

貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2005年12月

概論

香港經濟繼續受惠於6月份報告所述的有利形勢。第3季實質本地生產總值增長特別強勁，達到8.2%，承接今年上半年錄得的6.7%升幅。此外，失業率於10月底降至5.3%，是4年來最低水平。雖然通脹持續微升，但10月份錄得的1.6%按年升幅，仍然屬於溫和的升幅範圍。

經濟表現強勁受惠於幾項因素。儘管面臨油價高企及緊縮的貨幣政策，但美國經濟仍維持強勁的增長動力。其他主要貿易夥伴也增長強勁，有助香港取得理想的出口表現。本港方面，就業人數及家庭收入增加，帶動私人消費增長回升。物業市場表現也有助消費支出上升。

11月份《共識預測》顯示，預計2006年經濟增長回落至4.5%這一較為可持續水平，然而增長步伐仍屬穩健。根據市場共識，預計通脹將會略為上升至2.4%，反映調高住宅租金的滯後效應及強勁的整體需求。

過去6個月港元匯率及利率的變動，足以證明當局在5月引入3項優化聯繫匯率制度的措施發揮成效。本港利率迅速移近同期美元利率的水平，其後並如所料大致同步移動。現貨匯率保持在兌換範圍內，金管局無需進行任何市場操作，而根據遠期匯率市場報價衡量，市場人士也對聯繫匯率制度有信心。

另一顯示市場對聯繫匯率信心的指標在7月出現。中國內地當局於該月改革人民幣匯率形成機制，實行有管理的浮動匯率制度，參考一籃子貨幣進行匯率調節。當局同時宣布人民幣兌美元匯率調高2%。這項轉變推出數小時後，對港元已幾乎全無影響，足以證明聯繫匯率承受衝擊的能力。

銀行體系的盈利在過去6個月略為上升，反映非利息收入增加及淨息差回穩。隨着特定分類及逾期貸款佔銀行總貸款的比率下降，資產質素持續改善。此外，資本充足比率維持在遠高於最低國際標準的水平。

根據一項衡量企業信貸風險的新指標，2004年以來上市公司拖欠債務的可能性已大大減低。若以過去15年的標準計，目前拖欠債務的風險水平相當低。

儘管有關全球及香港經濟的預測均認為未來一年經濟將會持續增長，但6月份報告所述的風險因素會繼續對前景投下陰影。

不明朗因素主要涉及利率前景。在聯繫匯率制度下，本港利率普遍緊貼美國利率。雖然有跡象顯示聯儲局現時緊縮貨幣政策的周期將於2006年內結束，但市場普遍相信短期利率仍會較現有水平上升約50基點，預計長期利率也會相應調高。加息將會透過遏抑本港資產市場，以至消費及投資而對香港經濟造成直接影響。此外，若加息同時遏抑美國經濟增長，本港經濟將會因本港貨品及服務的外在需求減少而受到影響。

內地經濟的發展也是構成香港經濟不明朗因素的一個來源。這方面有兩個環節值得注意，就是歐美保護主義日益強烈，以及人民幣持續受到壓力。除非內地出口劇減(可能性極低)，我們的分析顯示，基於市場本身對本港聯繫匯率制度的信心，香港經濟面對上述潛在發展的應變能力是相當強的。

最後應注意的是經濟前景面臨的不全是負面因素，油價可能會繼續下跌，日本經濟復甦動力也可能較現時預期強勁。因此整體而言，我們的評估認為在現有的外在及本地因素影響下，香港將能繼續維持貨幣及金融的穩定。

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2005年12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 日本	8
1.4 亞洲區內其他經濟體系（不包括中國內地）	9
中國內地	11
1.5 產出、增長及通脹	11
1.6 貨幣狀況及資產價格	13
1.7 人民幣匯率	14
貨幣及金融狀況	16
1.8 利率	16
1.9 匯率	17
1.10 股票市場	17
2. 本港經濟	18
需求	18
2.1 整體需求	18
2.2 本地需求	22
2.3 對外貿易	26
產品及供應	27
2.4 產出	27
2.5 勞工及生產力	28
物價及工資	29
2.6 勞工成本	29
2.7 商品及進口價格	29
2.8 消費物價	29
資產市場	31
2.9 股票市場	31
2.10 物業市場	31
公共財政	33
2.11 公共財政	33
3. 貨幣及金融環節	34
匯率、利率及貨幣發展	34
3.1 匯率及利率	34
3.2 貨幣基礎及支持比率	35
3.3 貨幣及信貸總額	36
3.4 資金流向	37
銀行業的表現	38
3.5 盈利及資本額	38
3.6 利率風險	39
3.7 信貸風險	40
3.8 流動資金	44
3.9 外匯持倉	44
4. 前景、風險及不明朗因素	46
4.1 全球前景	46
4.2 本地前景	49
4.3 不明朗因素及風險	51
專題 1 石油價格對香港的潛在影響	19
專題 2 消費增長的持久力度	24
專題 3 利用結構方法評估香港企業的信貸風險	42

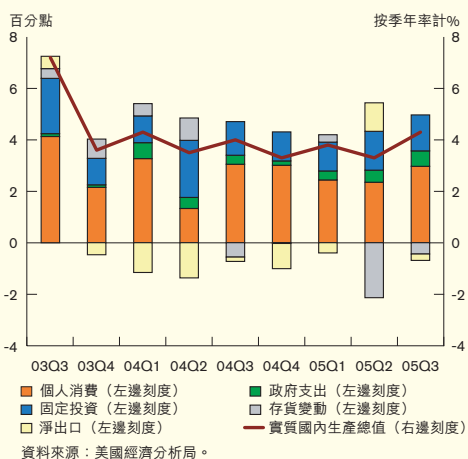
1. 全球及區內環境

外圍環境

整體來說，過去6個月全球經濟表現較預期佳。儘管油價高企以及受到颶風吹襲，美國經濟仍維持強勁的增長動力。歐洲及日本方面也有越來越多跡象顯示經濟活動的步伐加快。因此，大部分東亞經濟體系，特別是電子業規模相對比較龐大的經濟體系，出口取代了本地需求成為帶動經濟增長的主要因素。

1.1 美國

圖 1.1
美國：各組成部分對國內生產總值增長的貢獻



美國繼續是帶動全球經濟增長的火車頭，儘管能源價格高企以及接連受到兩場颶風吹襲，仍能維持增長。實質國內生產總值增長由2005年第2季的3.3%，增加至第3季的4.3% (圖1.1)¹。個人消費繼續強勁增長，政府開支的貢獻也升至2004年第1季以來的最高水平。第3季淨出口對國內生產總值增長的貢獻由上一季的正數轉為負數。月度數據反映經濟擴張的速度在季末放緩，其中9月份的數字顯示銷售額及生產的增長減慢(表1.A)。然而，總的來說，前瞻性指標仍然顯示經濟將會強勁增長。

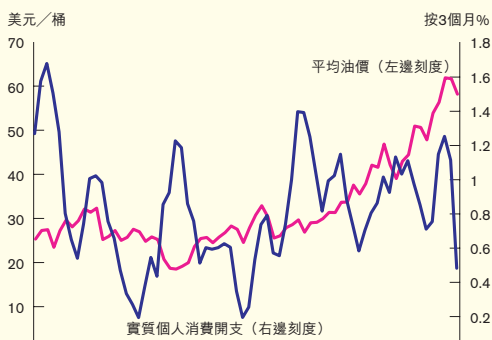
表 1.A
美國：經濟活動月度指標

	7月	8月	9月	10月	11月
製造業採購經理指數	56.6	53.6	59.4	59.1	58.1
非製造業採購經理指數	60.5	65.0	53.3	60.0	58.5
工業生產(按3個月%)	0.7	1.0	0.2	-0.2	不詳
耐用品訂單(按3個月%)	6.4	4.4	-0.1	0.5	不詳
資本貨品訂單(非國防) (按3個月%)	15.4	6.6	-4.1	-5.8	不詳
零售貨值(按3個月%)	2.8	2.7	1.7	0.1	不詳
實質個人消費開支 (按3個月%)	1.1	1.2	1.1	0.5	不詳
實質除稅後收入(按3個月%)	0.5	0.1	-0.2	-0.6	不詳
非農業職位就業人數變動 (以千計)	277	148	-8.0	56	215
失業率(%)	5.0	4.9	5.1	5.0	5.0
消費者信心指數					
會議局	103.6	105.5	87.5	85.2	98.9
就業前景 ¹	-0.9	0.5	-4.3	-4.6	-2.4
密歇根州大學	96.5	89.1	76.9	74.2	81.6

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。

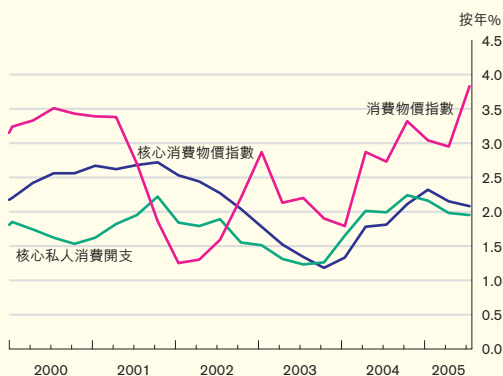
¹ 除另有說明外，就美國、歐元區、日本及不包括日本的亞洲區(不計中國內地)而言，所有季度變動百分比都是以年率計，並經季節因素調整。

圖 1.2
美國：實質個人開支及平均油價¹



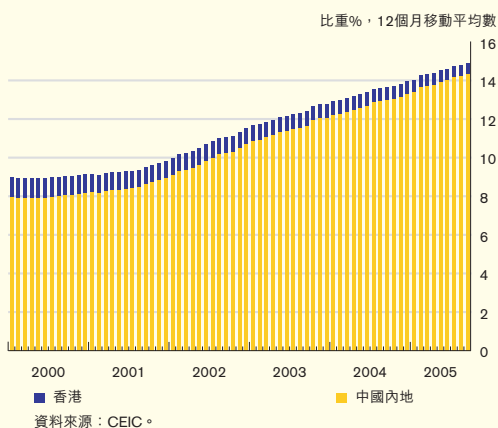
註1：西德州、布蘭特及杜拜石油價格簡單平均數
資料來源：美國經濟分析局及彭博。

圖 1.3
美國：核心消費物價指數及私人消費開支¹



註1：不包括食品及能源。
資料來源：美國勞工部。

圖 1.4
美國：中國內地與香港佔美國商品進口總額的比例



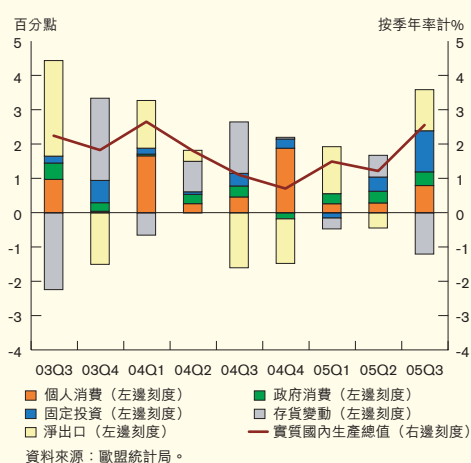
資料來源：CEIC。

季初在優惠刺激下汽車銷售增加，帶動消費開支在第3季上升4.2%。然而，按3個月計，個人消費增長在9月及10月放緩，部分原因是受到能源價格上漲的不利影響(圖1.2)。固定商業投資增長保持穩健，與第2季的8.8%相同。住宅建屋量在對上兩季平均增加10.2%後，在第3季略為降溫，上升8.4%。最新的採購經理指數顯示工業活動持續強勁，企業盈利穩健增長將會對商業開支提供支持。

油價高企令第3季的通脹壓力增加，但對核心通脹的影響仍然有限。按年整體消費物價通脹率及私人消費開支通脹率在第3季分別升至3.8%及3.1%，核心消費物價通脹率及私人消費開支通脹率則保持穩定在2%左右(圖1.3)。然而，採購經理指數中支付物價指數組成項目(不包括原油)在9月份大幅上升，令人關注原料成本上漲可能會使利潤幅度受壓，迫使生產商將成本轉嫁至消費者。

對外方面，貿易逆差佔國內生產總值的百分比在第3季上升至5.8%。儘管貿易逆差在7月有所改善，貿易平衡在8、9月惡化，原因是石油赤字擴大，以及飛機出口減少。按12個月滾動方式計，中國內地及香港在商品進口總額中佔的比例於2005年9月上升至14.9%(圖1.4)。

圖 1.5
歐元區：各組成部分對區內生產總值增長的貢獻



1.2 歐元區及英國

歐元區經濟活動在2005年下半年出現改善跡象。實質區內生產總值在第2季上升1.2%後，在第3季再增長2.6%。與上一季的情況相若，經濟增長繼續由商業投資帶動。淨出口的貢獻也轉為正數，反映出口增長強勁(圖1.5)。按成員國分析，德國及法國的經濟在第2季表現平平後，在第3季反彈，分別增長2.5%及2.7%。

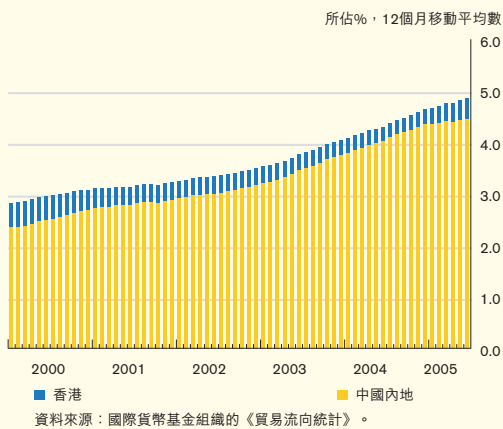
主要受到投資帶動，歐元區的私人本地需求出現復甦跡象。私營企業在相對低利率的環境及企業盈利穩健增長支持下，投資支出在第3季進一步擴張6.6%，相比第2季為2.0%。近期的調查指標顯示，復甦由企業帶動(表1.B)。近月商業信心與採購經理指數的數據都有所改善，反映新訂單數目增加，以及製造業與服務業擴張步伐加快。消費支出增長也由第2季的0.5%，溫和上升至第3季的1.2%，反映消費信心略為改善，住戶對就業前景的悲觀看法稍為緩和。

表 1.B
歐元區：經濟活動調查指標

指數	2004年	7月	8月	9月	10月	11月
綜合採購經理指數	54.6	53.2	52.8	54.3	54.7	55.1
製造業採購經理指數	53.1	50.8	50.4	51.7	52.7	52.8
服務業採購經理指數	54.6	53.5	53.4	54.7	54.9	55.2
歐洲委員會調查						
經濟景氣	100.0	97.5	97.8	98.6	100.5	99.9
工業信心	-4.7	-8.0	-8.0	-7.0	-6.0	-6.0
訂單部分	-15.5	-18.0	-18.0	-16.0	-16.0	-16.0
消費者信心	-13.8	-15.0	-15.0	-14.0	-13.0	-13.0
ZEW 經濟景氣 (預期)	52.1	29.0	41.6	31.8	34.7	40.0
德國 IFO (營商環境)	95.7	95.1	94.7	96.0	98.8	97.8

資料來源：彭博及路透社。

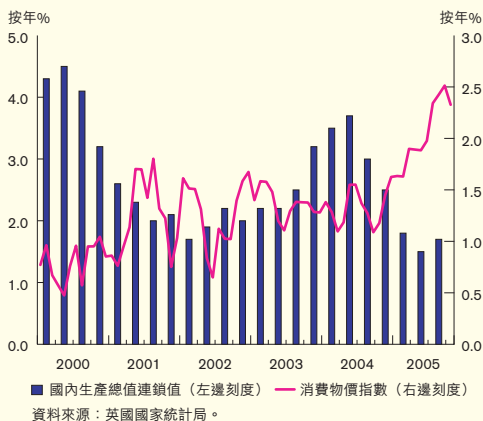
圖 1.6
歐元區：中國內地與香港佔歐元區商品進口總額的比例



對外貿易在第3季顯著復甦，第3季淨出口對區內生產總值增長的貢獻達1.2個百分點。自今年8月以來出口強勁增長，其中以德國最為顯著，反映全球需求穩健增長。進口增長也由第2季的9.4%上升至第3季的11.7%。按12個月滾動方式計，相比2004年底的水平，中國內地及香港在歐元區的商品進口總額中所佔比例於2005年6月大致上沒有變動，為4.9%（圖1.6）。

油價高企對消費物價造成影響，整體消費物價調和指數按年通脹率由對上兩季的2.0%，上升至第3季的2.3%。尤其按年通脹率在9月份顯著上升至2.6%。然而，核心消費物價指數通脹率（不包括非加工食品及能源）在第2及第3季仍徘徊在1.4%左右。

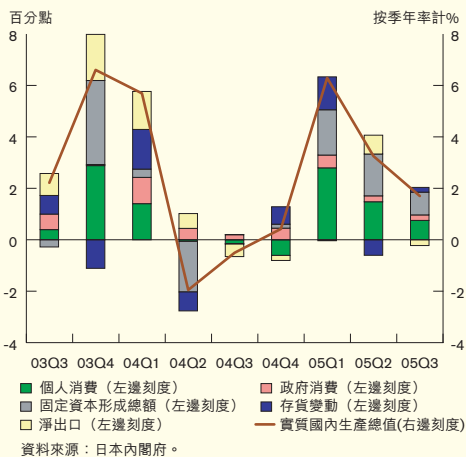
圖 1.7
英國：實質國內生產總值增長及消費物價指數通脹率



英國方面，按年實質國內生產總值繼第2季增長1.5%後，在第3季增長1.7%（圖1.7）。增長持續疲弱，主要是因為本地需求仍然呆滯。能源價格上升，將按年通脹率推高至10月份的2.3%，連續第4個月超逾英倫銀行所定2%的通脹目標（圖1.7）。然而，由於消費支出疲弱及家庭債務高企引起關注，英倫銀行在8月份兩年來首次調低政策利率至4.5厘。

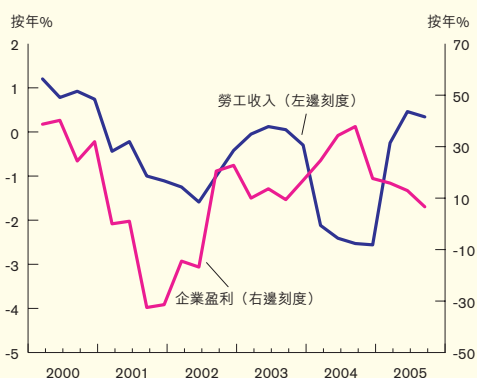
1.3 日本

圖 1.8
日本：各組成部分對國內生產總值增長的貢獻



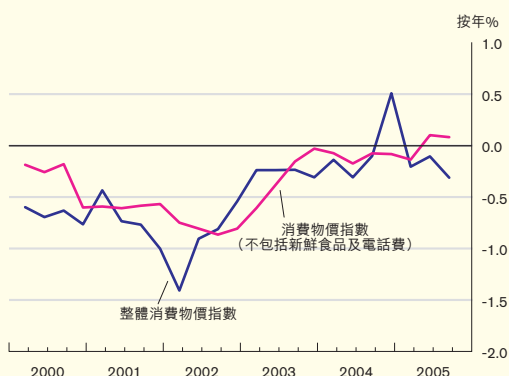
日本經濟增長由第2季的3.3%，放緩至第3季的1.7%，原因是本地需求增長放緩，抵銷了強勁的出口增長（圖1.8）。私人消費增長經過第1季大幅回升後，在第2季減慢至2.7%，第3季再放緩至1.4%。相比對上兩季錄得雙位數字增幅，商業投資在第3季的增長步伐溫和，增幅為3.0%。前瞻性指標顯示勞工收入及企業盈利會繼續上升，因此在第3季增長放緩的

圖 1.9
日本：勞工收入及企業盈利



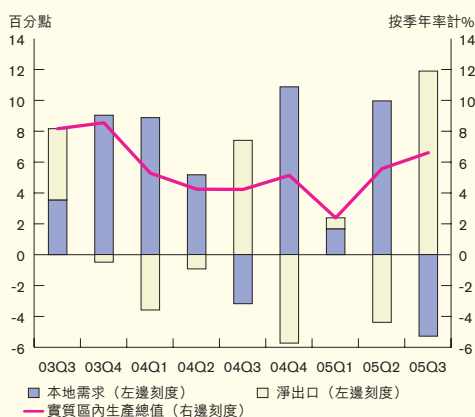
資料來源：日本厚生勞動省及財務省。

圖 1.10
日本：消費物價通脹



資料來源：日本總務省及職員估計數字。

圖 1.11
東亞：各組成部分對區內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC及職員估計數字。

情況相信只是暫時性的(圖1.9)。9月份的「短觀」調查顯示，商業信心加強，企業正計劃增加固定資產投資及增聘員工。由於訂單及就業增加，製造業的採購經理指數在11月份升至18個月以來的高位。機器訂單(不包括船隻及電力設施)在第2季按季上升0.8%後，第3季再升2.1%，反映製造業將於未來幾個月擴張。

對外貿易方面，受惠於日圓疲弱及外部需求回升，出口在第3季大幅增長。出口貨量繼第2季上升1.5%，在第3季再上升3.3%。在各主要出口目的地中，以對中國內地的出口增長最快，反映當地對資本貨品及零件的需求上升。近期美國對電子產品的需求上升，亦有助日本出口。然而，油價高企令進口價格顯著上升，導致貿易盈餘在第3季降至4年低位，為國內生產總值的1.4%。

儘管油價高企，通脹仍然溫和。由於燃料費用的升幅被新鮮食品價格及電話費的跌幅所抵銷，整體消費物價按年通脹率維持在負數水平，第3季為負0.3%。扣除新鮮食品及電話費，消費物價在第3季上升0.1%(圖1.10)。由於經濟活動逐步回升，加上燃料費用上漲，日本央行將2005財政年度的核心消費物價指數通脹率(不包括新鮮食品)的預測，由之前估計的負0.1%，向上修訂至0.1%，反映其對持續8年的通縮可望於明年度結束的樂觀預期。

1.4 亞洲區內其他經濟體系(不包括中國內地)

東亞其他地區(不計中國內地)的經濟增長維持穩健，通脹率則上升。面對利率上升，出口普遍取代了本地需求，成為區內經濟增長的主要動力(圖1.11)。第3季新興工業經濟體系的經濟增長動力比發展中的經濟體系強勁。韓國、新加坡及

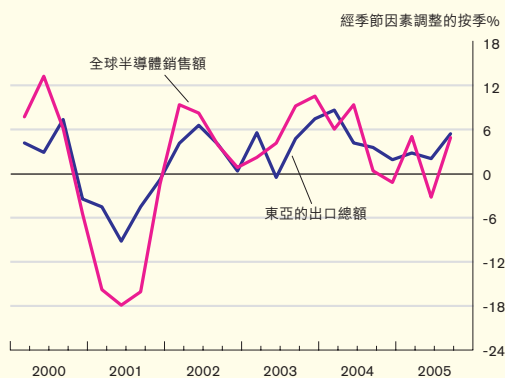
表 1.C
東亞：實質國內生產總值增長

按季年率計 %	04Q2	04Q3	04Q4	05Q1	05Q2	05Q3
新興工業經濟體系：	3.2	2.5	2.5	2.5	6.3	7.5
韓國	2.7	3.0	3.8	1.5	5.0	8.0
新加坡	7.5	0.7	7.9	-4.6	19.0	7.1
台灣 ¹	3.2	2.0	-0.7	5.3	5.9	6.9
東盟經濟體系：	5.1	5.7	7.4	2.2	5.1	5.8
印尼 ¹	5.2	6.2	9.9	3.4	2.7	5.4
馬來西亞 ¹	8.0	2.8	5.0	9.1	0.9	6.3
菲律賓	4.4	6.3	4.1	3.1	7.1	2.3
泰國	4.0	5.9	7.1	-3.7	9.3	9.0
東亞：	4.2	4.2	5.1	2.4	5.6	6.6

註 1：職員估計數字。

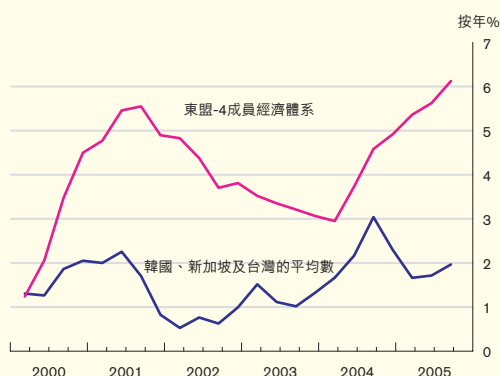
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.12
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。

圖 1.13
東亞：整體消費物價通脹¹



註 1：簡單平均數。

資料來源：CEIC。

台灣的實質國內生產總值平均增長7.5%，相比第2季的6.3%及第1季的2.5%；印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國則錄得5.8%的增長，相比第2季的5.1% (表1.C)。

東亞地區的本地需求增長放緩，原因是商業支出錄得負增長。按季年率計的商業投資在第2季上升29.5%後，在第3季收縮10.9%。然而，私人消費開支在第2季減少2.7%後，在第3季回升7.8%。區內商品出口的按季增幅由第2季的2.0%，加快至第3季的5.4%，是2004年第1季以來的高位。除菲律賓外，區內各經濟體系的出口都錄得升幅。主要是因為有多項利好的因素，包括全球對資訊科技產品的需求上升、美國及中國內地的強勁經濟增長，以及區內貨幣兌美元轉弱 (圖1.12)。

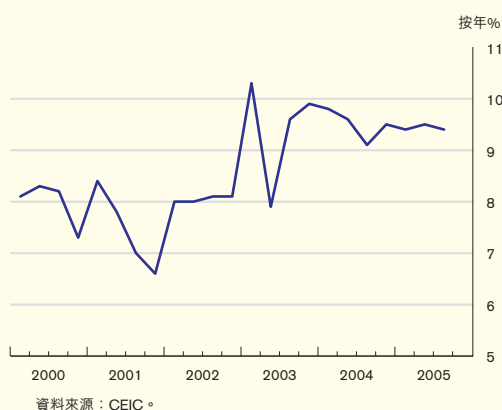
油價高企令區內的通脹壓力增加。韓國、新加坡及台灣的整體消費物價指數平均通脹率由第2季的1.7%，升至第3季的2.0%，印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國的通脹率則由5.6%升至6.1% (圖1.13)。因此，各央行均收緊貨幣政策。其中印尼中央銀行鑑於石油補貼改革令通脹前景大為惡化，於是6次調高政策利率，由8月的8.5厘調高至12月的12.75厘。區內其他經濟體系的情況雖然未至於如此嚴峻，但通脹壓力增加可能會導致進一步收緊貨幣政策。

中國內地

內地經濟繼續強勁增長，同時通脹壓力保持溫和。由於外匯儲備迅速累積，廣義貨幣供應量M2的增長步伐加快，但銀行貸款增長溫和，保持在政策目標範圍內。相對美國，利率處於低水平，可能令投機性資金流入減少，在某種程度上減低人民幣的升值壓力。

1.5 產出、增長及通脹

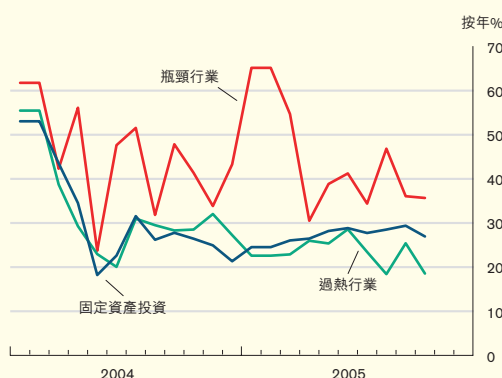
圖 1.14
中國內地：國內生產總值按年增長



內地經濟繼續高速增長，在第2及第3季分別錄得按年增長率9.5%及9.4%（圖1.14）。

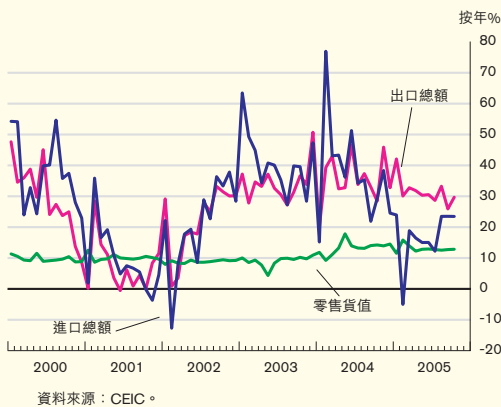
按年比較，固定資產投資在第2及第3季增長超過28%，相比第1季的25.3%的增長快。煤礦開採、燃氣、電力及運輸等「瓶頸」行業的投資增長，比鋼鐵、建造及房地產等以前的「過熱」行業的投資增長強勁（圖1.15）。工業生產的增長由第1季的14.6%，上升至第2及第3季超過16%。投資及工業生產的快速增長可能會引致部分行業出現生產過剩的問題。

圖 1.15
中國內地：固定資產投資



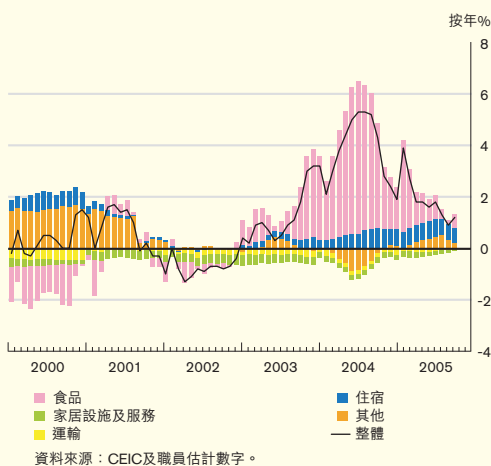
註：瓶頸行業指煤礦開採、燃氣、電力及運輸業。過熱行業指鋼鐵、建造及房地產業。
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.16
中國內地：零售貨值及對外貿易



個人收入上升繼續帶動私人消費，零售貨值在過去兩季增加12.6% (圖1.16)。對外貿易繼續是帶動經濟增長的主要因素，不過最新數據顯示出口增長可能略為放緩。人民幣轉強以及與歐盟及美國的貿易摩擦升級，可能是導致按年增長率於第3季跌至3年低位29.2%的部分原因。相反，過去兩季進口增長穩步回升，部分原因是由於較早時預期人民幣升值而延遲進口，以及石油進口支出增加。

圖 1.17
中國內地：各組成部分對消費物價通脹的貢獻



通脹壓力繼續受到遏抑。穀物價格下跌令消費物價指數顯著下跌，按年增長率在9月跌至0.9%的兩年低位，然後才於10月回升至1.2% (圖1.17)。部分源於生產能力擴張以及生產率提高，生產物價指數通脹率在10月份降至4%，這是2004年3月以來的最低水平 (圖1.18)。通脹率下降令人關注內地經濟會否回到通縮。然而，由於整體需求強勁、貨幣供應擴張以及原材料與原油價格高企可能造成的影響，短期內出現通縮的風險仍然較低。

圖 1.18
中國內地：其他物價指數

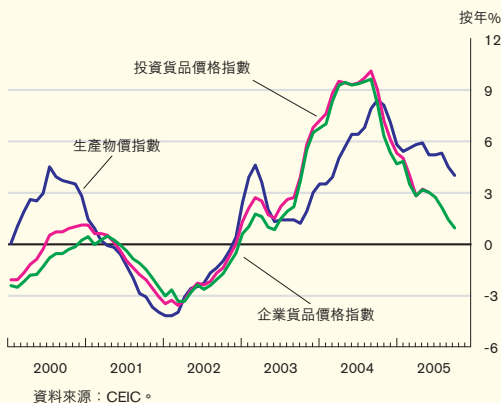


圖 1.19
中國內地：貨幣及信貸

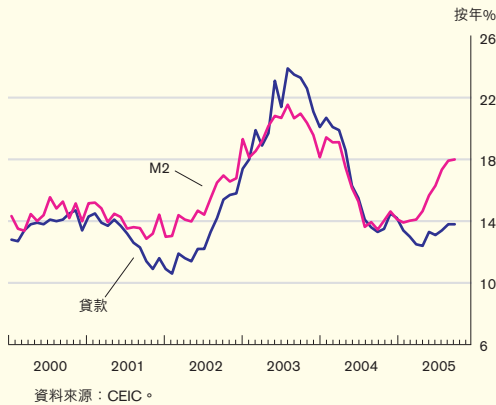


圖 1.20
中國內地：貨幣狀況

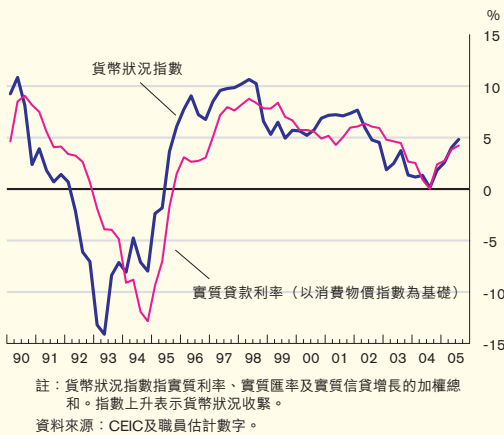
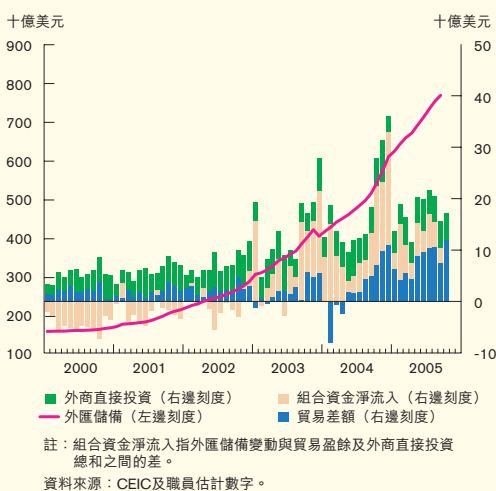


圖 1.21
中國內地：資金流入



1.6 貨幣狀況及資產價格

廣義貨幣供應M2及銀行信貸繼續擴張，但速度有異。M2的按年增長率由第1季的14.0%，上升至第3季的17.9%，遠高於官方的目標增長率15%（圖1.19）。同期M2按3個月以年率計增長率由16.7%上升至19.5%。另一方面，過去3季銀行貸款按年增長幅度溫和，為13.4%，在官方目標範圍內。有關當局未有全面沖銷迅速累積的外匯儲備，導致銀行體系流動資金上升。這可能反映當局令貨幣市場利率處於低位的意圖，是減低人民幣匯率轉強的壓力，以及紓緩人民幣轉強對經濟造成的影響，而不是要刺激信貸增長。事實上，自6月份報告以來，整體貨幣狀況收緊了。金管局的估計數字顯示，貨幣狀況指數（即實質利率、實質匯率及實質信貸增長的加權總和）繼續上升（圖1.20）。

自6月份報告以來，外匯儲備增長1,100億美元，至7,690億美元，使中國內地的外匯儲備額在全球排行第二，僅次於日本（圖1.21）。外匯儲備增加的數額中，一半是來自持續錄得的貿易盈餘，外商直接投資及其他資金流入則分別約佔有關升幅的四分之一。由於中國人民銀行（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

圖 1.22
中國內地：各組成部分對儲備貨幣增長的貢獻

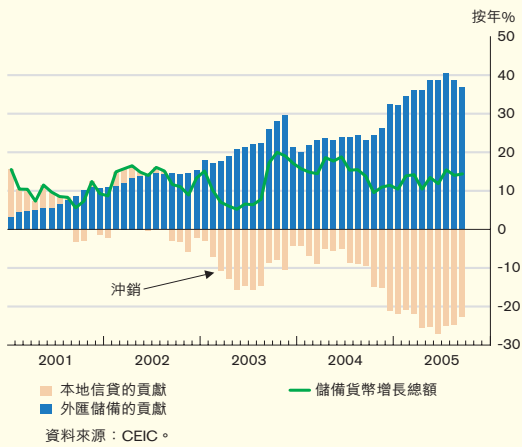


圖 1.23
中國內地：實質按揭利率及物業價格

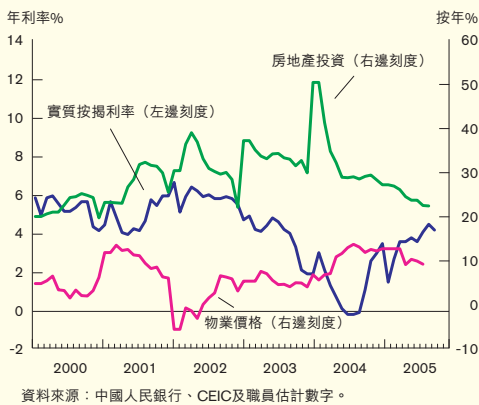
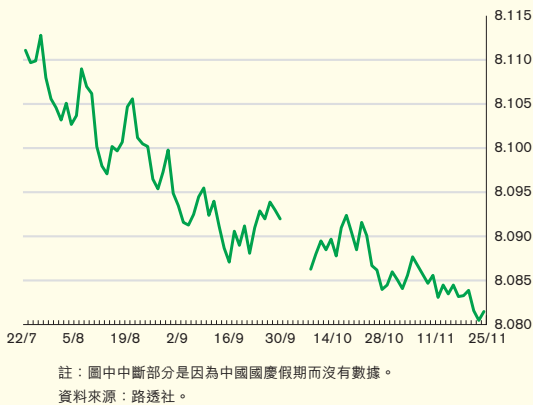


圖 1.24
中國內地：人民幣／美元市場匯率



大致上受到控制(圖1.22)。然而，外匯儲備迅速累積，繼續對人民幣匯率構成壓力。此外，沖銷票據存量不斷增加，會對日後推行貨幣政策構成挑戰。

經過政府當局年初實施連串行政措施，包括調高按揭貸款利率、收緊訂金要求，以及徵收房地產交易稅，物業市場似乎已進行整固。樓價增幅有所緩和，由1至4月的13%減慢至5至8月的9.5%(圖1.23)。房地產投資增長也顯著放緩。

1.7 人民幣匯率

人行在7月21日公布的改革人民幣匯率形成機制，是自6月份報告以來內地最重要的發展。這次改革包括人民幣即時升值2%，以及匯率由盯住美元，改為參考一籃子貨幣(包括美元、歐元、日圓、韓圓及其他主要貿易夥伴的貨幣)進行調節。邁向新匯率形成機制的過渡相對順利，有關當局至今能妥善引導市場預期(圖1.24)。自改革以來，市場對人民幣匯

圖 1.25
遠期人民幣不交收合約匯率



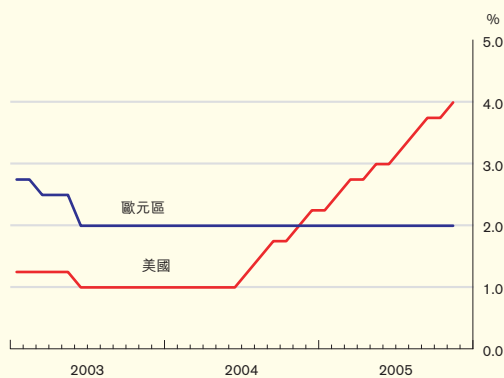
資料來源：彭博。

率的想法已趨於一致，即以循序漸進的方式溫和升值。最新的遠期人民幣不交收合約匯率顯示，市場人士預期人民幣會在3個月內升值1%，及在12個月內升值4% (圖1.25)。鑑於匯率變動溫和，至今對經濟的影響有限。

貨幣及金融狀況

由於經濟強勁增長及對通脹的憂慮增加，美國聯邦儲備局在2005年下半年繼續收緊貨幣政策。各種期限的美國國庫券收益率都上升。因此，息差繼續循利好美元的方向擴闊，促使美元兌其他主要貨幣升值。

圖 1.26
美國及歐元區的政策利率



資料來源：美國聯邦儲備局及歐洲中央銀行。

圖 1.27
美國國庫券收益率



資料來源：美國聯邦儲備局。

1.8 利率

美國聯邦儲備局繼續收緊其貨幣政策。聯邦公開市場委員會在今年6月以來舉行的四次政策會議後，每次都調高聯邦基金目標利率25基點，使目標利率在11月升至4厘（圖1.26）。儘管美國在8月及9月分別受到颶風卡特里娜及颶風麗塔吹襲，造成嚴重破壞，委員會在11月的政策會議後發表的聲明中，仍然表示會按「審慎有序」的步伐改變寬鬆的貨幣狀況。委員會特別提到，關注能源價格上漲會增加通脹壓力。於11月底，聯邦基金期貨合約顯示市場人士預期目標利率會在2006年5月升至4.7厘。此外，歐洲中央銀行及日本央行維持政策利率不變，英倫銀行則於8月調低回購利率25基點，至4.5厘。

在此背景下，各種期限的美國國庫券均上升，收益率曲線變平。短期國庫券收益率跟隨聯邦基金目標利率上升，長期國庫券收益率則主要受能源價格上漲及通脹預期增加的憂慮帶動。於11月底，10年期美國國庫券與1年期美國國庫券的收益率差距由5月底的68基點，收窄至15基點（圖1.27）。歐洲方面，市場憂慮通脹上升可能促使歐洲中央銀行提前收緊貨幣政策，令政府債券收益率被推高。10年期德國政府債券的收益率在11月中旬一度升至7個月來的最高位3.59厘，才於11月底回落至3.46厘。

亞洲多間中央銀行在過去6個月相繼調高利率。印尼方面，石油補貼改革對通脹構成巨大的上升壓力，令印尼中央銀行自6月以來合共調高政策利率4.3個百分點，至12.25厘。中國內地方面，人行維持基準1年期人民幣貸款及存款利率不變，但分別調高岸上美元及港元小額存款利率至2.5厘及2.375厘。

1.9 匯率

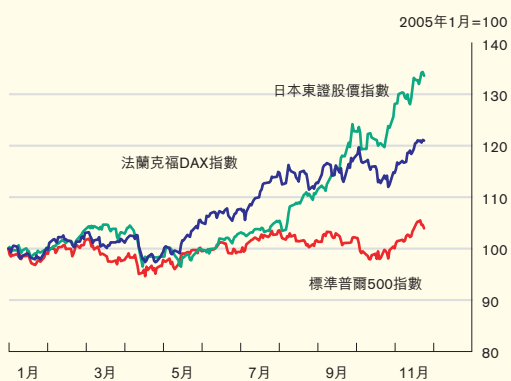
美元兌其他主要貨幣在過去6個月轉強(圖1.28)，兌歐元及日圓分別上升3.3%及10.2%，主要是因為息差循利好美元的方向擴闊，以及美國經濟強勁增長。

圖 1.28
雙邊美元匯率



資料來源：彭博。

圖 1.29
部分主要股市指數 (本地貨幣)



資料來源：彭博。

1.10 股票市場

過去6個月全球股市表現不一。標準普爾500指數在1,170至1,270之間的幅度徘徊，債券收益率上升使估值受壓。市場氣氛也因為颶風造成的嚴重破壞，以及9月份兩間主要航空公司申請破產而受到不利影響。另一方面，歐洲及日本市場因為匯率下降及商業信心改善而獲得支持，在過去6個月顯著上升。自6月以來，日本東證股價指數及法蘭克福DAX指數分別錄得34%及15%的升幅(圖1.29)。

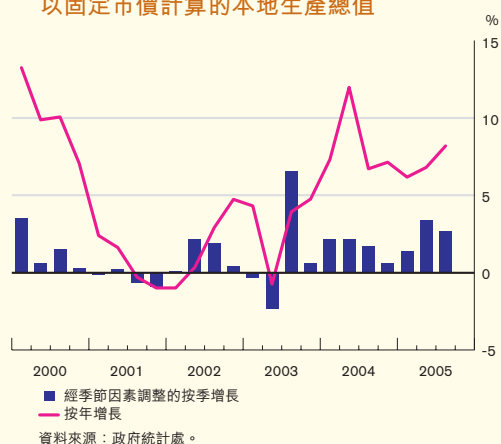
2. 本港經濟

需求

香港實質本地生產總值承接 2005 年上半年的強勁增長勢頭，在第 3 季增長動力持續加強。出色的經濟表現廣泛分布於各層面。儘管利率上調及物業市場略為放緩，但私人消費在第 3 季加快增長，私人投資亦進一步增加。由於香港主要貿易夥伴經濟增長穩健帶來支持，出口依然暢旺。

2.1 整體需求

圖 2.1
以固定市價計算的本地生產總值



面對石油價格高企及利率上升的形勢，香港經濟依然表現出色。² 實質本地生產總值繼在上半年增長 6.7% 後，在 2005 年第 3 季更添動力，與去年同期比較增長 8.2% (圖 2.1)。第 3 季私人消費加快增長，私人投資增長則減慢；後者反映建造工程完成量減少及資本貨品投資增長放緩。受惠於香港主要貿易夥伴增長穩健，出口表現在第 3 季維持強勁。經季節因素調整後，實質本地生產總值在第 3 季連續第 9 個季度錄得按季增長，增幅為 2.7%，而第 2 季的增幅為 3.4%。

² 專題 1 分析石油價格高企對香港經濟的影響。

專題 1 石油價格對香港的潛在影響

本專題探討油價高企對香港經濟的潛在影響。首先，本專題根據金管局宏觀經濟計量模型所得出的模擬結果來討論油價如何透過影響全球經濟而間接影響香港。其次，本專題也會分析近年本港耗油量明顯上升的情況。

油價的間接影響

過去4年油價升幅超過兩倍。基於香港經濟的石油密集度較低，油價上升對香港的直接影響應該有限。³ 然而，油價卻可能透過對全球增長、通脹及貨幣狀況的衝擊而對本港經濟造成間接影響。我們利用金管局的宏觀經濟計量模型進行模擬研究，以評估香港面對的風險。

本模擬研究假設美國聯邦儲備局貨幣政策反應會有兩個不同的可能性。兩者均假設油價在2006年升至每桶平均80美元，但情況1假設聯邦基金目標利率於2006年底達到4.25厘，情況2則假設貨幣收緊力度更大，令聯邦基金目標利率於明年底升至5.25厘。⁴

³ 石油密集度可定義為每製造一個單位產出量或本地生產總值所需耗用的石油量。

⁴ 情況1反映油價飆升對實質收入有較大影響，情況2則顯示油價對通脹的傳遞作用較強烈，引發當局較大幅度收緊貨幣政策。

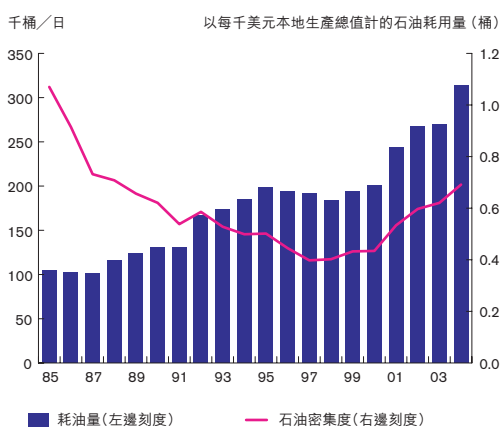
表 B1.A
估計對 2006 年香港經濟的影響

	情況 1	情況 2
	(偏離基線的百分點)	
本地生產總值	-0.9	-2.4
消費物價通脹	0.0	-0.5
失業率	+0.3	+0.7

資料來源：職員估計數字。

模擬結果載於表B1.A。在兩者中，香港經濟的表現同樣因油價上升導致全球增長及通脹出現變化而受到不利影響。然而，在情況2中，加息透過對消費支出、投資及資產價格的影響，導致本地生產總值增長出現較大跌幅，達到2.4個百分點，相比情況1的跌幅為0.9個百分點。消費物價指數所受影響似乎較小，其中情況1的影響是零，情況2則錄得半個百分點跌幅。在情況1及2中，失業率分別上升0.3及0.7個百分點。

圖 B1.1
香港石油耗用量及密集度



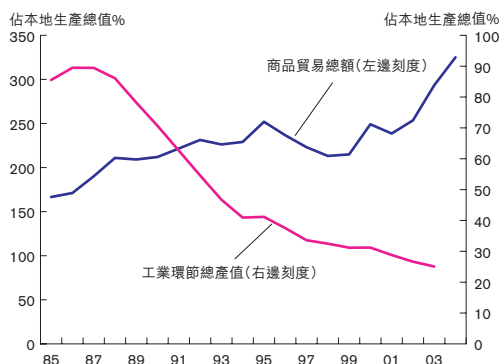
資料來源：CEIC、英國石油公司及職員估計數字。

石油密集度增加

香港的石油密集度是全球最低的之一，一般分析都認為這與我們的經濟高度集中於服務行業有關。特別是儘管工廠在香港不屬多見，近年香港的石油密集度還是迅速上升。在2000至2004年間，耗油量由每日201,000桶上升至314,000桶，升幅達56% (圖B1.1)。若仔細分析有關統計，可以預計這一趨勢可能仍會持續好一段時間。

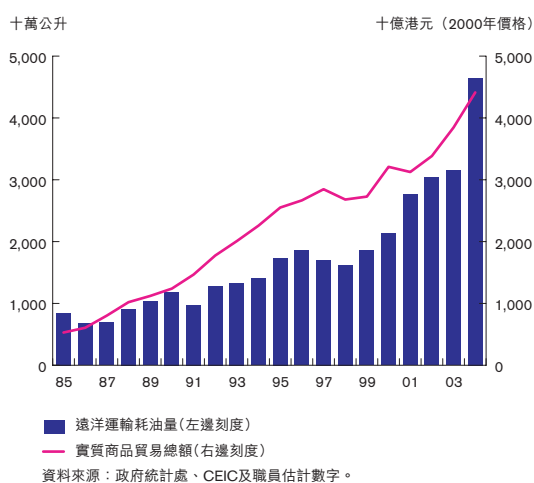
本港的石油密集度似乎受兩股相反的力量左右。一方面，上世紀80年代中開始製造業逐漸北移，令香港的石油耗用量減少。工業環節總產值(包括採礦及採石業；製造業；電力、燃氣及水；以及建造業)與本地生產總值比率由80年代中約九成降至2003年25% (圖B1.2)。

圖 B1.2
商品貿易及工業環節



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

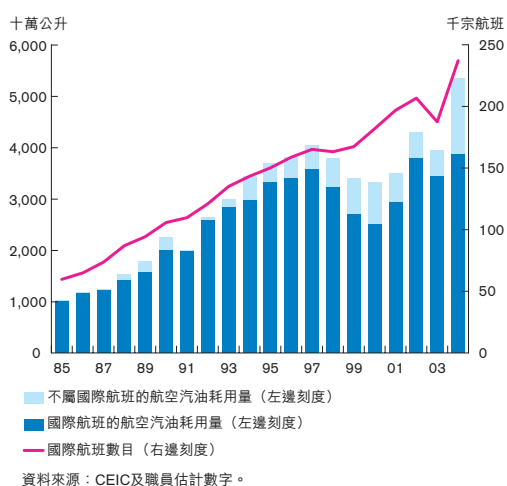
圖 B1.3
石油耗用量及商品貿易



另一方面，對外貿易及航空交通增長令石油耗用量顯著增加。過去20年，商品貿易總額由1985年的佔本地生產總值167%上升至2004年的320%。燃料銷售量統計數字顯示，貿易額增長與遠洋運輸耗油的情況相輔相承(圖B1.3)。此外，航空汽油耗用量亦與國際航班數目關係密切，過去十年其他航班(主要是私人直升機公司經營的本地及跨境飛行)也出現同樣情況(圖B1.4)。

正如石油密集度趨勢所顯示的一樣，1997年前工業北移對石油需求有較大影響，但1997年後貿易及航空交通增長的影響變得較重要。由於中國內地製造業有相當的增長動力，加上內地與全球經濟日漸融合，以及本地旅遊業迅速增長，因此在可預見的未來石油密集度下降的機會不大。

圖 B1.4
燃料消耗量及空運



總括而言，香港的石油密集度以全球標準計仍屬較低，但由於它正在迅速上升，未來油價仍可能對本港經濟有較大的直接影響。

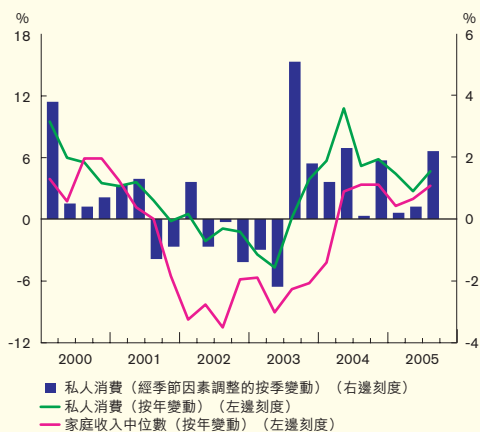
表 2.A
按開支項目劃分的實質本地生產總值增長

(按年%)	2003		2004		2005	
	2003	2004	Q4	Q1	Q2	Q3
本地生產總值	3.1	8.2	7.2	6.2	7.3	8.2
本地需求	0.1	4.9	-1.9	-2.3	-0.8	4.4
消費						
私人	-1.0	6.8	5.8	4.4	2.7	4.6
公共	1.9	0.7	-1.7	-4.8	-2.3	-1.8
本地固定資本形成總額	0.9	4.1	-1.4	0.4	4.5	2.4
私人	0.8	6.2	-0.8	2.0	8.3	5.1
公共	1.4	-6.0	-4.3	-6.4	-19.9	-14.9
存貨變動 ¹	0.3	-0.4	-4.4	-4.3	-3.2	0.8
貨品出口淨值 ¹	0.6	0.9	7.4	6.5	5.5	2.5
服務輸出淨值 ¹	2.5	2.9	1.5	1.9	2.5	2.0

註1：以百分點表示對本地生產總值按年增長率的貢獻。

資料來源：政府統計處。

圖 2.2
私人消費及家庭收入



資料來源：政府統計處。

2.2 本地需求

本地需求連續下跌3個季度後，在2005年第3季回升(表2.A)。私人消費及本地固定資本形成總額在第3季繼續上升，公營部門支出的跌勢亦減慢。本地需求上升同時反映經過對上4季存貨明顯耗減後再度累積。

消費

由於勞工市場及家庭收入持續改善，消費支出在2005年第3季加快增長(圖2.2)。⁵此外，過去兩年資產市場復甦強勁造成的財富效應繼續支持消費開支。私人消費開支在2005年第3季按年增長4.6%，而在上半年的增幅為3.5%。經季節因素調整後，消費開支繼在第2季按季溫和增加0.4%後，在第3季明顯增加2.2%。

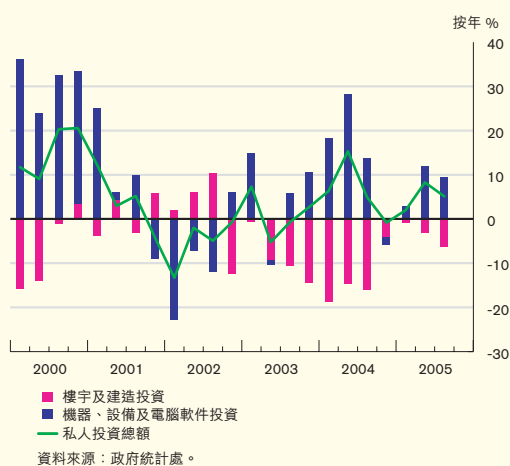
然而第3季的消費統計數字很可能未能充分反映近期利率上升的負面影響。加息往往會增加家庭的供款負擔(尤其按揭貸款額較大者)，並減少可撥作儲蓄或購買其他貨品及服務的金額。自2005年3月以來，最優惠貸款利率(釐定按揭利率的普遍基準)由5厘調高2.5至2.75個百分點，至7.50厘至7.75厘。假設住宅按揭貸款平均剩餘合約期為15年，每月還款總額便可能較3月份增加8億港元，相當於第3季按月私人消費支出的1.2%。⁶

政府消費支出在近幾季持續按年減少，反映政府致力節省開支(表2.A)。

⁵ 專題2探討過去兩年私人消費回復增長的成因，並分析消費增長的短期前景。

⁶ 根據5年至25年不同剩餘合約期的敏感度分析，增加的每月還款額佔每月私人消費支出的比率由1.1%至1.3%不等。

圖 2.3
私人投資及各組成項目

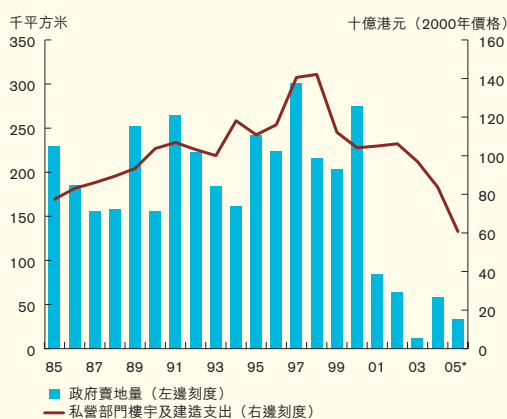


投資

私人投資支出按年增長由2005年第2季的8.3%減少至第3季的5.1%（圖2.3）。機器、設備及電腦軟件支出在第3季增長減慢至9.4%，第2季的增幅為11.8%，原因是營商氣氛受到預期進一步加息影響。儘管過去兩年樓市強勁復甦，但樓宇及建造支出在第3季持續按年下跌6.3%。建造業活動減少，部分原因是近年土地供應驟降，尤其2003年暫停賣地（圖2.4）。

公共投資支出在2005年第3季持續減少，較去年同期下跌14.9%，反映公共房屋計劃工程減少及多個大型鐵路項目相繼完工。

圖 2.4
樓宇與建造支出及政府賣地量¹

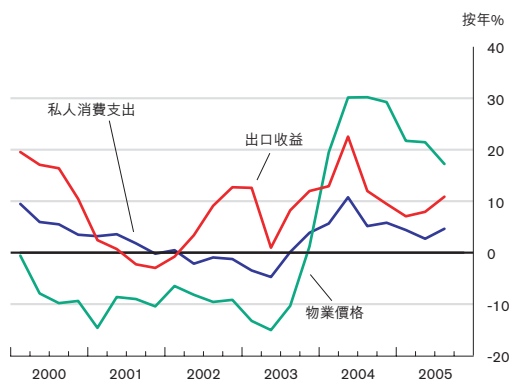


註：1. 包括透過公開拍賣及投標作住宅、商業及工業樓宇發展的土地出售。
2. * 2005年第1季至第3季。

資料來源：政府統計處、地政總署及CEIC。

專題 2 消費增長的持久力度

圖 B2.1
私人消費支出、出口收益及物業價格

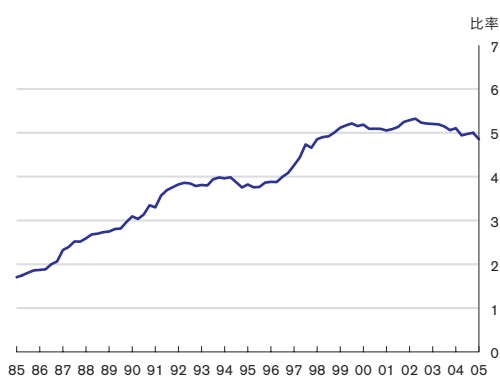


資料來源：金管局、政府統計處及差餉物業估價署。

受到出口收益增長強勁及物業價格自谷底回升支持，私人消費支出在2003年中開始回升(圖B2.1)。在2004年，實質私人消費支出上升6.8%，是1993年以來最大的按年增幅。然而，季度統計資料顯示，私人消費支出增長自2004年底起略為減慢。經季節因素調整的數字顯示，2005年首3個季度的每季增幅為0.9%，以此推算全年的增幅只有3.8%，與2004年相比明顯下降。這種情況令人關注私人消費支出的回升動力能否持續。

2003年中以來，私人消費支出回升主要受到3項因素支持：(1)出口收益增長強勁；(2)物業價格回升促使家庭環節財政狀況改善；及(3)低息環境。

圖 B2.2
貸款與勞工收入比率

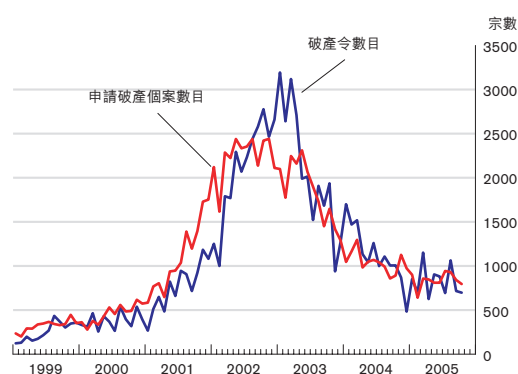


註：貸款指用作購置住宅物業的貸款、信用卡現金透支及其他私人用途的貸款的總和。

資料來源：CEIC。

由1997年中高峰期至2003年中期間，物業價格下跌66%，令頗大部分的家庭財富蒸發，致使亞洲金融危機過後仍對私人消費支出造成持續的負財富效應。然而，住宅物業價格自2003年7月起回升超過50%，卻扭轉了形勢。除物業價格上升外，多個指標都顯示家庭環節財政狀況變得較穩健：貸款與勞工收入比率下跌(圖B2.2)；破產個案及負資產按揭貸款宗數同告減少(圖B2.3及3.17)，以及房屋資產的槓桿比率亦下降(圖3.16)。

圖 B2.3
破產個案宗數



資料來源：CEIC。

表 B2.A
私人消費增長分析

	變動			對私人消費支出變動的貢獻		
	私人消費支出	物業價格	利率	物業價格	利率	其他
	(百分比)			(百分點)		
2003年第3季至2004年第4季	12.8	39.3	0.1	3.4	-0.2	9.6
2005年第1季至2005年第3季	2.9	11.0	1.5	1.9	-3.4	4.4

資料來源：金管局。

為計算上述3項因素各自對私人消費支出增長的具體貢獻，我們利用金管局的計量經濟學模型中的消費公式。在此公式裏，私人消費被設定為收入、利率及物業與股票價格的函數，並以最後兩個變數來反映財富效應。表B2.A列載在兩段時期(2003年第3季至2004年第4季，即近期谷底期至2004年末；以及2005年首3季)上述每項因素對私人消費支出的影響。

從表中可見在2003年第3季至2004年第4季期間私人消費支出上升約12.8%。在此升幅中，物業價格的貢獻是3.4個百分點；利率則是負0.2個百分點；至於顯示收入增加與股價上升的效應，以及未被模型解釋的變動的剩餘項「其他」，其貢獻是9.6個百分點。總括而言，收入增加及金融資產價格上升，對私人消費支出在此期間的回升產生重大作用。

至於較近期的2005年第1季至第3季，隨着利率上升，其負面影響亦變得較大。但由於這負面因素被物業價格進一步上升局部抵銷，兩者互抵的淨效應就是私人消費支出增長步伐大幅減慢。

普遍預期私人消費支出將會繼續上升，但幅度將較2004年溫和。展望未來，視乎外圍因素(尤其利率變化)而定，私人消費支出短暫下跌一、兩季的機會不能排除，但急跌或持續低沉的風險卻很小。家庭環節財政狀況大幅度改善，應對私人消費帶來支持。

圖 2.5
出口增長及貿易差額 (實質)

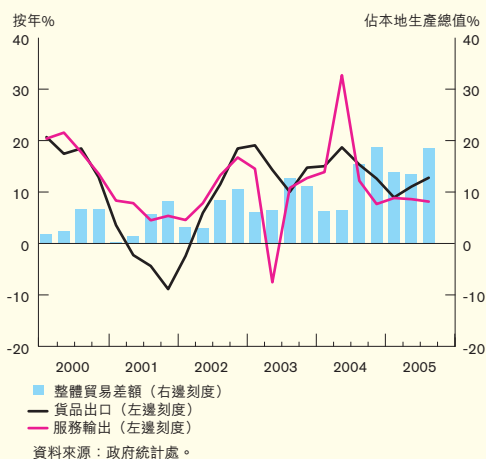


表 2.B
按主要市場劃分的商品出口¹

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

註：1. 轉口佔2004年商品出口總額的94%。
2. 在2004年所佔比重。
3. 東盟五國包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。
資料來源：政府統計處及CEIC。

2.3 對外貿易

經季節因素調整後，貨品出口在2005年第3季按季上升2.0%，而第2季的升幅為6.7%。第3季轉口增長放緩，但本地出口明顯上升。第3季按年升幅維持強勁，對大部分主要市場的出口均錄得強勁增長(圖2.5及表2.B)。近期出口急升，部分原因是電子產品需求處於上升周期，帶動區內電子產品貿易增加。受到轉口及留用進口持續增加支持，按年計貨品進口在第3季明顯上升，按季升幅則略為放緩。

在2005年第3季，服務輸出(經季節因素調整)按季上升5.7%，第2季的升幅為0.9%。按年計增長亦維持強勁，主要是反映涉及內地的貿易活動暢旺，帶動與貿易有關服務的增長。近幾季與旅遊有關的服務增長減慢。訪港遊客統計數字顯示，增長減慢的情況以來自亞洲(尤其內地)的遊客較突出，很可能是有些遊客預計9月份香港迪士尼樂園開幕，因而推遲到訪香港的觀光行程。10月份內地遊客數目較去年同期上升3.3%，而第3季則錄得0.5%跌幅。服務輸入在第3季的按年增長亦回升，主要反映與貿易有關及運輸服務增長。

整體而言，貿易順差在2005年第3季較對上一季增加，反映商品及服務貿易差額增加。

產品及供應

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。經濟持續復甦帶動勞工需求上升，使失業率進一步下跌。

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
(按年計)

(按年%)	2003	2004	2004		2005	
			Q3	Q4	Q1	Q2
以要素成本計算的						
本地生產總值	3.4	7.7	6.3	6.8	5.9	6.6
工業環節	-5.1	-2.2	-3.1	1.0	0.3	-1.6
其中：						
製造業	-10.3	1.7	2.3	3.8	-2.3	-0.1
建造業	-4.9	-8.4	-12.0	-2.0	-0.7	-8.3
服務環節	4.5	8.9	7.5	7.4	6.5	7.5
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	-6.5	11.0	6.7	6.8	6.3	6.6
進口及出口	13.3	13.9	13.7	10.5	12.2	12.8
運輸及倉庫	-1.6	19.0	17.6	17.3	14.0	13.0
金融、保險及 商業服務	6.9	11.1	7.4	9.2	4.5	8.2

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		2005	
			Q3	Q4	Q1	Q2
以要素成本計算的						
本地生產總值	3.4	7.7	6.3	6.8	5.9	6.6
工業環節	-0.6	-0.2	-0.4	0.1	0.0	-0.2
其中：						
製造業	-0.4	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0
建造業	-0.2	-0.4	-0.5	-0.1	0.0	-0.3
服務環節	4.0	7.9	6.6	6.7	5.9	6.7
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	-0.4	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3
進口及出口	2.6	3.0	3.1	2.4	2.6	2.7
運輸及倉庫	-0.1	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0
金融、保險及 商業服務	1.1	1.9	1.2	1.6	0.8	1.5

資料來源：政府統計處。

佔本地生產總值九成的服務行業仍然是2005年上半年經濟增長的主要動力(表2.C)。⁷ 與內地更趨融合，繼續支持香港的貨品及服務貿易。在2005年第2季，與貿易有關的服務繼續錄得雙位數字增長，消費及旅遊有關行業的產值亦顯著增加。製造業產值在2005年上半年減少，扭轉2004年下半年錄得的溫和升幅。建造業繼續收縮。

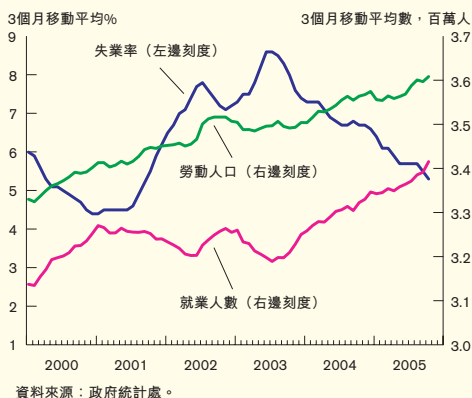
從對增長的貢獻來衡量，與對外貿易有關的服務佔2005年上半年按年產出增長超過40%(表2.D)。其次是金融及商業服務業的貢獻，所佔比重約為20%。

⁷ 本報告付印時仍未公布2005年第3季按經濟行業劃分的本地生產總值數據。

2.5 勞工及生產力

經濟持續復甦進一步刺激勞工需求，使失業率繼續下降。勞工生產力在2005年第3季持續上升，反映產出增長步伐較就業人數增長快。

圖 2.6
勞工市場狀況

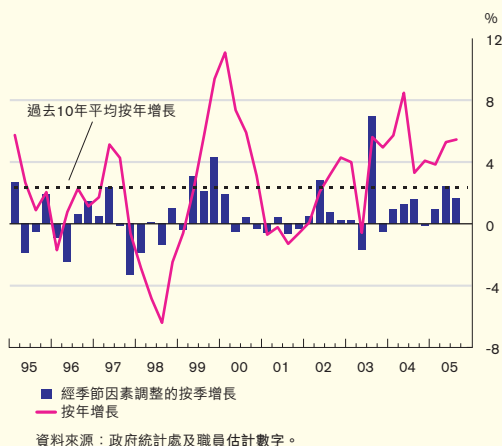


勞工市場狀況

6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，但勞動人口增加局部抵銷就業人數增長對失業率的效應。因此，失業率在截至10月止的3個月內降至5.3%，相比對上6個月的數字為5.9%（圖2.6）。勞動人口參與率相對穩定，顯示勞動人口增加主要是期內就業年齡人口增加所致。失業率下降廣泛分布於多個行業，其中以建造業錄得最大跌幅。但建造業就業人數無大變動，顯示從事這個行業的勞動人口下降。

香港與內地《更緊密經貿關係的安排》（《安排》）使勞工市場受惠。內地營商機會增加及「個人遊」計劃促使商業機構聘用較多員工。政府估計在2004年因《安排》而創造的新職位有19,500個，佔全年就業總人數增幅的五分之一。⁸ 這些新職位大部分是由於實施「個人遊」計劃而創造。預期在2005年再有約9,500個新職位將會在貨品及服務業出現。

圖 2.7
每名工人產出量



由於創造較多全職職位以取代兼職及臨時職位，就業不足率在截至10月止的3個月內跌至2.5%，而6個月前的數字是3.0%。⁹ 就業不足率下跌的情況在建造、運輸及批發與零售業尤其顯著。

生產力

勞工生產力按年增長率（以每名工人產出量增長計）在近幾季上升（圖2.7）。生產力增長經過1997至2000年大幅波動後，在近年似乎有逐漸上升的跡象。

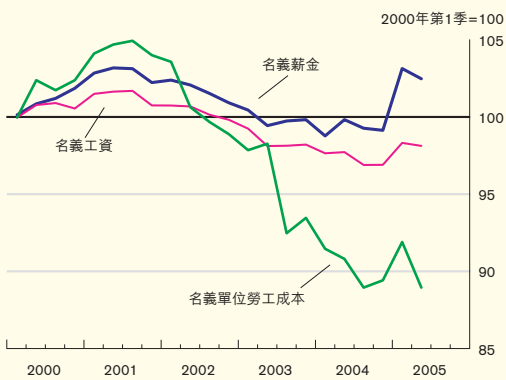
⁸ 根據工商及科技局於2005年4月供立法會工商事務委員會參考的研究報告 (<http://www.legco.gov.hk/yr04-05/chinese/panels/ci/papers/ci0419cb1-1259-3c.pdf>)。

⁹ 就業不足人士指非自願地每周工作少於35小時。

物價及工資

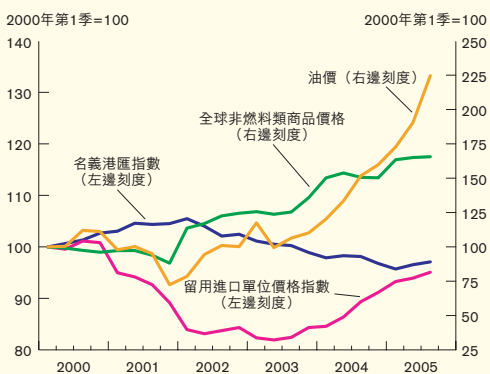
由於住宅租金上升開始傳遞至消費物價指數，加上其他貨品及服務價格亦上升，通脹自6月份報告公布以來穩步向上。然而，隨着勞工生產力上升，源自工資增長的通脹壓力依然有限。

圖 2.8
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。

圖 2.9
進口價格



資料來源：政府統計處及Datastream。

2.6 勞工成本

勞工需求增加帶動工資上漲。每名工人名義薪金(包括薪酬、超時工作津貼、補薪，以及其他不定期津貼與花紅)在2005年第1季顯著上升4.0%，其後在第2季稍跌0.6% (圖2.8)。按年計每名工人名義薪金在第2季上升2.7%，連續第2季錄得升幅。名義薪金上升在批發、零售、貿易、飲食及酒店業尤其明顯。然而，單位勞工成本偏低，顯示來自勞工市場的通脹壓力仍然溫和。

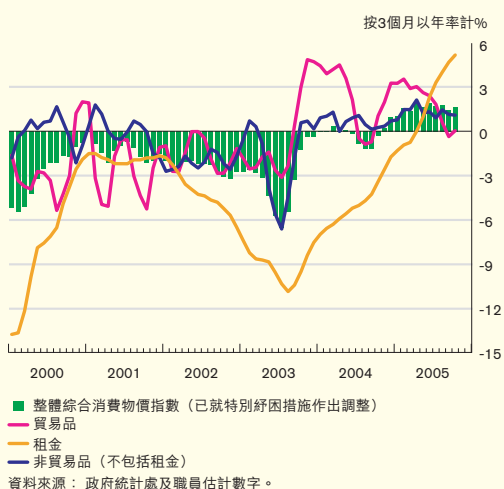
2.7 商品及進口價格

自6月份報告公布以來，進口價格進一步上升，但升勢較為溫和。儘管石油價格上升，但留用進口單位價格指數按年升幅由2005年第1季的10.3%，明顯減慢至第3季的6.4%，反映香港石油密集度較低、非燃料類商品價格升幅顯著收窄，以及名義港匯指數上升 (圖2.9)。

2.8 消費物價

自6月份報告公布以來，由於住宅租金上升開始傳遞至綜合消費物價指數及其他貨品與服務價格持續增加，整體通脹率上升。按年計綜合消費物價指數在10月上升至1.8%，而6個月前的升幅為0.5%。期內租金組成項目按年變動由負1.9%上升至2.4%。

圖 2.10
按主要組成項目分析消費物價通脹



然而，潛在通脹壓力可能已經減少。經季節因素調整後，按3個月以年率計通脹率由4月份的1.9%降至10月份的1.7% (圖2.10)。近數月貿易商品價格增加速度明顯減慢，非貿易商品價格 (不包括租金) 升幅則大致穩定。從更仔細的分類層面來分析，大部分類別 (尤其食品價格) 升幅在過去6個月略為放緩 (圖2.11)。能源價格升幅迄今對整體通脹影響不大，原因是其佔綜合消費物價指數的權數較小。

以對整體通脹的貢獻計，租金組成項目佔10月份綜合消費物價指數的升幅約近70%，非貿易商品價格 (不包括租金) 佔其餘的30% (圖2.12)。

圖 2.11
2005年4月至10月期間按3個月以年率計的綜合消費物價指數通脹變動

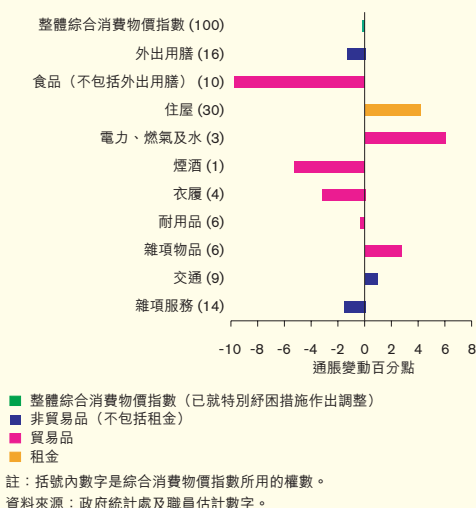
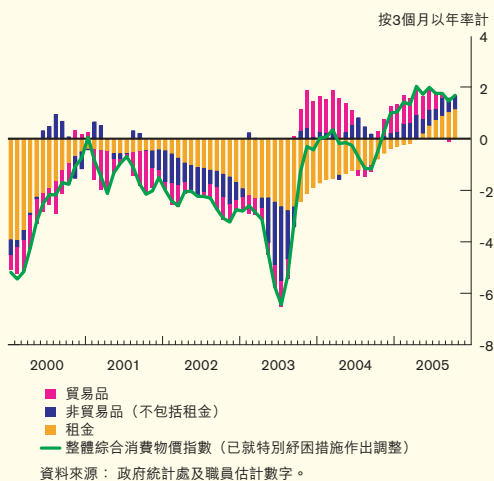


圖 2.12
主要組成項目對消費物價通脹的貢獻



資產市場

股市在第3季大幅攀升，但其後受預期利率進一步上升影響而回落。物業價格繼過去兩年強勁回升後，在近數月回穩。由於按揭利率上升，住屋負擔能力在近數季下降，自置居所支出已超越住宅租金。

圖 2.13
香港股票價格



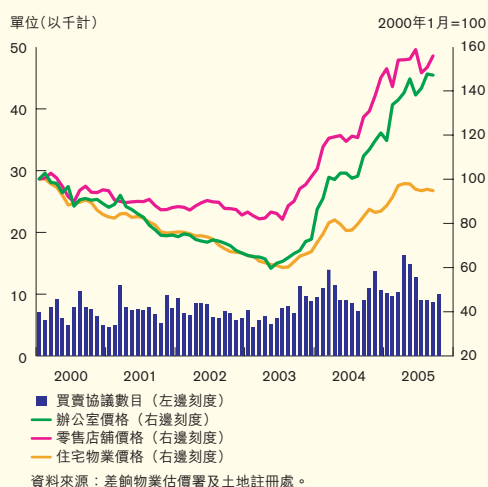
2.9 股票市場

2005年第3季股價大幅攀升，恒生指數上升接近9%。股市回升是受到多項利好因素帶動，其中包括公司中期業績較預期佳、人民幣升值及海外各大股市整體表現轉強。其後市場預期美國會進一步加息，令恒生指數下跌3.2%，其中以地產股跌幅最大，地產分類指數下跌7.8% (圖2.13)。

2.10 物業市場

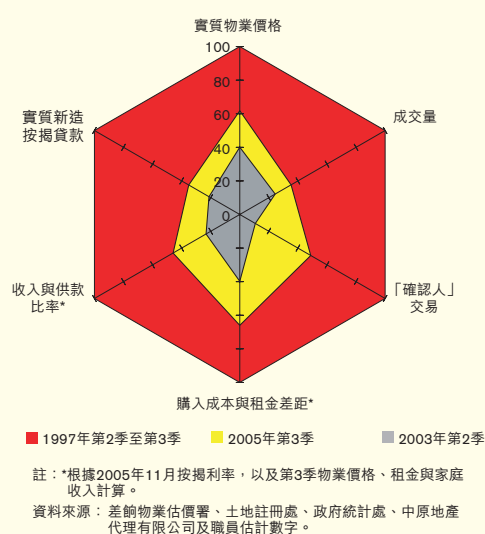
從近數月物業成交價格及成交宗數略為下跌，可見利率上調已遏抑樓市活動。私人住宅物業價格在截至9月的6個月內下跌2.4%，但與2003年谷底水平相比仍上升58% (圖2.14)。大型單位 (實用樓面面積160平方米或以上) 價格上升速度較整體價格指數快，與谷底水平相比上升92%，其中一些「豪宅」的價格更超越1997年錄得的高峰水平。非住宅物業方面，回升速度更明顯，私人辦公室及零售店舖價格與谷底水平相比分別上升約150%及90%。

圖 2.14
物業價格及成交宗數



第3季的物業成交量 (以買賣協議數目計) 較上一季大幅下跌39%，但在10月份略為回升 (圖2.14)。從近數月「確認人」交易宗數下降，可見投機活動亦減少。

圖 2.15
圖解分析



綜合6個主要物業指標的六角形圖解說明顯示，與1997年相比，2005年第3季私人住宅物業市況維持溫和(圖2.15)。¹⁰ 具體上，與1997年4月至9月期間平均水平相比，實質物業價格仍下跌38%，大型單位(實用樓面面積160平方米或以上)價格與1997年高峰水平相比則平均下跌16%。然而，市場過度擴張的風險仍不能排除，原因是1997年高峰水平是市況明顯偏離經濟基本因素所造成的極端情況。

由於按揭利率上調，同時物業價格升幅較家庭收入及物業租金大，近數季住屋負擔能力下降，自置居所支出已超出租金。收入與供款比率(即按揭還款額佔家庭收入比率)由2003年第2季的15%急升至29%。¹¹ 期內購入成本與租金差距(以按揭還款額與租金比率計)亦由80%擴大至133%。

供應方面，過去6年建造業活動減少(如第2.2節所述)可能會引致未來幾年新供應量減少。然而，由於物業空置量仍多，短期內應不會出現供應短缺。於2004年底，私人住宅物業及辦公室空置率分別為6.2%及12.7%，而過去20年的平均數字分別為4.5%及9.8%。

¹⁰ 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。

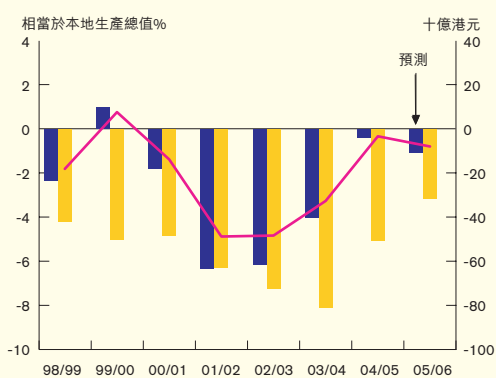
¹¹ 按揭還款額是假設一個典型50平方米的單位, 借入相當於買入價七成, 並分20年攤還的按揭貸款為計算基礎。計算時採用第75百分位數的家庭收入, 而不是中位數家庭收入, 原因是前者較能反映購置私人住宅人士的收入水平。

公共財政

政府綜合帳目的最新數字顯示，受惠於收入增加及政府致力節省支出，財政狀況持續改善。

2.11 公共財政

圖 2.16
各財政年度首7個月的財政表現



■ 整個財政年度的財政狀況（右邊刻度）
■ 首7個月的財政狀況（右邊刻度）
— 整個財政年度財政狀況佔本地生產總值的百分比（左邊刻度）

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2005/06財政年度的財政狀況為《財政預算案》預測，首7個月的財政狀況則為實際情況。
3. 香港的財政年度於每年4月開始。

資料來源：《二零零五至零六年度政府財政預算案》、庫務署及職員估計數字。

本財政年度首7個月的赤字為310億港元，遠低於過去5年同期的平均赤字額630億港元（圖2.16）。赤字減少主要原因是收入增加。總收入較上一財政年度同期增加150億港元。在政府致力節省開支的努力下，期內總開支減少40億港元。

國際貨幣基金組織最近預測，根據當前的經濟形勢及政府致力遏抑開支，財政預算可於2005至06財政年度回復收支平衡，較政府預期於2007至08年度達到收支平衡的時間早了兩年。

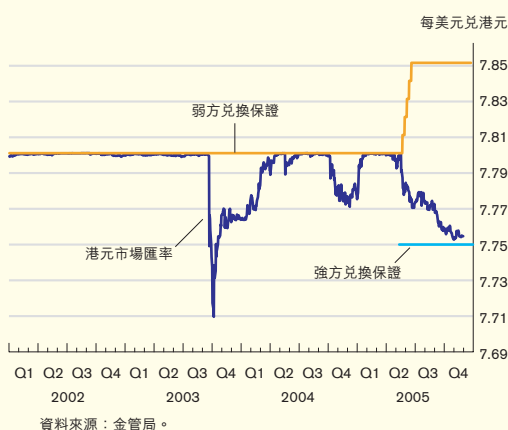
3. 貨幣及金融環節

匯率、利率及貨幣發展

港元匯率近月轉強，升至貼近強方兌換保證7.75 港元兌1 美元的水平。港元利率大體上跟隨美元利率的走勢，顯示2005 年5 月推出的3 項優化聯繫匯率制度運作的措施奏效。由於聯邦基金目標利率在6 月至11 月期間進一步上調了合共100 基點，港元銀行同業拆息也普遍隨之上升。

3.1 匯率及利率

圖 3.1
港元匯率



6 月至11 月期間，港元匯率穩步轉強，在接近11 月底時升上貼近強方兌換保證7.75 的水平（圖3.1）。近期的變動繼續受到資金流向的影響，其中包括與首次公開招股活動有關的資金流向。儘管內地有關當局在7 月宣布改革人民幣匯率形成機制，港元匯率仍大致保持穩定，並未受到有關公布影響，這反映了5 月所推出的3 項優化聯繫匯率制度運作的措施能有效抑制港元匯率的升值預期。

自6 月份報告以來並未觸發兌換保證交易，金管局也沒有在兌換範圍內進行市場操作。因此，總結餘保持在13 億港元左右的水平，只是因為支付外匯基金票據及債券的利息而輕微波動（圖3.2）。

圖 3.2
貼現窗運作前總結餘

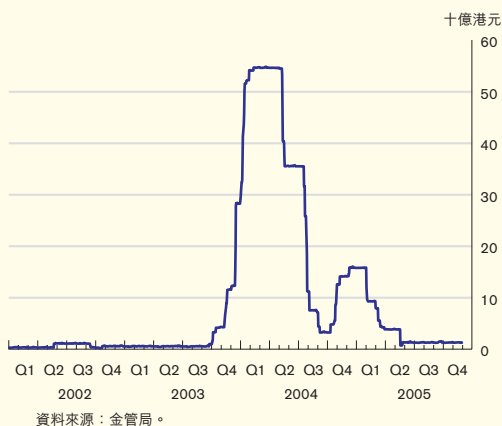
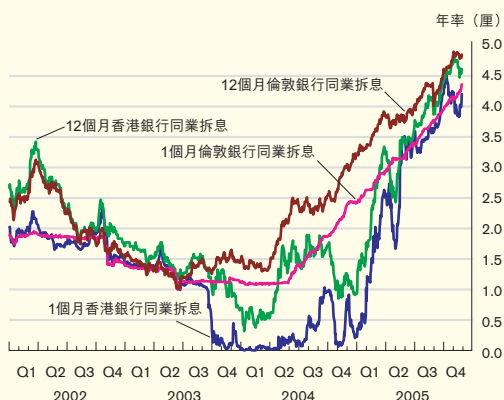


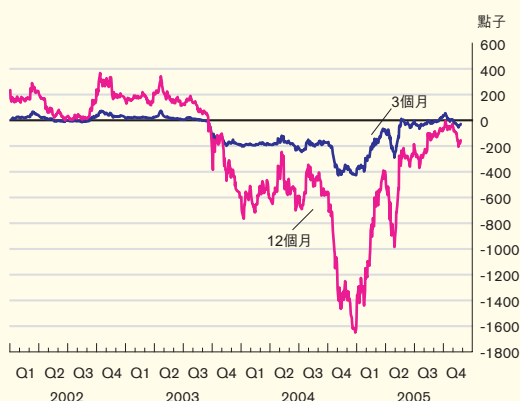
圖 3.3
港元與美元息率



資料來源：金管局。

期內港元銀行同業拆息大體上跟隨美元利率的走勢。6月至11月期間，美國聯邦基金目標利率上調了4次合共100基點至4厘。由於美元利率上升，1個月及12個月港元利率也普遍上升。在這段期間的後半部分，12個月香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息的差距進一步收窄，1個月港元利率大致上與同期美元利率相若（圖3.3）。然而，在10月上半月及11月下旬，因為首次公開招股活動令流動資金供求狀況緊張的緣故，香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息的差距曾一度收窄。隔夜香港銀行同業拆息亦告上升，由5月底的2.75厘升至11月30日的4.0厘。

圖 3.4
港元遠期匯率溢價／折讓



資料來源：金管局。

反映息差的走勢，12個月港元遠期匯率折讓幅度進一步收窄（圖3.4）。由於推出了3項優化措施，港元遠期匯率波幅顯著縮窄，顯示利率調節機制能更有效發揮作用。12個月遠期匯率折讓幅度於11月30日收市時報負155點子。

3.2 貨幣基礎及支持比率

過去6個月貨幣基礎減少。未償還外匯基金票據及債券市值以及總結餘保持穩定，未償還負債證明書總額以及政府發行紙幣及硬幣則減少。支持比率由5月底的110.58%，上升至11月30日的111.60%（圖3.5）¹²

圖 3.5
支持比率



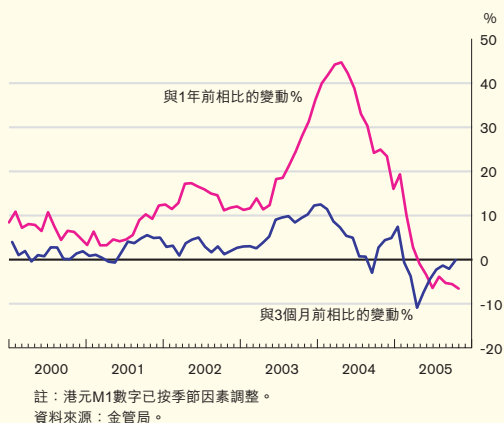
註：支持比率是支持資產與貨幣基礎的比率。根據外匯基金內支組合與投資組合之間的資產轉撥安排，若支持比率達到112.5%（觸發上限），支持組合的資產便會轉移至投資組合，從而把支持比率調低至110%。相反，若比率降至低於105%（觸發下限），投資組合的資產便會注入支持組合，使比率回升至107.5%。

資料來源：金管局。

¹² 由於支持資產的總值高於貨幣基礎，因此當兩者跌幅相同時，支持比率便會上升。

3.3 貨幣及信貸總額

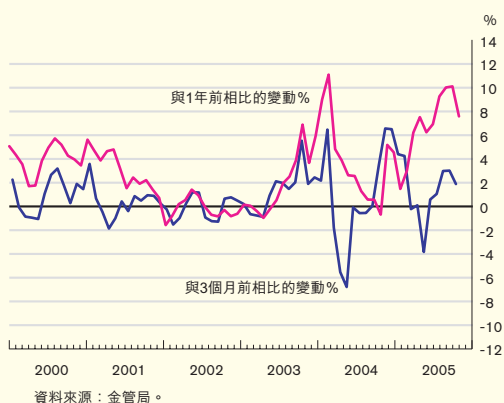
圖 3.6
港元狹義貨幣供應量M1



狹義及廣義貨幣增長走勢繼續背馳，部分原因是存戶將流動貨幣資產轉為定期存款。於2005年第3季，港元狹義貨幣供應M1按季及按年皆下跌，主要原因是活期存款減少。在2005年10月份，M1進一步下跌。這大概是因為持有無息貨幣資產的機會成本增加的緣故（圖3.6）。

在同一季度期間，港元廣義貨幣供應M3進一步增長，在截至2005年9月為止的12個月內錄得10.1%的升幅（圖3.7）。隨着存款利率上升，定期存款錄得強勁增長，M3的增幅大部分正出於此。然而，10月份的M3增長有放緩跡象。

圖 3.7
港元廣義貨幣供應量M3



與2005年第2季比較，第3季在香港使用的貸款大致上沒有變動，但按年增長率仍保持強勁，為9.2%，與名義本地生產總值的增長步伐大體一致（圖3.8）。近期利率上升令借貸成本及供款負擔增加，可能遏抑了信貸需求。同時，季度增長輕微，也是因為過去多個季度已錄得增長，令比較基數偏高所致（見第3.7節按行業分析本地貸款的資料）。

圖 3.8
在香港使用的貸款與名義本地生產總值

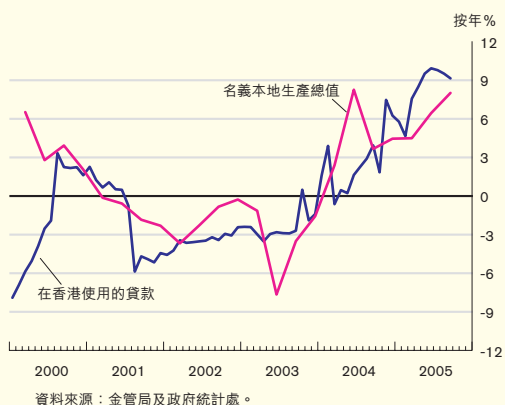


圖 3.9
國際收支平衡

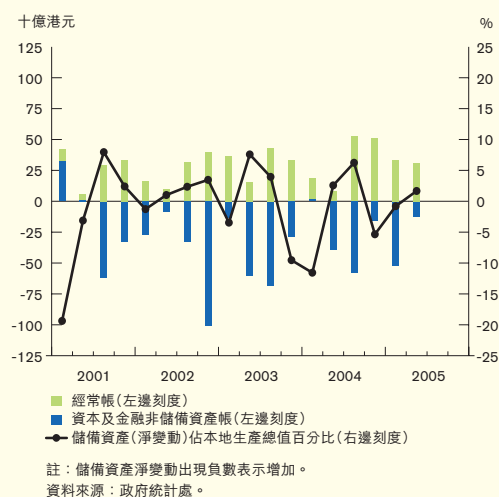


表 3.A
按標準組成項目分析國際收支平衡帳

佔本地生產總值百分比	2003		2004		2005	
			Q3	Q4	Q1	Q2
經常帳	10.4	9.9	15.9	14.7	10.4	9.4
資本及金融帳	-14.5	-10.6	-11.4	-9.9	-17.0	-2.2
資本轉移	-0.7	-0.2	-0.4	-0.2	-0.8	-0.5
金融非儲備資產 (淨變動)	-13.2	-8.4	-17.2	-4.3	-15.3	-3.5
直接投資	5.1	-3.4	-1.7	10.9	0.3	1.2
組合投資	-21.5	-19.5	-12.6	15.4	-22.1	-27.5
金融衍生工具	6.3	3.8	2.0	5.5	1.3	1.7
其他投資	-3.3	10.7	-4.9	-36.2	5.1	21.2
儲備資產(淨變動)	-0.6	-2.0	6.2	-5.4	-0.8	1.7
淨誤差及遺漏	4.1	0.7	-4.5	-4.8	6.5	-7.2

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。

3.4 資金流向

繼2004年第4季及2005年第1季資金流入港元後，2005年第2季的資金流向逆轉。國際收支平衡狀況表顯示，2005年第2季儲備資產減少（這是最近期公布完整國際收支平衡數據的一個季度）（圖3.9及表3.A）。儲備資產減少，是與2005年5月推出3項優化措施時根據兌換保證賣美元買港元有關。

在國際收支平衡組成項目中，經常帳在2005年第2季繼續錄得盈餘，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。2005年上半年的經常帳盈餘額約相等於本地生產總值的10%。

資本及金融非儲備帳在2005年第2季繼續錄得資金淨流出，但數額遠小於第1季；這是因為組合投資有資金流出，淨直接投資及其他投資則有資金淨流入。組合投資中，非本地居民對本地股票的投資比2004年第3季有所增加，但不及本地居民對海外股票的投資。後者主要與香港銀行增持非本地債務證券有關。

「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）在2005年第2季錄得龐大的資金淨流入，原因是香港銀行存款增加，以及本地居民的海外存款減少。需要注意的是，跟其他投資帳有關的資金流向的波動向來較大，這反映香港作為國際銀行中心的地位。

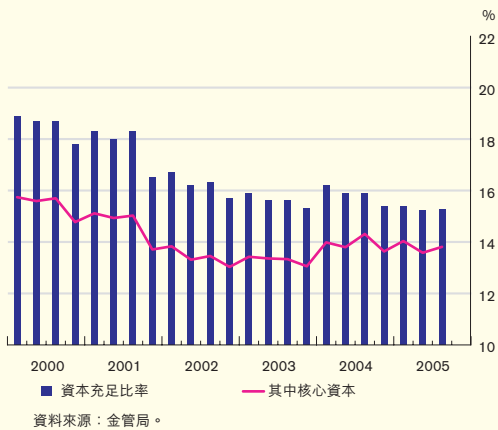
迄今所得資料顯示，2005年第3季儲備資產有所增加，主要是因為與外匯基金的投資收入有關的資金流入。

銀行業的表現

由於非利息收入增加及淨息差趨於穩定，零售銀行在2005年首3季錄得可觀的盈利增長。雖然營運成本開始上升，但整體成本壓力尚算溫和。本港利率上升並未對銀行構成重大的經營困難，但貸款增長放緩的風險仍然令人關注。

3.5 盈利及資本額

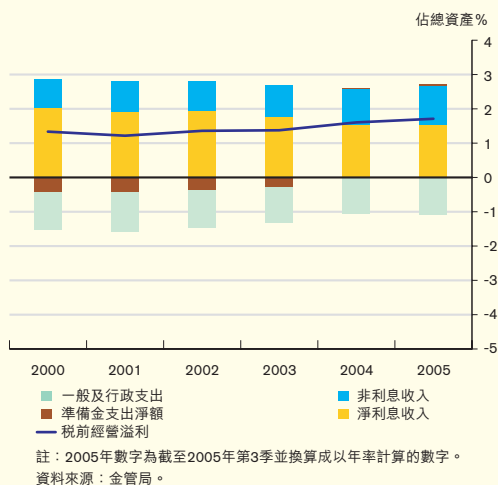
圖 3.10
本地註冊認可機構資本額



由於風險加權資產的擴張速度略為超過資本基礎，本地註冊認可機構的平均綜合資本充足比率由6月份報告公布的15.4%，微降至2005年9月底的15.3% (圖3.10)。儘管如此，綜合資本充足比率仍遠高於8%的國際最低標準。核心資本佔資本基礎的91%；核心資本與風險加權資產比率亦達到13.8%的高水平。

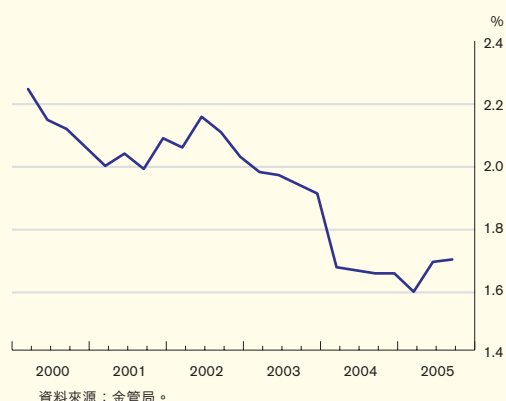
以稅前經營溢利佔總資產的百分比計，零售銀行的盈利在2005年首3季以年率計略為增加 (圖3.11)。雖然一般及行政支出上升，但非利息收入的穩健增長及淨息差趨於穩定這兩項有利因素足以抵銷前者有餘，使盈利有所增加。

圖 3.11
零售銀行盈利



員工成本因加薪及增聘人手而上升，加上為擴展業務而增加的營運開支，使一般及行政支出佔總資產的比率在2005年首3季上升。儘管如此，成本壓力在現階段似未構成重大問題。

圖 3.12
零售銀行淨息差

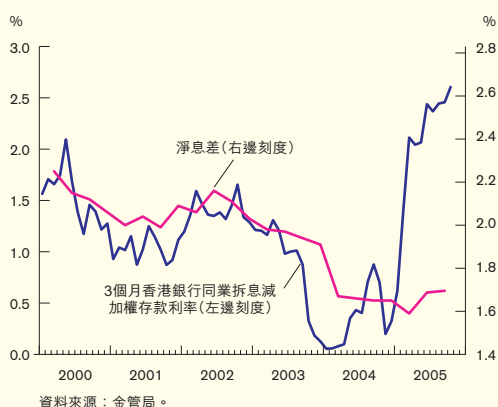


自2004年下半年以來，淨息差收窄的情況穩定下來（圖3.12）。部分原因是物業市道暢旺，這有助緩和住宅按揭市場的競爭，同時舒緩新造按揭貸款利息的壓力，而香港銀行同業拆息上升也有助提高剩餘資金的收益（詳情見第3.6節）。

3.6 利率風險

因為銀行大部分計息資產都以浮息為計算基礎，所以縱然面對利率波動，中介息差仍相對穩定。然而，過去幾年銀行加重了投資組合中定息證券所佔的比例，因而變得更容易受息率波動影響。

圖 3.13
香港銀行同業拆息與存款利率的差距



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直接影響銀行的利息收入。由於整體零售銀行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，擴闊了以香港銀行同業拆息為基準的貸款的息差，因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，以及本地最優惠利率因應美國加息作出調整的步伐加快，為淨息差提供了支持。

雖然本地利率上升似乎有利於擴闊淨息差，但本地利率急升窒礙本地貸款增長的風險仍然令人關注。

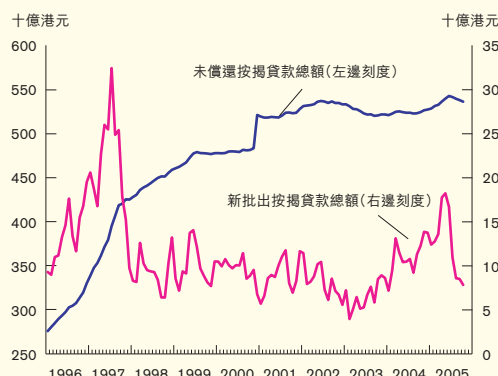
表 3.B
在香港使用的貸款

	按季變動(%)				佔總額(%)
	12/04	3/05	6/05	9/05	
在香港使用的貸款 ¹	3.2	1.6	4.2	0.0	
其中：					
貿易融資	1.0	2.4	12.2	-1.4	7.2
住宅按揭貸款 ²	0.2	0.6	1.1	-1.1	30.2
製造業	6.4	8.1	10.1	-2.1	5.8
運輸及運輸設備	-0.1	-0.5	1.2	0.9	5.9
電力及氣體燃料 ³	-3.6	4.1	37.9	-5.3	1.4
資訊科技 ³	-7.7	0.1	20.2	38.6	1.3
建造業、物業發展與投資	7.6	4.3	2.7	2.1	20.7
批發及零售業	0.4	-0.6	6.7	-2.3	5.0
與財務及金融有關公司 ⁴	6.5	-0.8	3.4	2.2	8.6
證券經紀	5.7	5.8	10.9	-7.8	0.5
信用卡透支	9.6	-2.0	0.0	5.6	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。

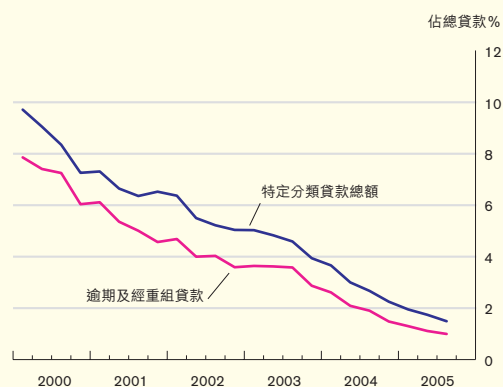
圖 3.14
受訪認可機構未償還及新批出按揭貸款



註：2000年底未償還按揭貸款總額驟增，反映調查涵蓋的銀行數目有變動。

資料來源：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

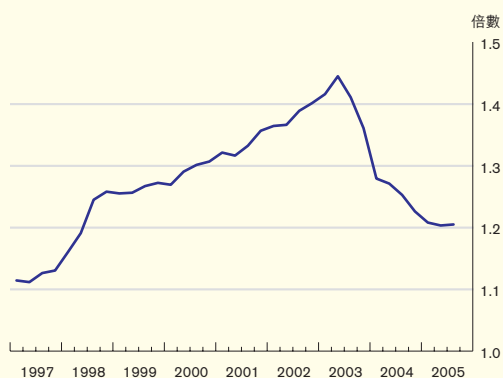
2005年第3季在香港使用的貸款變動不大，但與一年前比較則大幅上升了9.2%。按季比較，不同經濟用途的貸款表現不一(表3.B)。以物業有關貸款而言，在住宅發展及商用物業投資增長帶動下，對建造業及物業發展與投資的貸款連續第4個季度上升。然而，由於現有按揭貸款的還款額超過新批出的貸款，故未償還住宅按揭貸款在第3季微跌。由於樓價及成交額下跌，自6月份報告以來，新批出按揭貸款額顯著減少(圖3.14)。整體而言，物業有關貸款佔本地貸款總額的比例在第3季保持穩定，為51%左右。

其他環節方面，資訊科技貸款錄得最大的按季增長，其次是信用卡透支及與財務及金融有關公司的貸款。證券經紀貸款、批發及零售業貸款以及製造業貸款則有所減少。

資產質素

由於本地經濟狀況及物業市場保持穩定，資產質素持續改善。專題3根據上市公司數據評估信貸風險。2005年第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3.15)。另一方面，以年率計的信用卡應收帳款撇帳比率由6月份報告的3.18%，降至2005年第3季的2.95%。

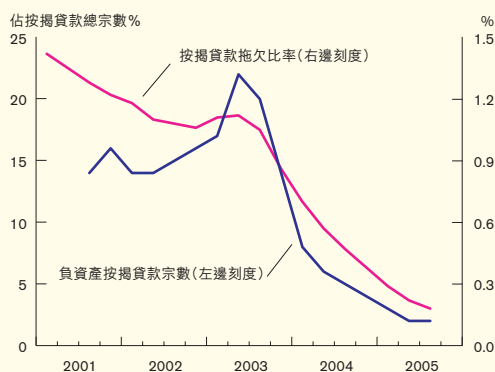
圖 3.16
房屋資產槓桿比率



資料來源：職員估計數字。

近年樓價回升有助改善家庭環節的財政狀況，從而令銀行的按揭貸款組合質素改善。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)。自6月份報告以來，負資產住宅按揭貸款佔所有按揭貸款宗數的百分比進一步下降，按揭貸款拖欠比率也降至2005年9月的0.18%(圖3.17)。

圖 3.17
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率

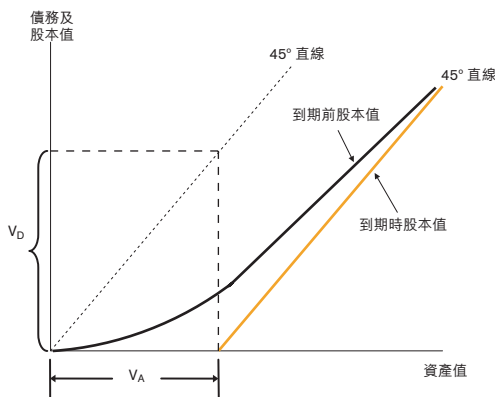


註：有關負資產按揭貸款的數字由2001年9月起收集。
資料來源：金管局。

專題 3 利用結構方法評估香港企業的信貸風險

評估非金融類企業的信貸風險，已成為近年央行推行的金融穩定監察架構的一環。在計算企業拖欠債務風險的不同方法

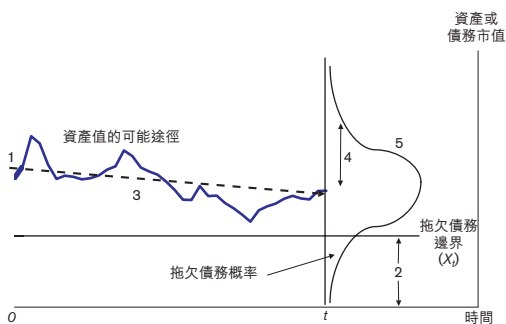
圖 B3.1
資產、股本及債務值



默頓方法

默頓模型結合一間公司的幾個元素來構成拖欠債務風險指標：(a)資產值；(b)槓桿比率；以及(c)業務風險(或資產值的波幅)。假設公司的資本結構只包含債務及股本，股本便可被視作就相關資產發行的認購期權，其行使價是債務的帳面值。在圖B3.1的例子中，當債務到期時，股本價值就像期權一樣視乎資產的最後價值而定。¹³ 當資產值(V_A)少於債務值(V_D)，期權便沒有任何價值，公司也會被視作拖欠債務。債務到期前，即使資產值少於債務值，但股本仍具價值(如圖B3.1的曲線所示)。¹⁴ 因此，公司的股價包含有關該公司的資產值在某特定期末時跌至低於債務帳面值的概率的資料，而這個概率是等同於該公司的拖欠債務風險。根據默頓模型，利用市場數據計算的股本值及會計數據從而得出該公司在某特定期 t 結束時的拖欠債務概率(PD_t)如下：

圖 B3.2
資產值、拖欠債務邊界及拖欠債務概率



- 註：1. 資產當前市值 (V_A)
2. 拖欠債務邊界水平，即於時間 t 到期時的債務帳面值 (X)
3. 資產值的預期增長率 (μ)
4. 資產值波幅 (σ_A)
5. 資產值分布 ($N(0,1)$)

$$PD_t = N \left[- \frac{\ln \frac{V_A}{X_t} + \left(\mu - \frac{\sigma_A^2}{2} \right) t}{\sigma_A \sqrt{t}} \right] \quad (1)$$

其中 V_A 是公司資產的當前市值， μ 及 σ_A 分別是 V_A 的漂移率及波幅； X_t 是債務於某段時間 t 到期時的帳面值(拖欠債務邊界)， N 是標準累積常態分布 ($N(0,1)$)。¹⁵ 圖B3.2 是有關的說明。

¹³ 公司股東獲派發的可能收益，與他們購入行使價由未償還債務額決定的認購期權所得的相似。

¹⁴ 這與期權在到期前的時間值相似。

¹⁵ 有關詳情請參閱 Yu and Fung (2005)，「利用結構方法評估香港企業的信貸風險」(英文版)，《金管局研究備忘錄》，<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/research/RM24-2005.pdf>。

香港公司整體拖欠債務概率

為了監察香港企業的信貸風險，我們採用默頓模型來估計未來12個月恒生指數非金融類上市公司的拖欠債務概率。我們計算個別公司拖欠債務概率的總和（按其市值進行加權調整），從而得出恒生指數非金融類成分股公司及其3個分類成分行業的整體拖欠債務概率。

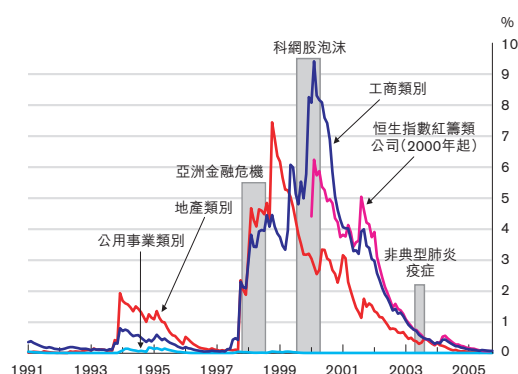
圖 B3.3
恒生指數非金融類成分公司整體拖欠債務概率



註：着色部分代表重大事件或危機。
資料來源：金管局職員估計數字。

圖B3.3描述恒生指數非金融類成分公司的整體拖欠債務概率。從圖中可見整體拖欠債務概率由1997年中開始上升，在亞洲金融危機期間更由0.25%躍升至5%左右。在2000年2月底科網股泡沫爆破前的幾個月內，拖欠債務概率由1999年10月的4%急升至2000年2月的7.7%高位。¹⁶ 泡沫爆破前的急升現象，顯示拖欠債務概率可作為監察企業面對潛在不穩定因素的預示警號。2004年以來，企業拖欠債務的風險已顯著下降。

圖 B3.4
恒生指數分類別公司整體拖欠債務概率



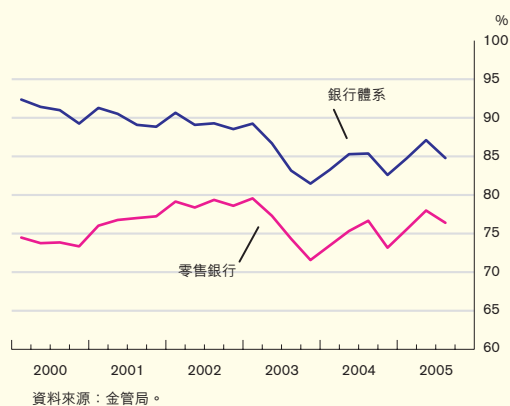
註：着色部分代表重大事件或危機。
資料來源：金管局職員估計數字。

為探討恒生指數其他分類成分行業的不穩定因素，我們用同樣的方法計算出紅籌成分股、地產類、工商類及公用事業類行業的拖欠債務概率。¹⁷ 圖B3.4 列載它們的整體拖欠債務概率。從這圖得出的首項觀察，就是以財政穩健程度計公用事業股承受衝擊的能力頗佳。在1991至2005年整段期間，這類公司的拖欠債務概率持續停留在低水平；亞洲金融危機期間，地產及工商類公司的拖欠債務概率則迅速上升。危機過後地產類公司的拖欠債務風險進一步增加，可能反映物業市場持續低迷及地產發展商資產負債表內的槓桿比率相對較高。在2000年初，工商類公司拖欠債務風險大幅上升至最高的9.4%。事實上，工商類公司拖欠債務風險的升幅抵銷了地產類公司信貸改善的情況，導致科網股泡沫形成期間恒生指數成分股公司整體拖欠債務風險急升。紅籌股公司拖欠債務風險持續高於恒生指數其他分類成分行業的公司，但有關差距自2003年以來已經縮小。

¹⁶ 網絡股指數是美國具權威性，並被廣泛引用的公開買賣互聯網股份的指數。在2000年2月至5月期間其市值下跌約45%，顯示科網股泡沫爆破。

¹⁷ 應注意本專題並無包括恒生指數金融類股份在內。紅籌股代表對在香港註冊，並在香港聯合交易所上市，以及其最少35%股權由內地國有企業或省市機關直接或間接持有的公司。在此所用的數列由2000年起，原因是在此之前只有很少紅籌股公司列入恒生指數內。

圖 3.18
港元貸存比率



3.8 流動資金

零售銀行平均流動資金比率在第3季為45.9%，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，9月底整個銀行體系的港元貸存比率處於84.8%的低位，零售銀行的比率則為76.4%（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）由6月份報告的水平微升至2005年9月底的148億港元，但與2003年5月底985億港元的近年高位比較，走勢仍然向下。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(%)

	9/04	6/05	9/05
利率²			
1 個月香港銀行同業拆息	0.42	2.66	3.46
3 個月香港銀行同業拆息	0.69	2.73	3.62
最優惠利率與 1 個月香港銀行同業拆息的差距	4.59	2.80	3.12
最優惠利率與 3 個月香港銀行同業拆息的差距	4.32	2.73	2.96
零售銀行			
資產負債表狀況³			
存款總額	1.9	-0.3	1.9
港元	0.1	-0.2	2.2
外幣	4.7	-0.5	1.5
貸款總額	1.1	3.4 ^r	0.2
在香港使用的貸款 ⁴	1.3	3.7	-0.5
在香港境外使用的貸款 ⁵	-3.5	-3.8	19.7
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	7.1	0.4 ^r	0.4
持有的可轉讓債務工具	6.2	3.8	0.6
資產質素⁶			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	92.35	95.05 ^r	95.26
需要關注貸款	4.98	3.21	3.25
特定分類貸款(總額) ⁷	2.67	1.74 ^r	1.49
特定分類貸款(淨額) ⁸	1.95	1.20 ^r	1.06
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	1.90	1.11 ^r	1.00
不履行貸款 ⁹	2.02	不適用	不適用
盈利¹⁰			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率	-0.03 ^r	-0.02	-0.05
淨息差	1.65	1.64 ^r	1.66
成本與收入比率	41.6	40.9 ^r	41.1
流動資金比率²	43.7	45.8	45.9
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.47	0.22	0.18
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.55	0.40	0.39
撇帳率 — 按季年率計(經調整)	4.51	3.27	2.95
— 本年度截至該日止以年率計	5.31	3.19	3.05
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率(綜合)	15.9	15.2 ^r	15.3

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

¹⁰ 本年度截至該日止以年率計數字。

^r 因應最近的調整而修訂數字。

4. 前景、風險及不明朗因素

市場普遍預期2006年全球經濟增長會保持穩健，通脹壓力也會受到遏抑。香港方面，預期經濟增長會持續，但步伐會減慢。通脹相信會溫和上升，部分反映市值租金增加的影響繼續傳遞至消費物價指數。經濟前景仍面對幾項不明朗因素及風險，其中包括油價高企、美國收緊貨幣政策、全球貿易失衡、針對中國內地出口的保護主義措施，以及爆發禽流感的威脅。但整體而言，香港貨幣及金融穩定面對的風險依然有限。

4.1 全球前景

表 4.A
2004 至 06 年全球增長及通脹

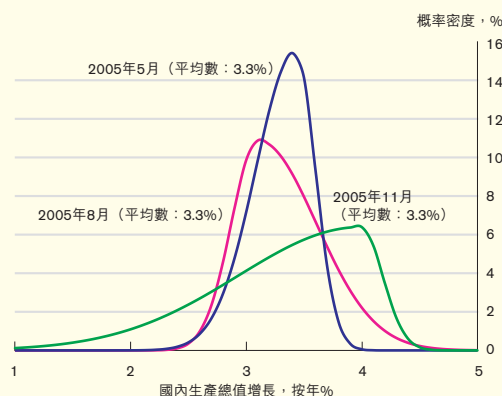
(按年%)	國際貨幣基金組織			世界銀行 ¹		
	2004 預測	2005 預測	2006 預測	2004 預測	2005 預測	2006 預測
全球增長 ²	5.1 (5.1)	4.3 (4.3)	4.3 (4.4)	5.0 (4.9)	4.4 (4.2)	4.3 (4.1)
美國	4.2	3.5	3.3	4.2	3.5	3.5
歐元區	2.0	1.2	1.8	1.7	1.1	1.4
日本	2.7	2.0	2.0	2.6	2.3	1.8
新興亞洲	7.9	7.3	6.9	8.3	7.8	7.6
全球消費物價通脹	3.7	3.9	3.7	不適用	不適用	不適用
七大工業國	2.0	2.1	2.1	1.7	2.2	2.0
新興亞洲	4.0	3.9	4.4	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地區的發展中國家。
2. 全球增長按購買力平價匯率調整後的國內生產總值作加權。至於其他整體數字及國家，基金組織以購買力平價匯率計算，世界銀行則用市場匯率計算。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9月)及世界銀行《2006年全球經濟前景》。

預期全球經濟會保持穩健增長，但由於油價高企及通脹壓力增加，因此會比2004年強勁的增長步伐溫和。國際貨幣基金組織(基金組織)在9月份的《世界經濟展望》中，維持2005年全球經濟增長預測於4.3%的水平，相對2004年的5.1%及過去20年的歷史平均數3.5%。世界銀行則向上修訂2005年的全球經濟增長預測，由之前估計的4.2%向上修訂至4.4%(表4.A)。預期2006年經濟增長步伐比較穩定。基金組織及世界銀行都預測2006年的全球經濟增長為4.3%，與2005年的水平相若。《共識預測》也預計2006年的實質全球生產總值增長率與2005年相若。

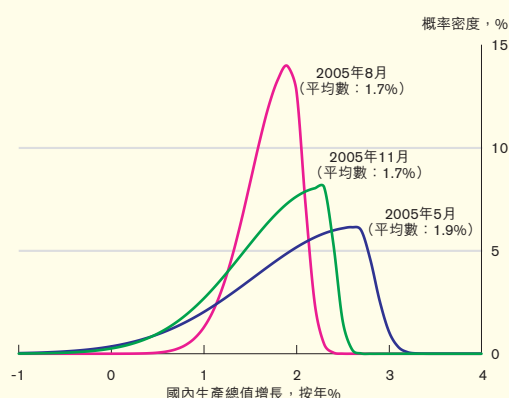
圖 4.1
美國：2006年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

美國方面，利率上升預期會減慢消費及投資的增長速度。基金組織預測今年美國的實質國內生產總值增長會減慢至3.5%，2006年則會進一步減慢至3.3%。《共識預測》對美國在2006年的增長預測的平均數字自今年5月以來一直保持在3.3%的水平，但在最近的調查中，預測增長較平均值高的比例較多(圖4.1)。雖然負債額偏高及利率上升會繼續對家庭的財政預算構成壓力，但近期能源價格下跌令消費者信心在未來季度回升的機會增加。

圖 4.2
歐元區：2006年增長預測概率分布

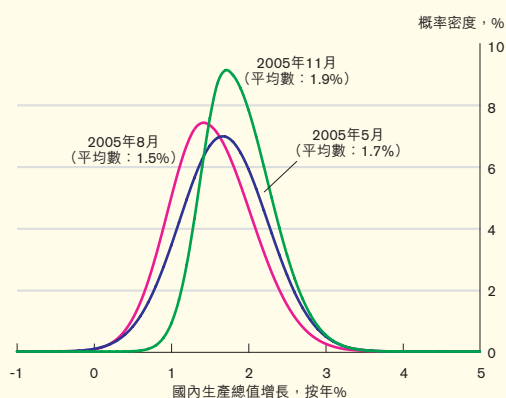


資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

《共識預測》對歐元區在2006年的增長預測的平均數字自今年8月以來一直保持在1.7%的水平，在最近的調查中，預測增長較平均值高的比例稍多（圖4.2）。雖然勞工市場表現疲弱會繼續影響私人消費，但歐元區在第3季錄得較預期佳的增長率，反映近月經濟復甦的動力似乎略為加強。

日本方面，2006年的增長預測的平均數字由8月份的1.5%，向上修訂至1.9%，預測的分布較為集中（圖4.3）。零售貨值仍維持在一定水平，加上勞工市場復甦，以及預期日本持續多年的通縮快將結束，將繼續支持消費開支。企業盈利可觀及營商氣氛改善，預計會為投資增長提供支持。同時中國內地的經濟繼續強勁增長，應有助日本出口。

圖 4.3
日本：2006年增長預測概率分布

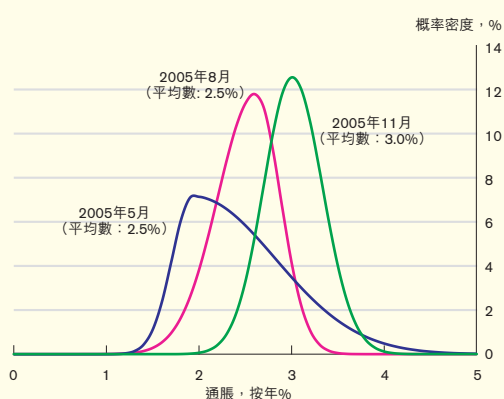


資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

11月份的《共識預測》顯示，中國內地的實質國內生產總值增長在2006年將會放緩至8.4%，低於今年的9.4%。固定資產投資增長預期也會在2006年放慢，由同期的24%下降至18.3%，主要原因是之前的「過熱」行業的生產能力過剩及邊際利潤收縮，以及「瓶頸」行業的短缺情況有所舒緩。同時，出口增長也可能會面對一些向下調整的壓力，原因是人民幣轉強、對歐盟及美國的紡織品出口增長設定上限，以及針對中國出口的其他保護主義措施。至於正面因素，2006至2010年的五年計劃所定的一系列刺激國內需求的政策措施將於明年開始實施，預期會為消費開支提供支持。這些政策措施包括提高個人入息稅豁免額、取消農業稅、提高最低工資、加強社會保障制度，以及增加農村地區的教育及醫療財政開支等。這些措施反映中國內地的政策由以往過度倚重出口及投資，逐步轉移至增加對私人消費及國內需求的倚賴。此一舉措也應有助解決目前全球經濟不平衡的情況。

其他新興亞洲經濟體系方面，基金組織與世界銀行分別預期經濟增長將會由2004年的大約8%，放緩至2005年的7.3%及7.8%，並會於2006年進一步放緩。這部分是因為美國及中國內地的增長預期會放慢，區內的出口增長因而會減少。然而，日本經濟復甦的力度，可能有助緩和區內出口增長放緩的情況，因為對許多亞洲經濟體系來說，日本是重要市場。

圖 4.4
美國：2006年通脹預測概率分布



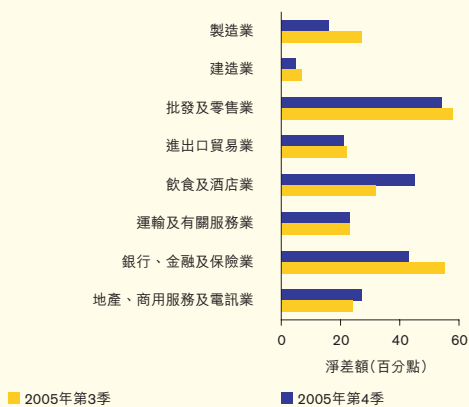
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

基金組織預測全球消費物價通脹會由2004年的3.7%上升至2005年的3.9%，主要反映油價上漲。美國方面，《共識預測》對2006年的消費物價指數通脹預測的平均數字由之前預測的2.5%，向上修訂至3.0%（圖4.4）。然而，與2005年的通脹水平相比，預期2006年通脹率會保持溫和。基金組織預測全球消費物價通脹會在2006年回落至3.7%，《共識預測》則預計通脹在2006年保持平穩。

全球金融市場在2006年的前景相信將會受利率上升及匯率波動所影響。美國聯邦儲備局下一任主席貝南克已表示，會繼續按照格林斯潘所定的方向來制定貨幣政策。期貨價格顯示聯邦基金目標利率將於今年12月上升至4.25厘，並會在2006年第2季進一步升至4.75厘。按10年期美國國庫債券收益率計算的長期利率也在11月底升至4.48厘，是2004年6月以來的最高位。歐元區方面，歐洲中央銀行在下年度收緊貨幣政策的可能性增加。同時，越來越多人猜測若日本的核心消費物價指數通脹上升至高於零的水平，日本央行便會在2006年結束其寬鬆貨幣政策。由於通脹普遍上升，東亞其餘地區的中央銀行預期會在下年度進一步收緊貨幣政策。

由於經濟增長及息差擴闊利好美元，自今年9月以來美元轉強，截至11月止的3個月名義有效匯率上升1.4%。然而，假如市場氣氛逆轉，油價高企及強美元可能會令美國經常帳赤字惡化，增加匯率調整的風險。

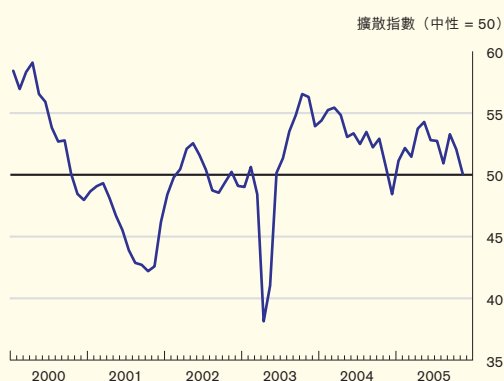
圖 4.5
業務展望統計調查結果：
2005年第3季及第4季的
產出量變動預期



註：「淨差額」指預期「上升」的受訪者百分比減去預期「下降」的受訪者百分比。

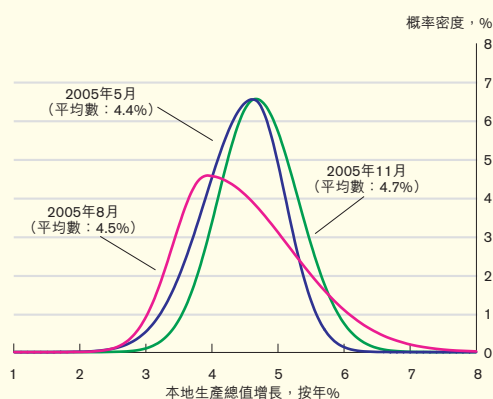
資料來源：政府統計處。

圖 4.6
採購經理指數



資料來源：NTC Research。

圖 4.7
香港：2006年增長預測概率分布



資料來源：職員根據市場普遍意見的估計數字。

4.2 本地前景

香港的短期經濟前景保持良好。根據業務展望按季統計調查，所有經濟行業均預期2005年第4季的業務及產出量上升(圖4.5)。然而，除兩個行業(飲食及酒店業以及地產、商業服務及電訊業)外，其餘的回應機構中，持樂觀看法的機構超過持悲觀看法的機構的比例相比第3季下跌。這反映香港公司對短期業務前景比較審慎。與業務展望按季統計調查的結果一致，採購經理指數也於11月份跌至50.1(圖4.6)。

由於2005年第3季經濟表現堅穩，政府在11月份向上修訂2005年的增長預測，由8月份的4.5%至5.5%上調至7.0%。然而，最新的官方預測顯示第4季的按年增長放緩至6.2%。消費物價通脹方面，政府將其預測由1.5%向下修訂至1.2%。

預期2006年經濟增長會持續，但步伐將會放緩。國際組織及私營機構在2005年11月的預測平均為4.7%(圖4.7)。

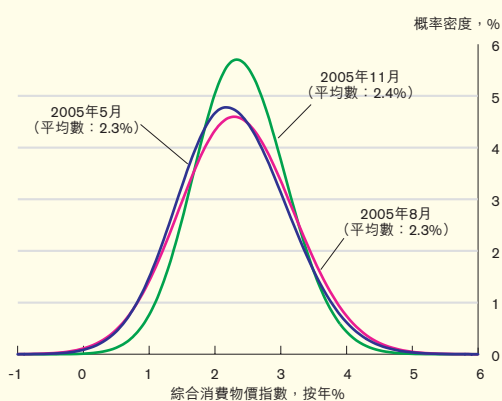
預期增長放緩，主要是因為利率上升及香港的主要貿易夥伴增長減慢。利率上升會令資金成本及還款負擔增加，影響消費者及企業情緒。預期出口增長會因為美國及中國內地增長放緩而減慢。

然而，香港將繼續受到一些正面因素支持。首先，過去3年實質有效匯率貶值提高了貿易競爭力，將支持香港的出口增長。

其次，《更緊密經貿關係的安排》第三階段將於2006年1月1日實施。在第三階段下，內地將會擴闊開放措施的涵蓋範圍，有關內容包括對所有香港產品實施零關稅優惠，以及進一步放寬部分服務提供者進入內地市場的條件。有關措施將有助香港的本地貨品出口以及金融及商業服務出口。

此外，香港迪士尼樂園於2005年9月開幕，以及內地進一步擴大「個人遊」計劃至包括內地更多省市，應支持旅遊有關服務的出口。最後，勞工市場情況改善應能為消費開支提供支持。

圖 4.8
香港：2006年通脹預測概率分布



資料來源：職員根據市場普遍意見的估計數字。

預期2006年通脹溫和上升，最新的市場普遍意見預測消費物價通脹微升至2.4% (圖4.8)。這反映整體需求繼續增長，以及住宅租金增加的影響進一步傳遞至整體消費物價指數。此外，商用物業 (特別是零售店舖) 的租金上升，繼續對公司的經營成本構成上升壓力。油價高企及人民幣升值等外圍因素也可能影響進口價格上漲。

政府最近提出新的巴士票價調整機制，讓專利巴士營辦商根據一系列變量以調整票價，包括通脹率、員工成本、生產力、住戶收入及平均資金成本。有關建議也涉及在實施建議機制時推出多項減低票價措施，將有助遏抑2006年的綜合消費物價指數上升。新的巴士票價調整機制可能會引致日後成本上漲的影響更快及更全面地傳遞至巴士票價，長遠會影響通脹。然而，巴士運輸在綜合消費物價指數中所佔比重只有1.9%，因此對通脹的整體影響應有限。

4.3 不明朗因素及風險

預期香港經濟在2006年繼續增長，但擴張速度可能會放緩。普遍良好的經濟狀況應有利貨幣與金融穩定。然而，增長前景仍會受到多種來自外圍和本地的不明朗因素及風險影響。主要的外圍因素包括油價高企、通脹上升及各主要經濟體系收緊貨幣政策的力度可能比預期大，以及全球貿易失衡。內地經濟的最新發展仍會對香港發揮重要影響，其中美國及歐洲增加針對中國內地出口的保護主義措施，以及人民幣匯率升值的壓力繼續是香港特別關注的環節。本地方面，利率上升及因而對物業市道造成的不利影響，令人關注私人消費增長能否持續。此外，還有禽流感可能變為人傳人而引致流感大爆發的威脅。雖然出現這個情況的可能性偏低，但對經濟的潛在影響卻相當大。

第一，油價仍然是影響全球經濟的主要因素。儘管近月油價略為回軟，但整體來說仍然偏高。過去幾年油價上升對全球經濟增長影響有限，是因為(a)油價上升主要由需求帶動；(b)實質油價仍然遠低於其歷史高位；(c)全球石油密集度大為下降；及(d)對核心通脹以及因而對貨幣政策的影響有限。然而，若油價持續處於高位，或進一步上升，對全球經濟便可能造成較大影響。尤其對核心通脹的影響若加劇，可能會引發主要中央銀行採用更進取的貨幣政策，使收緊幅度較目前預期的大。同時，貿易條件轉壞可能會令早已備受關注的全球貿易不平衡狀況惡化(見下文)。由於部分亞洲新興經濟體系的石油密集度偏高，以及提供能源支出補貼，因此對於油價持續高企特別敏感。尤其能源支出補貼已促使多個經濟體系的財政狀況緊張，並引致外匯市場偶爾面對壓力。

油價變動主要透過其對全球增長、通脹及貨幣狀況的衝擊來影響香港。由於香港經濟以服務業為主，因此普遍認為油價變動對香港的直接影響不大。然而，有跡象顯示近年本地經濟的石油密集度有所上升(專題1)。由於航空及運輸業對燃料的需求上升，因此自2000年以來耗油量急增。若這個趨勢持續，日後油價上升對香港生產成本的影響便會增加。

第二，全球金融狀況大幅收緊所帶來的風險。儘管美國短期利率顯著上升，聯儲局目前收緊金融狀況的周期將於何時完結構成不明朗因素。同時，雖然美國長期國庫券收益率近月已略為上升，但相對經濟增長率及通脹前景仍然偏低。若通脹壓力顯著增加，會引致聯邦基金目標利率的升幅大於目前的預期，並可能會促使美國長期債券收益率急升。日本方面，有越來越多跡象顯示經濟活動持續反彈，有關當局面對的挑戰是避免過早收緊貨幣狀況，否則便會影響經濟復甦的進程，同時也不可拖延，否則可能要採取強烈的措施，引發金融市場急劇調整。

全球金融狀況收緊可能會透過幾個渠道影響香港。在聯繫匯率制度下，香港的利率大體上跟隨美國利率的走勢。利率由現水平大幅上升，會損害資產市場，並透過財富效應繼而影響私人消費及投資。若聯儲局因為通脹壓力而不是增長加快而收緊貨幣政策，美國對本港商品及服務需求的增長便會減慢。若美國利率上升引致美國住屋市場出現急劇調整，影響便會更加顯著。在較直接層面上，若長期利率急升，本港一些投資者（包括持有大量美國及日本證券的銀行）可能會承受嚴重的市價估值虧損。

第三，美國經常帳赤字在2005年繼續上升，顯示全球貿易失衡的情況加劇。短期來說，由於經濟增長及息差走勢利好美國，促使美元資產受私營部門青睞，順利為填補美國的赤字提供所需資金。然而，這些有利的因素也引致美國外債進一步上升，令中期來說因為投資者大幅度調整所選取的資產類別及貨幣所帶來的風險大為增加。這些調整可能會觸發美元急速貶值、美國長期利率急升，以及美國出現經濟衰退。

內地經濟的發展仍是不明朗因素之一。部分評論員對2005年內地消費物價通脹顯著下跌表示關注。然而，包括投資增長回升及廣義貨幣供應量大幅增長在內的各項指標顯示，經濟增長顯著放緩及通縮重臨的風險偏低。另一方面，貿易盈餘繼續增加突顯了內地過度倚賴出口及需要較均衡的增長的問題。內地經濟增長的組成項目出現轉變可能會對香港構成影響。長遠來說，香港應能受惠於一個更均衡及更能持續增長的內地經濟。然而，內地出口在短期內出現急劇調整會損害香港的經濟增長，反映香港作為內地轉口港的角色。

就此而言，有兩方面值得關注，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措施，另一是在7月改革人民幣匯率形成機制後，人民幣匯率繼續面對壓力。雖然中國最近與歐盟及美國簽訂雙邊貿易協議，是減低有關國家之間的貿易摩擦的重大進展，但針對中國出口的保護主義情緒持續。¹⁸ 隨着內地繼續與全球經濟融合，日後仍有可能再出現貿易糾紛，特別是有關內地其他與歐美的製造商直接競爭的輕工業產品。中國內地與其他主要貿易強國之間的糾紛不僅涉及商品貿易，還包括中國內地對知識產權的保護。雖然發生貿易戰的可能性偏低，但由於中國內地在區內貿易方面佔有重要地位，這些主要貿易強國之間的爭拗會影響亞洲區內規模較小的經濟體系，其中包括香港。

儘管近月人民幣匯率的市場壓力有緩和跡象，但政治壓力仍然存在，部分原因是中國內地的貿易盈餘上升。若美元兌其他主要貨幣再度轉弱，資金可能會再次流入中國內地。由於香港與內地的經濟關係密切，因此人民幣匯率變動會透過貿易、進口價格及投資收入的轉變影響香港。截至目前為止，人民幣兌美元轉強對香港的影響有限，原因是人民幣的升值幅度溫和。同時，各項影響也往往互相抵銷。¹⁹

人民幣匯率變動對香港的影響，更重要的可能是透過金融渠道的間接影響。有關人民幣升值的預期，很可能助長了今年較早時資金流入香港及形成寬鬆的貨幣狀況。然而，5月份推出的三項優化聯繫匯率制度運作的措施有助香港的貨幣狀況趨向「正常化」。尤其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。因此，內地有關當局在7月份公布改革人民幣匯率形成機制時，市場的反應並未引致大量資金流入港元。然而，若人民幣大幅升值(雖然可能性很低)，不能排除港元轉強的壓力會增加及香港的貨幣狀況會變得寬鬆。

¹⁸ 繼6月與歐盟簽署協定後，中國於11月與美國達成協議，將會限制中國在未來3年對美國的紡織品及成衣出口的增長。這項協議涉及34類產品，將於2006年1月1日生效。

¹⁹ 這反映香港作為內地轉口港的角色。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。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)。

本地方面，市場關注消費增長在2005年顯著減慢後，增長的勢頭能否持續。本地需求的趨勢增長，往往受到出口收益及來自海外的投資收入變化所帶動。然而，利率及資產價格的變動會對周期性變動造成重大影響。我們的估計顯示，在2003年第3季至2004年第4季期間私人消費反彈，是因為收入大幅增長及物業價格回升，而2005年首3季私人消費增長放緩，則主要是因為利率上升(專題2)。物業價格的變動對經濟前景構成另一項重要的不明朗因素。利率上升令物業市道略為放緩。然而，正如上文提及，聯儲局可能會進一步收緊貨幣狀況。一旦出現這個情況，香港利率相應上調，便可能會對資產價格造成重大影響，繼而影響家庭開支。

最後，雖然爆發禽流感的威脅實現的可能性偏低，但對全球經濟的潛在影響卻相當大。傳染病會透過多個途徑影響經濟，其中最主要的是需求衝擊。由於要控制疫情，國際旅遊及本地消費都會顯著減少。消費者及企業失去信心，會引致本地需求更廣泛收縮。影響的嚴重程度視乎患者數目及衝擊持續的時間。若死亡人數不斷增加，長期的增長潛力便可能會因為人力資源減少而受影響。

雖然目前難以估計影響規模有多大，但2003年爆發非典型肺炎的事件是一個具參考價值的比較基礎。非典型肺炎是暫時性的需求衝擊，主要影響旅遊業及消費有關的經濟活動，並未對製造業及長期資金流向造成重大影響。在2003年第2季至第3季期間，香港、新加坡及台灣的實質本地／國內生產總值下跌4至7個百分點。然而，有關跌幅主要反映遞延消費，隨着對疫情的憂慮消退，經濟大幅反彈。與非典型肺炎比較，有兩個因素顯出禽流感會造成較大的影響。一是這個威脅是全球性的，不僅限於亞洲，人命損失也可能會更多。由於香港倚賴國際貿易，若主要貿易夥伴的經濟增長因而放緩，香港便會受到影響。主要金融市場出現恐慌也會牽連香港。另一是與爆發非典型肺炎之前的情況比較，這次亞洲政府似乎有較好的準備，加上過去兩年美國及大部分亞洲經濟體系都收緊貨幣狀況，因此貨幣管理當局有較大的空間放鬆貨幣政策。

雖然經濟受到上述多項不明朗因素及風險影響，但也有利好因素。油價可能會繼續回落至大為低於目前的水平，尤其若近年部分增幅是由投機性需求造成。隨着日本經濟持續復甦，全球增長會更為均衡，因此也會比目前所預期的更為持久。此外，隨着香港的家庭及私營部門的財政狀況改善，以及零售銀行盈利回復至亞洲金融危機前的水平，過去幾年香港經濟抵禦外來衝擊的能力似乎有所加強。

總括而言，香港及亞洲區經濟與金融狀況仍普遍良好。預期香港經濟在2006年會繼續復甦，但增長步伐會放緩。銀行體系將會繼續受惠於經濟活動的持續回升，尤其銀行資產質素及信貸需求將會受到收入持續增長支持。整體而言，香港貨幣及金融穩定面對的風險依然有限。

