

貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2005年6月

概論

香港自2003年開始的經濟復甦持續。雖然會受到出口呆滯的影響，但在本地需求的支持下，市場普遍預期2005年將可錄得穩固的增長。最近公布首季的本地生產總值數據正好支持這些預測，而其他指標亦與經濟環境改善的形勢相符。4月份的失業率降至5.9%，是2001年底以來最低水平。同時過去6年的通縮至今肯定已經結束。按3個月計的消費物價連續第6個月上升，預計2005年全年將會較去年上升1.5%。

基於這些有利的宏觀經濟條件，並為確保匯率及貨幣穩定有穩固的基礎，香港金融管理局(金管局)於5月18日宣布一系列優化聯繫匯率制度運作的措施。優化措施有三項：推出於7.75匯率水平的強方兌換保證；將現行的弱方兌換保證匯率移至7.85；以及設定以保證匯率水平為限的兌換範圍，金管局可在此範圍內進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

優化措施的目的是消除港元可轉強程度的不明朗情況，從而令利率與匯率在聯繫匯率制度下作出及時和暢順的調節。金融市場對優化措施的反應普遍正面，港元利率與同期美元利率的差距亦顯著收窄。同樣地，過去18個月一直反映市場預期港元將會升值的美元兌港元遠期匯率，已移至較貼近即期匯率的水平。即期匯率接近兌換範圍的中間點，於6月1日收市時報7.783。

目前國際環境並不明朗，原因是全球貨品貿易及資產市場失衡情況仍然持續，商品價格亦維持高企。儘管市場平均預測全球經濟增長在2005年只會輕微下降，但由於貿易磨擦加劇及主要經濟體系的資產市場可能出現不利調整，因此風險已增加。

美國及歐洲對內地紡織品出口的保護主義壓力已增加。若不受到遏抑，這些壓力可能會打擊全球貿易，而後者一直是帶動全球經濟增長的重要火車頭。區內方面，內地出口放緩將會影響香港的轉口活動，加上這對內地本身的增長亦有影響，因此會對香港經濟造成不利。

外界對內地當局持續施壓要求人民幣升值，是香港經濟面對的另一不明朗因素。儘管人民幣升值所產生的貿易及需求效應會因為對直接貿易及轉口業務產生抵銷作用而影響輕微，但對資產市場的影響卻會較大。流入內地的炒作資金可能會擴散流入香港市場，因而刺激物業市場的投機活動，並且增加通脹壓力。

儘管美國上調政策利率，但長期證券收益率仍維持於極低水平。此外，無風險的政府證券與公司債券和新興市場債券之間的收益率差距亦極狹小。儘管這些情況可能在金融市場仍會持續，但令人關注的是全球失衡的調整將會引發長期利率上升及信貸收益率差距擴大，對經濟增長造成負面影響。

儘管存在這些不明朗因素，預期香港經濟復甦將會持續。外部需求可能會減少，但由於近期住屋財富及物業價格上升，預計本地消費及投資需求將會增加。目前受惠於經濟復甦的主要是服務行業，但有跡象顯示製造業及建造業亦正在改善。

去年銀行體系盈利增加，原因是實質經濟持續擴展及資產質素逐步改善帶來支持。資本充足比率相對於國際最低標準仍屬增長偏高。

整體而言，香港經濟仍處於復甦軌道。儘管外部環境仍有值得關注的事項，但香港體制及經濟政策均有利於繼續維持貨幣及金融穩定。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2005年6月

目錄

1. 全球及區內環境	5
外圍環境	5
1.1 美國	5
1.2 歐元區及英國	7
1.3 亞洲（不包括中國內地）	8
中國內地	11
1.4 產出、增長及通脹	11
1.5 貨幣狀況及資產價格	12
貨幣及金融狀況	14
1.6 利率	14
1.7 匯率	15
1.8 股票市場	15
2. 本港經濟	16
需求	16
2.1 整體需求	16
2.2 本地需求	16
2.3 對外貿易	18
產出及供應	20
2.4 產出	20
2.5 勞工及生產力	21
物價與工資	23
2.6 勞工成本	23
2.7 商品及進口價格	23
2.8 消費物價	24
資產市場	25
2.9 股票市場	25
2.10 物業價格	25
公共財政	27
2.11 公共財政	27
3. 貨幣與金融環節	28
匯率、利率及貨幣發展	28
3.1 匯率及利率	28
3.2 貨幣基礎及支持比率	31
3.3 貨幣及信貸總額	31
3.4 資金流向	32
銀行業的表現	35
3.5 盈利及資本額	35
3.6 利率風險	36
3.7 信貸風險	40
3.8 流動資金	41
3.9 外匯持倉	41
4. 前景、風險及不明朗因素	43
4.1 全球前景	43
4.2 本地前景	46
4.3 不明朗因素及風險	47
專題 1 優化聯繫匯率制度運作的措施	30
專題 2 港元資金流向的近期發展	33
專題 3 銀行按揭貸款定價的利率風險	37
專題 4 美國長期國庫券收益率急升對香港的潛在影響	51

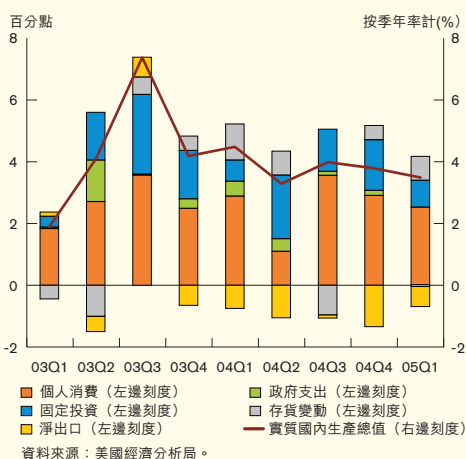
1. 全球及區內環境

外圍環境

隨着全球各地繼續收緊貨幣政策，以及商品價格持續高企，在美國經濟增長放緩的帶動下，全球經濟增長有減慢的跡象，以致規模較小的東亞經濟體系的工業生產及出口的增長動力亦減弱。日本及歐元區經濟則扭轉2004年下半年的弱勢，在今年初的增長表現較預期強勁，有別於其他地區增長放緩的情況。

1.1 美國

圖 1.1
美國：各組成部分對國內生產總值的貢獻



美國經濟的增長速度減慢。國內生產總值增長由2004年第4季的3.8%，放緩至2005年第1季的3.5%（圖1.1）。¹本地最終需求的大部分主要組成項目的增長均下跌，其中以設備及軟件開支的跌幅最為顯著。存貨大幅增加。出口增長在2004年第4季表現疲弱後，以年率計增幅已回復到6%至7%。然而，由於進口增長仍然強勁，因此淨貿易額令生產總值增長減少0.7個百分點。目前不能確定增長放緩的情況在多大程度上是由暫時性因素造成，當中包括油價高企及於去年底屆滿的設備開支稅務優惠。2005年第2季初的月度經濟指標好壞參半：就業與零售額增長強勁，但採購經理指數調查結果及消費信心均進一步下跌（表1.A）。

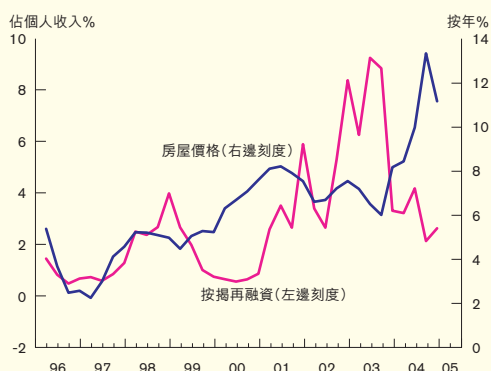
表 1.A
美國：經濟活動月度指標

	1月	2月	3月	4月	5月
製造業採購經理指數	56.4	55.3	55.2	53.3	51.4
非製造業採購經理指數	59.2	59.8	63.1	61.7	58.5
工業生產(按3個月%)	1.2	1.3	0.9	0.7	不詳
耐用品訂單(按3個月%)	2.3	1.7	-0.1	-0.8	不詳
資本貨品訂單(非國防)					
(按3個月%)	6.4	3.9	1.9	-0.6	不詳
零售貨值(按3個月%)	2.1	1.8	1.5	1.8	不詳
實質個人消費開支					
(按3個月%)	1.1	1.2	0.9	0.9	不詳
除稅後實質收入(按3個月%)	3.0	2.9	-0.1	-0.7	不詳
非農業職位人數變動					
(以千計)	124	300	122	274	78
失業率(%)	5.2	5.4	5.2	5.2	5.1
消費者信心(指數)					
會議局	105.1	104.4	103.0	97.5	102.2
就業前景 ¹	-3.3	-1.3	-2.0	-2.5	-1.6
密歇根州大學	95.5	94.1	92.6	87.7	86.9

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。

¹ 除另有說明外，所有增長數字都是以按季年率計，並經季節因素調整。

圖 1.2
美國：房屋價格及按揭再融資



資料來源：美國聯邦住屋企業督察局及美國抵押貸款銀行協會。

圖 1.3
美國：設備使用率



資料來源：美國聯邦儲備局。

在 2004 年支持消費開支及商業投資強勁增長的基本因素仍然存在：雖然短期美元利率逐步上升，但長期利率仍處於低水平，就業人數及勞工收入穩步增長，房地產價格持續上升（儘管按揭再融資活動相比 2003 年的高位已回落）（圖 1.2），以及盈利增長維持穩健。不過，持續高企及波動的油價為經濟增長帶來不明朗的因素。過去 6 個月原油期貨價格一直上升，儘管高油價至今對增長及通脹的影響有限，但若油價維持高企或進一步上升，對耐用品消費開支以至商業開支所造成的影響可能比預期大。²

另一個令人關注的情況，是美國的通脹壓力正在上升，反映美元轉弱、商品價格高企，以及自 2003 年中以來國內的剩餘生產能力逐步減少（圖 1.3）。整體消費物價通脹率由 2004 年第 1 季的 1.8% 上升至 2005 年第 1 季的 3.0%。核心通脹率亦正上升，反映私營企業的定價能力增加，以及成本上漲。由於生產力增長減慢，單位勞工成本在去年回復至正增長後，在 2005 年第 1 季以年率計增幅上升至 3.3%。

對外貿易不平衡的情況在直至 2005 年第 1 季的兩個季度內繼續加劇。美國貿易逆差佔國內生產總值的百分比上升至 5.7% 的歷史高位。這部分反映油價高企等暫時性因素的影響（油價在 2005 年第 1 季升至新高）。此外，仍然穩健（雖然已略為減慢）的本地需求和進口增長將會繼續令市場憂慮美國經常帳赤字的情況（美國進口目前約為出口的一倍半）。

² 有關油價變動對美國國內生產總值增長的非線性影響的近期研究，見 Hamilton, James D. (2000), "What is an oil shock?", NBER Working Paper No.7755, June 2000。

圖 1.4
歐元區：各組成部分對區內生產總值的貢獻

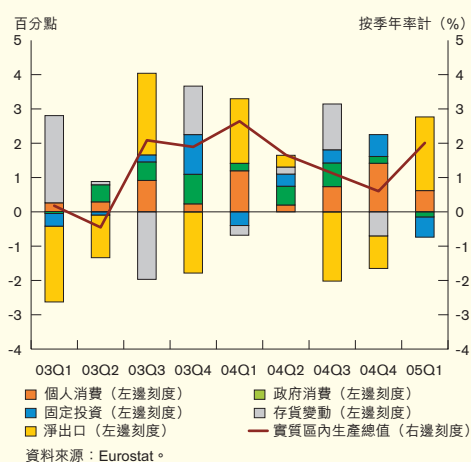
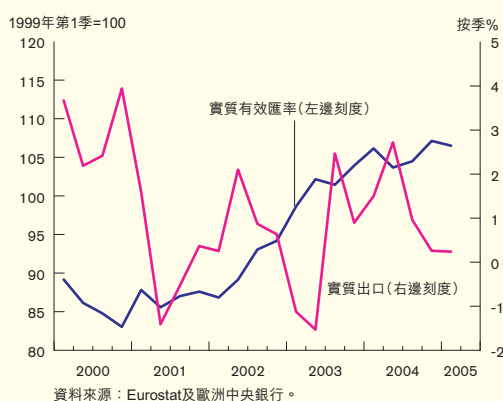


表 1.B
歐元區：經濟活動調查指標

指數	2004年	1月	2月	3月	4月	5月
製造業採購經理指數	53.1	51.9	51.9	50.4	49.2	48.7
服務業採購經理指數	54.6	53.4	53.0	53.0	52.8	53.5
歐洲委員會調查						
經濟景氣	100.0	100.8	98.8	97.5	96.5	96.1
工業信心	-4.7	-5.0	-6.0	-8.0	-9.0	-11.0
訂單部分	-15.5	-11.0	-15.0	-17.0	-19.0	-21.0
消費者信心	-13.8	-13.0	-13.0	-14.0	-13.0	-15.0
ZEW 經濟景氣 (預期)	52.1	29.9	36.0	37.3	24.6	14.8
德國 IFO (營商環境)	95.7	96.4	95.4	94.0	93.3	92.9

資料來源：彭博及路透社。

圖 1.5
歐元區：匯率與出口



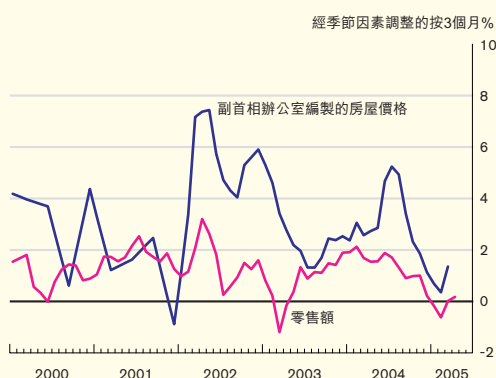
1.2 歐元區及英國

歐元區經濟增長在2004年第4季意外地轉弱後，於2005年第1季上升至2.0%的一年高位(圖1.4)。由於進口下跌，令淨貿易額對區內生產總值增長的貢獻上升，抵銷了本地最終需求增長下跌的影響。按成員國分析，德國經濟繼2004年第4季收縮後，在2005年第1季增長4.2%。然而，法國的經濟增長下跌，意大利則連續兩季錄得負增長。

歐元區的私人本地需求增長在最近幾季略為回升。消費開支在去年第2季錄得接近零的增長後，在直至2005年第1季的3個季度內平均錄得1.6%的增長。這反映就業人數持續上升，令消費信貸增加及消費信心保持穩定(雖然實質工資增長仍然疲弱)。商業資本開支在去年下半年亦穩步上升，但在2005年第1季回落。這與今年以來商業信心的調查指標顯著下跌有關，反映商品價格上升以及過往歐元的強勢正妨礙商業投資進一步增長。出口增長在2004年下半年大幅下跌，在2005年初時表現繼續疲弱(圖1.5)，不過德國在出口方面則有復甦跡象。

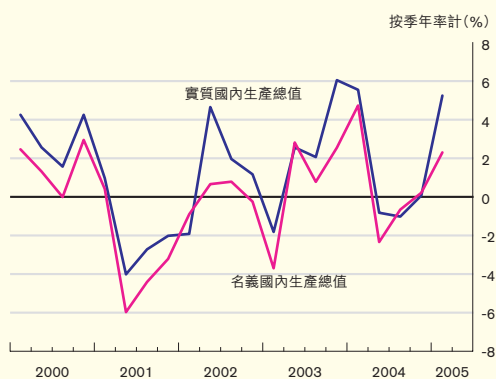
整體來說，市場關注歐元區的經濟復甦能否持續，尤其本地私人需求的增長仍然受到外圍因素的影響。基本通脹壓力仍然溫和，核心消費物價指數通脹率(不包括非加工食品及能源)由2004年的2.0%下跌至2005年第1季的1.7%。

圖 1.6
英國：房屋價格及零售額



資料來源：英國國家統計局、副首相辦公室及職員估計數字。

圖 1.7
日本：名義及實質國內生產總值



資料來源：日本內閣府。

英國方面，由於商業投資及出口增長下降，實質國內生產總值增長由2004年第4季的2.8%，減慢至2005年第1季的2.0%。私人消費增長仍然疲弱，反映央行的緊縮貨幣政策及房屋價格通脹下降，後者於2005年初更跌至接近零的水平(按3個月計)(圖1.6)。消費物價指數通脹率由2004年平均的1.3%，上升至2005年第1季的1.7%。

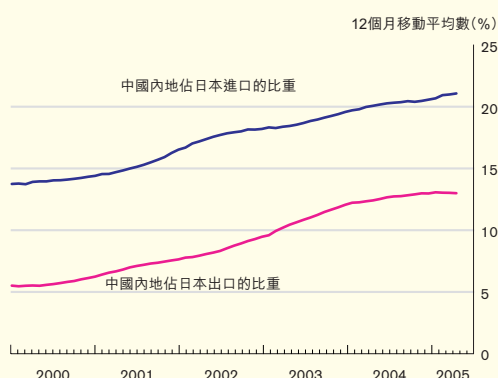
1.3 亞洲(不包括中國內地)

日本經濟於2004年中出現短暫衰退後，在直至2005年第1季的兩個季度內持續增長。日本經濟經過連續兩季收縮後，增長由2004年第4季的0.1%，加快至2005年第1季的5.3%(圖1.7)。在2004年全年，日本經濟增長2.7%，名義增長率為1.5%，是7年來最高的水平。儘管經濟增長表現較預期為佳，但日本央行在2005年5月份預測核心消費物價指數通縮告終的時間將推遲至2006至07財政年度，反映價格在過去6個月持續下跌。

有跡象顯示今年經濟增長的情況較為平均，其中本地需求對經濟增長的貢獻增加。隨着消費信心回穩及勞工市場情況持續改善，消費開支經過2004年下半年下跌後，在2005年第1季回升。名義工資在接近2004年底時開始回升，就業人數亦穩定下來(雖然升幅仍不顯著)。在直至2005年第1季的兩個季度內，商業投資平均增長3.8%，但3月份的「短觀」調查結果顯示企業信心下跌，表示商業投資回升的基礎仍然比較薄弱。

另一方面，出口表現令人失望。出口增長在2004年下半年下跌，主要受全球對電子產品需求減少及存貨增加所影響，在2005年第1季出口表現只有輕微改善。然而，最近幾季日本出口至中國內地佔總出口的比重繼續穩步上升，為整體出口提供一定程度的支持。中國內地與日本的貿易聯繫加強，是由東亞地區的生產鏈不斷重整所帶動。中國內地已成為區內

圖 1.8
日本：與中國內地的雙邊貿易



資料來源：日本財務省。

重要的低工資加工及裝配業務基地，並從日本、台灣及韓國進口高科技配件。³中國貿易數據顯示，去年日本佔中國內地進口總值的比重高於美國。製成品其後由內地輸往日本，令內地佔日本進口總值的比重穩步增加，在2005年第1季升至21% (圖1.8)。

東亞其他地區 (不計中國內地)⁴的按年計經濟增長率由去年的高位下跌：由2004年第4季的4.8%跌至2005年第1季的4.0% (表1.C)，這部分反映2004年初高增長率所造成的基數效應。2004年全年區內經濟體系的平均增長率達5.6%，是2000年以來表現最佳的一年。其次，經濟增長下跌亦反映由於外部需求減弱，以致工業生產與出口的增長動力下降。

表 1.C
東亞：實質國內 (境內) 生產總值增長

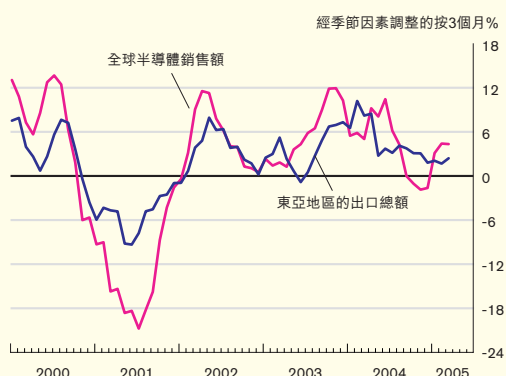
按年 %	2003	04Q1	04Q2	04Q3	04Q4	05Q1
新興工業經濟體系：						
韓國 ¹	3.1	5.3	5.5	4.7	3.3	2.7
		(2.6)	(2.4)	(3.3)	(3.8)	(1.4)
新加坡 ¹	1.4	7.9	12.3	7.2	6.5	2.5
		(10.1)	(7.5)	(0.7)	(7.9)	(-5.5)
台灣	3.3	6.7	7.9	5.3	3.3	2.5
東盟經濟體系：						
印尼	4.9	4.4	4.4	5.1	6.7	6.4
馬來西亞	5.3	7.8	8.4	6.7	5.8	5.7
菲律賓	4.7	6.4	6.4	6.3	5.4	4.6
泰國	6.9	6.7	6.4	6.1	5.1	3.3
東亞：	4.3	5.9	6.3	5.5	4.8	4.0

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。

在直至2005年第1季的兩個季度內，大部分規模較小的東亞經濟體系的按年計出口增長率均下跌。經季節因素調整的按3個月增長率亦顯示出口疲弱，期內部分經濟體系的名義出口貨值更下跌。這反映區內對中國內地及美國的出口增長下跌。引致出口增長減慢的其中一個原因，是全球對資訊科技的需求在2004年下半年大幅下滑 (圖1.9)。新加坡、韓國及台灣所受的打擊較大，原因是電子產品佔它們出口的比重超過三分之一。但隨着今年對資訊科技產品的需求有回升跡象，相信有關影響是暫時性的。

圖 1.9
東亞：全球資訊科技周期及出口增長
(以美元計)

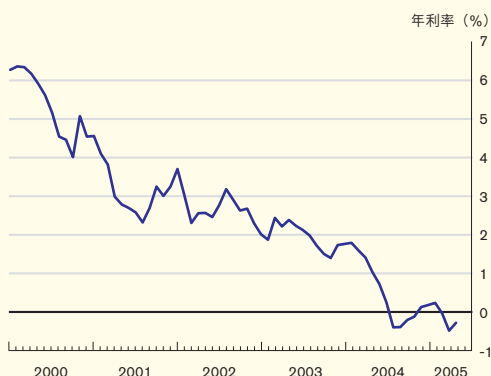


資料來源：CEIC及職員估計數字。

³ 見Cutler J. et al (2004)，「區內貿易與中國內地的角色」，《香港金融管理局季報》，2004年12月號。

⁴ 這包括韓國、新加坡、台灣及東盟成員經濟體系 (包括印尼、菲律賓、馬來西亞及泰國)。除另有說明外，這些經濟體系的整體數字是按2003年經購買力平價匯率調整後的國內 (境內) 生產總值作加權。

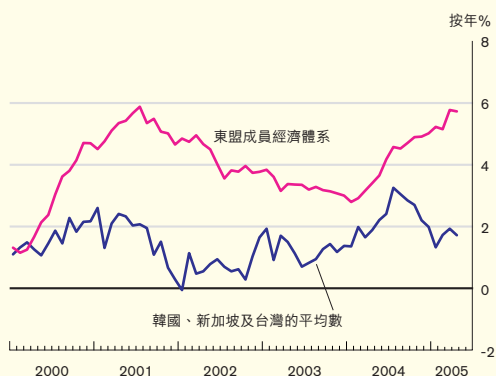
圖 1.10
東亞：實質利率¹



註1：3個月銀行同業拆息減去整體消費物價的按年通脹率。
資料來源：彭博及CEIC。

區內經濟體系的本地需求增長表現不一。在實質利率低企(部分經濟體系甚至出現負實質利率)(圖1.10)、消費信貸供應增加及勞工市場情況逐步改善的情況下,大部分經濟體系在直至2005年第1季的兩個季度內的按年消費開支增長強勁。其中韓國的私人消費開支增長更上升至2003年信貸泡沫爆破以來的最高位。但新加坡則例外,其私人消費增長在2005年第1季大幅回落。在固定投資方面,台灣、泰國及印尼在最近幾個季度的按年增長強勁,但韓國、菲律賓及新加坡的增長則轉弱。

圖 1.11
東亞：整體消費物價通脹¹



註1：簡單平均數。
資料來源：CEIC。

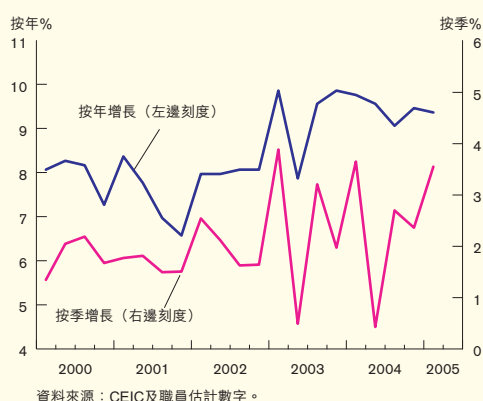
持續高企的商品價格對通脹構成上升壓力。雖然食品價格通脹由去年的高位回落,但能源及金屬價格通脹回升。因此,韓國、新加坡及台灣的整體消費物價通脹在今年初回升,東盟成員經濟體系的通脹則持續向上,特別是印尼及菲律賓(圖1.11)。

中國內地

自12月份報告發布至今，主要在高投資支出及強勁的出口表現帶動下，內地經濟繼續快速增長。消費物價通脹及生產物價通脹顯著放緩。廣義貨幣供應量M2及金融機構貸款的增長率在2004年底上升後，在今年頭4個月下跌。

1.4 產出、增長及通脹

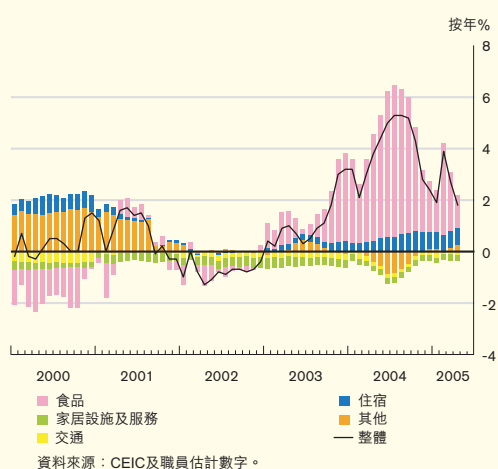
圖 1.12
中國內地：國內生產總值增長



內地經濟繼續強勁增長，2004年第4季實質國內生產總值按年增幅為9.5%，2005年第1季為9.4%。2004年第1季的比較基數相對處於高水平，表示2005年第1季的增長動力加強。經季節因素調整的非官方估計顯示，按季增長由2004年第4季的2.4%，大幅增加至2005年第1季的3.6%，是2004年第1季以來的最高位（圖1.12）。

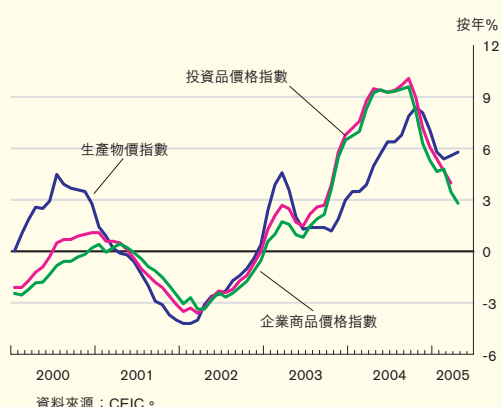
投資及出口表現強勁是帶動經濟快速增長的主要因素，私人消費則繼續堅挺。最近有關投資及工業生產的數據顯示經濟再次面對過熱的風險。經季節因素調整後，工業生產以年率計的按季增長由2004年第4季的14.9%，上升至2005年頭4個月的約16%。儘管2004年初的比較基數偏高，但城市固定資產投資在2005年頭4個月仍錄得按年計升幅25.7%，2004年第4季的升幅則為23.6%。消費支出維持穩健，過去兩個季度增長超過12%。出口增長繼續表現強勁，2005年頭4個月的按年增幅達34%，2004年第4季則為35.6%。另一方面，同期進口增長由30.4%顯著放緩至13.3%。經季節因素調整後，非官方估計的按3個月增長率則顯示不同的出口及進口情況。出口按年增長率連續第4個月顯著下跌，至4月份的負0.2%。加上最近與歐盟及美國的一些貿易磨擦（特別是紡織品方面），相信出口增長在未來一段時間會略為減慢。另一方面，主要由於比較基數偏高，進口的按年增長率大幅放緩。

圖 1.13
中國內地：對消費物價通脹的貢獻



整體消費物價通脹率繼續下跌至4月份的1.8%，主要反映引致近期消費物價通脹的主要因素——食品價格通脹——下跌（圖1.13）。上游價格通脹亦放緩。生產物價通脹在2005年2月跌至近期低位5.4%，然後在3月回升至5.6%，及於4月回

圖 1.14
中國內地：其他物價指數



升至 5.8% (圖 1.14)。投資品價格通脹率及企業商品價格通脹率繼續下降。然而，油價高企及一些重要部門的供應瓶頸造成的影響仍有待在通脹中反映出來。

1.5 貨幣狀況及資產價格

貨幣狀況在 2004 年第 4 季相對寬鬆，在 2005 年頭幾個月則收緊。實質利率上升，並保持在零以上 (圖 1.15)，反映貸款利率上升及消費物價通脹下降的共同影響。人民幣實質有效匯率在 2004 年 9 月至 12 月期間貶值後，自 12 月以來升值，主要反映美元的相應走勢。廣義貨幣供應量 M2 及金融機構貸款的擴張幅度仍然低於中國人民銀行 (人行) 設定的 16% 至 17% 的按年增長上限 (圖 1.16)。此外，非官方估計數字顯示，貨幣差距 (反映貨幣供應相對需求過剩的指標) 繼續收窄至零。

圖 1.15
中國內地：貨幣狀況

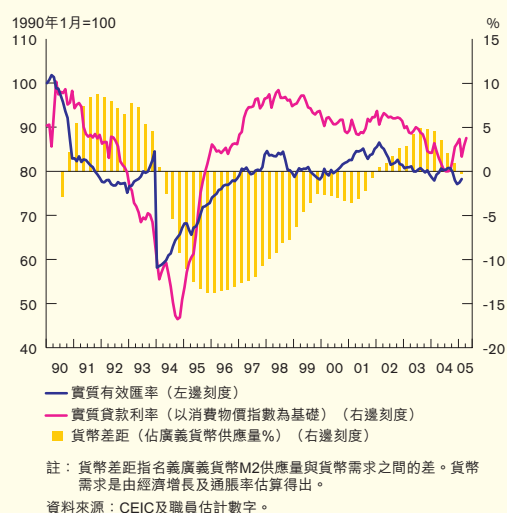


圖 1.16
中國內地：貨幣及信貸

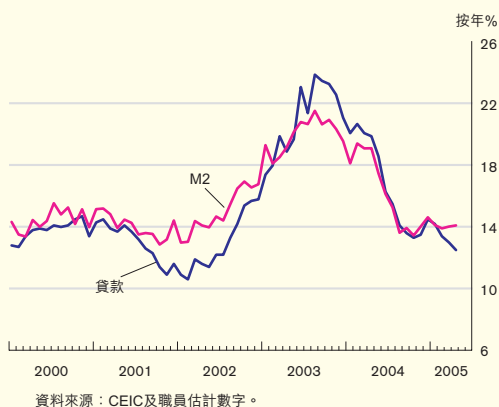
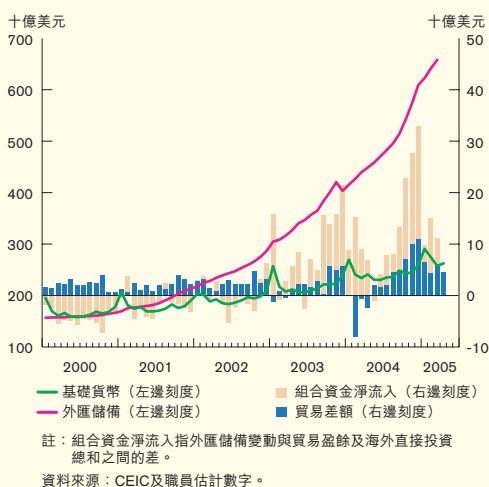


圖 1.17
中國內地：資金流入



主要由於市場猜測人民幣升值，因此短期資金流入保持強勁，對貨幣政策管理構成威脅。自2004年1月以來，組合資金淨流入總數達1,330億美元，佔同期外匯儲備升幅的一半以上（圖1.17），促使國家外匯管理局在5月10日設定國內及境外銀行短期離岸借款上限。由於人行繼續進行沖銷操作以減少儲備增加對國內貨幣狀況的影響，基礎貨幣的增長因而受到抑制。

儘管金融狀況略為收緊，但物業市場在2005年頭幾個月繼續表現蓬勃。樓價上升12.5%；與歷史水平比較，這個升幅屬於偏高水平（圖1.18）。上海的樓價在2005年第1季上升19%。樓價大幅增長帶動投資，特別是房地產投資增長（圖1.19）。內地有關當局實行了連串措施減少投機炒賣活動，包括在3月份調高按揭貸款利率及訂金要求，以及在5月再推出額外措施。初步跡象顯示最新的措施開始奏效，特別是在上海等樓價升幅較大的大城市。然而，這些新措施是否足以令物業市場持續整固，則仍有待觀察。

圖 1.18
中國內地：實質按揭利率及物業價格

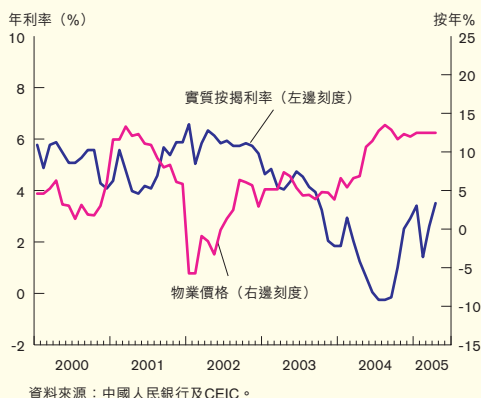
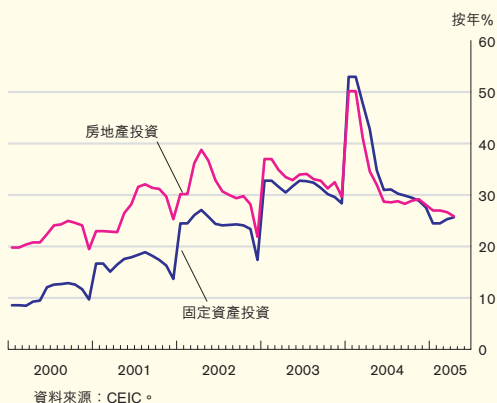


圖 1.19
中國內地：投資



貨幣及金融狀況

美國聯邦公開市場委員會繼續收緊其貨幣政策。由於短期債券收益率上升，而長期債券收益率則維持在低位，引致美國國庫券收益率曲線進一步趨於平坦。面對油價高企引致通脹壓力加劇，部分新興亞洲經濟體系的中央銀行調高政策利率。美元兌其他主要貨幣表現反覆。

圖 1.20
美國聯邦基金目標利率

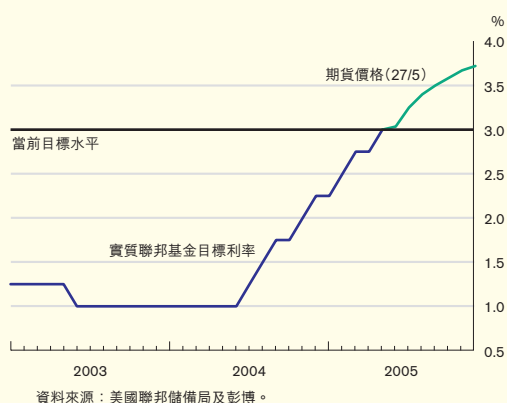
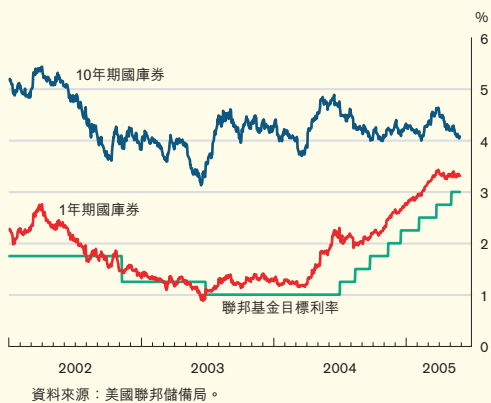


圖 1.21
美國國庫券收益率曲線



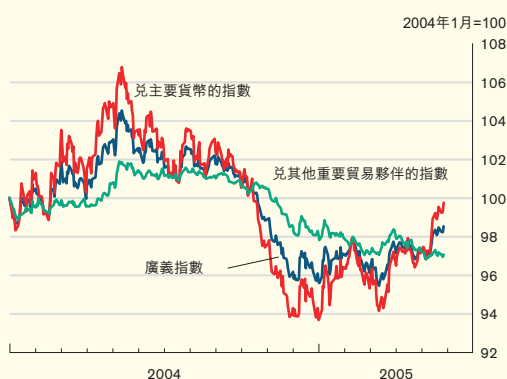
1.6 利率

美國聯邦儲備局在2005年上半年繼續收緊其貨幣政策。從2004年6月起，聯邦公開市場委員會在連續8次會議上合共調高聯邦基金目標利率2個百分點至3厘。在5月份的會議上，委員會注意到通脹壓力正在上升，但指出長期通脹預期仍然受到控制。因此，委員會仍將按「審慎有序」的步伐收緊貨幣政策。於5月底，聯邦基金期貨合約顯示市場人士預期目標利率會在2005年底前升至3.75厘(圖1.20)。除美國外，其他主要中央銀行今年以來均保持其主要政策利率不變。

美國國庫券收益率曲線繼續趨於平坦。短期債券收益率跟隨聯邦基金目標利率進一步上升，但10年期美國國庫券收益率在5月底則跌至約4厘，即2004年12月時的水平(見4.3節)。10年期與1年期美國國庫券收益率的差距由2004年11月底的173基點，收窄至5月底的略為低於80基點(圖1.21)。長期歐洲政府債券收益率跟隨美國國庫券收益率的走勢，仍處於低水平，部分反映世界各地的資本市場日趨全球化及通脹壓力受到遏抑。

由於能源價格上升推高消費物價通脹率，因此菲律賓及泰國央行同於2005年上半年各自調升政策利率25基點。韓國央行維持其隔夜通知存款目標利率不變，但警告油價及房地產價格上升使通脹壓力增加。中國內地方面，人行保持基準1年期人民幣貸款及存款利率不變，但略為調高商業銀行就300萬美元以下的岸上美元及港元存款可提供的利率上限。

圖 1.22
美元匯率指數



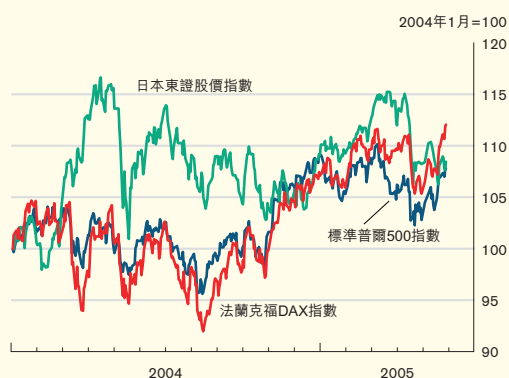
資料來源：美國聯邦儲備局。

圖 1.23
遠期人民幣不交收合約匯率



資料來源：彭博。

圖 1.24
部分主要股市指數（本地貨幣）



資料來源：彭博。

1.7 匯率

過去6個月美元匯率表現反覆。根據聯儲局的廣義美元指數顯示，自2004年11月以來，美元匯價因美元短期利率上升及美國經濟活動增加而轉強。然而，美元匯價在2月中轉弱，至3月中才回升。雖然美元兌其他主要貨幣表現波動，但兌其他重要貿易夥伴（包括中國內地）的貨幣則大致穩定（圖1.22）。

市場對人民幣升值的預期在2005年初熾熱後已逐漸冷卻。然而，最近要求內地政府採取較靈活貨幣制度的壓力再次加劇，這是由於中國內地對美國及歐元區的貿易夥伴錄得龐大貿易盈餘。在4月份，美國國會議員更提出除非內地政府調整人民幣匯率，否則對所有由內地進口的產品徵收27.5%的關稅。遠期人民幣不交收合約的折讓幅度（反映市場對人民幣的升值預期的指標）擴大。於5月底，1年期人民幣不交收合約的匯率顯示人民幣兌美元在1年內將升值5.5%（圖1.23）。

1.8 股票市場

2005年上半年全球股市表現波動。主要經濟體系的股票價格繼去年底大幅上升後，於2005年第1季進一步上升，主要反映企業盈利錄得增長。然而，自4月份股價開始回軟（圖1.24）。在2005年頭5個月，法蘭克福DAX指數錄得4.4%升幅，日本東證股價指數及標準普爾500指數均微跌。美股表現疲弱是受多項因素影響，包括預期利率上升、企業盈利放緩，以及商品價格上升對通脹的影響。

2. 本港經濟

需求

香港實質本地生產總值增長在2005年第1季從2004年的高位略為回落，但相對於歷史水平仍屬穩健。增長減慢主要反映了在全球增長放緩的環境下出口增長減少。相比之下，受惠於房地產財富增加及勞工市場狀況改善，私人消費增長保持穩健。

圖 2.1
以固定市價計算的本地生產總值

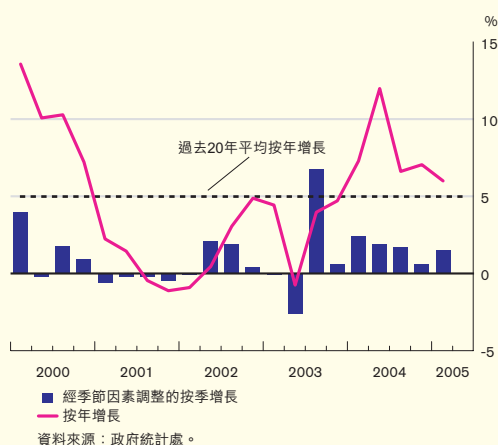


表 2.A
按開支項目劃分的實質本地生產總值增長

(按年%)	2003	2004	2004			2005
			Q2	Q3	Q4	Q1
本地生產總值	3.1	8.1	12.0	6.6	7.1	6.0
本地需求	0.1	5.0	12.1	3.4	-2.0	-2.5
消費						
私人	-1.1	6.9	10.9	5.3	5.9	4.6
公共	1.9	0.7	0.0	-1.3	-1.7	-4.2
本地固定資本形成總額	0.9	4.1	11.5	2.1	-1.4	2.2
私人	0.8	6.2	15.3	4.9	-0.8	4.1
公共	1.4	-6.0	-8.4	-12.6	-4.3	-5.8
存貨變動 ¹	0.3	-0.4	2.1	-0.3	-4.5	-5.1
貨品出口淨值 ¹	0.6	0.9	-3.5	1.2	7.5	6.6
服務輸出淨值 ¹	2.5	2.7	4.1	2.4	1.3	1.8

註1：以百分點表示對本地生產總值按年增長率的貢獻。
資料來源：政府統計處。

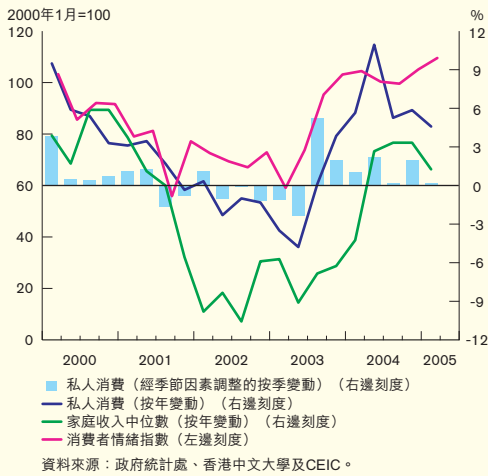
2.1 整體需求

2005年第1季的經濟增長較2004年的高水平略為回落，但仍較平均增長步伐快（圖2.1）。實質本地生產總值在2004年第4季的按年增幅為7.1%，因此全年錄得8.1%的顯著增長，是2000年以來最大的增幅。在2005年第1季，增長步伐減慢至按年計的6.0%，主要反映了在全球增長放緩的環境下出口增長減少。然而，經季節因素調整的按季增幅由2004年第4季的0.6%上升至2005年第1季的1.5%，反映基本增長動力維持穩健。

2.2 本地需求

本地需求在2005年第1季按年計減少2.5%，而2004年第4季的減幅為2.0%（表2.A）。本地需求減少的主要原因是存貨進一步下降，儘管私人消費增長維持穩健及投資增長轉為正數。由於消費及投資增加，加上留用進口下跌使2005年第1季的存貨減少。

圖 2.2
私人消費、消費者情緒及家庭收入

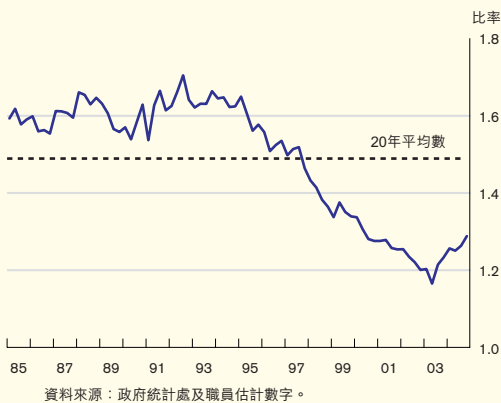


私人消費

自12月份報告公布以來，受到消費者情緒轉強的支持，私人消費增長維持強勁（圖2.2）。前者可能反映房地產財富進一步增加、失業率下降及家庭收入上升。私人消費按年增長幅度由2004年第4季的5.9%下降至2005年第1季的4.6%。經季節因素調整後，私人消費開支的按季增長亦由2004年第4季的2.0%減慢至2005年第1季的0.2%。

工資穩定及消費增加，顯示家庭儲蓄率可能下降。這亦於持續上升的消費與勞工收入比率中得到印證，然而在2004年第4季該比率仍遠低於過去20年的平均水平（圖2.3）。家庭儲蓄傾向降低，可能反映物業價格上升帶動家庭財富增加，以及經濟持續復甦使人們對日後的收入增長持樂觀的看法。

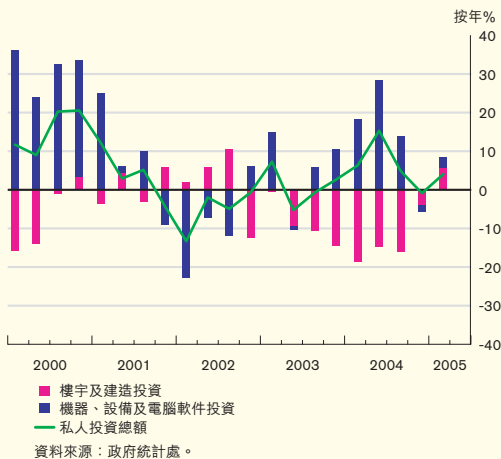
圖 2.3
消費與勞工收入比率



投資

私人投資在2005年第1季的按年增長回復至正數（圖2.4）。機器、設備及電腦軟件支出在2004年第4季短暫回落後，在2005年第1季上升2.8%。但由於業務前景受到全球增長預期放緩的陰霾影響，增長步伐較2004年前幾個季度顯著減慢。物業市場持續回升，促使樓宇及建造支出在下跌超過兩年後，在2005年第1季錄得5.8%的增長。以往建造活動與物業價格之間存在正面的關係，但新樓宇及其他建造的投資支出增長卻較物業價格上升要有一定的滯後。前幾年由於停止賣地令土地供應減少，亦可能導致建造活動對物業價格反應緩慢。

圖 2.4
私人投資及各組成項目



公共投資的按年跌幅由2004年第4季的4.3%上升至2005年第1季的5.8%，反映公共房屋計劃工程進一步減少及多個大型鐵路項目相繼完工。

圖 2.5
出口增長及貿易差額（實質）

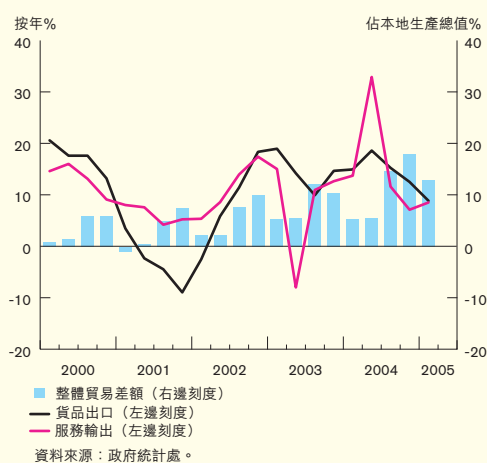


表 2.B
按主要市場劃分的商品出口

(按年%)	所佔 % ¹	2003	2004	2004			2005
				Q2	Q3	Q4	Q1
中國內地	44	21	20	22	23	17	12
美國	17	-3	5	6	4	7	6
歐盟	14	12	18	16	20	22	16
東盟五國 ² + 韓國	8	9	19	23	17	13	6
日本	5	12	14	17	14	16	12
台灣	2	22	16	25	14	7	-3
其他	10	5	9	17	11	12	5
總計	100	12	16	18	17	15	11

註：1. 在 2004 年所佔比重。

2. 東盟五國包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。

資料來源：政府統計處及 CEIC。

2.3 對外貿易

由於本地出口急跌抵銷轉口的輕微升幅，貨品出口的按季增長在2005年第1季降至零，是3年來最低的增幅，而2004年第4季的數字是2.9%。貨品出口的按年計增長在2005年第1季下跌，但仍維持穩健(圖2.5)。增長放緩的現象廣見於輸往大部分主要市場的出口，但以區內出口最明顯(表2.B)。由於轉口增長放緩及留用進口進一步減少，貨品進口的按年計增長在2005年第1季亦減慢。

本地出口在2005年第1季下跌，主要原因是紡織品及成衣出口急降。繼2005年1月香港紡織品及成衣的主要出口市場的配額被取消後，一些公司減少在香港的紡織品及成衣加工工序。配額取消意味着香港製造商可有較大彈性將生產工序遷至低成本的製造基地(包括內地)，藉此提高競爭力。紡織品及成衣出口貨值佔香港在2004年本地出口總值中超過五成，在2005年第1季較上年同期減少32%(圖2.6)。另一方面，紡織品及成衣轉口在2005年第1季加快增長。

相反，輸往內地的本地出口貨值在2005年第1季連續第4個季度錄得按年增長，扭轉對上3年的跌勢。這部分反映內地與香港的《更緊密經貿關係的安排》讓香港產品可免關稅進入內地市場所發揮的效應。

圖 2.6
紡織品及成衣出口

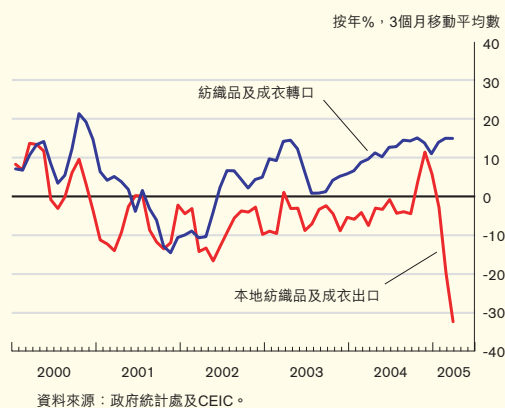
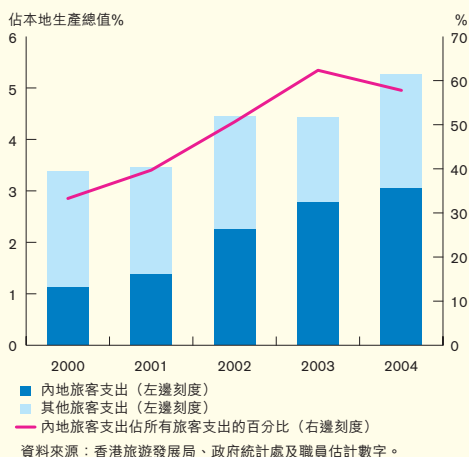


圖 2.7
旅客支出



在2005年第1季，服務輸出經季節因素調整後按季上升2.4%，而2004年第4季則下跌1.0%。按年計增長亦上升，主要反映與旅遊有關的服務增長加快。受到內地進一步擴展「個人遊」計劃刺激，加上來自其他經濟體系的遊客數目回升，訪港遊客人數在2004年12月創出新高紀錄，其後於2005年第1季略為減少。中國內地仍然是香港旅遊業收益的最大來源，佔收益總額五成以上(圖2.7)。相反，服務輸入的按年增長在2005年第1季則略為減慢，與貨品進口增長放緩一致。

整體而言，貿易順差在2005年第1季較對上一季下跌，主要反映出口增長放緩導致有形貿易逆差擴大。

產出及供應

服務行業仍然是帶動經濟增長的主要動力，其中與外貿有關的服務的表現尤其突出。與內地更趨融合，促使與旅遊有關的行業及製造業的產值強力回升。勞工市場狀況進一步改善，失業率在2005年4月降至2001年底以來最低水平。

2.4 產出

表 2.C
按主要行業劃分的實質本地生產總值增長

(按年%)	2003	2004	2004			
			Q1	Q2	Q3	Q4
以要素成本計算的 本地生產總值	3.3	7.6	7.1	10.7	6.1	6.7
工業環節	-4.6	-1.9	-2.4	-3.4	-2.8	1.2
其中：						
製造業	-9.1	2.9	1.8	1.1	3.4	5.0
建造業	-4.6	-8.5	-9.2	-10.7	-12.0	-2.3
服務環節	4.5	8.8	8.3	12.7	7.4	7.4
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	-5.9	10.1	6.7	23.6	6.2	6.5
進出口	13.5	14.0	13.6	19.2	13.8	10.7
運輸及倉庫	-1.1	18.2	12.0	29.0	16.6	16.6
金融、保險及 商業服務	7.7	11.7	17.9	13.4	7.7	8.6

資料來源：政府統計處。

表 2.D
各主要行業對實質本地生產總值增長的貢獻
(按年計)

(百分點)	2003	2004	2004			
			Q1	Q2	Q3	Q4
以要素成本計算的 本地生產總值	3.3	7.6	7.1	10.7	6.1	6.7
工業環節	-0.6	-0.2	-0.3	-0.4	-0.3	0.1
其中：						
製造業	-0.4	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2
建造業	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.1
服務環節	3.9	7.8	7.3	11.1	6.5	6.6
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	-0.4	0.6	0.4	1.2	0.3	0.4
進出口	2.8	3.2	2.9	4.1	3.3	2.6
運輸及倉庫	-0.1	1.4	1.0	2.1	1.3	1.3
金融、保險及 商業服務	1.3	2.1	3.1	2.5	1.3	1.5

資料來源：政府統計處。

服務行業仍然是2004年下半年經濟增長的主要動力，但按年增長幅度較2004年上半年小(表2.C)。⁵與內地更趨融合，繼續支持香港的貨品及服務貿易。由於內地貿易的蓬勃增長，與貿易有關的服務繼續錄得雙位數字增長，同時消費及旅遊有關行業的產值亦顯著增加。在2004年5月和7月，「個人遊」計劃進一步擴展至更多內地城市，使到港旅遊業受惠。12月份報告公布以來的一項重要發展就是製造業產值增長在截至2004年第4季的1年內上升至5%，是2001年第1季開始收集這項統計以來的最大升幅。這可能反映根據《更緊密經貿關係的安排》，在2004年1月起豁免對輸往內地的香港貨品徵收關稅。

從對增長的貢獻來衡量，與對外貿易有關的服務幾乎佔2004年下半年的按年產出增長的一半(表2.D)。其次是金融服務業的貢獻，所佔比重超過20%。按2004年全年計，製造業的貢獻轉為正數。

⁵ 本報告付印時仍未公布2005年第1季按經濟行業劃分的本地生產總值數據。

圖 2.8
勞工市場狀況

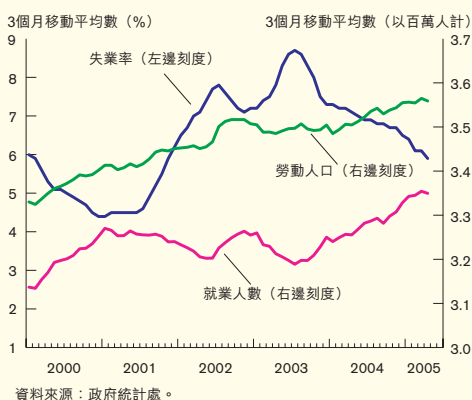


圖 2.9
長期失業人數所佔比重及技術與非技術人員的失業率

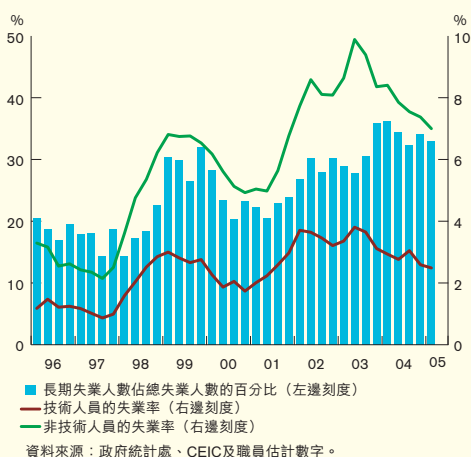
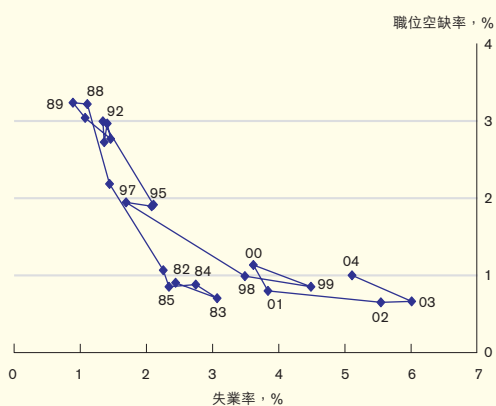


圖 2.10
服務行業失業率及職位空缺率



2.5 勞工及生產力

經濟持續復甦帶動就業人數增長上升。勞工生產力的按年增長率在2005年第1季下降，但仍高於其長期增長率2.2%。

勞工市場狀況

12月份報告公布以來，勞工市場狀況持續改善。近月就業人數增長的速度加快，導致失業率跌幅略為增加，在截至4月止的3個月內降至5.9%，而6個月前的數字為6.7%（圖2.8）。儘管勞動人口參與率輕微下降，但由於就業年齡人口增加，勞動人口亦告穩步上升。失業率下降廣泛分布於多個行業，其中以對外貿易、消費及旅遊有關行業跌幅最大。

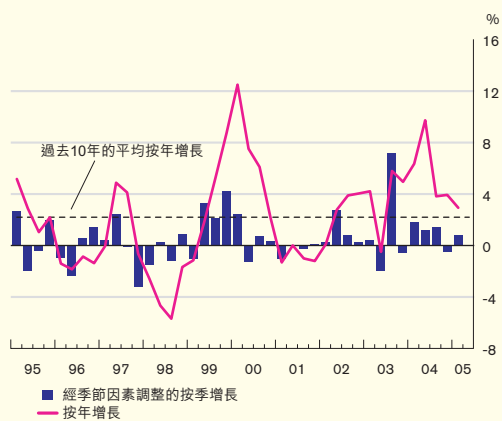
就業不足率下跌幅度較小，在截至4月止的3個月內跌至3.0%，而6個月前的數字是3.2%。就業不足率下跌的情況集中於製造、飲食及酒店業，原因是這些行業創造較多全職職位以取代兼職及臨時職位。

然而，失業率以過往標準計仍屬偏高，令人關注勞工市場的前景。我們的研究顯示，儘管有跡象表明（同時有實際數據支持）隨着經濟結構轉型至以知識及高增值為本的模式，自然失業率可能已上升，但近年失業率相對偏高主要是與周期性因素有關。⁶首先，長期失業人數（即失業6個月或以上的人士）所佔的比例仍然較高（圖2.9）。以持續失業期中位數計，製造業的持續失業期最長，在2005年第1季達到167日。第二，近年技術人員與非技術人員的失業率差距擴大，原因是對技術水平較低人員的需求少（圖2.9）⁷。第三，圖2.10顯示以任何職位空缺率計，服務行業在過去10年的失業率都較在80年代高。例如，以職位空缺率約在1%計，近年的失業率是4至6%，在80年代初則是2至3%。這顯示技術錯配的問題可能加劇。然而，我們的估計顯示自然失業率仍然顯著低於目前的失業率。因此，隨着經濟持續復甦，預期失業率將會進一步回落。

⁶ 見Fan, K. (2004), 「失業問題的根源」, 《香港金融管理局季報》, 2004年6月號。

⁷ 技術人員包括經理及行政人員、專業人員及輔助專業人員；非技術人員包括文員、服務工作及商店銷售人員、工藝及有關人員、機台與機器操作員及裝配員，以及基層人員。

圖 2.11
每名工人的產出量



生產力

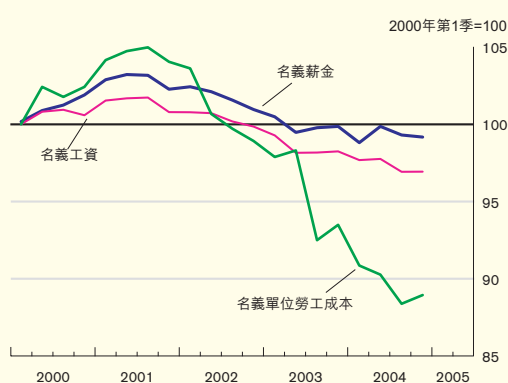
勞工生產力增長(以每名工人的產出量計)在2005年第1季變為正數，扭轉2004年第4季錄得的按季下跌(圖2.11)。後者出現的原因是就業人數較產出量增長步伐快。近幾季勞工生產力的按年增長速度減慢，但仍比長期增長率快。儘管就業人數增長較快導致勞工生產力增長減慢，但後者可能只是暫時現象，因為工人需要一定的時間逐漸掌握新職位所需的技術。若勞工生產力繼續增長，就業人數上升可能帶動日後產出量增加，因此從長遠而言可以改善增長前景。

物價與工資

自12月份報告公布以來，消費物價通脹穩步上升。正數值的產值差距、持續復甦的物業市場，以及疲弱的有效匯率都引致通脹壓力增加。工資增長帶來的通脹壓力仍然較低。

2.6 勞工成本

圖 2.12
工資與薪金指數及單位勞工成本

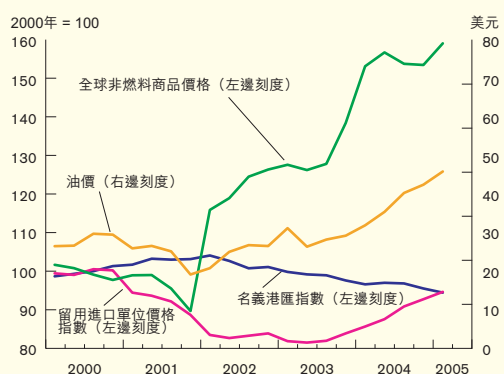


資料來源：政府統計處及職員估計數字。

來自勞工市場的通脹壓力維持在低位。儘管最近幾個季度失業率持續下跌，但2004年第4季的平均名義薪金(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)比上一季低0.1%，比1年前低0.6% (圖2.12)。除製造業、批發及零售業、貿易、飲食與酒店業外，大部分主要行業的薪金均下跌。正如第2.4節提到，製造業因實施《更緊密經貿關係的安排》而受惠，而批發及零售業、貿易、飲食與酒店業是增長最快的行業之一。

2.7 商品及進口價格

圖 2.13
進口價格



資料來源：政府統計處及Datastream。

自12月份報告公布以來，進口價格進一步上升，反映了美元貶值、全球非燃料類商品價格堅挺，以及油價持續高企 (圖2.13)。然而，2004年下半年商品價格通脹下跌，因此進口價格的漲幅放緩。按3個月比較顯示，留用進口的單位價格指數在3月份錄得以年率計8.4%的增幅，而2004年下半年的增幅則為12.3%。按年計進口價格通脹率在截至2005年第1季止的3個季度內仍處於約10.5%的高位。

圖 2.14
按組成項目分析消費物價通脹

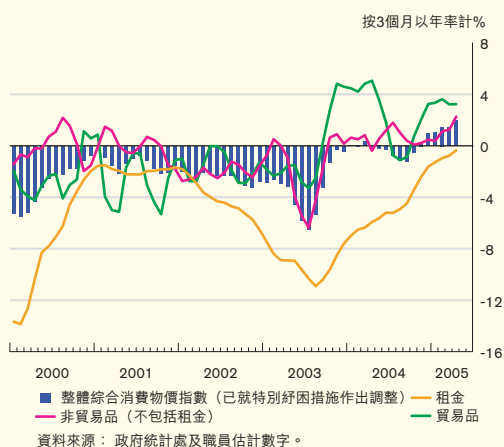


圖 2.15
2004年10月至2005年4月期間按3個月以年率計的綜合消費物價指數通脹變動

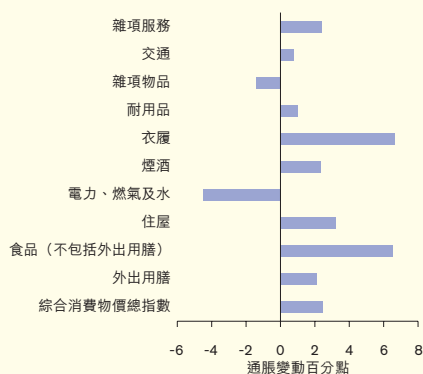
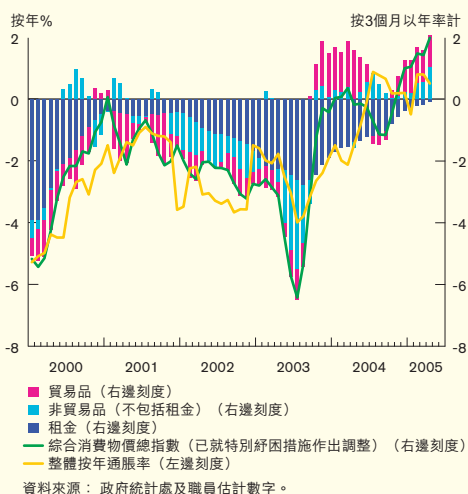


圖 2.16
主要組成項目對消費物價通脹的貢獻



2.8 消費物價

自12月份報告公布以來，儘管進口價格通脹下跌及工資保持穩定，但消費物價通脹穩步上升。經季節因素調整後，按3個月以年率計的通脹率在4月份上升至2.0%，這是1998年7月以來的最大升幅(圖2.14)。貿易商品價格通脹率的上升速度比非貿易商品及服務快。從分類層面來分析，除電力、燃氣及水(其價格主要受政府規管)以及雜項商品外，幾乎所有類別的通脹均上升(圖2.15)。反映租金對樓價上升的滯後反應，租金下跌的情況在2月份完結。在2月至4月間，綜合消費物價指數的租金組成項目微升0.3%。然而，通脹升幅是相對於較低的比較基數而言，同時2005年頭4個月的綜合消費物價指數年通脹率為0.4%，2004年全年的平均通脹率則為負0.4%(圖2.16)。

綜合消費物價指數通脹率上升，顯示經過1998至2003年經濟衰退期間企業的邊際利潤大幅遞減後，經濟復甦使企業重新掌握一定程度的定價能力。同時，這情況亦部分反映成本上升，特別是租金上升。零售及住宅物業租金指數自2003年的低谷分別回升14%及17%。零售及住宅物業價格的升勢更強，升幅分別為76%及60%。

資產市場

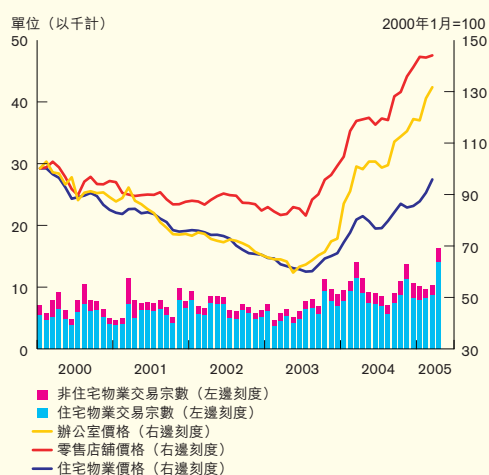
自12月份報告公布以來，香港的股價波動較大。然而，過去6個月住宅物業價格繼續強勁增長。雖然主要的物業指標顯示，住屋市場距離1997年的高峰仍有相當差距，但投機活動顯著增加。

圖 2.17
香港股票價格



資料來源：彭博。

圖 2.18
物業價格與成交宗數



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

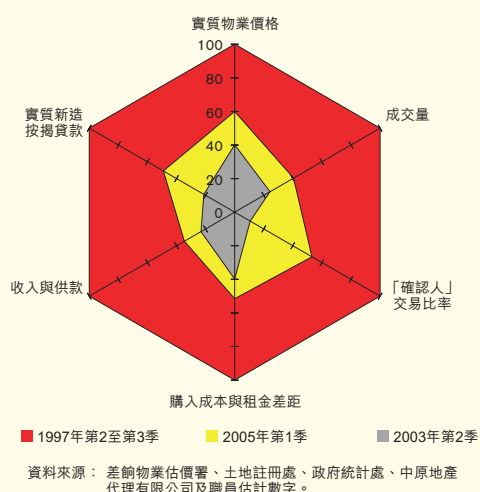
2.9 股票市場

過去6個月香港的股價波動較大(圖2.17)。基準恒生指數在2004年上升13%後，在2005年1月大幅下跌，部分原因是國際投資機構發表的一些研究報告指香港股票價格過高。其後，股價的變動又受到不穩定的資金流向及能源價格以及利率前景的影響。

2.10 物業價格

物業市場繼續復甦。住宅物業價格大幅上升，在2004年9月至2005年3月期間上升15%，相對2003年7月谷底的累計升幅達60%(圖2.18)。商用物業價格的升勢更急，在截至3月份止的6個月內上升19%，自2003年中以來則上升121%。零售店舖價格的上升速度稍慢，在截至3月份止的6個月內上升12%，自2003年的谷底回升76%。中原城市領先指數(每周住宅售價指數)在4月份繼續上升，但在5月23日調高利率半個百分點後，升幅於5月下旬放緩。

圖 2.19
圖解分析



物業成交量(以買賣協議數目計)在2004年下半年升上高位後，在2005年第1季下跌，但其後在2005年4月急升至1997年7月以來的最高位(圖2.18)。以「確認人」交易宗數上升衡量的投機活動增加，由上3個月平均每月約為300宗，升至4月份超過500宗，但佔總交易宗數的比重變動不大，仍然不足4%。初步資料顯示總交易宗數在5月輕微下跌。

圖 2.19 以六角形方式概述 6 項主要物業指標。六角形面積愈大，市場過熱的風險便愈高。⁸反映 2005 年第 1 季的住宅物業市場情況的六角形面積，遠遠小於反映 1997 年第 2 及第 3 季明顯偏離經濟基本因素市況時的六角形面積。然而，與 2003 年第 2 季的谷底比較，無論是樓價、成交量（特別是「確認人」交易）或新批出按揭貸款均顯著上升，但收入與供款比率及購入成本與租金差距的升幅溫和。即是說，雖然住屋市場自 2003 年中以來強勁復甦，但與 1997 年的高峰比較，仍相差一大段距離。然而，住宅物業的投機需求增加仍然令人關注。

⁸ 見 Chan, N., W. Peng and K. Fan (2005), 「利用圖解監察香港的物業市況」, 《香港金融管理局季報》, 2005 年 3 月號。

公共財政

財政狀況顯著改善，得益於經濟持續復甦令政府收入大幅增加。預測政府綜合帳目可於2007至08財政年度達到收支平衡，比政府原先預測的提早一年。

表 2.E
財政帳目分析

財政年度	2002/03	2003/04	2004/05	2004/05	2004/05	2005/06
			預算案 ¹	預測 ²	臨時數字 ³	預算案 ²
	(相當於本地生產總值%)					
收入	14.1	16.7	15.4	18.2	18.4	18.0
稅收	9.0	10.3	10.3	11.6	不詳	11.5
直接稅	5.9	6.6	6.5	7.6	不詳	7.5
間接稅	3.1	3.7	3.7	4.1	不詳	4.1
非稅收	5.1	6.4	5.1	6.6	不詳	6.5
開支	19.0	20.0	20.7	19.3	18.7	18.8
經常	15.7	15.9	16.2	15.2	不詳	15.2
資本	3.3	4.0	4.5	4.1	不詳	3.5
整體差額 ⁴						
未計債項	-4.9	-3.2	-5.4	-1.0	-0.3	-0.8
已計債項	-4.9	-3.2	-3.3	0.9	1.7	-0.8
財政儲備	24.7	22.2	17.5	22.2	22.9	20.5
未償還債務	-	-	2.0	2.0	2.0	1.8
淨財政儲備	24.7	22.2	15.4	20.2	20.9	18.7

註：1. 根據2004年3月初公布的2004/05財政年度預算案編製。

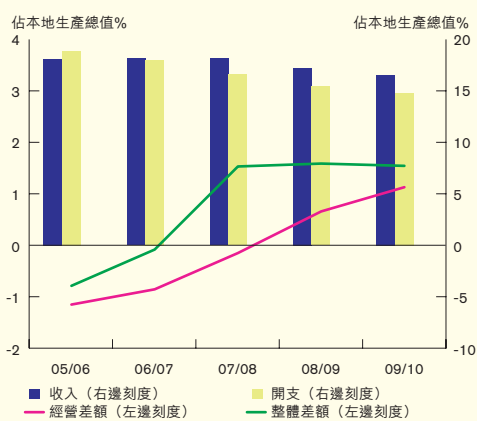
2. 根據2005年3月初公布的2005/06財政年度預算案編製。

3. 根據2005年4月底公布的每月財政狀況資料。

4. 債項指政府發行的債券及票據。

資料來源：政府財政預算案演辭、庫務署及職員估計數字。

圖 2.20
中期預測



資料來源：《二零零五至零六財政年度政府財政預算案》。

2.11 公共財政

最近政府向上修訂其估計的2004至05財政年度預算盈餘，由2005至06財政年度的預算案演辭中預測的相當於本地生產總值0.9%，上調至1.7%（表2.E），而較早前在2004年3月所作的預測則為相當於本地生產總值3.3%的赤字。財政狀況由過去4個年度錄得赤字，扭轉至2004至05財政年度出現盈餘，反映計入來自發行政府票據及債券的收入。然而，即使不包括這些收入在內，估計數字仍顯示2004至05財政年度的赤字大為減少，僅相當於本地生產總值的0.3%，2003至04財政年度則為3.2%。

財政狀況改善主要由收入方面帶動。賣地收益達313億港元，遠高於就2004至05財政年度所作的預測，並為2003至04財政年度錄得的5倍半多。直接稅收入及印花稅收入分別增加約20%及40%。政府財政收入大幅回升是受多項因素影響，包括經濟活動增加、物業及股票市場交投暢旺，以及薪俸稅及利得稅率上升。同時營運開支50多年來首次下跌，反映政府節省成本措施的成效，包括削減公務員數目、調整公務員薪酬、重新釐定服務供應的優先次序、結構重組，以及精簡程序。在過去一年，部分政府部門進行合併，並將更多服務外判。

本財政年度方面，預算案預測會錄得相當於本地生產總值0.8%的赤字。預算案亦建議就推出商品及服務稅以擴闊稅基諮詢公眾，此舉目的是要確保有穩定的收入來源。假設中期來說實質生產總值以按年趨勢增長率4%的速度擴張，以及沒有推出商品及服務稅，預期綜合帳目可於2007至08財政年度達到收支平衡，比2003年10月所定的目標提早一年（圖2.20），而經營帳目則將按原定時間於2008至09財政年度回復平衡。

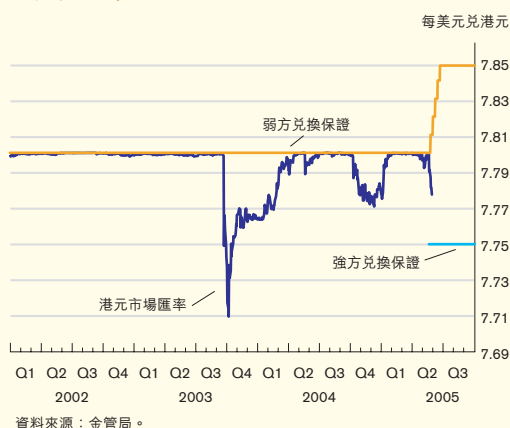
3. 貨幣與金融環節

匯率、利率及貨幣發展

金管局在2005年5月18日公布了3項優化聯繫匯率制度運作的措施，其中包括推出雙向兌換保證。在這項公布後，港元與美元的負息差明顯收窄。港元匯率在2005年頭幾個月內維持在貼近7.8港元兌1美元的聯繫匯率水平，並於4月底至5月期間轉強。

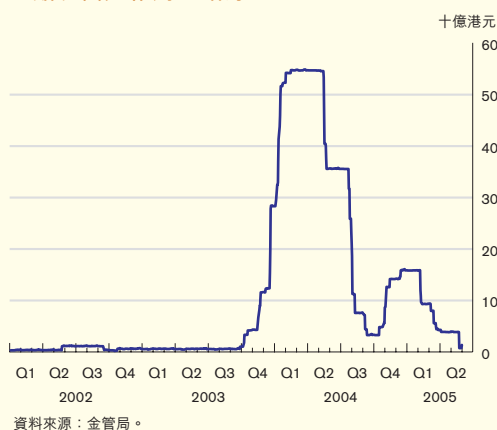
3.1 匯率及利率

圖 3.1
港元匯率



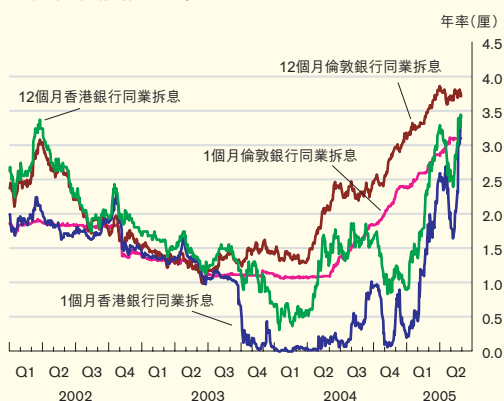
為了令利率調節機制的運作更有效，金管局在5月18日公布3項優化聯繫匯率制度運作的措施。這3項措施包括：推出在7.75水平的強方兌換保證；將現行的弱方兌換保證移至7.85，以及在強方與弱方兌換保證水平設定的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局制度運作原則的市場操作（見專題1）。港元匯率在2005年頭幾個月內維持在貼近7.8的聯繫匯率水平，但在4月底至5月期間轉強。此前港元匯率在2004年第4季曾溫和升值（圖3.1）。上述近期匯率的變動繼續受到資金流向所影響，其中包括跟首次公開招股活動及市場對人民幣升值預期變化有關的資金流向。因應這些情況，金管局曾多次買入及沽出港元。

圖 3.2
貼現窗運作前總結餘



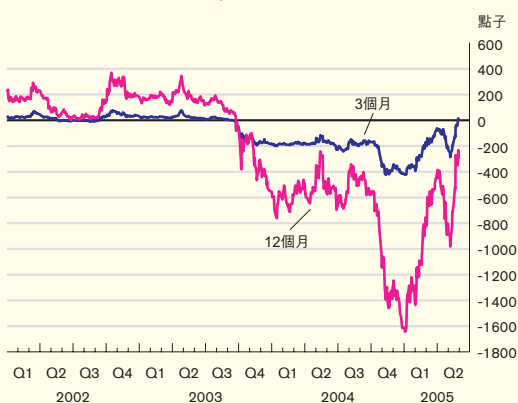
金管局在2004年11月8日至12月8日期間順應銀行要求，售出約32億港元。隨着港元回落至貼近聯繫匯率，金管局因應資金外流，在2005年1月31日至3月29日期間共進行了10次兌換保證交易（相當於推出3項優化措施後的弱方兌換保證），共買入120億港元。在5月18日推出優化措施後，弱方兌換保證再被觸發，金管局再買入31億港元。其後，由於港元轉強，金管局在5月25日售出約5億港元。在貨幣發行局制度下，這些操作使總結餘出現相應的變動；因此總結餘在2004年12月13日上升至159億港元，其後減少至2005年5月27日的13億港元（圖3.2）。隨着總結餘下跌，香港銀行同業拆息顯著上升。

圖 3.3
港元與美元息率



資料來源：金管局。

圖 3.4
港元遠期匯率溢價／折讓



資料來源：金管局。

美國聯邦基金目標利率在2004年12月至2005年5月期間曾上調4次，合共調高了100基點，達至3厘。由於美元利率上升，1個月及12個月港元利率同告上升。12個月香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息的負息差顯著收窄；在接近5月底時，1個月港元利率甚至超越同期美元利率（圖3.3）。香港銀行同業隔夜拆息亦上升，由2005年初貼近零的水平，於3月底及4月初期間升至2厘以上，其後輕微下跌。在推出3項優化措施後，負息差進一步收窄，隔夜拆息上升，於5月27日升上2.75厘的水平。

反映息差的走勢，12個月港元遠期匯率折讓幅度大為收窄（圖3.4）。然而，由於市場再度揣測內地當局的匯率政策，折讓幅度在4月底至5月初一度略為擴闊。在推出3項優化措施後，12個月遠期匯率折讓幅度顯著縮窄，於5月27日收市時報295點子。

專題 1 優化聯繫匯率制度運作的措施

圖 B1.1
港元現貨匯率及兌換範圍



金管局於2005年5月18日宣布三項優化聯繫匯率制度運作的措施：

- (1) 推出強方兌換保證，金管局承諾於7.75匯率水平買入持牌銀行所持的美元，即時生效；
- (2) 金管局向持牌銀行沽出美元的弱方兌換保證匯率將會由7.80逐漸移至7.85（2005年5月23日至2005年6月20日期間，每星期移動100點子），使7.80成為兌換範圍的中心點；
- (3) 在符合貨幣發行局制度的原則下，金管局可在兌換範圍內進行市場操作。

這些優化措施的目的是消除港元匯率可轉強程度的不明朗情況，而透過使市場對匯率偏強水平的預期有了依據，這些措施應可使利率調節機制運作更有成效，從而使港元利率較貼近同期美元利率。這些措施應有助促進聯繫匯率制度在恪守貨幣發行局制度的原則下的暢順運作。

外匯及貨幣市場的初步反應顯示新措施取得成效。在宣布新措施後，金管局應銀行要求於7.80的弱方兌換保證水平買入31.2億港元；其後由於港元轉強，金管局於5月25日沽出約5億港元。進行這些操作後，總結餘由2005年5月17日的38.6億港元減少至2005年5月27日的13.2億港元。1個月及3個月香港銀行同業拆息顯著上升，其與美元同期利率的負差距變為輕微溢價，分別為32基點及1基點。香港銀行同業拆息上升促使主要銀行於2005年5月23日將最優惠貸款利率調升50基點。

圖 3.5
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

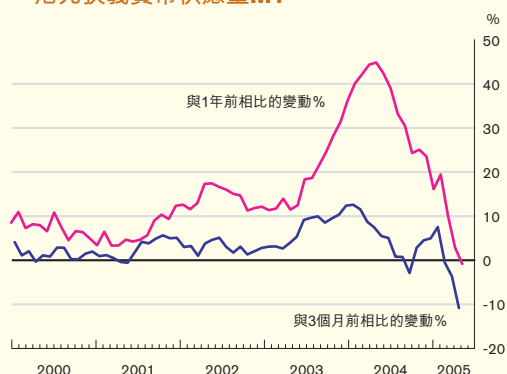
2004年第4季期間，支持比率下跌，於11月15日跌至110.98%的低位(圖3.5)。這主要是因為貨幣基礎擴張，尤其因為金管局在期內出售港元令總結餘增加。⁹然而，2005年第1季期間，貨幣基礎隨着總結餘收縮，使支持比率於3月15日升至112.52%，破了112.5%的觸發上限。根據財政司司長在2000年1月批准的安排，金管局於3月16日把資產從外匯基金的支持組合轉撥至投資組合，使支持比率回復到110%的水平。支持比率於5月27日收市時報110.61%。

3.3 貨幣及信貸總額

2005年第1季期間，利率上升，貨幣增長放緩，顯示貨幣狀況稍微收緊。在此期間，狹義貨幣供應M1下跌，但與去年同期相比仍略為上升。M1減少主要是因為活期存款下降，這大概跟股市成交減少以致貨幣的交易需求下跌有關(圖3.6)。M1增速於4月份仍持續放緩。

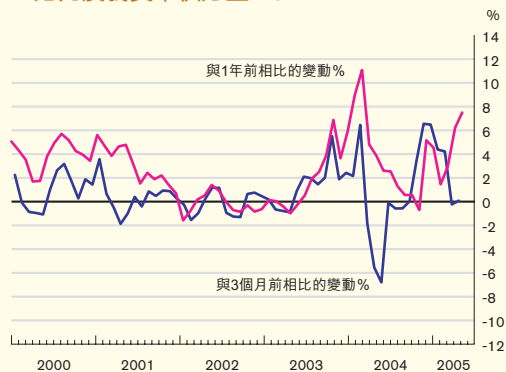
季內港元廣義貨幣供應量M3微跌，但在4月份似乎穩定下來。因為比較基數偏低的緣故，M3的按年計增長率在4月份上升至7.5%(圖3.7)。由於信貸需求增加，在香港使用的貸

圖 3.6
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。

圖 3.7
港元廣義貨幣供應量M3



資料來源：金管局。

⁹ 由於支持資產的總值高於貨幣基礎，因此當兩者增幅相同時，支持比率便會下跌。

圖 3.8
在香港使用的貸款與名義本地生產總值

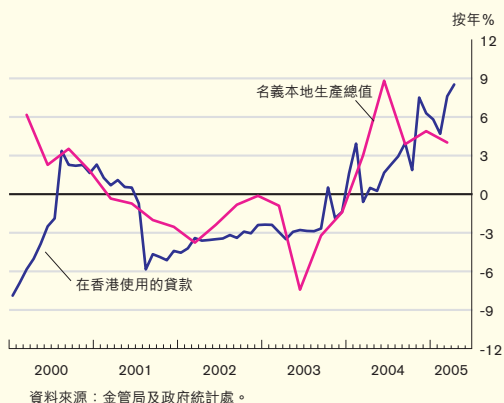


圖 3.9
國際收支平衡

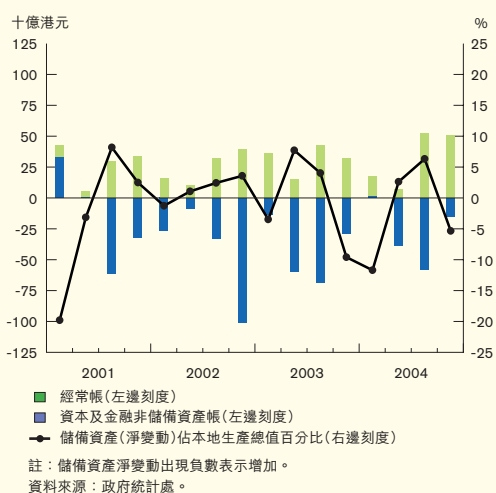


表 3.A
按標準組成項目分析國際收支平衡帳

佔本地生產總值百分比	2003	2004	2004			
			Q1	Q2	Q3	Q4
經常帳	10.6	10.0	5.5	2.6	16.2	15.0
資本及金融帳	-14.8	-10.7	-11.1	-10.2	-11.6	-10.1
資本轉移	-0.7	-0.2	0.1	0.0	-0.4	-0.2
金融非儲備資產(淨變動)	-13.5	-8.6	0.6	-12.8	-17.5	-4.4
直接投資	5.2	-3.5	-34.4	8.9	-1.7	11.1
組合投資	-21.9	-19.8	-51.8	-34.9	-12.8	15.6
金融衍生工具	6.5	3.8	4.0	3.7	2.0	5.6
其他投資	-3.3	10.9	82.8	9.5	-5.0	-36.8
儲備資產(淨變動)	-0.6	-2.0	-11.8	2.6	6.3	-5.4
淨誤差及遺漏	4.2	0.7	5.6	7.7	-4.6	-4.9

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。

款進一步增長(圖3.8)。本地信貸顯著回升，按年增長率由2004年9月的4.0%，上升至2005年4月底的8.5%(有關按行業分類的本地貸款資料，見第3.7節)。廣義貨幣與本地信貸的增長率與經濟復甦步伐大致相符。

3.4 資金流向

自12月份的報告公布以來，國際收支平衡狀況表現仍然波動。在2004年第4季有大量資金流入港元，但之前兩個季度則有資金流出。國際收支平衡統計數字顯示，2004年第4季儲備資產上升(這是最近期公布完整國際收支平衡數據的一個季度)(圖3.9及表3.A)。此期間的資金流入，部分是由於本地經濟持續復甦，以及市場對人民幣升值的期望升溫。

在國際收支平衡組成項目中，經常帳在2004年第4季繼續錄得龐大盈餘，這主要來自兩方面的支持：其一，貨品及貿易有關服務的出口增長強勁；其二，有關旅遊的環節持續增長。2004年全年的經常帳盈餘額相等於本地生產總值的10%。

資本及金融非儲備帳在2004年第4季繼續錄得資金淨流出，但數額遠小於前兩個季度；這是因為其他投資項目的資金流出，抵銷了淨直接投資及組合投資的資金流入。組合投資錄得資金流入(是自2000年第4季以來的首次淨流入)，部分是由於非居民增加了對本地股票的投資，反映其對香港上市公司前景的樂觀預測。然而，2004年全年計，組合投資帳仍錄得資金淨流出。這可能是因為本地物業及股票價格上升，以及利率處於低位，促使投資者調整投資組合，將資金調離港元資產。

2004年第4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)錄得龐大的資金淨流出，原因是對外債權顯著增加，超過大幅增長的對外債務。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，2005年第1季儲備資產進一步減少。然而，有跡象顯示，由於市場再度揣測人民幣升值，在4月中至5月期間資金流向短暫逆轉為流入。(有關近期港元資金流向的討論，見專題2。)

專題 2

港元資金流向的近期發展

表 B2.A
銀行及非銀行界港元持倉的變動

十億港元	貨幣基礎變動	銀行港元持倉變動	非銀行界港元持倉變動 ¹
<i>按季</i>			
1Q03	4.7	1.7	3.0
2Q03	3.2	-7.8	11.0
3Q03	3.8	17.8	-14.0
4Q03	34.8	4.3	30.4
1Q04	29.7	16.3	13.4
2Q04	-17.1	9.1	-26.2
3Q04	-26.4	-5.6	-20.8
4Q04	16.2	25.1	-8.9
1Q05	-8.7	14.8	-23.4
<i>按年</i>			
2001	14.4	-24.0	38.3
2002	16.6	-11.5	28.1
2003	46.5	16.0	30.5
2004	2.4	44.8	-42.4

註 1：包括與政府財政需要有關的港元持倉的變動，以及非官方與非銀行界港元持倉的變動。

資料來源：金管局及職員估計數字。

銀行及非銀行界港元淨持倉量的增減，必須與貨幣基礎的增減完全一致。這份有關港元資金流向的分析正是以此會計恆等式為基礎。

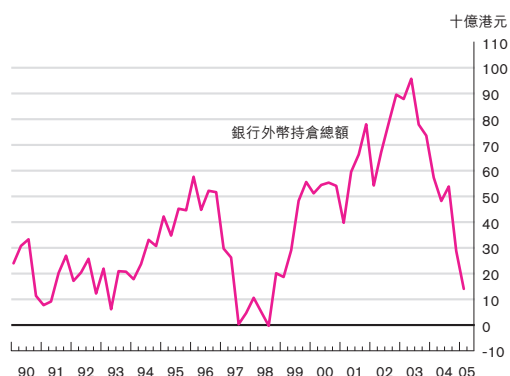
貨幣基礎的增減可通過兩大渠道進行：(i) 私營部門對港元的流動資金需求出現變動，從而影響流通中貨幣的數量或總結餘；及(ii) 私營部門對港元的投資組合需求出現變動，金管局可能要買入或沽出港元以確保匯率維持穩定。從較宏觀的角度看，對港元的流動資金或投資組合需求，反映了國際收支帳上涉及香港居民與全球各地之間的交易。具體而言，港元資金流向不但受經常帳差額影響，亦受有關儲蓄的決定和有關本地貨幣與外幣資產的投資組合選擇變動所影響。

就分析而言，非銀行界港元持倉的變動牽涉政府的財政需要或居民及非居民的交易需求及投資組合分配。¹⁰由於貨幣基礎、銀行淨港元持倉及有關財政需要的交易的數據均可供查閱，因此按本文開首所述之恆等式得出的殘差，便可視為非官方、非銀行界的淨持倉量的變動。

表B2.A 列載貨幣基礎及銀行與非銀行界港元持倉的變動資料。在2004年及2005年第1季，政府對港元的需求大幅減少，而財政狀況亦由對上4個財政年度錄得的赤字扭轉為2004至05年度的盈餘。因此，在此期間官方的港元持倉量幾近不變，所以銀行及非銀行界兩組數字合併後，大致上可視為私營部門的港元淨持倉量。

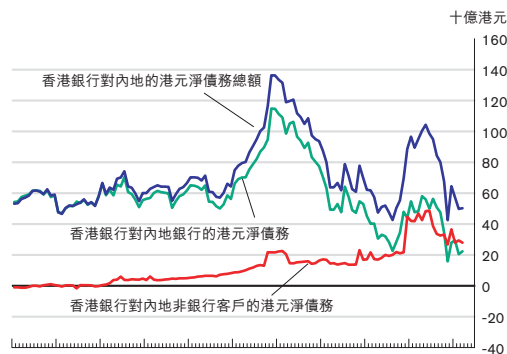
¹⁰ 由於財政儲備主要以外幣資產形式持有，政府基於財政需要可能會出售這些資產以取得港元，從而令官方的港元持倉增加。

圖 B2.1
銀行的外幣持倉



資料來源：金管局。

圖 B2.2
香港銀行對中國內地的對外債務淨額



資料來源：金管局。

就2004年全年而言，銀行的港元持倉量的增幅完全抵銷了非銀行界持倉的下跌，可見私營部門的港元持倉量有所增加。隨着非銀行界持續錄得大量資金外流，私營部門在2005年第1季的持倉減少。值得注意的是銀行自2003年中以來大致上一直增持港元，反映它們為亞洲金融危機爆發後幾年內所建立的外幣長倉進行平倉(圖B2.1)。

以下幾點或能解釋近幾季非銀行界港元外流的現象。第一，存款利率偏低，減少了港元存款的吸引力。第二，香港物業及股票價格自2003年中以來大幅攀升，增加港元資產在私營部門財富所佔的比重，可能引發私營部門把財富分散投資於非港元資產。第三，非居民(如H股公司)的活動亦可能影響資金流向。例如，H股公司把集資所得的資金匯出香港，便會形成資金外流。

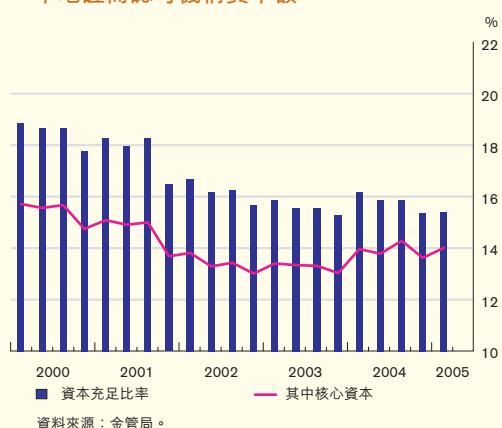
在較廣泛層面上，有跡象顯示過去幾季內地機構(銀行及非銀行)減少對港元的需求，可能反映市場對人民幣升值的預期。有關銀行對內地的債權及債務的資料顯示，香港銀行對內地機構的淨債務減少(圖B2.2)。

據此，非銀行界減持港元不應被視為公眾對港元信心減弱的訊號，港元市場匯率最近一段時間內一直承受升值壓力正好印證此說。

銀行業的表現

2004年零售銀行的盈利繼續強勁增長，主要是因為資產質素改善，其次也受惠於非利息收入增加。淨息差此前在一段長時間內持續收窄，最近有穩定下來的跡象。儘管銀行業經營環境仍然理想，但最近利率上升或會對銀行構成風險管理方面的挑戰。

圖 3.10
本地註冊認可機構資本額



3.5 盈利及資本額

由於風險加權資產的上升速度超過資本基礎，本地註冊認可機構的平均綜合資本充足比率由12月份報告公布的15.9%，下降至2005年3月底的15.4%（圖3.10），但仍遠高於8%的國際最低標準。核心資本約佔資本基礎的91%；核心資本與風險加權資產比率亦達到14.0%的高水平。

以稅前經營溢利佔總資產的百分比計，零售銀行的盈利在2004年增加（圖3.11）。盈利增加主要是因為資產質素穩步改善，這一點從呆壞帳撥備支出減少及錄得準備金回撥可見一斑。非利息收入亦告增加，減輕銀行在按揭市場競爭激烈及剩餘資金收益減少的情況下，淨息差收窄所造成的影響。非利息收入的增長，是來自財富管理及貿易融資業務方面的收費和佣金收入，以及資金管理方面的收入。

圖 3.11
零售銀行盈利

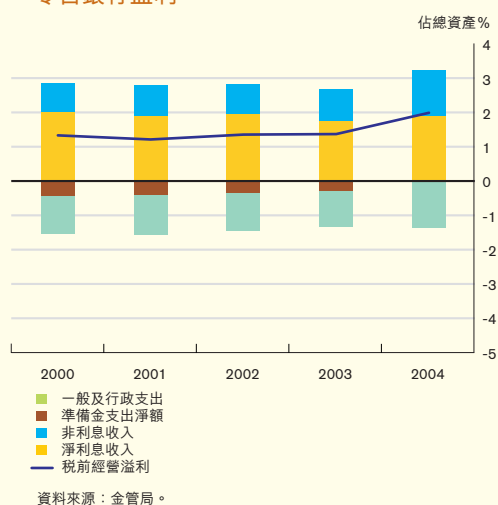


圖 3.12
零售銀行淨息差

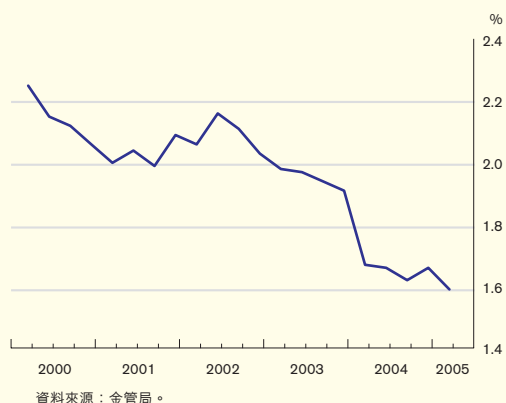
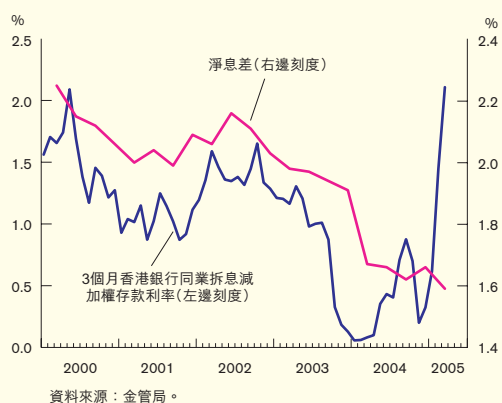


圖 3.13
香港銀行同業拆息與存款利率的差距



自2004年下半年起，有初步跡象顯示自2002年中以來淨息差持續收窄的情況或告一段落(圖3.12)。物業交易回升可能有助紓緩住宅按揭市場的競爭壓力。此外，近期香港銀行同業拆息上升，亦有助改善剩餘資金的收益(詳情見第3.6節)。銀行同業拆息上升，應尤其有助穩定淨息差。

本地經濟及物業市場復甦繼續為信貸需求提供支持，締造一個有利的環境，讓銀行可透過信貸額的增長來提高淨利息收入。因此，銀行業盈利能力所面對的風險，主要來自近期利率的上升，及可能隨之而來貸款業務的放緩。在2005年頭5個月內，短期銀行同業拆息已由接近零的水平上升至3厘左右，而有關升幅尚未完全反映在商業貸款及存款利率上。這或會遏止貸款的增長。

3.6 利率風險

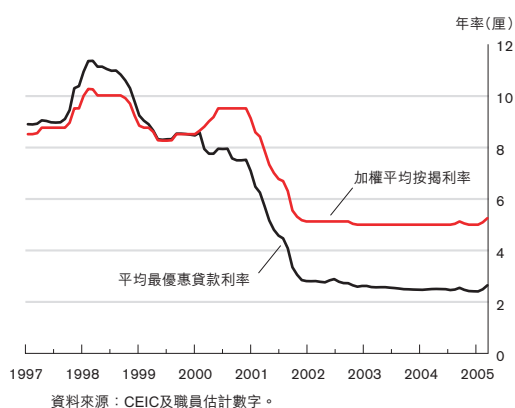
因為銀行大部分計息資產均以浮息為計算基礎，所以中介息差對利率變化的敏感度較低。然而，銀行為取得較高回報，過去幾年逐漸增加債券的投資，因而更容易受到息率波動的影響。同時，銀行同業拆息上升，亦可能會影響按揭貸款利率與資金成本的差距，對按揭貸款息差構成風險(見專題3)。

同業拆息的變動，會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。過去幾個季度香港銀行同業拆息相對加權存款利率上升，相信有助擴闊以香港銀行同業拆息為基準的貸款的息差，從而提高剩餘資金的收益(圖3.13)。在5月18日推出3項優化聯繫匯率制度運作的措施後，香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息趨於一致，進一步為這類貸款的息差提供支持。

專題 3

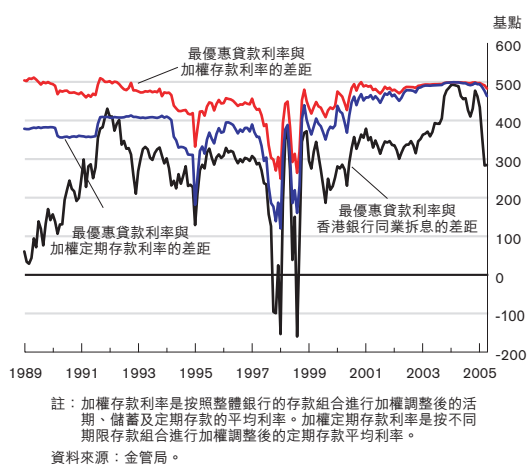
銀行按揭貸款定價的利率風險

圖 B3.1
平均按揭利率及最優惠貸款利率



隨着利率普遍下降，以及銀行業競爭激烈，令按揭息率與最優惠貸款利率的差額下降，香港的住宅按揭利率自2004年後期已降至歷史低位(圖B3.1)。¹¹ 銀行能提供如此低的按揭利率的一個主要原因是資金成本極低。在直至近期為止的近18個月內，由於銀行體系流動資金充裕，香港銀行同業拆息相對倫敦銀行同業拆息一直維持大幅折讓。在2005年1月，該折讓約為200基點。最優惠貸款利率相對3個月香港銀行同業拆息的差距則維持在460基點左右。

圖 B3.2
最優惠貸款利率與資金成本差距



激烈的競爭加上流動資金充裕，使住宅按揭借款人受惠。但由於香港的按揭息率大多數以最優惠貸款利率作為定價基準，而後者的變動有時候會顯著偏離銀行的資金成本，因此在當前的貨幣環境下借出的按揭貸款存在息差收窄的風險(圖B3.2)。這些風險可能源自兩方面，包括在美國當前的加息周期下，最優惠貸款利率與資金成本的差距會收窄，以及港元相對美元的風險溢價可能會回復至較正常的水平。

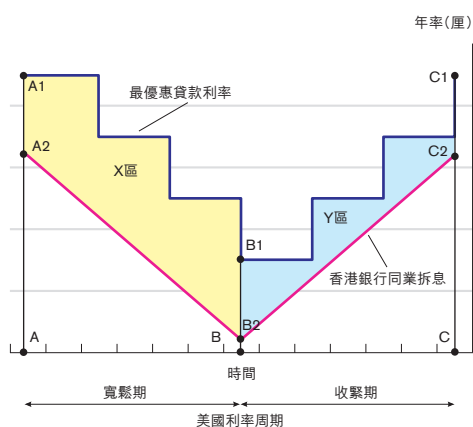
現時利率周期息差的收窄

在過去16年，最優惠貸款利率與香港銀行同業拆息的平均差距是300基點。¹² 在這段時間內，平均息差在減息周期為310基點，但在加息周期則只有250基點。

¹¹ 香港的按揭貸款一般按最優惠貸款利率附加某個差額定出。平均按揭利率由1998年中的最優惠貸款利率加約1厘，降至2004年12月初以來的最優惠貸款利率減2.75厘。若將銀行提供的現金回贈計算在內，在2005年1月的實際按揭利率估計約為最優惠貸款利率減3厘。

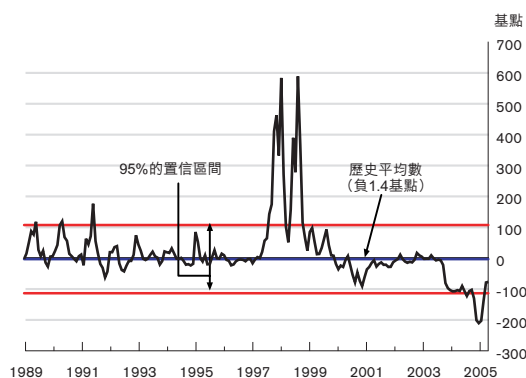
¹² 1989年1月至2004年12月。

圖 B3.3
在一個利率週期內最優惠貸款利率與香港銀行同業拆息差距的不對稱模式



註：由Y區代表在美國利率收緊期最優惠貸款利率與香港銀行同業拆息的平均差距，小於由X區代表在寬鬆期的平均差距。

圖 B3.4
風險溢價



註：為說明香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息的潛在差距，我們利用過去16年的平均息差來設定一個長期平均水平。這個平均水平估計接近「零」。在95%的置信水平，風險溢價的上限為109基點，下限為負112基點。這個95%的置信區間可簡單說明以往風險溢價分散的情況。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

造成這個不對稱現象的一個假設，是香港銀行同業貸款利率在最優惠貸款利率實際調整前已預先計入預期加息的幅度。為探討這個假設是否屬實，我們以經濟計量法來測試。¹³ 結果證實加息周期息差收窄的部分原因，是由於香港銀行同業拆息與最優惠貸款利率對美國調整息率的反應存在領先／滯後關係。有關的圖解載於圖B3.3。

風險溢價轉變

在聯繫匯率制度下，香港利率一般貼近美國利率。由2003年9月至近期為止，香港銀行同業拆息相對倫敦銀行同業拆息一直出現大幅折讓（圖B3.4），但預期該折讓不會持久。事實上在2005年5月，按月平均計的折讓幅度已收窄至72基點。¹⁴ 這清晰地突顯了風險溢價轉變的風險。即使美國市場利率維持不變，但風險溢價的轉變可以導致香港銀行同業拆息顯著上升，因而令銀行的資金成本增加。

息差收窄

為評估利率風險，我們設計了一個誤差修正經濟模型。為方便分析，按揭貸款被分為三類：以香港銀行同業拆息融資的貸款、以加權定期存款利率（按不同期限存款組合進行加權調整後的定期存款平均利率）融資的貸款，以及以加權存款利率（按整體銀行的存款組合進行加權調整後的活期、儲蓄及定期存款的平均利率）融資的貸款。模擬結果顯示，基於本地利率的領先／滯後關係及其對有關衝擊的不同反應，若香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息趨向一致，及美國利率在未來12個月內上調120基點，則按照目前極低資金成本作參考，並以最優惠利率為定價基準的貸款與後來的資金成本的息差可能出現頗明顯的收窄幅度。個別銀行的按揭貸款組合的息差如何受到影響，主要視乎其本身的資金來源結構

¹³ 有關節情，請閱Wong et al. (2005)，「銀行按揭貸款定價的利率風險」（英文版），《金管局研究備忘錄》，<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM05-2005.pdf>。

¹⁴ 根據按日數據，3個月香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息其實於5月底已達一致水平。

表 B3.A
對現時定價的貸款息差的模擬影響^{1,2}

	基點
於 2005 年 1 月的平均按揭定價	200
以香港銀行同業拆息融資的貸款	
資金成本	-70
現時的淨按揭息差 ³	90
估計按揭息差的減幅	-168
模擬受影響後的淨按揭息差	-78
以加權定期存款利率融資的貸款	
資金成本	-37
現時的淨按揭息差 ³	123
估計按揭息差的減幅	-92
模擬受影響後的淨按揭息差	31
以加權存款利率融資的貸款	
資金成本	-33
現時的淨按揭息差 ³	127
估計按揭息差的減幅	-47
模擬受影響後的淨按揭息差	80

註：1. 模擬為期 12 個月，至 2006 年 1 月止。模擬是根據截至 2005 年 1 月的市況，並採用截至該月的按月平均數據進行。
2. 根據美國加息 120 基點及風險溢價水平移至歷史平均水平的假設。
3. 現時的按揭淨息差是從平均按揭利率減去資金成本及營運與信貸成本後得出。估計營運及信貸成本分別為 30 基點及 10 基點。有關詳細說明，請閱「銀行按揭貸款定價的利率風險」（英文版），《金管局研究備忘錄》編號 05/2005。

及實際營運與信貸成本而定。如表B3.A所示，以加權定期存款利率融資和以加權存款利率融資的貸款所受影響可能小於以香港銀行同業拆息融資的貸款。

息差收窄的情況已於2005年1月開始出現，其中3個月香港銀行同業拆息按月平均計上升190基點，但最優惠貸款利率只上升45至70基點。就銀行於2005年1月取得的按揭貸款組合來看，其息差以香港銀行同業拆息融資、以加權定期利率融資及以加權存款利率融資的貸款分別已減少約125基點、17基點及7基點。若上述進行模擬的假設情況繼續實現，可以預期息差會進一步收窄。

預期的按揭息差收窄的情況可能會對銀行業盈利造成壓力。應注意活躍於住宅按揭業務的銀行一般都擁有龐大的零售存款基礎。然而，銀行在按揭業務的定價及管理方面均應顧及這些利率風險。

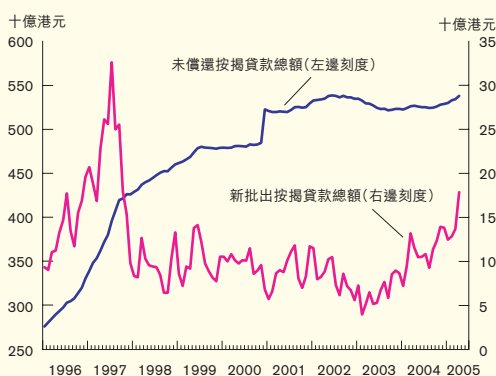
表 3.B
在香港使用的貸款

	按季變動(%)				佔總額(%) 3/05
	6/04	9/04	12/04	3/05	
在香港使用的貸款 ¹	1.9	0.8	3.2	1.6	
其中：					
貿易融資	14.7	5.5	1.0	2.4	6.8
住宅按揭貸款 ²	-0.7	-0.5	0.2	0.6	31.5
製造業	8.7	4.9	6.4	8.0	5.6
運輸及運輸設備	6.0	6.8	-0.1	-0.5	6.1
電力及氣體燃料 ³	15.7	-8.1	-3.6	4.1	1.2
資訊科技 ³	-10.4	1.7	-7.7	0.1	0.8
建造業、物業發展與投資	1.5	-0.3	7.6	4.5	20.6
批發及零售業	0.2	5.8	0.4	-1.0	5.0
與財務及金融有關公司	2.1	0.8	6.5	-1.2	8.6
證券經紀	-5.9	-8.8	5.7	5.8	0.5
信用卡透支	0.1	0.5	9.6	-2.0	2.6

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. 提供予與財務及金融有關公司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。

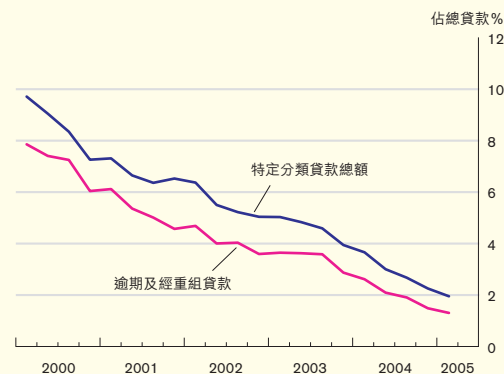
圖 3.14
受訪認可機構未償還及新批出按揭貸款



註：2000年底未償還按揭貸款額驟增，反映調查涵蓋的銀行數目有變動。

資料來源：金管局住宅按揭每月統計調查。

圖 3.15
零售銀行資產質素指標



資料來源：金管局。

3.7 信貸風險

信貸風險

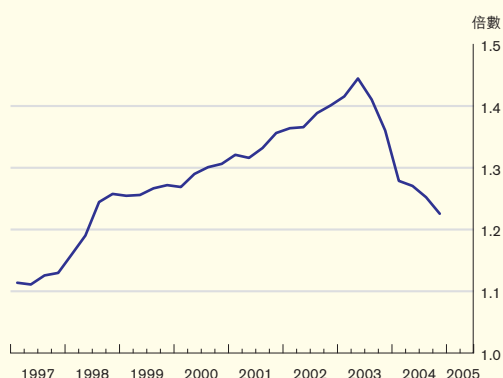
2005年第1季在香港使用的貸款在大部分環節均有所增加(表3.B)。以物業有關貸款而言，在住宅及商用物業投資增長帶動下，對建造業及物業發展與投資的貸款連續第2個季度上升。儘管物業市場交投持續增加以及樓價上升，但未償還住宅按揭貸款僅輕微增加。這是因為現有按揭貸款的還款大致抵銷了新批出按揭貸款增長的緣故。新批出按揭貸款額有所增加，但仍低於1996至98年的水平，原因是當時樓價較高之故(圖3.14)。

其他環節方面，製造業貸款錄得最大的按季增長，其次是證券經紀貸款及公用事業貸款。然而，信用卡透支、與財務及金融有關公司的貸款，以及批發及零售業方面的貸款則有所減少。信用卡應收帳款減少，部分是出於季節因素。總括而言，由於物業有關及非物業有關的貸款增長步伐相若，因此2005年第1季與物業有關的貸款佔本地貸款總額的比率變動不大，仍然為52%左右。

資產質素

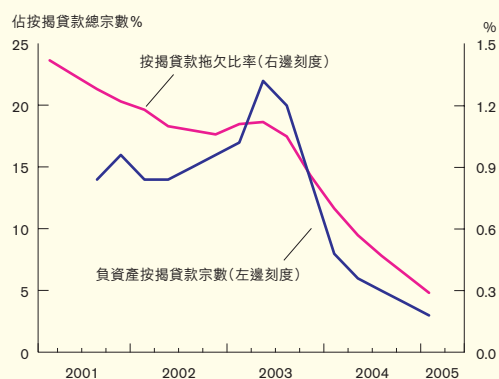
隨着經濟強勁復甦，資產質素持續改善。2005年第1季特定分類貸款及逾期與經重組貸款佔貸款總額的比例均進一步下跌(圖3.15)。另一方面，信用卡應收帳款撇帳比率在2005年第1季亦進一步降至以年率計的3.18%(是1998年第3季以來的最低水平)。

圖 3.16
房屋資產槓桿比率



資料來源：職員估計數字。

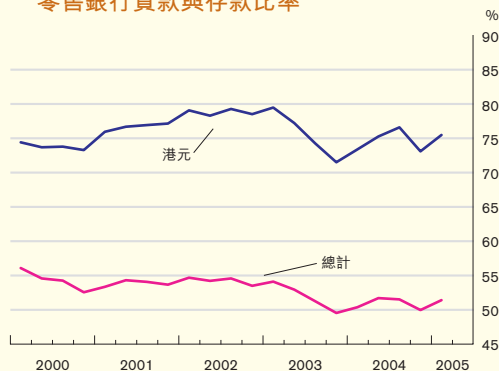
圖 3.17
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率



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。

值得注意的是，樓價上升有助改善家庭環節的財政狀況。房屋資產槓桿比率一定義為房屋存量的市值相對其資產淨值(即房屋存量市值減去未償還的銀行按揭貸款)的比率—自2003年以來顯著下降(圖3.16)。住宅按揭貸款中的負資產個案繼續從2003年第2季高峰期水平下降。這些趨勢顯示按揭貸款質素改善，按揭貸款拖欠比率在2005年4月下跌至0.26%(圖3.17)。

3.8 流動資金

零售銀行平均流動資金比率在第1季為45.8%，遠高於25%的法定要求。銀行投放於外地銀行的淨存款額及其所持有的債券(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15%及24%。銀行體系流動資金仍然充裕，3月底整個銀行體系的港元貸款與存款比率處於84.8%的低位，零售銀行的比率則為75.6%(圖3.18)。

3.9 外匯持倉

所有認可機構合計的淨外匯持倉量(包括即期及遠期)從2003年5月底980億港元的近年高位，回落至2005年3月底的142億港元。這主要是因為自1997至98年亞洲金融危機後銀行所積累的龐大外匯持倉被平倉。以外匯持倉量佔銀行總資產的百分比來衡量，目前的外匯持倉水平大致與長期平均值相一致。

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¹(%)

	3/04	12/04	3/05
利率²			
1 個月香港銀行同業拆息	0.07	0.41	1.22
3 個月香港銀行同業拆息	0.08	0.48	1.45
最優惠利率與 1 個月香港銀行同業拆息的差距	4.93	4.65	3.81
最優惠利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距	4.92	4.57	3.58
零售銀行			
資產負債表狀況³			
存款總額	-1.1	6.5	-1.3
港元	-2.6	7.9	-1.1
外幣	1.3	4.4	-1.4
貸款總額	0.6	3.7	1.6
在香港使用的客戶貸款 ⁴	0.3	3.1	1.6
在香港境外使用的客戶貸款 ⁵	12.4	24.5 ^r	1.9
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-3.3	4.7	3.5
所持可轉讓債務工具	2.8	-1.7	1.7
資產質素⁶			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	90.07	93.76	94.30
需要關注貸款	6.26	3.99 ^r	3.75
特定分類貸款(總額) ⁷	3.66	2.25 ^r	1.95
特定分類貸款(淨額) ⁸	2.62	1.59 ^r	1.40
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	2.61	1.48	1.30
不履行貸款 ⁹	2.92	1.63 ^r	不詳
盈利¹⁰			
壞帳支出佔平均總資產的比率	0.01	-0.02	-0.03
淨息差	1.67	1.65	1.59
成本與收入比率	38.0	41.6	42.5
流動資金比率²	44.8	45.9	45.8
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.70	0.38	0.29
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.78	0.44	0.45
撇帳率 — 以年率計季度比率(經調整)	6.34	3.76	3.18
— 本年度截至該日止以年率計數字	6.34	4.73	3.18
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率(綜合)	16.2	15.4	15.4

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 在 2005 年 1 月採納全新的《香港會計準則》第 39 號後，不再提供有關已記入暫記帳或已停止累計利息的貸款的資料。

¹⁰ 截至該日止按年計數字。

^r 因應最近的調整而修訂數字。

4. 前景、風險及不明朗因素

今年全球經濟增長預計跟2004年的高水平相比將會放緩，而消費物價通脹或仍受遏抑。香港方面，預期經濟增長持續，但增長步伐則放慢。預期通脹會上升，這部分反映市值租金變動的影響逐漸傳遞至消費物價指數中的租金項目。經濟前景仍面對風險和幾個不明朗因素，其中包括全球貿易失衡、油價高企以及中國內地的宏觀經濟與金融狀況。但整體而言，上述風險對香港貨幣及金融穩定的影響似乎有限。

4.1 全球前景

表 4.A
2004 至 06 年全球增長及通脹

按年 %	國際貨幣基金組織			世界銀行 ¹		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
全球增長 ²	5.1 (5.0)	4.3 (4.3)	4.4	4.9 (3.9)	4.2 (3.8)	4.1
美國	4.4	3.6	3.6	4.3	3.2	3.3
歐元區	2.0	1.6	2.3	1.8	2.1	2.3
日本	2.6	0.8	1.9	4.3	1.8	1.6
新興亞洲	7.8	7.0	6.9	7.8	7.1	6.6
全球消費物價通脹	3.7	3.6	3.1	不適用	不適用	不適用
七大工業國	2.0	1.9	1.8	1.7	1.4	1.2
新興亞洲	4.0	3.7	3.2	不適用	不適用	不適用

註：1. 亞洲新興經濟體系的增長包括東亞及太平洋區的發展中國家。

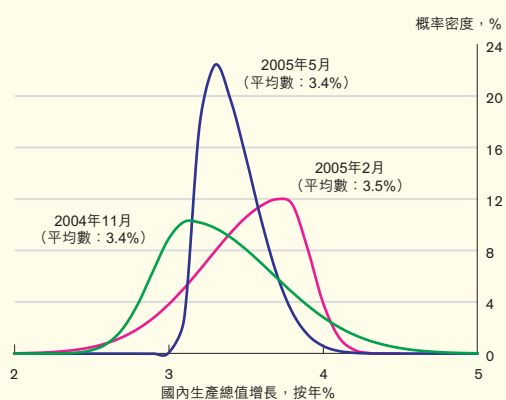
2. 按購買力平價匯率調整後的國內生產總值作加權。括號內為以往的預測數字。

資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》(2005年4月)及世界銀行《2005年全球經濟前景》。

國際貨幣基金組織及世界銀行的最新預測顯示，全球經濟增長在2005年將會減慢至約4¹/₄%，但以過往的標準計仍屬穩固。詮釋這個數字時應同時考慮到2004年的增長是較高的，估計約為5%(表4.A)。

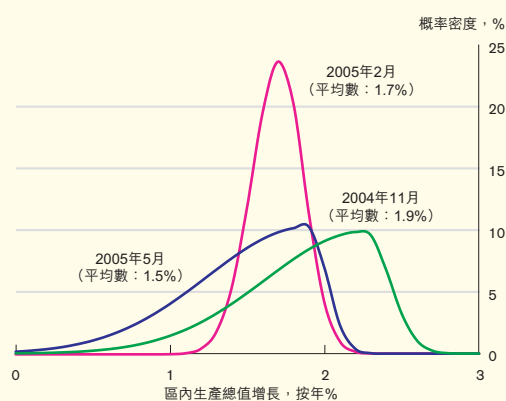
全球增長將略為減慢，這反映多項因素。第一，由於短期利率將逐漸調升至較中性的水平，預期美國的緊縮貨幣政策將會持續。金融市場預期今年內多個其他主要經濟體系(包括歐元區)的貨幣狀況亦將會收緊。第二，反映去年全球增長強勁，預計石油及非石油類商品價格將持續高企。這個情況仍在多個經濟體系的供應鏈內發揮影響，並可能會遏抑收入，令今年的需求增長放緩。第三，中國內地及美國經濟增長放緩，將會削弱全球貿易增長背後的動力。全球貿易在2004年大幅增長，幅度達10%，令不少發展中經濟體系的收入增加。

圖 4.1
美國：2005年增長預測概率分布



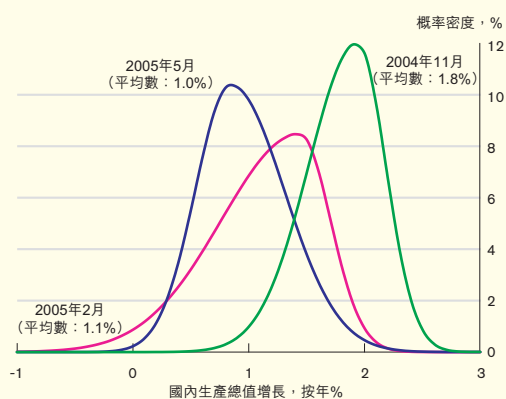
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

圖 4.2
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》的數字計算。

圖 4.3
日本：2005年增長預測概率分布

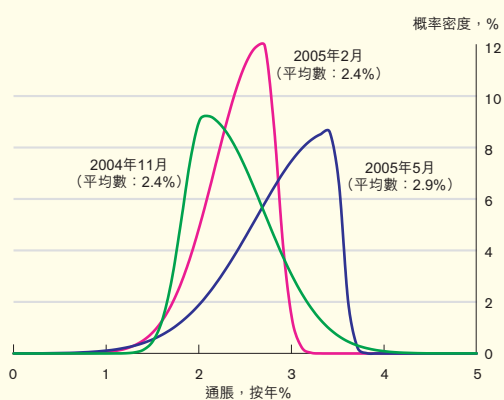


資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

美國方面，利率上調及較緊縮的財政政策將促使今年及明年的本地需求的增長幅度降至可持續的水平。世界銀行預測美國在2005年的增長放緩幅度，稍為大於國際貨幣基金組織的預測，前者為3.2%，後者則為3.6%。《共識預測》對美國在2005年的增長預測的平均數字與2004年12月份報告相比沒有大變動，但預測增長較預期佳的比例較少(圖4.1)。自去年11月，歐元區在2005年的平均增長預測被向下修訂，但分布較平均(圖4.2)。日本方面，《共識預測》的預測數字顯示在2005年的增長會較去年11月所預期的慢(圖4.3)。

至於亞洲新興的經濟體系，國際貨幣基金組織預計2005年的增長將會略為放緩至7.0%，較去年估計的7.8%為低，但仍高於1997年亞洲金融危機以來錄得的5.9%平均增長幅度。預期工業生產及貨品出口增長將會由2004年上半年的高位回落，反映美國及中國內地的進口需求增長較慢等因素。儘管在2004年本地需求對區內大部分經濟體系的整體增長的貢獻有所增加，但隨着區內失業率下降對消費開支帶來支持，加上商業投資持續上升，本地需求仍有進一步擴展的空間。

圖 4.4
美國：2005年通脹預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

國際貨幣基金組織的預測顯示，全球消費物價通脹在2005年將會與2004年的頗接近。預計通脹會在2006年下降，原因是今年全球增長放緩將會減輕物價上升壓力。美國方面，消費物價通脹在2005年的平均預測由2.4%向上修訂至2.9%（圖4.4%）。

近月石油及非石油類商品價格再度上升，可能對現時的消費物價通脹預測構成上調壓力，尤以亞洲經濟體系的情況最為明顯。《香港金融管理局季報》2005年6月號的一篇專題文章載述研究人員就香港及中國內地的商品價格變動與消費物價通脹的關係的實證研究結果。¹⁵ 該研究發現商品漲價在中港兩地所引發日後消費物價通脹的升幅，較其他研究（如美國）一般所發現為大。這表示若商品價格維持在較高水平，甚至進一步上升時，消費物價通脹升幅便可能大於其他組織現時所預測的幅度。

金融市場預期今年美國及部分新興亞洲經濟體系將會繼續收緊貨幣政策。5月底的聯邦基金期貨價格顯示市場預期聯邦基金目標利率到2005年底將上調至3.75厘。儘管美國短期利率已上升，並預期升勢持續，但10年期美國國庫券收益率與2004年12月份報告相比大致不變。歐元區長期利率緊貼美國利率，反映通脹預期減弱及歐元區與全球金融市場日漸融合。在日本，過去6個月的短期利率大致不變，長期利率則下跌。新興亞洲經濟體系方面，美國短期利率上升可能導致信貸息差收窄，這種情況似乎正逐漸出現。

外匯市場所關注的焦點，游移於美國經常帳赤字擴大，和美國與其他主要經濟體系較高的經濟增長及息差這兩者之間。在此背景下，美元兌其他主要貨幣的匯率在過去6個月內表現波動。能源價格高企及波動，加上利率上升及公司盈利增長下降，是影響全球股市前景的主要因素。

¹⁵ Cutler J. et al (2005)，「中國內地及香港的商品與消費價格的關係」，《香港金融管理局季報》，2005年6月號。

圖 4.5
業務展望統計調查結果：
第2季相比第1季對產出量及
就業人數變動的預期

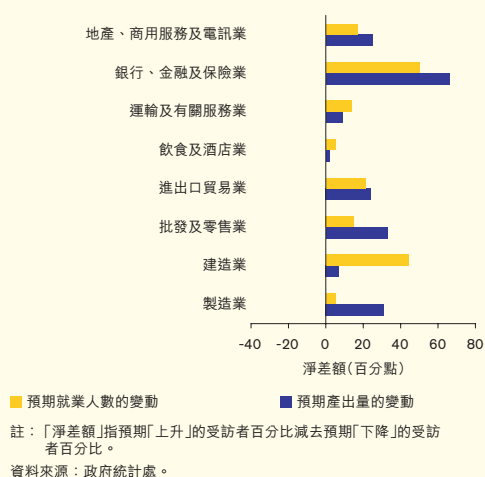
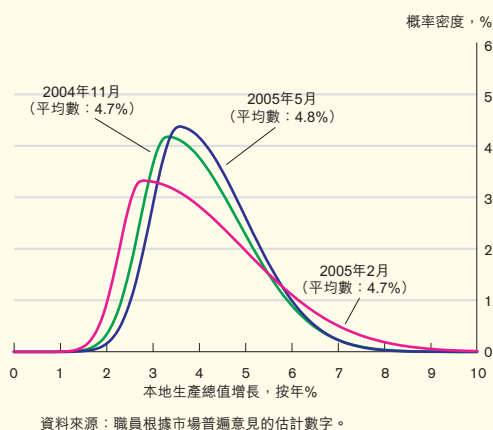


圖 4.6
香港：2005年增長預測概率分布



4.2 本地前景

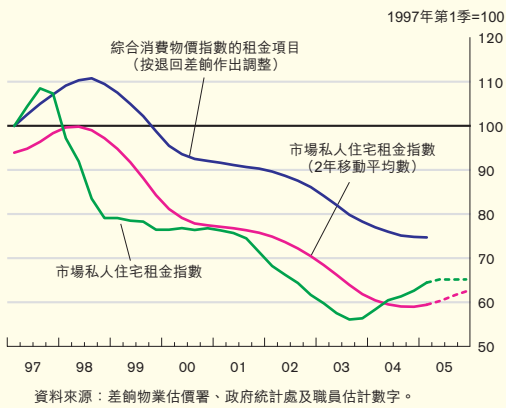
預期香港經濟增長將會繼續由2004年的高水平略為回落，儘管以過往標準計增長步伐仍屬穩固。根據業務展望按季統計調查，所有經濟行業均預期2005年第2季的業務及產出量較第1季上升(圖4.5)，反映香港企業對短期的經濟前景持較樂觀的看法。調查結果亦顯示，勞工市場狀況持續改善，所有行業均預期增聘人手，尤以建造及金融業最明顯。

未來幾季本地需求對經濟增長的貢獻可能增加。受到家庭收入增長上升、勞工市場狀況改善及物業價格持續上升的支持，消費增長可能維持強勁。與物業有關投資可能會承接2003年中以來物業市場強勁復甦的動力而回升。然而，留用資本貨品進口在2005年第1季連續第二個季度錄得按年下跌，顯示短期內工業機械的投資支出可能減少。

預期出口增長將會減慢，反映全球增長步伐放緩。本地出口在短期內可能繼續下跌，其原因是2005年1月取消紡織品及成衣配額後，這些產品的本港生產量減少(見第2.3節)。隨着內地貿易增長放緩，轉口及離岸貿易增長可能會從2004年的較高基數略為減慢至可持續的水平。部分經濟體系已就內地若干紡織品及成衣進口採取或考慮採取保護措施，以抵禦取消配額後的進口增加。儘管預期貨品出口及與貿易有關服務輸出會減少，但「個人遊」計劃及香港迪士尼於2005年9月開幕，預期將會刺激與旅遊有關服務輸出的增長。

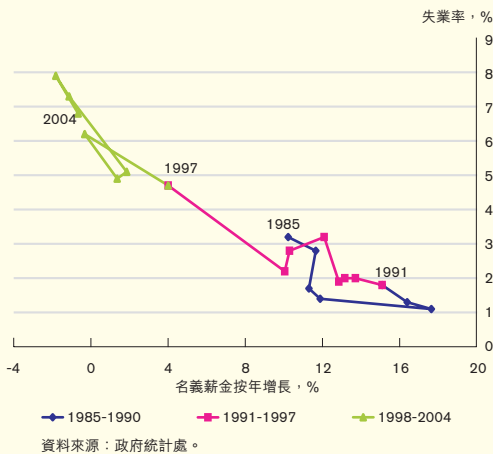
反映近期經濟發展，政府於5月份對2005年的增長預測維持在4.5%至5.5%。國際組織及私營機構最新預測2005年經濟增長將達4.8%，但預測數字的分布偏向較高一方(圖4.6)。基於公共財政改善及經濟穩健增長，標準普爾在5月份將香港的主權債務信貸評級前景由穩定調升至正面。

圖 4.7
綜合消費物價指數租金項目及市值租金



由於實際產值相對潛在產值上升，預期通脹在2005年將會繼續上升。產值差距在2004年變為正數，預期在2005年的增長將會繼續超越潛在水平。此外，市值租金上升可能對綜合消費物價指數造成上升壓力，原因是前者對該指數的租金項目逐漸發揮傳遞效應。圖4.7顯示市值租金24個月移動平均數與消費物價指數中的租金項目密切相關。虛線顯示即使市場住宅物業租金指數維持在目前水平，綜合消費物價指數的租金項目在一段時間內仍會繼續向上調整。此外，商用物業(尤其零售舖位)租金上漲將會對公司成本構成上升壓力，而這可能會在下一階段傳遞至消費物價。

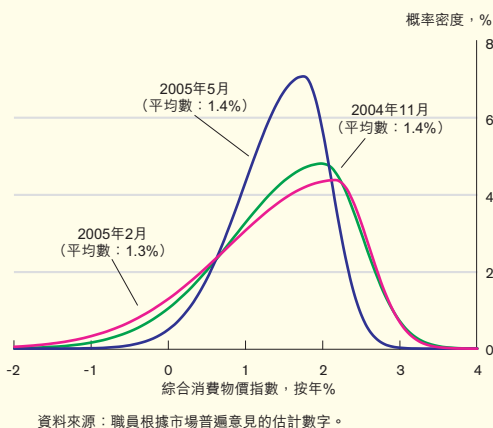
圖 4.8
收入及失業率



另一方面，由於全球增長放緩，相信進口物價通脹亦可能下降。此外，預期來自勞動市場的通脹壓力會維持在較低水平。圖4.8顯示本港失業率與工資增長之間歷來的關係。圖中的相連直線由左至右向下傾斜，顯示失業率上升傾向使工資增長較小(反之亦然)。以現時相對較高的失業率而言，相信工資壓力以過往標準計屬溫和。

市場最新的意見普遍認為綜合消費物價指數在2005年將會上升1.4%，相比2004年的數字為負0.4% (圖4.9)。這個預計升幅與政府預計的1.5%大致相符。預測數字的分布偏向較低一方，但幅度較2004年底時所預計的小。若假設通脹逐步上升的話，從市場最新的看法可推論出到2005年第4季的按年通脹率可能超過2%，高於第1季的0.4%。

圖 4.9
香港：2005年通脹預測概率分布



4.3 不明朗因素及風險

總括而言，預期香港經濟在2005年底前繼續復甦，而維持貨幣與金融穩定的整體狀況良好。然而，增長前景仍將會受到多種來自外部和本地的不明朗因素及風險影響。主要的外部因素包括全球貿易失衡、油價持續高企，以及金融狀況可能顯著收緊及其對長期利率與住屋價格的影響。內地經濟的最新發展仍會對香港發揮重要影響，如美國及歐洲對內地出口增加保護主義措施，以及市場對人民幣匯率制度可能改變的揣測。本地因素方面，物業市場回升強勁及相對寬鬆的貨幣狀況，引起對通脹壓力的關注。

全球貿易失衡加劇，普遍預期美國經常帳赤字在2005年將會較2004年本來已屬偏高的水平進一步擴大。若美國對外收支狀況要調整至較可持續的水平，相信會涉及美元進一步下挫、長期利率上調，以及美國增長較其主要貿易夥伴為慢。儘管美國增長及利率相對偏高，促使美元近期轉強，但美元大幅貶值及其對金融市場的附帶影響，仍然是全球經濟要面對的重大風險。12月份報告分析過美元貶值如何可能影響香港經濟。主要的風險是調整失序，金融市場波動引致全球及香港經濟增長放緩。

與此相關的是全球金融狀況突然逆轉。儘管美國短期利率顯著上升，但美國長期國庫券收益率仍然偏低。美國長期債券收益率存在急升的風險，引發這個升勢的原因，可能是通脹比預期高，或因着美國龐大經常帳赤字受到關注，導致對美元證券的需求減少。香港可能透過幾個渠道受到這方面的影響(專題4)。全球金融狀況收緊，可能令住屋市場同步下跌；由於大部分主要經濟體系的住屋價格正處於極高水平，而家庭財務狀況最容易受利率上升影響，因此住屋市場下跌可能會對全球增長造成重大衝擊。在較直接層面上，若美國長期利率急升，本港一些投資者(包括持有大量美國證券的銀行)可能會承受嚴重的市價估值虧損。

油價仍然備受關注。近月油價大幅波動，但普遍處於偏高水平。油價變動主要透過其對全球增長的衝擊來對香港發揮影響，反映香港經濟的能源密集程度相對較低。迄今的實際影響仍屬溫和，但若油價進一步急升，長遠來說可能影響通脹預期及環球經濟的供應面，進而對香港造成更嚴重的影響。

內地經濟的發展仍是不明朗因素之一。過去6個月消費物價通脹顯著回落，同時近期為使物業市場降溫而推行力度較大的措施已經開始減少投機性的需求。然而，強勁的投資增長和在各主要環節出現的「瓶頸」仍值得關注。儘管如此，經濟增長大幅放緩的整體風險依然不大。

從香港的角度來看，有兩個重要的方面值得關注，一是有跡象顯示美國及歐洲增加對內地出口實施保護主義，另一是人民幣匯率制度面對更大的壓力。近期內地出口增長強勁，以

出口到美國及歐洲的紡織品表現尤其顯著，增加其兩大貿易夥伴的保護主義氣氛。美國參議院於2005年4月6日通過一項建議，表示若內地不同意在180日內調高人民幣匯價，便會對在美國出售的所有內地產品實施27.5%的關稅。儘管爆發貿易戰的機會很小，但鑑於內地對區內貿易舉足輕重，中美之間的磨擦仍會影響香港及亞洲其他較細小的經濟體系。此外，若雙方爭拗影響市場對美元的投資氣氛及對美國證券的需求，金融市場將可能受到波及。

外界要求改變人民幣匯率制度的壓力增加，而市場似乎已逐漸認為改革只是遲早之事。基於內地與香港經濟聯繫密切，香港將會受到內地政策架構(包括匯率制度)的變動所影響。由於港元與美元實施聯繫匯率，若人民幣兌美元的匯率作出調整，將會透過貿易、進口價格及投資收入等多個渠道影響香港的產值增長、通脹及對外收支。香港作為內地轉口港，這些影響可能好壞參半。例如，假設人民幣升值而削弱內地貿易的競爭力，內地經香港轉口至世界各地的貨品便可能受到影響。由於香港主要的食品及日用必需品都是由內地進口，人民幣升值將會導致進口價格上漲，代表貿易條件惡化，而這可能導致消費物價上升及透過負收入效應降低本地需求。另一方面，人民幣升值有助香港的本地出口、旅遊業，以及世界各地經香港輸往內地的轉口貿易。多年來香港居民在內地逐漸累積頗多的資產，這些資產以及來自這些資產的收入，將可受惠於貨幣估值效應(儘管若內地產值增長受到人民幣升值影響，以人民幣計的投資收入可能下跌)。由於這些效應往往會互相抵銷，總的來說影響相信不會太大。

可能更重要的是透過金融渠道對香港所造成的間接影響。有關人民幣升值的預期，很可能助長近幾季資金流入香港及形成寬鬆的貨幣狀況。人民幣升值可能令資金再度流入，其對本地貨幣狀況及通脹壓力(尤其對資產價格)的影響值得關注。就着這方面，最近推出優化聯繫匯率制度運作的措施應有助應付此等情況。雙向兌換保證讓市場對匯率偏強水平的預期有更好的依據，從而減少流入的投機性資金。推行這些措施後，貨幣狀況趨向「正常化」的過程似乎已取得初步成功。

本地方面，受到低息環境支持的物業價格升勢，引起外界關注上升幅度是否已超越基本因素的合理範圍。要評估資產的合理價格極度困難，如第2.10節指出，就監察物業市場狀況的最新圖解分析顯示，與1997年的情況相比，中小型住宅市場形成泡沫的風險仍然較小。近期利率上調已有助遏抑活躍的物業市場。然而，實際按揭利率仍然處於低水平，為價格帶來支持。儘管如此，正如上文所述，金融狀況存在突然收緊的風險。歷史經驗表明，由此導致住屋價格的變動，可加劇經濟周期的波幅。部份家庭由於借入按揭貸款的按揭成數是顯著高於普遍被接受70%的審慎水平，他們更容易受到物業價格下跌影響。

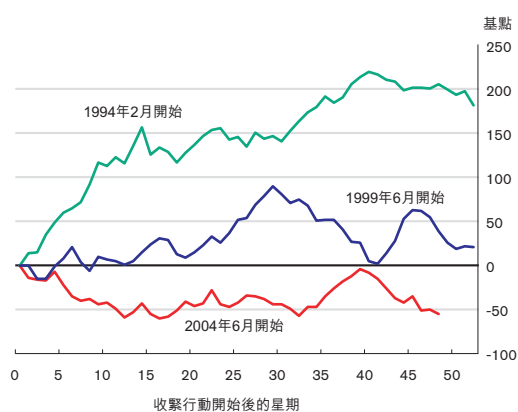
迄今寬鬆的貨幣狀況對消費物價通脹的影響有限。然而，基本壓力會較整體數字所顯示的大，原因是儘管市值租金已顯著上升，但消費物價指數的租金項對整體通脹的貢獻仍屬負數。當市值租金的上漲逐漸傳遞到物價指數的租金項時，整體通脹率便會上升。這可能會影響市場對通脹的預期，並進一步增加對住屋市場的壓力。然而，鑑於香港主要貿易夥伴的通脹率普遍偏低，消費物價通脹急升的機會依然不大。中國內地消費物價通脹（尤其食品價格通脹）下跌，亦有助抑壓本地通脹。

總括而言，香港及亞洲區經濟與金融狀況仍普遍良好。預期香港經濟將會進一步復甦，但增長步伐可能跟隨全球增長放緩。銀行體系將會繼續受惠於經濟活動的持續回升。銀行資產質素及信貸需求將會受到穩健的收入增長、實質利率低企及物業市場蓬勃支持。展望未來，最值得關注的是金融狀況的變化如何影響資產價格以至較廣泛的經濟層面。但整體而言，香港貨幣及金融穩定面對的風險似乎有限。

專題 4

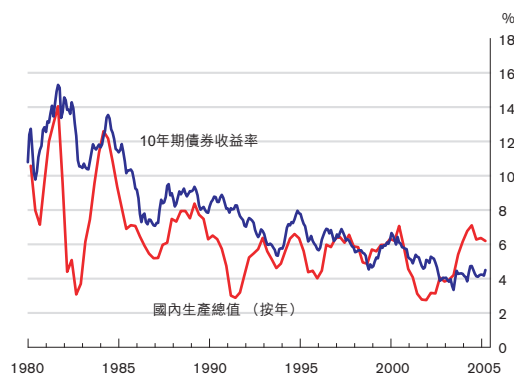
美國長期國庫券收益率急升對香港的潛在影響

圖 B4.1
美國長期國庫券於利率收緊期的走勢



資料來源：美國聯邦儲備局。

圖 B4.2
美國名義國內生產總值及
10年期國庫券收益率



資料來源：美國聯邦儲備局及經濟分析局。

美國長期國庫券收益率迅速回升的風險，備受近期國際政策討論密切注視。¹⁶ 有些評論員認為，目前美國長期國庫券收益率太低，¹⁷ 例如，在2004年6月起至今的美國利率收緊周期中，美國長期國庫券的收益率下跌，與以往的情況相反（圖B4.1）。此外，直至2003年底，美國名義國內生產總值增長與長期國庫券收益率的走勢大致相同，兩者自此卻出現約200基點的差距（圖B4.2）。鑑於市場預期美國在未來幾個月會再有更多加息行動，長期債券收益率急升的可能性不應被低估。

長期國庫券收益率大幅調整，可能在幾方面影響香港。第一，持有大量這類美國證券的投資者（包括銀行）可能要面對龐大的市價估值虧損，令其財政狀況惡化。根據美國財政部統計數字，香港於2004年6月持有的長期國庫券及機構債券

¹⁶ 參閱2005年4月號，國際貨幣基金組織《全球金融穩定報告》(Global Financial Stability Report)。

¹⁷ 為探討債券的收益率是否低於其長期均衡值，須以標準增長模型來進行詳細分析，但這已超出本專題範圍。

表 B4.A
各經濟體系所持美國長期債券
(於 2004 年 6 月，十億美元計)

	國庫券	機構債券	總計
日本	735.7	552.1	652.0
中國內地	320.3	189.2	304.1
台灣	112.5	65.0	104.0
開曼群島	229.5	56.4	89.8
南韓	80.8	43.1	77.0
英國	221.4	45.8	69.1
盧森堡	230.2	35.0	66.6
比利時	284.6	14.0	65.3
德國	107.2	42.1	62.7
百慕達	113.1	24.3	47.8
瑞士	68.5	32.8	45.2
香港	43.5	27.6	38.2
全球總計	3,514.6	1,462.4	2,088.9

資料來源：美國財政部。

總值約382億美元，是全球第12大持有這類證券的投資者(表B4.A)。假設持有的債券的平均剩餘期限是4至5年，收益率上升1個百分點便會導致價格下跌近4%及市值損失15億美元(佔國內生產總值0.9%)。

第二，由於聯繫匯率制度及全球資本市場愈趨融合，外匯基金債券收益率一直貼近美國同期債券的收益率。換言之，若美國國庫券收益率上升，外匯基金債券的投資者亦會蒙受資本虧損。然而，儘管約八成半外匯基金債券均由銀行持有，但前者只佔銀行資產很小的比重，因此銀行體系財務狀況面對的風險仍然不大。

第三，近期的低息環境促使投資者物色較高收益的機會，導致成熟及新興經濟體系的公司債券收益差距下降。若美國長期國庫券收益率急升，而整體流動資金狀況收緊，便可能促使公司債券收益率以超出比例的幅度上升。在此情況下，香港企業會面對較高的借貸成本。不過由於發行股份集資及銀行貸款仍然是本地企業的主要融資來源，即使現有欠款的信貸差距會擴大，新項目借貸成本的增加應該有限。

由於美國長期國庫券收益率急升可能影響全球金融穩定，香港亦可能間接地受到影響。短期利率的上升，加上長期國庫券收益率下跌，已使自2004年6月起美國國庫券收益率曲線顯著變平(圖1.21)。平向的收益率曲線表示利用槓桿效應運作而進行套息活動的投資者(例如借入短期資金以投資於較高收益的長期資產)的利潤幅度減少。為達到以往的盈利水平，這些投資者便須承受更大的槓桿比率。若長期債券收益率上升使市場受到衝擊，槓桿比率較高的投資者便可能被迫沽售資產，並將信貸虧損推廣至其交易對手，從而對全球金融市場造成更廣泛的影響。