	3.58
不履行貸款 ⁹	4.17	3.92 ^r	3.59
盈利¹⁰			
壞帳支出佔平均總資產的比率	0.32	0.38 ^r	0.33
淨息差	2.11	1.97	1.94
成本與收入比率	39.2	36.8 ^r	37.6
流動資金比率¹¹	46.9	46.1	46.2
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	1.08	1.12	1.05
信用卡應收帳款			
拖欠比率	1.32	1.27	1.23
撇帳率 — 按年計季度數字(經調整) ¹²	14.55	11.60	9.85
— 截至該日止按年計數字	12.75	11.77	10.98
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率(綜合)	16.3	15.6	15.6

註：

¹ 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。

² 季度平均數。

³ 季度變動百分比。

⁴ 在香港使用的貸款及貿易融資貸款。

⁵ 包括「其他」（即沒有指定用途的貸款）。

⁶ 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。

⁷ 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。

⁸ 已扣除特殊準備金。

⁹ 利息已記入暫記帳或已停止累計利息的貸款。

¹⁰ 截至該日止按年計數字。

¹¹ 季度平均數。

¹² 由於某些撇帳額不會在往後的季度再次出現，因此在計算按年計比率時不宜包括在內。本年度截至現在為止的按年計比率並無作出類似調整。

^r 數字經修訂以反映最新作出的調整。

前景、風險及不明朗因素

由於全球經濟增長步伐加快，加上當局推出新政策有助香港與內地經濟進一步融合，預期香港經濟在2004年將會加快復甦。銀行體系的表現將會跟隨經濟回升而改善。這一切將有利於香港的貨幣及金融穩定。主要的不明朗因素及關注事項包括全球經濟的復甦力度及持久能力，以及香港本身的樓價前景與財政赤字。

3.10 全球前景

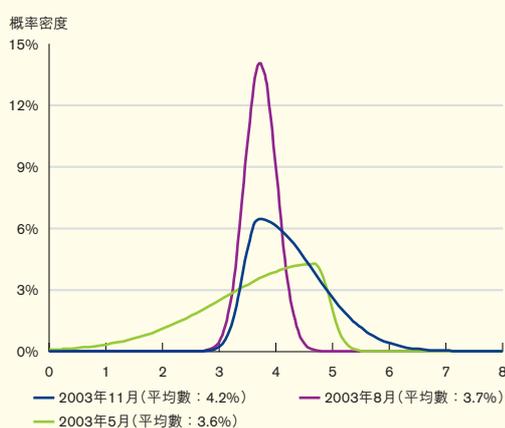
表 3.E
主要經濟體系的增長預測

	市場預測		國際貨幣 基金組織		經濟合作及 發展組織	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
美國	2.9	4.2	2.6	3.9	2.9	4.2
歐元區	0.5	1.7	0.5	1.9	0.5	1.8
日本	2.4	1.3	2.0	1.4	2.7	1.8

資料來源：《共識預測》(2003年11月)、國際貨幣基金組織(2003年9月)與經濟合作及發展組織(2003年11月)。

一般意見預期主要經濟體系在2004年將會明顯加快復甦步伐(表 3.E)。《共識預測》(Consensus Forecasts)預計美國國內生產總值增長將會由2003年的2.9%，加快至2004年的4.2%。預期歐元區增長率亦會由0.5%上升至1.7%。經濟合作及發展組織與國際貨幣基金組織的最新預測，與私營機構分析員所作的預測接近。另一方面，日本在2004年的復甦步伐預期將會放緩，原因是經濟前景仍會受到通縮及銀行體系的問題困擾。¹⁰

圖 3.20
美國：2004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。

分析員對美國2004年經濟前景的看法在近期變得更為正面(圖 3.20)。他們對有關預測的分歧稍為擴大，反映預期的不確定性有所增加。至於歐元區，分析員在2003年較早時間向下修訂對2004年增長的預測(圖 3.21)，主要原因是新公布的經濟數據令人失望，但有關預測在接近年底時逐漸穩定。相反，日本增長較預期為佳，促使一些分析員向上修訂增長預測(圖 3.22)。

¹⁰ 見基金組織(2003)，2003年9月《世界經濟展望》，<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/index.htm>。

圖 3.21
歐元區：2004年增長預測概率分布

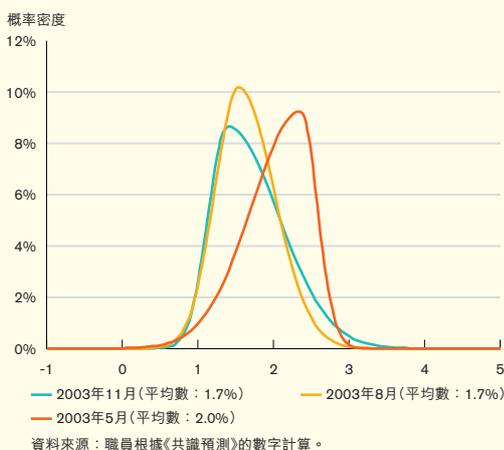


圖 3.22
日本：2004年增長預測概率分布

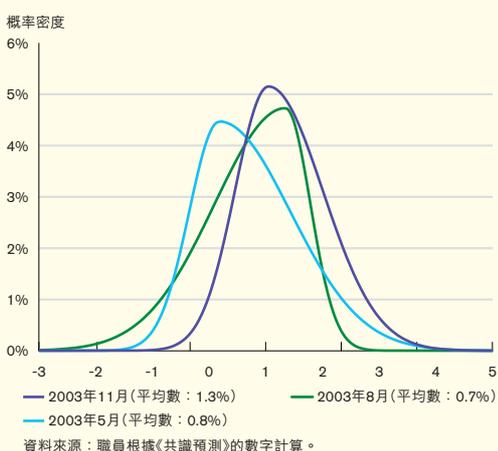


圖 3.23
香港經濟增長共識預測



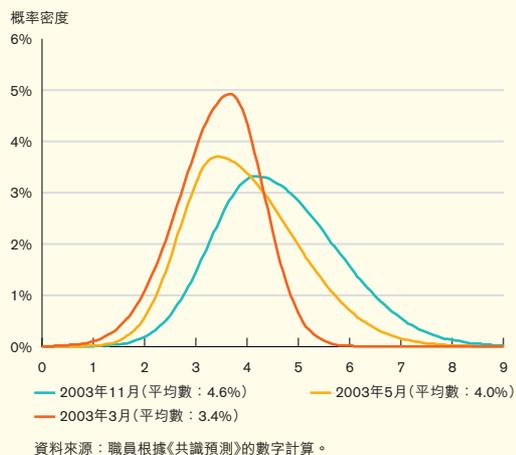
預期商業投資回升，將會帶動 2004 年全球經濟取得較大增長。近期美國工商企業盈利指標及歐元區商業信心調查顯示，未來一年商業投資可能會顯著回升。最近全球股市上揚亦反映這一預期。

3.11 本地前景

受到外部及本地環境一些最新發展的支持，香港經濟前景顯著改善。全球經濟增長比較強健而且平衡，加上美元疲弱，應繼續支持香港出口。內地經濟大步向前，而且政府推行多項政策（包括《更緊密經貿關係安排》）已扭轉了大部分人對香港與內地經濟融合的看法。幾個月前，市場傾向把焦點放在兩地經濟的競爭關係上，但現在人們更多明白香港毗鄰內地這個龐大而迅速發展的經濟體系及中港進一步融合能帶來各種好處。本地方面，由於公眾信心增加，而且當局推行政策理順政府在樓市所擔當的角色，樓市已有回穩的跡象。

基於這些最新發展，政府在 11 月份將對 2003 年的增長預測由 8 月份的 2% 上調至 3%。近幾個月私營機構分析員也上調香港的增長預測（圖 3.23）。最新的《共識預測》預計香港經濟在 2003 年的增幅為 2.3%，在 2004 年為 4.6%。根據這些預測計算出來的概率密度顯示，經濟增幅大於平均預測數的可能性更大。（圖 3.24）。

圖 3.24
2004年增長預測概率分布



預期通縮壓力會顯著減少。支持價格的外在因素包括全球商品價格持續上升、內地逐漸出現通脹壓力及美元疲弱。本地方面，預期經濟增長加快將會令負產量差距顯著收窄。若近期樓市改善的趨勢持續，預期住屋租金亦會回穩。但由於租約期通常為1到2年，住屋租金要經過一段頗長的時間才會對消費物價指數產生影響。最新的《共識預測》預計，2004年綜合消費物價指數會下跌0.8%，遠低於預計2003年的2.7%（圖3.25-26）。

儘管近年樓市泡沫爆破及經濟逆轉，銀行體系基本因素仍然保持穩健。隨着經濟加速增長，預期銀行表現將會改善，有助維持香港的貨幣及金融穩定。

圖 3.25
香港消費物價指數通脹共識預測

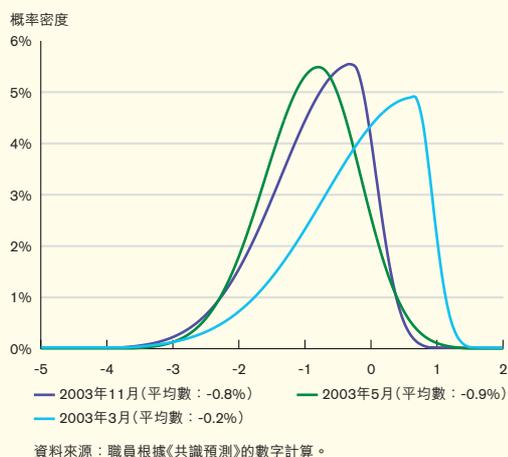


3.12 不明朗因素及風險

雖然經濟復甦的力度及持久能力仍存在不少不明朗因素，但整體風險形勢已改善。特別來講，地緣政治風險略為降低。儘管非典型肺炎可能再次爆發，但對這個疫症的認識已經增加，而且政府已建立有關機制應付疫症，應能阻止它對經濟造成與2003年同樣嚴重的影響。

儘管這樣，外在及本地情況仍然存在隱憂。

圖 3.26
2004年通脹預測概率分布



首先，美國經常帳赤字龐大及全球經濟過度倚賴美國增長的問題仍然值得關注。雖然近期美元疲弱，但美國經常帳赤字仍然處於高位，表示美元兌其他主要貨幣的匯率進一步調整的可能性仍然存在，而任何失序的調整都會對美國以至全球經濟造成極大衝擊。¹¹

第二，面對長期利率上升，過去幾年為美國及英國強勁的消費增長提供不少動力的按揭再融資已經減少。若樓價上升步伐緩慢或升勢逆轉，住戶支出可能會受到遏抑。

本地方面，樓價前景是主要的不明朗因素。由於樓價大幅下跌和其他前文討論到的影響需求的因素，樓市似乎可得到基本支持。但市場氣氛可能受到全球及本地不利衝擊影響。

銀行體系方面，貸款需求疲弱仍然是影響銀行盈利的因素。樓市轉趨活躍可能會帶來一些幫助。但工商企業貸款增長在很大程度上取決於投資，而投資暫時仍未有穩固回升的跡象。失業率高企，也可能會遏抑私人貸款。

最後，隨着經濟復甦，財政赤字應會減少。但由於部分的財赤是與結構性因素有關，相信財政狀況會繼續引起關注。

¹¹ 見基金組織 (2003)，2003年9月《世界經濟展望》，<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/index.htm>。

