



HONG KONG MONETARY AUTHORITY  
香港金融管理局

# 貨幣與金融穩定情況 半年度報告

2008年6月

## 概論

過去6個月香港經濟增長維持強勁，消費物價通脹上升。面對國際金融市場的波動，港元匯率保持穩定，貨幣市場運作正常。香港銀行資本及流動資金維持充裕。然而，全球經濟前景可能進一步轉差，反映美國需求疲弱及其透過貿易渠道對其他經濟體系的影響，以及政策利率可能需要再收緊以遏抑通脹。不能排除國際金融市場再次出現較預期大的波動的可能性。香港經濟增長可能減慢，但通脹壓力可能持續。市場人士應提高警覺，防範通脹上升及資產價格波動的風險。

香港本地生產總值在第1季按年上升7.1%，主要受到私人消費暢旺帶動。受到公共投資顯著增加支持，投資活動蓬勃。儘管主要工業化經濟體系需求減少，但新興市場需求刺激出口增長強勁。

勞工市場狀況進一步收緊，經季節因素調整的3個月移動平均失業率在第1季降至3.4%。勞工市場轉趨緊張，令勞工收入普遍增加，人均名義薪金在2007年第4季及第3季分別按季上升2.5%及2.1%。由於人均名義薪金升幅較勞工生產力大，單位勞工成本扭轉2002年以來大多數季度下跌的趨勢，在2007年下半年上升。

本地成本壓力及全球食品價格上升，導致基本消費物價通脹上升。在剔除政府一次過寬減措施的影響後，綜合消費物價指數通脹率由2007年第4季的3.5%上升至2008年第1季的4.9%。以香港外向型的經濟模式，主要貿易夥伴通脹壓力上升，將會繼續透過進口價格上升來影響本地消費物價。與此同時，薪金與租金成本上升亦會導致服務收費被調高。

儘管國際金融市場波動，香港外匯及貨幣市場運作正常。港元現匯維持接近兌換範圍中間水平。銀行同業市場運作有序，1月中非定期方式發行短期外匯基金票據大受市場歡迎。隨着息率下調及港元名義有效匯率跟隨美元下跌，本地貨幣狀況轉趨寬鬆。港元定期存款利率自2007年10月以來一直下降，期內人民幣存款則因人民幣升值、港元息率低及股市波動而迅速增加。然而，人民幣存款仍然很少，佔本港總存款不到2%。

本港股市跟隨區內其他市場回落。物業市場方面，借貸成本下降及入息增長較快增加置業負擔能力，促使2007年底至2008年初期間住宅物業價格顯著上升。然而，經濟前景不明朗因素增加，令物業交投量受到過抑。商用物業方面，寫字樓需求維持強勁，反映業務需求上升及優質地段優質寫字樓的供應緊絀。

報告第3章對銀行體系的狀況作出檢討並顯示面對國際金融市場波動，本港銀行表現良好。檢討期內零售銀行繼續錄得穩健盈利，息差改善大致上抵銷了營運支出上升、投資組合撥備增加，以及股市交投轉淡導致非利息收入下降的影響。資本及流動資金維持充裕。在本地經濟基本因素穩健支持下，銀行不包括次按相關證券的資產質素改善。儘管有初步跡象顯示公司貸款信貸風險略為上升，但專題7就銀行陷入困境綜合預警系統的探討顯示，銀行體系維持良好的承受衝擊能力，銀行陷入困境的風險甚低。

第4章分析宏觀經濟及金融前景，並評估主要風險。全球經濟可能進一步轉差，反映美國需求呆滯和其透過貿易渠道對其他經濟體系的影響，以及政策環境可能需要進一步收緊以對抗通脹。亞洲方面，通脹壓力上升似乎較增長放緩更可能對區內發展構成即時威脅。香港方面，經濟增長可能減慢，但通脹壓力持續。最新市場共識中間預測顯示本地生產總值增長會由2007年的6.4%降至2008年的4.7%，整體綜合消費物價指數通脹率會由2007年的2%上升至2008年的4.3%。本港公營及私營環節財政狀況維持穩健，但市場人士必須保持審慎，防範通脹上升及資產價格波動帶來的風險。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局經濟研究部職員編製。

# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

2008年6月

## 目錄

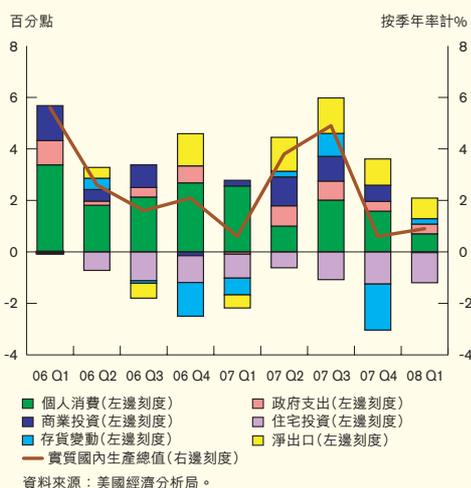
<b>1. 全球及區內環境</b>	<b>5</b>
<b>外圍環境</b>	5
1.1 美國	5
1.2 歐元區及英國	7
1.3 日本	8
1.4 亞洲區其他經濟體系（不包括中國內地）	9
<b>中國內地</b>	14
1.5 產出、對外貿易及通脹	14
1.6 貨幣狀況、資產價格與人民幣匯率	18
1.7 政策回應	24
<b>貨幣及金融狀況</b>	26
1.8 利率	26
1.9 匯率	27
1.10 股票市場	27
<b>2. 本港經濟</b>	<b>28</b>
<b>需求</b>	28
2.1 整體需求	28
2.2 內部需求	28
2.3 對外貿易	30
<b>產出及供應</b>	31
2.4 產出	31
2.5 勞工及生產力	31
<b>物價及工資</b>	34
2.6 勞工成本	34
2.7 商品及進口價格	35
2.8 消費物價	35
<b>資產市場</b>	41
2.9 股票市場	41
2.10 物業市場	42
<b>公共財政</b>	47
2.11 公共財政	47
<b>3. 貨幣及金融環節</b>	<b>51</b>
<b>匯率、利率及貨幣發展</b>	51
3.1 匯率及利率	51
3.2 貨幣基礎及支持比率	53
3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況	53
3.4 資金流向	54
<b>銀行業的表現</b>	55
3.5 盈利及資本額	55
3.6 流動資金及資金來源	60
3.7 利率風險	62
3.8 信貸風險	63
3.9 外匯持倉	74
<b>4. 前景、風險及不明朗因素</b>	<b>76</b>
4.1 全球前景	76
4.2 本地前景	79
4.3 不明朗因素及風險	81
專題 1 亞洲經濟體系食品價格上漲及對貨幣政策的影響	11
專題 2 中國內地銀行外匯風險	22
專題 3 匯率波動對香港內部通脹的影響	37
專題 4 實質負利率及物業價格	44
專題 5 2008 至 09 年度財政預算案對宏觀經濟的影響	49
專題 6 美國次級按揭及公司債務的市場引伸信貸虧損， 及其對零售銀行結構性信貸投資進一步撇帳的啟示	57
專題 7 銀行陷入困境的領先指標模型——為香港設立預警系統	69
詞彙	

# 1. 全球及區內環境

## 外圍環境

受到美國次按危機影響，全球經濟增長正在放緩。美國各項經濟數據均顯示即使其經濟並沒有收縮，亦幾乎沒有增長。歐元區及日本的經濟活動亦出現放緩跡象。儘管外圍環境轉壞，但受到區內及對其他新興市場的出口增長支持，東亞地區的經濟體系繼續表現蓬勃。

**圖 1.1**  
美國：各組成部分對國內生產總值增長的貢獻



### 1.1 美國

美國經濟在上一份報告後顯著放緩。初步估計顯示 2008 年第 1 季的實質國內生產總值增長 0.9%，稍高於 2007 年第 4 季的 0.6%，但大幅低於 2007 年第 3 季的 4.9%。錄得正增長，部分是受到外部需求及存貨累積的支持，兩者對第 1 季國內生產總值增長的貢獻合共為 1 個百分點。內部需求表現疲弱，私人消費增長 1%，為 2001 年以來的最小增幅，固定商業投資繼 2007 年第 4 季增長 6.0% 後下跌 0.3%。住宅建築仍然是拖累經濟增長的主要因素，大幅下跌 25.5%，促使國內生產總值減少 1.2 個百分點（圖 1.1）。<sup>1</sup>

已公布有關第 2 季的月度指標顯示經濟狀況繼續惡化，多項經濟活動持續表現疲弱（表 1.A）。消費開支放緩，反映勞工市場狀況偏軟及資產價格出現調整，4 月份的零售貨值按 3 個月下降 0.4%。會議局的消費者信心指數由 6 個月前的 87.8，大幅降至 5 月份的 57.2。勞工市場亦出現越來越多轉弱的跡象，非農業職位數目在 5 月份連續第 5 個月錄得跌幅，2008 年首 5 個月的失業人數達 324,000 人。由於銷售放緩及訂單減少，其中耐用品訂單在 4 月份按 3 個月下跌 1.1%，因此商業投資應會受壓。雖然 4 月份 ISM 非製造業指數上升至 52.0，但製造業指數則連續第 4 個月低於 50，反映製造業出現收縮。貸款機構亦收緊信貸，聯邦儲備局 4 月份的高級貸款人員調查

**表 1.A**  
美國：經濟活動月度指標

	12月	1月	2月	3月	4月	5月
製造業採購經理指數	48.4	50.7	48.3	48.6	48.6	49.6
非製造業採購經理指數	54.4	41.9	50.8	52.2	50.9	不詳
工業生產（按 3 個月 %）	0.1	0.4	0.1	0.0	-0.7	不詳
耐用品訂單（按 3 個月 %）	-1.3	0.4	1.1	-1.5	-1.1	不詳
核心資本貨品訂單 <sup>1</sup> （按 3 個月 %）	-0.8	1.1	2.8	1.1	0.6	不詳
零售貨值（按 3 個月 %）	1.0	1.0	0.1	0.1	-0.4	不詳
實質個人消費開支 （按 3 個月 %）	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1	不詳
實質除稅後收入 （按 3 個月 %）	0.0	-0.2	0.1	0.4	不詳	不詳
非農業職位就業人數變動 （以千計）	41	-76	-83	-81	-20	不詳
失業率（%）	5.0	4.9	4.8	5.1	5.0	不詳
消費者信心指數						
會議局	90.6	87.3	76.4	65.9	62.8	57.2
就業前景 <sup>2</sup>	0.9	3.2	-1.9	-5.3	-10.8	-11.7
密歇根州大學	75.5	78.4	70.8	69.5	62.6	59.8

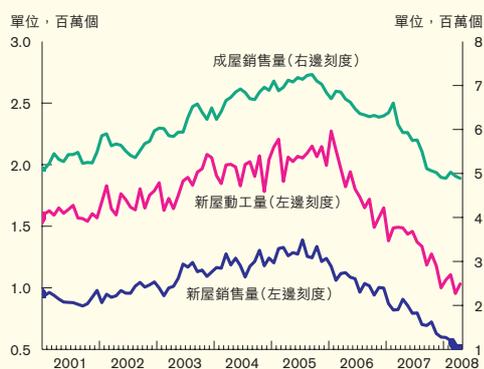
註 1：不包括飛機的非國防資本貨品訂單。

註 2：預期有大量職位空缺的指數減去預期職位難求的指數。

資料來源：彭博。

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

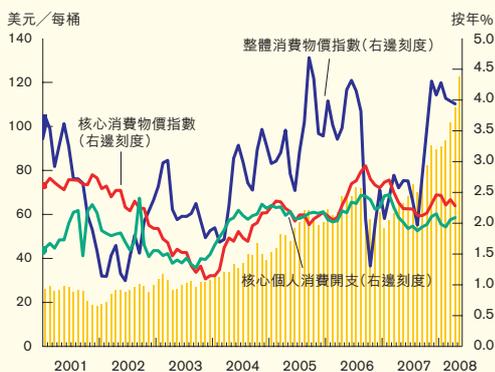
**圖 1.2**  
美國：住屋市場活動指數



顯示收緊信貸標準的情況由住宅及商用物業貸款，擴大至家庭及商業貸款，進一步遏抑消費及投資活動。

住屋市場惡化繼續是拖累經濟下滑的主要因素，近期的發展顯示住屋市場的調整尚未結束。新屋銷售量及新屋動工量均下跌至高位的40% (圖1.2)，而20個美國大城市的住屋價格按年跌幅在3月份加快至14.4%。按目前的銷售速度計，可供出售的房屋存量大約可應付10個月的需求，同時取消贖權率繼續上升，令房屋供應進一步增加。住屋市場持續調整，應會進一步遏抑消費開支及投資增長。

**圖 1.3**  
美國：整體及核心通脹率<sup>1</sup>

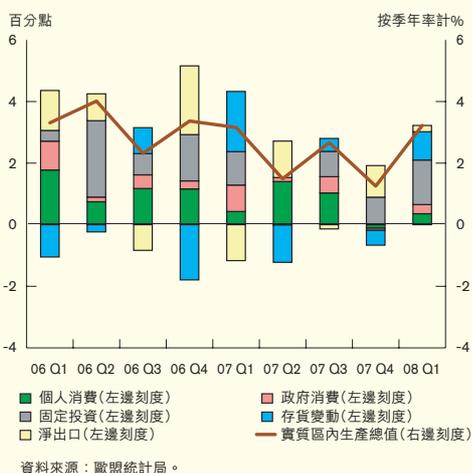


儘管經濟急速放緩，通脹風險仍然偏高，不過4月份出現一些回軟的跡象 (圖1.3)。油價及食品價格上漲，繼續令整體通脹率面對上升壓力，消費物價指數在4月份按年上升3.9%，核心通脹率亦偏高，反映教育及醫療費用持續上升，以及業主等價租金增加，但步伐則較慢。核心消費物價指數通脹率及核心私人消費開支通脹率於4月份分別維持在2.3%及2.1%。預期食品及商品價格持續上升短期內會對通脹構成上升壓力，但由於經濟顯著放緩，相信長遠而言消費物價會回軟。

聯邦市場公開委員會在4月份的會議上將聯邦基金目標利率調低25基點至2.0厘，自2007年9月以來已累計減息325基點。金融市場預期聯儲局會暫停減息，待寬鬆的貨幣環境帶來的影響逐步滲透整個經濟體系。另一方面，美國政府推出1,680億美元的財政刺激方案以抗衡經濟增長面對的風險，有關方案的重點是向家庭退稅及鼓勵商業投資。有關當局正在寄發退稅支票，應有助刺激第2及第3季的消費開支。聯儲局自2007年12月以來 (特別是2008年3月中) 推出的各項增加流動資金措施，在某程度上亦加強了金融市場的信心，有助減輕金融市場發展受挫對實質經濟環節造成的連鎖影響。

## 1.2 歐元區及英國

**圖 1.4**  
歐元區：各組成部分佔區內生產總值增長的貢獻



歐元區的經濟增長在第1季有所反彈，反映歐元區在美國經濟急遽放緩及兩地緊密金融聯繫的環境下，經濟表現仍能保持穩健。實質區內生產總值增長在2008年第1季增長3.2%，2007年第4季則為1.3%，相比2007年第3季的2.7%（圖1.4）。區內生產總值增長受投資環節上升6.6%支持，其中德國的建造業因天氣因素擴張。但私人消費增長依然疲弱，在2007年第4季下跌0.2%後，在2008年第1季僅上升0.6%，反映面對金融市場危機、信貸收緊及能源價格高企，消費者趨於審慎。淨出口繼續保持正數，反映歐元轉強尚未影響到貿易表現。從個別國家看，第1季德國的經濟大幅擴張6.3%，法國經濟亦穩健增長2.6%，但西班牙的經濟增速則只有0.9%，為近8年來最慢。

**表 1.B**  
歐元區：經濟活動調查指標

(指數)	12月	1月	2月	3月	4月	5月
綜合採購經理指數	53.3	51.8	52.8	51.8	51.9	51.1
製造業採購經理指數	52.6	52.8	52.3	52.0	50.7	50.6
服務業採購經理指數	53.1	50.6	52.3	51.6	52.0	50.6
歐洲委員會調查						
經濟景氣	103.4	101.7	100.2	99.6	97.1	97.1
工業信心	1.6	1.1	0.2	0.1	-2.0	-2.2
訂單部分	0.0	-1.0	-2.0	-1.0	-5.0	-5.0
消費者信心	-8.7	-11.5	-12.0	-12.1	-12.4	-14.7
ZEW 經濟景氣	-35.7	-41.7	-41.4	-35.0	-44.8	-43.6
德國 IFO (營商環境)	103.0	103.4	104.1	104.8	102.4	103.5

資料來源：彭博及路透社。

月度經濟數據顯示增長勢頭在第2季放緩。3月份的零售貨值按年下跌1.6%，反映面對燃料及食品價格上漲，消費者越趨審慎。5月份製造業及服務業的採購經理指數均下降至略高於50，顯示有關活動表現淡靜（表1.B）。景氣指標亦顯示經濟活動轉弱，5月份歐洲委員會的經濟景氣指標維持在97.1，是2005年以來的最低水平，5月份ZEW德國經濟景氣指標在負43.6的水平徘徊，相比6個月前的負30.0（圖1.5）。歐洲中央銀行4月份的銀行貸款調查亦顯示銀行逐步收緊企業及家庭信貸標準，表示要爭取經濟增長將更加困難。

**圖 1.5**  
歐元區：經濟景氣指標



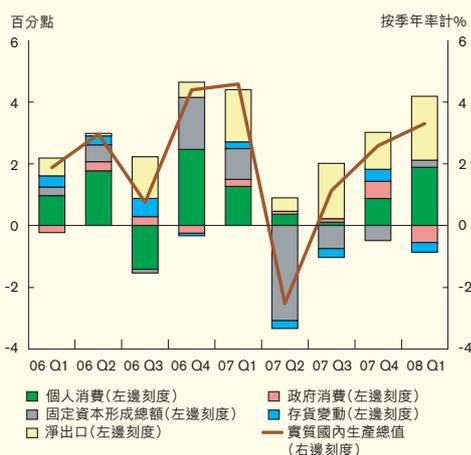
通脹風險依然存在，由於能源及食品價格上升，以及勞工市場狀況堅穩，4月份整體消費物價調和指數通脹率按年計為3.3%，6個月前則為2.6%。然而，核心通脹率由3月份的2.0%降至4月份的1.6%，反映教育及娛樂費用回落。歐洲中央銀行在5月份的會議後表示，通脹率處於高位情況預計會維持一段較長時間。

**圖 1.6**  
英國：實質國內生產總值及利率



英國經濟在第1季增長1.6%，是2005年以來最慢的增速，固定資本形成總額拖慢經濟增長，但消費開支相對仍表現理想（圖1.6）。月度經濟數據顯示增長進一步減慢。由於收緊信貸標準及實質工資增長偏軟，4月份零售貨值按月下跌0.1%。住屋市場表現繼續轉弱，房屋價格在4月份按年下跌1.0%，令消費意欲進一步受壓。服務業及製造業同告放緩，服務業的採購經理指數由6個月前的53.1降至4月份的50.4，同期製造業的採購經理指數亦由54.7降至51.0。然而，自上一份報告以來通脹壓力有所增加，原因是能源及食品價格持續上漲，4月份整體通脹率按年升至3.0%，是2007年3月以來的最高位，核心消費物價指數亦升至1.4%。

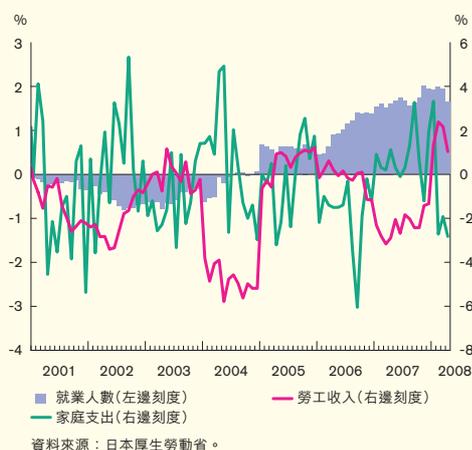
**圖 1.7**  
日本：各組成部分對國內生產總值增長的貢獻



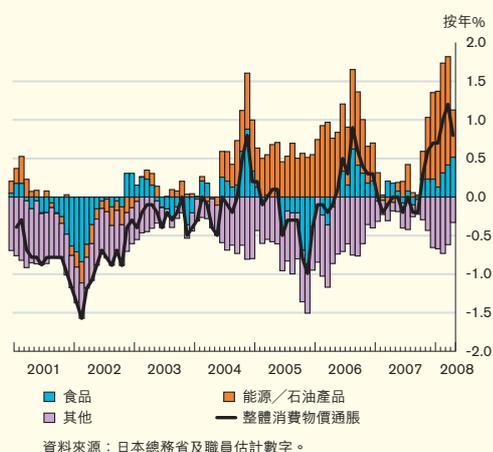
### 1.3 日本

受到對其他亞洲經濟體系及新興市場的淨出口持續上升的支持，日本第1季的實質國內生產總值增長3.3%，超過預期（圖1.7）。然而，近期的經濟數據顯示美國經濟放緩對日本經濟造成的不利影響將會在未來幾個季度更全面反映出來。勞工市場表現仍然疲弱，第1季的失業率維持在3.8%的水平（圖1.8）。由於經濟前景轉差，日本央行下調其對當前經濟狀況的評估，在4月份的月度報告中承認「經濟增長正在放緩」，而不再如過去幾期的報告般表示「經濟溫和擴張」。

**圖 1.8**  
日本：就業人數、勞工收入及家庭支出



**圖 1.9**  
日本：各組成項目對消費物價通脹的貢獻



製造業在第1季回軟。按季比較，工業產量在第1季收縮0.7%，主要是因為汽車及一般機器產量減少。營商氣氛亦反映產量增長表現呆滯。日本銀行的「短觀」調查顯示，主要日本廠商的營商信心在第1季降至2003年12月以來的最低水平，而日本商工中金銀行的小企業調查的信心指數亦於第1季降至2002年3月以來的最低水平。各種規模的企業都不大願意在短期內增加資本開支。

另一方面，第1季的商品出口繼續擴張，按季增長6.8% (以美元計)。對歐洲及其他亞洲經濟體系的出口穩健增長，抵銷了美國需求收縮的影響。

由於食品及能源價格上升，自2007年第4季開始通脹壓力持續增加。整體消費物價指數通脹率在3月份升至按年1.2%的10年高位，不包括新鮮食品在內的消費物價指數亦增加1.2% (圖1.9)。由於通脹壓力上升但經濟增長面對的風險增加，日本央行在其半年展望報告中表示中期會暫停調整息率。

**表 1.C**  
東亞：實質國內生產總值增長

(按季年率計%)	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1
新興工業經濟體系：	3.8	4.7	6.6	9.2	4.0	3.9
韓國	3.4	4.0	7.1	6.0	6.4	2.9
新加坡	9.7	9.2	13.4	5.1	-4.8	14.6
台灣 <sup>1</sup>	3.2	4.9	4.2	15.6	1.8	3.2
東亞經濟體系：	6.4	4.2	6.6	7.7	6.9	3.3
印尼 <sup>1</sup>	8.3	1.4	6.4	10.1	7.3	1.6
馬來西亞 <sup>1</sup>	5.2	4.9	7.0	9.9	7.5	4.3
菲律賓	7.6	8.8	8.8	3.3	5.1	3.0
泰國	3.0	4.7	5.0	6.2	7.2	5.9
東亞：	5.2	4.4	6.6	8.4	5.5	3.6

註1：職員估計數字。  
資料來源：CEIC及職員估計數字。

### 1.4 亞洲區其他經濟體系(不包括中國內地)

東亞其他地區在第1季維持穩健的經濟增長，但步伐略為放緩。區內的實質國內生產總值在第1季增長3.6%，相比2007年第4季為5.5%。<sup>2</sup> 韓國、新加坡及台灣的平均增長率為3.9%，印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國的平均增長率則為3.3% (表1.C)。

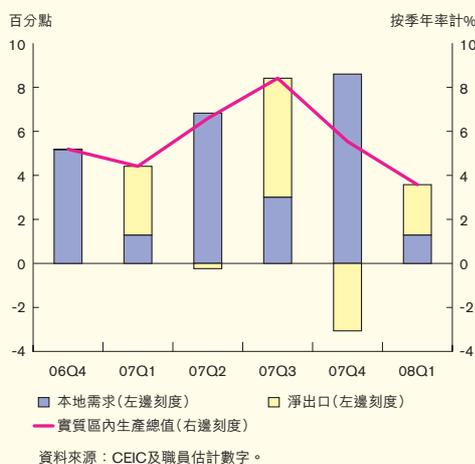
**圖 1.10**  
東亞：出口及美國、歐元區與日本採購經理指數



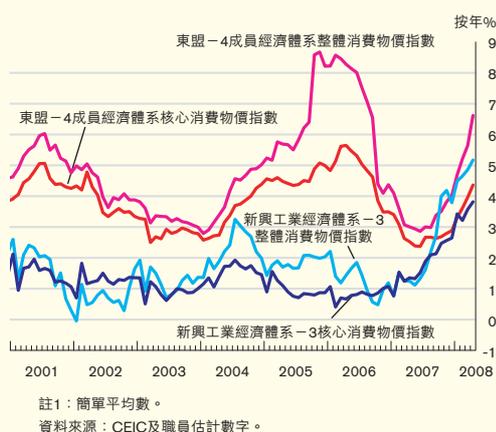
儘管美國的進口需求減少，但東亞其他地區第1季的出口穩健增長 (圖1.10)。區內貿易對亞洲區內的出口商越顯重要。生產表現保持穩健，但擴張速度已由高位回落。生產成本增

<sup>2</sup> 東亞地區的合計實質國內生產總值以有關經濟體系2006年國內生產總值(按購買力平價計值)進行加權調整。

**圖 1.11**  
東亞：各組成部分對區內生產總值增長的貢獻



**圖 1.12**  
東亞：整體及核心消費物價通脹<sup>1</sup>



加及美國經濟放緩的影響令人懷疑區內生產表現能否持續蓬勃。區內需求在對上一季穩健擴張後，在第1季繼續表現強勁（圖1.11）。

食品及能源價格上漲對該區構成越來越大的威脅。4月份韓國、新加坡及台灣按年整體消費物價指數平均通脹率為5.2%，而東盟-4成員經濟體系則升至6.6%（圖1.12）。食品價格上升可能會妨礙經濟增長及影響區內的社會穩定，特別是低收入國家，原因是食品在這些國家的消費籃子佔很大比重。專題1分析該區的食品價格通脹形勢及貨幣政策的影響。

在越南，5月份的食品價格按年上漲42.4%，帶動該月的整體通脹率達到25.2%。同時，經常帳收支出現大額逆差（根據基金組織的估計，2007年逆差達到國內生產總值的9.7%）。外匯市場方面，由於通脹高企及對國際收支可持續性的憂慮，5月下半月的越南盾兌美元不交收遠期匯率反映市場預期該匯率在未來12個月貶值兩至四成。對通脹的憂慮也讓亞洲部分其他貨幣受壓，使有關當局加快收緊政策的步伐。

## 專題 1

### 亞洲經濟體系食品價格上漲及對貨幣政策的影響

全球食品價格在2007年及2008年初顯著上升，多項農產品，如小麥、玉米及較近期的稻米的價格急升。除了有關的社會問題日益受到關注外，食品價格通脹上升亦引發對更廣泛的價格穩定的憂慮。本專題概述亞洲經濟體系的食物價格通脹情況，並提出貨幣政策的決策者在這段全球增長前景極為不明朗的期間所面對的問題。

#### 亞洲經濟體系的食物價格通脹

與全球許多其他地區一樣，亞洲經濟體系在2007年經歷食物價格通脹高企，而且在很多情況下，其對整體通脹率的貢獻更超越非食物價格通脹(表B1.A)。食物價格上升主要反映全球走勢。亞洲經濟體系的食物價格通脹範圍廣泛，各類食物，例如穀物、食用油、蔬菜及肉類的價格都錄得不同幅度的上升，部分反映不同食物的生產在競逐相同來源方面的情況加劇。

一般而言，以及在亞洲經濟體系中，發展中經濟體系的零售食物價格升幅較已發展經濟體系為顯著(表B1.A)。這可能是因為在已發展經濟體系，對加工、包裝、運輸及市場推廣等服務的成本在零售食物價格中佔較大比重。

同時，在相發展中經濟體系，食物的消耗在家庭開支中一般佔較大比重，因此在消費物價指數籃子中亦佔有較大比重。舉例來說，食物(包括外出用膳)分別佔美國及歐盟的消費物價指數籃子的14%及19%，而在許多亞洲經濟體系，有關比例往往超過20%，菲律賓更達50%。同時由於食物價格增速較快，其對許多亞洲經濟體系的整體通脹率的貢獻亦高於工業經濟體系(表B1.A)。

#### 帶動食物價格通脹的因素

多項因素推高農產品價格，其中一項為發展中國家人民的飲食模式出現轉變。受到收入上升刺激，他們轉為偏好肉類及奶類等含動物性蛋白質的食物。由於工業化禽畜生產使用大

**表B1.A**  
2007年區內經濟體系的消費物價指數及食物通脹

	消費物價 指數通脹 (按年%)	食物價格 通脹 (按年%)	消費物價 指數內食 品的權數	(A) 食物對消費物價指數 通脹的貢獻(%) <sup>1</sup>		
				(B) 新鮮 食物(%)	(C) 外出 用膳(%) <sup>2</sup>	
中國	4.8	12.4	0.33	86.4	-	-
香港	2.0	4.3	0.27	56.9	35.3	21.0
印尼	6.4	10.5 <sup>3</sup>	0.35	53.7	44.0	9.7
日本	0.1	0.4 <sup>4</sup>	0.31	216	151.1	64.9
韓國	2.5	2.2	0.27	23.5	13.5	10.0
馬來西亞	2.0	3.1	0.30	45.3	29.5	15.9
菲律賓	2.8	3.3	0.50	58.8	-	-
新加坡	2.1	2.9	0.23	32.7	19.1	13.5
台灣	1.8	2.9	0.26	41.4	29.0	12.3
泰國	2.2	4.1	0.36	65.6	50.2	11.2
美國	2.9	3.9	0.14	19.4	11.8	7.6
歐盟	2.3	3.5	0.19	28.4	-	-
英國	2.3	4.0	0.22	37.6	19.8	17.9

1. A = B + C。

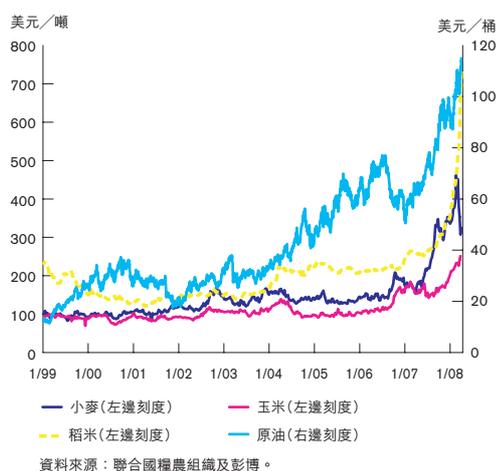
2. 就多個國家使用定義接近「外出用膳」的消費物價指數的細分指數：新加坡是「熟食」、印尼為「已配製食物」及泰國亦為「已配製食物」。

3. 就印尼、美國及英國使用新鮮食物及已配製食物/外出用膳的加權平均通脹率。

4. 食物及外出用膳的加權平均通脹率。

資料來源：彭博、CEIC。

**圖 B1.1**  
能源及農產品價格



量穀物；一些估計顯示與直接食用穀物相比，要透過禽畜產生相同熱量的話，所需的穀物多2至5倍，因此人們增加食用肉類及奶類產品令穀物需求上升，推高相關價格。

另一個需求方因素是過去兩、三年間受到能源價格上漲影響及政府的鼓勵措施支持，生物燃料的生產有所增加。事實上，能源及農產品價格的關係越來越密切(圖B1.1)。現時美國的玉米收成中五分之一用作生產乙醇，隨着農民增加玉米產量，用作耕種小麥及大豆等其他農作物的耕地面積相應減少，造成這些農作物的價格急升。聯合國糧農組織在2007年末預測，假設目前的情況持續，生物能源生產會推高食品價格一成至成半。

同時，澳洲在2006至07年的嚴重旱災、中國在2008年初的大風雪等供應方因素，以及農產品市場的投機活動等亦可能影響食品價格上漲。

### 對整體價格穩定所造成的風險

食品價格通脹透過多個渠道影響一般價格通脹。食品是消費物價指數的組成項目之一，因此直接影響消費物價指數通脹上升。正如較早前提及，與已發展地區比較，在發展中地區，食品價格通脹的直接貢獻較高，一般消費者所感受到的影響亦較大。對許多發展中亞洲經濟體系及新興市場來說，食品價格對整體消費物價通脹的貢獻較能源價格為高。

食品價格通脹在某程度上亦會間接影響非食品價格通脹。例如，食品價格通脹上升會引發較高的工資要求以抵償食品價格上升，因而引致成本推動型通脹。一些研究的初步結果顯示，在相對較落後的經濟體系，非食品通脹對食品價格通脹的反應亦較大。其中一個可能的原因是，在相對較落後的經濟體系的消費籃子中，食品佔的比重較大，因此在成本推動型通脹中，食品元素的影響亦較大。

食品價格通脹亦可能會推高通脹預期，帶動工資及價格的調整，繼而影響非食品價格通脹，對價格造成第二輪影響。此外，人們亦關注由於食品價格通脹顯而易見，並在低收入經

**表B1.B**  
區內經濟體系的通脹目標

	訂立通脹 目標	通脹 目標	消費物價通脹 04/2008 (按年%)
中國	沒有	不適用	8.5%
香港	沒有	不適用	5.4%
印尼	有	5.0±1.0% <sup>1</sup>	10.4% <sup>2</sup>
日本	沒有	不適用	0.9% (不包括新鮮食品) 0.8% (整體)
韓國	有	3.0±0.5%	4.9% <sup>2</sup>
馬來西亞	沒有	不適用	3.0%
菲律賓	有	4.0±1.0% <sup>1</sup>	8.3%
新加坡	沒有	不適用	7.5%
台灣	沒有	不適用	3.9%
泰國	有	0% - 3.5% (核心消費物價指數)	2.8% (核心) <sup>2</sup> ; 7.6% (整體)

1. 2008年數字。

2. 2008年5月份數字。

資料來源：各有關中央銀行官方網站、CEIC。

濟體系的家庭開支中佔較大比重，因此有關經濟體系較容易出現較高的通脹預期。

### 面對食品價格通脹所採取的貨幣政策

大部分亞洲經濟體系的其中一項貨幣政策目標都是物價穩定。部分經濟體系透過設定通脹目標的制度來達致維持物價穩定的目標。然而，過去幾個月受到食品價格通脹急升的影響，許多亞洲經濟體系的通脹率都超出目標範圍的上限(表B1.B)。

要決定貨幣政策有否回應及如何回應食品價格上漲的問題，其中一個主要因素是確定食品價格受到衝擊的持續期限。食品價格通脹一般為時短暫，價格上升通常與惡劣天氣有關。在這些情況下，貨幣管理當局在推行貨幣政策時會較為關注基本通脹率(通常以某項核心通脹率來代表)，以避免產出及就業情況出現不必要的波動。

然而，在目前的情況中，似乎存在一些較為持久或結構性的元素，令食品價格在一段較長時間內保持在高位，甚至繼續上升。儘管在供應方因素中，如乾旱問題可能已有所緩和，但對食品的結構性需求的變化看來仍會持續下去。雖然食品價格上升可能會令供應增加，但由於受到土地供應等因素的限制，供應增加的情況只會緩慢地出現。

食品價格持續上升亦會影響基本通脹率，而此舉可能會迫使當局作出貨幣政策回應。雖然貨幣政策對於食品的相對價格上升影響不大，但在管理通脹預期方面卻能發揮重要作用。對於貨幣政策是在通脹目標制度的框架內運作的經濟體系(如多個亞洲經濟體系)來說，通脹預期可能較易管理。然而，食品價格持續上升可能令有關經濟體系無法將通脹控制在其目標之內，而貨幣政策立場又可能沒有相應作出改變，有關當局有必要公開闡明其決策的理據。對於其他沒有明確貨幣目標的經濟體系來說，決策者可能需要衡量改變通脹預期及日後因而要面對較為不利的通脹與產出情況的風險，以及在全球不明朗因素增加的情況下，它們的經濟可能會過度放緩的風險。

## 中國內地

增長勢頭減弱，但食品及原材料價格急升令通脹全面上升。由於外圍環境惡化，外貿結餘顯著減少。儘管內部需求應會穩步增加，但通脹壓力仍然存在及外部需求減弱，繼續對內地經濟構成挑戰。

**圖 1.13**  
中國內地：實質國內生產總值增長及  
內部需求與淨出口的貢獻

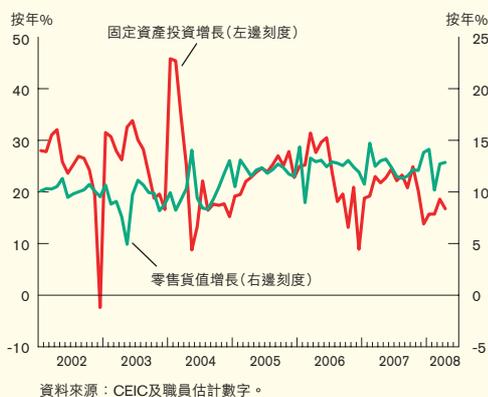


### 1.5 產出、對外貿易及通脹

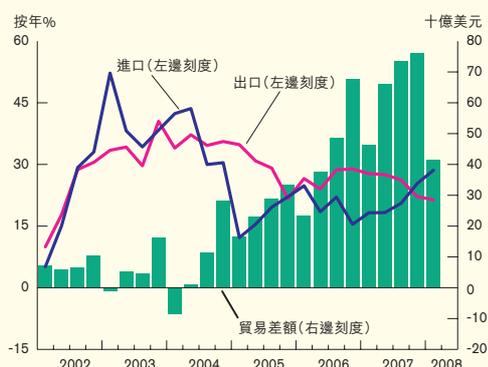
#### 產出增長

實質國內生產總值按年增長繼續回軟，在2008年第1季錄得10.6%，較2007年第4季低0.6個百分點，主要原因是外部需求減弱，過去4個季度淨出口對增長的貢獻持續下降，由2007年第2季的3.8個百分點，降至2008年第1季的負1.8個百分點(圖1.13)。儘管受到農曆新年前後的大風雪影響，內部需求仍穩步上升。由於收入增長穩健，零售貨值在第1季及4月份的按年實質增長均超過12%(圖1.14)。主要受到建造業拖累，固定資產投資的實質增長較上一季按年下跌超過兩個百分點。2007年下半年開始收緊對信貸擴張的管控，以及企業盈利下降，可能帶動了投資活動降溫。

**圖 1.14**  
中國內地：固定資產投資及零售貨值的  
實質增長



**圖 1.15**  
中國內地：對外貿易



資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.16**  
中國內地：對各地區的出口增長



資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.17**  
中國內地：進口增長



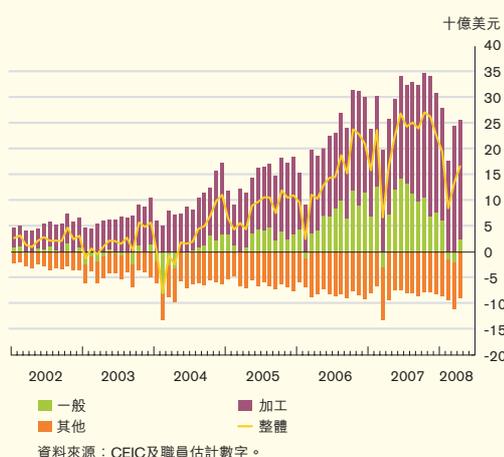
資料來源：CEIC及職員估計數字。

## 對外貿易

出口的按年增長在2008年第1季繼續下跌至21.4%，是7個季度以來的最低位（圖1.15），其中對歐美地區的出口更比上一季大幅減少約4個百分點（圖1.16）。美國經濟放緩及人民幣兌美元匯價加速升值，是中國出口受壓的主因。儘管美國市場的相對重要性有所下降，但美國經濟進一步放緩可能會對內地出口造成更多的不利影響。我們的估計結果顯示，過去4年美國消費增長與其自中國進口的相關系數高達0.70。另外，隨着美國經濟放緩，美國及歐元區之間的經濟周期顯著趨同也會進一步遏抑中國的出口。

相反，進口增長持續上升，在2008年第1季錄得按年升幅28.6%，是13個季度以來的高位，較2007年第4季高出3個百分點以上。從圖1.17可見，進口持續增長主要是因為初級產品進口（特別是未加工材料及礦物燃料）急速擴張，部分反映了油價及原材料價格大幅上漲。出口與進口差距收窄，令季度外貿結餘由上一季760多億美元的歷史高位，顯著減少至2008年第1季的不足420億美元。此外，加工貿易環節繼續成

**圖 1.18**  
中國內地：按貿易類別劃分的貿易差額

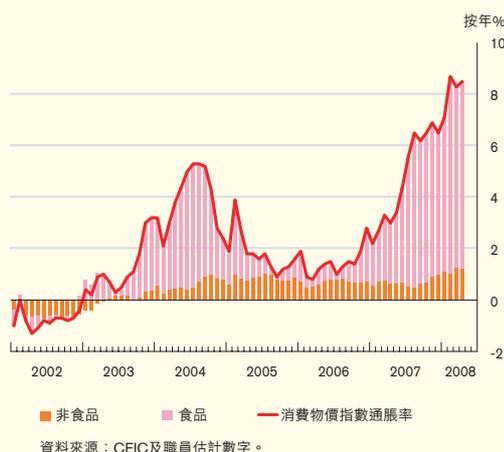


為貿易順差的主要貢獻項目，而一般貿易順差自2007年中以來一直下跌，在2008年2至3月更出現赤字（圖1.18）。鑑於外圍環境持續轉差及內地出口商面對成本上升的壓力，相信外貿結餘會繼續穩定下來。

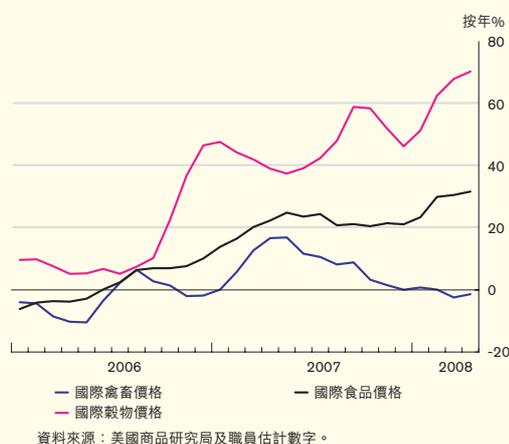
### 通脹

整體消費物價指數通脹率在2008年第1季加速上升，按年達8%（圖1.19），較對上一季高出1.3個百分點，並於4月達到8.5%。食品價格（尤其家禽產品、豬肉及新鮮蔬菜的價格）仍然是帶動通脹上升的主要因素，而農曆新年前後的大風雪使情況更加惡化。儘管內地近期食品價格上漲的情況在某程度上與全球市場走勢同步，但有跡象顯示中國的食品價格上升主要是由內部因素引致。全球食品價格通脹主要是由穀物價格上升帶動（圖1.20），而內地食品價格上漲基本上是由禽畜

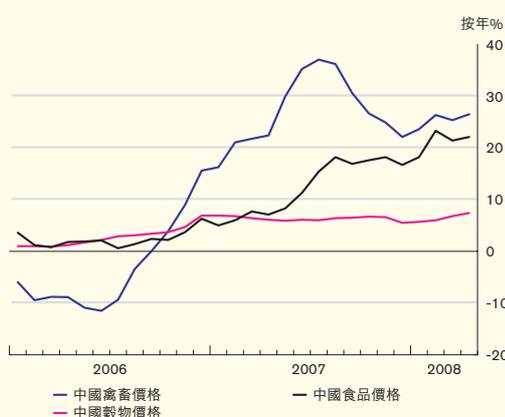
**圖 1.19**  
中國內地：各組成部分對消費物價通脹的貢獻



**圖 1.20**  
中國內地：全球食品價格通脹



**圖 1.21**  
中國內地：國內食品價格通脹

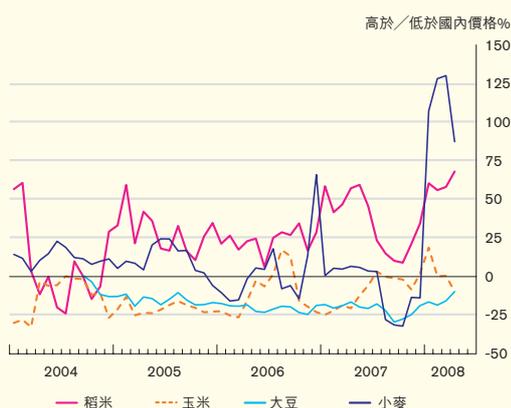


資料來源：CEIC及職員估計數字。

價格通脹所致(圖1.21)。另外，並沒有確實的證據顯示全球穀物價格上漲是引發內地穀物通脹上升的重要因素。正如圖1.22所示，內地的玉米及大豆價格總體上都高於全球市場的價格，而即使小麥及稻米價格的確是低於全球市場價格，但近年這兩類穀物在中國的穀類產品進口總額中所佔的比重不大(圖1.23)。

非食品價格通脹在一段相當長的時間內保持溫和，但在2008年第1季上升，令人憂慮食品價格上漲的影響開始擴散至其他物品的價格。主要受到原材料價格上升影響，生產物價指數通脹率繼續上升，按年升至超過8.0%的近期高位

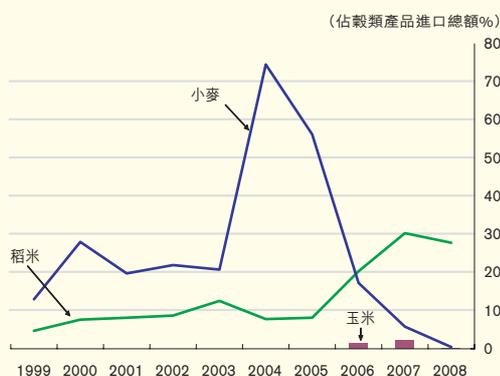
**圖 1.22**  
中國內地：主要穀物的國內及全球食品價格差距



註：價格差距是以全球價格偏離國內價格的百分比計算。

資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.23**  
中國內地：主要穀物進口



資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.24**  
中國內地：其他物價指數



**圖 1.25**  
中國內地：廣義貨幣M2及金融機構貸款的增長



**圖 1.26**  
中國內地：資金流入



(圖1.24)。與此同時，企業商品價格的按年通脹於2008年4月亦達到10.3%，是1995年10月以來的最高位。為穩定通脹預期，以及緩和上游價格上升的趨勢會加劇消費品通脹的憂慮，有關當局推出了多項緊縮措施，包括控制油類、能源、公用設施及主要食品的價格。展望未來，由於勞工成本上升及全球初級產品價格居高不下，短期內通脹壓力應不會顯著緩和。

## 1.6 貨幣狀況、資產價格與人民幣匯率

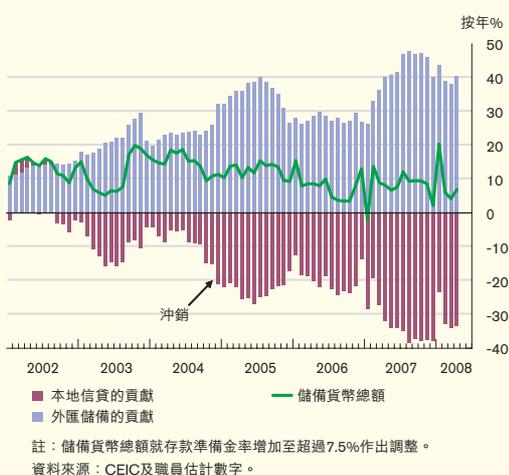
### 貨幣狀況

廣義貨幣M2在2008年第1季增加，但速度有所放緩。第1季度M2的年增長率達16.3%，接近人行設定的目標16%，以及略為低於2007年的按年增幅16.7% (圖1.25)。同期金融機構貸款的按年增長率亦下跌，第1季的信貸增長為14.8%，高於目標增長率12.9%<sup>3</sup>，但低於2007的平均增長率16.1%。

3月底外匯儲備增加到16,820億美元，2008年第1季淨增加1,540億美元。外匯儲備的增加主要來自證券投資淨流入，而證券投資淨流入是以外匯儲備的增加及貿易結餘和境外直接投資的變動之間的差額來計算的。這些資金流量常常被定性為「熱錢」，但它們也可能反映境外資產利息收入、非美元外匯儲備資產的估值收益，亦可能包括美國國庫票據及債券按市價計算的收益。這些項目有可能相當可觀(圖1.26)。

<sup>3</sup> 有關2007年的目標貸款按年增長率為職員估計數字，尚未有2008年的貸款增長目標。

**圖 1.27**  
中國內地：各組成部分對儲備貨幣增長的貢獻



隨着外匯儲備持續增加，人行在2008年第1季繼續透過發行中央銀行票據及提高存款準備金率來沖銷資金流入的影響。自2007年下半年以來，存款準備金率已大為調高（2008年5月為16.5%）。<sup>4</sup> 就商業銀行的存款準備金率增加作出調整後，第1季儲備貨幣增長平均在10%左右波動（圖1.27）。

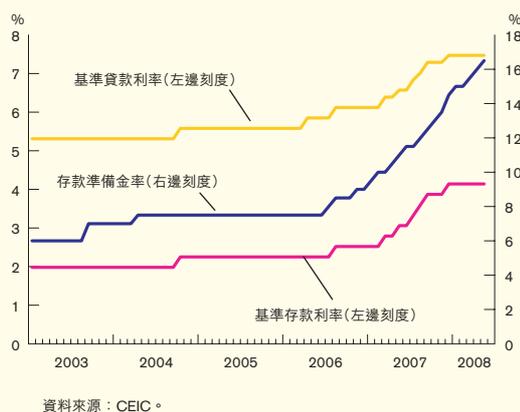
除持續進行沖銷外，人行在2008年第1季並未收緊貨幣政策。存款及貸款利率仍然與2007年12月的水平相同，分別為每年4.14厘及7.47厘（圖1.28）。7日期的銀行同業回購利率在2008年第1季略為下降，平均為3%，低於2007年第3季的3.4%及第4季的3.8%。

### 資產價格

上海股市大跌，波幅更大於因美國次按危機引發的全球信貸緊縮而受到不利影響的環球股市。與2007年底收市時比較，上海證交所綜合指數於2008年第1季下跌了1,789點。2008年4月的每日平均市盈率為42，與2007年第1季相若，但低於2007年第3季及第4季的水平（分別為57.8及60.9）。

股票成交額自2007年中以來持續下跌。內地在2007年5月調高股票交易印花稅（由0.1%調高至0.3%），似乎對2007年至2008年第1季期間的股票成交額造成負面影響。財政部於2008年4月修訂其政策，將印花稅調低至原來的0.1%；此舉似乎對市場發揮刺激作用，股票成交額有所增加（圖1.29）。

**圖 1.28**  
中國內地：存款準備金率及基準利率

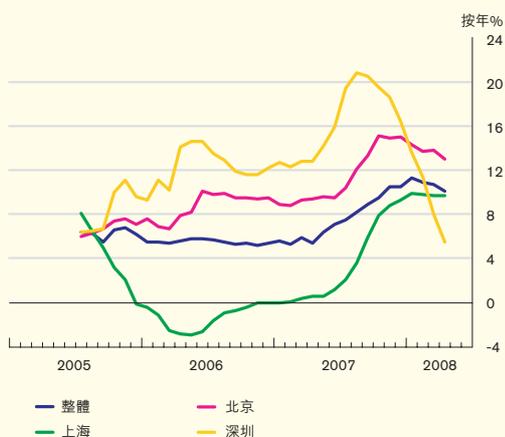


**圖 1.29**  
中國內地：上海證交所綜合指數及成交額



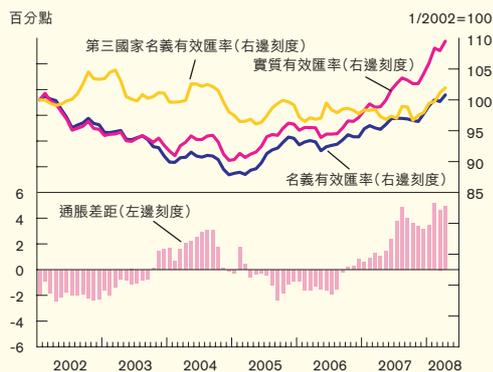
<sup>4</sup> 不能視調高存款準備金率就必然意味着銀行體系流動性淨回收。以2007年末的情況為例，調整存款準備金率經常被用作代替發行中央銀行票據。見 He, D. and L. Pauwels (2008), 「是甚麼原因促使中國人民銀行改變其貨幣政策立場？從離散選擇模型得出的證據」(英文版本), 《金管局工作論文》, 編號06/2008。

**圖 1.30**  
中國內地：主要城市的房屋價格



資料來源：CEIC。

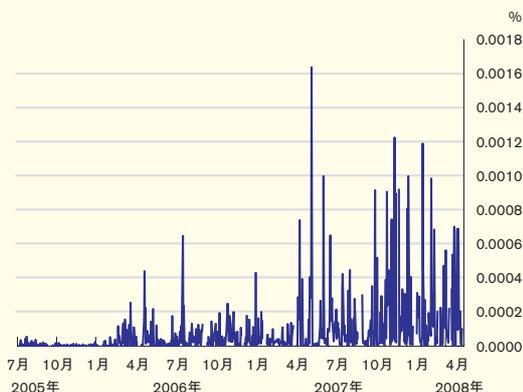
**圖 1.31**  
中國內地：實質有效匯率、名義有效匯率及內地與其貿易夥伴的通脹差距



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

資料來源：CEIC及職員估計數字。

**圖 1.32**  
中國內地：人民幣波動



資料來源：彭博及職員估計數字。

在2007年第4季至2008年第1季期間，中國主要城市的房屋價格按年升幅保持在約10%的水平，是過去3年來錄得的最高位。然而，深圳的按年房屋價格通脹大幅下跌，由2007年8月的20%跌至2008年4月的5.5%（圖1.30）。這是因為內地當局推出多項政策措施以遏抑物業市場的投機活動，例如提高住戶購買第二間房屋時的首期款額要求。有關政策有效緩和了深圳物業市場過熱的情況。

### 人民幣匯率

由2008年1月初至3月底，人民幣兌美元現貨匯率急升約4%。儘管有關升勢在4、5月間有所減慢，但人民幣的實質匯率升值步伐有所加快。由2008年初至4月底，名義有效匯率上升1.7%（圖1.31）。<sup>5</sup>此外，人民幣第三國家名義有效匯率在2007年大致保持穩定，並錄得0.4%的輕微跌幅後，在2008年1至4月間急速升值2.5%，表示人民幣相對於那些對美國、歐盟及日本出口的競爭國的貨幣升值。第二，實質有效匯率亦大幅增加3.2%，反映中國的通脹升幅較其主要貿易夥伴為高。

在2007年末至2008年第1季，特別是2007年12月至2008年2月期間，人民幣兌美元的中間平價一直大幅波動（圖1.32）。最近人民幣升值速度減慢，似乎並未對這個波動情況有所影響，但與2008年首3個月比較，波幅已略為收窄。<sup>6</sup>

<sup>5</sup> 名義有效匯率的貨幣權重是按中國對以下國家的出口在中國出口總額中所佔份額計算（2008年權重）：歐盟（歐元=0.16），美國（美元=0.25），日本（日圓=0.12），英國（英鎊=0.04），韓國（韓圓=0.08），台灣（新台幣=0.03），新加坡（新加坡元=0.03），香港（港元=0.30）。

<sup>6</sup> 自2005年7月人民幣匯率形成機制改革以來，中國政府不斷面對外來政治壓力，要求其加快人民幣的升值速度。金管局最近發表的一份工作論文發現外來壓力似乎並未對人民幣升值速度造成任何系統性影響，但卻似乎對人民幣匯率的每日變動的不明朗情況造成影響。有關詳情見Liu, Pauwels and Chan, 「外來政治壓力對人民幣匯率的影響」（英文版本），《金管局工作論文》，編號05/2008。

**圖 1.33**  
中國內地：人民幣現貨匯率及預期升值



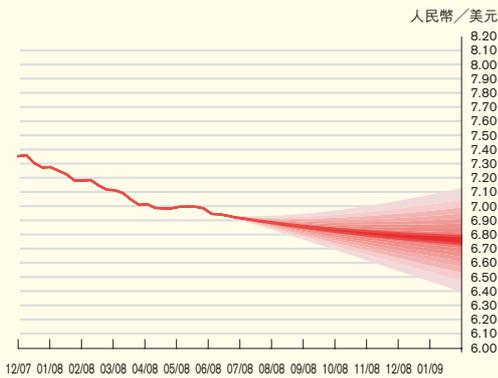
註：人民幣的預期升值幅度是以現貨匯率與遠期不交收合約匯率之間的百分比差距來計算。

資料來源：彭博及職員估計數字。

於2008年5月底，1年期不交收遠期合約所反映人民幣兌美元的升值幅度由2008年第1季末10%的高位，降至約6.1% (圖1.33)。如扇形圖的置信區間所示，保守預測顯示人民幣兌美元在2008年會升值7.1%，樂觀預期則為12% (圖1.34)。

人民幣匯率的變動可能是中國銀行體系承所受風險的一個重要來源。專題2採用經濟計量模型及2005年7月至2008年2月底期間14間上市中國內地銀行的每日股價，探討內地銀行外匯風險。結果顯示人民幣升值可能對內地銀行，特別是大型銀行的表現以至股價造成負面影響。

**圖 1.34**  
中國內地：預測匯率的扇形圖



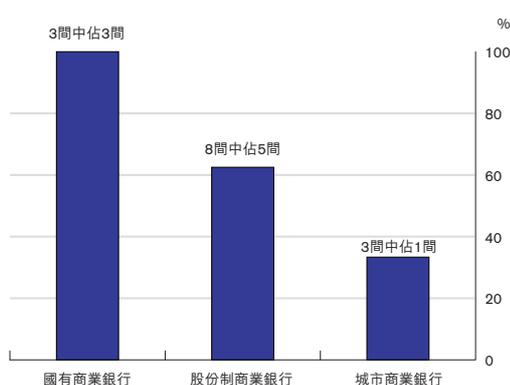
註：預測是運用  $y_t = \phi_0 + \sum_{l=1}^4 \phi_l y_{t-l} + \varepsilon_t$  公式進行，其中包含匯率的4個滯後數值，以反映有關的動態關係。

資料來源：彭博及職員估計數字。

## 專題 2 中國內地銀行外匯風險

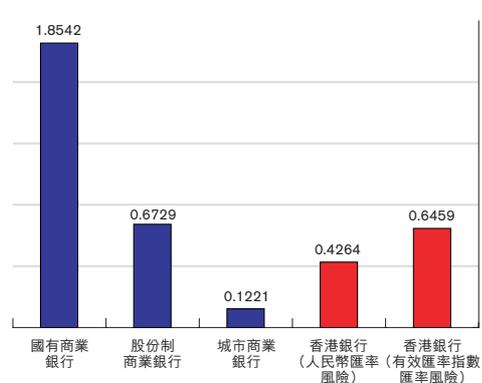
匯率變動可能是銀行風險的一個重要來源。因此，監管機構對如何量度銀行所承受的外匯風險一直非常關注。本專題簡述利用資本市場計算法<sup>7</sup>及2005年7月21日至2008年2月底期間14間上市中國內地銀行的每日股價，以探討內地銀行整體外匯風險的研究結果。整體外匯風險包括由銀行非對沖外幣資產與負債引起的直接風險，以及因匯率變動對銀行客戶信貸風險及現金流量的影響所引致的間接風險。<sup>8</sup>主要結果如下：

**圖 B2.1**  
擁有非零外匯風險的中國內地銀行比例



資料來源：職員估計數字。

**圖 B2.2**  
中國內地銀行及香港銀行的平均外匯風險幅度



註：(a) 以各銀行組別的銀行估計外匯風險絕對值的簡單平均數計算。數值1.85代表人民幣每升值1%便會令銀行股價平均變動1.85%。  
(b) 香港銀行的平均人民幣風險，以人民幣兌美元匯率估計。  
(c) 香港銀行平均的整體外匯風險，以名義港元有效匯率指數估計。

資料來源：職員估計數字。

(1) 內地各銀行的外匯風險並不一樣，大型銀行（國有商業銀行及股份制商業銀行）較小型銀行（城市商業銀行）趨向有較顯著的外匯風險，不論該風險是屬於正數或負數（圖B2.1）。此外，從大型銀行的匯率風險變數估計系數的絕對值可見，人民幣匯率變化（不論升值或貶值）對大型銀行股價所造成的波動較大（圖B2.2）。這部分可能是由於大型銀行的外匯業務及交易持倉量較大所致。由於大型銀行亦可能與規模較大的國際企業有較多的業務往來，而後者的競爭力及盈利均對匯率變動較為敏感，大型銀行可能透過人民幣匯率變動對其客戶的影響這個渠道從而承擔明顯的外匯風險。

(2) 儘管大型內地銀行參與國際銀行業務的程度普遍較香港的銀行為低，但前者的平均外匯風險卻較後者大（圖B2.2）。這可能反映內地缺乏可供銀行對沖外匯風險的金融工具，或其對管理外匯風險的經驗較淺。

<sup>7</sup> 採用此經濟計量法的實證研究通常以銀行的額外股本回報來對不同風險因素進行迴歸分析，各種風險因素包括市場組合額外回報率、無風險利率的變動幅度及匯率的變動幅度。而一間銀行的整體外匯風險幅度以匯率變數估計系數的數值及其統計顯著性來衡量。

<sup>8</sup> 詳情參閱 Wong et al. (2008)「中國內地銀行外匯風險」(英文版本)，《金管局工作論文》，即將出版。

- (3) 較多大型內地銀行持有負外匯風險，顯示人民幣升值會令其股價下跌。具體上，我們發現人民幣每升值1%，便會令大型銀行以平均計的額外股本回報減少，其中國有商業銀行減少1.27%，而股份制商業銀行會減少0.41%；但小型銀行（城市商業銀行）的額外股本回報則可能增加0.12%。由於大型銀行佔中國銀行體系資產的主要部分<sup>9</sup>，這顯示人民幣升值可能會影響中國銀行體系的表現。

實證研究結果顯示，人民幣升值可能對內地銀行表現以至股價造成負面影響，其中大型銀行所受的影響較為明顯。此外，由於股價下跌一般反映違約風險上升，因此，應該密切監測不同的人民幣升值情況對內地銀行違約風險所可能發生的影響。

<sup>9</sup> 根據中國人民銀行（2007），《中國金融年鑒2007》，於2006年底國有商業銀行、股份制商業銀行及整個銀行體系的資產總值分別為242,360億元人民幣、54,450億元人民幣及439,500億元人民幣。

## 1.7 政策回應

內地當局面對的主要宏觀政策挑戰是控制通脹預期，並同時防範外部需求減弱及資產價格波動所帶來的風險。高層官員完全明白這些挑戰，並曾表示對內地經濟來說，2008年可能是最嚴峻的年度之一。儘管政府當局2007年下半年關注的重點仍是經濟過熱的風險，但在2008年第1季政策重點出現了微妙的變化，並日益關注全球信貸危機對中國經濟帶來的潛在影響。隨着美國政府採取大規模的政策措施，令外圍環境在某程度上似乎回復正常，內地未來的宏觀政策措施首要解決的問題仍然是通脹。

報告期內，中國政府為遏抑貨幣及信貸增長，繼續廣泛進行量化控制(包括發行央行票據、存款準備金率及對信貸的窗口指導等)。今年以來人行已調高存款準備金率4次，於2008年5月20日達到16.5%。已發行中央銀行票據淨額在第1季增加5,000億元人民幣。儘管政府採取了這些政策舉措，銀行同業拆息仍大致保持平穩。不過，廣義的貨幣總額及信貸的增長速度減慢了。自人行對上一次於2007年12月20日加息後，並未進一步調高息率。由於消費物價通脹保持在高位，因此仍有需要調高基準存款及貸款利率，以防實質利率長期處於負數水平，但對熱錢流入的憂慮卻令加息的空間受到限制。雖然對於人民幣繼續升值是嘗試遏止外匯流入的必要因素這一點似乎已有共識，但有關循序漸進的升值還是一次性升值會更為有效的爭論尚在持續。

國家發展和改革委員會大概是因為憂慮對肉類及其他食品的強烈季節性需求，會引致在接近農曆新年前的一段時間通脹壓力持續，因而在2008年1月推出了一系列控制價格措施。政府對運用行政手段來控制價格所持的理據是通脹主要仍屬於局部性質，單靠貨幣政策難以收效，並表示價格管制只是「暫時性措施」。行政干預不會為食品生產商提供恰當的激勵，因此亦不可能期望有關措施能夠從根本紓緩食品價格的上升壓力。

在3月中舉行的全國人民代表大會上，財政部發表2007年財政狀況及2008年預算草案的報告。報告反映財政方面的3個主要趨勢會持續，即加強財政狀況、「審慎」的財政政策及關注社會民生問題。2007年錄得自1986年以來的首次財政盈餘，為1,739億元人民幣，是國內生產總值的0.7%。這個顯著的改善是因為收入的按年升幅達破紀錄的32.4%，遠高於開支的增幅22.6%。其中企業稅收更較2006年增長37.9%，對總收入增長貢獻約達五分之一，而印花稅亦增長4倍。2007年錄得大額財政盈餘，顯示財政政策對2007年的經濟產生收縮作用，基本財政赤字跌幅相當於國內生產總值的1.1%。2008年的預算案預計會有2,300億元人民幣的赤字，約為國內生產總值的0.8%。與2007年的預算案相比，這大致屬於中性，並與政府表示會維持「審慎」的政策立場的聲明一致。

另一項主要政策考慮是資產價格波動。A股市場是2008年第1季全球表現最差的市場之一。全球金融市場動盪持續、股票供應增加的不明朗因素，以及投資者對政府沒有推出救市措施感到失望等因素，令市場情緒保持脆弱。中國證監會在4月20日公布一項新規例，增加上市公司在限售期屆滿時立即出售內部人股份的難度。新規例也許能短暫刺激投資者的投資意欲，但長遠而言是否足以帶動A股市場復甦則尚未能確定，因為對市場來說，這些總值約30,000億元人民幣的內部人股份形成的過剩供應仍然是一項不明朗因素。此外，為了穩定市場信心，財政部在4月23日將證券交易印花稅由0.3%調低至原來的0.1%。

## 貨幣及金融狀況

美國次級按揭市場問題的影響擴散至更廣泛的信貸市場，對金融穩定構成重大威脅。儘管主要中央銀行果斷的行動在很大程度上恢復了金融穩定，但要在經濟增長面對的風險及通脹構成越來越大的威脅兩者間取得平衡，會變得困難重重。

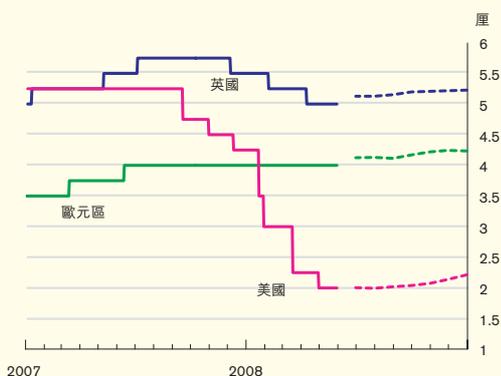
### 1.8 利率

**圖 1.35**  
美元倫敦銀行同業拆息與美國國庫券  
收益率及隔夜指數掉期的差距



資料來源：彭博。

**圖 1.36**  
美國、歐元區及英國政策利率



註：虛線部分是按2008年6月30日期貨合約價格引伸的走勢（歐元區及英國利率走勢是根據3個月期貨價格轉變引伸而來）。  
資料來源：各中央銀行及彭博。

過去6個月全球金融市場仍然極為不穩定。美國次按危機的影響在2008年第1季加深，對信貸市場的影響加劇，造成的衝擊較去年夏季更為廣泛及嚴峻。從倫敦銀行同業拆息與同期美國國庫券收益率及隔夜指數掉期的差距擴大可見，資金需求的壓力非常巨大（圖1.35）。美國聯儲局作出回應，在報告期內分別大幅調低聯邦基金目標利率及貼現率250及275基點，至2厘及2.25厘（圖1.36）。此外，聯儲局亦採取非常措施以改善流動資金狀況，向銀行提供大額有期資金、接受流動性較低的資產為抵押品，以及透過其一級交易商向市場提供流動資金。整體而言，從倫敦銀行同業拆息的息差收窄中可見，聯儲局在紓緩信貸市場壓力方面尚算成功。英倫銀行亦採取與聯儲局相若的行動，期內減息合共75基點，並設立特別流動資金計劃，容許合資格金融機構以優質低流動性資產換取英國國庫票據。然而，歐洲中央銀行並無調整政策利率，表示其主要的政策憂慮是通脹。

圖 1.37  
美國國庫券收益率



資料來源：美國聯邦儲備局。

圖 1.38  
美元雙邊匯率



資料來源：彭博。

圖 1.39  
全球股市指數



資料來源：彭博。

債券市場方面，由於投資者的避險意欲增加，因此美國國庫券繼續成為投資者首選的資金避難所(圖1.37)。全球市場波幅加劇及對全球經濟前景的憂慮促使美國國庫券，特別是短期國庫券的收益率下降。與此同時，雖然經濟表現疲弱，但通脹預期並未減退，這使長期國庫券以及已陡峭的收益曲線備受重大壓力。自上一份報告以來，1年期及10年期美國國庫券收益率分別下跌104及9基點。

## 1.9 匯率

由於市場對美國經濟衰退的預期上升及聯儲局大為放寬貨幣政策，因此美元繼續面對重大壓力，並於4月兌歐元(因歐洲中央銀行的「鷹派」立場而使歐元受到強大支持)跌至紀錄低位。美元疲弱在某程度上推高了商品價格，因而限制了聯儲局運用貨幣政策的空間。與此同時，隨着金融市場經過3月份的波動後開始回復平靜，美元兌日圓反彈(據報是因為投資者恢復進行套息交易)。由於有越來越多跡象顯示聯儲局可能快將停止寬鬆的貨幣政策，美元兌歐元亦轉強。自上一份報告以來，美元兌歐元及日圓分別貶值6.3%及5.1%(圖1.38)。

## 1.10 股票市場

由於金融業的不利消息繼續對市場構成壓力，全球股市在2008年初面對艱難的處境。債券保險業可能被降低評級的威脅、金融機構的次按相關撇帳持續增加，以及貝爾斯登(Bear Stearns)幾乎倒閉等情況驅使投資者放棄股票，轉投低風險資產。投資者憂慮美國經濟衰退，進一步削弱他們的投資意欲。自3月以來，中央銀行採取措施解決資金市場的流動資金短缺問題，以及部分大企業的首季盈利較預期為佳，略為舒緩了投資者的憂慮。這再加上最近公布的經濟數據相對較為理想，令股市得到支持。因此，過去兩個月股票價格大幅回升。然而，整體來說，自上一份報告以來，標準普爾500指數、DAX指數及日本東證指數分別下跌了5.5%、9.8%及8.1%(圖1.39)。

## 2. 本港經濟

### 需求

主要受到強勁的私人消費帶動，香港經濟繼續錄得可觀增長。在公共投資支持下，固定資產投資表現理想。儘管全球經濟放緩，貨品出口穩健增長，離岸貿易增加及訪港遊客人數上升亦帶動服務輸出進一步擴張。

圖 2.1  
以固定價格計算的本地生產總值

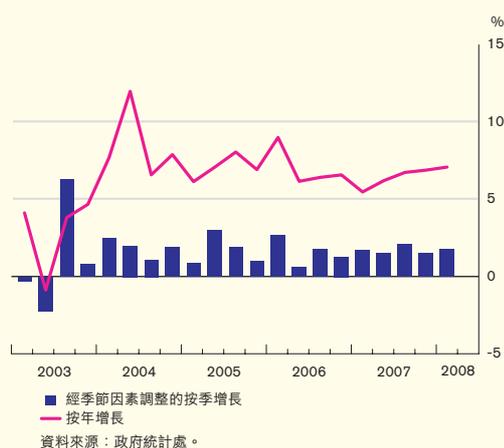


表 2.A  
按開支項目劃分的實質本地生產總值增長

按年 %	2006	2007	2007			2008
			Q2	Q3	Q4	Q1
本地生產總值	7.0	6.4	6.2	6.8	6.9	7.1
內部需求	5.9	7.8	8.0	8.2	10.3	6.8
消費						
私人	6.0	7.8	6.6	10.6	9.5	7.9
公共	0.1	2.3	3.0	1.5	2.3	0.3
本地固定資本形成總額	7.0	4.2	8.1	-0.5	8.2	8.9
私人	10.8	5.8	9.3	0.2	10.4	7.5
公共	-16.2	-9.4	-5.0	-8.4	-9.6	18.9
存貨變動 <sup>1</sup>	0.2	1.2	1.2	1.0	1.6	-0.4
貨品出口淨值 <sup>1</sup>	-0.5	-3.6	-3.7	-3.7	-5.3	-1.1
服務輸出淨值 <sup>1</sup>	2.2	3.1	2.6	3.6	3.3	2.1

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

實質本地生產總值在2007年第3及第4季分別按年增長6.8%及6.9%後，在2008年第1季增長7.1%（圖2.1）。經季節因素調整的實質本地生產總值在2008年第1季按季增長1.8%，2007年第3及第4季的增幅則分別為2.1%及1.5%。

第1季強勁的增長勢頭是由堅挺的內部需求，特別是私人消費開支上升所帶動，反映勞工市場狀況理想及收入增加。受到公共投資顯著增加的支持，投資活動表現理想。商品貿易繼續錄得逆差，原因是商品進口的增幅大於出口。在訪港遊客人數增加及離岸貿易表現強勁的支持下，服務輸出大幅增長，內部需求強勁亦帶動服務輸入上升。

### 2.2 內部需求

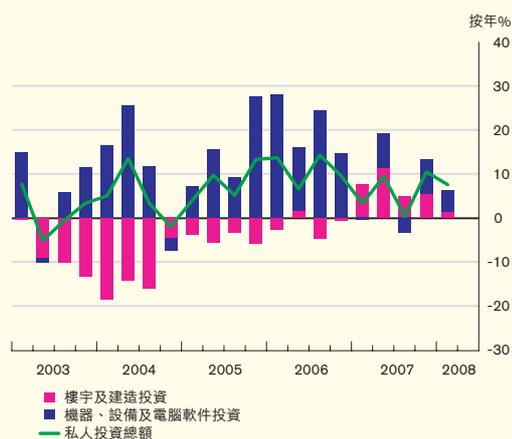
內部需求繼續是帶動第1季經濟增長的主要因素，在2007年按年增長10.3%後，在2008年第1季按年增長6.8%（表2.A）。內部需求擴張，主要是由私人消費及政府投資增加帶動，公共消費開支增長則保持溫和，存貨對經濟增長的貢獻則因為存量減少而轉為負數。國際信貸市場波動似乎並未對本地的市場氣氛造成重大影響以致削弱內部需求，美國減息及收入增加亦有助增強公眾信心。

圖 2.2  
私人消費



資料來源：政府統計處。

圖 2.3  
私人投資及各組成項目



資料來源：政府統計處。

## 消費

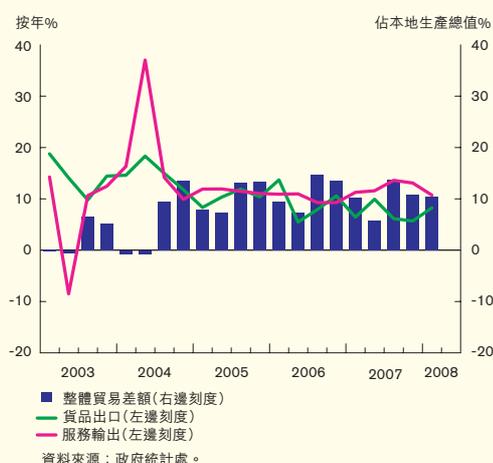
私人消費開支在2007年第4季按年增長9.5%後，在2008年第1季顯著增長7.9%；經季節因素調整後的按季增幅微跌0.1%，而2007年第4季的按季增幅為1.6%（圖2.2）。私人消費穩健增長，主要是因為勞工市場狀況理想及家庭收入增加。另一方面，與去年同期比較，政府消費開支在2008年第1季僅微升0.3%，2007年第4季的升幅則為2.3%（表2.A）。展望未來，私人消費的擴張速度會減慢，但仍保持穩健，繼續成為帶動2008年經濟增長的主要因素。

## 投資

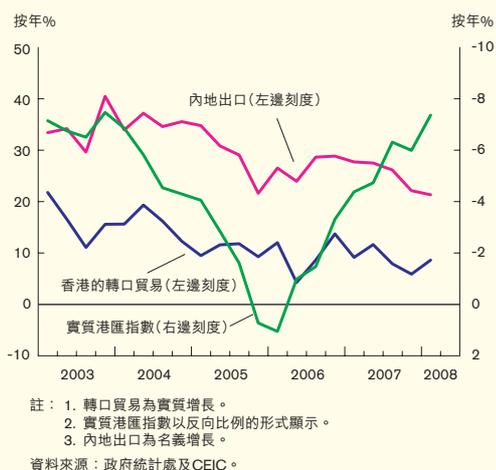
整體投資支出繼2007年第4季按年增長8.2%後，在2008年第1季上升8.9%。按組成項目分析，第1季機器及設備方面的私人支出增長4.8%，樓宇及建造業的私人開支則增加1.4%（圖2.3）。私人投資在2007年第4季錄得按年升幅10.4%後，在2008年有回軟跡象，這大概是受到外圍的不明朗因素增加影響。然而，第2季的季度業務展望調查結果顯示，企業普遍對經營環境仍然樂觀，看好營業額及售價等方面的走勢。

公共投資支出在連續下跌16個季度後，在2008年第1季首次錄得正增長，其中樓宇及建造投資按年增長16.3%，機器及設備投資按年增長25.6%。然而，隨著8號幹線接近完工，而短期內並沒有新的基建項目推出，因此這個增長勢頭應難以持續下去。

**圖 2.4**  
出口增長及貿易差額(實質)



**圖 2.5**  
轉口貿易<sup>1</sup>、實質港匯指數<sup>2</sup>及內地出口<sup>3</sup>



**表 2.B**  
按主要市場劃分的商品出口<sup>1</sup>

(按年%)	比重 <sup>2</sup> %	2006		2007			2008
		2006	2007	Q2	Q3	Q4	Q1
中國內地	49	14	13	16	13	11	11
美國	14	3	-1	1	-2	-3	-1
歐盟	14	5	6	7	6	6	8
東盟五國 <sup>3</sup> + 韓國	7	8	9	11	7	11	15
日本	4	1	-1	4	-6	-1	-2
台灣	2	3	2	11	-4	-2	3
其他	10	11	18	20	17	20	30
<b>總計</b>	<b>100</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>

註：1. 轉口貿易佔 2007 年總出口額的 96%。  
2. 在 2007 年所佔比重。  
3. 東盟五國包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。

資料來源：政府統計處及 CEIC。

## 2.3 對外貿易

香港的貨品出口在2008年第1季按年上升8.3%，較2007年第4季5.7%的升幅為高(圖2.4)。內地貿易表現強勁及實質港匯指數貶值，支持轉口貿易增長，繼續帶動貨品出口擴張(圖2.5)。轉口貿易在2007年第4季按年上升6.0%後，在2008年第1季上升8.7%。另一方面，本地產品出口在第1季按年微跌1.9%。按目的地分析，對內地的貨品出口(佔貨品出口總額幾乎一半)在第1季繼續錄得兩位數的增長(表2.B)。然而，對美國及日本的出口則下跌。貨品進口在第1季按年大幅增長8.4%，反映內部需求強勁及轉口用進口增加。

服務輸出在2007年第4季按年增長13.1%後，在2008年第1季繼續強勁增長，錄得按年升幅10.8%，其中旅遊服務與金融及保險服務輸出均錄得重要貢獻。由於對金融服務及離港旅遊服務的需求保持強勁，因此服務輸入在第1季亦穩步增長，按年增幅為11.3%。

整體貨品及服務貿易順差保持強勁，相對於本地生產總值的百分比在2008年第1季為10.4%，2007年第4季則為10.8%。

## 產出及供應

在金融及對外貿易有關的服務環節帶動下，產出穩步擴張。經濟繼續強勁增長，令勞工市場狀況維持緊張。相對就業人數增長，產出的增長較快，因此勞工生產力繼續上升。

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

(按年%)	2006	2007	2007			
			Q1	Q2	Q3	Q4
以要素成本計算的						
本地生產總值	6.2	6.7	6.0	6.5	6.5	6.8
工業環節	-2.3	-0.8	-2.1	1.0	-1.4	-1.3
其中：						
製造業	2.2	-1.5	-1.5	-2.3	-2.1	-0.3
建造業	-9.8	-2.1	-6.2	3.7	-2.9	-4.0
服務環節	7.1	7.5	6.7	7.1	7.3	7.6
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	8.1	9.1	7.4	7.6	10.5	11.4
進口及出口	9.0	6.7	6.7	7.5	6.7	6.0
運輸及倉庫	6.6	5.6	3.7	4.4	7.3	8.0
金融、保險及 商業服務	15.6	16.3	15.2	15.2	16.9	16.3

資料來源：政府統計處。

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

(百分點)	2006	2007	2007			
			Q1	Q2	Q3	Q4
以要素成本計算的						
本地生產總值	6.2	6.7	6.0	6.5	6.5	6.8
工業環節	-0.2	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.1
其中：						
製造業	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0
建造業	-0.3	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.1
服務環節	6.4	6.8	6.2	6.5	6.7	7.0
其中：						
批發、零售、飲食 及酒店	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
進口及出口	1.9	1.4	1.4	1.6	1.7	1.5
運輸及倉庫	0.5	0.4	0.3	0.4	0.6	0.6
金融、保險及 商業服務	3.0	3.4	2.9	3.1	3.0	3.1

資料來源：政府統計處。

## 2.4 產出

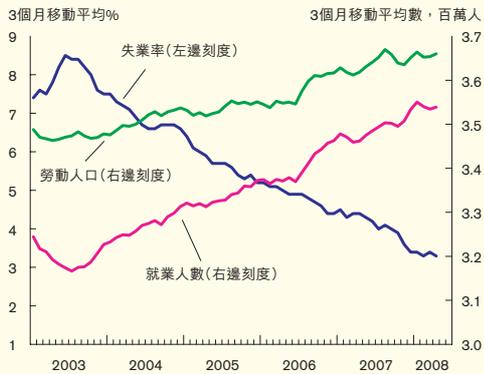
服務業繼續帶動2007年下半年的經濟增長(表2.C)，其中金融、保險及其他商業服務增長16.5%，2007年上半年的增幅則為15.2%，反映銀行服務及其他商業活動強勁增長。金融業繼續受惠於內地進一步開放資本帳，包括擴大「合格境內機構投資者計劃」。由於家庭消費開支表現堅挺，批發、零售、飲食及酒店業均錄得顯著增幅，對2007年下半年本地生產總值增長的貢獻有所增加。其他服務環節，如進出口與運輸及倉庫等亦穩健增長。然而，製造業及建造業仍然表現欠佳，並沒有改善跡象。

在2007年下半年，金融及商業服務行業對產出總值增長的貢獻約為45%，反映服務行業作為帶動經濟增長的因素的重要性增加，而服務行業中的進出口業亦是本地生產總值增長的重要貢獻項目(表2.D)。

## 2.5 勞工及生產力

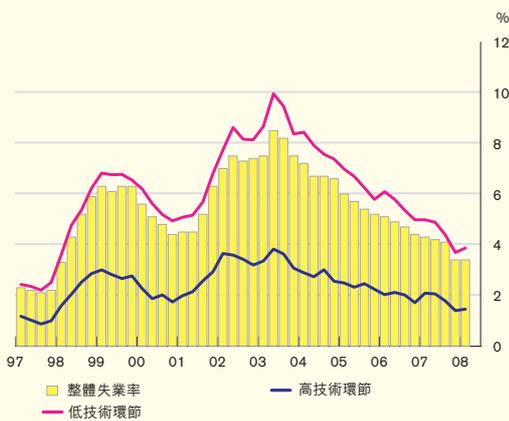
經濟穩健增長使就業人數增加，令失業率進一步下降。第1季產出增長相對就業人數增長仍然較快，反映勞工生產力上升。

**圖 2.6**  
勞工市場狀況



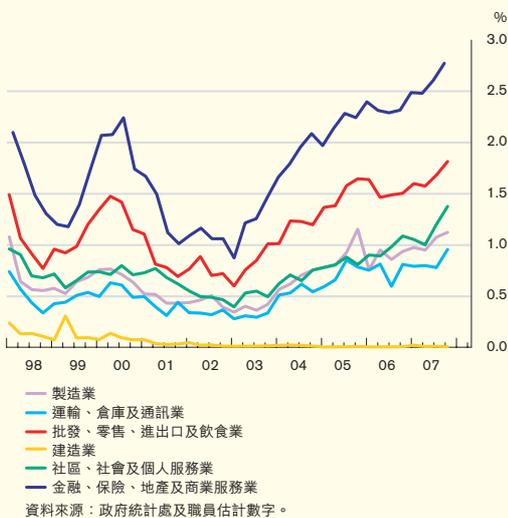
資料來源：政府統計處。

**圖 2.7**  
高技術及低技術環節的失業率



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

**圖 2.8**  
各行業的職位空缺比率



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

### 勞工市場狀況

勞工市場狀況進一步改善，就業人數在截至第1季止的6個月升至紀錄高位。經季節因素調整的3個月移動平均失業率在第1季保持在3.4%的水平，是1998年中以來的最低位，上年度同期則為4.3%（圖2.6）。貿易及旅遊業與金融業的勞工需求尤其殷切，相關失業率自2007年中以來一直下跌。儘管近期低技術環節的失業率下跌速度加快，但相比亞洲金融危機前的水平，這些環節的失業率仍然偏高（圖2.7）。近月就業不足率保持在低水平，3個月移動平均數由2007年12月的2.1%降至2008年3月的1.9%。

在內部需求穩健擴張的支持下，預期整體就業人數會逐步上升。隨着職位空缺比率持續上升，內地對金融及貿易相關服務的需求增加，會繼續刺激香港在這些行業的勞工需求。此外，訪港遊客人數上升亦會改善旅遊及相行業的就業情況，但這些行業的職位空缺比率上升速度較慢，反映這些行業的就業人數增長會不及金融及貿易相關服務行業（圖2.8）。

圖 2.9  
每名工人產出量



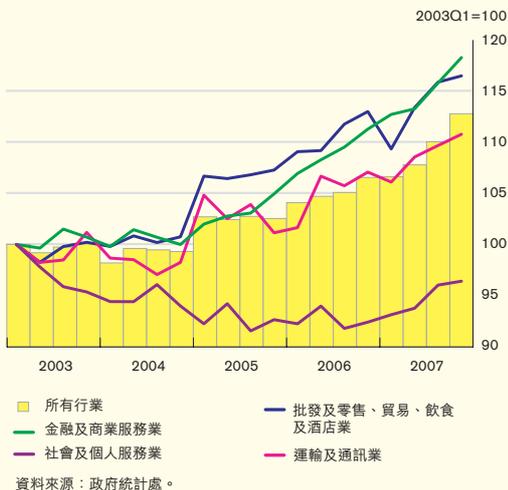
### 生產力

隨着經濟進一步擴張，勞工生產力（以每名工人產出量計）增加，在第1季按年上升4.8%，與上一季相同（圖2.9）。短期內生產力增長應會保持強勁。然而，基於生產力的周期性質，若下半年經濟明顯放緩，生產力的增長速度亦會減慢。

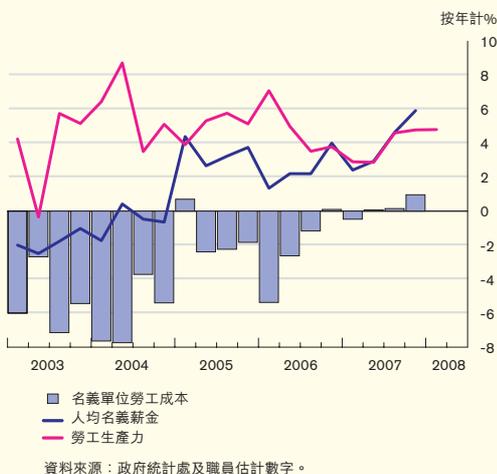
## 物價及工資

在內部成本壓力及全球食品價格上升帶動下，基本消費物價通脹上升。香港屬外向型經濟，主要貿易夥伴的通脹壓力增加，將會繼續透過進口價格上升影響本地消費物價，而薪金及租金成本上升亦可能會在未來幾個月推高消費物價。

**圖 2.10**  
各行業的人均名義薪金



**圖 2.11**  
單位勞工成本及勞工生產力

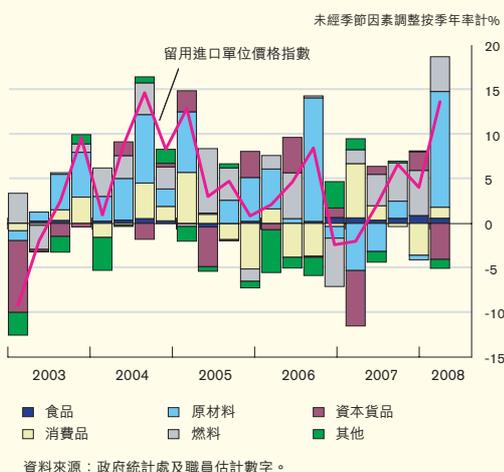


## 2.6 勞工成本

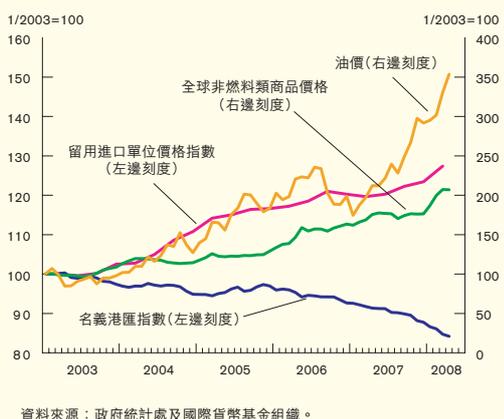
勞工市場狀況轉趨緊張，以及內部需求強勁增長繼續帶動勞工收入全面上升。按季比較，名義工資在2007年第4季上升0.7%，與第3季的升幅相若。人均名義薪金繼2007年第3季上升2.1%後，在第4季上升2.5%，反映花紅及其他非固定收入的增幅較大。金融及貿易活動表現蓬勃，這兩個行業的勞工收入在2007年下半年錄得顯著增幅，其他行業的薪金亦穩步增長（圖2.10）。

單位勞工成本的增幅在2007年下半年轉為正數，在第3季按年增長0.1%後，在第4季增長1.0%（圖2.11），原因是相對勞工生產力，人均名義薪金的增長速度較快。基於生產力的周期性質，預期未來幾個月經濟增長放緩將會與勞工生產力下降同時出現。另一方面，通脹上升可能會繼續推高人均名義薪金，這樣單位勞工成本預期會在2008年上半年繼續增加。由於在服務業的營運成本中，勞工成本佔很大比重，單位勞工成本增加的影響最終會擴散至零售層面，令貨品及服務的價格上升。

**圖 2.12**  
各類貨品對進口價格通脹的貢獻



**圖 2.13**  
商品及進口價格



**圖 2.14**  
反映消費物價通脹的不同指標



## 2.7 商品及進口價格

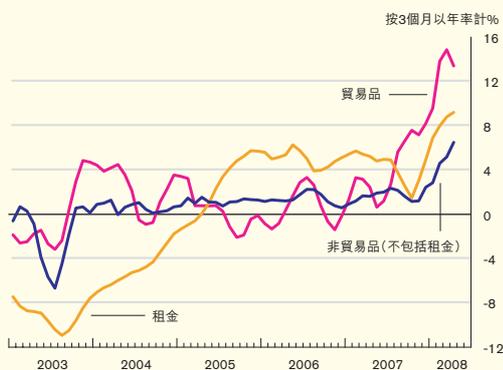
全球商品價格上漲，推高第1季的進口價格。按季比較，留用進口價格在2007年第4季按季上升4.1% (以年率計) 後，在2008年第1季上升13.7% (圖2.12)。隨着原油的平均價格在3月升穿每桶100美元及全球食品價格在第1季上升16%，燃料及食品的進口價格分別顯著上升7.3% (非年率數字) 及1.7%。進口價格升幅加快亦反映主要貿易夥伴的通脹壓力上升。

由於新興市場經濟體系的需求強勁，以及美元普遍疲弱將會令商品價格持續高企，預期未來幾個月進口價格將會保持在高位 (圖2.13)。事實上，食品價格急升是帶動近月本地通脹上升的主要因素，其中食品開支在綜合消費物價指數一籃子項目中佔家庭開支的四分之一以上。最近食品支出上漲主要是因為新鮮食品 (特別是肉類及穀物) 的價格上升，部分反映中國內地食品供應的瓶頸現象。在天氣狀況沒有出現任何嚴峻變化的情況下，內地的新鮮食品供應會逐步擴大，滿足持續增加的需求，有助遏抑香港的食品價格通脹。

## 2.8 消費物價

食品開支及住宅租金上升，帶動消費物價通脹在2008年初顯著增加。在剔除政府一次過寬減措施的影響後，綜合消費物價指數通脹率由2007年第4季的4.8% (按季年率計)，上升至2008年第1季的8.9%。同期的按年通脹率由3.5%升至4.9%，是1998年第1季以來的最高水平 (圖2.14)。分組數據顯示，與上年度同期比較，食品支出及住宅租金在第1季分別上升10%及5.3%，佔消費物價的整體增長超過80%。剔除基本食品、燃料及住宅租金後，核心綜合消費物價指數通脹在第1季升至4.4% (按季年率計)，按年升幅為2.2%，反映消費物價全面上升。

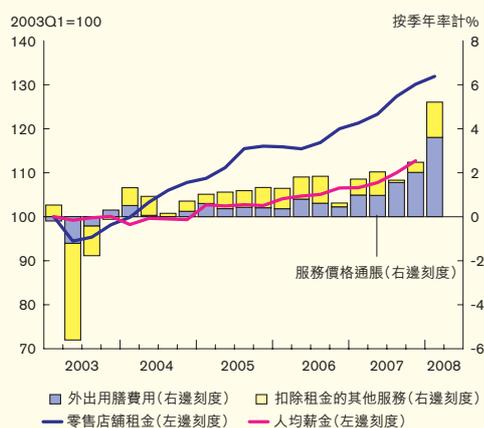
**圖 2.15**  
按主要組成項目分析消費物價通脹



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

食品價格，特別是肉類、稻米及食用油等基本食品的價格急升，推高第1季的貿易品通脹率至15% (按季年率計)，反映進口價格上升及港元疲弱的共同影響(圖2.15)。基本食品價格上漲主導了近期消費物價的升勢，對第1季的貿易品按季通脹率的貢獻達三分之二，對整體消費物價指數通脹率的貢獻達三分之一。

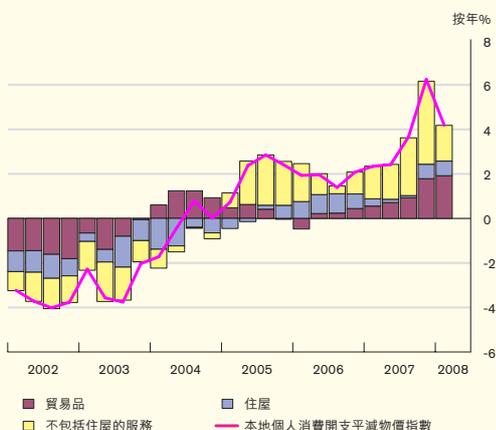
**圖 2.16**  
扣除租金的服務價格通脹



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

本港的成本壓力正在增加。物業價格急升促使住宅租金在第1季按季上升6.8%，勞工及租金成本上漲亦帶動服務費用上升。按季比較顯示服務價格通脹由對上兩季的2.5%及1.7% (以年率計)，升至第1季的5.2%，主要原因是外出用膳的費用增加，同時亦反映服務支出更為全面地上升(圖2.16)。以個人消費開支平減物價指數計算的通脹率顯示服務價格有上升壓力。該指數在2007年第4季按年上升6.2%後，在2008年第1季再升4.2%，其中服務項目對個人消費開支平減物價指數上升的貢獻超過三分之一(圖2.17)。

**圖 2.17**  
對按本地個人消費開支平減物價指數環比  
物量計算的通脹的貢獻



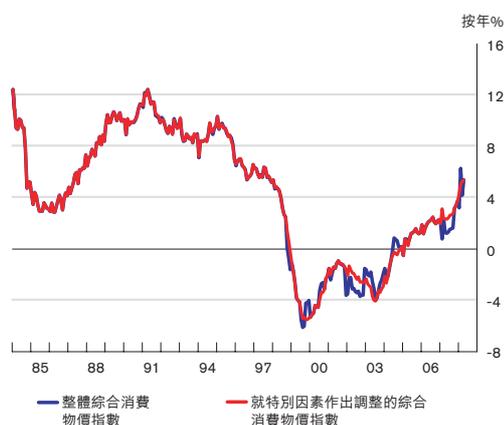
資料來源：政府統計處及職員估計數字。

由於香港是服務主導的小規模開放型經濟體系，因此外圍及內部因素對通脹都有很大影響。金管局的一項研究顯示，消費物價對單位勞工成本變動的敏感度一般高於對進口價格變動的敏感度，而匯率變動對通脹的影響相對溫和。專題3概述該項研究的主要結果。

香港的短期通脹前景要視乎其重要貿易夥伴的物價走勢、全球商品價格變動及本地成本壓力而定。目前全球通脹及商品價格走勢並沒有出現明確的回軟跡象。工業經濟體系增長放緩及中國內地緊縮的宏觀經濟措施將有助遏抑香港的通脹預期，但本地成本壓力上升應會令通脹在未來幾個月維持在高位。

### 專題 3 匯率波動對香港內部通脹的影響

圖 B3.1  
香港的通脹率



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

香港的消費物價通脹自2004年中以來一直上升，但對香港來說這並不陌生。上世紀八十及九十年代間，通脹率一直維持在略高的水平，且時有波動(圖B3.1)。在1983年10月推出聯繫匯率制度時，消費物價通脹超過12%，其後於八十年代中回落至5%以下，在八十年代末再度升至接近10%，然後在1991年春季升至12.5%的高位，並於亞洲金融危機爆發前回落至低於10%。接着香港經濟由1998年末開始經歷了5年的通縮。

香港是一個小規模開放型經濟體系，在聯繫匯率制度下，長遠而言其內部通脹最終會受到外來因素影響。至於短期及中期而言，雖然外圍因素具有一定的重要性，但本地因素對物價走勢亦會有顯著影響，因而引致不完全的匯率傳導作用。匯率傳導作用是指名義有效匯率的變動對本港物價的影響。若物價對匯率的反應是1對1的話，代表傳導作用完全。雖然香港經歷不完全的傳導作用並不奇怪，但匯率傳導作用的確切性質及傳遞速度是可以進行實證分析的。本專題概述匯率對香港通脹的傳導作用的實證估計。<sup>10</sup>

就匯率對內部通脹的傳導作用的估計分兩個步驟來進行。首先我們估計匯率對進口價格的傳導作用，然後運用菲利普斯曲線(Philips-Curve)估計進口價格對內部通脹的傳導作用。兩個步驟的估計系數合起來便得出匯率對物價的影響程度。

#### 匯率對進口價格的傳導作用

就計及海外生產成本及內部需求因素影響後的進口價格與匯率的關係，我們運用香港在1984至2007年的季度數據估計匯率對進口價格的傳導作用的彈性。具體來說，匯率傳導作用的公式如下：

$$\Delta \ln(PM_t) = \beta_1 + \sum_{i=0}^4 \beta_{2i} \Delta \ln(NEER_{t-i}) + \sum_{i=0}^4 \beta_{3i} \Delta \ln(FPC_{t-i}) + \varepsilon_t \quad (\text{B3.1})$$

<sup>10</sup> 詳情見「匯率波動對香港內部通脹的影響」(英文版本)，《金管局工作論文》，02/2008。

其中 $PM_t$ 、 $NEER_t$ 及 $FPC_t$ 分別指進口價格、港元名義有效匯率，以及香港主要貿易夥伴的生產成本（我們以海外工資來代表海外生產成本<sup>11</sup>）。進口價格與名義有效匯率之間的短期（當期）彈性是以估計系數 $\beta_{20}$ 來反映。這個關係的中期（1年以上）彈性可透過計算匯率變動的當期及4個季度滯後值（即 $\sum_{i=0}^4 \beta_{2i}$ ）的系數總數得出。我們亦以這些變量的一階差分來除去潛在單根值的影響。

**表 B3.A**  
匯率對進口價格的傳導作用的彈性

	1984-2007 (整體樣本)	1984-1991	1992-2007
	(因變量：進口價格)		
常數	-0.004	0.001	-0.007
名義有效匯率 $\beta_{20}$ (短期)	-0.33	-0.43	-0.31
$\sum_{i=0}^4 \beta_{2i}$ (中期)	-0.65	-0.82	-0.45
海外工資 (控制變量)	0.85	0.69	0.93
經調整R <sup>2</sup>	0.56	0.57	0.59

資料來源：職員估計數字。

表B3.A列載公式B3.1的估計結果概要。我們發現取樣期1984至2007年的短期傳導作用彈性約為0.33，中期則為0.65。這表示在其他因素相同的情況下，港元名義有效匯率每貶值1%，進口價格短期會上升約0.3%，中期上升約0.6%。

與其他經濟體系的現有估計結果比較，香港的傳導作用彈性似乎對匯率的中期變動的敏感度較高，大概反映小規模國家效應及缺乏以內部資源代替進口項目的能力。事實上，這兩項因素亦可闡明海外生產成本對進口價格有很大的影響，原因是有關樣本的系數約為0.8%。

### 進口價格對內部通脹的傳導作用

我們以菲利浦斯曲線框架來估計進口價格對內部通脹的傳導作用，因為這個框架讓我們可以分開內部及外圍因素。菲利浦斯曲線模型可以雙聯合確定或雙聯立公式系統來構建。

具體而言，這個雙公式系統如下：

$$\Delta \ln(P_t) = \alpha_1 + \alpha_2 MA_n \Delta \ln(ULC_t) + \alpha_3 MA_n \Delta \ln(PM_t) + \varepsilon_{1,t} \quad (B3.2)$$

$$\Delta \ln(ULC_t) = \alpha_4 + \alpha_5 \Delta \ln(P_{t+1}^e) + \alpha_6 gap_{t-i} + \alpha_7 \Delta \ln(PM_{t-i}) + \alpha_{7a} DCrisis * \Delta \ln(PM_{t-i}) + \varepsilon_{2,t} \quad (B3.3)$$

<sup>11</sup> 估計海外生產成本所用的公式是  $w_t^* = (NEER_t/REER_t) * PM_t$ ，其中  $w_t^*$  代表海外工資，而NEER及REER則代表《國際金融統計》所定義的名義有效匯率及按單位勞工成本計算的實質有效匯率。 $(NEER_t/REER_t)$  其實是反映海外單位勞工成本相對本地單位勞工成本的高低。因此  $w_t^*$  是定義為勞工的邊際產量（以相對單位勞工成本作粗略估計）乘以進口價格。

其中

$$\Delta \ln(\hat{P}_{t+1}^e) = (1 - \delta) \sum_{i=0}^n \beta_i \Delta \ln(P_{t-i}) + \delta \Delta \ln(P_{t+1}^*) \quad (\text{B3.4})$$

在第一項公式 (公式B3.2) 中，內部通脹的模型是以內部及外圍因素的函數來構建，其中  $P_t$ 、 $ULC_t$  及  $PM_t$  分別為綜合消費物價指數、單位勞工成本及進口價格； $\Delta$  代表變量的一階差分； $MA_n$  代表  $n$  期間的移動平均數。具體而言，內部因素主要由單位勞工成本代表，其定義為每名工人的名義工資除以每名工人的產出。在第二項公式 (公式B3.3) 中，通脹預期、本地生產總值差距及進口價格等具體內部因素是單位勞工成本的決定因素，其中  $P_{t+1}^e$ 、 $gap_{t-1}$  及  $DCrisis$  分別為通脹預期、以生產函數估計而得的香港實質本地生產總值差距，以及反映1997至98年金融危機後內部需求崩潰而可能出現的結構性中斷的虛擬變量。在這個雙公式框架中，外部因素僅以進口價格代表，原因是像香港這類小規模開放型經濟體系，進口價格會影響通脹預期等內部因素，最終影響單位勞工成本，但香港的內部因素不會影響進口價格。

**表 B3.B**  
通脹變化的公式系統的估計結果

變量	系數	標準誤差
	通脹公式	
常數	0.003	(0.001)
$MA_n(\Delta \ln(ULC_t))$	0.581	(0.050)
$MA_n(\Delta \ln(PM_t))$	0.290	(0.060)
經調整 $R^2$	0.56	
	單位勞工成本公式	
$\Delta \ln(P_{t+1}^e)$	1.022	(0.139)
$gap_{t-4}$	0.150	(0.051)
$\Delta \ln(PM_{t-4})$	0.241	(0.136)
$DCrisis * \Delta \ln(PM_{t-4})$	-0.396	(0.211)
經調整 $R^2$	0.28	

註：價格預期 ( $\Delta \ln(P_{t+1}^e)$ ) 是以自迴歸模型構成。

資料來源：職員估計數字。

接着這個雙公式系統以類似無相關迴歸模型 (seemingly unrelated regressions) 進行聯合估計。我們的模型估計結果顯示，進口價格對內部通脹的傳導作用系數約為0.29，而單位勞工本的估計系數則高出許多，為0.58 (表B3.B)。這些結果顯示即使像香港這類小規模開放型經濟體系，內部因素仍然主導通脹的變化。我們亦發現在除去內部需求及外圍因素的影響後，香港的單位勞工成本對通脹預期的敏感度偏高。

**表 B3.C**  
匯率對綜合消費物價指數的傳導作用的彈性

	1984-2007 (整體樣本)	1984-1991	1992-2007
以海外工資代表海外生產成本			
短期	0.10	0.13	0.09
中期	0.20	0.25	0.13

資料來源：職員估計數字。

### 匯率對內部通脹的傳導作用有多大？

合併上述兩項估計結果後，我們就能計算匯率對內部通脹的傳導作用。短期及就整個取樣期來說，在其他因素保持穩定的情況下，以海外工資為反映海外生產成本的指標，港元名義有效匯率每貶值1%，會引致物價上升0.10% ( $0.33 \times 0.30$ )。同樣，中期及就整個取樣期來說，在其他因素保持穩定的情況下，港元每貶值1%，會引致物價上升0.20% ( $0.65 \times 0.30$ ) (表B3.C)。這些結果顯示港元名義有效匯率每貶值1%，短期而言會引致物價上升0.1%，中期則上升0.2%。從另一個角度來看，美元兌港元以外的所有貨幣每貶值10%，短期而言會引致物價上升0.82%，中期則上升1.61%。利用這個估計模型，我們可分析各項因素對通脹的貢獻。以2007年的消費物價通脹來說，港元名義有效匯率貶值造成的估計貢獻為0.6個百分點，或約為2007年基本通脹的20%。

與部分經合組織經濟體系比較，中期來說匯率波動對香港的通脹影響頗大。例如，美國方面，匯率對通脹的傳導作用僅為0.01%，經合組織經濟體系則平均為0.17%。

## 資產市場

全球經濟前景欠佳，觸發各地市場出現拋售潮，本港股市因而顯著下滑。物業市場方面，借貸成本下降及收入增長強勁提高置業負擔能力，帶動住宅物業價格在2007年末及2008年初上升。然而，經濟前景的不明朗因素增加，令成交量受壓。對寫字樓物業的需求保持強勁，反映商業需求增加及優越地段的優質寫字樓供應緊張。

### 2.9 股票市場

圖 2.18  
香港股票價格



過去6個月本港股市大幅調整(圖2.18)。鑑於市場出現超買，在報告期初時已有市場人士認為市場應作出技術性調整。然而，隨着2008年股市繼續下調，加上中國南部受到大風雪吹襲，以及在人行持續收緊貨幣政策下官方數字最終仍反映通脹上升，市場氣氛迅速轉壞。新一輪的金融市場危機幾乎令貝爾斯登(Bear Stearns)在3月份倒閉，市場因而受到進一步打擊。對信貸緊縮情況繼續惡化的憂慮及美國極為緊絀的信貸市場令全球經濟前景蒙上陰影，促使投資者重新全面評估風險。2008年第1季擱置或延遲首次公開招股計劃的公司數目創出新高，反映本港投資氣氛薄弱。儘管海外金融市場在聯儲局推出相應措施後在一定程度上回復平靜，本港股市亦隨之收復部分失地，但期內恒生指數仍顯著下跌14.4%。風險偏好指數由2007年12月的高位回落至2008年3月份的長期平均水平，在接近本報告期末時才稍為回升(圖2.19)。

圖 2.19  
風險偏好指數



**圖 2.20**  
物業價格、利率及置業負擔能力



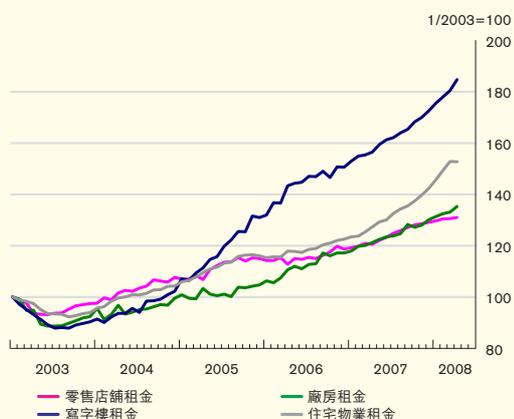
資料來源：差餉物業估價署及職員估計數字。

**圖 2.21**  
豪宅平均成交價



資料來源：差餉物業估價署。

**圖 2.22**  
不同物業類型的租金指數



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

## 2.10 物業市場

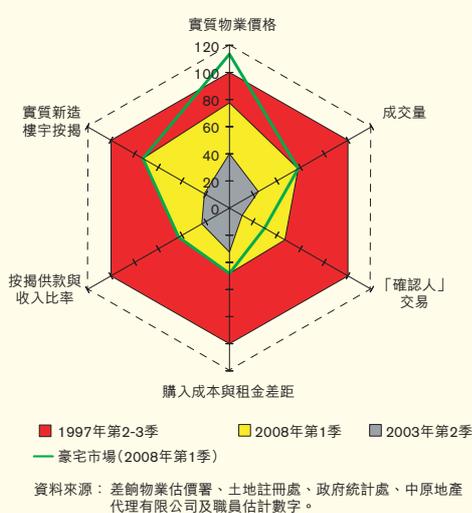
由於借貸成本下降及家庭收入上升提高了置業人士的負擔能力，住宅物業價格在2007年第4季及2008年第1季顯著上升。利率前景向好及通脹上升亦增加了對房地產的資產需求。按季比較，住宅價格在2007年第4季上升8.8%後，在2008年第1季上升10.3%（圖2.20）。然而，住宅價格急升及經濟前景的不明朗因素增加，令近期的住宅物業市道受壓。成交量繼2007年第4季增加37.8%後，在2008年第1季收縮8.9%，主要反映二手市場交投減少。月度指標顯示整體市場的住宅價格略為回軟。然而，豪宅（160平方米或以上）市場的樓價上升速度則加快，平均成交價突破1997年的高峰水平（圖2.21）。

受到商業活動顯著擴張支持，對寫字樓物業的需求保持強勁。寫字樓租金在2008年第1季按季上升4.5%，2007年第4季的升幅則為3.9%（圖2.22）。優質寫字樓租金的升幅更大，達5.2%。中環甲級寫字樓在第1季的每月平均租金升至每平方米812港元，高於1994年第4季的810港元歷史高位，鑑於優質地段的新落成寫字樓物業供應有限，有關的租金還會進一步上升。零售店舖及廠房的租金在過去幾個季度亦穩步上升，住宅物業租金的增幅則跟隨住宅價格急升，由對上一季的4.2%升至第1季的6.8%。

在負實質利率的環境下，住宅價格自2007年中以來急升的情況已引起對物業市場過熱風險的關注。反映通脹上升及銀行貸款利率下降，實質按揭利率（即名義按揭利率減去綜合消費物價指數按年通脹率）在2007年由3厘下降至1厘，並於2008年初變為負數。儘管同期物業價格顯著上升，但未能確定近期住宅價格上升是否純粹因為借貸成本下降所致，原因是家庭收入增加亦提高了置業人士的置業負擔能力。因此，與1997年的高峰水平相比，按揭供款與收入比率（反映置業負擔能力的指標）維持穩健水平。<sup>12</sup> 以往的走勢顯示實質利率下降可能會刺激物業市場的交投，但這並非帶動近期住宅價格上升的主要因素。專題4詳細評估實質利率對物業市場的影響。

<sup>12</sup> 按揭供款與收入比率上升，表示置業負擔能力下降。

**圖 2.23**  
住宅市場的圖解分析



主要市場指標的圖解分析顯示，住宅物業市場大致穩健發展（圖 2.23）。<sup>13</sup> 雖然最近物業市場交投增加，但第 1 季的實質平均住宅價格仍較 1997 年的高峰低 22%。儘管豪宅價格在第 1 季升逾歷史高位，但這主要是反映對大面積住宅單位的需求增加。確認人交易宗數在第 1 季有所增加，但佔整體市場總交易宗數的比重維持在 3.3% 的低位，豪宅市場方面的比重亦僅為 3.5%。

由於近年土地供應減慢，新落成住宅物業（以建成樓面面積計）在 2006 年微升 1% 後，在 2007 年減少 37%。然而，隨着發展商對住宅物業市場的短期前景較為樂觀，住宅單位的施工同意書在 2006 年上升 28% 後，在 2007 年再大幅上升 27%（圖 2.24）。商用物業方面，新落成單位及施工同意書在 2007 年均減少，表示未來幾年寫字樓單位及商場面積的供應仍然緊張。

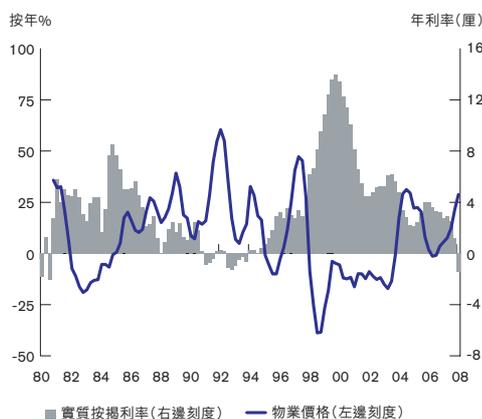
**圖 2.24**  
住宅及商用物業供應



<sup>13</sup> 見陳德霖、彭文生及范尚禕 (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。

## 專題 4 實質負利率及物業價格

圖 B4.1  
實質按揭利率及物業價格升幅



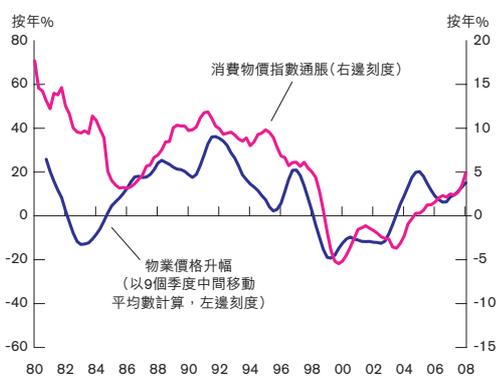
資料來源：差餉物業估價署及職員估計數字。

2007年下半年以來住宅物業價格急升已引起對物業市場過熱風險的關注。造成住宅物業價格上升的原因有很多，但隨著名義按揭利率跌至低於綜合消費物價指數通脹率，市場評論傾向集中於實質負利率對樓市的刺激作用（圖B4.1）。本專題探討香港物業價格變動的主要原因，並評估實質負利率對近期物業價格急升所扮演的角色。

### 通脹、利率與物業價格相互的關係

近期住宅物業價格上升其中一個經常被提及的原因是負實質按揭利率。評論指出當名義按揭利率跌至低於綜合消費物價指數通脹率，若物業價格的升幅至少與綜合消費物價指數通脹率看齊，住宅物業升值幅度便會高於借貸成本，為物業投資帶來正數收益，從而刺激對物業的用家及投機需求。

圖 B4.2  
消費物價指數通脹及物業價格升幅



資料來源：政府統計處、差餉物業估價署及職員估計數字。

此講法若要成立，其實隱含一個假設，就是物業價格升幅與整體通脹趨勢一致。過往數據顯示住宅物業升值程度與消費物價通脹有很強的相互關係。過去20年間，以9個季度中間移動平均數計算的住宅物業價格升幅的走勢與綜合消費物價通脹率相近（圖B4.2）。即使與實質物業價格比較（以扣除租金項目的綜合消費物價指數平減），情況仍然相同。上述簡單的圖示比較顯示，綜合消費物價指數通脹可能是影響香港物業價格變動的一個主要因素。

除了資金成本外，通脹亦可透過其他渠道影響物業價格。在通脹預期趨升的環境下，人們通常關注貨幣的購買力會被削弱，像房地產這類固定資產的投資便被視作對沖通脹的工具（通脹對沖方面的渠道）。此外，通脹上升亦會影響發展商為物業定價的行為。例如，由於通脹令建築成本上升，物業發展商在一手市場推出新落成住宅單位時便會調高定價，令整體物業價格上升（成本方面的渠道）。

**表B4.A**  
影響實質物業價格的長期因素

	系數	標準	
		誤差	t比率
常數	189.566	60.835	3.116
實質人均本地生產總值	0.714	0.382	1.871
實質利率	-3.087	1.322	-2.335
土地供應(兩季度滯後值)	-27.138	8.904	-3.048
私人住宅投資平減指數	0.023	0.003	8.751

經調整R<sup>2</sup>: 0.856

註：透過動態最小平方估計法以異質性與自我相關性一致 (heteroskedasticity-autocorrelation consistent) 的標準誤差來估計。表內並無顯示動態項的領先及滯後值。

資料來源：職員估計數字。

**表B4.B**  
實質物業價格的短期調整公式

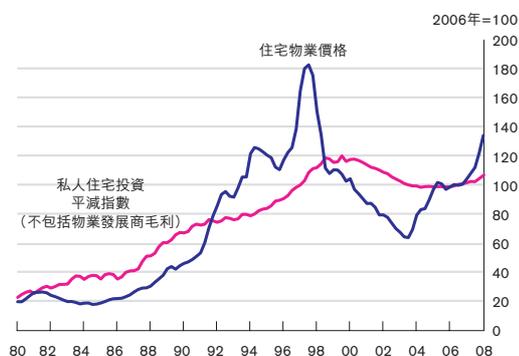
	系數	標準	
		誤差	t比率
誤差修正項	-0.102	0.025	-4.081
實質物業價格(滯後值)	0.588	0.065	9.057
實質人均本地生產總值	0.717	0.325	2.208
實質利率	-0.857	0.360	-2.378
私人住宅投資平減指數	0.010	0.003	3.806
實質恒生指數	0.188	0.038	4.899

經調整R<sup>2</sup>: 0.630

註：除誤差修正項外，所有變數均以一階差分或對數差分計。

資料來源：職員估計數字。

**圖 B4.3**  
住宅物業價格及私人住宅投資平減指數



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

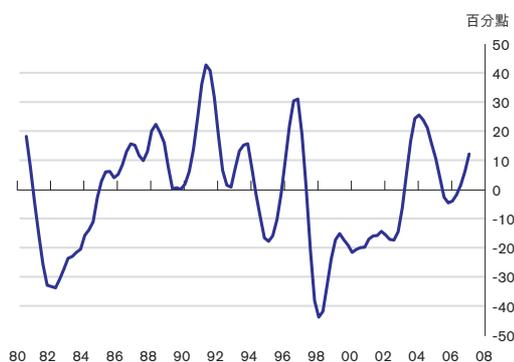
### 推動物業價格上升的原因

為更了解物業價格變動的原因，我們運用統計分析以確定實質物業價格與多個基本因素之間的關係。根據1986年至2007年季度數據的樣本，研究發現實質物業價格、人均本地生產總值、實質利率、土地供應，以及私人住宅投資平減指數之間存在長期均衡的(協整)關係。從長期均衡關係及短期調整公式得出的估算結果分別載於表B4.A及表B4.B。兩者顯示，人均實質本地生產總值(住戶收入指標)與實質物業價格有正向關係，實質利率(實質資金成本指標)與實質物業價格則有反向關係。在物業價格設定在某一水平下，這兩個變數可用以顯示置業負擔能力。在供應方面，研究發現土地供應與實質物業價格成反向關係。私人住宅投資平減指數(不包括物業發展商毛利)與實質物業價格則有正向關係。

私人住宅投資平減指數定義上是受到整體通脹及實質建築成本影響，亦被用作反映通脹透過利率以外的其他渠道的影響。該指數的高統計顯著性，顯示通脹不但可透過實質利率(資金成本方面的渠道)影響實質物業價格，亦可透過對沖通脹及成本方面的渠道影響樓價。事實上，圖示方式比較顯示物業價格與該指數之間有很強的相互關係(圖B4.3)。

各因素對物業價格變動的分組貢獻顯示，1990至94年期間實質物業價格升幅中只有小部分是受到實質利率跌至負數所影響，在二十世紀九十年代末期及二十一世紀初，本港在亞洲金融危機過後步入通縮，而實質利率急升是導致實質物業價格下跌的一個重要原因。近期住屋市場回升，在2005至07年期間住戶收入增加及私人住宅投資平減指數上升是帶動實質物業價格上升的主要原因，而低企的實質利率對樓價的影響並不顯著。

**圖 B4.4**  
物業價格在來年的升幅減去按揭利率



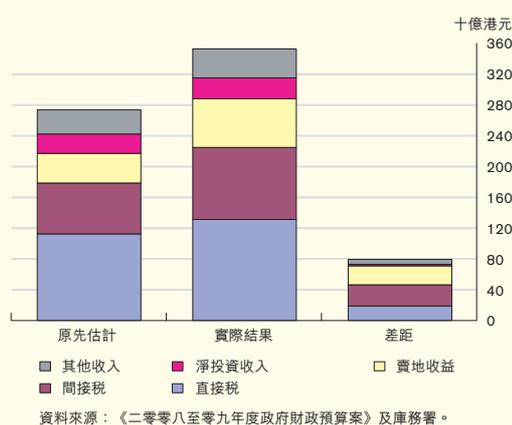
資料來源：差餉物業估價署及職員估計數字。

以上的實證研究帶出的主要訊息，是利率不過是帶動物業價格上升的其中一個原因，而在不同時期可能會有不同因素主宰物業價格的變動。我們的研究顯示綜合消費物價指數通脹及住戶收入穩步增長，是解釋現時物業價格上升的主要原因。在目前低息的環境下，公眾似乎將焦點集中於物業投資方面的上升潛力，但更應注意的是物業升值並不一定可以抵銷借貸成本的升幅。從圖B4.4可見，過去20年，以物業來年的升幅減去名義按揭利率計的預期物業投資收益非常波動，現時的利率或綜合消費物價指數通脹的趨勢一旦逆轉，均可能減低預期的投資收益甚至將之轉為負數。

## 公共財政

2007至08年度的綜合盈餘為本地生產總值的8%，財政表現遠較預算案預測的為佳，主要反映來自物業交易及股票買賣的印花稅升幅較預期高，賣地收益亦大幅增長。政府的2008至09年度預算案建議多項減稅措施及一次過的寬免措施，以減輕納稅人及低收入人士的負擔。

**圖 2.25**  
2007至08年度的預測及實際政府收入



### 2.11 公共財政

2007至08年度的財政盈餘達1,240億港元(本地生產總值的8%)，遠高於原先估計的250億港元，並為2006至07年的590億港元盈餘(本地生產總值的4%)的兩倍。財政表現理想，主要是由於來自物業交易及股票買賣的印花稅顯著上升，以及賣地收益與直接稅收入強勁增長(圖2.25)。此外，營運及資本開支均低於原先估計的數字，亦有助財政盈餘增加。

由於錄得破紀錄的財政盈餘，政府建議多項減稅措施及一次過的寬免措施，以減輕納稅人及低收入人士的負擔。加上增加基建支出及各項津貼，預測綜合財政結餘在2008至09年會轉為負數。表2.E列載本財政年度的預測收入及開支項目。收入方面，一次過的薪俸稅退稅、豁免差餉及其他稅項減免將會令政府收入減少380億港元。預期這些寬免措施會刺激私人消費，有助抵銷通脹上升對收入造成的部分不利影響。

**表2.E**  
財政帳目分析

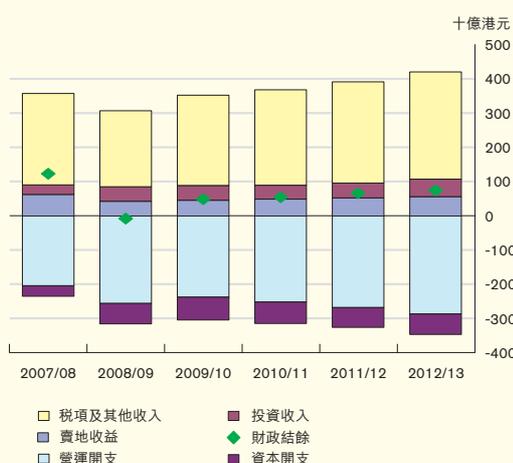
財政年度 <sup>1</sup>	原先估計		實際結果	預測
	2006/07	2007/08	2007/08	2008/09
	(按財政年度計佔本地生產總值的百分比)			
收入 <sup>2</sup>	19.2	16.7	21.8	17.5
稅項	12.6	10.9	14.0	10.7
非稅項	6.6	5.8	7.8	6.8
賣地收益	2.5	2.3	3.9	2.5
出售資產/私有化	0.0	0.0	0.0	0.0
淨投資收入 <sup>3</sup>	1.9	1.5	1.7	2.4
其他	2.2	1.9	2.3	1.9
開支	15.1	15.1	14.3	17.8
經常	12.9	13.1	12.4	14.6
資本 <sup>4</sup>	2.1	2.0	1.8	3.2
未扣除淨借款的整體結餘	4.1	1.6	7.5	-0.3
已扣除淨借款的整體結餘	3.9	1.6	7.5	-0.4
財政儲備	24.6	23.9	30.1	27.2
財政儲備淨額	23.1	22.5	28.7	26.1

- 數字是以2008至09年度財政預算案為依據。
- 不包括已發行的政府債券所得資金。
- 扣除政府債券的利息支出。
- 扣除政府債券的利息支出及償還款額。
- 香港特區政府公布的整體結餘。

資料來源：《財政預算案》演詞、庫務署及職員估計數字。

開支方面，政府計劃動用220億港元進行多項基建項目，並預留216億港元用作西九文化區的建設項目支出。連同政府增加教育方面的投資，以及轉撥款項及各項津貼的支出，預計2008至09年度政府支出會增加750億港元。公共開支增加及收入減少估計會令整體財政結餘錄得赤字75億港元(本地生產總值的0.4%)。政府的擴張性財政政策預期會刺激內部需求，有助紓緩外部需求放緩對本港經濟造成的部分不利影響。專題5評估2008至09年度財政預算案對經濟增長及通脹可能造成的影響。

**圖 2.26**  
各項目對財政盈餘的中期預測的貢獻



資料來源：《二零零八至零九年度政府財政預算案》及庫務署。

**圖 2.27**  
預測整體財政結餘及基本財政結餘



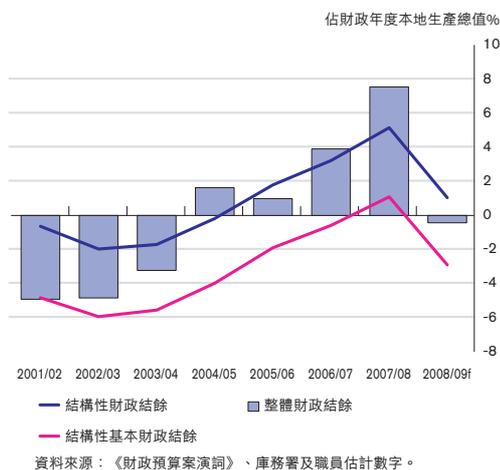
資料來源：《二零零八至零九年度政府財政預算案》及職員估計數字。

中期財政前景維持樂觀。儘管2008至09年度會錄得輕微財政赤字，但政府預測營運及綜合財政結餘在其後的財政年度會再度錄得盈餘。預期財政盈餘增加，反映未來4個財政年度的收入增長會超過開支增長，其中稅收仍然是政府的主要收入來源(圖2.26)。賣地收入預期會繼續波動，而在外匯基金與財政儲備之間的新分帳安排下，投資收入會變得更容易預測。雖然來自直接及間接稅的內部收入仍然是最主要的收入項目，但資產收入對公共財政仍然具有重要作用。這一點從整個預測期內基本財政結餘(不包括賣地收益及淨投資收入)一直出現赤字可見一斑(圖2.27)。

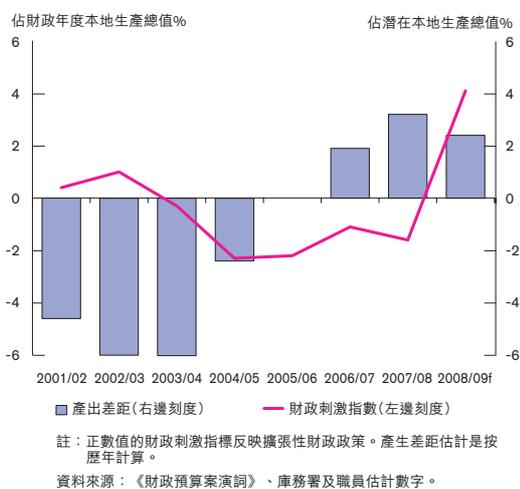
鑑於基建支出相當龐大，且政府致力推行醫療改革，預期政府未來對資金的需要將會繼續上升。政府已預留500億港元作為實施醫療改革的啟動資金，以應付人口老化問題。

## 專題 5 2008 至 09 年度財政預算案對宏觀經濟的影響

**圖 B5.1**  
結構性財政結餘及結構性基本財政結餘



**圖 B5.2**  
財政刺激指標及產出差距



財政司司長在2008至09年度的《財政預算案演詞》中勾劃的開支計劃涵蓋香港的長遠基建發展。他亦提出了多項稅務寬減及一次過措施，以減輕納稅人及低收入人士的負擔。預期這些財政措施會刺激內部需求及紓緩外部需求放緩對本港經濟造成的部分不利影響。本專題評估政府2008至09年度財政預算案對經濟增長及通脹的影響。

### 結構性財政結餘及財政刺激指標

政府在2007至08年度錄得1,240億港元(約為本地生產總值的8%)的龐大財政盈餘，因而得以在2008至09年度減稅及增加公共開支。政府預期本財政年度會因此而錄得輕微財政赤字。

在剔除收入及開支方面的週期性波動影響，以及經濟影響為中性的財政操作後，預期2008至09年度的結構性財政結餘會維持正數，約為本地生產總值的1.0%，低於2007至08年度的5.2%(圖B5.1)。<sup>14</sup> 扣除賣地收益及淨投資收入後，2008至09年度的預測結構性基本財政結餘會由2007至08年度相當於本地生產總值的1.1%的盈餘轉為赤字，降至相當於本地生產總值的負2.9%。<sup>15</sup> 財政刺激指標是指結構性基本財政結餘的變動，估計為本地生產總值的4.1%，這反映在產出差距為正數的環境下，政府採取擴張性財政政策(圖B5.2)。

### 對經濟增長及通脹的影響

外部環境的不明朗因素增加，擴張性財政政策能為經濟增長及就業情況提供支持。然而，在勞工市場相對緊張及內部需求表現強勁的情況下，擴張性財政政策無可避免地會引起各界關注消費物價通脹所受的影響。為評估2008至09年度財政

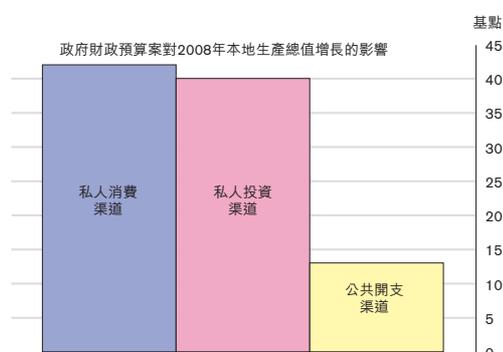
<sup>14</sup> 對經濟沒有即時影響的財政操作包括設立180億港元的研究基金、對月薪不超過1萬元的受僱人士的強積金戶口一次過注入合共85億港元，以及預留216億元作為西九文化區的資本攤銷。

<sup>15</sup> 結構性基本財政結餘是經剔除週期性波動對基本財政結餘的影響。基本財政結餘是從整體財政結餘減去賣地收益、淨投資收入及出售資產所得收入得出。

預算案對宏觀經濟的影響，我們將新推出的財政措施併入金管局的小型預測模型，並估計這些措施對2008年的經濟增長及通脹的影響。<sup>16</sup>

模擬測試結果顯示，財政刺激措施會令本地生產總值及消費物價通脹上升，分別較2008年的基準預測增加0.95個百分點及0.12個百分點。建議的財政措施主要透過三個渠道影響經濟增長——公共開支、私人消費及私人投資。小規模預測模型得出的估計結果顯示，政府開支增加會刺激本地生產總值增長上升0.13個百分點。在國民收入帳目下，預算案中公共開支增加30%，只會令政府開支（消費及投資）增加6%，原因是前者還包括轉撥款項，而轉撥款項主要是影響私人消費的。由於基建支出通常會在延伸至本財政年度以後的一段較長期間內分階段提取，因此我們亦就基建支出作出相應調整。<sup>17</sup>

**圖 B5.3**  
2008至09年度財政預算案透過不同的本地生產總值組成項目對經濟增長的影響



資料來源：職員估計數字。

政府的轉撥款項及各項稅務寬減措施估計會令私人消費增長較基準預測增加0.5個百分點，繼而令2008年的本地生產總值增長上升0.42個百分點。基建及其他公共資本工程的支出增加，會令私人投資增長較基準預測高1.3個百分點，繼而令產出增長增加0.40個百分點。圖B5.3總結建議財政措施透過不同的本地生產總值組成項目對2008年經濟增長的影響。

與對本地生產總值增長預測的正面影響一致，新財政措施亦會令消費物價通脹率較基準預測高0.12個百分點。對通脹的影響相對輕微，主要由於來自私人儲蓄上升及進口增加引致的流失。擴張性財政操作應不會引致進口價格上升，原因是香港在國際貿易品市場中是價格接受者，而進口價格主要是受到國際供應及需求狀況的影響。由於住宅投資疲弱及建造業失業率偏高，因此預期基建支出增加對整體工資的影響有限。

<sup>16</sup> 有關小規模預測模型的詳細說明，見「香港小型宏觀經濟模型」(英文版本)，Jiming Ha, Cynthia Leung and Chang Shu，《金管局研究備忘錄》，2002年6月，以及「經修訂的香港小型預測模型」(英文版本)，Janet Kong and Cynthia Leung，《金管局研究備忘錄》，2004年12月。

<sup>17</sup> 例如，我們假設為西九文化區項目預留的資本成本會在2008至09年度及2010至13年之間的5年期間內分階段等額提取，這與我們就結構性財政結餘的估計作出的調整一致。

## 3. 貨幣及金融環節

### 匯率、利率及貨幣發展

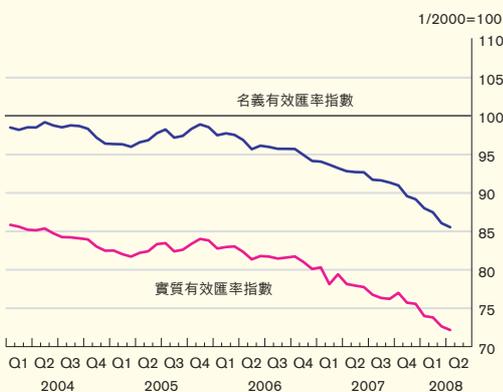
儘管面對外圍因素衝擊，但香港的貨幣狀況仍然維持穩定。港元現貨匯率處於接近兌換範圍中間水平，銀行同業市場運作暢順有序，1月中非定期形式發行的短期外匯基金票據受到市場歡迎。隨着利率下調及港元名義有效匯率下降，本港貨幣狀況轉趨寬鬆。

#### 3.1 匯率及利率

圖 3.1  
港元匯率



圖 3.2  
名義及實質有效匯率



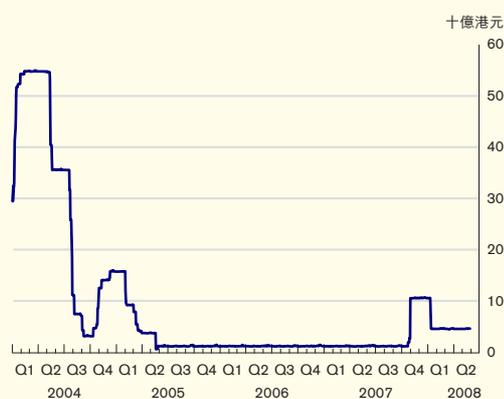
儘管面對近期全球金融市場波動、美國接連調低政策利率、主要央行持續向貨幣市場注入流動資金及全球通脹壓力增加，但香港的貨幣狀況仍然維持穩定。這反映聯繫匯率制度具備承受外圍衝擊的能力。港元現貨匯率處於接近兌換範圍中間水平，金管局在報告期內並無進行任何外匯操作。

繼金管局於去年10月底進行市場操作後，港元現貨匯率回落至接近7.80的中間匯率水平，並於2007年12月至2008年2月中期間在該水平附近徘徊(圖3.1)。其後港元匯率在2月底及3月中轉強，並於3月17日與18日觸及7.7710的低位，部分反映美元整體表現疲弱及市場預期香港與倫敦銀行同業拆息之間的負差距將會收窄。

受到負息差擴大帶動利率套戥活動的影響，港元在4月及5月略為回軟。於4月中，當新加坡元的交易區間被調整，以及人民幣匯率首次升穿每美元兌7元人民幣的心理關口時，市場反應平靜，反映市場對聯繫匯率制度的信心。

雖然在2008年首4個月內港元名義匯率在7.7710至7.8137的窄幅下落，但港元貿易加權名義及實質有效匯率指數於同期內分別下跌2.8%及2.5%(圖3.2)，原因是美元兌其他主要貨幣持續疲弱。

**圖 3.3**  
在貼現窗運作前的總結餘數額



資料來源：金管局。

**圖 3.4**  
港元與美元利率



資料來源：金管局。

**圖 3.5**  
港元遠期匯率溢價／折讓



資料來源：金管局。

另一方面，貨幣市場運作暢順及有秩序。部分由於本港銀行所持與美國次按相關的投資有限，以及銀行體系流動資金與資本充裕，因此並無跡象顯示本港信貸市場因美國次按危機的連鎖影響而受壓。

去年9月至12月期間，在股市交投增加刺激下，短期外匯基金票據需求上升。由於銀行與金管局進行回購協議交易時須以外匯基金票據或債券作為抵押品，因此在銀行同業市場交易量迅速增長下，銀行對即日流動資金的需求上升，帶動對短期外匯基金票據的需求亦增加。在外匯基金票據及債券供應大致不變的情況下，其收益率顯著下降，促使其與相應銀行同業拆息之間形成差距。金管局因應市場狀況決定於1月中以非定期方式增發外匯基金票據，以敷市場需求。增發外匯基金票據符合貨幣發行局的原則，原因是此舉只涉及把資金從貨幣基礎內的總結餘轉撥至外匯基金票據及債券。該批非定期外匯基金票據廣受市場歡迎。因此，總結餘由106億元左右，於1月14日降至46億元，並在報告期餘下時間一直維持於該水平（圖3.3）。

香港銀行同業拆息進一步回落，並大致跟隨同期美元利率走勢，只是2月底至3月初期間因為多宗首次公開招股活動舉行的資金需求增加而令拆息走勢短暫偏離（圖3.4）。由於美國經濟衰退風險增加及美國次按危機引發信貸問題持續不去，美國聯邦儲備局於2007年9月18日開始減息周期，迄今已將目標利率累計調低325基點，至2厘。3個月期香港銀行同業拆息於2008年5月30日降至2厘，相比去年9月18日為4.80厘。

由於短期香港銀行同業拆息的跌幅較同期美元利率小，香港與倫敦銀行同業拆息之間的負差距於1月及2月份收窄，但其後擴大。在2008年首兩個月內，港元遠期匯率折讓亦收窄，並於接近報告期末時普遍擴大，與負息差的走勢大致相同（圖3.5）。3個月及12個月遠期匯率折讓於5月30日收市時分別報負171點子及負525點子。

**圖 3.6**  
支持比率



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

**圖 3.7**  
貨幣總體數字按年增長



註：港元M1已按季節因素調整。

資料來源：金管局。

**圖 3.8**  
貨幣狀況指數



註：貨幣狀況指數是實質利率與港元及人民幣實質有效匯率的4個季度變動的加權總和。

資料來源：金管局、職員估計數字。

## 3.2 貨幣基礎及支持比率

由於利息收入及重估收益的效應超過去年10月底總結餘增加的影響，支持比率於2008年1月21日升至112.53%，超出112.5%的觸發上限（圖3.6）。根據財政司司長於2000年1月核准的安排，外匯基金支持組合的資產被轉撥入投資組合內，使支持比率於1月22日回落至110%左右。其後支持比率於110%水平附近徘徊，於5月30日收市報109.67%。

## 3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況

儘管近期有放緩跡象，但港元狹義貨幣供應M1在1月至4月期間的平均按年增長率達15.5%，高於2007年錄得的10.4%全年增長率（圖3.7）。狹義貨幣需求增加，部分是由於經濟穩步增長及定期存款利率下調令持有流動存款的機會成本降低。另一方面，自去年10月以來，港元廣義貨幣供應M3基本上一直下降。這主要是定期存款減少所致，反映定期存款利率顯著下調。因此，4月份港元貨幣供應M3的按年增長率降至10.5%，相比2007年的全年增長率為18.1%。

與港元M3及定期存款減少的情況相反，去年10月以來本港人民幣存款迅速上升。受到港元存款利率低、預期人民幣上升可帶來估值收益及本港股市從去年10月高峰水平進行調整這三個因素刺激，人民幣存款成為不少市民的投資選擇。然而，人民幣存款額仍然很小，只佔本港存款總額少於2%。

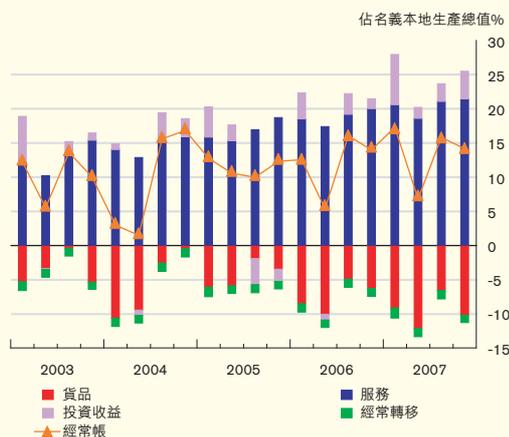
貨幣狀況指數的進一步下調顯示本地貨幣狀況在2008年早段繼續轉趨寬鬆（圖3.8）。實質利率下跌及港元實質有效匯率回落，是導致貨幣狀況轉趨寬鬆的重要原因。

**圖 3.9**  
在香港使用的貸款與名義本地生產總值



資料來源：金管局及政府統計處。

**圖 3.10**  
對經常帳盈餘的貢獻



資料來源：政府統計處。

**表 3.A**  
按標準組成項目分析國際收支平衡帳

佔本地生產總值百分比	2005	2006	2007			
			Q1	Q2	Q3	Q4
經常帳	11.4	12.1	17.2	6.8	15.8	14.1
資本及金融帳	-13.2	-14.2	-14.5	-10.6	-19.4	-17.0
資本轉移	-0.4	-0.2	-0.3	1.0	1.7	0.2
金融非儲備資產 (淨變動)	-12.1	-10.9	-10.8	-8.9	-17.7	0.2
直接投資	3.6	0.0	0.3	6.3	5.4	1.1
有價證券投資	-17.7	-14.1	1.6	-5.3	2.9	8.6
金融衍生工具	2.2	1.8	7.1	4.2	3.0	0.8
其他投資	-0.2	1.4	-19.8	-14.2	-29.0	-10.4
儲備資產 (淨變動)	0.8	3.2	3.3	2.6	3.4	17.4
淨誤差及遺漏	1.8	2.2	-2.8	3.8	3.6	2.8

資料來源：政府統計處。

本港信貸增長自2007年初起呈現上升趨勢，大致跟隨名義本地生產總值增長加快的步伐(圖3.9)。美國接連減息帶動息率向下以及預期本地通脹上升亦刺激起貸款需求。按行業計，大多數貸款類別均在2008年第1季增加，但證券經紀貸款則因首次公開招股活動減少及本港股市調整而下降(見第3.8節詳情)。

### 3.4 資金流向

最新國際收支平衡數據顯示，儲備資產連續第10個季度增加。由於外匯儲備資產錄得投資收入及金管局於去年10月底購入美元，外匯儲備資產在2007年第4個季度驟增783億港元，是1999年開始編製國際收支平衡數據以來的最大季度升幅。

經常帳在2007年第4季仍然錄得盈餘，其中服務貿易盈餘超過貨品貿易赤字(圖3.10及表3.A)。服務貿易盈餘主要源自貿易有關服務，金融服務淨出口盈餘對經常帳的貢獻則在本港股市調整帶動下略為收縮。

非儲備金融帳在2007年第4季錄得淨流入，原因是直接投資、有價證券投資及金融衍生具的淨流入超出其他投資的淨流出(表3.A)。報告期內資金流入及流出總額均相當龐大，主要是有價證券投資的雙向資金流動以及首次公開招股活動及股市交投帶動的其他投資所致。香港人在本港銀行戶口將港元轉作人民幣存款，亦增加資金流出總額，原因是這類交易在國際收支平衡中通常被列作「其他」投資帳項的資金流出。

## 銀行業的表現

零售銀行盈利維持穩健，雖然較以往略為遜色。息差改善大致上抵銷了營運支出上升、次按危機令投資組合撥備增加，以及股市交投轉淡令非利息收入下降的影響。資本及流動資金維持強健；而在本港經濟基本因素穩健支持下，除次按相關證券外，銀行資產質素改善。這反映在美國次按危機的衝擊下，迄今銀行體系仍能安然度過。然而，近期有初步跡象顯示，隨着金融市場波動增加，公司貸款的信貸風險略為上升，銀行應審慎注視可能出現的不利發展。整體而言，綜合預警系統顯示銀行體系維持穩健，銀行陷入困境的風險甚低。然而，當前不穩定的全球金融狀況，仍未平息的次按危機，加上公司貸款信貸風險增加及營運成本可能進一步上升，可能繼續為銀行帶來挑戰。

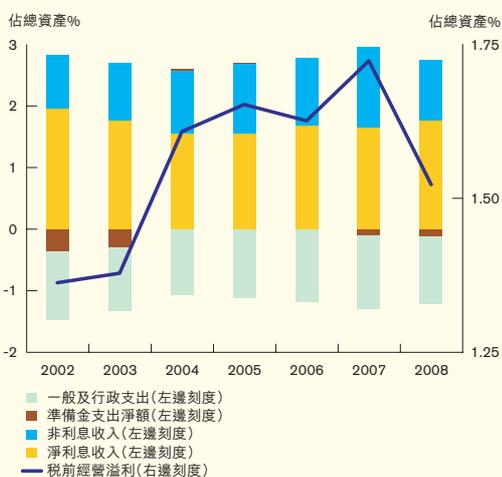
### 3.5 盈利及資本額

#### 盈利

以稅前經營溢利佔總資產的百分比計，零售銀行盈利在截至2008年3月的6個月報告期內<sup>18</sup>略為下降(圖3.11)。由於營運成本(包括一般及行政開支)顯著上升，以及銀行所持結構性信用產品(主要是次按相關證券)投資的質素下降，令其他準備金淨支出<sup>19</sup>上升，因而使盈利受到限制。

以總資產計，迄今本港整體零售銀行所錄得的結構性信用投資的按市價估值虧損並不顯著。然而，若危機惡化，部分銀行可能要為這類投資進一步撇帳。專題6就報告期內結構性信用產品的部分基礎資產進行市場引伸虧損分布估計，以了解零售銀行結構性信用投資出現進一步虧損的可能性。研究發現，根據市場資訊引伸得出的虧損在2007年9月底至2008年3月底期間擴大，這與期內零售銀行的準備金淨支出相符。由於信心改善，4月份以來的市場引伸虧損有回穩跡象，因此，假如銀行在截至2008年第1季的撇帳已完全反映其當時所持投資的公平值，銀行要進一步大規模撇帳的風險似乎不大。然而，由於危機可能仍有頗大段日子才可告平息，銀行應審慎防範結構性信用投資市況的變化可能帶來的影響。

圖 3.11  
零售銀行盈利



註：2008年數字是截至2008年第1季按年率計。  
資料來源：金管局。

<sup>18</sup> 除非另有說明，此章的報告期是指2007年9月底至2008年3月底的6個月期間。

<sup>19</sup> 不計呆壞帳準備金在內的準備金淨支出。

圖 3.12  
零售銀行淨息差



圖 3.13  
綜合利率

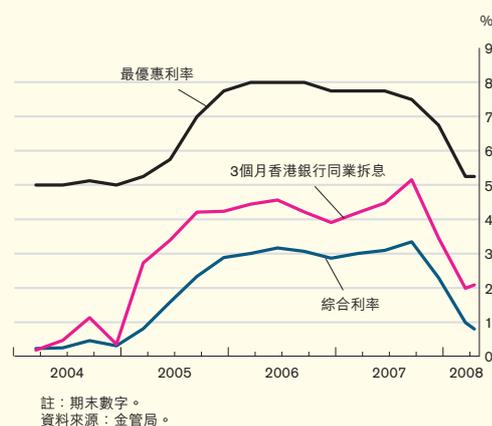


圖 3.14  
本地註冊認可機構資本額



收入方面，受到股市調整影響，零售銀行非利息收入(包括買賣收入及費用與佣金收入)在2008年第1季顯著減少，對盈利造成下調壓力。這方面的影響部分被被淨利息收入增加所抵銷。淨利息收入增加主要是由於在報告期內淨息差改善(圖3.12)，抵銷了付息資產減少(包括對其他認可機構的貸款及所持可轉讓債務工具)的影響。

淨息差改善，部分是由於最優惠貸款利率為基準的貸款息差略為擴大。在2007年10月底至2008年4月底期間最優惠貸款利率調低225基點，但反映零售銀行平均資金成本的綜合利率則下跌246基點(圖3.13)。另一方面，以香港銀行同業拆息為基準的貸款息差收窄。期內3個月香港銀行同業拆息下跌261基點，部分是由於首次公開招股活動相關的資金需求顯著減少。<sup>20, 21</sup>

報告期內有跡象顯示銀行體系部分資金被轉至海外銀行同業市場。在此情況下，零售銀行於2008年3月提供予認可機構的港元貸款較2007年9月下降53%，提供予境外銀行的外幣貸款則上升23%。因此，提供予境外銀行的外幣貸款佔零售銀行總資產的比重由16%上升至21%左右。當中難以確定這反映零售銀行境外相關機構的資金需求上升，抑或零售銀行本身致力轉尋較高收益。然而，由於向境外金融機構(尤其歐美市場)提供貸款可能牽涉較大的交易對手風險，銀行應注視若此趨勢持續會否對信貸風險造成影響。

### 資本額

於2008年3月底，本地註冊認可機構的整體綜合資本充足比率升至14.3%，相比2007年9月底則為13.6%(圖3.14)<sup>22</sup>，遠高於8%的國際最低標準。

<sup>20</sup> 報告期內香港銀行同業拆息跌幅較資金成本大。此外，整體零售銀行亦為銀行同業市場淨貸款人。

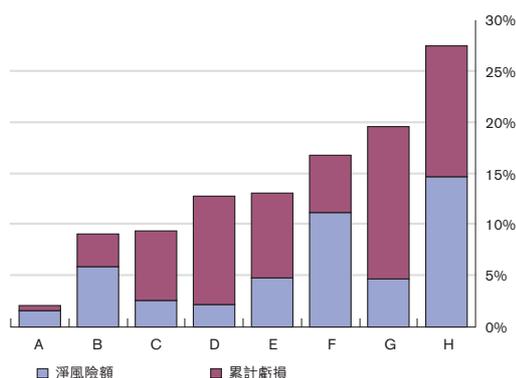
<sup>21</sup> 香港銀行同業拆息(尤其期限較短一類)受股市首次公開招股活動影響。該類招股活動減少令市場對短期資金的需求下降。

<sup>22</sup> 2007年1月1日推行本地註冊認可機構經修訂資本充足架構(《資本協定二》)。因此，自2007年3月起的資本充足比率不能與截至2006年12月底的數據直接比較。

## 專題 6

美國次級按揭及公司債務的市場引伸信貸虧損，  
及其對零售銀行結構性信用投資進一步撇帳的啟示

圖 B6.1  
部分零售銀行截至2007年  
12月底所持結構性證券<sup>(a)</sup>  
的累計虧損<sup>(b)</sup>及淨風險額<sup>(c)</sup>  
(以相當於股東權益百分比計<sup>(d)</sup>)



註：

(a) 包括次級及非次級住宅按揭證券、債務抵押證券及特別投資機構所發行的證券。

(b) 截至2007年底計入損益帳及可供出售儲備的累計虧損。

(c) 總風險額減去累計虧損。

(d) 股東總權益。

資料來源：惠譽(2008年4月)，「Banks in Asia excluding Japan: Update on exposure to sub-prime and structured credit products」，載於 [http://www.fitchratings.com/corporate/reports/report\\_frame.cfm?rpt\\_id=383210&sector\\_flag=3&marketsector=1&detail=](http://www.fitchratings.com/corporate/reports/report_frame.cfm?rpt_id=383210&sector_flag=3&marketsector=1&detail=)

隨着美國次級住宅按揭證券(RMBS)及債務抵押證券(CDO)的基礎資產，即次按貸款及公司債券的信貸風險在評估期內上升，RMBS及CDO的市值均顯著下降。因此，持有該等結構性證券或由特別投資機構(SIVs)所發行的票據<sup>23</sup>的本港零售銀行，按市價估值在2007年底時錄得明顯虧損，儘管相對於股東權益計，有關的累計虧損及餘下的風險額仍屬不高(圖B6.1)。

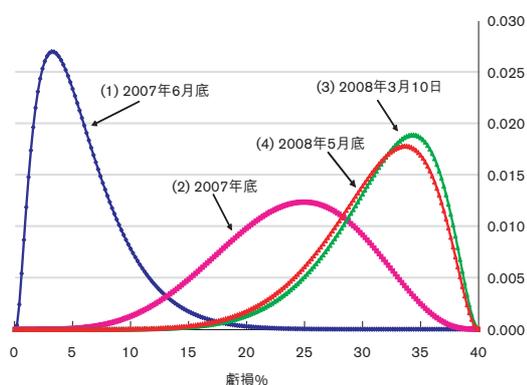
為了評估零售銀行在2008年上半年會否再次錄得顯著的虧損，本專題對美國次按及公司債券的市場引伸信貸虧損分布<sup>24</sup>作出分析，以估算市場對次級RMBS及公司CDO的價值的預期。由於上述結構性證券的現金流量以至價格是衍生自其基礎資產，因此後者的市場引伸虧損分布至少可以局部反映市場對該等結構性證券的質素的預期。然而，應注意本專題用作估計虧損分布的方法頗為簡單，並且採用了幾個粗略但合理的假設。<sup>25</sup>因此，計算結果應被視作概括估計，而不是準確的虧損數字。

<sup>23</sup> 由於部分特別投資機構持有大量次級RMBS及CDO，因此即使銀行本身沒有直接持有這類投資，但若它們持有這些特別投資機構所發行的票據，則仍有可能受到次按危機影響。

<sup>24</sup> 信貸虧損是因欠款人未有履行還款責任而引起的虧損。本專題以圖示方式展現信貸虧損分布，透過將y軸的概率，與x軸的虧損(以相當於投資組合值的百分比計)配對來作標繪。

<sup>25</sup> 計算虧損分布的方法與Longstaff and Rajan (2008)，「An empirical analysis of the pricing of collateralised debt obligations」《Journal of Finance》，2008年4月，第IV節，Valuing Tranches，頁529-563所載相近，但本專題採用的虧損分布假設是依循Vasicek (2002)，「The distribution of loan portfolio value」，《Risk》，2002年12月的建議。此外，為簡單起見，資產相關值及違責損失率均作若干假設。我們估計虧損分布時採用的1年期風險中性違約概率將各等級的理論與市場息差之間的差距平方總和最小化。估計公式中，假設 $t$ 年(其中 $t = 0.25, 0.75, \dots, 5$ )的累計違約概率是 $1 - \exp(-PD^*t)$ ，並假設無風險利率是5厘。

**圖 B6.2**  
美國次級按揭的市場引伸虧損分布

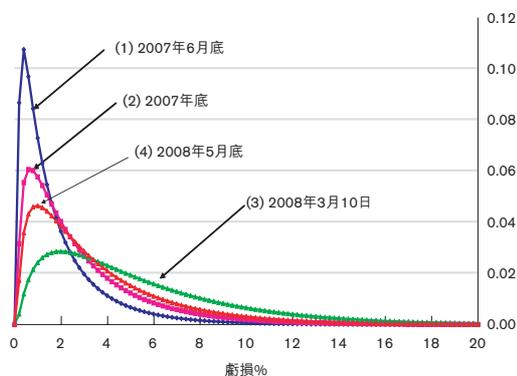


註：

- (1) 虧損分布是利用 2007 H1 ABX 指數證券各等級的價格進行估計。假設基礎次按組合的平均預期年期為 10 年，以及按揭貸款人並無提早還款。上圖顯示 10 年累計虧損分布。
- (2) 假設每宗按揭性質一致，違約損失率及資產相關值相同，分別為 40% 及 0.15。估計時假設 BBB-、BBB、A、AA 及 AAA 等級的「附看點」（「離開點」）分別為 3% (5%)、5% (7%)、7% (10%)、10% (15%) 及 15% (30%)。假設所有等級的價格只反映基礎資產的信貸風險。

資料來源：職員估計數字及 JP 摩根大通。

**圖 B6.3**  
美國投資級別公司債券的市場引伸虧損分布



註：

- (1) 虧損分布是利用 5 年 on-the-run CDX.NA.IG 指數內的 6 個等級的息差進行估計。上圖顯示 5 年累計虧損分布。
- (2) 假設所有公司性質一致，違約損失率及資產相關值相同，分別為 40% 及 0.2。

資料來源：職員估計數字及 JP 摩根大通。

美國次按的市場引伸虧損分布是由 ABX 指數各等級(tranches)的價格衍生而來，而每個等級與某特定類別的次級 RMBS 信貸評級相連。<sup>26</sup> ABX 指數某等級的交易，相當於同一信貸評級類別 20 個美國次級 RMBS 信用實體發行的信貸違約掉期的交易。基於這個原因，ABX 指數不同等級的價格一般被用作反映市場對美國次按信貸虧損以至次級 RMBS 質素的預期。<sup>27</sup>

美國公司債券方面，市場引伸虧損分布是從 CDX 北美洲投資級別(CDX.NA.IG)指數各等級<sup>28</sup>的息差衍生而來。CDX.NA.IG 指數的交易相當於一籃子屬投資級別的 125 間美國公司的信貸違約掉期的交易。因此，CDX.NA.IG 指數的各等級的息差可被用作反映市場對美國公司出現違約事件以至美國公司 CDO 的價值的預期。

圖 B6.2 顯示美國次按在 2007 年 6 月至 2008 年 5 月底期間<sup>29</sup>的 4 個特定時間點的市場引伸信貸虧損分布，圖 B6.3 則顯示美國公司債券方面的情況。在圖 B6.2 及 B6.3 中，信貸虧損分布在 2007 年 6 月底（次按危機爆發前）至 2007 年底（危機爆發後）明顯向右移，分別反映市場預期美國次按及公司債券的信貸虧損增加。這與零售銀行於 2007 年底就所持次按相關證券及公司 CDO 錄得的虧損大致相符。

<sup>26</sup> 計為 AAA (ABX.HE.AAA)、AA (ABX.HE.AA)、A (ABX.HE.A)、BBB (ABX.HE.BBB) 及 BBB- (ABX.HE.BBB-)。

<sup>27</sup> 請參閱英倫銀行(2008)，「Comparison of measures of sub-prime losses」，《Financial Stability Report》，2008 年 4 月，頁 18-20。

<sup>28</sup> 包括 6 個等級，計為 0-3%、3-7%、7-10%、10-15%、15-30% 及 30-100%。每個等級吸納 CDX.NA.IG 指數某特定部分的虧損，例如 0-3% 等級吸納首 3% 的虧損。

<sup>29</sup> 4 個時間點各自代表不同時間的市場預期：(1) 次按危機爆發前（即 2007 年 6 月底）；(2) 按市價計算的虧損被計入銀行於 2007 年底的財務業績（即 2007 年底）；(3) 次按危機因貝爾斯登流動資金問題而擴大，進一步影響結構性證券市場投資者的信心（即 2008 年 3 月 10 日）；以及 (4) 於 2008 年 5 月底本專題編製時的最新發展。

在2007年底至2008年3月10日期間（其時貝爾斯登流動資金問題令次按危機再擴大），虧損分布亦明顯向右移。這反映零售銀行在2008年上半年可能錄得進一步的虧損。<sup>30</sup> 由於信心回升，從2008年3月至5月期間虧損分布略向左移，可見最近市場引伸虧損有回穩跡象。假如銀行截至2008年第1季的撇帳已完全反映其所持投資的當時市場值，則銀行要進一步大規模撇帳的風險似乎不大。然而，由於危機可能仍未平息，以及衡量出現極端虧損機會的尾端風險仍然遠高於危機發生前的水平<sup>31</sup>，銀行應小心防範結構性證券市況的轉變所帶來的影響。

<sup>30</sup> 這與部分零售銀行公布已就2008年第1季進一步撇帳的情況相符。

<sup>31</sup> 美國次按的情況尤其明顯。根據圖B6.2顯示的估計虧損分布，次按危機爆發前（2007年6月底），有5%機會信貸虧損達到投資組合值的13%以上。然而，危機爆發後（2007年底），相應估計顯著上升至33%。這個估計數值於2008年3月進一步上升至38%，最近（2008年5月底）則略為回落至37%。

**圖 3.15**  
零售銀行流動資金比率



**圖 3.16**  
3個月香港銀行同業拆息與3個月隔夜指數掉期利率的息差及2年港元掉期利率之間的息差



### 3.6 流動資金及資金來源

銀行作為中介機構，將存款轉為流動性較低的貸款，無可避免地會承受流動資金風險。因此，銀行必須監察這項風險，以確保具備足夠的流動資金，作為履行預期及意料以外的財務承擔。

零售銀行平均流動資金比率在2008年第1季降至47.7%，扭轉由2007年第3季51.0%上升至2007年第4季51.9%的情況。然而，以現時水平計，平均流動資金比率仍然遠高於25%法定最低的要求（圖3.15）。

銀行同業市場的流動資金狀況，對銀行承受流動資金風險的能力有很大影響，因為同業市場流動資金的多少，會影響銀行在短時間內透過同業借款籌措資金的能力。相比美國或部分歐洲市場的銀行因次按危機而普遍面對流動資金壓力，本港銀行同業流動資金狀況似乎頗為充裕及穩定。然而，值得注意的是可被用作反映港元銀行同業市場資金供應情況間接指標的3個月香港銀行同業拆息與3個月港元隔夜指數掉期利率(OIS)之間的息差。在報告期內顯示銀行同業不如以往般願意借出期限較長的貸款（圖3.16）。<sup>32</sup> 這個情況似乎在2008年第1季略有改善，但對同業市場資金倚賴程度較大的銀行應該慎防可能出現不利的發展。另一方面，可被視作銀行體系流動資金有效代理指標的2年期港元掉期息差（圖3.16）於2007年10月急升<sup>33</sup>，反映報告期內銀行同業市場的資金供應情況不明朗。

<sup>32</sup> 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部分與每日隔夜利率指數掛鉤。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定之固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差距進行交換。固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜利率涉及的信貸及流動資金風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動資金風險溢價應該很小。因此，3個月期香港銀行同業拆息與3個月期隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動資金風險。有關詳情可參閱「What drives interbank rates? Evidence from the LIBOR panel」，《BIS Quarterly Review》，2008年3月號。

<sup>33</sup> 掉期息差指「以定息換浮息」利率掉期之利率與相同年期外匯基金票據或債券的收益率之間的息差。

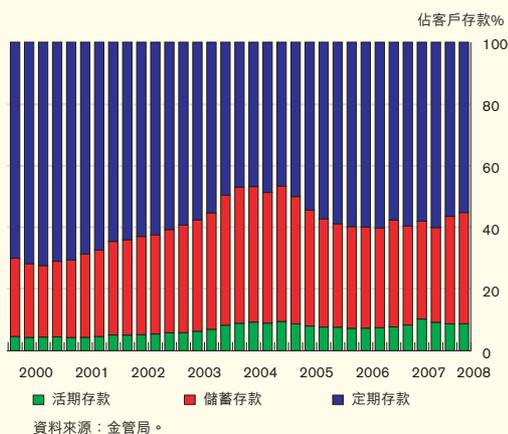
**圖 3.17**  
零售銀行負債結構



銀行負債結構是影響流動資金風險水平的長期因素。與大部分其他資金來源相比，客戶存款涉及的資金成本一般較低及較穩定。於2008年3月，客戶存款仍然是零售銀行最主要的資金來源，其佔負債總額的比率維持穩定，為75% (圖3.17)。

零售銀行的流動性風險受到客戶存款組合成分影響。在各類存款中，定期存款通常較儲蓄存款穩定，後者又較活期存款穩定。自12月份報告以來，由於繼美國減息後本港定期存款利率持續下調，促使流動性較低的定期存款被轉作儲蓄存款。在此情況下，儲蓄存款比重由2007年9月的30.7%上升至2008年3月的36.1%，定期存款比重則由60.1%降至55.2% (圖3.18)；活期存款比重由9.2%稍降至8.7%。這可能對銀行資產與負債的期限錯配造成影響。

**圖 3.18**  
零售銀行客戶存款結構



銀行流動資金水平也視乎有多少客戶存款被用作提供流動性較低的貸款而定。近年整體零售銀行的「客戶資金差額」均保持在負數水平，即客戶貸款額低於客戶存款額，使整體零售銀行仍然是同業貸款 (期限一般較短) 的淨貸款人及債務證券 (相對較流動) 的淨持有人。在2008年3月，客戶資金差額維持於負37.7%，幅度較2007年9月的負38.0%略為收窄 (圖3.19)。

**圖 3.19**  
按資金來源分類的零售銀行資金差額

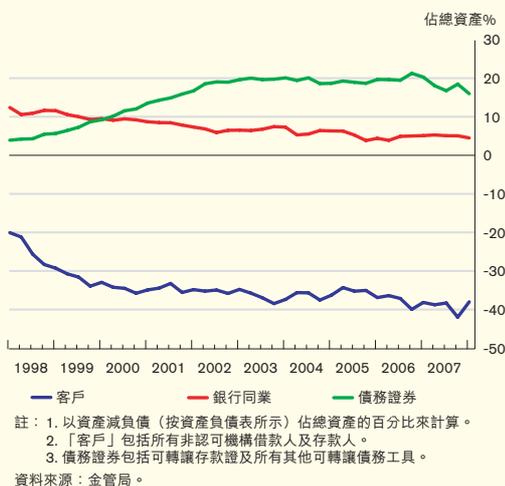


圖 3.20  
港元貸存比率



於2008年3月底，整個銀行體系及零售銀行以所有貨幣計的貸存比率分別由2007年9月的53.4%及48.6%上升至55.0%及49.4%。此外，銀行體系及零售銀行港元貸存比率亦分別由72.9%及67.1%上升至76.5%及71.1% (圖3.20)。這主要是由於港元存款跌幅較貸款大，可能反映股市相關資金流出，以及港元存款被轉作外幣存款以獲取較高利息收入及匯兌收益。然而，以現時貸存比率水平計，流動性風險應不會構成重大問題。

認可機構面對的交易對手流動資金風險水平也非常重要，原因是由一間認可機構引發的衝擊可能會迅速擴散至整個銀行體系。就整體零售銀行而言，截至2008年3月底，來自本港銀行同業的借款額僅佔總負債的2.6%，對本港銀行同業提供的貸款額則佔總資產的7.4%。前者較2007年9月底的5.2%下降，後者亦較同期的10.6%下降，反映股市相關活動帶動的資金需求減少。整體而言，由於本港認可機構之間的銀行同業借貸只佔零售銀行資產負債表一個細小的部分，因此本港市場方面因銀行同業借貸而引起的連鎖影響不會構成重大問題。

### 3.7 利率風險

圖 3.21  
零售銀行港元存款與貸款差距

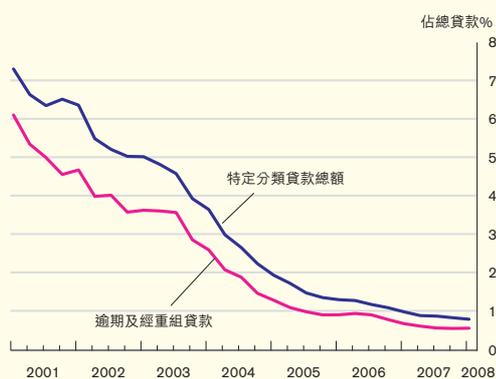


報告期內，零售銀行港元存款與貸款差距顯著收窄，扭轉2006年6月以來連續5個季度擴大的趨勢，可能反映2007年11月股市調整帶動部分股市相關的存款流出，以及港元存款被轉作外幣存款。截至2008年3月底，該差距達7,420億港元，相當於零售銀行港元資產的24.9%，相比2007年9月的數字及比率分別為9,390億港元及26.6% (圖3.21)。在此期間，港元定期存款跌幅較貸款大，但這對利率 (尤其同業拆息) 影響溫和，反映股市相關資金流出所引起的不利影響可能被美國的放寬貨幣政策而部份甚至完全抵銷。然而，若如部分市場人士所料美國即將結束現階段的放寬貨幣政策，若股市相關資金進一步流出，其對流動資金 (尤其同業貸款) 造成的影響便可能會較為明顯。

鑑於銀行大部分計息資產都以浮息為計算基礎，即使利率波動，中介息差仍相對穩定。然而，應注意部分銀行一大部分資產（尤其按揭貸款組合）是最優惠貸款利率為定價基準，但其部分資金卻按香港銀行同業拆息及與香港銀行同業拆息掛鈎的定期存款利率定價。最優惠貸款利率及香港銀行同業拆息對美元利率變動的不同反應，可能會對銀行息差構成壓力。

由於大部分按揭貸款均採用最優惠貸款利率，上述風險在按揭市場仍然持續。最新的住宅按揭貸款統計調查顯示，大約85%新批出貸款的息率均比最優惠貸款利率減2.5厘為低。<sup>34</sup> 隨着報告期內最優惠貸款利率調低225基點，實質按揭利率降至低於2.50厘至2.75厘不等。以近期3個月同業拆息維持在2%附近計，過度倚賴同業存款作為資金來源的銀行的風險緩衝已變得很小。

圖 3.22  
零售銀行的資產質素



註：特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。  
資料來源：金管局。

表 3.B  
認可機構提供在香港使用的貸款

	按季變動 (%)				佔總額 (%) 3/08
	6/07	9/07	12/07	3/08	
在香港使用的貸款 <sup>1</sup>	6.4	5.8	-4.5	6.3	
其中：					
貿易融資	12.2	4.2	4.1	8.4	7.6
住宅按揭貸款 <sup>2</sup>	1.2	1.4	2.2	2.4	24.4
製造業	7.4	4.8	1.7	16.1	5.4
運輸及運輸設備	1.2	6.0	6.1	5.0	5.8
電力及氣體燃料	4.6	-5.1	9.4	-2.1	1.1
資訊科技	-18.1	10.4	-11.7	34.6	1.1
建造業、物業發展與投資	6.2	5.7	4.2	6.2	23.5
批發及零售業	4.0	1.8	2.8	16.6	5.2
與財務及金融有關公司 <sup>3</sup>	10.2	6.2	9.5	7.2	10.3
證券經紀	35.6	11.8	-86.4	-4.2	0.7
信用卡透支	2.2	7.0	8.7	-6.1	2.6

註：<sup>1</sup> 包括貿易融資。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 包括對投資公司、保險公司、期貨經紀及財務公司的貸款。

資料來源：金管局。

### 3.8 信貸風險

雖然有跡象顯示公司貸款（尤其中國內地相關企業）的信貸風險略為增加，但由於本地經濟穩健增長所支持，零售銀行資產質素在截至2008年3月的6個月內持續改善。特定分類貸款及逾期與經重組貸款佔貸款總額的比率進一步下降，前者由0.89%進一步改善至0.81%，後者亦由0.58%降至0.57%（圖3.22）。

本地貸款扭轉2007年第4季錄得的4.5%跌幅，在2008年第1季增長6.3%。各行業貸款表現不一（表3.B）。鑑於市場氣氛改善及低息環境帶動物業價格上升，物業有關貸款穩步增長。建造業及物業發展與投資貸款在2007年第4季及2008年第1季分別再升4.2%及6.2%。由於新造按揭貸款額超過現有按揭的還款額，因此未償還住宅按揭貸款在2007年第4季及2008年第1季分別上升2.2%及2.4%（圖3.23）。在此情況下，物業有關貸款佔本地貸款總額的比例由12月份報告的45.2%上升至2008年第1季的47.9%。

<sup>34</sup> 市場資料顯示，新批出貸款的息率通常為最優惠利率減2.75厘至3.00厘。

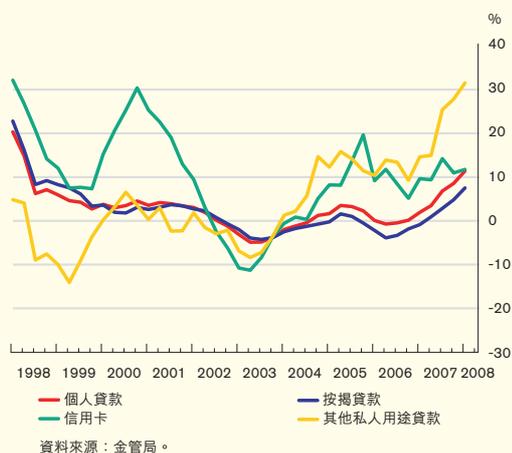
**圖 3.23**  
受訪認可機構未償還及新批出按揭貸款



隨着2007年11月以來股市表現轉弱，市場對首次公開招股活動及股票投資的興趣亦隨之而減少，因此證券經紀貸款在2007年第4季及2008年第1季分別減少86.4%及4.2%。然而，金融有關公司的貸款繼在2007年第4季上升9.5%後，在2008年第1季再升7.2%。上述貸款以提供予投資公司的類別居多。由於全球金融市場前景仍受美國次按危機連鎖效應的陰霾籠罩，銀行應審慎注視金融有關公司貸款的資產質素會否受到影響。

其他行業方面，批發與零售業、製造業、貿易融資，以及運輸與運輸設備行業貸款均錄得顯著增長，資訊科技業貸款亦扭轉在2007年第4季的11.7%跌幅，在2008年第1季顯著增長34.6%。相比之下，電力及氣體業貸款在2008年第1季減少2.1%，扭轉2007年第4季的9.4%升幅。另一方面，信用卡貸款亦在2008年第1季減少6.1%。在2007年第4季，這類貸款因節日消費及繳納薪俸稅而急增8.7%。

**圖 3.24**  
認可機構提供的個人貸款按年增長



### 個人貸款

自2002年9月以來，個人貸款<sup>35</sup>佔在香港使用貸款<sup>36</sup>的比重一直處於下跌趨勢，但其後逆轉，由2007年9月的31.3%上升至2008年3月的32.7%。這主要是由於按揭貸款及無抵押貸款(包括信用卡貸款及其他私人用途貸款)顯著增長所致。

在2008年3月，個人貸款按年上升11.2%，升幅較12月報告的6.7%大(圖3.24)。信用卡貸款及其他私人用途貸款在3月份分別錄得11.6%及31.3%的強勁按年增幅；按揭貸款亦上升7.4%。在此情況下，以信用卡貸款及其他私人用途貸款計的無抵押個人貸款所佔比重由2007年9月的24.3%上升至2008年3月的25.3%，顯示整體銀行承受較高信貸風險的貸款業務較以往增加。銀行體系有需要注視這個趨勢對資產質素可能造成的影響。

<sup>35</sup> 個人貸款(loans to households)亦可譯作「住戶」貸款。個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部分為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。

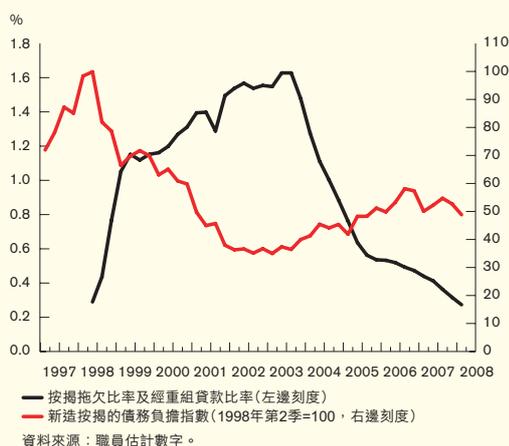
<sup>36</sup> 包括貿易融資貸款。

圖 3.25  
房屋資產槓桿比率



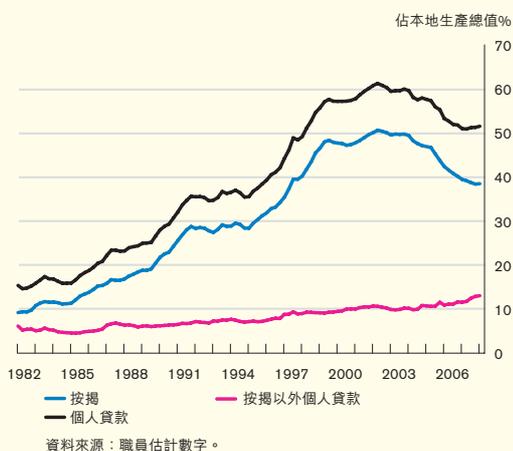
報告期內，影響銀行個人貸款資產質素的大部分因素進一步改善。近年物業價格回升，使個人資產對比負債的狀況改善，因而令銀行按揭貸款組合質素普遍提高。在2003年至2006年期間，房屋資產槓桿比率，即房屋存量市值相對其資產淨值（房屋存量市值減去未償還的銀行按揭貸款）的比率顯著下降。隨着2007年以來住宅物業價格逐漸上升，該槓桿比率由2007年9月的1.16進一步改善至2008年3月的1.14（圖3.25）。

圖 3.26  
新造按揭的住戶債務負擔



同樣地，新造按揭的供款與收入比率指數<sup>37</sup>（作為按揭借款人債務負擔的指標）由2007年第3季的54.8降至2008年第1季的48.9（圖3.26）。新造按揭的住戶按揭債務負擔下降，主要是由於住戶收入增加及按揭息率下調，抵銷貸款額上升的影響。

圖 3.27  
住戶債務槓桿比率



另一廣泛用作衡量個人債務承受衝擊能力的指標，住戶債務與本地生產總值比率，由2007年9月的51%微升至2008年3月底的52%，主要是由於無抵押個人貸款的債務負擔增加。應注意該比率達至61%左右的近年最高水平後<sup>38</sup>，自2002年第2季即開始下降（圖3.27）。以現時52%的水平計，個人債務負擔仍顯著低於高峰水平，亦低於很多發展成熟經濟體系的平均水平（於2005年為58%<sup>39</sup>）。

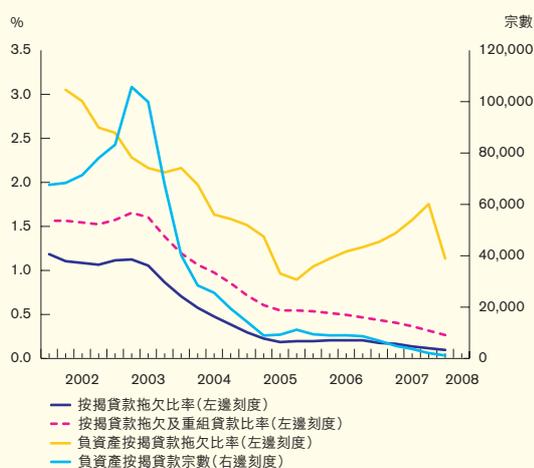
受惠於經濟增長穩健及個人還債能力提高，銀行整體按揭組合資產質素改善。拖欠率於2008年4月降至0.08%的歷來最低水平，較2007年10月的0.12%為低。經重組貸款比率亦由0.21%降至0.16%。此外，負資產按揭貸款拖欠率由2007年9月的1.57%降至2008年3月的1.13%。

<sup>37</sup> 若供款與收入比率指數值上升，顯示個人收入下降、利率上升或平均新造的按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警個人貸款的資產質素惡化。

<sup>38</sup> 這主要反映亞洲金融風暴前住宅按揭貸款增加及風暴過後經濟步伐減慢。

<sup>39</sup> 包括意大利、法國、日本、德國、西班牙、澳洲、愛爾蘭、新西蘭及美國。詳情參閱國際貨幣基金組織(2006)，「新興市場個人信貸增長」，《Global Financial Stability Report》。

**圖 3.28**  
受訪認可機構負資產及按揭貸款拖欠比率

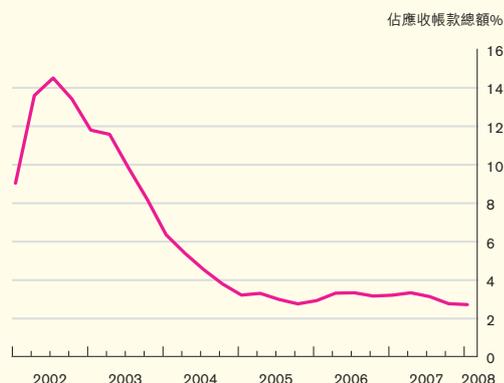


註：

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

資料來源：金管局。

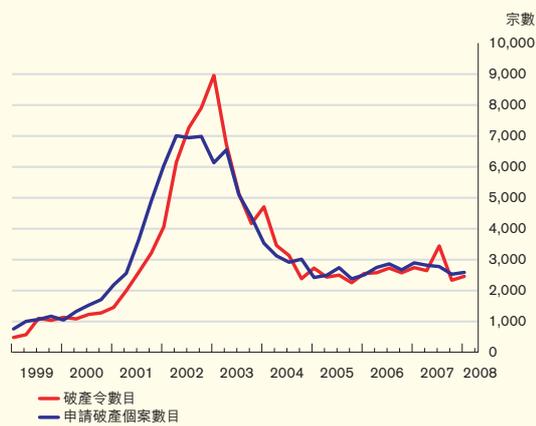
**圖 3.29**  
受訪認可機構信用卡應收帳款的撇帳比率



註：按季年率計數字。

資料來源：金管局。

**圖 3.30**  
破產宗數



資料來源：破產管理署。

隨着物業價格顯著上升，負資產按揭貸款個案續降72.6%至953宗，與2003年6月最高水平的106,000宗相比下跌99% (圖3.28)。

信用卡組合資產質素方面，以年率計撇帳比率由2007年第3季的3.10%降至2008年第1季的2.68% (圖3.29)<sup>40</sup>。在2008年首4個月內，個人破產令及破產申請個案分別降至3,464項及3,519宗，相比去年同期的跌幅為3.5%及7.4% (圖3.30)。

### 公司貸款<sup>41</sup>

在2008年3月，公司貸款佔在香港使用貸款的66.8%，<sup>42</sup>其總額較去年同期上升15.7%。

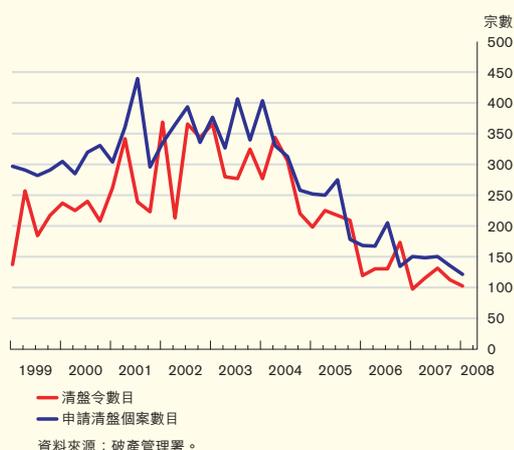
私營企業的信貸風險指標總體維持穩健，但由於金融市場波動增加及全球經濟前景不明朗，一些指標有跡象較以往略為轉差。

<sup>40</sup> 拖欠及經重組合併比率亦於3月底降至0.4%。然而，經重組應收帳款額在2008年第1季稍增至5,400萬港元，顯示該組合質素或轉差。

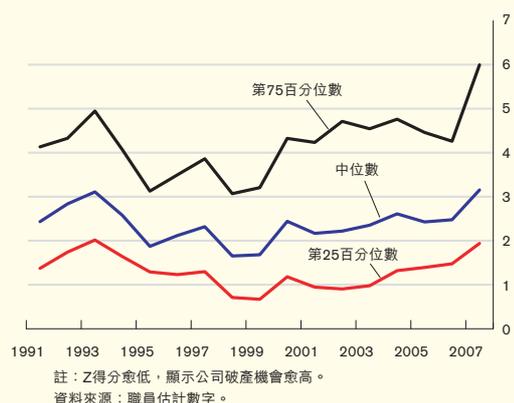
<sup>41</sup> 指非金融類公司貸款。

<sup>42</sup> 公司貸款包括在香港使用的貸款及墊款(包括貿易融資貸款)，但不包括提供予專業人士及其他個人的貸款。

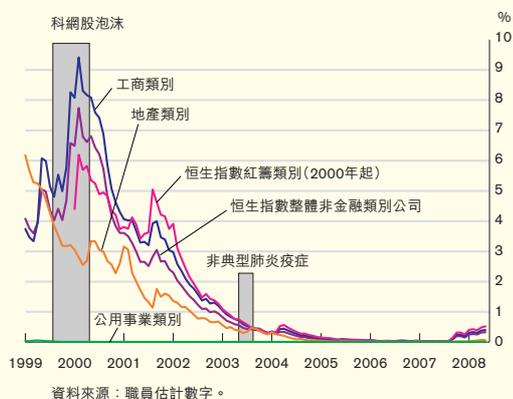
**圖 3.31**  
清盤令及申請清盤宗數



**圖 3.32**  
非金融類上市公司破產風險  
指標：Altman的Z得分



**圖 3.33**  
恒生指數非金融類別公司整體違約概率



從公司強制清盤數據反映的公司貸款信貸風險水平表現不一。2008年首4個月內公司清盤申請個案按年減少9.5%至171宗，強制清盤令的數目則增加7.1%至150宗（圖3.31）。

Altman的Z得分<sup>43</sup>是典型的信貸風險指標，根據私營企業財務報表所載的一系列財務比率來評估該企業的財政穩健程度。該得分顯示2007年香港非金融類企業財政穩健程度改善（圖3.32）。<sup>44</sup> 這個情況頗為廣泛，不但包括信貸質素較佳的企業（第75百分位數及中位數），亦包括信貸質素相對較差的企業（第25百分位數）。然而，從一項結構模型<sup>45</sup>估計得出的恒生指數非金融類成分公司的整體估計違約概率顯示，最近私營企業信貸風險可能有所上升。估計違約概率由上一份報告的0.20%普遍升至4月份的0.32%，反映股市波動較大。然而，與近年科網股泡沫爆破後的高峰水平7.74%，以及非典型肺炎疫症時期的0.65%相比，現時的違約風險水平仍屬溫和。期內，恒生指數所有分類成分行業及紅籌成分股的估計違約概率亦走勢相近（圖3.33）。

<sup>43</sup> 參閱Altman E. (2000), 「Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-scores and ZETA models」, 研究文章, 紐約大學。用以計算Z得分的會計比率為：流動資金／總資產、保留盈餘／總資產、扣除利息及稅項前盈利／總資產、股票市值／總負債帳面值，以及銷售額／總資產。

<sup>44</sup> 非金融類公司指在香港主板及創業板上市的公司，不包括H股公司、投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司。有關數據由Thomson Financial提供。2007年數字僅為初步，並只涵蓋本報告截稿時已公布2007年末期業績的公司。這些數字可能會作修訂，解讀時應該審慎。

<sup>45</sup> 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>。

### 銀行體系的系統性風險

我們在今期提出一個香港銀行陷入困境的綜合預警系統。該系統利用領先指標模型(具體上是常態概率(Probit)經濟計量模型)，以識別一系列能預示銀行出現問題的領先指標，並用以估計銀行陷入困境的概率。這些領先指標包括宏觀經濟基本因素、出現貨幣危機的可能性、銀行及非金融類公司信貸風險、資產價格泡沫、信貸增長，以及其他亞太地區有否出現銀行陷入困境的情況。研究顯示它們就銀行陷入困境的可能性具有合理預測能力。該模型的要點載於專題7。根據最新的2008年第1季資料，本港銀行陷入困境的風險頗低，估計概率仍處於最低脆弱程度的範圍。<sup>46</sup>

**圖 3.34**  
香港銀行體系的複合拖欠債務風險指數



然而，應注意最近系統內有幾個領先指標出現不利變化。<sup>47</sup>另一常用的本港銀行違約風險指標，即複合拖欠債務風險指數(1998年1月=100)亦自12月份報告以來轉差，由2007年10月的0.3上升至2008年4月的7.4，主要是部分銀行股價波動增加所致(圖3.34)。現時的指數數值相比亞洲金融風暴時的水平(約為100)仍顯著較低，但已超越非典型肺炎疫症時期的水平(約為4)。該指數與綜合預警系統<sup>48</sup>相比，雖然只反映局部情況，但指數本身惡化卻反映出市場在國際金融市場信貸緊絀及全球經濟前景不明朗的情況下，對銀行風險的最新看法。

<sup>46</sup> 詳情見專題7註58。

<sup>47</sup> 主要領先指標載於專題7。近期實質物業價格泡沫及實質人均本地生產總值增長率略為轉差。

<sup>48</sup> 綜合預警系統中銀行違約概率的設計與複合拖欠債務風險指數相似，亦反映12月報告以來銀行違約風險水平轉差。

## 專題 7 銀行陷入困境的領先指標模型—— 為香港設立預警系統

銀行陷入困境對有關經濟體系造成的經濟損失可以很龐大。<sup>49</sup>事實上，預防銀行陷入困境是各國央行的首要職責之一，因此設立銀行困境領先指標及預警系統一直是央行人員及學術界努力的目標。

國際上曾有多項實證研究採用經濟計量法來制訂這些指標，但它們普遍存在局限，令研究結果對預警系統設立的工作幫助不大。<sup>50</sup>

有見及此，本專題擬建構一個可靠的銀行困境預警模型。具體而言，我們設立一個常態機率(Probit)經濟計量模型，以識別一系列銀行陷入困境的領先指標。我們採用1990年第2季至2007年第4季期間11個選定的東亞及太平洋地區經濟體系<sup>51</sup>的季度數據，用以估計香港銀行會陷入困境的概率。透過採用這些橫切面時間序列混合數據，我們可以評估亞洲區內的連鎖效應，並彌補了量化分析中缺乏銀行困境數據的缺點。<sup>52</sup>利用以上季度數據進行估計可更及時地偵測可能會出現的銀行問題。<sup>53</sup>為了更能掌握有關情況，我們同時利用宏觀和微觀數據來分析銀行陷入困境的情況。微觀方面，我們引入從銀行及非金融類機構的公司層面數據而估算出這些銀行及機構可能出現未能償還債務的風險指標，以解釋銀行陷入困境此現象。

<sup>49</sup> 舉例說，根據國際貨幣基金組織及世界銀行估計，經歷銀行危機或銀行陷入困境事件後，為重整銀行體系以有效地恢復其中介功能所需動用的財政支出，可相當於有關國家年度國內生產總值的五成。

<sup>50</sup> 有關簡要討論請參閱Wong et al. (2007)，「銀行危機領先指標模型—為香港及其他東亞及太平洋地區中央銀行會議成員經濟體系設立預警系統」(英文版)，《金管局工作論文》，22/2007。

<sup>51</sup> 它們都是東亞及太平洋地區中央銀行會議的成員經濟體系，包括澳洲、中國內地、香港(中國)、印尼、日本、南韓、馬來西亞、新西蘭、菲律賓、新加坡及泰國。

<sup>52</sup> 此方法與大多數國際研究都有同一缺點，就是假設區內經濟體系銀行陷入困境的原因相同，並且具有類似的經濟特色。由於這些經濟體系地理位置接近，同時經濟及金融聯繫密切，此一缺點所造成的問題可能會較小。本專題與其他國際研究一樣引入制度因素，以彌補上述不足之處。

<sup>53</sup> 有關數據處理的詳細探討，參閱 Wong et al. (2007)。

**表 B7.A**  
銀行陷入困境的領先指標

指標	主要研究結果
宏觀經濟基本因素： - 實質本地生產總值增長率 - 通脹率 - 實質信貸增長 - 貨幣供應對外匯儲備比率	通常銀行陷入困境前宏觀經濟基本因素會惡化，如經濟增長放緩及通脹上升。  強勁的信貸增長一般會於銀行陷入困境之前兩年發生。  貨幣供應 M2 與外匯儲備比率是貨幣危機指標。若某經濟體系出現貨幣危機的風險增大，其銀行體系出現問題的可能性亦會較高。
個別銀行及非金融類機構未能償還債務的風險	若單一或幾間銀行出現違約情況，可能會透過銀行體系連鎖效應構成重大的系統性銀行問題。同樣地，由於銀行對非金融類公司提供大量貸款，這類公司未能償還債務的影響可能會擴散至銀行體系。
資產價格泡沫： - 股價 - 物業價格	若物業及股票價格與其基本價值出現嚴重差距，一旦資產價格泡沫爆破，可能引起廣泛的違約事件及系統性銀行問題。
連鎖效應指標	若鄰近經濟體系的銀行陷入困境，在本地出現同樣問題的可能性亦會較大。
制度因素： - 實質人均本地生產總值	若某經濟體系體制較優勝，出現銀行問題的機會會較小。

**表 B7.B**  
銀行陷入困境的定義\*

銀行陷入困境是指出現一種或多種以下的情況：

1. 不良貸款比率超過 10%\*\*
2. 挽救銀行體系動用的費用大過或等於本地（國內）生產總值的 2%
3. 銀行實行大規模國有化
4. 出現系統性銀行擠提，或實施緊急措施以應付系統性銀行問題。

\* 此定義沿用 Demirgüç-Kunt 及 Detragiache (1998)，「The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries」，《國際貨幣基金組織職員研究文章》，45(1)，頁 81-109。

\*\* 香港方面以零售銀行總特定分類貸款比率作為代替。

**表 B7.C**  
列聯表

事件	模型發出困境訊號	模型沒有發出困境訊號
有銀行陷入困境	A	B (= 第 I 類誤差)
沒有銀行陷入困境	C (= 第 II 類誤差)	D

模型實證結果顯示，宏觀經濟基本因素轉差，其中包括：經濟增長放緩、通脹上升、本地信貸增長迅速、貨幣供應相對外匯儲備急升，銀行及公司信貸質素下降，以及樓市與股市資產價格相對其基本價值出現重大差距，都是預示銀行或會陷入困境的有用領先指標（表B7.A）。由於模型內所有解釋變數滯後至少3個季度，因此這模型實際上可根據解釋變數最新資料超前3個季度預測銀行或會陷入困境的可能性。

由於本專題的目的是設立銀行困境預警系統，領先指標模型的預示能力是非常重要的。一個評估模型預示能力的傳統方法，是根據樣本將預示結果填入二階分塊矩陣的資料格，以建立一個雙向列聯表（表B7.C）。<sup>54</sup>

為建立列聯表，我們必須找出一個出現銀行困境<sup>55</sup>的估計概率臨界水平 $\alpha$ 。當模型估計概率高於 $\alpha$ 時，預警系統即應發出困境訊號。

$\alpha$ 的水平可以用不同的方法來釐定。本專題假設央行對第I及II類誤差採用相同權數。我們將樣本中第I及II類誤差的總和最小化，從而選定 $\alpha$ ，結果得出的 $\alpha$ 值為0.0217。

<sup>54</sup> 參閱 Kaminsky, G. 及 C. M. Reinhart (1999)，「The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-payments Problems」，《American Economic Review》，89(3)，頁473-500。

<sup>55</sup> 本文所採用銀行陷入困境的定義，請參考表B7.B。

**表 B7.D**  
樣本內及樣本外模型評估 – 整體樣本

事件	樣本內	樣本外
有銀行陷入困境		
發出困境訊號	35	30
沒有發出困境訊號	1	6
沒有銀行陷入困境		
發出困境訊號	72	81
沒有發出困境訊號	291	282
<b>表現統計數據</b>	<b>樣本內</b>	<b>樣本外</b>
(1) 正確歸類比例	82%	78%
(2) 在銀行陷入困境的條件下的 正確歸類比例	97%	83%
(3) 第 I 類誤差	3%	17%
(4) 第 II 類誤差	20%	22%

**表 B7.E**  
就香港進行的樣本內及樣本外評估

事件	樣本內	樣本外
有銀行陷入困境		
發出困境訊號	4	4
沒有發出困境訊號	0	0
沒有銀行陷入困境		
發出困境訊號	7	8
沒有發出困境訊號	34	33
<b>表現統計數據</b>	<b>樣本內</b>	<b>樣本外</b>
(1) 正確歸類比例	84%	82%
(2) 在銀行陷入困境的條件下的 正確歸類比例	100%	100%
(3) 第 I 類誤差	0%	0%
(4) 第 II 類誤差	17%	20%

**表 B7.F**  
香港的樣本內預示能力

	Q1	Q2	Q3	Q4
1996				○
1997	○	○	○	○
1998	×	×	×	×
1999	×	×	×	×
2000	×	○	○	○
2001	○	○	○	○
2002	○	○	○	×
2003	×	○	○	○
2004	○	○	○	○
2005	○	○	○	○
2006	○	○	○	○
2007	○	○	○	○

註：

○ 沒有發出困境訊號

× 發出困境訊號

■ 正確訊數 ■ 誤警報

表B7.D顯示估計模型就11個指定經濟體系樣本的樣本內及樣本外表現。在樣本內評估中，模型就36宗困境事件及363宗非困境事件中分別準確預測到35宗及291宗。具體而言，正確歸類比例是82%，在銀行陷入困境此條件下而發出正確訊號的比例是97%，第I類誤差是3%，第II類誤差是20%。在樣本外評估中<sup>56</sup>，模型就36宗困境事件及363宗非困境事件分別準確預測到30宗及282宗。具體而言，正確歸類及在有銀行陷入困境條件下而發出正確訊號的比例分別為78%及83%，第I類誤差是17%，第II類誤差是22%。整體而言，模型在預測會否有銀行陷入困境方面，有合理的準確度。

就香港而言，模型的預示能力亦頗佳(表B7.E)。我們探討過去一段時間內銀行會否陷入困境的估計概率變化。在1998年第1季有關系統發出首個困境訊號，該訊號乃是根據1997年第2季數據發出，為一個誤報警號。值得注意的是當模型發出該訊號時，本港零售銀行特定分類貸款比率仍然處於極低水平(於1997年6月底為2.12%)，而且並無明顯上升趨勢以反映潛在風險正在上升。到了1998年下半年，特定分類貸款比率才開始上升。<sup>57</sup> 其後，模型能夠在1999年第1季預早3個季度發出銀行可能陷入困境的訊號，並在1999年第2季至1999年第4季期間再發出3個準確的困境訊號。整體而言，該系統成功歸類比率是84%。因此，模型結合發出困境訊號的估計臨界水平，可構成一個香港銀行困境的良好預警系統。

根據Demirgüç-Kunt及Detragiache (2000)提出的4個層面風險評級系統，以及截至2008年第1季最新數據，本港銀行陷入困境概率的當前數值屬於低水平，並列入最低脆弱度類別。<sup>58</sup> 這反映目前本港銀行陷入困境的風險不大。

<sup>56</sup> 樣本外預測是以下述方法得出：我們首先將整個樣本分成A及B兩組，A組是本地經濟體系的數據，B組是其他經濟體系的數據。然後利用表B7.A的同一組解釋變數來估計新一組系數，並利用B組數據來選出一個值(這個數值是將樣本內第I及II類誤差的總和最小化)。根據新一組估計系數及 $\alpha$ 值，我們再得出A組(即本地經濟體系)的樣本外預測。我們重覆上述預測11次，11個經濟體系逐一剔出一次，以得出其整體樣本外預測。

<sup>57</sup> 1997年3月至1998年3月期間季度平均比率是2.3%。於1998年6月，該比率是4.07%，其後再升，並於1999年9月達到10.61%的高峯水平。

<sup>58</sup> 我們採用Demirgüç-Kunt及Detragiache (2000) (參閱Demirgüç-Kunt及Detragiache (2000), [Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach], 《World Bank Economic Review》, 14(2), 頁287-307)的方法來逐一選出4個脆弱度類別的上限，使與該等限度相關的I類誤差分別為10%、30%、50%及100%。根據我們的數據得出的最低脆弱度類別引伸概率範圍介乎0.000至0.033，第二低脆弱度類別的概率介乎0.033至0.122，第三類別最高為0.302，最高脆弱度類別則超過0.302。

### 中國相關貸款

零售銀行對非銀行中資企業的貸款總額由2007年9月底的3,775億港元(佔總資產的5.3%)上升至2008年3月底的6,288億港元(佔總資產的8.7%)。就整體銀行業而言,非銀行類客戶的中國相關貸款總額亦由5,613億港元(佔總資產的5.0%)增至8,908億港元(佔總資產的7.5%)。這部分是由於申報規定經過修訂,銀行於2007年12月起須將零售銀行在內地的銀行附屬機構的非銀行中資企業貸款列入計算範圍。<sup>59</sup> 提供予企業及個人以供購置內地物業的貸款亦由2007年9月底的99億港元增至2008年3月底的116億港元。

由於對非銀行類客戶的中國相關貸款佔銀行資產有一定的比重,銀行有需要審慎注視非金融類中資企業的違約風險,尤其內地持續收緊貨幣政策可能影響企業的流動資金及增長潛力,以致可能增加違約風險。

本報告就中資企業提出一項新的違約風險指標,其方法與計算本港企業估計違約概率(圖3.33)所用的相同。該指標根據上海證交所A股180指數非金融類公司的股價及金融數據得出非金融類中資企業整體違約概率的季度序列,以評估中資企業的違約風險。<sup>60</sup>

**圖 3.35**  
上海證交所A股180指數非金融類別公司  
整體違約概率



資料來源：職員估計數字。

研究發現中資企業的整体違約概率由2006年起上升,在2008年3月達到3.9%的水平,原因是股市波動較大(圖3.35)。這反映涉及中資企業貸款的本港銀行所承受的信貸風險可能增加。本港銀行應密切注視這情況對非銀行中資企業貸款的資產質素可能造成的影響。

<sup>59</sup> 修訂前,只須申報由銀行(包括分行,但不包括附屬機構)提供的貸款數額。在2007年上半年,很多銀行把內地的分行註冊成為銀行的附屬機構,令原先計入分行的貸款一度在申報數據中剔除,直至申報規定最近修訂為止。

<sup>60</sup> 非金融類公司指上海證交所A股180指數所有非金融類成分公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)。違約概率從Merton的結構模型得出,其中股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。計算方法詳情載於Yu and Fung (2005)。

### 信貸風險宏觀壓力測試

為評估香港銀行承受宏觀經濟衝擊的能力，我們利用金管局的宏觀壓力測試架構對銀行貸款進行壓力測試。<sup>61, 62</sup> 測試過程中，我們對架構逐一引入多個類似亞洲金融風暴期間所見的衝擊，其中包括香港實質本地生產總值下跌、內地實質國內生產總值下跌、實質利率上升及實質物業價格下跌。<sup>63</sup>

我們以2008年第1季的宏觀經濟狀況作為當前環境，並製作涵蓋2008年第2季至2010年第1季這兩年期間共8個時間點的模擬未來路徑。主要統計數據載於表3.C，以顯示基準情況及4個受壓情況的信貸虧損分布，而這些受壓情況各自以不同的宏觀經濟變數作為壓力來源。<sup>64</sup> 在基準情況中，預期2010年第1季會錄得佔未償還貸款額0.15%的信貸虧損。引入人為衝擊令預期信貸虧損百分比大幅度提高。例如，在2008年第2季至2009年第1季期間，香港實質本地生產總值增長率受到衝擊的受壓情況下，該百分比會是0.78%。

若集中檢視信貸虧損分布的尾端，表3.C顯示即使以置信水平在90%的估計虧損風險值計，銀行在大部分受壓情況下仍會繼續錄得盈利，反映銀行體系現時的信貸風險溫和。然而，在置信水平99.9%的估計虧損風險值的極端情況下，銀行遇到不同來源衝擊時的最高信貸虧損比率會在1.81%（中國內地生產總值衝擊）與3.63%（本地生產總值衝擊）之間。這些最高信貸虧損的估計數字較亞洲金融風暴過後一年市場實際所經歷的小。<sup>65</sup> 然而，出現這些極端情況以致造成估計最高虧損甚至更大虧損的可能性極低。

**表 3.C**  
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值

信貸虧損 (%)	受壓情況				
	基準情況	本地生產總值衝擊 <sup>a</sup>	物業價格衝擊 <sup>b</sup>	利率衝擊 <sup>c</sup>	中國內地國內生產總值衝擊 <sup>d</sup>
平均值	0.15	0.78	0.70	0.39	0.21
置信水平在 90% 的估計虧損風險值	0.34	1.39	1.24	0.76	0.47
置信水平在 95% 的估計虧損風險值	0.45	1.69	1.53	0.98	0.62
置信水平在 99% 的估計虧損風險值	0.76	2.43	2.28	1.57	1.04
置信水平在 99.9% 的估計虧損風險值	1.36	3.63	3.52	2.58	1.81
置信水平在 99.99% 的估計虧損風險值	2.10	5.07	5.34	3.94	3.35

註：a) 香港實質本地生產總值（以環比物量計算）在 2008 年第 2 季至 2009 年第 1 季期間連續 4 個季度分別減少 2.3%、2.8%、1.6% 及 1.5%。

b) 香港實質物業價格在 2008 年第 2 季至 2009 年第 1 季期間連續 4 個季度分別減少 4.4%、14.5%、10.8% 及 16.9%。

c) 實質利率在第 1 個季度上升 300 基點，在第 2 及第 3 個季度無變動，在第 4 個季度再升 300 基點。

d) 中國內地實質國內生產總值只在第 1 個季度（即 2008 年第 2 季）下跌 3.0%。

資料來源：職員估計數字。

<sup>61</sup> 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕有但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。見 Blaschke et al. (2001)「Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experiences」，國際貨幣基金組織；以及 Sorge (2004)，「Stress-testing Financial System: An Overview of Current Methodologies」，《國際結算銀行研究文章》，第165號。

<sup>62</sup> 模型公式詳情載於 Wong et al. (2006)，「銀行信貸風險壓力測試架構」（英文版），《金管局研究備忘錄》，2006年10月15日。本文估計時使用更新版本的架構，其中包括使用政府統計處最新公布以環比物量計算的本地生產總值來估計模型內的一組新系數。

<sup>63</sup> 衝擊詳情請參閱表3.C註解。

<sup>64</sup> 基準情況意思是並無出現任何衝擊。

<sup>65</sup> 估計銀行信貸虧損由亞洲金融風暴前的1.4%上升至該風暴過後一年的6.0%。這些粗略估計是根據假設違責損失率為70%得出，而整體貸款在1997年第3季及1998年第4季的實際拖欠率分別為2.01%及8.58%。

### 3.9 外匯持倉

於2008年3月底，所有認可機構合計的外匯持倉量(包括即期及遠期)為497億港元。與2003年5月底錄得985億港元的高位相比，外匯持倉量一直下跌。

表3.D列載銀行體系的主要表現指標。

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

	3/07	12/07	3/08
<b>利率<sup>2</sup></b>			
1 個月香港銀行同業拆息	4.08	4.04	2.33
3 個月香港銀行同業拆息	4.15	4.17	2.45
最優惠貸款利率 <sup>3</sup> 與 1 個月香港銀行同業拆息的差距	3.67	3.11	3.63
最優惠貸款利率 <sup>3</sup> 與 3 個月香港銀行同業拆息的差距	3.60	2.98	3.51
綜合利率	3.00	2.29	0.98
<b>零售銀行</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>4</sup></b>			
存款總額	4.4	-1.0	-2.1
港元	6.8	-6.4	-3.9
外幣	0.8	8.6	0.6
貸款總額	8.4	-7.2	6.2
在香港使用的客戶貸款 <sup>5</sup>	8.7	-8.2	6.0
在香港境外使用的客戶貸款 <sup>6</sup>	4.2	7.7	8.7
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-5.1	-10.7	-19.1
可轉讓債務工具持有量	0.1	3.9 <sup>r</sup>	-12.5
<b>資產質素<sup>7</sup></b>			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	97.11	97.59 <sup>r</sup>	97.72
需要關注貸款	1.89	1.57 <sup>r</sup>	1.47
特定分類貸款 <sup>8</sup> (總額)	1.00	0.85 <sup>r</sup>	0.81
特定分類貸款(淨額) <sup>9</sup>	0.76	0.65 <sup>r</sup>	0.62
逾期 3 個月以上的貸款及經重組貸款	0.69	0.57	0.57
<b>盈利<sup>10</sup></b>			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率	0.03	0.04	0.05
淨息差	1.80	1.90 <sup>r</sup>	2.00
成本與收入比率	39.6	40.6 <sup>r</sup>	39.6
<b>流動資產比率<sup>11</sup></b>	50.1	51.9	47.7
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.17	0.11	0.09
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.39	0.35	0.32
撇帳率 — 按季年率計	3.17	2.73	2.68
— 本年度截至該日止以年率計	3.17	2.90	2.68
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率(綜合)</b>	13.6	13.4	14.3

註：

<sup>1</sup> 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。

<sup>2</sup> 參考香港銀行公會公布的港元利息結算利率。

<sup>3</sup> 參考香港上海滙豐銀行有限公司的利率。

<sup>4</sup> 季度變動百分比。

<sup>5</sup> 在香港使用的貸款及貿易融資貸款。

<sup>6</sup> 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。

<sup>7</sup> 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。

<sup>8</sup> 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。

<sup>9</sup> 已扣除特殊準備金／個別減值準備。

<sup>10</sup> 本年度截至該日止按年率計數字。

<sup>11</sup> 季度平均比率。

<sup>r</sup> 經修訂數字。

## 4. 前景、風險及不明朗因素

全球經濟可能進一步轉弱，反映美國需求呆滯及其透過貿易渠道對其他經濟體系的影響，以及可能需要收緊的政策環境以遏抑通脹。面對外部需求預期將會放緩的形勢，亞洲經濟體系評估通脹前景顯得較困難。香港方面，經濟增長可能減慢，通脹壓力仍然頗大。市場再出現較預期大的波動的可能性不能被排除，市場人士應小心防範增長減慢及通脹上升的風險。

### 4.1 全球前景

表4.A  
2007至09年全球增長及通脹

按年%	2007	2008預測	2009預測
<b>國際貨幣基金組織</b>			
全球增長 <sup>1</sup>	4.9 (5.2)	3.7 (4.8)	3.8 (不適用)
美國	2.2	0.5	0.6
歐元區	2.6	1.4	1.2
日本	2.1	1.4	1.5
新興亞洲	9.7	8.2	8.4
全球通脹	4	4.8	3.7
七大工業國	2.2	2.4	1.8
新興亞洲	5.3	5.9	4.1
<b>共識預測</b>			
全球增長 <sup>2</sup>	3.8	2.8	3.0
美國	2.2	1.3	1.9
歐元區 <sup>3</sup>	2.6	1.5	1.6
日本	2.0	1.3	1.6
東北亞	9.6	8.0	7.7
東南亞	6.4	5.5	5.7
全球通脹 <sup>2</sup>	3.1	4.0	2.9
美國	2.9	3.8	2.4
歐元區 <sup>3</sup>	2.1	3.1	2.1
日本	0.0	0.8	0.5
東北亞	3.9	5.3	3.5
東南亞	4.1	7.1	5.1

註：1. 全球增長按購買力平價匯率計的國內生產總值作加權調整。括號內為以往的預測數字。

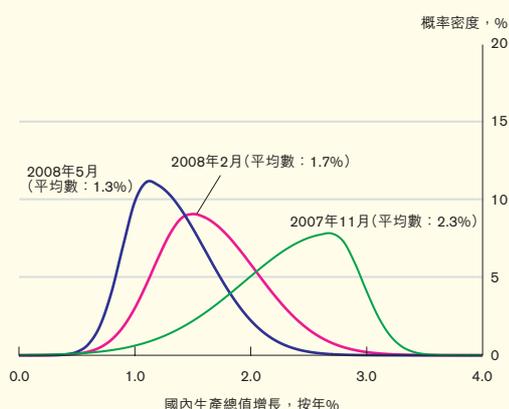
2. 全球增長及通脹均按2006年平均匯率以2006年國內/本地生產總值作加權調整。

3. 歐元區包括採用歐元及共同貨幣政策的15個歐洲國家。東北亞包括中國內地、香港、南韓及台灣，東南亞包括東盟成員經濟體系。

資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》(2008年4月)及《共識預測》(2008年5月)。

繼3月份金融市場波動後，全球經濟前景轉差。國際貨幣基金組織(基金組織)在4月份《世界經濟展望》中將2008年全球增長預測調低至3.7%，相比10月份預測的4.8%(表4.A)，預期2009年的增長大致維持不變。此外，預期已發展與新興經濟體系的表現差距將會持續，其中前者增長普遍降至遠低於潛在水平，後者則持續穩健的增長，增幅則會減慢。《共識預測》預計2009年實質全球生產總值的增長會較2008年略為回升。

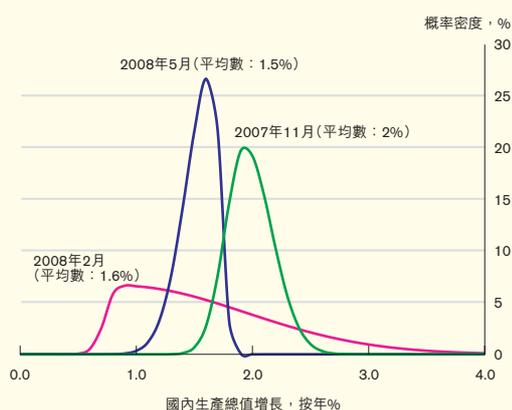
**圖 4.1**  
美國：2008年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

美國方面，儘管聯儲局接連減息和當局及時採取財政刺激方案，但預測經濟會在2008年溫和衰退。基金組織預測美國今年實質國內生產總值增長將顯著減慢至0.5%，在2009年的增長步伐亦會大致相同。《共識預測》對美國2008年增長預測的平均數自去年11月起一直下調，至1.3%（圖4.1）。美國經濟同時受到住屋市場危機、信貸緊縮、燃料及食品價格上升，以及較近期的勞工市場狀況惡化等因素影響。由於個人財政狀況轉差而進行的債務重組，可能延長消費者恢復消費的時間。住屋價格亦會繼續下跌，直至剩餘庫存量逐漸減少為止。此外，通脹上升令實質工資下降。因此，未來幾個月內消費者處境或會轉差，但美國大幅度放寬貨幣政策，應該對消費信貸產生正面作用。

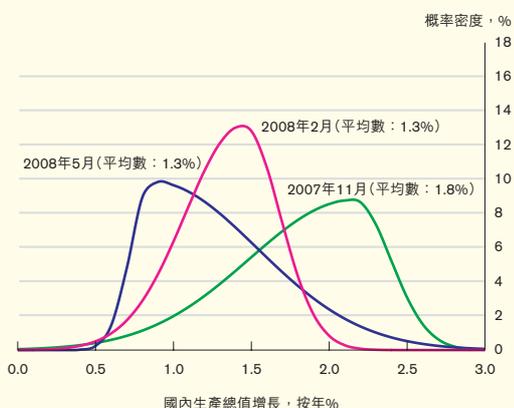
**圖 4.2**  
歐元區：2008年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

《共識預測》對2008年歐元區增長預測的平均數自去年11月以來一直下調，至1.5%，增長分布趨向較集中（圖4.2）。在貿易及金融渠道遏抑下，歐元區增長預期降至遠低於潛在水平。然而，在目前環境下，金融聯繫似乎是連鎖影響的主要來源。由於承受美國次按市場的風險，多個國家的銀行已受到資金壓力，因此信貸環境逐漸收緊，對內需造成不利影響。

**圖 4.3**  
日本：2008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。

日本方面，《共識預測》將其2008年增長預測平均數維持於1.3%，與2月份相同（圖4.3）。經濟隨着商業及消費信心下降而似乎有所減慢，出口增長亦有放緩跡象。出口增長放緩，將會是全球增長減慢對當地經濟活動造成影響的主要和直接的渠道。然而，新興亞洲經濟體系內需持續強勁，仍然為日本出口帶來主要支持，前者目前佔日本總出口接近五成。

**圖 4.4**  
內地實質經濟活動指數



資料來源：職員估計數字。

**表 4.B**  
中國內地：各經濟體系的貿易乘數

	乘數	出口與國內	
		生產總值比率	彈性
香港	0.35	1.50	0.53
日本	1.24	0.10	0.12
南韓	1.08	0.30	0.32
台灣	1.08	0.35	0.38
美國	0.95	0.08	0.08
中國內地	0.60	0.36	0.22

註：香港、南韓、台灣、日本、美國及中國內地估計的取樣期分別是1990至2006年、1985至2006年、1970至1995年、1982至2006年、1972至2006年及1990至2006年。出口與國內生產總值的比率是指在上述取樣期出口與國內(本地)生產總值比率的平均值，只有中國內地例外，其所用的是2005至2007年出口與國內生產總值比率的平均值。

資料來源：職員估計數字。

中國內地在未來幾個月的經濟動力可能略為遜色。金管局編製作為短期增長預示指標的實質經濟活動指數，於最近有所波動及略為下降(圖4.4)。<sup>66</sup> 另一方面，5月份的《共識預測》顯示，內地經濟將會在2008年增長10.0%，較2007年減少接近兩個百分點。

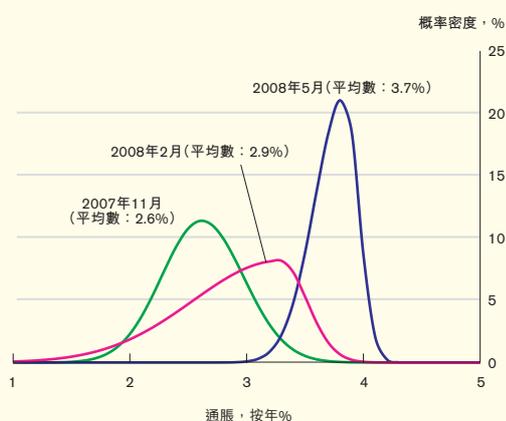
由於收入穩健增加，私人消費預期會逐步上升。儘管公司盈利下降及貨幣政策傾向收緊，但相信中央政府會增加基礎設施投資，因此投資可能會穩健增長。新一屆的地方政府以及中國西南部大地震後的重建，亦可能刺激投資活動。相比之下，外圍環境可能進一步惡化，對國內生產總值增長的支持將會減少。《共識預測》顯示2008年中國貿易出口增長步伐可能較2007年減少約8個百分點。金管局估計的貿易乘數顯示，中國內地出口增長每降1個百分點，國內生產總值增長便可能減少約0.2個百分點(表4.B)。

通脹壓力仍然對內地經濟構成威脅。近期主要食品價格已有回軟跡象，但由於原材料價格維持高企，本地工資亦受到上升的通脹預期推動，因此整體通脹壓力在短期內應該不會顯著減少。儘管近期四川地震會有損災區產出，但可能會在全國範圍內助長與重建活動有關的投資需求從而增加通脹壓力。

若將中國內地與亞洲其他新興經濟體系合計，基金組織預期2008年增長會較2007年9.7%的高水平減慢，但仍約維持於8.2%的穩健水平。預期2009年增長會略為加快至8.4%。增長減慢反映部分國家致力防止經濟過熱、貿易與金融連鎖影響，以及商品價格略為下降。中國增長預期會在2008年減慢至9.3%，內需強勁有助抗衡出口增長放緩的影響。新興工業經濟體系預期在2008年的增長減慢，東盟成員經濟體系亦預期回軟，泰國內需則可較近期呆滯表現回升，令經濟活動增加。

<sup>66</sup> 該指數是利用7個月度指標構建而成，包括工業生產、發電量、出口貨值、實質零售業銷售額、實質固定資產投資、乘客量及貨運量。構建方法詳情見Liu, Zhang, and Shek, (2007), 「中國內地的實質經濟活動指數」(英文版)，《金管局研究文章》，07/2007。

**圖 4.5**  
美國：2008年通脹預測概率分布

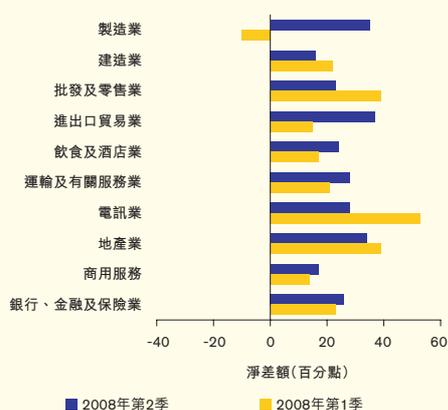


資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

基金組織預測全球消費物價通脹會由2007年的4%上升至2008年的4.8%，主要反映能源及食品價格上升。2008年上半年整體通脹將維持偏高，其後逐步回落，反映近期商品漲價的影響漸減及部分經濟體系的形勢轉趨溫和。美國方面，《共識預測》對2008年消費物價通脹預測的平均數字由11月份起一直向上修訂至3.7%（圖4.5）。基金組織預測2009年全球消費物價通脹會回落至3.7%，《共識預測》亦預計通脹會略低2008年的水平。

全球金融狀況的前景較6個月前有所改善。次按危機持續，但相信最惡劣的時刻已經過去。未來6個月的前景很大程度上視乎兩方面的發展而定。第一是美國物業價格調整的步伐及幅度，這對消費者及金融機構是否需要投入大量資源改善財政具關鍵作用。這項因素會影響消費支出及信貸緊縮程度，繼而影響信貸增長以至經濟復甦的步伐及時間。第二是美元大幅貶值、石油與商品價格急升，以及主要新興市場（如中國）的通脹加劇，導致通脹壓力上升。根據兩者相抵的整體風險形勢，貨幣政策立場可能轉向較中立；而對於經濟仍然疲弱但通脹加快，聯儲局將會採取何種對策，則存在一些不明朗因素。隨着放寬貨幣政策的傾向逐漸減退，外匯市場可能以歐洲經濟前景轉弱而把焦點轉向歐洲，結果將視乎在高息及歐元強勢下歐洲經濟能維持多久不受影響。亞洲大致上不受次按危機影響，尤其由於歐美市場前景相對不明朗，可能會有資金再度流入亞洲。然而，值得注意的是由於消費及資產價格通脹持續上升，亞洲金融前景的風險已大為增加。

**圖 4.6**  
業務展望統計調查結果：  
2008年第1季及第2季



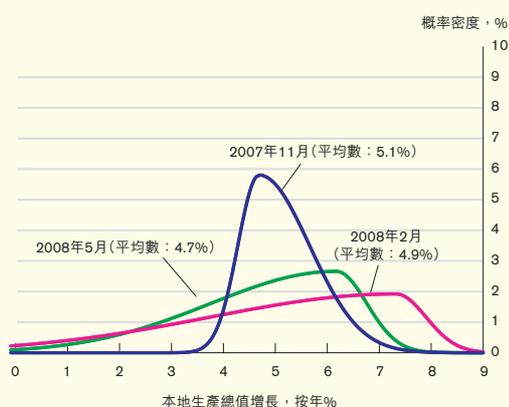
註：「淨差額」指預期「上升」的受訪者百分比減去預期「下降」的受訪者百分比。

資料來源：政府統計處。

## 4.2 本地前景

香港的短期經濟前景仍然良好，但由於外圍環境轉差，經濟可能減慢。業務展望按季統計調查顯示，所有接受調查的行業均預期2008年第2季的業務及產出量上升（圖4.6）。就所有行業整體而言，預期經營狀況會改善與預期經營狀況會惡化的受訪機構的比例差距維持不變，在第2季為26個百分點，反映公司對短期業務前景仍感樂觀。採購經理指數由第1季的平均51.1稍降至4月份的50.1，顯示商業活動持續增長。總括而言，上述指標顯示第2季實質本地生產總值增長仍然頗佳。市場普遍意見預計實質本地生產總值在第2季會按年增長4.4%，低於第1季的7.1%增幅。

**圖 4.7**  
香港：2008年增長預測概率分布



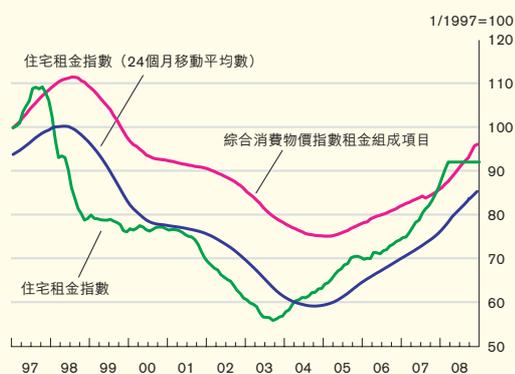
資料來源：職員根據市場共識的數字計算。

**圖 4.8**  
香港主要貿易夥伴的經濟增長



資料來源：《共識預測》及職員估計數字。

**圖 4.9**  
綜合消費物價指數租金組成項目及市值租金



註：綜合消費物價指數租金組成項目已扣除一次性的特別舒緩措施的影響。

資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及職員估計數字。

預期經濟增長在2008年會持續堅穩，增長動力則可能在下半年較顯著放慢。受到本地及對外需求增長放緩的影響，市場普遍意見預測實質本地生產總值增長會由2007年的6.4%減慢至2008年的4.7%。由於外圍環境不明朗因素增加，市場對經濟增長預測範圍較上一份報告明顯擴闊，並傾向調低預測（圖4.7）。

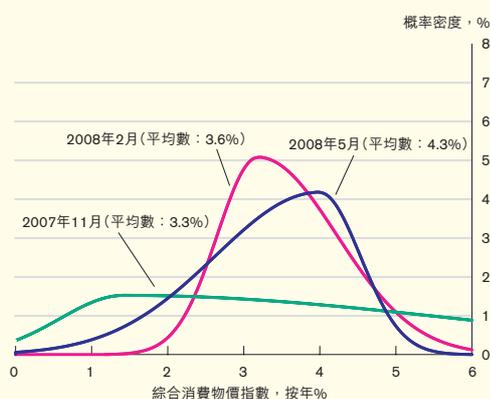
市場普遍意見預測2008年商品出口將可穩健增長7.2%。雖然在全球經濟放緩影響下香港主要貿易夥伴在2008年的貿易加權平均經濟增長率可能會減少約1.5個百分點（圖4.8），而人民幣繼續升值亦會令來自內地輸往全球各地的香港轉口減少，但在港元與美元掛鈎的貨幣發行局制度下，預期以上兩者的負面影響部分會被美元貶值的滯後效應所抵銷。此外，預期對新興市場的出口會強勁，原因是這些經濟體系的內需不受外圍環境惡化所影響。服務輸出預期在2008年增長強勁，其中離岸貿易增長、內地開放金融，以及預期2008年北京奧運帶動經香港前往內地的遊客上升將會帶來支持。

預期本地需求在2008年會穩固增長，但由於基年效應，增長速度可能會減慢。勞工市場狀況收緊令收入及工資上升，將會繼續支持私人消費。然而，由於本港股市調整及物業市場交投轉淡，對消費造成的財富效應可能不如去年般明顯。預期今年私人投資增長會明顯減慢，原因有兩個。第一，外圍環境不明朗因素（尤其美國經濟前景）增加，可能影響商業信心。第二，雖然實質利率維持於低水平，但繼續減息以帶來進一步刺激作用的可能性不大。市場廣泛相信即使美國再減息，本港銀行將不會跟隨，原因是本港存款利率已接近零。隨着八號幹線工程接近完成及年內並無規劃新的大型基建項目，預期公共固定資產投資增長亦會減慢。有關推行施政報告所公布的多項大規模基建項目的確實時間仍未明朗。另一方面，由於公務員加薪，預期政府消費支出將會上升。

由於本地需求強勁及進口價格繼續發揮傳遞效應，預期基本通脹在2008年將會上升。本地方面，物業價格自2007年下半年以來急升，已增加私人住宅租金上調壓力。由於私人住宅租金指數的24個月移動平均數與綜合消費物價指數租金組成項目關係密切（圖4.9），即使私人住宅租金指數在現水平回穩，預計綜合消費物價指數租金組成項目在2008年仍會上升

8.5%。預期綜合消費物價指數非租金組成項目的通脹亦會進一步加快。外部價格上升對本地綜合消費物價指數的傳遞效應可能加快，主要反映全球食品漲價、美元疲弱及人民幣持續升值。儘管過去幾年勞工生產力增長迅速有助降低單位勞工成本，因而紓緩部分通脹壓力，但由於持續錄得正數產出差距及勞工市場緊絀，單位勞工成本在2007年下半年扭轉下跌的趨勢。根據金管局的指標模型<sup>67</sup>，預期綜合消費物價指數非租金組成項目的通脹在2008年將會上升4.0%至4.8%。整體而言，2008年基本綜合消費物價通脹預期介乎5.2%至5.8%之間，較2007年的2.8%通脹率高。

圖 4.10  
香港：2008年通脹預測概率分布



資料來源：職員根據市場共識的數字計算。

雖然基本通脹壓力迅速上升，整體通脹上升步伐仍可能較基本通脹慢，主要反映推行幾項一次過特別紓緩措施(包括就整個2008至09財政年度寬減差餉，以及寬減電費)的效應。結合這些考慮因素，特區政府預計2008年整體綜合消費物價通脹將會上升3.4%，較基本通脹預測低1.1個百分點。最新的市場共識預測2008年綜合消費物價通脹將會上升4.3% (圖4.10)。

### 4.3 不明朗因素及風險

自2008年3月中美國聯儲局出手挽救貝爾斯登後，全球金融市場瀰漫着最惡劣時刻已經過去的氣氛。市場似乎認為挽救行動是聯儲局對受困金融機構的一項擔保。然而，由於信貸息差仍然大及銀行同業市場繼續受壓，有關金融機構虧損幅度有多大的不明朗因素持續存在。

儘管市場氣氛改善，但不能排除市場仍可能再度出現較預期大的波動。尤其若美國住屋市場持續跌勢及住宅按揭拖欠率繼續上升，全球金融市場可能因金融機構錄得較預期大的虧損而再度受挫。此外，無人可以保證其他國際銀行可以像貝爾斯登得到聯儲局出手救助一樣，獲得本國監管機構的同樣對待。

<sup>67</sup> 有關方法的詳情見Li-gang Liu, Jian Chang and Andrew Tsang (2006)，「用指標方法預測香港的非租金消費物價通脹指數」(英文版)，《金管局研究備忘錄》，03/2006。

即使資金流向不會因金融波動而逆轉，重訂風險價格仍可能增加對外債務的再融資成本，因而影響經濟增長。由於主要國際銀行將會專注於重整資本基礎，預期它們作出貸款決定時將會較審慎，貸款成本亦可能上升。雖然未見出現廣泛的資金困難，但危機以來信貸市場分層訂價的做法已較普遍，令信貸質素較低的借款人難以在國際市場安排融資。

由於新興亞洲地區的銀行是本地貸款主要供應人，而其牽涉有問題證券的槓桿及風險有限，因此區內出現信貸緊縮的風險似乎不大。雖然全球信貸市場表面上並無對區內金融體系構成任何即時及可見的系統性風險，但仍要注意幾項潛在挑戰，包括密切注視：在歐美市場經營業務的銀行的信貸成本顯著上升；全球風險溢價大幅回升；以及能否按合理市價、條款和年期獲取資金的壓力持續。

整體亞洲區內生產總值增長有放緩跡象，但仍持續穩健，近期貿易亦持續表現出色。通脹壓力上升似乎比增長放緩對亞洲造成較即時的影響。新興市場通脹壓力上升很可能反映經過5、6年強勁增長後生產能力受到限制，以及在若干程度上受到美國放寬貨幣政策的連鎖影響。這可能令美元匯率轉弱及推高商品與農產品價格，因而助長通脹壓力。

事實上，食品及能源價格上升可能測試亞洲新興市場承受衝擊的能力。倚賴能源及食品淨入口的經濟體系可能會因貿易條件轉差而受到影響。單是食品價格已引起重大關注，並促使部分國家實施出口限制，以保障國內消費者。在社會不安增加的形勢下，食品價格上升更引起對廣泛價格穩定的憂慮。成本通脹上升壓力持續引起的後果，可能是工人要求加薪或當局需增加財政支出補貼食品與能源消費，這最終可能導致價格與成本之間出現螺旋式通脹。

但由美國帶動區內增長放緩，會否足以抗衡食品與能源價格造成的通脹壓力？首先，美國增長放緩可能相隔一段時間才會對區內增長造成影響。第二，即使增長放緩，但若放緩情況主要出現於出口而本地需求仍然維持不變，則可能不足以遏抑通脹。因此，當局可能需要收緊貨幣政策，以使區內通脹率顯著下降。區內經濟活動的強度可能下降，反映外部需求減少及收緊貨幣政策。

現階段本港貨幣及金融穩定的風險主要來自全球及區內經濟環境。通脹上升及增長減慢的風險同時存在。面對這種環境，資產價格及資金流向可能仍然波動。本港公營及私營環節財政狀況維持穩健，但市場人士必須保持審慎，防範通脹上升及資產價格波動帶來的風險。這在2007年12月的報告已提及，現在仍然值得再提。

---

# 詞彙

---

## 總結餘

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

## 認可機構

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

## 支持資產／支持組合

外匯基金中指定用作支持貨幣基礎的一批美元資產。

## 支持比率

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

## 最優惠貸款利率

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

## 負債證明書

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

## 《更緊密經貿關係的安排》

香港特別行政區政府與中華人民共和國中央人民政府於2003年6月29日簽訂的自由貿易協議。該安排的目的是透過逐步減少雙方之間貨物及服務貿易的關稅及非關稅壁壘來加強內地與香港的貿易及投資合作，並促進貿易及投資活動。

## 綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等

範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

### 綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元付息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本(如員工及租務支出)、信貸成本及對沖成本。

### 綜合帳目

這是一項政府帳目，其目的是顯示香港特別行政區政府的整體財政狀況及現金資源。綜合帳目是以現金流編製，包括政府一般收入帳目及8個政府基金，分別為：基本工程儲備基金、資本投資基金、公務員退休金儲備基金、賑災基金、創新及科技基金、土地基金、貸款基金及獎券基金。

### 兌換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兌換為外幣，或將外幣兌換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兌7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兌換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

### 兌換範圍

由弱方及強方兌換保證匯率為上下限的美元兌港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

### 負資產住宅按揭貸款拖欠比率

拖欠3個月以上的負資產住宅按揭貸款佔負資產住宅按揭貸款總額的比率。

### 貼現窗

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

### 外匯基金票據及債券

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

### 流動資產比率

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

### 貨幣基礎

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

### 貨幣狀況指數

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

### 按揭貸款拖欠比率

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

### 負資產按揭貸款

未償還貸款額超過按揭物業的當前市值的按揭貸款。

### 名義及實質有效匯率

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

### 經營帳目

這項政府帳目主要由政府一般收入帳目組成，當中包括土地基金的投資收入，但不包括被視作非經營收入的項目。

### 經重組貸款比率

經重組貸款總額佔未償還貸款總額的比率。

### 就業不足率

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