

# 貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2004年12月

## 概論

自6月份的報告發表以來，香港的貨幣與金融狀況一直保持穩定。香港經濟的上升勢頭在最近幾季持續強勁後，增幅可能會略為放緩，但前景保持樂觀。主要是由於受外圍情況影響，分析員預測2005年經濟增長會放慢，同時消費物價會錄得輕微增幅。增長步伐方面存在一些不明朗因素及風險，但應不會妨礙經濟復甦。

在全球經濟蓬勃增長及寬鬆貨幣狀況的支持下，香港經濟持續復甦。儘管日本與歐元區的增長放緩，但香港大部分主要貿易夥伴的經濟繼續強勁增長。尤其是中國內地的經濟增長經過2004年第2季由投資帶動而放緩後，在第3季大為反彈。雖然美國聯邦基金目標利率連續四次合共上調了1個百分點，以及包括中國內地在内的其他經濟體系調高利率，但全球貨幣及金融狀況仍然保持利好。尤其是美國的長期利率與年初比較有所回落。

由於外圍環境有利，貨物出口與服務輸出保持強勁，這與內地貿易活動表現蓬勃的情況一致。尤其是內地居民收入增加以及擴大「個人遊」計劃，令香港旅遊業收益受惠。經濟復甦繼續擴展至本地需求，私人消費與投資均顯著增長。物業價格在今年夏季略為放緩後，近月回復升勢，消費物價則大致保持穩定。失業率持續回落，不過回落的速度有所放緩。隨着信貸需求回升及資產質素改善，銀行盈利有所上升，但淨利息收入減少。

自2004年10月以來再次有資金流入，港元匯率在12月初轉強至約7.77的水平，而9月底時的水平則非常貼近7.8。目前資金流入港元可以說是延續2003年9月的情況，兩者的主要原因大致相同——美元持續疲弱、人民幣的升值壓力，以及本地經濟復甦。由於金管局透過沽港元以穩定匯率，令總結餘在2004年初大幅減少至僅僅高於30億港元的水平後，再次增加至約140億港元。

鑑於以上的發展，香港的貨幣與金融狀況自6月份報告發表以來普遍保持寬鬆。儘管美國利率上升，港元短期利率仍然大幅下跌至接近零水平。加上通縮結束，實質利率因而下降。隨着美元轉弱，港匯指數因而下跌，同時股票價格上升。雖然香港會面對外部需求增長放緩的情況，但上述各種因素將繼續為香港的經濟復甦提供動力。最近一期《共識預測》預計，香港的實質本地生產總值將在2005年增長4.5%，而2004年的增幅則為7.5%，綜合消費物價指數繼2004年微跌後，2005年會上升1.5%。

主要受外圍形勢的影響，經濟前景存在着很多不明朗因素及風險。油價已由2004年初的高位回落，但鑑於地緣政治的不明朗因素以及有跡象顯示投機活動增加，相信油價仍會有較大波動。外匯市場的關注焦點再次回到美國經常帳赤字龐大的情況能否持續的問題，以及這情況對美元的影響。由於港元與美元掛鈎，美元有秩序地貶值，應有助提升香港的競爭力。然而，若美元未能有序地調整，全球金融市場便可能會受到影響。尤其是美國利息的升幅可能會高於目前的預期，但因可能有資金流入港元，有關美國利率的升幅亦可能不會即時及完全地傳遞至港元。

內地方面，經濟增長急速放緩的風險已減退，但因資金流入而對貨幣政策造成的壓力可能會因為美元兌其他貨幣進一步貶值而增加。整體來說，雖然日後的增長步伐存在不明朗因素，但預計香港經濟復甦會持續，為貨幣與金融穩定提供支持。

# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

## 2004年12月

### 目錄

<b>1. 全球及區內情況</b>	<b>51</b>
<b>外部需求</b>	51
1.1 美國	51
1.2 歐元區及英國	53
1.3 亞洲	54
<b>中國內地</b>	59
1.4 生產總值、增長及通脹	59
1.5 貨幣狀況及資產價格	60
<b>貨幣及金融狀況</b>	63
1.6 利率	63
1.7 匯率	64
1.8 股票市場	65
<b>2. 本港經濟</b>	<b>68</b>
<b>需求</b>	68
2.1 整體需求	68
2.2 本地需求	68
2.3 對外貿易	70
<b>生產總值與供應</b>	72
2.4 生產總值	72
2.5 勞工與生產力	73
<b>物價</b>	75
2.6 勞工成本	75
2.7 商品及進口價格	76
2.8 消費物價	76
<b>資產市場</b>	79
2.9 股票市場	79
2.10 物業市場	80
<b>公共財政</b>	81
2.11 公共財政	81
<b>3. 貨幣與金融環節</b>	<b>82</b>
<b>匯率、利率及貨幣發展</b>	82
3.1 匯率及利率	82
3.2 貨幣基礎及支持比率	84
3.3 貨幣及信貸總額	84
3.4 資金流向	85
<b>銀行業的表現</b>	88
3.5 盈利及資本額	88
3.6 利率風險	89
3.7 信貸風險	89
3.8 流動資金	91
3.9 外匯持倉	91
<b>4. 前景、風險及不明朗因素</b>	<b>93</b>
4.1 全球前景	93
4.2 本地前景	95
4.3 不明朗因素及風險	98
專題 1 亞洲區的通脹前景	57
專題 2 美國經常帳赤字及美元匯價	66
專題 3 本地生產總值平減物價指數及消費物價指數	77
專題 4 港元存款組合	86

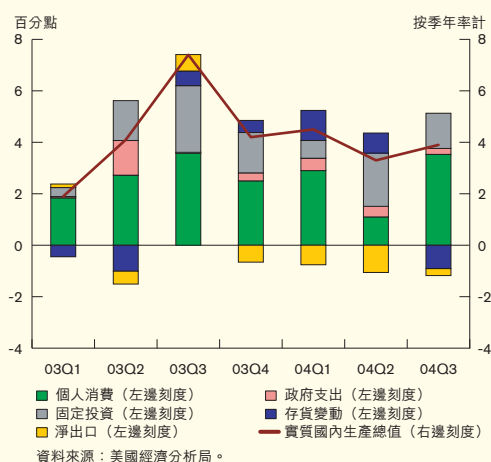
# 1. 全球及區內情況

## 外部需求

6 月份報告發表至今，亞洲區以外大部分主要經濟體系的增長步伐減慢（包括歐元區及減幅較小的美國）。在東亞經濟體系，以出口帶動增長的動力亦因而減少。儘管預期全球經濟增長將維持穩健，但由於油價上升及全球各地逐漸邁向收緊貨幣政策，因此會削弱未來幾季的增長前景。

### 1.1 美國

圖 1.1  
美國：各組成部分佔實質國內生產總值增長的比重



美國經濟增長在 2004 年第 3 季回升，反映第 2 季的跌勢只屬短暫。<sup>1</sup> 由於美國利率相對偏低繼續支持本地需求，實質國內生產總值增長由第 2 季的 3.3% 上升至 3.9% (圖 1.1)。消費開支增長加快，商業投資亦持續高速增長。存貨佔經濟增長的比重轉為負數，相信是反映第 2 季的需求較預期差，導致該季出現一些積壓的存貨。另一方面，淨出口所佔的負值比重已見改善，反映進口增長顯著減慢。月度的前瞻性指標顯示，第 4 季增長將維持穩健，接近現時 3.5% 至 4.0% 的增長幅度 (表 1.A)。

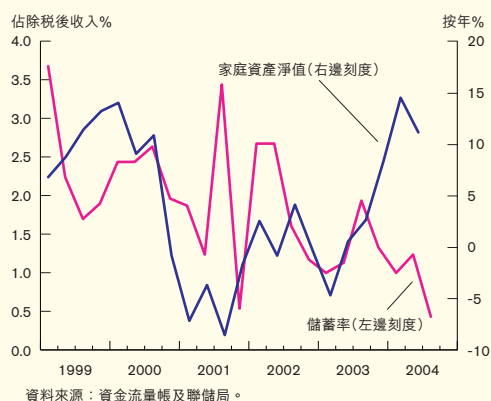
表 1.A  
美國：經濟活動領先指標

	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
製造業採購經理指數	62.0	59.0	58.5	56.8	57.8
非製造業採購經理指數	64.8	58.2	56.7	59.8	61.3
耐用品訂單 (按 3 個月%)	0.6	0.8	2.5	1.5	不詳
資本貨品訂單 (非國防) (按 3 個月%)	3.8	3.8	5.8	-0.1	不詳
零售貨值 (按 3 個月%)	1.5	0.6	1.4	1.3	不詳
非農業職位就業人數變動 (以千計)	85	198	119	303	112
會議局					
消費者信心指數	105.7	98.2	96.7	92.9	90.5
就業前景 <sup>1</sup> (指數)	-6.0	-7.6	-11.4	-10.5	-11.3

註 1：預期有大量職位空缺的指數減去預期職位難求的指數  
資料來源：彭博。

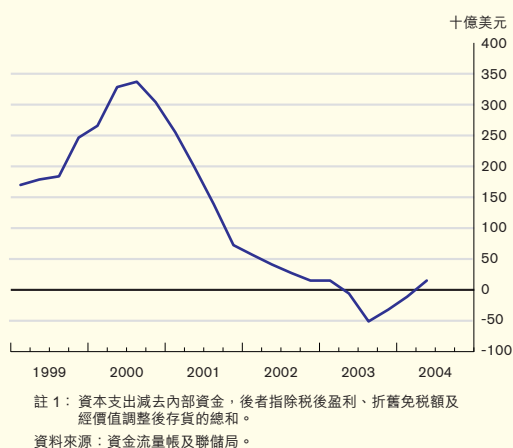
<sup>1</sup> 所有增長數字都是以按季年率計，並經季節因素調整，若另有說明則例外。

**圖 1.2**  
美國：私人儲蓄率及資產淨值



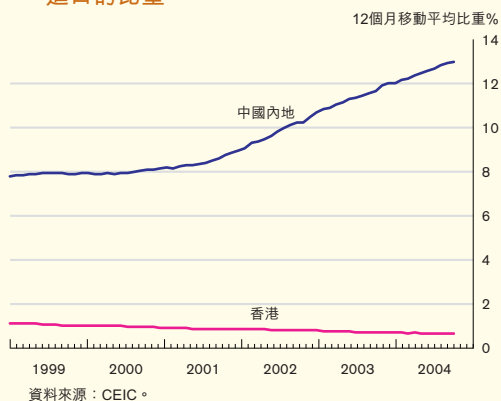
6月份報告公布至今，消費開支增長變動頗大，可能是反映油價對實質收入的影響及反覆的就業增長情況。若將第2季及第3季合計，消費開支增長步伐放緩，反映除稅後實質收入增長放緩、利率上升，以及按揭再融資活動減少。然而，儘管家庭資產淨值增長下跌，但私人儲蓄率仍然處於下跌趨勢(圖1.2)。這可能反映消費者有足夠信心，認為就業情況將會繼續改善(儘管近期出現波動)及實質收入將會增加，藉以維持現有的消費模式。

**圖 1.3**  
美國：工商界融資差距<sup>1</sup>



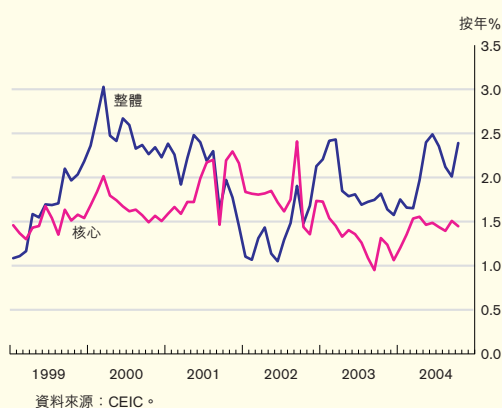
私人投資增長由第2季的高位，回落至第3季的2.8%，反映住宅及其他結構方面的支出減少。生產設備及軟件投資繼續強勁增長，增幅與過去5季的平均數字相若，反映盈利仍然高企。第3季除稅後盈利下跌，部分反映高油價對成本的壓力，但與去年同期比較仍上升8.1%，而盈利佔國內生產總值的比重仍處於歷史高位。基於上述發展，第2季的融資差距(即資本開支減去內部資金)仍維持接近零水平(圖1.3)。製造業及非製造業採購經理指數顯示，工商企業對短期產量增長的前景仍保持樂觀。

**圖 1.4**  
美國：中國內地及香港出口佔美國進口的比重



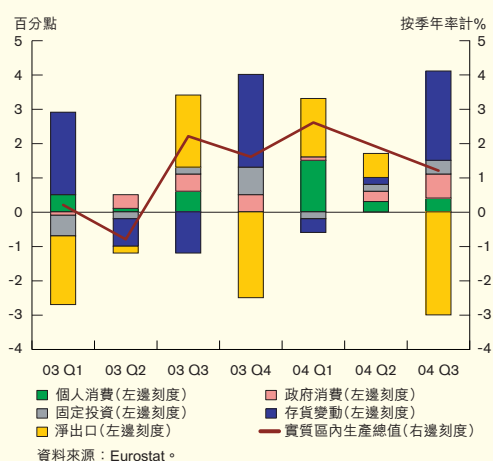
第3季淨出口佔國內生產總值增長的負值比重已較第2季改善，原因是進口增長跌幅較出口大。這可能反映美元疲弱產生的消費轉移效應(即以美元計的進口貨價上升，促使消費者以本地生產貨品取代進口)。以價值計，貨品及服務方面的貿易逆差擴大，因此預期經常帳赤字在第3季可能沒有太大改善。以12個月移動貨值計，中國內地及香港出口佔美國進口的比重由2003年12月的12.8%，繼續上升至2004年9月的13.7%(圖1.4)。

**圖 1.5**  
美國：整體及核心個人消費支出平減指數



過去6個月油價上漲導致整體通脹指標上升，但核心通脹僅錄得溫和升幅。在原油價格上升帶動下，半製成品的生產物價通脹率從第2季逐步上升。儘管這可能顯示通脹壓力正在增加，但今年以來高油價導致製成品價格上升的傳遞效應似乎已經減弱。<sup>2</sup>此外，第2季及第3季的勞工成本增長保持溫和，這是由於強勁的生產力增長使單位勞工成本受到遏抑。在這情況下，核心消費物價通脹自第2季起維持相當穩定：在截至10月份的6個月內，個人消費開支平減指數(扣除食品及能源)的平均按年變動為1.5%(圖1.5)。

**圖 1.6**  
歐元區：各組成部分佔實質區內生產總值增長的比重



## 1.2 歐元區及英國

歐元區在2004年第3季的實質區內生產總值增長由按季年率計的1.9%，回落至1.2%(圖1.6)，反映德國及法國的增長步伐顯著減慢。歐元區(尤其德國)的私人消費增長仍然疲弱，但有跡象顯示投資支出正逐漸回升。由於出口增長大幅下滑及進口增長持續強勁，淨出口佔經濟增長的比重轉為負數。

市場仍然關注在全球增長放緩及歐元繼續升值的情況下，歐元區溫和的經濟復甦能否持續。最令人擔心的，是私人本地需求的增長未能彌補出口增長放緩所造成的缺口。過去兩季私人消費增長持續疲弱，反映失業人數上升、實質工資增長減慢及消費者信心疲弱。另外，資本支出已見回升，但迄今升幅只屬溫和。整體而言，歐元區多個主要經濟體系的增長減慢、工商企業債務水平高企，以及公營部門赤字龐大，令企業及消費者的信心持續受壓(表1.B)。

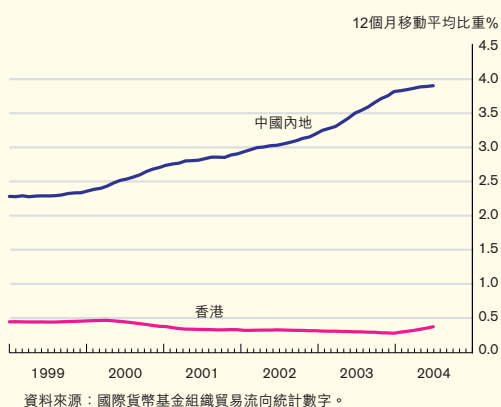
**表 1.B**  
歐元區：經濟活動領先指標

指數	7月	8月	9月	10月	11月
製造業採購經理指數	54.7	53.9	53.1	52.4	50.4
服務業採購經理指數	55.3	54.5	53.3	53.5	52.6
德國IFO(營商環境)	95.6	95.3	95.2	95.3	94.1
工業信心 <sup>1</sup>	-4	-4	-3	-3	-3
訂單部分	-12	-12	-12	-11	-12
消費者信心 <sup>1</sup>	-14	-14	-13	-14	-13
消費信貸增長(按年%)	5.4	6.4	6.2	不詳	不詳

註1：歐洲委員會進行的調查。  
資料來源：彭博、歐洲中央銀行及路透社。

<sup>2</sup> 根據初步分析原材料及半製成品生產物價通脹率，與製成品生產物價通脹率兩者之間的24個月移動相關系數。

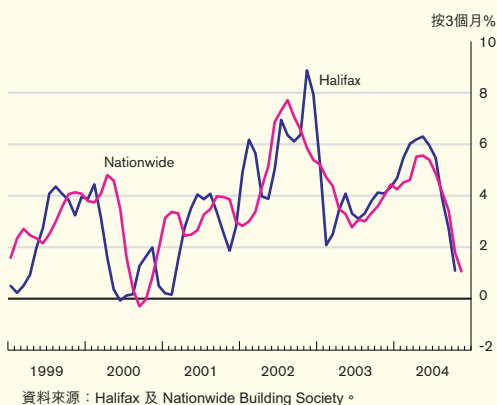
**圖 1.7**  
歐元區：中國內地及香港出口佔歐元區進口的比重



淨出口佔區內生產總值增長的比重在第3季轉為負數，反映外部需求減弱及歐元自2002年升值(尤其兌美元)所帶來的滯後效應。出口增長由第2季的12.8%大幅下跌至第3季的4.7%；進口增長則由11.5%微升至13.6%。以12個月移動貨值計，2004年6月份中國內地及香港出口佔歐元區進口的比重為4.3%，與2003年12月份的4.1%相比變動不大(圖1.7)。

儘管生產力增長回升，但上半年的實質工資按年增幅為負數，有助遏抑本地通脹壓力。雖然能源價格飆升導致整體消費物價通脹上升，但核心通脹(扣除食品、能源、酒精及煙草)在截至10月份的6個月內維持穩定，平均升幅為1.9%。

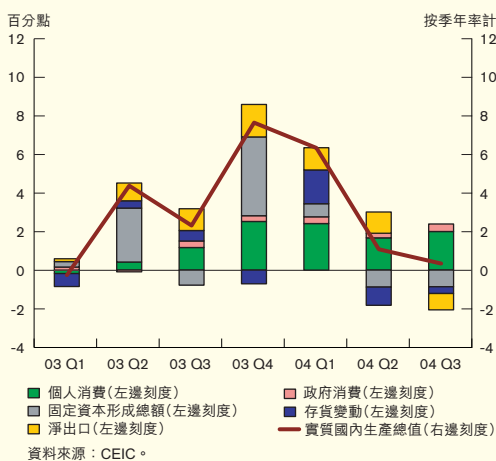
**圖 1.8**  
英國：房屋價格通脹



英國方面，以按季年率計的實質國內生產總值增長在第3季大幅下滑至1.8%，扭轉對上4個季度錄得平均3.6%的強勁增長。這反映資本支出在前3季顯著上升後輕微下跌，以及存貨佔國內生產總值增長的比重錄得較大的負值。儘管利率上升及房屋市場價格正在向下調整(圖1.8)，但消費增長維持穩健。整體消費物價通脹率自夏季以來開始減慢，3個月平均通脹率由7月份的1.5%下降至10月份的1.2%。

### 1.3 亞洲<sup>3</sup>

**圖 1.9**  
日本：各組成部分佔實質國內生產總值增長的比重

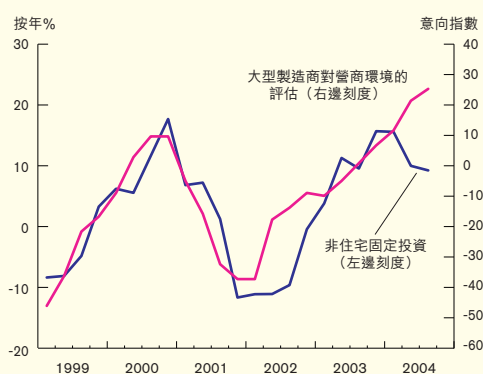


日本在2004年第2季及第3季的經濟增長分別大幅放緩至1.1%及0.3%，相比對上4個季度錄得5.1%的平均增幅(圖1.9)。但由於日本將於12月首次公布改用連鎖加權法計算的國內生產總值數字，當中並將加入大藏省最新一份調查有關企業在第3季的資本支出數字，因此相信屆時上述估計數字將作修訂。第一次公布的初步估計數字顯示，第3季的私人非住宅投資支出增長減慢，出口增長更大幅下滑，導致淨出口佔國內生

<sup>3</sup> 這包括日本、3個新興工業經濟體系(即韓國、新加坡及台灣)，以及東南亞國家聯盟4個成員(印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國)。

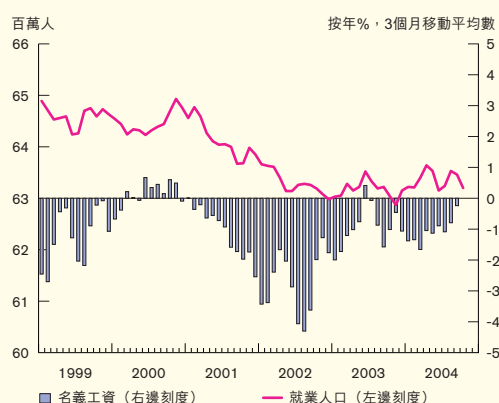


**圖 1.10**  
日本：營商環境及投資



資料來源：CEIC。

**圖 1.11**  
日本：就業人口及名義工資增長



資料來源：CEIC。

**表 1.C**  
亞洲：實質國內生產總值按年計增長

按年%	03Q3	03Q4	04Q1	04Q2	04Q3
<b>3 個新興工業經濟體系：</b>					
韓國 <sup>1</sup>	2.4	3.9	5.3	5.5	4.6
	(6.7)	(11.4)	(3.0)	(2.6)	(2.6)
新加坡 <sup>1</sup>	1.7	4.9	7.5	12.5	7.5
	(16.1)	(11.0)	(11.1)	(11.9)	(-3.0)
台灣	4.2	5.9	6.7	7.9	5.3
<b>東盟 4 個成員國：</b>					
印尼	3.7	4.1	5.1	4.5	5.0
馬來西亞	5.3	6.6	7.8	8.2	6.8
菲律賓	4.8	5.0	6.5	6.6	6.3
泰國	6.8	7.7	6.7	6.4	6.0

註 1：括號內數字為經季節因素調整後官方估計的按季年率計增長。  
資料來源：彭博及 CEIC。

產總值增長的比重在兩年來首次錄得負數。私人消費開支增長維持穩健。然而，名義國內生產總值在第2季及第3季平均下跌0.7%，扭轉在截至2004年首季的1年內錄得的2.6%升幅。最新數據再度令市場關注現時的經濟復甦能否持續。

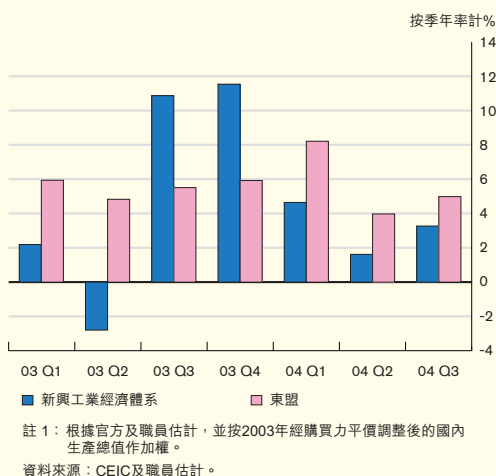
市場尤其關注私人投資增長繼在截至2004年首季的1年內表現強勁後，在最近兩個季度變得疲弱。這個情況似乎與其他指標並不相符，其中包括強勁的企業盈利與進口增長，以及改善中的營商環境(根據「短觀」調查報告(圖1.10))。然而，由於外部環境不太有利，工商企業對投資計劃可能採取較審慎態度。家庭環節方面，第2季及第3季的消费增長維持穩健，平均升幅為3.4%，而1997年第1季至2003年第2季期間的平均增幅只有0.7%。但在目前的經濟復甦下，雖然企業盈利強勁增長，但仍未能帶動就業及勞工收入上升，因此消費增長能否持續仍存在隱憂。就業人數較2003年底僅略為增加，而名義工資亦未見改善(圖1.11)。

出口增長步伐在第3季顯著減慢至1.5%，對比上4個季度錄得的雙位數字增幅。這反映貨品出口(尤其輸往美國及中國內地的貨品)增長減慢。進口增長維持穩健，以資訊科技有關產品及其他資本貨品與部件的表現尤其突出。以12個月移動貨值計，中國內地及香港出口佔日本進口的比重由2003年12月的20.0%，上升至2004年10月的20.9%。

核心消費物價通縮持續，在截至10月份的6個月內，核心消費物價指數(扣除新鮮食品)的按年變動在負0.3%與零之間窄幅徘徊。然而，由於商品價格上升，本地企業貨品價格通脹率幾近倍升，至10月份的1.9%。

在不包括日本在內的亞洲地區，按年計的實質生產總值增長在第2季維持高企，但在第3季回落(表1.C)。上述轉變反映

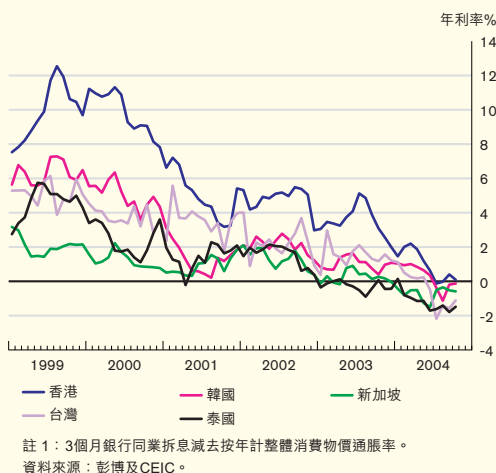
**圖 1.12**  
亞洲：實質生產總值按季年率計增長<sup>1</sup>



去年爆發非典型肺炎疫症及同年下半年的強勁增長所造成的基數效應，令2004年第2季的增長偏高。第3季經季節因素調整的按季年率增長則較第2季略為回升，但仍較復甦初期錄得的強勁升幅遜色(圖1.12)。<sup>4</sup>

經濟增長放緩反映油價上升及外部需求減弱的影響，削弱區內以出口帶動的復甦動力。油價高企對區內各個經濟體系增長造成的影響程度不一，當中相信以韓國、菲律賓及泰國所受的打擊最嚴重。出口增長放緩，似乎已減慢私人內需的增長步伐；後者於年初增長強勁，但至第2季及第3季，若干經濟體系的增長已告回落。儘管區內多個經濟體系的實質利率處於負數水平或正在下跌，反映貨幣政策相當寬鬆，但內需增長減慢的情況仍無可避免(圖1.13)。

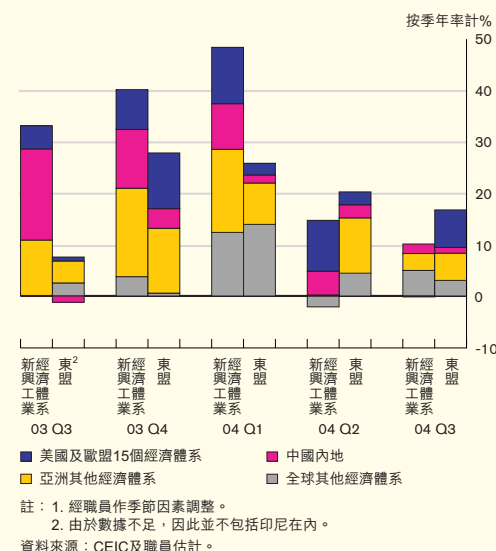
**圖 1.13**  
亞洲：實質利率<sup>1</sup>



出口貨值在第2季及第3季的按季增長步伐減慢，反映來自歐美已發展市場的外部需求及區內貿易(尤其輸往中國內地的貨品)增長疲弱(圖1.14)。<sup>5</sup>隨着全球科技環節處於下跌周期，新興工業經濟體系(尤其韓國及台灣)的出口增長跌幅較大。東南亞國家聯盟則受惠於非燃料商品的強大外部需求及價格上升，因此出口維持較佳的表現。

儘管經濟增長放緩，但整體消費物價通脹在截至10月份的6個月內繼續上升。區內平均的通脹率由5月份的3.0%上升至10月份的3.9%，反映能源及食品價格所受到的衝擊。然而，較受關注的是多個經濟體系的核心消費物價通脹亦同樣出現上升的情況。專題1將詳細探討有關亞洲區通脹的最新發展及前景。

**圖 1.14**  
亞洲：按目的地分析在出口增長中所佔比重(以美元計)

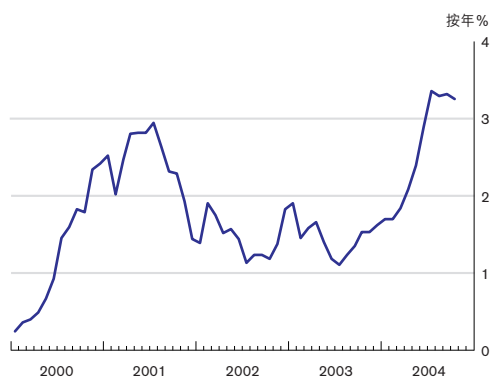


<sup>4</sup> 另參閱《東亞最新發展》(East Asia Update)，世界銀行，2004年11月。

<sup>5</sup> 有關中國內地增長放緩對亞洲經濟體系出口的影響的詳細分析，可參閱「區內貿易及中國內地的角色」，《香港金融管理局季報》，2004年12月號。

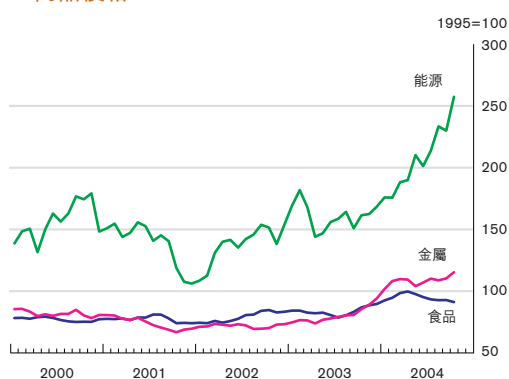
## 專題 1 亞洲區的通脹前景

圖 B1.1  
亞洲整體消費物價通脹



資料來源：CEIC。

圖 B1.2  
商品價格



資料來源：國際貨幣基金組織。

表 B1.A  
食品及能源佔亞洲整體消費物價通脹率的比重

(百分點)	整體消費物價 通脹變動 (2003年6月至2004年10月)	比重	
		食品	能源 <sup>1</sup>
香港	3.3	0.8	0.0
印尼	-0.8	0.2	-0.5
日本	0.9	0.8	0.2
韓國	0.8	0.9	0.4
中國內地	4.0	3.8	0.1
馬來西亞	1.3	1.0	0.2
菲律賓	3.9	2.2	1.3
新加坡	2.3	0.7	0.5
台灣	2.9	1.8	0.1
泰國	1.7	-0.5	1.1
亞洲	2.0	1.2	0.3

註 1：包括發動機燃料及汽油。就印尼、韓國、中國內地、馬來西亞及菲律賓而言，這指私人交通環節，而汽油價格亦包括在內。新加坡的數字是指 2003 年 6 月至 2004 年 9 月期間所佔比重的變動。

資料來源：CEIC 及職員估計。

外圍(尤其是亞洲區)的價格發展對香港本身的通脹情況有重要影響。本專題探討亞洲<sup>6</sup>消費物價通脹的近期發展及前景，以助了解本港通脹的未來發展。

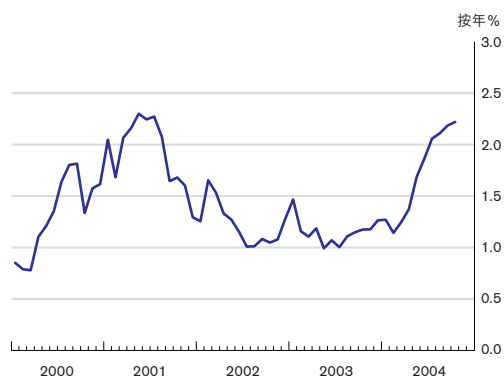
自 2003 年中以來，亞洲經濟體系的通脹率普遍上升，平均整體消費物價通脹率由 1.1% 升至 2004 年 10 月份的 3.3% (圖 B1.1)。通脹上升部分反映商品價格飆升的影響(圖 B1.2)。非燃料商品價格在 2001 至 2002 年大部分時間內均下跌，至 2003 年中顯著回升，今年初更錄得 25% 的按年升幅。硬商品(金屬)及軟商品(食品)同告漲價，較 2003 年中分別上升 46% 及 16%。此外，原油價格在 2004 年高企，波動亦大，在 1 月至 11 月期間上升 39%，與 2002 年初相比，升幅更達到 114%。

對大部分經濟體系來說，食品價格上升是帶動整體通脹上升的主要因素(表 B1.A)，但香港及新加坡則例外。前者主要受到租金變動所影響，而後者的通脹上升成因則涉及較廣泛層面。汽油價格上升對整體通脹的影響較有限(韓國、菲律賓、新加坡及泰國例外)，部分反映政府實施價格管制及補貼。況且，馬來西亞及印尼均為原油產品的淨出口國，香港作為細小的製造業基地，亦已減少對石油的倚賴。

亞洲區的通脹前景視乎商品價格所受到的衝擊持續多久而定，而更重要的是，實際通脹率上升會否促使市場預期未來的通脹率會繼續上升。就前者而言，由於全球增長放緩及食品價格所受的供應衝擊減少，商品價格下跌將會減少整體消費物價通脹所承受的上升壓力。金屬及食品價格在 2004 年第

<sup>6</sup> 這包括日本、新興工業經濟體系(香港、韓國、新加坡及台灣)、東盟 4 個經濟體系(印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國)及中國內地。文中所有總計數字均用簡單平均法計算，若另有說明則例外。

**圖 B1.3**  
亞洲核心消費物價通脹



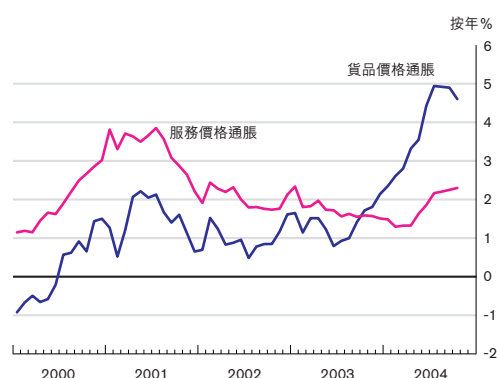
註：核心消費物價通脹不包括新鮮食品及能源。  
資料來源：CEIC及職員估計。

**表 B1.B**  
亞洲各經濟體系的核心消費物價通脹率<sup>1</sup>

(按年%)	2003	2004		
		Q1	Q2	10月
香港	-2.5	-2.4	-1.3	-0.2
印尼	7.2	5.5	6.4	7.2
日本	-0.3	-0.1	-0.2	-0.4
韓國	3.1	2.7	2.7	3.4
中國內地	0.0	0.3	0.5	1.3
馬來西亞	0.9	0.9	0.8	1.9
菲律賓	3.3	4.2	4.8	6.7
新加坡	0.5	0.9	1.7	0.9
台灣	-0.6	0.1	0.7	0.9
泰國	0.1	0.1	0.4	0.6
亞洲	1.2	1.2	1.6	2.2

註 1：不包括新鮮食品及能源。  
資料來源：CEIC及職員估計。

**圖 B1.4**  
亞洲貨品及服務價格通脹



資料來源：CEIC及職員估計。

3季已經回穩。石油價格方面，儘管11月底的期貨合約顯示在2005年底付運的油價會從目前的高水平回落，但其前景仍較不明朗。

即使商品價格通脹可能已經見頂，但若其他價格(尤其工資)受到強大的傳遞效應波及，早前商品價格所受的衝擊對消費物價通脹的影響可能維持較為長久。雖然不容易找到能直接反映亞洲通脹預期的數據，但另一可行方法是分析基本或核心通脹變動。根據職員估計，亞洲區的平均核心通脹率(不包括新鮮食品及能源)由2003年中的1.0%，倍升至2004年10月份的2.2%(儘管基數較小)(圖B1.3)。

亞洲區內的核心通脹率廣泛上升(表B1.B)。在香港、印尼、菲律賓及新加坡，核心通脹較為貼近整體通脹的走勢。至於其他亞洲經濟體系，若剔除新鮮食品及能源價格，消費物價通脹的升幅會較小。然而，韓國、中國內地、馬來西亞、台灣及泰國的核心通脹率現正處於上升趨勢。日本的情況例外，核心消費物價指數的跌幅似乎逐漸擴大，由今年初接近零水平，擴大至10月份的0.4%跌幅。

此外，正處於歷史低位的名義利率加上通脹上升，已使多個亞洲經濟體系(包括中國內地、新興工業經濟體系及泰國)的實質利率轉為負數，因而增加對需求及通脹的壓力。

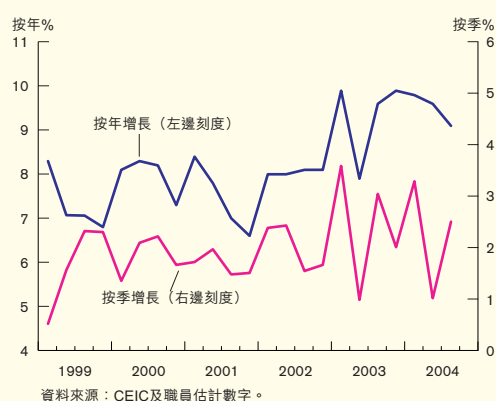
然而，現時沒有太多證據顯示勞工市場存在由成本帶動的通脹。事實上，雖然勞工需求回升及生產力改善，但實質工資增長仍然疲弱(泰國例外，原因是實質工資上升已影響核心通脹)。這反映失業率偏高，其中不少經濟體系的失業率仍高於亞洲金融危機前的水平。勞工成本未受壓力，這反映於穩定的服務價格通脹上，它與貨品價格通脹急升形成強烈對比(圖B1.4)。由此可見，通脹進一步顯著上升的機會不大(但條件是油價不會進一步大幅飆升)。此外，預期全球經濟增長步伐將於2005年減慢，若干亞洲央行亦已開始收緊貨幣政策。國際貨幣基金組織在9月份的《世界經濟展望》中預計，新興亞洲經濟體系的平均消費物價通脹將會由今年的4.3%，回落至2005年的3.9%。

## 中國內地

從6月份報告發布至今，中國內地增長步伐顯著減慢的風險大大降低。經濟增長繼第2季大幅減緩後，第3季在投資增長回升的帶動下回升。整體消費物價通脹在第3季上升，其後在10月份受到食品價格升幅減慢而顯著下降。然而，生產及投資貨品物價通脹率偏高，加上供應環節中的瓶頸現象，反映強大的需求壓力。當局在10月份調高利率，是9年來首次，並且放寬對商業貸款利率的限制，顯示內地正逐步朝向較以市場為本的宏觀經濟管理模式。

### 1.4 生產總值、增長及通脹

圖 1.15  
中國內地：國內生產總值增長

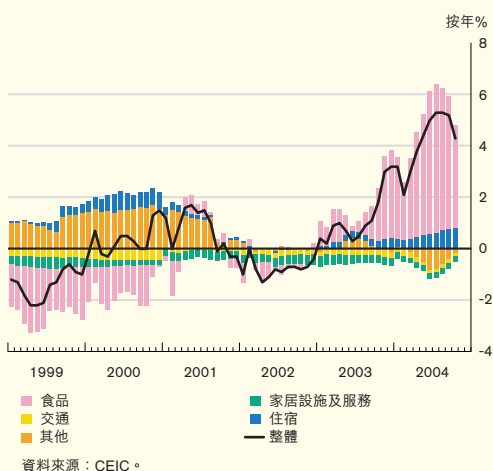


中國內地在2004年第3季的經濟增長回升，扭轉第2季大幅減慢的形勢。以按年增幅計，實質國內生產總值的由第2季的9.6%，回落至9.1%；但這是由於2003年第2季爆發非典型肺炎疫症令經濟嚴重受創，因此與2004年第2季數字相比的基數較小。經季節因素調整的非官方估計數字顯示，按季增長由第2季的1.0%，上升至第3季的2.5% (圖1.15)。

經濟增長在第3季加快，主要反映投資增長回升，同時消費開支及出口則繼續表現強勁。名義固定資產投資由第2季按年上升24.3%，加快至第3季的28.4%，相信是由於當局略為放寬在2004年上半年推行的行政措施。與第2季比較，工業生產錄得10.0%的年率增幅(經季節因素調整)。私人消費增長似乎減慢，反映在零售額按年增長由第2季的18.8%下降至14.0%。儘管如此，消費情況仍維持於偏高水平。出口增長維持強勁，增幅達到30%以上，進口增長則由第2季的43.6%下降至30.1%，原因可能是貸款限制遏抑原材料的需求。



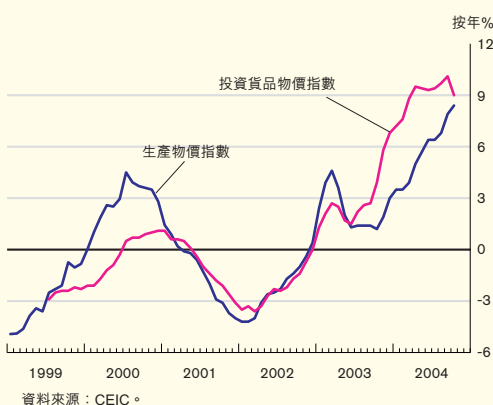
圖 1.16  
中國內地：對消費物價通脹的貢獻



第4季的經濟增長似乎維持堅穩。經季節因素調整的按3個月計工業生產增長由9月份的10.0%，上升至10月份的15.2%。固定資產投資及零售額亦顯著上升。

消費物價通脹在連續4個月維持5%以上的升幅後，在10月份回落至4.3%。這反映食品價格通脹幅度縮小（圖1.16），而食品價格通脹仍然是引致整體通脹率偏高的單一個最重要因素。總體的物價通脹中的3.5個百分點是因為食品價格上漲引致。透過供應渠道造成的通脹壓力維持偏高，反映需求持續強勁（但其對整體消費物價通脹的影響仍未呈現）。投資貨品價格在10月及9月的升幅分別為9.0%及10.1%，生產物價通脹則由7.9%上升至8.4%（圖1.17）。

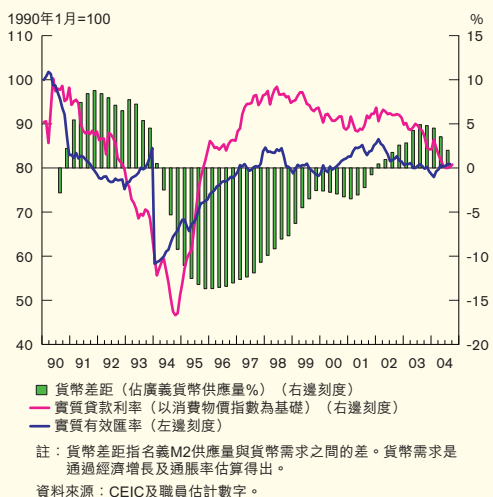
圖 1.17  
中國內地：其他物價指數



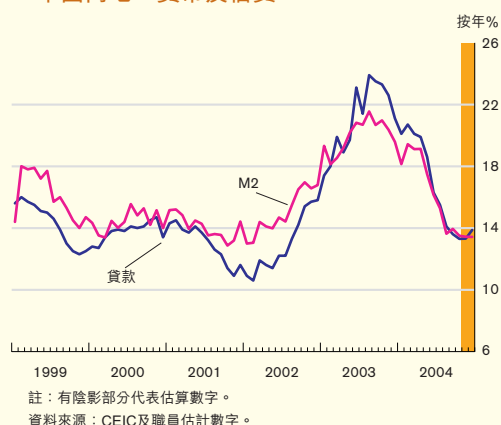
### 1.5 貨幣狀況及資產價格

貨幣狀況收緊，反映遏抑信貸增長的行政措施取得成效，以及10月底基準貸款及存款利率調高。近幾個月實質利率開始上升，但仍處於負數水平（圖1.18）。然而，由於美元疲弱導致人民幣實質有效匯率下跌，因此調高利率對整體貨幣狀況的影響已被部分抵銷。廣義貨幣供應量(M2)及信貸增長減慢，扭轉2004年首數個月強勁增長的趨勢，因而從可取得信貸的角度而言金融狀況較為收緊。10月份按季年率計的M2及信貸增長分別為13.3%及10.4%。若依照現時的增幅，2004年底前的按年M2及信貸增長將會下降至14%左右，較

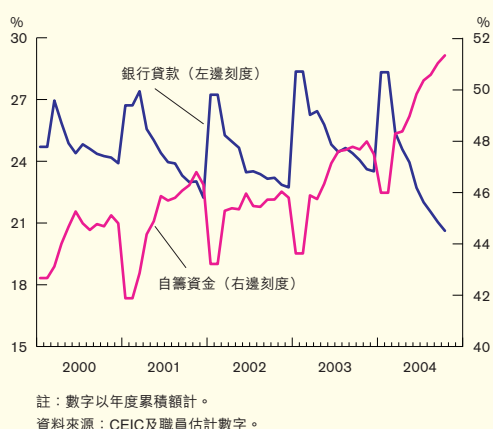
圖 1.18  
中國內地：貨幣狀況



**圖 1.19**  
中國內地：貨幣及信貸



**圖 1.20**  
中國內地：投資資金來源

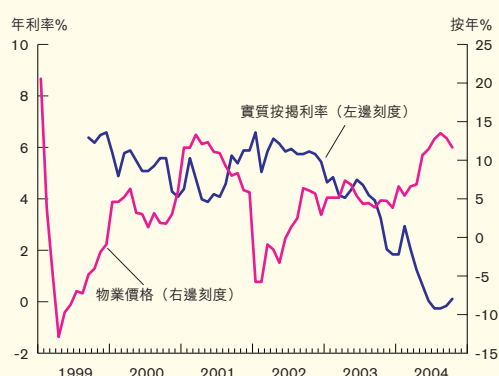


中國人民銀行希望達到的16至17%範圍為低(圖1.19)。金管局的估計數字顯示，正數的貨幣差距(即貨幣供應相對需求的過剩餘)顯著收窄。

貨幣及信貸增長顯著減慢，相信是過分誇大了可獲得信貸被收緊的程度。正式環節獲取信貸的機會受到限制，促使投資者尋求其他資金渠道。企業以自有資金進行投資的比重逐漸增加，實際資料顯示非正式的信貸市場轉趨活躍；實質利率處於負數水平，促使存款轉向其他投資出路，非正式信貸市場因而獲得支持(圖1.20)。人民幣存款增長較去年底減慢，以按年增長計由2003年10月的22.6%降至2004年10月的15.6%，以年率計的按季增長亦由19.3%降至10.9%。然而，有跡象顯示人民幣存款正在回穩，其下跌步伐已漸減慢。此外，境外融資似乎有所增加，從短期外債增加(其中一部分不涉及銀行體系的信貸增長)可見。這種金融中介活動減少的現象降低了透過限制銀行體系信貸供應以進行宏觀調控的成效，並增加不受規管的非正式信貸市場引起的潛在風險。中國人民銀行在10月底調高利率，相信部分與這些關注事項有關。

另一方面，大量資金流入繼續對儲備貨幣增長造成壓力，外匯儲備在2001年至2003年間增加超過一倍，並在今年首9個月內增加27.6%。這個情況促使中國人民銀行進行沖銷操作，以減少對國內貨幣狀況造成的影響。因此，儘管外匯儲備增長迅速，但基礎貨幣在過去幾個月的按年增長幅度被限制在10至14%的範圍內。

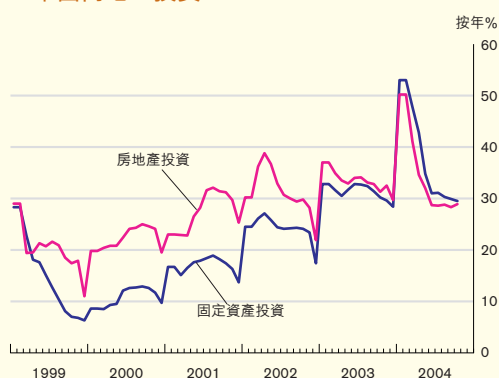
**圖 1.21**  
中國內地：實質按揭利率及物業價格



資料來源：中國人民銀行及CEIC。

相對寬鬆的貨幣狀況是導致樓價強勁增長的一個因素，後者本身亦刺激投資增長及使經濟過熱的問題惡化。實質按揭利率偏低，亦刺激住宅物業的需求（圖 1.21）。部分城區的樓價自 2001 年起迅速上升，在 2004 年首 9 個月內更上升超過兩成。全國整體樓價在 2004 年 10 月按年率計上升 12%；與前幾年比較，這個升幅屬於偏高水平。房地產發展支出似乎是推動整體固定資產投資的主要動力，從過去幾年兩者之間密切相關反映出（圖 1.22）。在 2004 年首 10 個月內，房地產投資按年增加 28.9%，相比固定資產投資總額的增幅則為 29.5%。

**圖 1.22**  
中國內地：投資



註：數字以年度累積額計。

資料來源：CEIC。

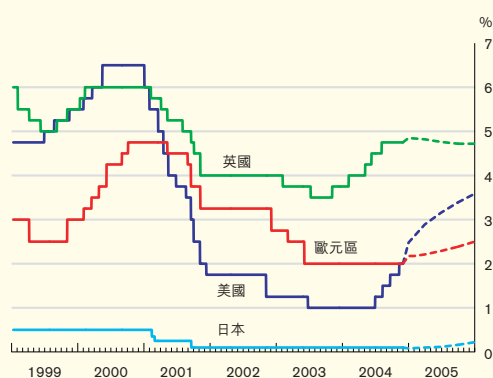


## 貨幣及金融狀況

市場已廣泛預期的美國收緊利率周期於2004年6月底展開。截至11月底，美國聯邦公開市場委員會在連續4次會議上合計調高聯邦基金目標利率1個百分點，並表明會繼續循序漸進地收緊目前的寬鬆貨幣政策。中國人民銀行亦調高主要利率，以助維持穩定的增長步伐。美元在11月初顯著轉弱，美國龐大的經常帳赤字對美元進一步貶值構成風險。

### 1.6 利率

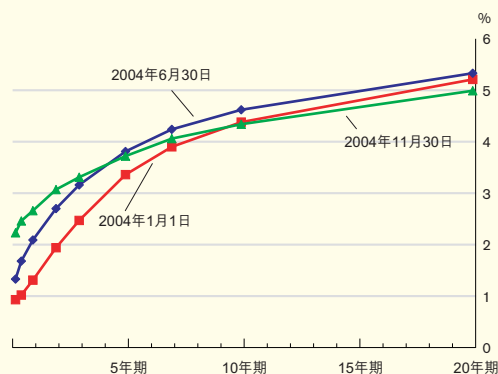
圖 1.23  
主要經濟體系官方即期及遠期利率



註：實線代表官方即期利率，虛線代表於2004年11月30日期貨合約反映的3個月銀行同業拆息。  
資料來源：彭博及CEIC。

一如市場所料，美國聯邦儲備局在2004年6月底開始收緊貨幣政策。截至11月底，聯邦公開市場委員會在連續4次會議上已合共調高聯邦基金目標利率1個百分點至2厘水平。儘管公布的宏觀經濟數據好壞參半，但聯儲局表明目前寬鬆的貨幣政策將會以循序漸進的方式收緊。11月30日聯邦基金期貨合約價格反映市場人士預期目標利率在2005年6月將會升至3.0厘。在各個主要經濟體系中，加拿大及英國亦在此段期間調高政策利率。雖然歐洲中央銀行及日本銀行維持利率不變，但期貨合約價格反映市場人士預期該等利率將會在2005年內逐步上調（圖1.23）。

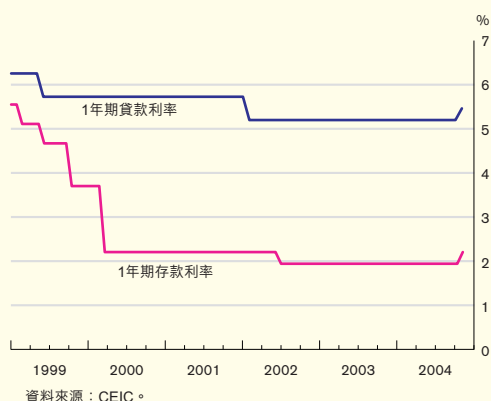
圖 1.24  
美國國庫券收益率曲線



資料來源：美國聯邦儲備局。

美國國庫券收益率曲線由2004年6月起漸趨平坦（圖1.24）。市場對美國將於2005年進一步加息的預期，推高短期國庫券收益率，但基於經濟增長動力放緩的風險，加上通脹前景溫和，促使長期國庫券收益率向下。於11月底，10年期與1年期美國國庫券的收益率差距降至170基點左右，是3年來最低水平。歐洲方面，長期政府債券收益率亦因缺乏通脹壓力而受影響：10年期德國政府債券收益率由6月中約4.4%的高位，回落至11月30日低於3.8%以下水平。

**圖 1.25**  
中國內地：主要貸款及存款利率



隨着消費物價趨升，已實現實質利率跌至零以下水平，因此中國人民銀行在10月底調高主要利率，以助維持穩定的增長步伐。這是中國人民銀行9年來首次加息：基準1年期貸款及1年期存款利率分別調高27基點，至5.58厘及2.25厘（圖1.25）。<sup>7</sup>為有助加強銀行體系的風險管理，中國人民銀行亦取消貸款利率上限及存款利率下限，藉此擴大商業銀行釐定利率的自由度。在取消限制之前，貸款利率的上限定在基準利率的2.3倍。然而，貸款利率下限及存款利率上限維持不變。

## 1.7 匯率

**圖 1.26**  
美元：雙邊匯率



美元匯價在2004年第3季大致穩定，但在11月大幅下滑（圖1.26）。美元於6月至10月期間在每歐元兌1.2至1.25美元的範圍內徘徊，但於11月底下降至每歐元兌1.33美元的歷史低位。與此同時，日圓兌美元匯價亦出現類似走勢。然而，大部分市場評論都預期美元在中期而言將會進一步下滑，以助減少美國龐大的經常帳赤字（見專題2）。

**圖 1.27**  
人民幣不交收遠期匯率



市場在10月起對人民幣可能升值的預期顯著增強（圖1.27）。在10月1日七大工業國與中國內地財長及中央銀行行長會議前，市場揣測人民幣升值的氣氛愈漸濃厚，使1年期不交收人民幣遠期匯率由7月中錄得8.2元人民幣兌1美元的1年低位，上升至7.9元人民幣兌1美元。

<sup>7</sup> 金融機構須將存款及貸款利率維持在中國人民銀行宣布的基準利率或其狹窄的範圍內。

圖 1.28  
部分主要股市指數（本地貨幣）

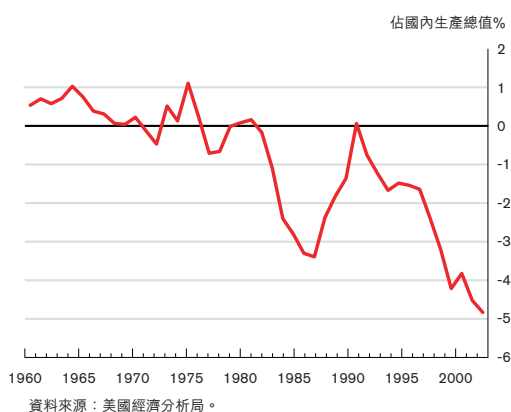


## 1.8 股票市場

由於股市的不明朗因素（以期權價格的引伸波幅衡量）仍屬偏低，過去6個月的股價波動可能主要受到基本因素多於市場因素的影響。企業盈利增長受到關注，是2004年夏季各主要股市報挫的其中一個原因（圖1.28）。幾間大型資訊科技公司就今年下半年發出盈利增幅可能低於預期的警告後，這類公司的股價在7月大幅下跌。美國總統大選過後，加上油價從歷史高位回落，股價在11月初強力反彈。

## 專題 2 美國經常帳赤字及美元匯價

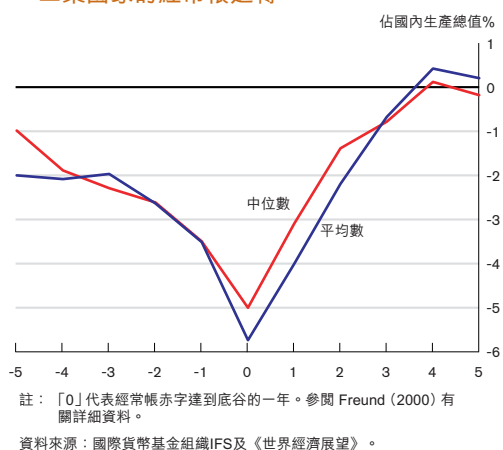
圖 B2.1  
美國經常帳平衡



美國龐大的經常帳赤字已成為近期政策討論的焦點。有評論認為美國的經常帳赤字佔國內生產總值約5%的水平（圖B2.1），已達到無法持續的地步。這暗示美元匯價有可能會持續下跌。<sup>8</sup> 本專題擬進一步探討這些評論。

經常帳赤字到達哪個水平才應引起關注？這恐怕沒有肯定的答案。但 Freund (2000) 曾就工業國家出現過的25次經常帳逆轉進行研究，發現在一般情況下若經常帳赤字相當於國內生產總值5%左右，經常帳逆轉便會出現，並要4至5年時間才可恢復平衡（圖B2.2）。<sup>9</sup>

圖 B2.2  
工業國家的經常帳逆轉



赤字情況能否持續將取決於本國借款人及外國貸款人的決定。只有在借款人（本例為美國）認為繼續借貸是有利之舉，而貸款國（全球其他各國）願意提供更多貸款的情況下，赤字情況才可維持。從美國的角度來看，若赤字擴大至償還貸款會對本土經濟造成不利影響，該赤字情況便不能維持。此外，全球各國將會分析美國的風險及回報狀況，以確定進一步投資該國是否有利可圖。

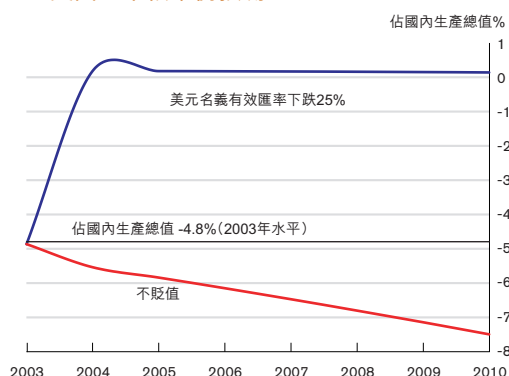
從會計角度看，經常帳平衡純粹就是貿易平衡與境外資產淨收入的總和。Mann (1999) 根據這個定義來評估美元需要貶值至哪個水平才可使美國經常帳回復平衡。<sup>10</sup> 她假設全球名義利率為4厘，美國及其他各國經濟增長分別為2.1%及3.2%，然後預計若匯率不作出任何調整，美國經常帳赤字將

<sup>8</sup> 另有一個相反的看法，認為經常帳赤字純粹反映新的投資機會，因此不應引起顧慮。「勞遜原則」(Lawson Doctrine) 認為，經常帳赤字上升若非公營部門借貸增加所致，便不應引起政策方面的特別關注。

<sup>9</sup> Freund, C. (2000), 「工業化國家經常帳調整」(Current account adjustment in industrialised countries), 美國聯邦儲備局第692號國際金融討論文件。

<sup>10</sup> Mann, C. (1999), 「美國貿易赤字能否持續？」(Is the US trade deficit sustainable?), 國際經濟研究所。

**圖 B2.3**  
美國經常帳平衡預測



資料來源：Mann (1999)及職員計算數字。

會由2003年相當於國內生產總值的4.8%，擴大至2010年的7.5% (圖B2.3)。但若美元名義有效匯率下跌25%，經常帳在下一年便幾乎可以回復平衡。

Obstfeld及Rogoff (2004) 認為，儘管現時經常帳赤字相當於國內生產總值5%的比例看似不太大，但它佔美國貿易貨品生產的比例可能達到兩成或以上。因此，經常帳平衡佔國內生產總值比重的細小變化，可能會對美國及外國產品的相對價格，以至美元名義匯率造成很大的影響。<sup>11</sup> 他們利用一個劃分為本土與外國的貿易貨品及非貿易貨品的模型來評估經常帳赤字恢復平衡對長期實質匯率的影響。根據他們的計算，在需求衝擊而引致5%經常帳突然逆轉的情況下，實質有效匯率可能要貶值達三成以上。

儘管計算結果顯示，美元可能要大幅貶值才可令對外收支恢復平衡，但其他因素可能會影響持續性方面的分析。<sup>12</sup> 例如，若日本與歐元區經濟增長加快而令進口需求上升，而美國產品亦能配合這些增加的需求，這便可逐步改善美國貿易與經常帳平衡的狀況。此外，美國公營部門及私人儲蓄增加，亦可改善經常帳赤字的情況。再者，預期美元將會保持作為儲備貨幣的特殊地位，因而吸引國際投資者 (尤其中央銀行) 持有美元資產。

<sup>11</sup> Obstfeld, M. 及 K. Rogoff (2004), 「美國不可持續的經常帳狀況再析」(The unsustainable US current account position revisited), 美國加州大學柏克萊分校。

<sup>12</sup> Mussa, M. 在國際經濟研究所的「全球經濟預測, 2004年4月」(Global Economic Forecasts, April 2004) 提出, 美元實質有效匯率要較2000/01年高峰水平下跌三成左右, 才可令美國貿易赤字減少2,500至3,000億美元。美國在2003年的貿易赤字接近5,000億美元。由於美元實質有效匯率較2001年底已下跌14%, Mussa的計算數字顯示匯率要再下跌15%。

## 2. 本港經濟

### 需求

由於本地與外部需求增長放緩，香港的生產總值經2004第2季強勁增長後，增幅在第3季略為減慢。然而，資產價格上升、勞工市場情況改善，以及家庭收入增加，使本地需求保持穩健。與內地關係日趨緊密，亦繼續為香港的對外貿易提供支持。

### 2.1 整體需求

自6月份的報告公布以來，整體需求繼續強勁增長，只是在2004年第3季略為放緩（圖2.1）。由於需求強勁，以固定（2000年）市價計算的本地生產總值有所增長，第3季經季節因素調整後的按季計增幅為1.9%，第2季為2.6%。按年計增幅則由第2季的12.1%，減慢至第3季的7.2%，但前者受到2003年同期非典型肺炎疫症的影響所扭曲（表2.A）。本地需求增長仍然是帶動經濟增長的主要因素，但按年計增幅放慢至4.3%。

### 2.2 本地需求

#### 私人消費

自6月份的報告公布以來，私人消費保持強勁，但近月則略為回落。經季節因素調整後，私人消費開支的按季計增長在第2季錄得4年多以來的最高增長率3.7%後，在第3季回落

圖 2.1  
以固定市價計算的實質本地生產總值

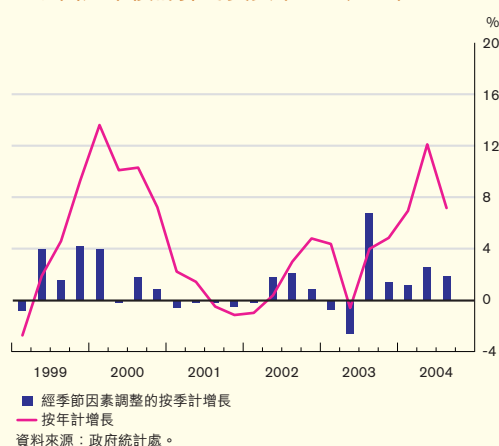


表 2.A  
本地生產總值及各組成項目  
(按年計增長)<sup>1</sup>

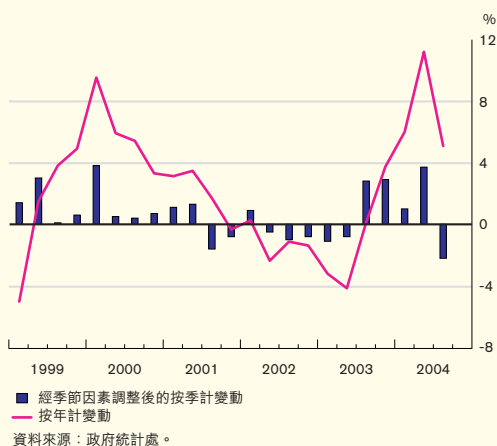
	2002	2003	2003		2004		
			Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
本地生產總值	1.9	3.2	4.0	4.9	7.0	12.1	7.2
本地需求	-0.8	0.0	-1.1	4.2	7.3	12.7	4.3
消費							
私人	-1.2	-0.9	0.1	3.7	6.0	11.2	5.1
公共	2.5	1.9	0.5	5.5	5.4	-0.2	-1.5
本地固定資本形成總額	-4.5	0.1	0.0	1.9	5.5	12.7	4.9
私人	-5.2	0.1	-1.5	2.0	6.8	16.8	8.5
公共	-1.4	0.3	8.8	1.4	0.3	-8.6	-14.5
存貨變動 <sup>2</sup>	0.9	0.3	-1.2	0.8	1.5	2.2	-0.1
商品出口淨值 <sup>2</sup>	0.3	0.6	2.1	-1.9	-2.9	-3.5	1.2
服務出口淨值 <sup>2</sup>	2.3	2.6	3.0	2.9	2.9	3.6	2.2

註：1. 以固定（2000年）市價計算。

2. 以百分點表示對本地生產總值按年增長率的貢獻。

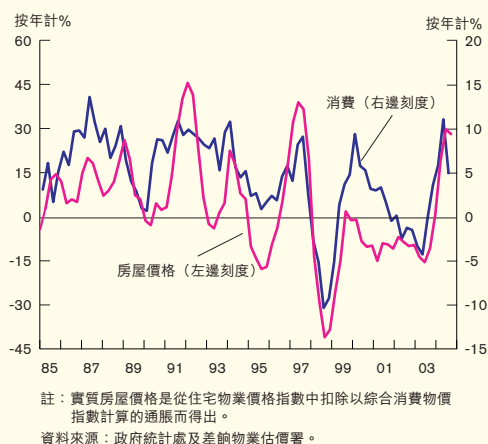
資料來源：政府統計處。

圖 2.2  
實質私人消費



2.2% (圖2.2)。私人消費對第2及第3季的按年計本地生產總值增長分別貢獻6.5及2.7個百分點。商品及服務支出在第2季錄得雙位數字的按年計增長，但第3季則有所減慢。然而，最新數據顯示，經季節因素調整後的按3個月計零售額減少。鑑於到港遊客有所增加，因此零售額減少可能反映本地消費在第4季進一步放緩。

圖 2.3  
實質私人消費與實質房屋價格



今年較早前消費大幅增長，是因為資產市場回升、勞工市場狀況改善、消費信心增強及家庭收入增加 (圖2.3)。隨着消費增長強勁，有跡象顯示家庭儲蓄率在近年顯著上升後有所下降。<sup>13</sup> 圖2.4顯示最近幾個季度消費與勞工收入比率上升，但仍遠低於過去20年的平均水平。若有關比率迅速回復至1985年以來的平均水平，則表示隨着經濟復甦，消費大幅增長，有可能會構成通脹風險。

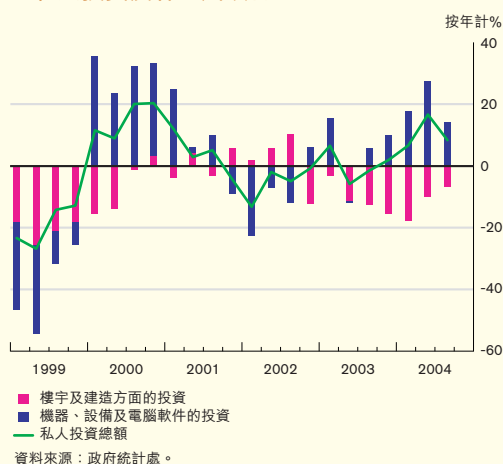
圖 2.4  
消費與勞工收入比率



<sup>13</sup> 有關家庭儲蓄率的官方估計數字並沒有公布，但金管局職員對勞工收入作出了估計 (見香港金融研究中心研究文章編號1/2004「香港的消費、收入與財富的關係」(The relationship between consumption, income and wealth in Hong Kong))。消費與勞工收入的逆比率對家庭儲蓄率提供指引，但鑑於勞工收入僅為家庭收入的一部分，因此消費與勞工收入的逆比率不能完全反映儲蓄率水平。



圖 2.5  
私人投資及各組成項目



## 投資

私人投資維持強勁，在第2及第3季分別錄得按年計增幅16.8%及8.5%，反映企業盈利表現理想，以及對業務前景保持樂觀。機器、設備及電腦軟件支出繼續帶動投資增加，樓宇及建造支出的減幅自第2季以來有所放緩（圖2.5）。

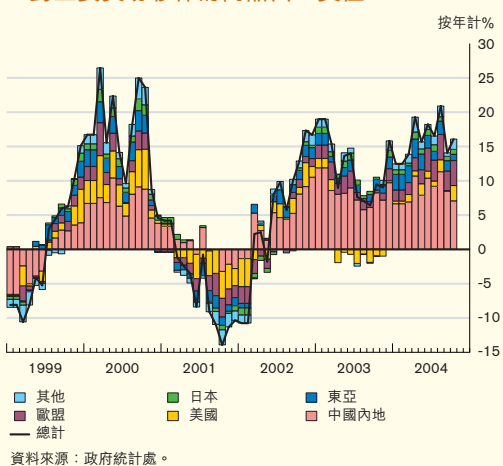
公共投資在第2及第3季均錄得按年下跌，而之前3季則持續增長。公共投資減少，是因為多個鐵路項目相繼完工，抵銷了多個主要土木工程項目所增加的支出。

## 2.3 對外貿易

在本地需求增長開始出現減慢跡象的同時，對香港的商品與服務的外部需求增長亦不及之前強勁，這是因為近月主要貿易夥伴的經濟增長放緩。然而，離岸貿易及到港旅遊業（特別是來自中國內地）保持強勁。

商品出口貿易在第2季錄得按季計增幅5.8%後，在第3季下跌0.9%。最近的數據顯示有關跌勢可能持續，原因是10月份經季節因素調整的按3個月計商品出口總值增長0.6%，而出口平減物價指數則按大約相同的增幅上升。尤其對中國內地及東亞的出口商品總值按年計增長在過去5個月表現強勁後，在9月至10月間的增幅有所減弱（圖2.6）。

圖 2.6  
對主要貿易夥伴的商品出口貨值



進口商品在第3季的按季計跌幅為2.9%，高於出口的跌幅，而第2季則錄得5.5%的升幅。最新數據顯示，10月份進口貨值錄得經季節因素調整後的按3個月計跌幅0.3%，而進口價格則繼續上升。進口下跌，主要反映留用進口減少，而轉口用進口亦減少。



**表 2.B**  
**旅遊業收益**

	旅遊業收益 <sup>1</sup>		
	總計	中國內地	其他
	佔本地生產總值的比重 (%)		
2002	4.6	2.3	2.4
2003	4.6	2.9	1.7
2004Q1	4.9	3.2	1.7
Q2	4.6	2.7	1.9
Q3	5.1	3.3	1.8

註：1. 旅遊業收益只包括遊客的消費支出。

資料來源：政府統計處、旅遊發展局及職員估計數字。

儘管商品貿易放緩，但服務出口（包括離岸貿易）在第3季按季計增長7.6%，反映出口組成項目持續由商品出口轉為離岸貿易的結構性轉移。此外，到港旅遊業繼續增長。與1年前比較，到港旅客人數在第3季增加30%，其中內地旅客佔有關升幅的三分之二。「個人遊計劃」加強了內地作為香港旅遊業收益的主要來源的角色。估計截至目前為止，來自內地的旅遊業收益總額佔本地生產總值的3.1%，2002及2003年的比重則分別為2.3%及2.9%（表2.B）。然而，有跡象顯示內地旅客的人均支出有所減少，因此來自內地的旅遊業收益總額在本地生產總值中所佔比重增加的趨勢可能會放緩。

## 生產總值與供應

從供應方角度來看，服務行業是帶動近期生產總值增長的主要因素。隨着經濟復甦，勞工市場狀況繼續改善。然而，近月失業率回落速度減慢，原因是勞動力增長部分抵銷了就業人數的增長。

**表 2.C**  
按主要行業分類的實質本地生產總值增長  
(按年計)

	2001	2002	2003	2003		2004	
				H1	H2	Q1	Q2
以要素成本計算的實質							
本地生產總值	0.9	2.1	3.4	2.1	4.5	7.1	10.8
工業環節	-3.7	-3.7	-4.6	-5.7	-3.6	-2.1	-2.3
其中：							
製造業	-8.6	-9.8	-9.1	-10.7	-7.7	1.8	1.1
建造業	-2.0	-1.5	-5.0	-5.0	-5.0	-8.3	-8.0
服務環節	1.6	3.0	4.5	3.2	5.7	8.4	12.6
其中：							
批發、零售、飲食							
及酒店	-4.1	-5.6	-5.3	-10.7	-0.2	6.7	23.2
進口及出口	1.6	7.5	14.4	17.2	12.3	14.3	19.3
運輸及倉庫	0.3	5.0	-0.7	-2.8	1.1	12.0	28.9
金融、保險及							
商業服務	-0.9	1.4	7.5	4.1	10.7	17.0	12.5

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)

	2001	2002	2003	2003		2004	
				H1	H2	Q1	Q2
以要素成本計算的實質							
本地生產總值	0.9	2.1	3.4	2.1	4.5	7.1	10.8
工業環節	-0.5	-0.5	-0.6	-0.7	-0.5	-0.2	-0.3
其中：							
製造業	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.4	0.1	0.0
建造業	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4	-0.4
服務環節	1.4	2.6	4.0	2.8	5.0	7.4	11.0
其中：							
批發、零售、飲食							
及酒店	-0.3	-0.4	-0.3	-0.7	0.0	0.4	1.2
進口及出口	0.3	1.5	3.0	3.2	2.8	3.1	4.1
運輸及倉庫	0.0	0.4	-0.1	-0.2	0.1	1.0	2.1
金融、保險及							
商業服務	-0.2	0.2	1.3	0.7	1.8	2.9	2.3

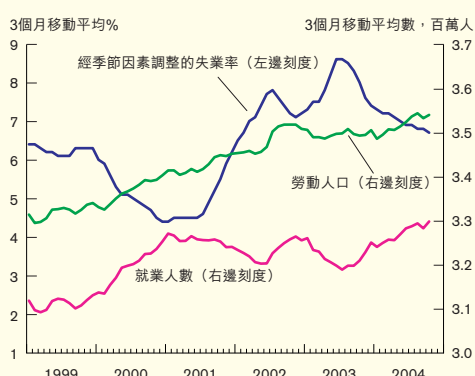
資料來源：政府統計處。

## 2.4 生產總值

按經濟行業分析的以要素成本計算的實質本地生產總值(量度用作支付生產要素的收入)，反映經濟中供應方的發展形勢。按行業分析的生產總值增長顯示，服務行業的生產總值佔整體生產總值近九成，在2004年第2季較一年前增加了12.6%(表2.C)。工業環節的生產總值減少，但製造業的生產總值在過去3年錄得平均按年跌幅9.2%後，在2004年上半年增長1.4%。製造業生產總值增加的同時，本地出口在連續13季錄得跌幅後，在第1及第2季錄得增長。這大概反映自2004年以來實施《更緊密經貿關係的安排》所產生的正面影響。

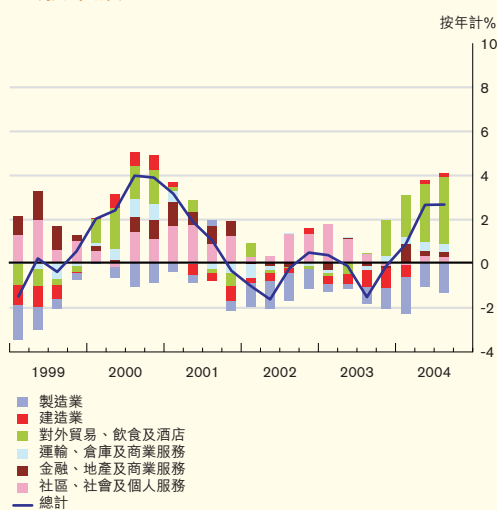
進出口貿易環節(包括與貿易有關服務)是帶動近期生產總值增長的主要因素，在2004年第2季的生產總值增長中的貢獻約為40%(表2.D)。金融服務業對有關增長的貢獻亦超過20%。工業環節的貢獻則為負數，反映持續轉為服務為本經濟的結構性轉型。

**圖 2.7**  
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

**圖 2.8**  
各行業對就業人數增長的貢獻  
(按年計)



資料來源：政府統計處。

領先指標顯示繼第3季增長減慢後，第4季可能會進一步放緩。<sup>14</sup> 根據政府統計處進行有關2004年第4季的業務展望按季統計調查，大多數涵蓋的行業均預期第4季的業務／產出量較第3季上升，但對前景則不及上一季度樂觀。

## 2.5 勞工與生產力

隨着經濟復甦，就業人數回升，勞工生產力亦有所提高。與過往標準比較，現階段的失業率仍處於高水平，但隨着經濟復甦持續，相信失業率會進一步下降。

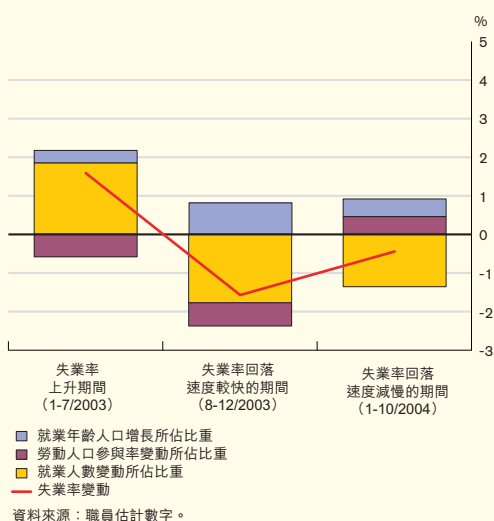
### 勞工市場狀況

自6月份的報告公布以來，由於就業年齡人口及勞動人口參與率上升，勞工供應繼續增加(圖2.7)。就業前景改善可能吸引較多人投入就業市場。

反映生產總值回復增長，就業人數穩步增加。與較早前按行業分析生產總值的結果一致，增長最快的行業——貿易、飲食與酒店——創造較多職位，製造業的就業人數則繼續減少(圖2.8)。業務展望按季統計調查顯示，大部分行業均預期2004年第4季的就業人數會輕微上升或大致保持穩定。勞工處的職位空缺統計數字反映私人機構對工人的需求持續。

<sup>14</sup> 本報告出版時，尚未公布按經濟活動分析的第三季本地生產總值，因此第三季放緩的速度是根據以支出組成項目分析的本地生產總值計算。

**圖 2.9**  
失業率的決定因素



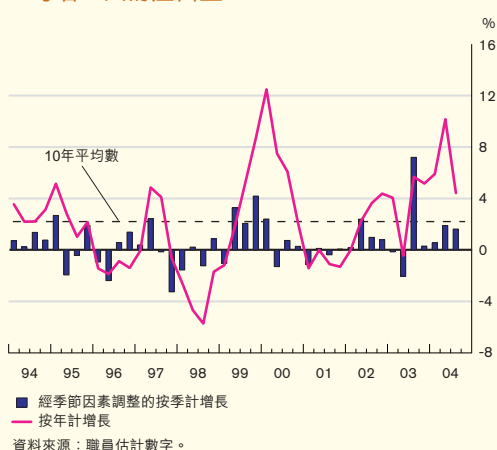
6月份報告提到就業人數增加的速度，比勞動人口的增長快，令失業率大幅下降。然而，近月失業率回落的速度減慢：截至10月止3個月的失業率為6.7%（圖2.7）。這是由於勞動力增長抵銷了就業人數的大部分增長（圖2.9）<sup>15</sup>。部分行業，特別是建造業仍存在就業不足的情況。業務前景不明朗，僱主在聘用人手方面採取審慎的態度，令兼職職位增加。

失業率回落的速度減慢，令人憂慮結構性因素造成的影響。雖然在亞洲金融危機後自然失業率應有所上升，但估計數字顯示自然失業率大為低於當前的失業率。<sup>16</sup>

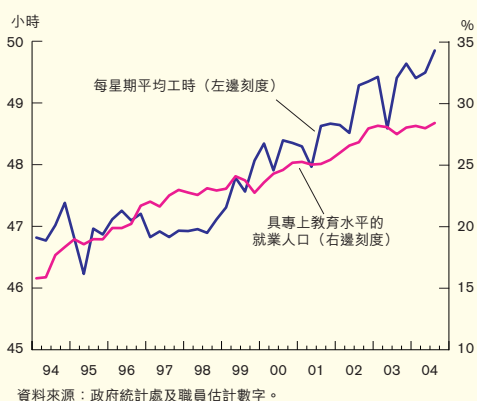
### 生產力

除2003年第2季生產總值因非典型肺炎疫症受到嚴峻影響外，過去3年勞工生產力（以每名工人的產出量計）的按年計增長均高於其10年平均增長率（圖2.10）。所評估的勞工生產力增長加快，原因之一是工時加長。每星期的平均工時由1994至98年間約47小時，延長至2004年第3季的超過49小時（圖2.11）。勞動人口的教育水平及職業概況逐步提升，相信亦是生產力提高的原因之一。總就業人數中教育水平達到大專程度的，由1994年的不足17%，上升至2004年第3季的超過28%（圖2.11）。總勞動人口中屬於中高級職位的所佔比重由九十年代中約30%，增加至2004年第3季的33%。<sup>17</sup>

**圖 2.10**  
每名工人的產出量



**圖 2.11**  
平均工時及教育水平較高的工人所佔比重



<sup>15</sup> 將失業率的變化分類為不同因素造成的架構見 Peng, W. 等(2001)，《香港金融管理局季報》，2001年11月號，「失業問題的根源：近期發展與前景」。

<sup>16</sup> 實證分析顯示近年的自然失業率為3½-4½%。詳見《香港金融管理局季報》，2004年6月號，「失業問題的根源」。

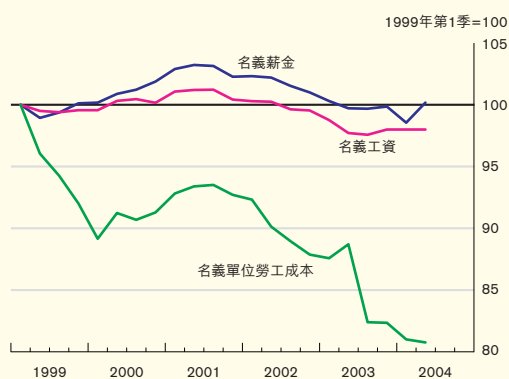
<sup>17</sup> 中高級職位指輔助專業人員（如技術員、護士及會計主管）、專業人員、以及經理及以上職級。

## 物價

雖然通縮壓力已迅速緩和，而且某程度上已減退，但目前並沒有通脹的跡象。然而，正數值的產出差距、進口價格及工資上漲、物業市場復甦，以及需求強勁，都可能令通脹壓力增加。但由於生產力增長繼續高於工資增長，因此工資增長所帶來通脹上升的壓力應比較溫和。

### 2.6 勞工成本

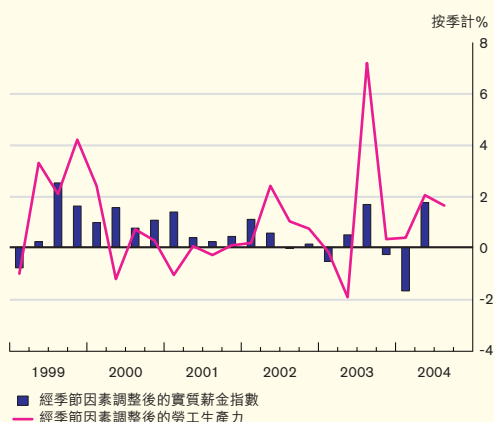
**圖 2.12**  
工資與薪金指數及單位勞工成本



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

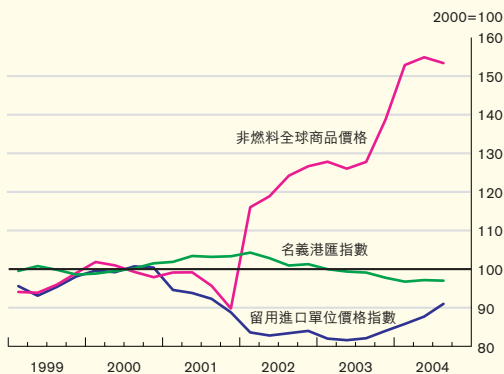
由成本帶動的通脹壓力維持在低位。有關勞工成本的最新數據顯示，2004年上半年平均名義工資保持平穩。2004年上半年平均名義薪金（包括薪酬以及超時工作津貼、補薪及其他不定期津貼及花紅）經季節因素調整後上升0.3%（圖2.12）。雖然薪金有所增加，但由於生產力增長高於平均薪金增長，因此2004年上半年單位勞工成本繼續下跌（圖2.13）。

**圖 2.13**  
勞工生產力及實質工資



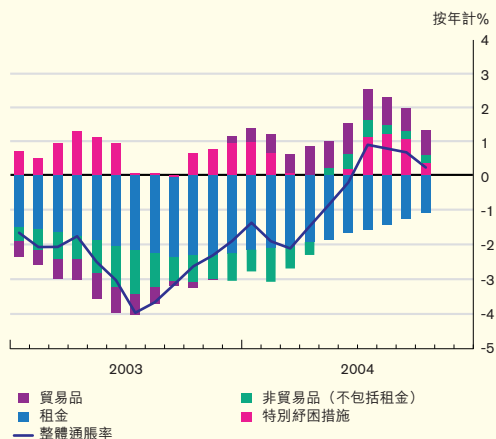
註：勞工生產力按每名工人的產出量計算。  
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 2.14  
進口價格



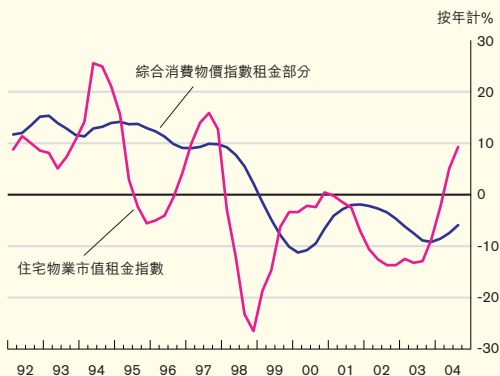
資料來源：政府統計處及Datastream。

圖 2.15  
整體通脹率



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

圖 2.16  
租金指數



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

## 2.7 商品及進口價格

進口價格在第2及第3季進一步上升，反映港元有效匯率轉弱以及全球商品價格上漲，其中升幅最大的是原材料及燃料的價格(圖2.14)。留用進口的單位價格指數在第2季按季計上升2.2%後，在第3季再上升3.8%(圖2.14)。雖然非燃料商品價格在第3季下跌，但油價仍然高企，並大幅波動。

## 2.8 消費物價

綜合消費物價指數在7至10月間錄得按年計增幅，令人憂慮通脹重臨。然而，有關增幅主要受到政府在2003年同期採取的紓解民困特別措施影響(圖2.15)。就這些措施的影響作出調整後，消費物價按年計仍在下跌。綜合消費物價指數在9月及10月的按月計升幅為0.1%，而對上3個月則錄得同樣比率的跌幅。這表示儘管通縮壓力已迅速緩和，而且某程度上已減退，但目前並沒有跡象顯示通脹顯著上升。

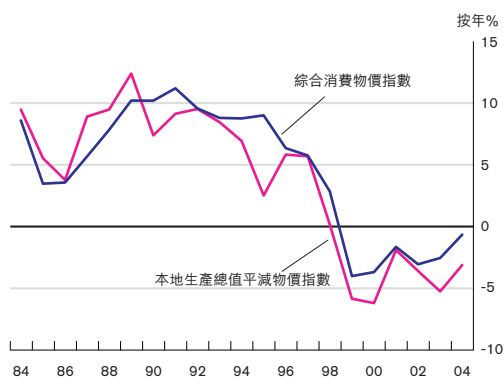
綜合消費物價指數大致保持穩定，未能反映其主要組成項目走勢不一的情況。全球經濟增長同步復甦，以及本地經濟活動回升，令貿易商品與非貿易商品及服務的價格(不包括租金)自2003年底以來上升。儘管物業價格回升，但綜合消費物價指數的租金部分繼續下跌，對期內的整體指數造成下調壓力。租金部分下跌的情況與市值租金的走勢相反；市值租金已從2003年的低位回升約10%(圖2.16)。部分由於固定租約期限(一般為一至兩年)的影響，租金部分的變動滯後於市值租金的走勢。今年截至目前為止，石油價格上漲對通脹影響不大，原因是其於消費物價指數中的比重偏低。

雖然按消費物價變動計算的通縮已大致結束，但較廣義的本地生產總值平減物價指數繼續下跌。專題3指出近年這兩項指數的差異主要是因為兩者涵蓋的項目不同。具體而言，本地生產總值平減物價指數跌幅較大，主要反映近年投資商品價格的跌幅大於消費品及服務價格的跌幅，以及貿易條件惡化。綜合而言，兩個指標均反映目前通脹壓力溫和。

### 專題 3

## 本地生產總值平減物價指數及消費物價指數

**圖 B3.1**  
本地生產總值平減物價指數及消費物價



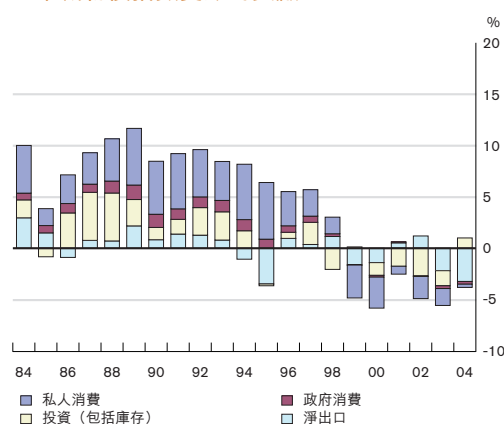
註：2004年數字是該年首3季的平均數。

資料來源：政府統計處。

近年本地生產總值平減物價指數的下跌步伐較綜合消費物價指數快(圖B3.1)。雖然以消費物價變化衡量的通縮已經結束，但較廣義的本地生產總值平減物價指數顯示物價繼續下跌。本專題探討造成兩者差距的成因及其重要性。

金管局較早的研究顯示，過去幾年本地生產總值平減物價指數的跌幅較大，主要原因是兩者涵蓋範圍有分別。<sup>18</sup> 綜合消費物價指數的涵蓋範圍與本地生產總值平減物價指數的私人消費開支組成項目大致相同，但本地生產總值平減物價指數同時包括：投資貨品價格、政府服務成本，以及貿易貨品與服務價格。若逐一分析本地生產總值平減物價指數的組成項目，可見近年該指數下跌的主要原因是私人消費開支及投資平減物價指數下跌(圖B3.2)。在2001年至03年間，投資組成項目的價格跌幅較私人消費的大。此外，貿易條件惡化亦是導致2003年及2004年本地生產總值平減物價指數下跌的一個原因。

**圖 B3.2**  
主要組成項目對本地生產總值平減物價指數變動的貢獻



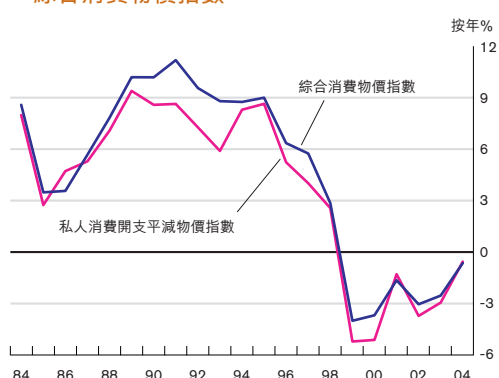
註：2004年數字是該年首3季的平均數。

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

<sup>18</sup> Peng, W. & K. Fan (2004), 「香港的主要價格指標及通脹」(英文版), 《金管局研究備忘錄》, <http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM06-2004.pdf>。



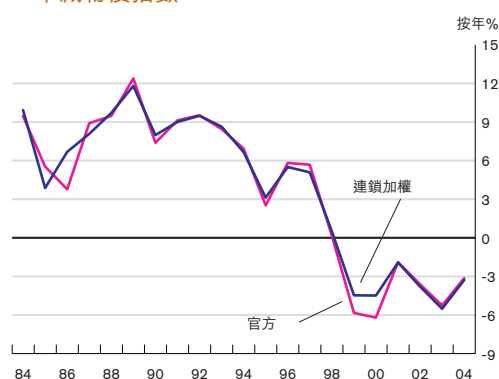
**圖 B3.3**  
私人消費開支平減物價指數及  
綜合消費物價指數



註：2004年數字是該年首3季的平均數。

資料來源：政府統計處。

**圖 B3.4**  
官方及連鎖加權的本地生產總值  
平減物價指數



註：2004年數字是該年首3季的平均數。

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

除了涵蓋範圍不同，計算指數所用方法有分別，致使量度物價變動時有偏差，亦可能會造成兩者的差距。這種偏差被稱為「替代偏差」，原因是消費者以較便宜的貨品及服務取代較貴者，使消費籃子出現變動。私人消費開支平減物價指數的涵蓋範圍與綜合消費物價指數大致相同，但其在過去20年大部分時間內的變動率卻小於綜合消費物價指數（圖B3.3）。

綜合消費物價指數是一種拉斯佩耶斯指數，計算方法是按基年所定權數將個別商品及服務的價格指數總計起來。某項商品或服務的相對價格下跌，通常會刺激它的需求。由於綜合消費物價指數就價格較高的商品及服務所用的權數大於實際，因此可能會高估整體價格水平的增幅。

相比本地生產總值平減物價指數則是一種帕舍指數，計算方法是以指數各組成項目當前在本地生產總值所佔的相對比重作為權數，以計出這些項目的平均數。若消費者從以往購買較貴價的貨品及服務，改為購買較低價者，後者的權數會逐漸擴大。因此，本地生產總值平減物價指數可能會低估價格的升幅。

這種偏差可利用連鎖加權指數（基年會逐年更改）大致消除。為作說明，我們計算連鎖加權的本地生產總值物價指數，以評估本地生產總值平減物價指數向下偏差的潛在重要性。若比較官方及估計連鎖加權的本地生產總值平減物價指數的變動率，可見近年該指數受組成項目的變動所產生的影響極輕微，相比較早一些時期的影響則較顯著（圖B3.4）。

總而言之，雖然消費物價指數被廣泛用作量度通脹，但由於本地生產總值平減物價指數的涵蓋範圍較大，因此可有助衡量整體經濟的價格變動。現時本港以兩者計算的通脹壓力都維持偏低。



## 資產市場

股價與物業價格在2004年第2季下跌後，在下半年反彈。地產股的價格大幅上揚。物業市場方面，有跡象顯示投機活動有所緩和。

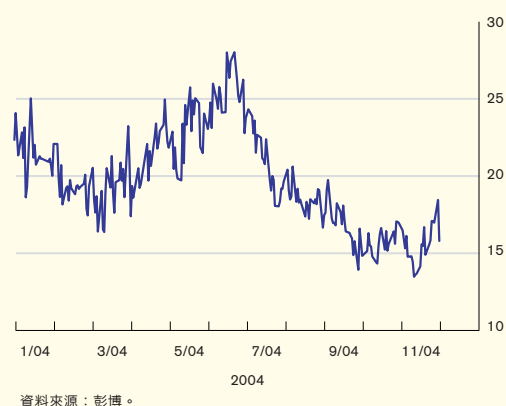
### 2.9 股票市場

圖 2.17  
香港股票價格

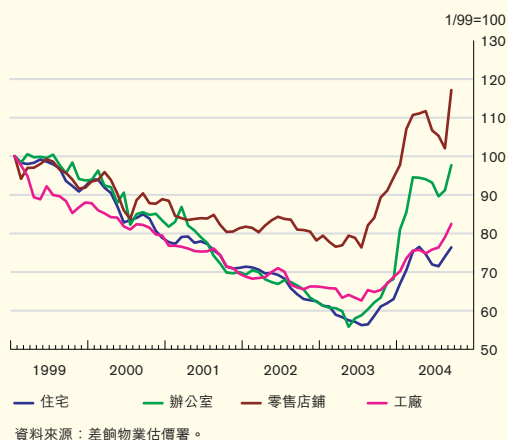


香港股市在2004年第2季大幅下跌後，在2004年下半年反彈（圖2.17）。物業價格上揚，帶動地產發展類的股價顯著上升。有關內地經濟增長突然減慢的憂慮消退後，內地企業（H股）的股價亦大幅上升。市場人士認為，自8月以來資金持續流入亞洲（包括香港），亦是區內股市表現強勁的原因之一。截至2004年11月底，除中國內地、台灣及泰國外，所有亞洲經濟體系的股市均錄得強勁增長。與其他主要股票市場一致，恒生指數的引伸波幅反映股市的短期不明朗因素並沒有明顯增加（圖2.18）。

圖 2.18  
恒生指數引伸波幅



**圖 2.19**  
各類型物業的價格

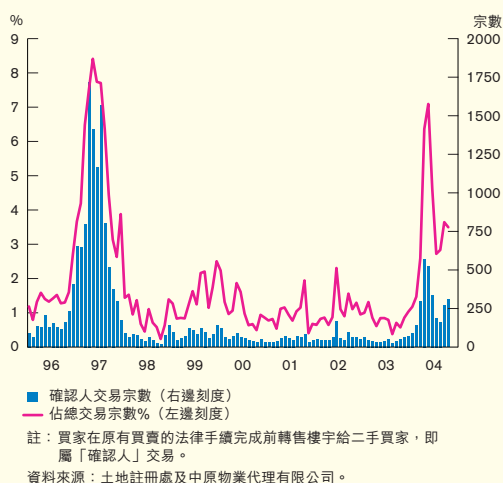


## 2.10 物業市場

自6月份的報告公布以來，物業市場持續復甦。繼5月至7月間物業價格一度停滯不前後，在8月至9月間幾乎各類物業的價格均上升。商用物業價格升幅尤為顯著，從2003年5月的谷底回升，至2004年9月的累計升幅達75% (圖2.19)。住宅物業價格在2004年9月從2003年7月的谷底回升36%。中原城市領先指數 (由一家私營地產代理公司編製的每周住宅售價指數) 在10月及11月繼續上升。

近月成交量亦有所上升。住宅物業買賣協議數目在3月份自5年來高位下跌後，於9至11月間有所增加。一個顯著的發展是自6月份報告以來，「確認人」交易大幅減少，佔總交易宗數的比重由5月份的7%，減少至7月至8月間的不足3%，然後才於9月至10月間微升至約3.5%，並以涉及豪宅的交易增幅較大 (圖2.20)。這可能反映市場的投機活動減少。

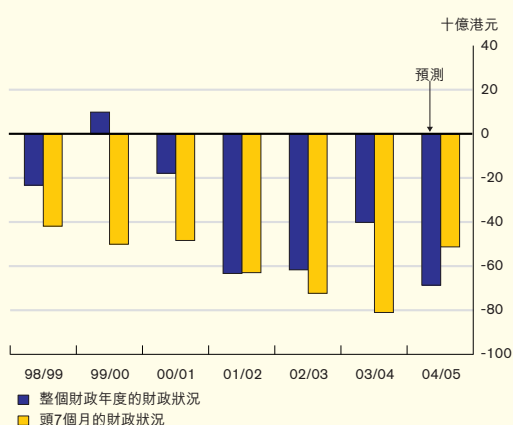
**圖 2.20**  
「確認人」交易宗數



## 公共財政

最新的政府綜合帳目數據顯示，財政狀況有所改善，部分原因是經濟復甦令政府收入增加。

**圖 2.21**  
各財政年度頭7個月的財政表現



註：1. 2000/01財政年度的財政狀況不包括地鐵私有化的收益；  
2004/05財政年度的財政狀況不包括發行政府債券的收益。  
2. 整個2004/05財政年度的財政狀況為《財政預算案》預測，頭7個月的財政狀況則為實際情況。

資料來源：《二零零四至零五年度政府財政預算案》、庫務署及職員估計數字。

### 2.11 公共財政

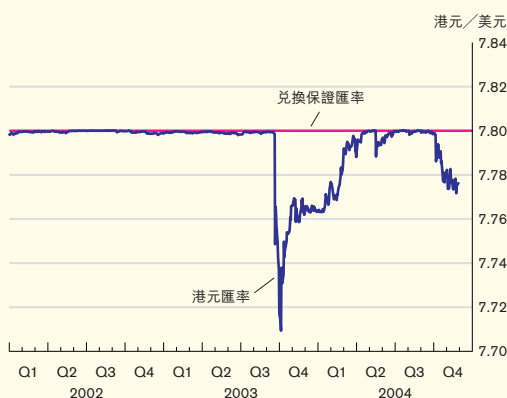
本財政年度頭7個月的赤字為510億港元（經扣除出售政府債券的收入），遠低於過去3年同期的平均赤字720億港元（圖2.21）。這主要是因為收入方有所改善。印花稅及地價（包括來自賣地及修改現有地契的收益）顯著增長。尤其4月至10月間，來自拍賣土地的收益達180億港元，超過預算案預測整個財政年度120億港元的收益。

## 3. 貨幣與金融環節

### 匯率、利率及貨幣發展

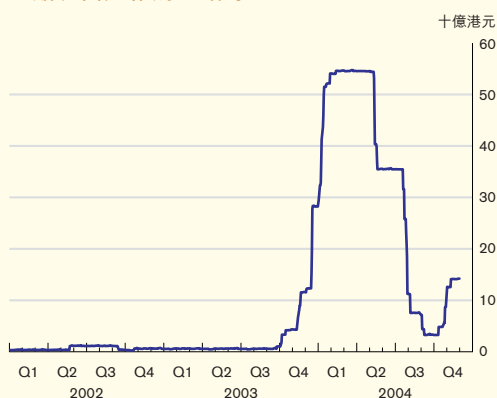
港元匯率經過 2004 年第 2 季及第 3 季維持在貼近聯繫匯率 1 美元兌 7.8 港元的水平後，於 10 月份開始轉強。金管局在 10 月及 11 月內應銀行要求共售出 109 億港元。儘管美國聯邦基金目標利率在 6 月 30 日至 11 月 10 日期間累計調高 100 基點，但由於港元流動資金充裕，香港銀行同業拆息仍維持於低水平。自 6 月份報告公布以來，狹義及廣義貨幣供應量的年度增長減慢。

圖 3.1  
港元匯率



資料來源：金管局。

圖 3.2  
貼現窗運作前總結餘



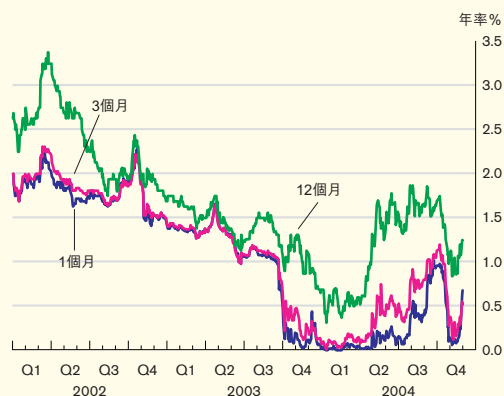
資料來源：金管局。

### 3.1 匯率及利率

港元匯率在 2004 年第 2 季及第 3 季維持在貼近 7.8 的聯繫匯率水平，但在 10 月開始上升，於 11 月 30 日上升至 7.7761 (圖 3.1)。港元匯價在 2003 年底及 2004 年初亦曾顯著上揚。近期港元升值主要受多項因素影響，其中包括市場看淡美元、國際上就人民幣升值事項向中國內地施壓，以及本港經濟轉強。

自 6 月份報告公布以來，金管局在 7 月 16 日至 9 月 6 日期間因應資金流出，進行了共 30 次兌換保證。在此期間，金管局根據兌換保證購入 323 億港元。但由於港元於 10 月初開始轉強，金管局應銀行要求在第 4 季首兩個月共售出 109 億港元。在貨幣發行局制度下，這些操作令總結餘出現相應變動，於 11 月底上升至 142 億港元，遠高於 9 月 8 日錄得 32 億港元的近期低位 (圖 3.2)。

**圖 3.3**  
香港銀行同業拆息

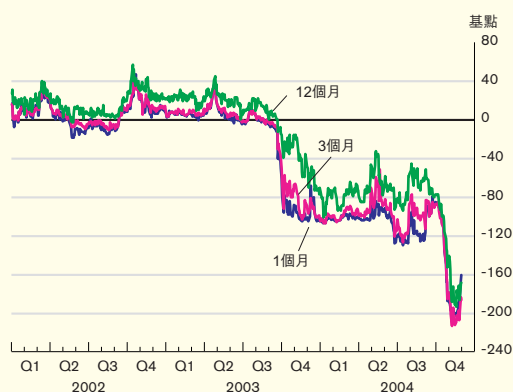


資料來源：金管局。

繼美國聯邦基金目標利率在6月30日至11月10日期間累計調高100基點後，香港銀行同業拆息在第2季及第3季上升，但到了第4季初因流動資金增加而顯著回落。短期利率在11月初跌至接近零水平，在接近11月底才略為回升（圖3.3）。港元與美元的負息差亦顯著擴大（圖3.4）。但12個月香港銀行同業拆息於11月底仍高於2004年1月的低位。

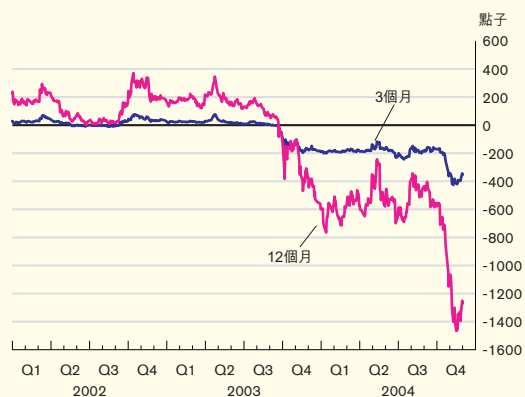
反映息差變動的情況，12個月港元遠期匯率折讓幅度自6月份報告公布以來顯著擴大，於11月30日為1,270點子（圖3.5），原因是近期美元疲弱及市場再度揣測內地當局的匯率政策。

**圖 3.4**  
港元與美元息差



資料來源：金管局。

**圖 3.5**  
港元遠期匯率溢價／折讓



資料來源：金管局。

**圖 3.6**  
支持比率



註：有關「支持比率」的定義，參閱2004年6月的《香港金融管理局季報》：「貨幣與金融穩定情況半年度報告2004年6月」，第52頁。  
資料來源：金管局。

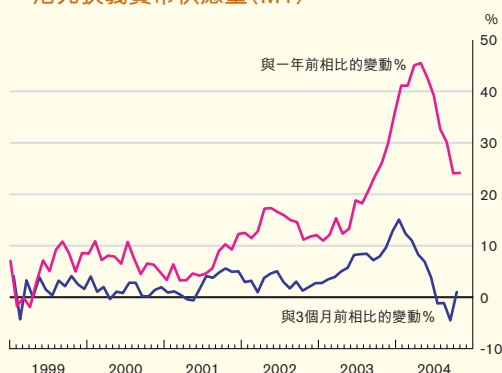
### 3.2 貨幣基礎及支持比率

支持比率在第2季及第3季穩步上升，於9月14日達到112.17%的高位(圖3.6)。支持比率上升的原因主要是貨幣基礎持續減少，尤其這段期間進行兌換保證令總結餘收縮。然而，繼金管局於10月及11月售出港元後，總結餘相應增加，支持比率亦於11月30日回復至111.15%。

### 3.3 貨幣及信貸總額

儘管本港經濟復甦，但港元狹義及廣義貨幣供應量(分別為M1及M3)的增幅在2004年初至9月期間顯著收窄，但到10月份出現一些回升的跡象。

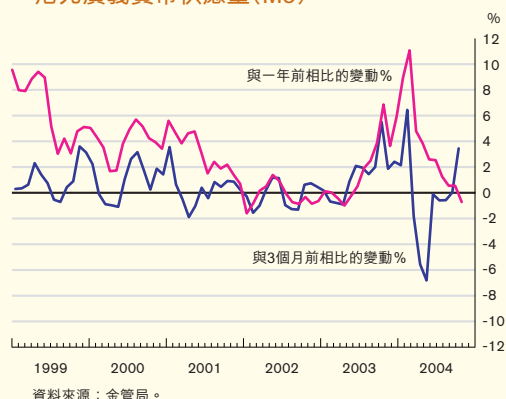
**圖 3.7**  
港元狹義貨幣供應量(M1)



註：港元M1數字已按季節因素調整。  
資料來源：金管局。

M1年度增長率由4月份45.6%的高位，下降至9月份的24.1%，但在10月份似乎逐漸回穩(圖3.7)，原因是與股市成交額減少相關的活期存款略為減慢其相對較大的增長步伐(股市成交額減少，相信部分原因是資金掉頭流出香港)。儘管M1增長步伐略為減慢，但與過往的增幅相比仍屬偏高，反映持有流動資產的機會成本較低(見專題4有關近期存款組合的趨勢分析)。然而，由於再有資金流入港元，10月份M1與3個月前相比略為上升。

**圖 3.8**  
港元廣義貨幣供應量(M3)

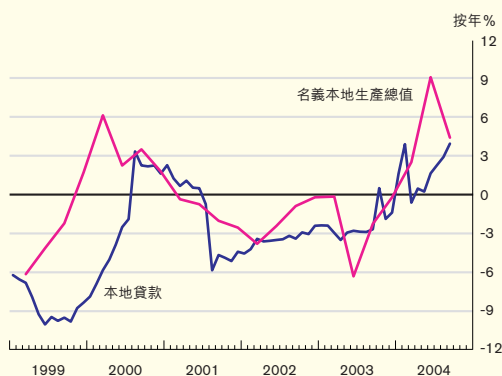


資料來源：金管局。

M3年度增長亦由2004年初11.1%的高位，減慢至10月份負0.7%的水平(圖3.8)。正如上文所述，這部分是因M1增長減慢所致，但較早時股市集資所得資金流出港元所造成的影響，亦可能是另一原因。2003年底及2004年初廣義貨幣供應量明顯增加，部分原因是股市集資活動暢旺。報告顯示，自2004年第1季後期起新上市公司(尤其H股公司)<sup>19</sup>籌集所得資金開始流出港元。儘管M3增長步伐減慢，但銀行體系流動資金仍然充裕，港元貸款與存款比率仍然處於低水平(第3季末為85.4%)。然而，由於資金再度流入，10月份M3與3個月前相比上升，儘管與上年同期比較錄得負增長。

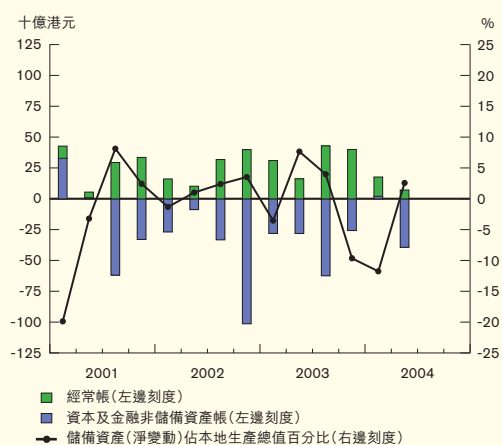
<sup>19</sup> 例如，某公司於2004年2月底首次發售新股的零售部分便錄得720倍的超額認購比率，估計涉及1,390億港元。這些款項以存款形式暫時存入本港銀行。

**圖 3.9**  
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。

**圖 3.10**  
國際收支平衡帳



註：儲備資產淨變動出現負數表示增加。

資料來源：政府統計處。

**表 3.A**  
按標準組成項目分析國際收支平衡帳

佔本地生產總值百分比	2002	2003	2003		2004	
			Q3	Q4	Q1	Q2
經常帳	7.9	10.7	13.7	12.2	5.2	2.3
資本及金融帳	-12.1	-12.4	-15.9	-17.5	-11.0	-10.1
資本轉移	-1.3	-0.6	-0.4	-0.6	0.1	0.0
金融非儲備資產 (淨變動)	-12.3	-11.1	-19.5	-7.2	0.6	-12.6
直接投資	-4.9	6.2	6.5	5.5	-34.3	8.8
組合投資	-24.2	-19.4	-25.8	-23.1	-51.6	-34.4
金融衍生工具	4.1	6.5	12.1	2.3	4.0	3.6
其他投資	12.6	-4.5	-12.2	8.0	82.5	9.4
儲備資產(淨變動)	1.5	-0.6	4.0	-9.6	-11.7	2.6
淨誤差及遺漏	4.2	1.7	2.2	5.2	5.9	7.8

註：儲備資產淨變動出現負數表示增加。

資料來源：政府統計處。

受到經濟復甦支持，在本港使用的貸款於第3季錄得廣泛增長(圖3.9)，其中通縮結束更有助改善消費及商業氣氛(見第3.7節)。

### 3.4 資金流向

繼有大量資金於2003年第4季及2004年第1季流入港元後，2004年第2季出現資金流走的情況。國際收支平衡統計數字顯示，第2季的儲備資產減少(這是最近期公布完整國際收支平衡數據的一個季度)(圖3.10及表3.A)。儲備資產減少與金管局根據兌換保證沽出美元買入港元有關，而資金流走的部分原因是投資者因美元息率較高而進行利率套匯活動。

在國際收支平衡組成項目中，經常帳在第2季繼續錄得盈餘，但數額遠較以往的季度小；其中一部分是季節性因素所致，另一部分是由於本地需求增加而帶動進口大幅增加。

資本及金融非儲備帳在第2季錄得資金淨流出，大部分是源自有價證券投資，其中一部分則與投資者購入在香港聯交所上市的內地企業股票有關。就國際收支平衡統計數字而言，這些股票被視作非香港股票。<sup>20</sup>這反映投資者對這些內地企業的發展前景持樂觀態度，同時也表明本港存款利率低企促使投資者進一步重新調配所持的有價證券投資。

第2季的「其他投資」帳(主要包括銀行及非銀行部門的離岸貸款與存款)錄得少量資金淨流入，原因是對外債務顯著增加，超過大幅增長的對外債權。龐大的整體資金流量，反映了香港作為國際銀行中心的地位。

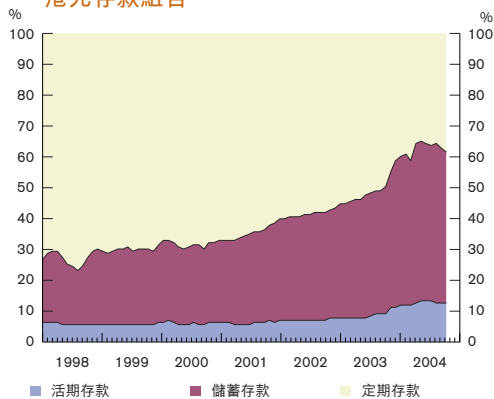
迄今所得資料顯示，第3季儲備資產進一步減少，原因是利率套匯活動依然繼續，並多次觸發兌換保證交易。然而，2004年第4季初資金重新流入港元，10月份儲備資產亦再度增加。

<sup>20</sup> 國際收支平衡統計數字是根據居民的概念編製，而個人或機構的居民身分主要是以其經濟利益的中心為依據。以在港交所上市的H股公司為例，由於它並非以香港為業務基地，因此仍被列為非居民公司。



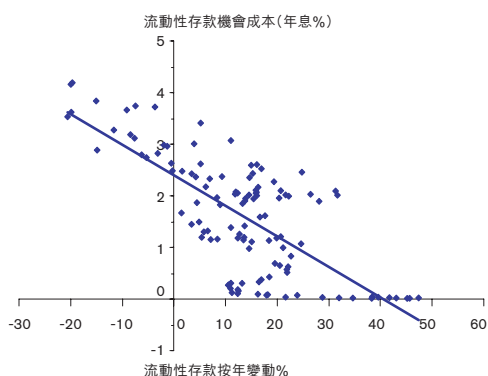
## 專題 4 港元存款組合

圖 B4.1  
港元存款組合



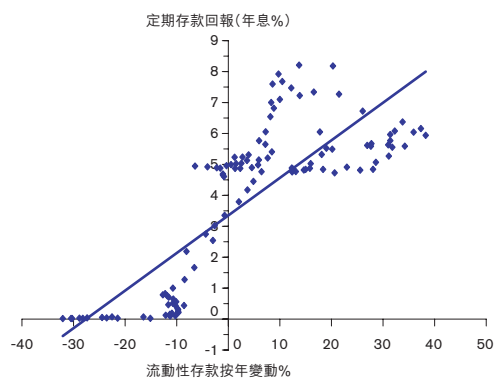
資料來源：金管局。

圖 B4.2  
流動性存款及機會成本  
(1995年1月至2004年9月)



資料來源：金管局。

圖 B4.3  
定期存款及定期存款回報  
(1995年1月至2004年9月)



資料來源：金管局及職員估計數字。

港元存款組合自2001年初以來發生顯著變化，尤其是流動性存款(即活期及儲蓄存款)佔港元存款總額的比率由2001年初少於35%，上升至2004年9月底的61%(圖B4.1)。本專題探討這一現象的成因，以及分析假設港元利率跟隨美元利率調高會否扭轉這種情況。

定期存款回報較流動性存款高，是吸引存戶將資金存作定期存款的一個原因。因此，息率處於低水平可能是使存款組合出現變化的一個原因。事實上，受到多項外圍及本地因素影響，過去幾年港元存款利率普遍下降。尤其是美國聯邦基金目標利率自2001年初以來一直下跌，2003年中更創出1厘的歷史低位，到2004年6月底仍維持於這個水平。近年香港貸款增長呆滯，導致貸款與存款比率持續下降。由於資金充裕，銀行無需積極競逐客戶存款，因此令定期存款息率進一步受到遏抑。事實上，儘管美國聯邦基金目標利率自2004年6月至11月期間累計共調高100基點，本港存款利率仍維持在接近零的水平。

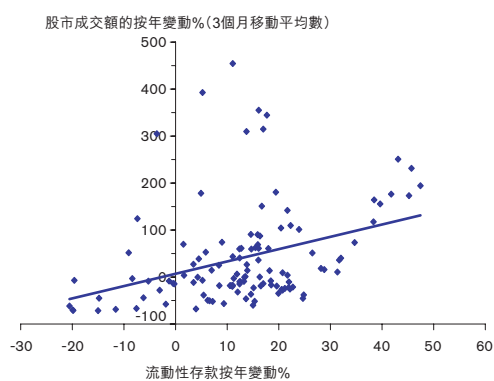
利率低企在兩方面影響存款組合。首先，從定期存款利率接近零可見，流動性存款需求受到機會成本較低所吸引。圖B4.2顯示流動性存款增長與機會成本成相反的關係。<sup>21</sup>

第二，貨幣資產回報偏低，促使資金從定期存款流走。圖B4.3顯示定期存款增長與所付利息有強大的相關作用。加權定期存款利率由2000年底的約5厘大幅下跌至2002年初少於1厘，到2004年更進一步降至接近零。在此情況下，與其他資產(如5年期美國國庫券)相比的收益差距顯著擴大，使存戶較有興趣轉持回報較高的資產。從零售投資者增加投資債券及保證基金的情況，可以證明這種重新調配有價證券投資的現象。國際收支平衡統計數字亦顯示，近年非居民資產的有價證券投資淨額已有增加，在2001年至03年間佔本地生產總值約兩成至兩成半。

<sup>21</sup> 流動性存款的機會成本是指加權定期存款利率與流動性存款利率的差距。加權定期存款利率是按存款期限加權計算的利率平均數。



**圖 B4.4**  
**流動性存款及股市成交額**  
**(1995年1月至2004年9月)**



資料來源：CEIC及金管局。

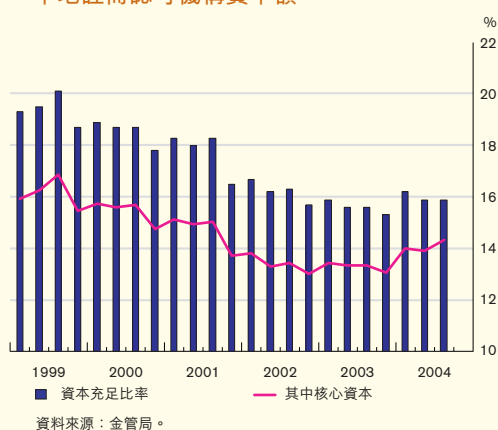
此外，2003年下半年開始本港經濟復甦及資產價格逐漸回升，促使貨幣需求交易增加，尤其流動性資金的需求已跟隨股市成交同步向上（圖B4.4）。

總體而言，低息環境及交易需求增加，促使流動性存款佔總存款額的比例上升。展望未來，預期港元利率將會逐漸跟隨美元息率上升。此外，本港經濟復甦帶動信貸需求增加，亦會使貸款與存款比率上升，以致可能令港元利率趨升。因此，近年存款組合變化的趨勢可能在未來幾季逐漸扭轉（至少局部），流動性存款比重亦會減少。

## 銀行業的表現

隨着本港經濟及樓市表現轉佳，銀行業的經營環境繼續改善。零售銀行盈利進一步上升，反映資產質素改善及非利息收入增加。儘管貸款增長回升，但由於貸款與存款比率仍然偏低，淨息差繼續收窄。

圖 3.11  
本地註冊認可機構資本額

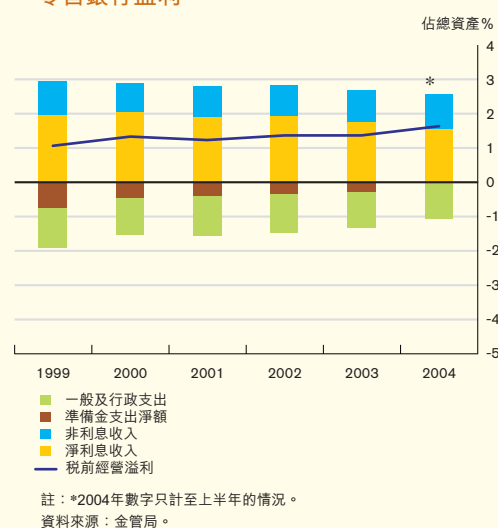


### 3.5 盈利及資本額

最新數據顯示，本地註冊認可機構資本雄厚，9月底的平均綜合資本充足比率為15.9%，遠高於8%的國際最低標準（圖3.11）；核心資本約佔資本基礎的90%；核心資本與風險加權資產比率亦達到14.3%的高水平。

以稅前回報佔總資產的百分比計，零售銀行的盈利自6月份報告公布以來繼續增加（圖3.12）。盈利增加主要是資產質素改善，使呆壞帳撥備支出大幅減少或錄得呆帳準備金回撥，同時在較小程度上受惠於非利息收入增加。然而，淨息差繼續收窄，主要原因是按揭市場競爭激烈及自由資金收益減少。

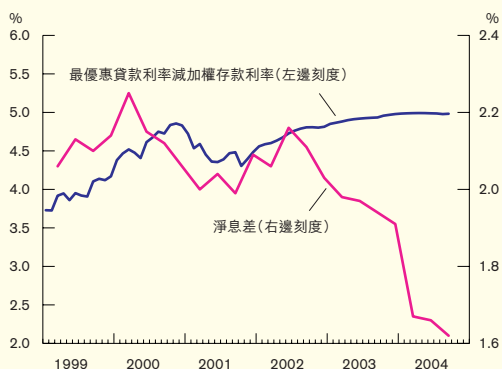
圖 3.12  
零售銀行盈利



非利息收入繼續增加，反映銀行積極開拓多元化收入基礎的成果。非利息收入增加，主要是由於財富管理及貿易融資的收費與佣金收入增加。這有助抵銷利息收入減少的影響，為銀行盈利帶來一些支持。

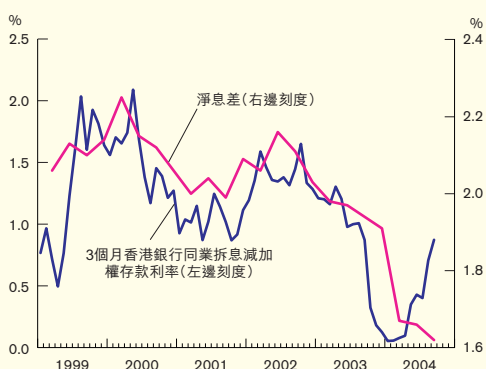
銀行業的盈利前景將視乎本港經濟與樓市復甦能否持續，以及美國利率走勢而定，尤其是信貸需求若能持續增長，應能為銀行盈利帶來支持。上市銀行股價已高於2003年第2季時的低位，反映市場預期銀行盈利會增加。

圖 3.13  
中介息差



資料來源：職員估計數字。

圖 3.14  
香港銀行同業拆息與存款利率的差距



資料來源：金管局。

表 3.B  
在香港使用的貸款

	按季變動(%)				佔總額(%) 9/04
	12/03	3/04	6/04	9/04	
在香港使用的貸款 <sup>1</sup>	0.9	0.3	1.9	0.8	
其中：					
貿易融資	3.0	6.4	14.7	5.5	6.9
住宅按揭貸款 <sup>2</sup>	-0.3	0.1	-0.7	-0.5	32.7
製造業	3.1	5.4	8.7	4.9	5.0
運輸及運輸設備	3.8	-3.3	6.0	6.8	6.5
電力、氣體燃料及電訊 <sup>3</sup>	9.9	不適用	不適用	不適用	不適用
電力及氣體燃料 <sup>3</sup>	不適用	不適用	15.7	-8.1	1.3
資訊科技 <sup>3</sup>	不適用	不適用	-10.4	1.7	0.9
建造業、物業發展與投資	-1.1	-1.5	1.5	-0.3	19.3
批發及零售業	-3.1	2.5	0.2	5.8	5.3
與財務及金融有關公司 <sup>4</sup>	5.8	4.3	2.1	0.6	8.4
證券經紀	12.3	6.0	-5.9	-8.8	0.5
信用卡透支	4.7	-4.8	0.1	0.5	2.5

註： 1. 包括貿易融資。  
2. 住宅按揭貸款包括「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。  
3. 部分貸款由2004年3月起重新分類。  
4. 提供予金融企業的貸款是指對投資公司、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，因而減低銀行因利率變化所承受的風險，但利率基準風險會因採用不同參考利率而產生。大多數住宅按揭及私人貸款都參考最優惠貸款利率。最優惠貸款利率與加權平均存款利率的差距（衡量中介息差的指標）在資金成本大幅下降的情況下擴大（圖3.13）。然而，受住宅按揭市場競爭激烈的影響，新批出按揭貸款的利率低於最優惠貸款利率的幅度進一步擴大。

銀行亦受到同業拆息走勢影響。同業拆息的變動，可透過以香港銀行同業拆息為基準的貸款（包括銀行同業貸款）直接影響銀行的利息收入。由於大部分零售銀行的存款基礎龐大，它們都是銀行同業市場的淨貸款人。年內3個月香港銀行同業拆息相對加權存款利率上升，相信有助舒緩其他因素造成淨息差收窄的影響（圖3.14）。

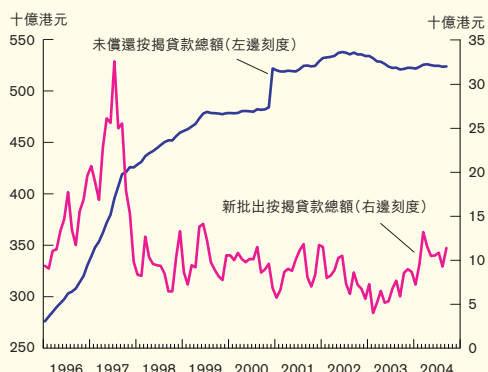
為取得較高回報，銀行逐漸增加債務證券的投資。此舉雖然對利息收入有幫助，但可能令銀行承受更多債市波動的風險。

### 3.7 信貸風險

#### 信貸風險

若按經濟用途分類，大部分行業的信貸在第3季均錄得按季增長（表3.B）。季內與運輸、批發與零售業貸款以及貿易融資均顯著增加，但與物業有關的貸款則減少。由於與非物業有關的貸款相對錄得強勁增長，與物業有關的貸款佔本地貸款總額的比率雖仍處於高水平，但已略為下降至52.0%。

**圖 3.15**  
受訪認可機構未償還及新批出按揭貸款



註：2000年底未償還按揭貸款額驟增，反映調查涵蓋的銀行範圍有變動。

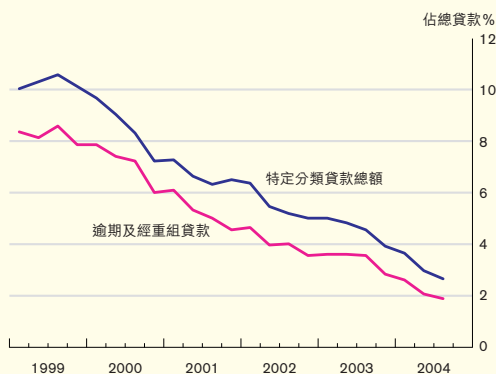
資料來源：住宅按揭每月統計調查。

詮釋住宅按揭貸款數字下降時必須審慎：未償還按揭貸款增長仍然呆滯，但新批出按揭貸款在樓市活動回升下顯著增加，原因是現有按揭貸款的還款已大致抵銷了新批出按揭貸款增長的影響。新批出按揭貸款額增加，但由於樓價較低，有關數額仍然大幅低於1996至98年的水平（圖3.15）。

### 資產質素

在經濟復甦及樓價回升的情況下，資產質素繼續改善。第3季特定分類貸款及逾期與經重組貸款佔貸款總額的比例均進一步下跌（圖3.16）。

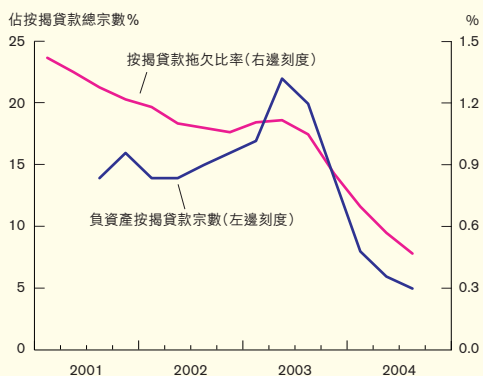
**圖 3.16**  
零售銀行資產質素指標



資料來源：金管局。

樓價上升對家庭的財政狀況有正面影響，與家庭貸款有關的信貸風險因而降低。負資產住宅按揭貸款宗數減少至2003年第2季高峰期水平的兩成半。破產宗數亦顯著減少。按揭貸款拖欠比率在2004年9月下跌至0.47%（圖3.17）。另一方面，信用卡應收帳款撤帳比率在第3季亦進一步降至以年率計的4.51%。

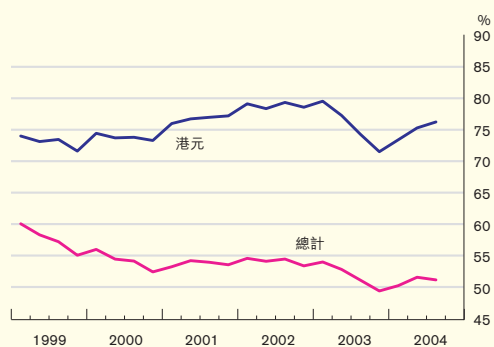
**圖 3.17**  
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率



註：有關負資產按揭貸款的數字由2001年9月起收集。

資料來源：金管局。

**圖 3.18**  
零售銀行貸款與存款比率



資料來源：金管局。

### 3.8 流動資金

零售銀行平均流動資金比率在第3季為43.7%，高於25%的最低要求。銀行存放於外地銀行的淨額及持有的債券（兩者均為流動性相對較高的資產）分別佔零售銀行總資產的14%及25%。9月底，零售銀行港元貸款與存款比率處於76%的低位，反映銀行體系流動資金充裕（圖3.18）。

### 3.9 外匯持倉

所有認可機構合計的淨外匯持倉（包括即期及遠期）已從2003年5月底980億港元的近期高位回落至9月底的540億港元。

表3.C列載銀行體系的主要表現指標。

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

	9/03	6/04	9/04
<b>利率<sup>2</sup></b>			
1 個月香港銀行同業拆息	0.99	0.10	0.42
3 個月香港銀行同業拆息	1.03	0.30	0.69
最優惠利率與 1 個月香港銀行同業拆息的差距	4.01	4.90	4.59
最優惠利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距	3.97	4.70	4.32
<b>零售銀行</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>3</sup></b>			
存款總額	1.8	0.0	1.9
港元	2.1	-0.3	0.1
外幣	1.2	0.5	4.7
貸款總額	-1.5	2.7	1.1
在香港使用的客戶貸款 <sup>4</sup>	-1.7	2.4	1.3
在香港境外使用的客戶貸款 <sup>5</sup>	5.7	10.7	-3.5
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	2.3	1.9	7.1
所持可轉讓債務工具	0.2	-0.5	6.2
<b>資產質素<sup>6</sup></b>			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	88.39	91.41	92.35
需要關注貸款	7.01	5.59	4.98
特定分類貸款(總額) <sup>7</sup>	4.59	3.00 <sup>r</sup>	2.67
特定分類貸款(淨額) <sup>8</sup>	3.17	2.16	1.95
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	3.58	2.09	1.90
不履行貸款 <sup>9</sup>	3.61	2.28	2.02
<b>盈利<sup>10</sup></b>			
壞帳支出佔平均總資產的比率	0.33	-0.02	-0.02
淨息差	1.94	1.66	1.65
成本與收入比率	37.6	40.0	41.6
<b>流動資金比率<sup>11</sup></b>	46.2	43.2	43.7
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	1.05	0.57	0.47
信用卡應收帳款			
拖欠比率	1.23	0.64	0.55
撇帳率 — 以年率計季度比率	9.85	5.37	4.51
— 本年度截至該日止以年率計數字	10.98	5.79	5.31
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率(綜合)</b>	15.6	15.9	15.9

註：

- <sup>1</sup> 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
- <sup>2</sup> 季度平均數。
- <sup>3</sup> 季度變動百分比。
- <sup>4</sup> 在香港使用的貸款及貿易融資貸款。
- <sup>5</sup> 包括「其他」（即沒有指定用途的貸款）。
- <sup>6</sup> 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
- <sup>7</sup> 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
- <sup>8</sup> 已扣除特殊準備金。
- <sup>9</sup> 利息已記入暫記帳或已停止累計利息的貸款。
- <sup>10</sup> 截至該日止按年計數字。
- <sup>11</sup> 季度平均數。
- <sup>r</sup> 因應最近的調整而修訂數字。

## 4. 前景、風險及不明朗因素

預期未來幾季全球經濟增長步伐將會減慢，但增幅以過去標準計仍屬穩固。主要由於原油價格上漲，導致2004年全球消費物價通脹升幅較預期大，但預計2005年的升幅會較小。在此情況下，預期香港2005年的經濟增長與2004年相比將會較慢。經濟前景將會面對多種不明朗因素及風險，其中包括市場對美元走勢的看法、油價波動以及中國內地的宏觀經濟與金融狀況。

### 4.1 全球前景

全球經濟增長在第2季略為減慢，但仍較很多人在6個月前所預期的強勁。有關2004年的增長預測已被上調(表4.A)，但由於美國將會帶頭進一步收緊貨幣政策，預計2005年的增長步伐將會減慢。國際貨幣基金組織在9月份的《世界經濟展望》中預測，全球增長將會由2004年的5.0%回落至2005年的4.3%。

表 4.A  
全球增長及經濟預測

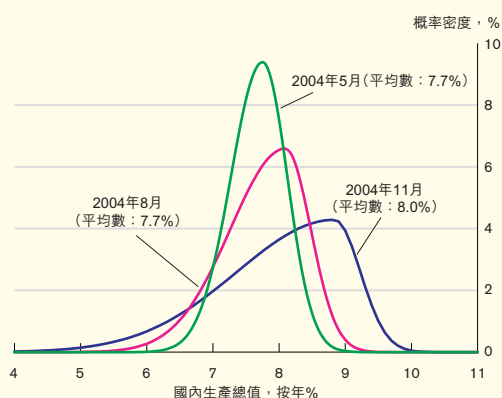
按年 %	國際貨幣基金組織		世界銀行	
	2004	2005	2004	2005
全球增長 <sup>1</sup>	5.0 (4.6)	4.3 (4.4)	4.9 (3.9)	4.2 (3.8)
美國	4.3	3.5	4.3	3.2
歐元區	2.2	2.2	1.8	2.1
日本	4.4	2.3	4.3	1.8
新興亞洲	7.3	6.5	不適用	不適用
全球消費物價通脹	3.8	3.6	不適用	不適用
七大工業國	2.1	2.1	1.7	1.4
新興亞洲	4.3	3.9	不適用	不適用

註 1：按以購買力平價匯率計算的國內生產總值進行加權平均。其他數據方面，國際貨幣基金組織以購買力平價匯率計的國內生產總值作為計算基礎，世界銀行則採用市場匯率。括號內為以往的預測數字。

資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》(2004年9月)及世界銀行《2005年全球經濟前景》。

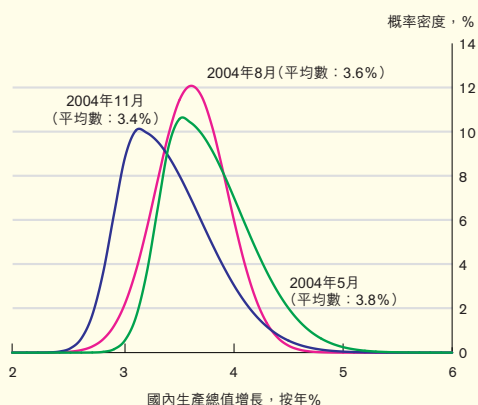


**圖 4.1**  
中國內地：2005年增長預測概率分布



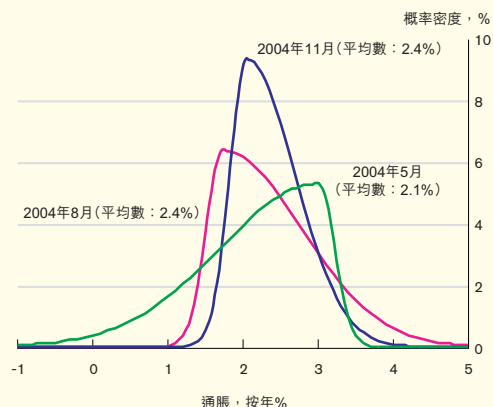
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

**圖 4.2**  
美國：2005年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字推算。

**圖 4.3**  
美國：2005年通脹預測概率分布



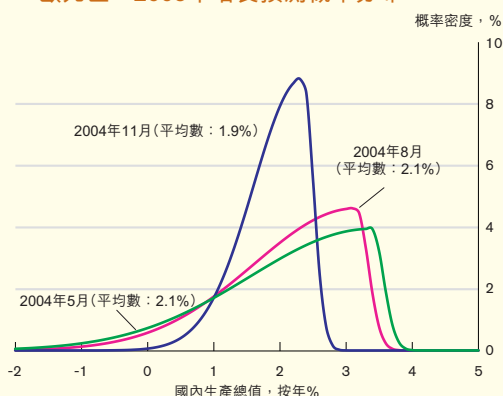
資料來源：職員根據《共識預測》的數字推算。

在工業化的經濟體系方面，由於美國及日本增長放緩所帶動，預計經濟增長將會減慢。歐元區的經濟復甦步伐落後於其他主要經濟體系，預計在2005年會大致保持現時的增長步伐，略高於近年錄得的數字。新興亞洲經濟體系方面，與今年的高速增長比較，預計增長將會放緩。尤其是中國內地的經濟增長預計將會由2004年的9.2%，減慢至2005年約8%，反映市場預期內地當局可成功透過宏觀調控，使經濟增長步伐逐漸放緩（圖4.1）。根據最新的《共識預測》，美國自2004年5月起經濟增長及通脹的實際表現低於預期的可能性都變得較大，歐元區面對的增長前景則愈趨平衡（圖4.2至4.4）。

預期帶動2005年經濟增長的主要動力與2004年大致相同。然而，隨著實質利率回到比較中性的水平，貨幣政策可能進一步收緊，加上資產價格增長較慢，可能抵銷其中一部分的增長動力。尤其是若干工業化經濟體系（包括美國、英國及澳洲）的住宅價格增長放緩（甚至下跌），預期將會帶動消費者的信貸及支出增長略為減慢。然而，生產及盈利普遍增長穩健，加上就業人數持續增加，最終應能支持本地需求，而預期美國在本地需求方面的表現仍然強勁。東亞經濟體系方面，預期出口仍然是帶動增長的主要動力，但本地私人需求佔增長的比重有上升的空間，尤其是失業率繼續回落。

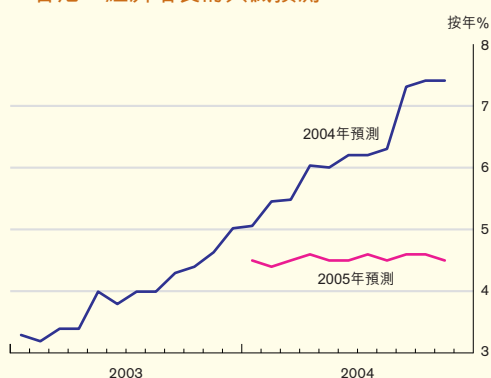
預計2005年全球消費物價通脹將會減少，原因是經濟增長步伐放緩及商品價格下調。國際貨幣基金組織在9月份的《世界經濟展望》中預計，全球通脹率將會由2004年的3.8%下降至2005年的3.6%。在主要經濟體系中，預計美國及中國內地的通脹將會穩定下來，而日本的通縮則會在2005年結束。

**圖 4.4**  
歐元區：2005年增長預測概率分布



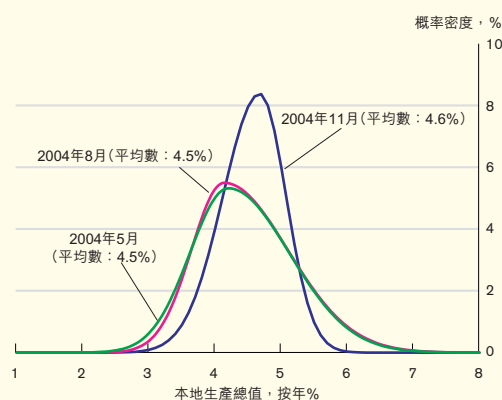
資料來源：職員根據《共識預測》的數字推算。

**圖 4.5**  
香港：經濟增長的共識預測



資料來源：《共識預測》。

**圖 4.6**  
香港：2005年增長預測概率分布



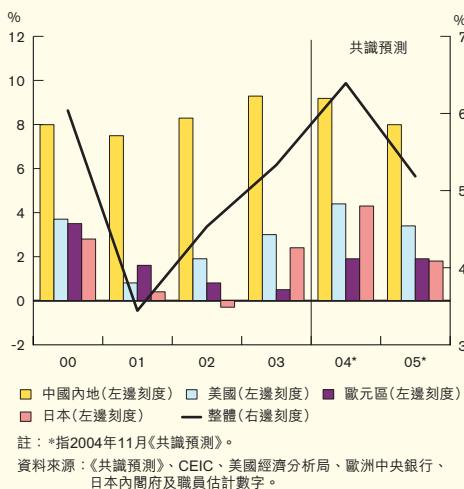
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

金融市場預期全球短期利率在2005年內將會繼續上升，其中以美國帶領整體趨勢。11月底反映聯邦基金目標利率的聯邦基金期貨價格，預期聯邦基金目標利率到2005年6月將上調至2.5厘。如果中國內地需求及通脹壓力持續，當局可能會進一步調高基準利率。美國及歐元區長期利率下跌，反映通脹前景溫和。外匯市場方面，市場的普遍共識是，美元會進一步下跌，藉以調整經常帳赤字至數額較低及比較能持續的水平。香港及其他主要股票市場的引伸波幅回落至偏低水平，反映過去6個月股價主要受到預期盈利增長、油價及實質利率前景，而不是市場力量波動的影響。

## 4.2 本地前景

香港經濟前景維持良好，但預期在全球增長減慢的影響下，2005年的增長步伐將略為放緩（圖4.5及4.6）。採購經理指數自7月以來下跌，但仍高於50的中性水平，顯示增長持續，但會略為減慢。10月份的新接訂單數量連續第17個月上升，但升幅已減慢。

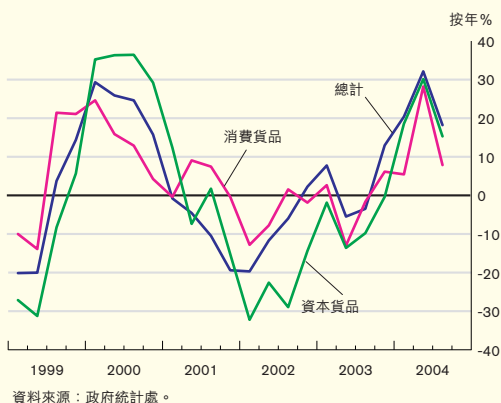
**圖 4.7**  
香港主要貿易夥伴的國內生產總值增長



由於根據最新的《共識預測》，以貿易加權計的外部需求增長將會由2004年的6.4%下降至2005年約5%，因此預計2005年香港的貨物出口及服務輸出增長會減慢（圖4.7）。於2004年1月開始實施的《更緊密經貿關係安排》，加上「個人遊」訪港遊客計劃的擴大，可能會抵銷外部需求減少的一部分影響。

預計本地需求增長將會略為減慢，部分反映出口收益增幅減少。事實上，經季節因素調整的留用消費品進口在第3季的按年計升幅略為收窄，反映私人消費增長在未來幾個季度可能會放緩（圖4.8）。留用資本貨品進口的升幅亦減慢，可能反映未來的投資增長較弱。

**圖 4.8**  
留用進口



儘管本地需求增長往往會跟隨出口收益的趨勢，但過去經驗顯示兩者其實可能因資產價格變動而不完全一致（圖4.9）。因此，面對外部需求增長較慢的形勢，香港物業市場的發展可能會為本地需求帶來支持。近期賣地成績極佳可能反映市場對物業市場將會持續復甦的預期，但這會否迅速帶動建築及建造支出上升仍是未知之數。房屋價格進一步上升可能會透過財富及資產負債表效應而刺激消費及投資。

**圖 4.9**  
本地需求、出口收益及物業價格

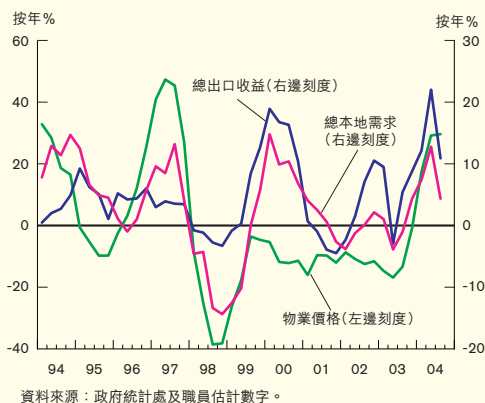
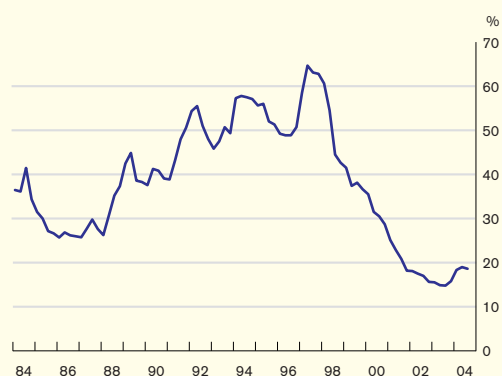


圖 4.10  
收入與供款比率

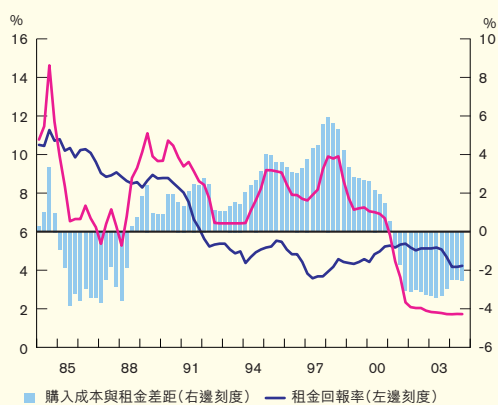


資料來源：職員估計數字。

然而，物業市場前景實在很難評估，原因是資產價格具有前瞻性，並且反映市場對未來宏觀經濟及金融發展的預期。上一份報告曾討論過若干個衡量住宅物業基本價值的指標，其中收入與供款比率及購入成本與租金差距的走勢反映近期物業價格上升受到基本因素的支持(圖4.10及4.11)。<sup>22</sup> 尤其是低水平的收入與供款比率亦反映住屋負擔能力仍處於歷史高位。此外，購入成本與租金差距顯示，購買住宅物業的資金成本仍然低於租金收入。

就業人數應可繼續增加，但面對外部的不明朗發展及預期經濟增長可能減慢，僱主對聘請人手採取審慎態度，或會使失業率下跌速度減慢。

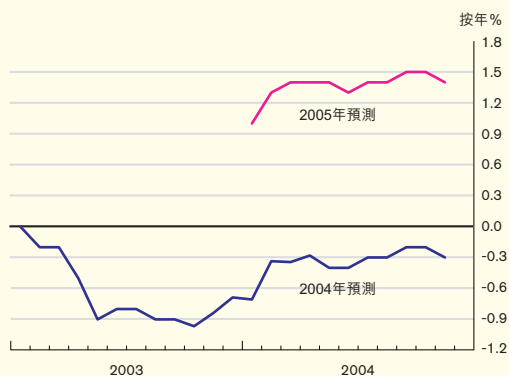
圖 4.11  
購入成本與租金差距



資料來源：職員估計數字。

預期消費物價將會在2005年略為上升，扭轉2004年輕微下跌的情況(圖4.12及4.13)。金管局研究資料顯示，生產值差距(即實際與潛在產值之差)已由2004年第2季開始變為正數

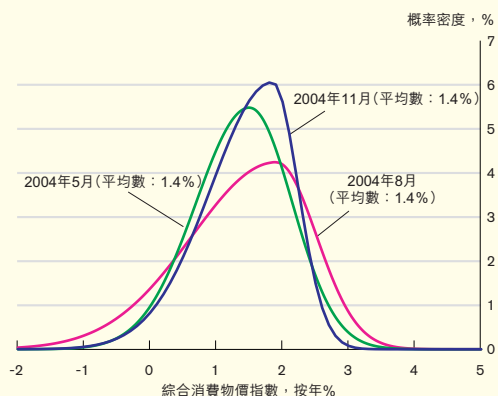
圖 4.12  
通脹共識預測



資料來源：《共識預測》。

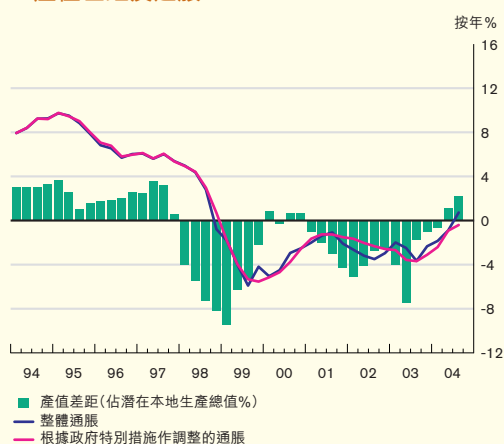
<sup>22</sup> 見6月份報告及 Peng, W 與 K Fan (2004), 「香港的物業指標」, 《香港金融管理局季報》, 2004年3月。

圖 4.13  
2005 年通脹預測概率分佈



資料來源：職員根據《共識預測》的估計數字。

圖 4.14  
產值差距及通脹



註：產值差距指實際與潛在本地生產總值之差。  
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

(圖4.14)。<sup>23</sup> 由於預期未來幾個季度的實際增長將會高於潛在水平，因此產值差距可能會擴大。這項因素連同進口價格上升及消費者需求強勁，將會對消費物價造成上調壓力。此外，綜合消費物價指數的租金組成部分在2005年可能會逐漸上升，部分反映2003年第3季起市場租金上升的滯後反應。根據採購經理指數調查，生產總輸入成本(包括職員薪金及採購成本)繼續上升。投入成本上漲可能會在未來幾個季度轉嫁至消費物價。然而，由於失業率仍處於相對較高水平，相信工資上升的壓力只屬輕微。此外，其他可能有助紓緩通脹壓力的因素包括全球增長減慢，以及內地增長與通脹逐漸減慢。

### 4.3 不明朗因素及風險

展望未來，經濟前景將會受到外部及本地多種不明朗因素及風險的影響。主要外部因素包括美元匯率及美國利率前景、油價波動，以及內地宏觀經濟與金融狀況。本地方面，市場關注通脹步伐可能較現時的預期快，尤其是若寬鬆的貨幣環境持續，可能會進一步刺激自2003年中起已大幅回升的物業價格。

美元受兩項可能互相抵銷的因素影響，一方面是持續的經常帳赤字對美元構成壓力；另一方面美國與歐元區及日本之間的增長及利率存在正差距，而後者對美元提供支持。近期發展顯示，外匯市場再度把焦點放在美國經常帳及財政赤字上。由於美國商品進口幾乎是出口的兩倍，美元可能要經過較大幅度的調整，才可使經常帳赤字出現較明顯的收縮。美元貶值對香港的影響，部分視乎調整的性質而定。若美元匯價有秩序地回落，將會透過聯繫匯率制度而提升香港的對外競爭力。由於人民幣與美元非正式地聯繫，香港亦可因內地轉口及離岸貿易增加而受惠。儘管美國利率可能上升，但因美元兌亞洲貨幣下跌帶動資金流入香港，港元利率仍可能低於美國利率。

<sup>23</sup> 根據香港不同方法的研究估計，近年的潛在產值增幅為3%至4%。見 Gerlach, S. 及 M. Yiu (2002), 「Unobservable-Component Estimates of Output Gaps in Five Asian Economies」, 香港金融研究中心研究報告, 以及 Ha, J. 與 C. Leung (2001), 「評估香港的產量差距及其對通脹的影響」(英文版), 《金管局研究備忘錄》, 2001年11月。

然而，美元若非有秩序地調整，便可能導致全球經濟增長放緩，最終影響香港。美元突然下挫，亦可能牽涉全球金融市場波動大幅增加，以及減少對以美元計值的金融產品的需求。此外，若美國通脹率因而上升，聯邦儲備局便可能會以較現時預期更快的速度調高息口，加息幅度亦可能較大。

與此相關的因素是油價高企，這可能會令美國經常帳赤字擴大，進而對美元造成壓力。石油存量處於歷史低位、地緣政治風險持續，以及石油市場存在炒賣活動這幾種因素，已使價格對石油供求的消息產生敏感反應。由於預期短期內石油需求將會強勁，油價可能會繼續波動，並可能在一段時間內維持偏高。估計數字顯示，若油價持續上升5美元，香港在未來一年的本地生產總值增長便會下調四分之一個百分點，略為小於國際貨幣基金組織估計其他亞洲經濟體系所受的影響幅度，反映製造業佔本港經濟體系比重較小。此外，假設油價高企的同時美元亦疲弱，則香港因全球增長放緩所受的影響便可能會因港匯指數較低而被局部抵銷。

另一個不明朗因素是內地經濟的發展情況。短期而言，需求及通脹壓力可能仍是主要受關注的事項。從實質利率偏低(以某些指標計甚至是負數)，以及在美元疲弱下有效人民幣匯率下跌可見，貨幣及金融狀況維持相對寬鬆。儘管10月份整體消費物價通脹略為減慢，但生產物價大幅上升及能源與運輸環節持續出現「瓶頸」，顯示消費物價在未來一段時間會有上調壓力。儘管像2004年第2季起經濟增長突然減慢的風險大為減退，但近期發展顯示宏觀經濟管理及金融政策仍要面對重重挑戰。

兩方面的考驗相當明顯。第一方面是缺乏清晰的貨幣傳導機制：銀行體系薄弱及資本市場發展尚未成熟，降低了金融中介活動的效率，同時結構性變化與持續推行經濟改革，導致傳統的貨幣關係不穩定。尤其是金融非中介趨勢愈來愈明顯，可能已削弱了廣義貨幣及整體信貸作為中期貨幣政策目標的作用。在此情況下，要評估宏觀經濟與金融狀況以及收緊貨幣政策的成效，並非易事。因此，當局對宏觀經濟調控步伐保持審慎是很自然的事。



第二方面的考驗源自大量資金流入。這個情況令外匯儲備顯著增加，亦促使中國人民銀行致力沖銷這對國內貨幣供應狀況造成的影響。這些資金部分是因應人民幣可能升值的預期而流入，只屬短期性質。另有跡象顯示，愈來愈多為國內投資提供融資的短期外債，其實並未兌換成為人民幣資金。這除了為貨幣政策帶來困難外，短期外債的增長亦可能增加金融體系因資金突然逆轉而受衝擊的風險。展望未來，一方面內地經濟增長強勁及物業價格趨升，短期內將會繼續吸引資金流入，另一方面美國利率進一步上調可能有助減少這方面的壓力。然而，一個主要的不明朗因素是美元匯價可能進一步下滑，並將會增加人民幣升值的壓力。

整體而言，與2004年第1季的快速步伐相比，當局實施的宏觀經濟調控有助使經濟增長逐漸減慢。鑑於中港兩地經濟日漸融合，國內較平衡而持續的增長將可使香港受惠。部分由於內地經濟增長減慢可能會集中於國內需求方面，因此預期前者對香港的影響有限，至少在未來6個月的情況應會這樣。

香港方面的一項主要關注事項，是寬鬆的貨幣狀況及其對本地通脹與物業價格的潛在影響。由於預計2005年消費物價將會溫和上升，短期實質利率可能已變為負數。美國進一步收緊貨幣政策，應有利於進行利率套匯活動及收緊貨幣狀況，這跟以往的利率套匯活動因受到美國利率低企及港元利率不會低於零的限制大大不同。然而，視乎美元及人民幣所受的壓力而定，流入港元的資金可能相當龐大，同時這個情況亦因私人持有大量的外匯資產淨額而變得複雜。私人所持的部分外匯資產，反映儲蓄增加及經濟逆轉時期本港投資機會有限。市場逐漸看好港元已吸引大量資金流入，而這個趨勢可能會持續。因此，港元與美元的負息差或會持續一段時間。

儘管外部經濟增長會減慢，但若寬鬆的貨幣環境持續，將會刺激本地需求，更會有助資產價格上升。另一方面，由於美元疲弱及內地通脹壓力可能持續，因此本港通脹水平可能會較《共識預測》預計的高。然而，在失業率仍然偏高的情況下，通脹率大幅上升的機會仍然很小。



銀行體系相信會繼續受惠於經濟復甦持續、通脹溫和及利率水平相對偏低。由於收入增加及實質利率低企，減少借款人的還款負擔，以致貸款拖欠風險亦會降低，因此相信銀行資產質素將會進一步改善。本地投資增加及物業市場進一步發展，應有助支持信貸需求。雖然信貸需求會令銀行的淨利息收入增加，但貸款與存款利率的差距可能會因銀行體系資金充裕而受遏抑。由於按揭貸款增長步伐較其他本地信貸慢，並且其他本地信貸仍處於回升初期，因此貸款過於集中物業市場所引發的風險仍然很微。此外，儘管物業價格大幅回升，但似乎與經濟基本因素改善相符，原因是以過去標準計住屋負擔能力仍然高企。然而，物業價格往往會有波動，而實際經驗顯示，物業價格及銀行信貸很多時候都同步發展。因此，有關物業周期引致銀行體系盈利及資產質素波動的可能性不應被忽視。

總體而言，本港與亞洲區經濟及金融狀況普遍維持良好。雖然預計全球增長放緩將會影響香港貨品及服務的外部需求，但由於美元疲弱及人民幣匯率受到升值壓力，帶動整體貨幣環境較為寬鬆，因此相信本地需求仍會受到支持。內地增長突然減速的可能性仍然較小。全球經濟可能受到美元貶值影響，但由於在聯繫匯率制度下，港元兌其他貨幣匯價下跌會提升本港競爭力，因此將可為香港提供保護屏障。整體而言，在目前情況下，香港貨幣及金融穩定所受的風險應屬有限。

