



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

2009年6月

概論

受外圍經濟衰退衝擊，2009年首季，香港產出迅速下滑，消費物價通脹轉為負數，失業率亦上升。在此情況下，雖然銀行體系盈利下降，但依然能夠保持穩定。雖然大筆資金流入港元，但未有跡象顯示聯繫匯率制度本身出現投機活動。儘管如此，下半年的經濟前景依然未見明朗。

上一份報告以下列黯然的評價開篇：「自上一份報告以來，外圍經濟環境顯著惡化，多個主要工業經濟體系陷入衰退或瀕臨衰退邊緣，金融市場岌岌可危。在此情況下，香港經濟難免會出現重大逆轉，金融狀況亦將備受嚴峻考驗。」但實際表現卻更加悲觀。自第二次世界大戰以來，這次全球經濟面臨前所未有的嚴重衰退。全賴歐美兩地貨幣當局強勢干預，當地的金融體系才倖免於嚴重崩潰。因此，在今年第1季，香港本地生產總值錄得單季下跌4.3%，是2003年非典型肺炎疫症爆發以來最大的跌幅，實不足為奇。即使出口疲弱是本地生產總值下跌的主要成因，但各行各業普遍亦出現不景氣。出口需求下降導致本地投資疲弱，而勞工市場狀況惡化，加上地產市道淡靜，股價下挫，令家庭消費支出不勝負荷。

經濟疲弱對勞工市場造成影響，4月的失業率攀升至5.3%。就業人數下降已影響各個經濟層面，反映這次衰退影響甚廣。勞工市場蕭條導致名義工資及盈利的絕對值下降，加上進口價格及租金增長率雙雙回落，令消費物價通脹率大跌。按三個月比較，基本綜合消費物價指數通脹率於2月份錄得負數，於4月份跌幅更增至-1.1% (以年率計)。

貨幣及外匯市場成功抵受金融危機的衝擊。儘管最近數月多次觸發強方兌換保證，但都並非出於聯繫匯率制度的投機活動。相反，香港居民調回海外資金，加上股票投資組合流入，導致外匯市場受壓。港元未有受到投機活動的買賣壓力，充分證明市場對聯繫匯率制度的信心。

與經濟步入衰退一致，本地貸款於4月底按年縮減2.5%。經濟活動與銀行貸款增長之間的關係，有機會引發連鎖反應，令衰退加劇。經濟疲弱可能導致潛在借款人承受更大風險，促使銀行收緊信貸標準，繼而令貸款供應減少，進一步削弱經濟。這個連鎖反應現時籠罩美國，更有可能會波及其他地區。

面對全球金融危機及隨之而來的經濟衰退，本港銀行業亦難獨善其身。與歐美兩地眾多金融機構相比，香港金融機構因有毒資產而蒙受的損失未算嚴重，但經濟活動放緩及資產價格下跌，令傳統借貸收入及收取的交易與理財費用減少，零售銀行的溢利因而倒退，公司貸款及無抵押個人貸款的資產質素亦轉差。儘管如此，本港銀行由於維持高資本及穩健的槓桿水平，加上謹慎風險管理及金融體系流動資金充裕（部分基於金管局採取各項流動資金支持措施所致），銀行系統得以妥善控制整體風險。壓力測試有助評估本港銀行面對嚴重宏觀經濟衝擊的復原能力，而結果顯示，即使在不大有可能出現的不利情景下，銀行仍能繼續錄得盈利，即使盈利水平較低。

鑑於外圍環境存在不明朗因素，2009年下半年及未來經濟將如何發展，存在較正常情況大的誤差。儘管有跡象顯示美國及歐洲的跌勢正逐漸緩和，甚至有望於年底取得正增長，但由於金融市場將面對進一步逆風，而且家庭儲蓄率上調，風險仍然存在。中國內地推行強而有力的刺激政策，推動經濟活動增加，帶來一定裨益，但對鄰近經濟體系的外溢效應卻難以預料，原因是增長復蘇只集中於若干行業，而這些行業未必能帶動進口商品及服務的進口需求。

由於外圍環境不明朗，香港下半年的情況也充滿變數。雖然下半年有望慢慢步入復蘇，然而，產出缺口於年底前仍會持續，對工資及價格構成下調壓力之餘，更會增加失業壓力。如果全球各地仍然會錄得負增長，及至2010年上半年才扭轉劣勢，香港復蘇的時間將會被延遲。

在這種經濟前景下，銀行系統仍會處於緊張狀態，但壓力測試結果顯示系統性金融穩定的風險有限。同時，聯繫匯率制度將繼續為金融市場提供穩健基礎。但鑑於外圍環境不明朗，我們仍須保持警惕。

《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

2009年6月

目錄

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 1. 全球及區內環境 | 5 |
| 外圍環境 | 5 |
| 1.1 實質經濟活動及貿易 | 5 |
| 1.2 全球金融狀況 | 10 |
| 中國內地 | 11 |
| 1.3 產出增長、對外貿易及通脹 | 11 |
| 1.4 貨幣狀況、資產價格與人民幣匯率 | 14 |
| 2. 本地經濟 | 21 |
| 需求 | 21 |
| 2.1 整體需求 | 21 |
| 2.2 內部需求 | 21 |
| 2.3 對外貿易 | 22 |
| 產出及供應 | 24 |
| 2.4 產出 | 24 |
| 2.5 勞工及生產力 | 25 |
| 物價及工資 | 27 |
| 2.6 勞工成本 | 27 |
| 2.7 商品及進口價格 | 28 |
| 2.8 消費物價 | 28 |
| 資產市場 | 30 |
| 2.9 股票市場 | 30 |
| 2.10 物業市場 | 35 |
| 公共財政 | 37 |
| 2.11 公共財政 | 37 |
| 3. 貨幣及金融環節 | 42 |
| 匯率、利率及貨幣發展 | 42 |
| 3.1 匯率及利率 | 42 |
| 3.2 貨幣基礎及支持比率 | 47 |
| 3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況 | 47 |
| 3.4 國際收支平衡 | 51 |
| 銀行業的表現 | 52 |
| 3.5 盈利及資本額 | 52 |
| 3.6 流動資金及資金來源 | 54 |
| 3.7 利率風險 | 56 |
| 3.8 信貸風險 | 56 |
| 3.9 銀行體系的系統性風險 | 68 |
| 3.10 外匯持倉 | 69 |
| 4. 前景、風險及不明朗因素 | 71 |
| 4.1 全球前景 | 71 |
| 4.2 本地前景 | 75 |
| 4.3 不明朗因素及風險 | 77 |
| 專題 1 金融減速：金融加速器的擴大經濟周期影響 | 8 |
| 專題 2 中國的財政刺激方案對產出與就業的影響 | 18 |
| 專題 3 香港金融市場與美國及中國內地市場在危機及平穩時期的互動 | 31 |
| 專題 4 2009 至 10 年度政府的紓緩措施對宏觀經濟的影響 | 40 |
| 專題 5 金融外溢：從貨幣市場向外匯市場轉移的交易對手風險 | 45 |
| 專題 6 貿易融資不足是否本港對外貿易量下跌的主要原因？ | 49 |
| 專題 7 香港銀行對非銀行類中資公司的風險承擔壓力測試框架 | 63 |
| 詞彙 | |

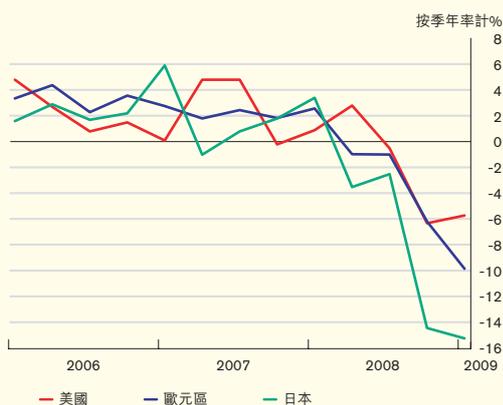
1. 全球及區內環境

外圍環境

經過各國政府採取一致行動，包括採取若干特殊措施後，金融市場已趨向穩定。更有跡象顯示經濟逆轉的情況可能見底。然而，目前尚未清楚全球經濟是否確實步上復甦之路。事實上，鑒於一般家庭及金融業可能要一段時間後才能改善各自的資產負債狀況，因此主要經濟體系有可能步入長期持續疲弱的局面。

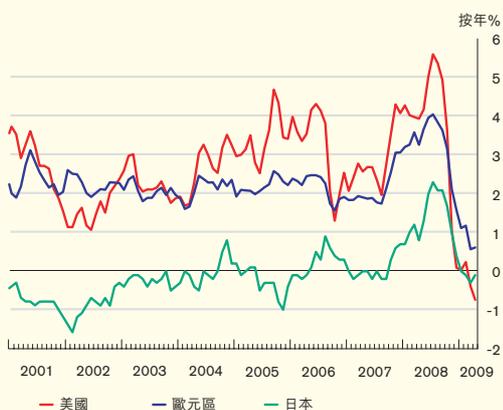
1.1 實質經濟活動及貿易

圖 1.1
美國、歐元區及日本：國內生產總值



資料來源：美國經濟分析局、歐盟統計局及日本內閣府。

圖 1.2
美國、歐元區及日本：整體通脹率



資料來源：美國勞工部、歐盟統計局及日本總務省。

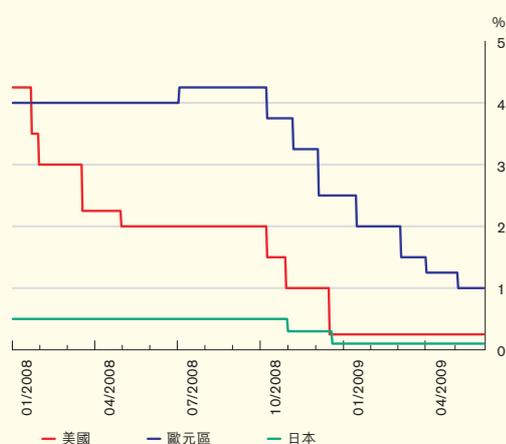
在六個月的報告期內，受到主要經濟體系帶動下，全球經濟面對同步逆轉的局面。美國、歐元區及日本均步入嚴重衰退，在2009年第1季，國內生產總值分別收縮5.7%、9.8%及15.2% (圖1.1)。¹

在報告期內，三大經濟體系的私人支出急速放緩，零售及工業生產均錄得按年下跌，而存貨變現亦削弱了增長幅度。在金融機構大幅度撤賬及貨幣市場枯竭的情況下，信貸顯著放緩或收縮。隨著外部需求減弱，出口放緩，但在美國方面，這情況卻受到進口下降所抵消，從而令貿易赤字收窄。勞動市場的情況惡化，美國和歐元區的失業率攀升至高於9%的水平，而在日本方面則達到5%。住房市場持續低迷，在美國及部分歐元區經濟體系，住房價格按年計下跌幅度達雙位數字。隨著產能過剩的情況增加，通脹壓力明顯緩和，美國及日本的整體消費物價通脹率更出現負值，而在歐元區，四月份的數值按年計增幅少於1% (圖1.2)。

面對經濟急劇衰退，美國、歐元區及日本均採取特殊的財政及貨幣措施，力求穩定經濟。在貨幣政策方面，各國央行積極減息，其中，美國聯邦基金利率已下降至0-0.25%的目標

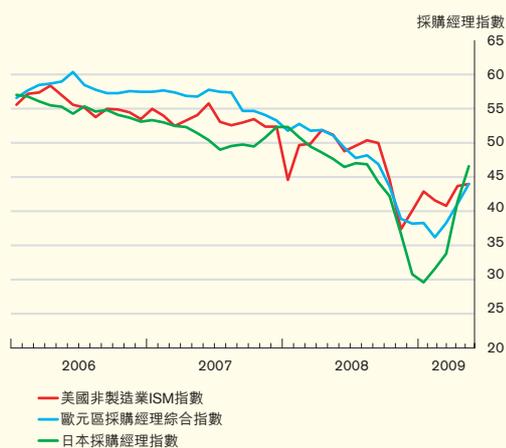
¹ 除另有說明外，美國、歐元區、日本及不計日本在內的亞洲區 (不包括中國內地) 的按季實質國內 (區內) 生產總值變動百分比都是經季節因素調整以年率計數字。

圖 1.3
美國、歐元區及日本：政策利率



資料來源：美國聯邦儲備局、歐洲央行及日本央行。

圖 1.4
美國、歐元區及日本：採購經理指數



資料來源：美國供應管理協會 (ISM) 及 Markit Economics。

表 1.A
東亞：實質國內生產總值增長

| (按季年率計%) | 2007 | 2008 | 2008 | 2008 | 2008 | 2009 |
|------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 |
| 新興工業經濟體系： ¹ | 4.2 | 4.8 | 0.3 | -3.3 | -20.0 | -2.7 |
| 韓國 | 5.2 | 4.4 | 1.7 | 1.0 | -18.8 | 0.2 |
| 新加坡 | -1.6 | 12.2 | -7.7 | -2.1 | -16.9 | -14.6 |
| 台灣 ² | 4.3 | 3.2 | 0.2 | -11.7 | -23.2 | -4.2 |
| 東亞經濟體系： ¹ | 6.8 | 5.4 | 4.9 | 3.5 | -6.9 | -4.7 |
| 印尼 ² | 5.1 | 6.8 | 7.4 | 6.1 | 0.6 | 3.7 |
| 馬來西亞 ² | 8.5 | 7.5 | 2.8 | 0.3 | -9.2 | -16.9 |
| 菲律賓 | 6.7 | 0.4 | 7.1 | 3.0 | 1.1 | -8.9 |
| 泰國 | 8.3 | 4.6 | 1.3 | 1.9 | -22.1 | -7.3 |
| 東亞： ¹ | 5.4 | 5.1 | 2.5 | -0.1 | -13.8 | -3.7 |

註：

1. 職員估計數字。

2. 職員作出季節調整。

資料來源：國際貨幣基金組織、CEIC 及職員估計數字。

區域，歐洲央行再融資利率則下降至1.0%，而日本的隔夜拆息利率則下降至0.1% (圖1.3)。隨著政策利率趨向各自的下限範圍，有關當局亦採用非一般的貨幣政策，從而進一步緩和貨幣狀況及減輕個別信貸市場所受壓力。美國聯邦儲備局和日本央行甚至購入政府債券，而歐洲央行則宣佈計劃購入有擔保的債券。美國和日本更推出了大規模的財政刺激方案，規模分別達到其國內生產總值的6%及3%，而歐元區經濟體系亦實施了不同程度的財政方案。

在接近2009年第1季度結束時，有跡象顯示經濟逆轉的情況正在見底。例如，美國消費者支出的收縮速度放緩，而住房需求亦似乎趨向穩定。與此同時，不論美國、歐元區及日本，多項具有前瞻性的指標，例如消費者信心及採購經理指數均從各自的低位反彈，從中呈現的初步訊號是經濟收縮的最壞時間可能已過去 (圖1.4)。然而，主要經濟體系在未來一段時間可能仍然疲弱。私營機構的資產負債狀況惡化，將會對信貸供應產生不利影響，從而對經濟產生第二輪負面影響。(專題1將透過研究貸款標準、信貸供應及美國企業部門的資產負債實力，研究金融加速器的影響)。

對於發展中的東亞經濟體系而言，第1季的確是一個艱難的季度。源於先進經濟體系的金融危機已對區內造成廣泛影響，觸發所有國家出現經濟同步放緩的情況。以三個新興工業化經濟體系及東盟四國的組別計算，第1季實質國內(區內)生產總值按季(經季節因素調整以年率計)分別收縮2.7%及4.7% (表1.A)。² 來自美國及西歐的出口需求大幅減少，對區內的生產及商品貿易造成損害。在三個新興工業化經濟體系內，第1季商品出口錄得雙位數字收縮，是自2008年第4季以來連續第二個季度出現同樣情況，而在東盟四國經濟體系方面，同期內的出口錄得連續第三個季度收縮。區內以出口帶動的工業生產隨著外部表現疲弱而放緩。區內勞動市場亦

² 三個新興工業化經濟體系包括韓國、新加坡及台灣，而東盟四國則包括印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國。

表 1.B
東亞：政策利率

| | 政策利率 ¹ | | 累積減幅 |
|------|-------------------|---------------|------|
| | 5月29日 | 雷曼兄弟公司 破產前 | |
| | % | % | 百分點 |
| 印尼 | 7.25 | 9.25 | 2.00 |
| 韓國 | 2.00 | 5.25 | 3.25 |
| 馬來西亞 | 2.00 | 3.50 | 1.50 |
| 菲律賓 | 4.25 | 6.00 | 1.75 |
| 台灣 | 1.25 | 3.63 | 2.38 |
| 泰國 | 1.25 | 3.75 | 2.50 |

註：1. 印尼：印尼央行利率；韓國：隔夜拆息利率；馬來西亞：隔夜政策利率；菲律賓：隔夜反向回購利率；台灣：貼現率；泰國：一天期回購利率

資料來源：彭博及職員估計數字。

表 1.C
東亞：財政刺激指標

| | 財政刺激指標 ^{1及2} | | | |
|------------|-----------------------|------|------|------|
| | 1998 | 2008 | 2009 | 2010 |
| (佔國內生產總值%) | | | | |
| 印尼 | 1.9 | 2.7 | 1.5 | -1.5 |
| 韓國 | 0.4 | 2.4 | 3.1 | 0.4 |
| 馬來西亞 | 2.2 | 3.2 | 0.1 | 0.1 |
| 菲律賓 | 1.7 | 1.1 | 1.4 | -0.4 |
| 新加坡 | 0.7 | 1.9 | 11.2 | 0.0 |
| 泰國 | -2.6 | 0.4 | 3.2 | 0.0 |

註：

1. 就泰國而言，財政年度於10月1日開始，於9月30日結束。以2008年為例，如指2007年10月至2008年9月，則稱為2007/08財政年度。

2. 財政刺激指標是指財政狀況的每年變動，而財政狀況是指經週期調整後的財政盈餘負值。

資料來源：職員估計數字。

全面轉壞，幾乎所有經濟體系在第1季度內的失業率均告上升，反映主要經濟活動表現疲弱。隨著經濟活動顯著放緩及復甦前景黯淡，區內的第1季度消費物價通脹繼續回落，其中台灣及泰國的物價在最近數月更錄得負增長。

為了回應經濟情況，區內各央行紛紛削減政策利率，而由於大多數經濟體系的增長開始顯著收縮，自2008年年底起，實施貨幣寬鬆政策的步伐及程度變得更為積極(表1.B)。在財政政策方面，區內各有關當局普遍宣佈推出大規模的刺激計劃。由於許多東亞經濟體系在危機發行時均有顯著財政空間以實施對抗週期的財政支持政策，因此整體而言區內可在2009年實施較主要先進經濟體系所實施規模更大的自主性財政政策。根據我們的粗略估計，東亞經濟體系的財政刺激指標(財政政策或經週期調整後財政盈餘的變動)佔國內(區內)生產總值比例介乎0.1%至11%(表1.C)。

專題 1

金融減速：金融加速器的擴大經濟周期影響

在當前金融危機中資本迅速下降，美國的銀行業急劇收緊其貸款標準。此舉不僅將減少信貸供應而且會危害經濟。然而，隨著經濟轉弱，私營部門的資產負債狀況也隨之惡化，導致金融加速器效應。這是一種對信貸供應產生不利影響的現象，會繼而對經濟造成第二輪的負面影響。本專題旨在透過研究貸款標準、信貸供應及美國企業的資產負債實力之間的互動關係，就這項效應提供若干見解。

金融加速器

根據金融加速器理論的預測，一間公司的對外融資溢價（也就是借貸成本與現金流量機會成本的差異），與該公司的財務實力或資產負債實力（在其淨值及流動性等領域中反映出來）呈反向相關。³ 按照這項預測的基礎理據，擁有較強資產負債實力的借款人會有更大的動力去維持其財務狀況及信貸質素，繼而減少了貸款人進行評估及監控的需要。因此，財務實力穩固的借款人往往可享有較低的對外融資溢價，也更容易獲取信貸。對於美國的當前經濟狀況，這個理論意味著當前金融危機產生的負面衝擊將削弱企業的資產負債實力，繼而增加其對外融資溢價，引致影響更深遠和時間更長久的衰退，較該負面衝擊本身帶來的影響更甚。⁴

實證結果

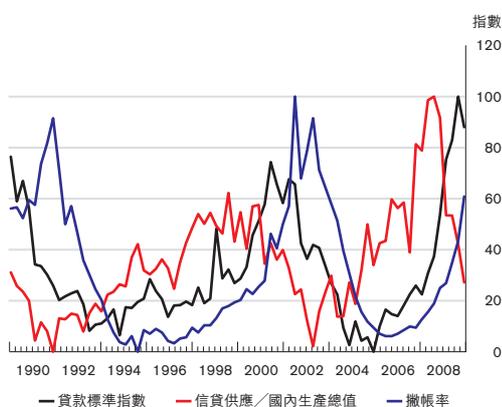
為了尋找金融加速器對當前美國經濟影響的依據，我們採用了簡單的向量自回歸模型 (Vector Autoregressive model) 來研究該國企業的貸款標準、信貸供應及資產負債實力之間的短期動態。⁵ 貸款標準是以在工商業貸款中，報稱標準收緊

³ 請參閱Bernanke, B.S. et al (1999), 「The financial accelerator in a quantitative business cycle framework」, 摘自《宏觀經濟學手冊》(Handbook of Macroeconomics), 第1C期, 《經濟學手冊》(Handbooks in Economics), 第15期, Amsterdam: Elsevier, 1341-93頁。

⁴ 另一方面, 生產力提升等正面衝擊可改善私營部門的資產負債狀況, 降低其對外融資溢價, 還有可能驅使(透過更低成本及更容易取得信貸) 公司繼續擴張業務, 繼續進行超過與該衝擊合適利益的投資。

⁵ 請參閱Lown C. et al (2006), 「The credit cycle and the business cycle: new findings using the loan officer opinion survey」, 《Journal of Money, Credit and Banking》, 第38期, 第6號, 1575-97頁, 其中更關注於貸款標準對信貸供應及經濟增長的影響。在我們的研究中, 我們亦了解了受貸款標準改變影響的行業的資產負債狀況的改善或惡化對貸款標準產生的回饋影響。

圖 B1.1
貸款標準、信貸流量及撇帳率指數



註：上述數據已經重新排列為0至100之間，以便可以在一張圖中顯示所有數據。

資料來源：美國聯邦儲備局

表 B1.A
向量自回歸模型 (Vector Autoregressive model) 的估計結果

| 自變量 | 因變量 ¹ | | |
|--------------------|------------------|------|-----|
| | 貸款標準 | 信貸供應 | 撇帳率 |
| 自回歸變量 ² | | | |
| 貸款標準 | 0 | - | + |
| 信貸供應 | + | - | - |
| 撇帳率 | + | 0 | 0 |

下列餘值檢測的 P 值³：

| | | | |
|-------|-------|-------|-------|
| - 自相關 | 0.712 | 0.981 | 0.768 |
| - 異方差 | 0.905 | 0.244 | 0.887 |

註：

- 「+」及「-」顯示顯著係數在 10% 水平時的符號，而「0」顯示有關係數在 10% 水平時並不顯著。
- 根據三個已差分的變量的交叉相關性檢測，自回歸階數首先選定為 12 個季度。經去除不顯著的滯後季度後，產生的自回歸的階數最後選定為 5 個季度。
- 所有 p 值均高於 0.05，指出在 5% 的顯著水平時，殘差沒有自相關及異方差。換言之，該模型有足夠代表性。

的受訪者百分比，減去報稱標準放寬的受訪者百分比計算，而有關百分比則取自聯儲局的「銀行放貸實務的高級貸款負責人意見調查」(Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices)。信貸供應是以資金流量數據中，流入非農業非金融業務部門的信貸(以佔國內生產總值的百分比)計算。企業的資產負債實力是以所有銀行的工商業貸款撇帳率代表。⁶同時，模型也包含了美國的實質利率與國內生產總值實質增長，以減除價格(實質利率)及收入(國內生產總值實質增長)效應對估計的影響。⁷該數據涵蓋1990年第2季至2009年第1季。如圖B1.1所示，三個主要變數雖然顯出一定的滯後情況，但全部傾向同步而行。

表B1.A列出了我們的估計結果。診斷核查的結果表明該模型有足夠的擬合度。我們的發現證實了撇帳率的上升會促使銀行提高其隨後一季的貸款標準，而此舉將提高往後數季的撇帳率並減少信貸供應。與此同時，信貸供應的減少將增加未來5季的撇帳率(但隨後出現較為滯後的寬鬆貸款標準，有可能降低往後的撇帳率)。

對美國經濟的影響

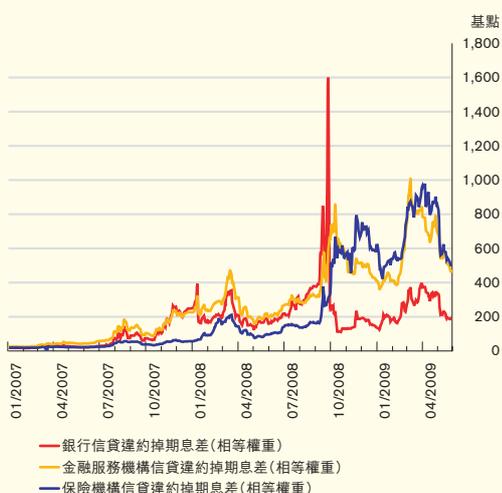
上述發現與金融加速器理論的預測相符。這些結論指出不論經濟是好是壞，銀行釐定其貸款標準的行為與企業的財務狀況之間有著互相影響的關係。因此，隨著貸款標準提升至紀錄高位，當前的信貸緊縮與經濟收縮或會互相加深影響，導致期待已久的復蘇延遲出現。

在2008年第1季，金管局展開一項季度統計調查，研究在未來3至6個月期間，認可機構的信貸主管對其信貸批授標準的預期。在多年後，累積的數據將有助我們研究信貸標準在香港宏觀經濟周期中的作用。

⁶ 我們採用「大型及中型企業」及「小型企業」申報的調查數據計算簡單平均數。資金流量數據是指非農業非金融類企業的信貸總額，該數據摘自表F.102(第40行)。根據美國聯邦儲備局的界定，撇帳率為某一季度內的淨撇帳率(即總撇帳額減收回額)除以該季度尚未償還貸款額計算。

⁷ 實質利率是指3個月倫敦銀行同業拆息扣除未來一年的預期通脹(取自費城聯邦儲備銀行的專業預測員調查)。企業利潤是指企業的除稅後利潤(取自美國經濟分析局)。

圖 1.5
美國信貸違約掉期行業指數



資料來源：摩根大通。

圖 1.6
3個月倫敦銀行同業拆息與其對應隔夜指數掉期及美國國庫券收益率的息差



資料來源：彭博。

圖 1.7
世界股票指數



資料來源：彭博。

1.2 全球金融狀況

儘管全球金融市場在步入2009年第2季已呈現回穩跡象，在2008年第四季及2009年第1季卻曾承受巨大壓力。在報告期開始時，美國國會通過救市方案的過程中曾短暫受阻、融資計劃缺乏細節內容，以及陷入困境機構的資金需求存在不明朗的情況，種種因素均令資金市場蒙上陰影。因此，美國金融機構的信貸違約掉期息差持續上升，到三月時更升至今年高位(圖1.5)。

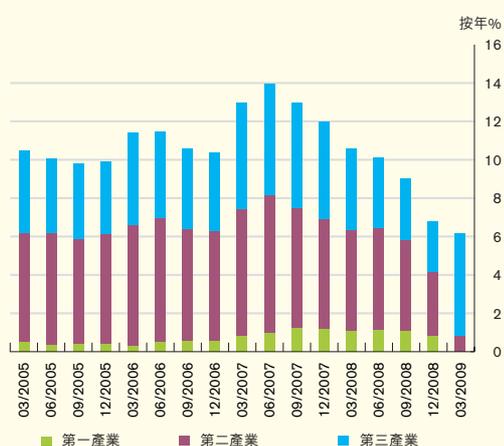
面對各主要經濟體系產出收縮及資金市場持續緊絀的狀況，各主要央行紛紛透過調低利率及於不同的渠道注入流動資金，積極放寬貨幣政策。隨著市場回復信心，金融市場的壓力和緊張狀況亦開始緩和，其中3個月倫敦銀行同業拆息與其對應隔夜指數掉期及美國國庫券收益率的息差顯著收窄(圖1.6)。外匯市場方面，在報告期內的大部分時間，美元兌其他主要貨幣相對較強，主要原因是其扮演著避險貨幣的角色所致。然而，由於市場近期承受風險的能力增加，美元開始回軟。

資本市場方面，市場情緒似乎完全受制於全球經濟表現及政策回應。較預期弱的數據助長了日漸濃厚的悲觀情緒，令股市在本年初受到重創，而世界各地的多個主要指數均跌至紀錄新低(圖1.7)。隨著各國央行採取前所未有的寬鬆態度，加上從經濟指標顯示經濟狀況漸有改善，而非只是純負面，因此在報告期內的最後兩個月，投資者承受風險的能力開始回升，促使股市迅速反彈。

中國內地

由於財政刺激方案開始對實質經濟產生作用，內地經濟增長於2009年初開始回穩。隨着大宗商品價格最近幾個月的反彈，消費品和生產品價格也開始穩定。人民幣兌美元匯率保持穩定，但由於其他新興市場貨幣兌美元貶值，因此以實質有效匯價計算，人民幣匯率有所上升。當局維持擴張政策，以支持國內需求。

圖 1.8
中國內地：實質國內生產總值增長及
各產業的貢獻



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.9
中國內地：固定資產投資及零售貨值增長



資料來源：CEIC及職員估計數字。

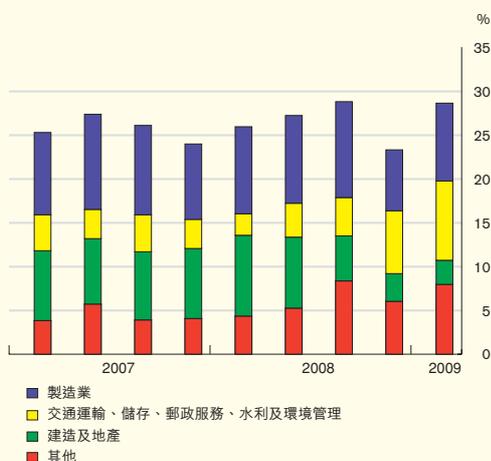
1.3 產出增長、對外貿易及通脹

產出增長

隨著實質國內生產總值增長由2008年第3季的9%大幅放緩至2008年第4季的6.8%後，在2009年第1季穩定在6.1%的同比水平。在產出方面，國內生產總值增長是受第三產業支持，該產業在第1季對國內生產總值的貢獻達5.3個百分點，而在2008年第4季為2.6個百分點(圖1.8)。中國人民銀行(人行)的數據顯示，國內需求對第1季國內生產總值增長的貢獻為6.3個百分點，而淨出口的貢獻則為-0.2個百分點。

國內需求回穩受到第1季的投資及消費支持(圖1.9)。在三月份，固定資產投資同比急升31.5%，但在2008年，其平均增長幅度低於20%。實質零售增長在2008年第4季從低位反彈後，在三月份更達到16.4%。內地有關當局估計，實質居民消費支出在第1季同比增幅略低於9%，高於國內生產總值增幅。

圖 1.10
中國內地：各行業對固定資產投資增長的貢獻

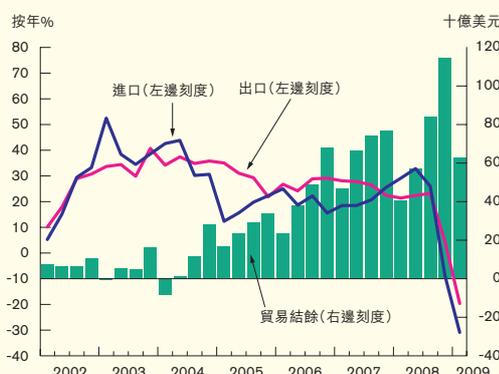


資料來源：CEIC及職員估計數字。

在製造業及基建方面，政府帶動投資的強勁增長，彌補了建造及地產行業私人投資的不足(圖1.10)。雖然建造及地產行業在2008年第1季對26%的總體固定資產投資增長貢獻9.2個百分點，但其在2009年第1季對28.6%的總體固定資產投資增長的貢獻卻下降至2.8個百分點。相比之下，基建投資(如交通及水利工程)的貢獻由一年前的2.5個百分點上升至第1季的9個百分點。儘管出口急劇下滑，但製造業在2009年第1季對固定資產投資的貢獻仍達到8.9個百分點，較2008年第4季上升1.9個百分點，主要是由於高端機械設備、化學製品及非金屬礦產品上的投資的貢獻增加所致。第1季國有企業投資上升44%，而私人企業及境外投資者的投資則分別上升28%及0.4%。

當局積極實施在去年11月推出的財政刺激方案。由於與基建相關的投資增長遠遠超越其他行業，該計劃似乎已促進了國內需求。在2009年，政府赤字將達到人民幣9,500億元，或接近國內生產總值的3%，相比之下，2008年的赤字則低於國內生產總值的0.4%。對比在亞洲金融危機期間推出的財政措施，現有計劃似乎更為積極及全面。我們的分析顯示，該財政刺激方案的短期乘數估計為0.80-0.84，而在中期乘數則約為1.1(專題2)。換言之，假如財政支出增加人民幣1,000元，產出量在短期內將會增加人民幣800-840元，而在中期則會增加人民幣1,100元。我們亦發現，該刺激方案可在非農業行業中創造1,800-2,000萬個新職位。

圖 1.11
中國內地：對外貿易



資料來源：CEIC及職員估計數字。

對外貿易

第1季的進出口均大幅下降。進口下降的速度較出口更快，而貿易盈餘則保持在略高於600億美元的水平(圖1.11)。出口同比收縮19.7%。由於金融危機打擊全球需求，令出口下滑的情況遍及所有主要出口目的地。基於多個原因，第1季進口收縮31%。第一，對內地而言，31%的進口貨物是作為出口用途的中間投入品。⁸ 隨著外部需求減弱，作為出口用途的進口投入品亦從2008年第4季的838億美元，下降至

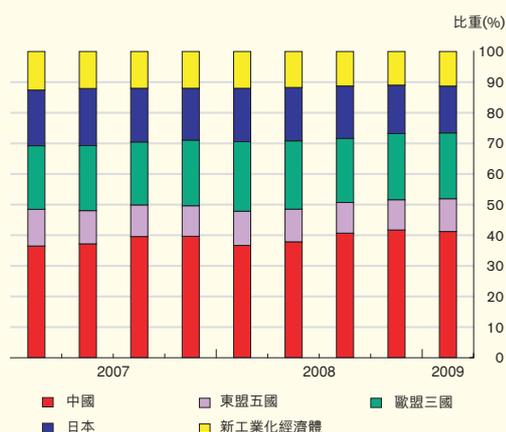
⁸ 進口貨物其中31%是直接作為出口用途的零部件。間接作為出口相關活動用途的進口貨物並無計入該31%內。例如，進口石油並無計算在內。

圖 1.12
中國內地：進出口單位價值指數



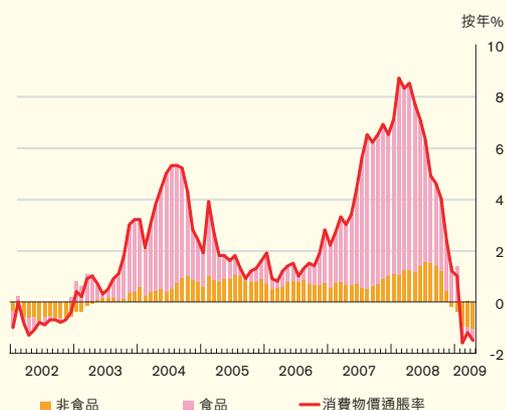
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.13
中國內地：按來源國劃分的
美國非石油類進口比重



註：東盟五國指印尼、馬來西亞、泰國、菲律賓及越南。東盟三國指英國、法國及德國。新工業化經濟體包括韓國、新加坡及台灣。
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.14
中國內地：各組成部分對消費物價通脹的
貢獻



資料來源：CEIC及職員估計數字。

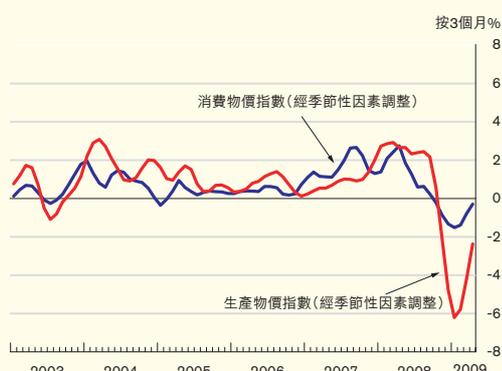
2009年第1季的569億美元。第二，由於商品價格受到全球金融危機影響而暴跌，令進口價格下跌速度遠高於出口價格(圖 1.12)。第三，國內需求受到基建項目的財政支出支持，而這方面的財政支出會較私人支出使用更多國內投入品及更少進口材料。

出口下降是由於發達經濟體需求疲弱所致。內地在上述經濟體的市場佔有率仍然穩定。例如，自2008年第3季以來，美國從內地進口的份額大致保持不變。換言之，即使自雷曼兄弟公司倒閉以來其他新興市場貨幣兌人民幣大幅貶值，但美國經濟放緩並無將與內地的貿易量轉移到其他經濟體(圖 1.13)。與其他新興市場比較，中國的出口在目的地及產品方面更為多元化。因此，內地出口的下跌幅度會少於部分規模較小的新興市場。然而，危機已對內地出口商產生重大影響，導致製造業的企業盈利下降。2009年第1季製造業的盈利同比下降21.7%。

通脹

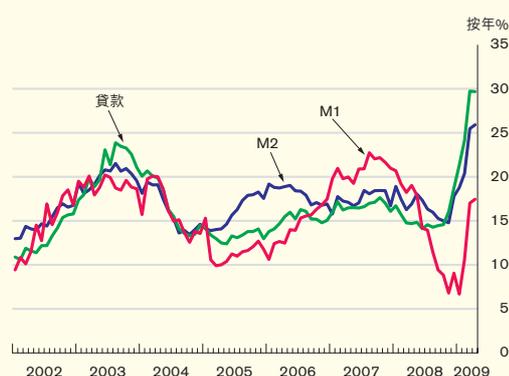
整體消費物價通脹率在2月及3月同比跌至負數，是2003年1月以來首次(圖 1.14)。消費物價通脹率在第1季按年計為-0.6%，相比之下在2008年第3季及2008年第4季分別為5.3%及2.6%。由於消費物價指數內的食物及非食物項目均有所下跌，因此物價出現整體收縮情況。食物項目在2月及3月分別對消費物價通脹率貢獻-0.7個百分點及-0.3個百分點，而非食物項目在這兩個月均貢獻-0.9個百分點。

圖 1.15
中國內地：消費物價及生產物價通脹率



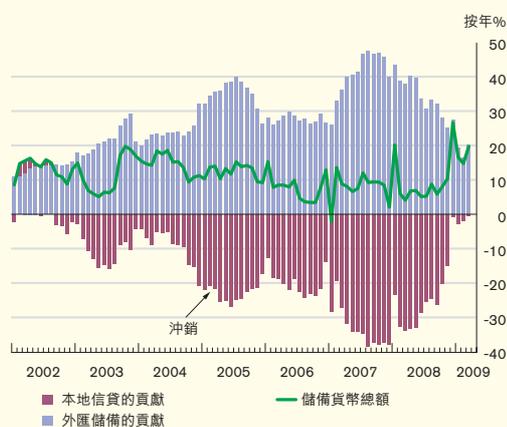
資料來源：CEIC。

圖 1.16
中國內地：貨幣及金融機構貸款的增長



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 1.17
中國內地：各組成部分對儲備貨幣增長的貢獻



註：儲備貨幣總額就存款準備金率(7.5%以上)的變化作出調整。
資料來源：CEIC及職員估計數字。

在最近數月，消費物價指數及生產物價指數均扭轉了各自的跌勢(圖1.15)。由於全球經濟開始顯露回穩跡象，商品價格已有所上升。國內經濟活動亦開始回穩，使市場樂觀情緒漸濃。這些影響已開始抵銷了物價的下調壓力。

1.4 貨幣狀況、資產價格與人民幣匯率

貨幣狀況

貨幣供應量在2009年第1季增長強勁(圖1.16)。狹義貨幣(M1)與廣義貨幣(M2)的按年計增長率分別由2009年1月的6.7%及18.8%，飆升至3月的17%及25.5%。人民幣貸款餘額的增長率由去年11月的16.0%躍升至3月底的29.8%，而一季度新增貸款則達到人民幣4.6萬億元。信貸擴張的模式與政府近期的財政刺激方案吻合，但市場分析員對這次信貸擴張的持續能力及日後可能出現更高的不良貸款風險表示關注。

在2009年第1季，儲備貨幣增長率從2008年12月的歷史高位下降，但在3月份仍然維持在20%的高水平(圖1.17)。儲備貨幣在2008年第四季急升的主要原由是外匯累積而非國內信貸擴張。沖銷影響在2009年第1季仍然沉寂，但外匯儲備的增長也顯著放緩，導致儲備貨幣的增長較為緩慢。

圖 1.18
中國內地：外部資金流動



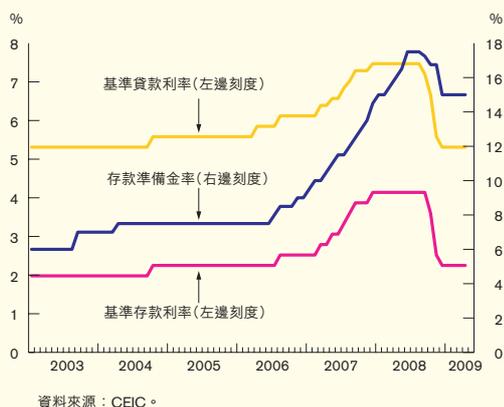
在經歷一些不尋常的波動後，內地持有的外匯儲備於6個月報告期內的增加金額少於500億美元（圖1.18）。雖然每月貿易盈餘淨額及外來直接投資均出現正增長，但外匯儲備在2008年10月及2009年首兩個月卻減少。這個不尋常的減少不能由美元兌其他主要貨幣升值而得到充分解釋，因為美元的價值在其他月份亦有類似上升。部分市場分析員認為資金流出內地的原因是投資者預期人民幣兌美元匯率趨勢在這段期間改變了方向。

圖 1.19
中國內地：資金流向及境內－離岸人民幣遠期合約匯率之間的息差



外匯儲備在某些月份減少，似乎確實與人民幣匯率在境內及離岸市場的預期轉變有關（圖1.19）。境內－離岸人民幣遠期合約之間的息差擴大，顯示外國投資者預期人民幣兌美元的升值幅度會更大。當資金流出內地的跡象出現，息差在2008年下半年由正數轉為負數。息差轉變的部分原因是由於美元急升所致。由於國際金融市場在2009年3月回穩，市場對人民幣貶值的預期減少，資金外流的跡象亦告消失。

圖 1.20
中國內地：存款準備金率與基準利率



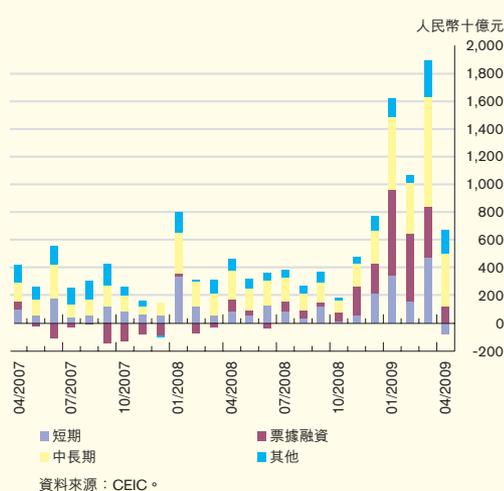
自從人行在2008年第4季大幅削減基準利率後，在2009年第1季並無再改變利率水平（圖1.20）。存款準備金率在2008年下半年被三度削減，由17.5%降至15%，此後一直沒有變化。通過將利率維持在低水平，並減少中央銀行票據發行，人行成功地向貨幣市場注入充裕的流動資金。在最近數月，

圖 1.21
中國內地：市場利率



貨幣市場利率已下跌至低於相同年期的定期存款利率(圖1.21)。據媒體報道，貸款利率與定期存款利率之間的不尋常倒掛引發了透過票據融資進行的套戥活動。公司可用商業票據作為抵押品向銀行借款，再將借款作為定期存款存入銀行，藉此賺取利潤而毋須承擔風險。由於內地的利率尚未全面自由浮動，貨幣市場利率與銀行存款利率並非一直掛鉤。與面對融資限制的小型公司相比，擁有充裕現金及應收賬款的大型公司更有可能利用這個套戥機會。

圖 1.22
中國內地：信貸擴張及按貸款類別劃分的貢獻



在2009年第1季出現的大規模信貸擴張，是由於新增貸款大幅增長及令人意外的高水平票據融資所致。在第1季內，票據融資佔新增貸款總額的32%，相比之下在2008全年佔新增貸款比例僅為13%(圖1.22)。在2009年第1季內，票據融資金額達到人民幣1.48萬億元，相比之下在2008年全年僅為人民幣0.65萬億元。量化有多少票據融資是來自套戥活動而非真正經濟目的，會存在一定困難。最新的數據顯示，票據融資佔新增信貸的佔有率已由第1季的高峰回落。

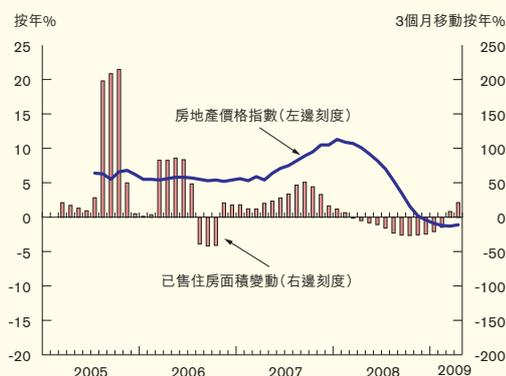
資產價格

上海證券交易所(上證)綜合指數在一年時間內損失近70%的市值後，在中央政府宣佈推出4萬億人民幣的刺激方案及放鬆貨幣政策後隨即上升(圖1.23)。隨著國內經濟復甦的跡象浮現，中國股市在2009年第1季的表現優於其他發達經濟體的股票市場。儘管如此，公司盈利水平仍然承受沉重壓力。

圖 1.23
中國內地：股票價格指數

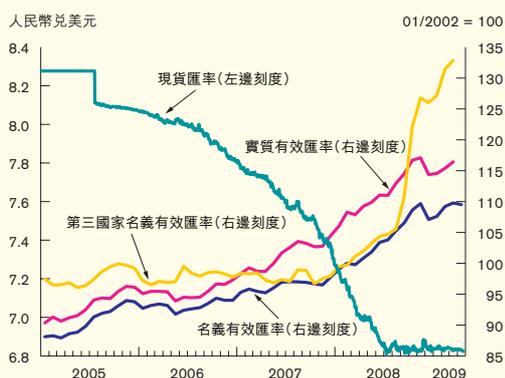


圖 1.24
中國內地：住房價格及住房銷售



資料來源：CEIC。

圖 1.25
中國內地：實質有效匯率、名義有效匯率及人民幣兌美元現貨匯率



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：彭博、CEIC及職員估計數字。

圖 1.26
中國內地：人民幣的升值預期



註：人民幣的預期升值匯率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。負數表示人民幣兌美元升值。

資料來源：彭博及職員估計數字。

房地產市場在第1季回穩（圖1.24），而整體房價在2008年下半年溫和下跌後大致不變。北京、上海及深圳的房價在3月輕微上升。按年計三個月移動平均房屋銷售面積在3月份上升8.2%，而此前在2008年全年則一直下跌。要預測房市是否已到達轉捩點實在是言之尚早，因為銷售量增加並無導致價格上升，原因可能是市場上現存大量存貨。

人民幣匯率

經過人民幣兌美元由2006年至2008年期間大幅升值後，隨著全球金融危機爆發，人民幣兌美元的現貨匯率近來穩定於6.83左右（圖1.25）。另一方面，從2008年起，以有效匯率計算，人民幣一直穩步升值。由於部分經濟體的貨幣兌美元大幅貶值，例如，韓圓及墨西哥比索在一年內兌美元分別貶值了27%及22%，令人民幣第三國家名義有效匯率在一年之內躍升超過25%。迄今為止，人民幣兌新興經濟體貨幣的升值尚未導致內地出口商在發達經濟體的市場佔有率收縮，但其影響可能會在較長時間內更為明顯。

由於在最近數月內，市場對中國經濟前景變得更加樂觀，加上資產價格上升，不交收遠期合約匯率在2009年初的變動，暗示人民幣將會升值（圖1.26）。在4月中旬，市場預期在3個月及12個月內，人民幣兌美元的匯率將分別上升約0.2%及1.2%。這種預期，連同大規模的信貸擴張，將有助內地信貸市場保留充裕的流動性。

專題 2

中國的財政刺激方案對產出與就業的影響⁹

表 B2.A
財政刺激方案的組成部分

| 項目 | 金額 | |
|---------|---------|-------|
| | (十億人民幣) | 比重(%) |
| 運輸及電網 | 1,800 | 45.0 |
| 震後重建 | 1,000 | 25.0 |
| 農村基建 | 370 | 9.3 |
| 環境項目 | 350 | 8.8 |
| 公共住房 | 280 | 7.0 |
| 研究及發展 | 160 | 4.0 |
| 醫療保健及教育 | 40 | 1.0 |
| 總額 | 4,000 | 100 |

註：財政部在第十一屆全國人民代表大會發表的報告中所公佈的財政刺激方案的分配方式與本表略有不同，但不影響本分析的主要結果。

資料來源：國家發展和改革委員會主任於 2008 年 11 月 27 日的記者招待會上的演辭。

自 2008 年下半年以來，中央政府已採取一系列措施，以減輕全球經濟放緩對中國內地的不利影響。在財政政策方面，中央政府宣佈 2009 年至 2010 年的財政刺激方案金額達到人民幣 4 萬億元，其中大部分資金將用於基建 (表 B2.A)。本專題透過採用投入產出 (IO) 表及全球綜合貨幣財政模型 (GIMF)¹⁰，分析該方案對中國產出及就業的影響。

投入產出分析

政府增加在某一行業的商品及服務支出，即代表對該行業商品及服務的最終需求增加，並將導致該行業的產出及就業直接及間接增加。我們將首先計算每個行業的最終需求單獨增加 10,000 元人民幣會帶動多少就業與產出。直接就業系數只包括某行業因自身最終需求增加而帶動的就業人數，總就業系數則亦包括本行業最終需求增加對其它行業帶來的新增就業崗位。同樣地，假設因對某一行業產出的最終需求增加人民幣 10,000 元，導致增加值總額上升人民幣 α 元，則我們將該行業的增加值帶動系數界定為比率 $\alpha/10,000$ 。由於農業統計數據的準確性較其他行業為低，因此我們將專注研究刺激方案對非農業行業的影響。

表 B2.B
不同行業的就業及增加值帶動系數

| 行業 | 就業系數 | | 增加值 帶動系數 |
|---------------|-------|-------|-------------|
| | 直接系數 | 總系數 | |
| 農業 | 0.488 | 0.508 | 0.921 |
| 採礦及石礦業 | 0.035 | 0.077 | 0.862 |
| 食品 | 0.035 | 0.261 | 0.883 |
| 紡織、縫紉、皮革及毛皮產品 | 0.074 | 0.191 | 0.771 |
| 其他製造業 | 0.038 | 0.115 | 0.765 |
| 生產及提供電力、熱能及水 | 0.022 | 0.071 | 0.855 |
| 煉焦、燃氣及石油加工 | 0.011 | 0.053 | 0.638 |
| 化工 | 0.040 | 0.107 | 0.740 |
| 建材及非金屬礦產品 | 0.053 | 0.111 | 0.832 |
| 金屬製品 | 0.038 | 0.087 | 0.774 |
| 機器及設備 | 0.036 | 0.081 | 0.654 |
| 建造業 | 0.059 | 0.154 | 0.821 |
| 運輸、郵政及電訊服務 | 0.037 | 0.079 | 0.840 |
| 批發及零售業、住宿及餐飲業 | 0.060 | 0.137 | 0.894 |
| 房地產、租賃及商務服務業 | 0.027 | 0.067 | 0.882 |
| 金融保險業 | 0.045 | 0.075 | 0.915 |
| 其他服務 | 0.098 | 0.151 | 0.870 |
| 平均 | 0.070 | 0.137 | 0.820 |

資料來源：職員估計數字。

我們採用 2005 年的投入產出表，估計了 17 個行業的就業系數及增加值帶動系數 (表 B2.B)。¹¹ 就業及增加值帶動系數在不同行業的差異十分明顯。例如在刺激方案資金總額中將會獲得較大比例部分的建造業，所得出的直接就業系數為 0.06，而總就業系數約為 0.15。相比之下，從刺激方案中也會獲得可觀份額的運輸業，其直接就業系數僅為 0.04，總就業系數

⁹ 更詳細分析可參閱何東、張智威及張文朗 (2009)「中國的財政刺激方案對產出與就業的影響 (英文版本)」一文，《金管局工作論文》，編號 05/2009。

¹⁰ GIMF 是在國際貨幣基金組織開發的一個多國動態隨機一般均衡模型。該模型的扼要介紹及對亞太地區的參數校准可見於《*Journal of Asian Economics*》(印刷中)，由 N'Diaye、張萍及張文朗 (2009) 發表的論文「Structural reforms, intra-regional trade, and medium-term growth prospects of East Asia and the Pacific – perspectives from a new multi-region model」。

¹¹ 官方公佈的中國投入產出表並無區分國內中間投入與進口中間投入。為了不高估財政刺激方案的效果，我們參考近期有關投入產出分析的文獻，將這兩種中間投入加以區分。

為0.08。17個行業的平均總就業系數為0.14，顯示對產出的最終需求增加人民幣100萬元時(平均分配至17個行業)將產生14個新職位。就增加值帶動系數而言，17個行業的平均值為0.82，但建造及運輸行業的增加值帶動系數分別為0.82及0.84。這顯示對產出的最終需求增加人民幣10,000元時(平均分配至17個行業)將帶來人民幣8,200元的增加值；而對建築業及運輸業產出的最終需求單獨增加人民幣10,000元時，這兩個行業將分別產生人民幣8,200元及8,400元的增加值。表B2.B的主要信息為：刺激方案資金在不同行業的分配情況將很大程度上影響其效果。

表 B2.C
財政刺激方案帶動的增加值及就業

| 行業 | 帶動的增加值 (人民幣，十億) | 帶動的就業 (10,000人) |
|---------------|--------------------|--------------------|
| 農業 | 68.1 | 461 |
| 採礦及石礦業 | 120.6 | 80 |
| 食品 | 10.0 | 10 |
| 紡織、縫紉、皮革及毛皮產品 | 9.0 | 20 |
| 其他製造業 | 36.4 | 37 |
| 生產及提供電力、熱能及水 | 163.9 | 88 |
| 煉焦、燃氣及石油加工 | 38.5 | 20 |
| 化工 | 42.1 | 51 |
| 建材及非金屬礦產品 | 47.4 | 80 |
| 金屬製品 | 64.0 | 75 |
| 機器及設備 | 81.6 | 105 |
| 建造業 | 182.7 | 420 |
| 運輸、郵政及電訊服務 | 439.3 | 308 |
| 批發及零售業、住宿及餐飲業 | 86.2 | 97 |
| 房地產、租賃及商務服務業 | 119.7 | 54 |
| 金融保險業 | 47.6 | 32 |
| 其他服務 | 126.1 | 247 |
| 總計 | 1,683.2 | 2,186.7 |

資料來源：職員估計數字。

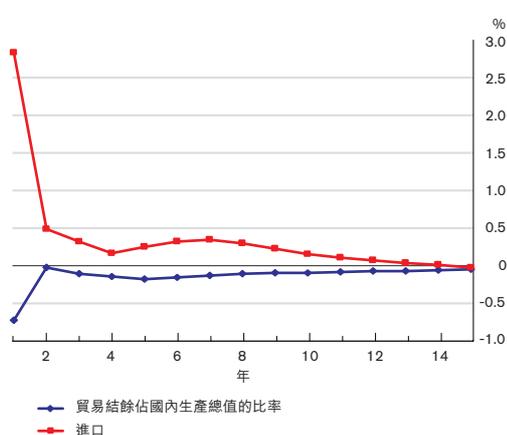
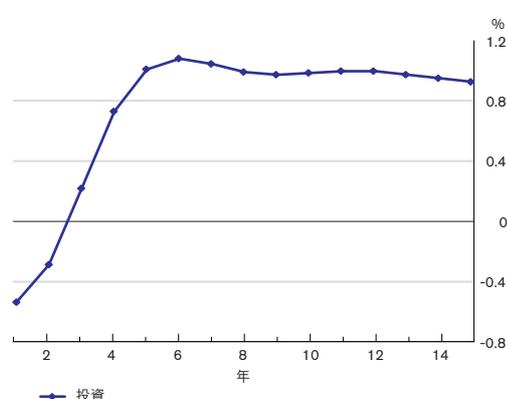
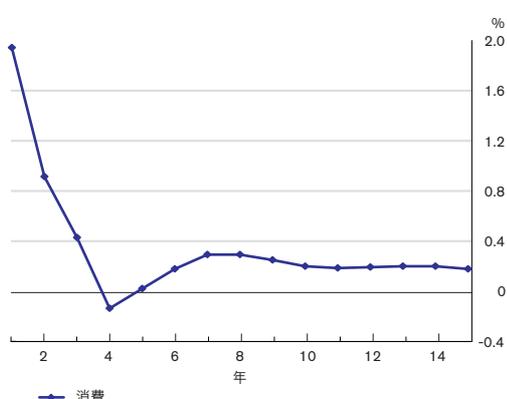
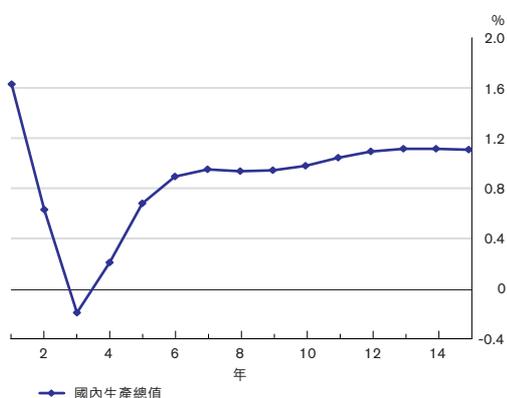
以財政刺激的一半金額，即人民幣2萬億元於2009年動用的假設下，我們將集中研究2009年財政刺激方案的影響。假設將運輸及電網資金的三分之二分配至運輸業，而餘下三分之一分配至發電業；農村基建資金平均分配至建造及運輸業；環境項目資金平均分配至建造及服務業；而所有公共住房資金則分配至房地產行業，我們得到表B2.C¹²所顯示的結果。

總增加值將增加人民幣16,830億元，顯示財政乘數約為0.84，稍微高於表B2.B所示的平均值，即將資金平均分配至每個行業的情況。獲得最大資金份額(人民幣6,930億元)的運輸業，其增加值將上升約人民幣4,400億元。相比之下，獲得第二大資金份額(人民幣6,800億元)的建造業，增加值將輕微上升人民幣1,830億元。然而，由於建造業與其他行業的密切聯繫，其帶動的總增加值將達人民幣5,600億元。另外，建造業將出現420萬個新職位，而運輸業會出現310萬個。整體而言，非農業就業職位將增加1,730萬個。

財政刺激方案不單只創造了國內增值，亦產生了滲漏效應，因為大部分行業均需要進口中間投入以滿足所增加的最終需求。進口中間投入在總投入中所佔的比例越大，刺激方案對國內增加值的貢獻則越小。根據我們的估計顯示，中間投入的進口總額可能增加人民幣3,200億元，佔所產生的新增增加值的19%。尤其是機器及設備業的中間進口增加幅度將最大，

¹² 我們考慮了3種資金分配情況，其他2種情況的估計結果載於《金管局工作論文》，編號05/2009，附錄表A2至A3。

圖 B2.1
動態模型下財政刺激方案的影響(百分比)



接近人民幣1,000億元，原因是該行業要用很多中間進口作投入。

動態結構模型下的財政乘數

雖然投入產出分析能有效地反映財政刺激方案在行業層面上的影響，但有關分析並未考慮刺激方案的次輪效應。例如，由政府支出帶動的產出及勞工收入增加，將導致消費增加。同樣地，投入產出分析亦無考慮到相對價格可能調整而對刺激方案的效果有所影響。為了彌補上述分析的不足，我們使用了GIMF，一個動態隨機一般均衡模型來研究財政刺激的中期影響。由於2009年的政府赤字佔國內生產總值的比率可能上升2個百分點，我們就在當前全球經濟放緩的情況下，模擬該項公共開支衝擊，並假設由於全球經濟呈現逐步復蘇，人民幣匯率將會在2年後更具彈性。主要模擬結果在圖B2.1列出。

由於對勞工的需求增加，個人消費增加約2%。相比之下，私人投資受到擠出效應影響而縮減約0.5%。進口急升約2.8%，反映政府支出帶動的巨大滲漏效應，一如投入產出分析所解釋。以實質價值計算，貿易結餘佔國內生產總值的比率在第一年下降超過0.7個百分點。對經濟的總體影響為國內生產總值將在第一年上升1.6%，並在第二年上升0.6%，顯示短期乘數約為0.80及中期乘數約為1.1。

結論

這次分析的主要發現概括如下：

- 政府支出的影響在很大程度上取決於資金在不同行業的分佈情況。
- 財政刺激方案將在非農業行業產生1,800萬至2,000萬個新職位。需要說明的是，在已飽受大量職位流失及將會預見空缺增加的不同行業之間，可能出現技能供求不相配的情況，而這可能削弱刺激方案的就業效應。
- 該財政刺激方案的產出乘數短期內介乎0.80至0.84，而中期內則約為1.1。

2. 本港經濟

需求

受全球金融危機影響，本港經濟自2008年第2季起至2009年第1季，每季均呈現收縮，結束了連續五年的正增長期。在商品及服務出口雙雙大幅下滑的情況下，經濟逆轉對私人消費及投資造成影響。儘管最近有初步跡象顯示金融市場所承受的壓力正在紓緩，而消費者情緒及營商氣氛亦有所改善，但由於本港出口所仰賴的外部需求極可能繼續低迷，因此預期經濟活動將會持續疲弱。

圖 2.1
以固定市價計算的本地生產總值



表 2.A
按開支項目劃分的實質本地生產總值增長
(按年計)

| (按年%) | 2007 | | 2008 | | 2009 | |
|---------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| | 2007 | 2008 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 |
| 本地生產總值 | 6.4 | 2.4 | 4.1 | 1.5 | -2.6 | -7.8 |
| 內部需求 | 7.9 | 0.8 | 3.2 | 1.5 | -7.5 | -7.5 |
| 消費 | | | | | | |
| 私人 | 8.5 | 1.5 | 3.0 | -0.2 | -4.1 | -5.5 |
| 公共 | 3.0 | 1.7 | 3.1 | 1.6 | 1.8 | 1.5 |
| 本地固定資本 | 3.4 | -0.5 | 5.1 | 2.9 | -17.8 | -12.6 |
| 形成總額 | | | | | | |
| 私人 | 5.0 | -1.1 | 5.5 | 3.2 | -20.3 | -14.3 |
| 公共 | -9.6 | 5.7 | 1.0 | 0.7 | 6.4 | -1.0 |
| 存貨變動 ¹ | 0.9 | -0.2 | -0.2 | 0.6 | -0.8 | -0.9 |
| 貨品出口淨值 ¹ | -3.6 | 0.0 | -1.4 | -1.3 | 3.2 | 0.0 |
| 服務輸出淨值 ¹ | 3.0 | 1.6 | 2.5 | 1.6 | 0.8 | -1.1 |

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

在接近2008年年底及2009年第1季，本港經濟衰退加劇。繼2008年第4季收縮2.6%及先前數個季度的溫和增長後，第1季的實質本地生產總值按年急速收縮7.8%。經季節因素調整後，按季度比較，第1季的實質本地生產總值錄得第4個季度收縮，而2008年第4季、第3季及第2季則分別下跌1.9%、0.8%及1.0%（圖2.1）。

在2009年第1季出現的急速逆轉，反映私人消費在耐用品購買量下降及金融服務開支減少的情況下持續下滑，以及資本開支及建造活動大幅減少。此外，需求前景疲弱亦導致庫存量大規模下降。外圍方面，商品出口大幅下降，反映世界貿易活動崩潰。由於離岸貿易活動不斷減少，加上對金融及商業服務的外部需求疲軟，導致服務出口亦明顯減少。同樣地，商品及服務進口亦顯著下降。

2.2 內部需求

由於私人消費及投資減少再加上庫存量下降的影響，第1季的內部需求因而進一步轉弱，嚴重拖累本地生產總值增長。與去年同期比較，2008年第4季及2009年第1季的內部需求收縮7.5%（表2.A）。存貨下降再加上留用進口同步減少，應該是在最終需求疲軟情況下有意識的做法。

圖 2.2
私人消費

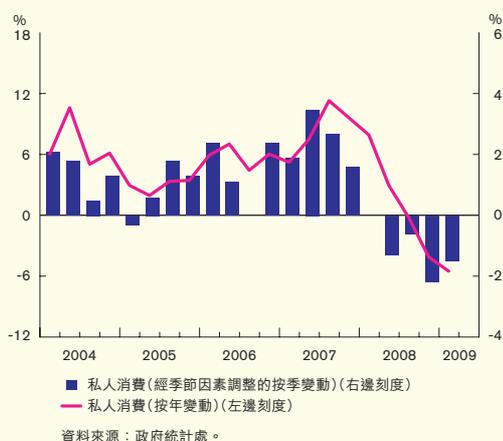


圖 2.3
私人投資及各組成項目

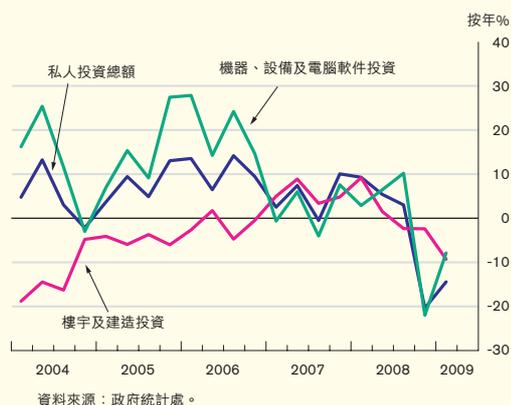
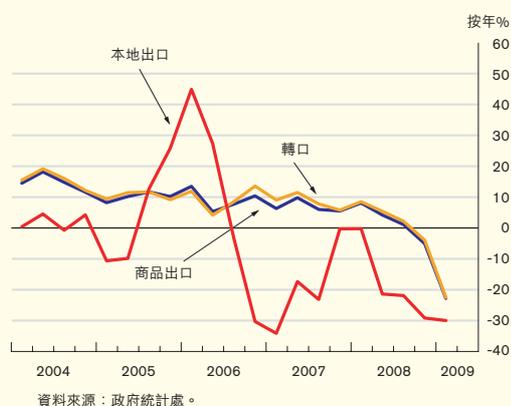


圖 2.4
商品出口及各組成項目（實質）



消費

在就業情況及收入前景惡化，以及本地股票市場調整產生負面財富效應的情況下，第1季的私人消費支出按年下降5.5%，而先前兩個季度則分別下降0.2%及4.1%。經季節因素調整後，按季比較，第1季的私人支出連續第五個季度下跌，跌幅為1.5%（圖2.2）。按消費支出的廣泛類別分析，由於對汽車的需求疲軟，第1季的耐用品支出較去年同期減少5.8%。非耐用品支出亦銳減5.7%，而服務及食品支出則分別下降3.9%及3.7%。相比之下，政府消費開支呈現平穩增長，於2008年第四季及2009年第一季分別增長1.8%及1.5%。面對勞工市場持續惡化及圍繞經濟狀況的不明朗因素，消費者可能繼續保持審慎態度，並削減若干程度的開支，而另一方面，溫和的擴張性財政政策傾向將繼續刺激政府開支。

投資

整體投資支出連續兩個季度顯著下滑，於2008年第四季及2009年第一季按年分別下降17.8%及12.6%。由於商業前景黯淡及信貸十分緊絀，私人部門投資於該兩個季度內分別銳減20.3%及14.3%。其中私人的樓宇及建造活動繼2008年第四季減少2.3%後，於第1季進一步收縮9.2%，而在機器及設備方面的私人支出繼前一季急挫21.9%後，於第1季的跌勢緩和至7.8%（圖2.3）。營商氣氛仍然低迷將令資本支出持續受壓。根據在3月中旬至4月中旬進行的季度業務展望調查，企業家對短期展望仍持悲觀態度。

公共投資於第一季下降1.0%，而2008年第四季則上升6.4%。在機器及設備方面的公共支出錄得穩健增長，但公共樓宇及建造活動低迷。於2009/10財政年度，政府建議投放多達393億港元於基建項目，較上個年度增長60.1%。然而，已公佈的十大基建項目仍處於早期規劃階段，短期內不大可能進入動工階段。

2.3 對外貿易

商品出口自11月份以來顯著下降。在2008年第四季，實質商品出口總量按年下降4.9%，隨後的第1季則下降22.7%。在同一季度本地出口及轉口則分別減少29.9%及22.7%（圖2.4）。所有主要出口目的地均呈現全面弱勢，包括中國內

表 2.B
按主要市場劃分的商品出口¹

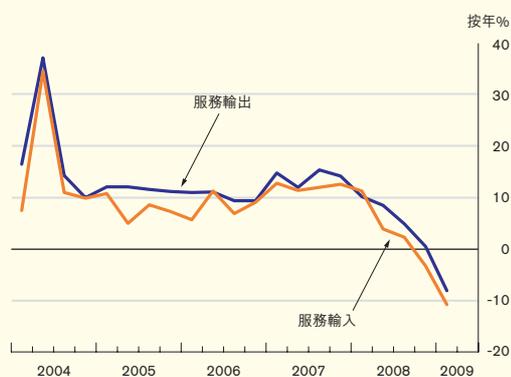
| (按年%) | 比重 ² % | 2007 | 2008 | 2008 | | | 2009 |
|------------------------|----------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|------------|
| | | | | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 |
| 中國內地 | 48 | 13 | 5 | 8 | 4 | -2 | -24 |
| 美國 | 13 | -1 | -2 | -1 | 1 | -7 | -21 |
| 歐盟 | 14 | 6 | 6 | 8 | 10 | -1 | -18 |
| 東盟五國 ³ + 韓國 | 7 | 9 | 9 | 9 | 3 | 11 | -32 |
| 日本 | 4 | -1 | 1 | -1 | 3 | 4 | -13 |
| 台灣 | 2 | 2 | 4 | 7 | 5 | 0 | -26 |
| 其他 | 12 | 18 | 14 | 24 | 17 | -9 | -17 |
| 總計 | 100 | 9 | 5 | 8 | 6 | -2 | -22 |

註：

- 轉口貿易佔 2008 年總出口額的 97%
- 在 2008 年所佔比重。
- 東盟五國包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。

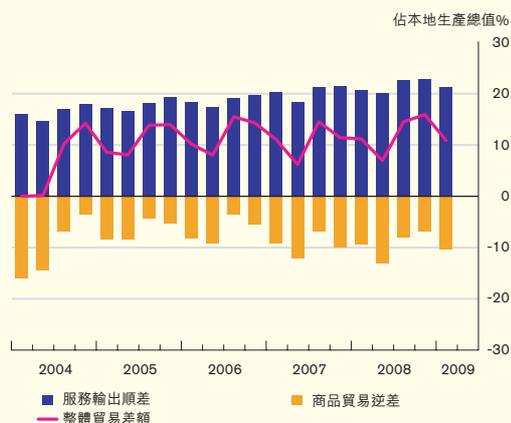
資料來源：政府統計處及 CEIC。

圖 2.5
服務輸入及輸出



資料來源：政府統計處及 CEIC。

圖 2.6
按組成項目劃分的貿易差額



資料來源：政府統計處及 CEIC。

地、美國及其他工業化經濟體系。鑑於亞洲區內貿易往來劇減，導致對中間產品的需求減少，因而嚴重打擊了本港對南韓、新加坡、台灣及新興區域經濟體系的出口活動(表2.B)。以實質數值計算，商品進口自第4季下降6.4%後，在第1季下降21.4%。由於內部需求疲弱，第1季的留用進口下降18.2%。

以實質數值計算，服務輸出在第4季上升0.4%後，在第1季下降8.2%。這是五年多以來首次錄得下降，原因是受到金融危機影響導致金融及商業服務的外部需求萎縮，另一方面，全球貿易持續急挫，令離岸貿易飽受衝擊。以實質數值計算，服務輸入繼在上季下降3.4%後，在第1季跌幅擴大近10.9% (圖2.5)。

綜合而言，第1季的名義整體貿易賬戶的順差為382億港元，相當於本地生產總值的10.1%，而上年同季的順差為383億元，相當於本地生產總值的9.3% (圖2.6)。以實質數值計算，出口淨值對本地生產總值增長有輕微的負貢獻。

產出及供應

以要素成本計算的本地生產總值在2008年第4季按年下跌，主要是由於金融、保險及商業服務業顯著疲弱所引致。經濟逆轉令勞工市場狀況惡化，失業率升至三年以來新高。由於產出量的收縮步伐較就業市場為快，勞工生產力亦因此相應下跌。

2.4 產出

在第4季，以要素成本計算的本地生產總值按年收縮2.3% (表2.C)，標誌著連續21個季度增長的終結。工業環節自2008年第2季開始收縮，服務環節則緊隨其後，在2008年第4季按年收縮2.3%。對服務環節的分析顯示，收縮情況見諸於所有行業，其中以運輸及倉庫環節跌幅最大，達到5.4%。金融、保險及商業服務環節在美國次級按揭危機中首當其衝，在2008年第3季開始收縮。單是該環節就佔2008年第4季總產出的跌幅約48% (表2.D)。由於全球需求崩潰，進出口環節在2008年第4季按年收縮1.9%，且對整體增長率的貢獻為負值。由於商品出口及進口因貿易流量收縮而顯著下降，進出口環節的收縮狀況極有可能在2009年第1季進一步惡化。另一方面，批發、零售、飲食及酒店環節在2008年第4季按年下跌2.5%，反映消費支出疲弱。一旦香港爆發豬流感並拖累境內旅遊業，收縮情況可能會惡化。

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%) | 2007 2008 | | 2008 | | | |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| | | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 以要素成本計算的 本地生產總值 | 6.4 | 2.1 | 6.8 | 3.4 | 1.3 | -2.3 |
| 工業環節 | -0.5 | -1.2 | 3.3 | -2.6 | -3.1 | -2.0 |
| 其中： | | | | | | |
| 製造業 | -1.5 | -6.6 | -4.4 | -4.2 | -6.7 | -10.4 |
| 建造業 | -1.1 | 2.7 | 9.2 | -0.3 | -1.5 | 2.8 |
| 服務環節 | 7.0 | 2.4 | 7.1 | 4.0 | 1.7 | -2.3 |
| 其中： | | | | | | |
| 批發、零售、 飲食及酒店 | 8.8 | 2.5 | 6.8 | 4.9 | 2.0 | -2.5 |
| 進口及出口 | 6.0 | 4.6 | 9.7 | 8.0 | 4.9 | -1.9 |
| 運輸及倉庫 | 5.1 | 1.9 | 8.3 | 3.8 | 1.5 | -5.4 |
| 金融、保險 及商業服務 | 15.3 | 1.6 | 9.5 | 2.6 | -0.1 | -4.6 |

資料來源：政府統計處。

表 2.D
各主要行業對實質本地生產總值增長的貢獻
(按年計)

| (百分點) | 2007 2008 | | 2008 | | | |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| | | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 以要素成本計算的 本地生產總值 | 6.4 | 2.1 | 6.8 | 3.4 | 1.3 | -2.3 |
| 工業環節 | 0.0 | -0.1 | 0.3 | -0.2 | -0.3 | -0.1 |
| 其中： | | | | | | |
| 製造業 | 0.0 | -0.2 | -0.1 | -0.1 | -0.2 | -0.3 |
| 建造業 | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.1 |
| 服務環節 | 6.4 | 2.2 | 6.5 | 3.6 | 1.5 | -2.2 |
| 其中： | | | | | | |
| 批發、零售、 飲食及酒店 | 0.6 | 0.2 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | -0.2 |
| 進口及出口 | 1.2 | 0.9 | 1.8 | 1.5 | 1.1 | -0.4 |
| 運輸及倉庫 | 0.4 | 0.1 | 0.6 | 0.3 | 0.1 | -0.4 |
| 金融、保險 及商業服務 | 3.5 | 0.4 | 2.3 | 0.7 | 0.0 | -1.1 |

資料來源：政府統計處。

圖 2.7
勞工市場狀況

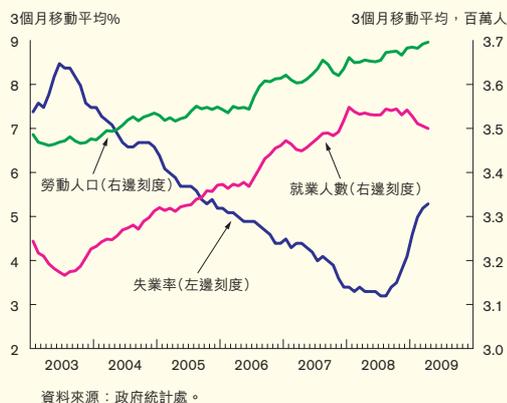
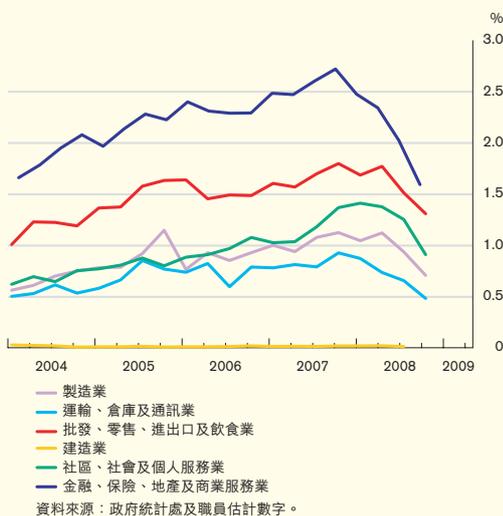


圖 2.8
高技術及低技術環節的失業率



圖 2.9
各行業的職位空缺比率



2.5 勞工及生產力

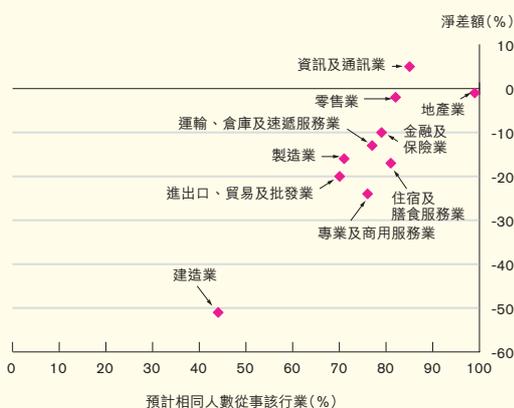
全球經濟逆轉，嚴重影響本港勞工市場。失業率自2008年第4季以來顯著上升。由於產出量的收縮步伐較就業市場快，令勞工生產力隨著產出量收縮而下跌。

勞工市場狀況

在截至2009年第1季的六個月內，勞工市場急劇惡化，就業人數自2008年底以來不斷下跌(圖2.7)。第1季的經季節因素調整的3個月移動平均失業率達5.2%，較上一季度上升1.1個百分點。根據行業細分的資料顯示，所有環節的失業率均顯著上升。其中以建造業所受衝擊最為嚴重，該行業失業人數於2008年10月至2009年3月期間增加了17,900人，而同期增加的整體失業人數為55,400人。由於全球危機波及所有行業，因此在高技術及低技術環節的失業率均呈現上升趨勢(圖2.8)。所有行業的空缺比率均有所下跌，其中以金融服務業的下跌幅度最為急劇，主要是由於受到次級按揭危機的重創(圖2.9)。

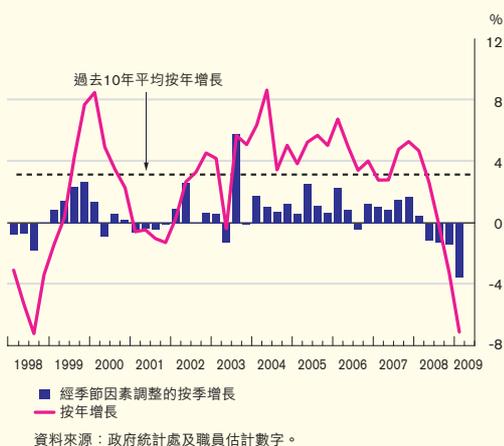
就業不足率由2008年12月的1.9%，微升至3月的2.1% (3個月移動平均)，可能反映了建造業縮減規模，以及無薪休假的情況日益普遍。

圖 2.10
 季度業務展望統計調查 — 就業



註：
 1. 「淨差額」指預期「上升」的受訪者百分點減去預期「下降」的受訪者百分點。
 2. 行業分類以最新的《香港標準行業分類2.0版》(HSIC V2.0)為準。
 資料來源：政府統計處。

圖 2.11
 每名工人產出量



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

招聘意欲已出現若干改善，情況可見諸於Career Times及城大招聘指數近期有所回升。最新的季度業務展望統計調查亦顯示，除建造業外，大部分受訪者預期第2季的就業人數將大致保持穩定(圖2.10)。然而，由於產出缺口持續為負值，勞工市場狀況極可能持續嚴峻。隨著新一批畢業生及離校生加入勞動人口行列，對勞工市場的壓力亦將會有所增加。

生產力

由於產出量的收縮程度較就業市場快，令勞工生產力(以每名工人產出量計)在第1季按季下跌3.5%(圖2.11)，同時標誌著連續四個季度下跌。與去年同期比較，勞工生產力繼在2008年第4季及2008年第3季分別下降3.2%及0.1%後，於第1季亦下降7.1%。這是自2001年互聯網泡沫爆破以來首次出現連續多個季度下跌。由於勞工生產力在衰退期間往往會下跌，因此預期在未來幾個季度內，每名工人產出量將進一步下降。

物價及工資

通脹壓力已從2008年初的近期高位顯著回落，主要原因是食品價格及租金成本轉趨平穩。經濟情況逆轉及勞工市場惡化，令供應方面的成本壓力得以舒緩，而進口價格通脹亦有所減弱。由於產出缺口為負值及全球通脹有所下調，在未來數月內的潛在通脹壓力極可能會持續微弱。

圖 2.12
各行業的人均名義薪金

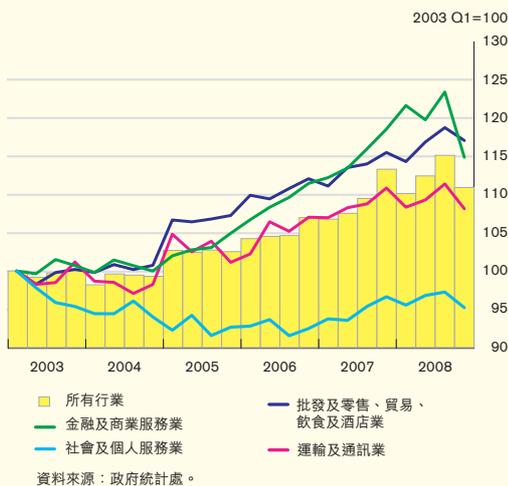
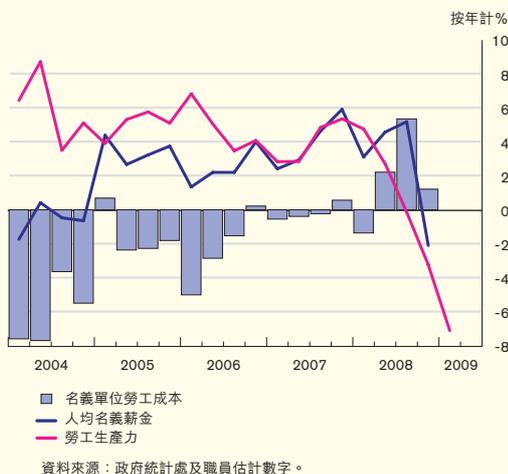


圖 2.13
單位勞工成本及勞工生產力

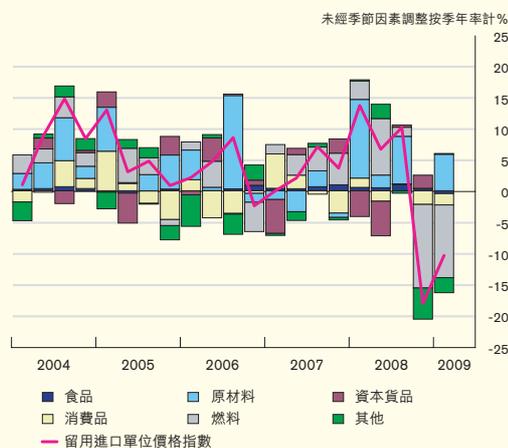


2.6 勞工成本

勞工市場狀況惡化已導致勞工收入下降。人均名義薪金在2008年第3季按季上升2.4%後，在2008年第4季按季下降3.6%。跌幅超過名義工資同期錄得的2.6%跌幅，顯示經濟體系中不同行業普遍存在削減酌情花紅及非固定收入(例如加班薪酬)的情況。根據行業細分的資料顯示，雖然所有行業的人均名義薪金均有所下調，但以金融及商業服務業的下調最為急劇(圖2.12)。與去年同期比較，人均名義薪金在經歷2008年第3季急升5.2%後，於2008年第4季下跌2.1%，亦標誌著2004年第4季以來首次下跌(圖2.13)。人均薪金在2008年第4季亦按季大幅下降13.8%(以年率計)。

儘管人均名義薪金在2008年第4季有所下調，但由於勞工生產力相對於人均名義薪金的按年跌幅更大，所以同季度的名義勞工成本仍然錄得1.2%的按年輕微增長。

圖 2.14
按主要組成項目對進口價格通脹的貢獻



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

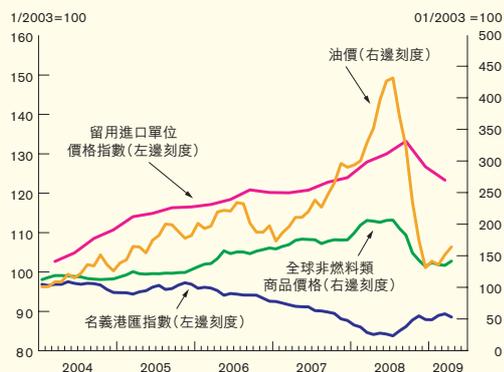
2.7 商品及進口價格

進口價格自2008年第4季開始向下調整。按季以年率計，2008年第4季進口價格下跌18%（圖2.14），主要反映燃料價格的急劇下跌（對跌幅的貢獻為13.4個百分點）。進入第1季度，隨著油價及其他商品價格在該季度內轉趨穩定並且出現反彈，進口價格的下跌步伐放緩至10.3%（圖2.15）。鑒於市場共識普遍預期全球經濟復蘇步伐緩慢，世界各地對消費品及商品的需求不大可能在2009年的餘下時間內急劇回升。經濟復蘇初期階段的產能過剩亦意味著資本商品的需求不大可能迅速上升，這將有助控制資本商品的價格壓力。上述種種因素均有助香港控制進口價格通脹。

2.8 消費物價

自2008年年初以來，通脹壓力已顯著緩和。在扣除政府的紓緩措施效果後，按年計的基本通脹由2008年第4季的5.4%回落至第1季的3.1%（圖2.16），主要由於食品價格及租金成本轉趨穩定所致。經過連續數季度的下降後，基本通脹按季以年率計從2008年第1季的高位8.3%，下降至2009年第1季的-0.9%。受到租金成本增幅放緩推動，以及耐用品價格及交通費用下降影響，核心通脹（以基本通脹扣除基本食品及能源計算）在2008年第4季及2008年第3季分別錄得2.8%及4.7%的正值後，於第1季錄得按季以年率計0.2%的負值。

圖 2.15
商品及進口價格



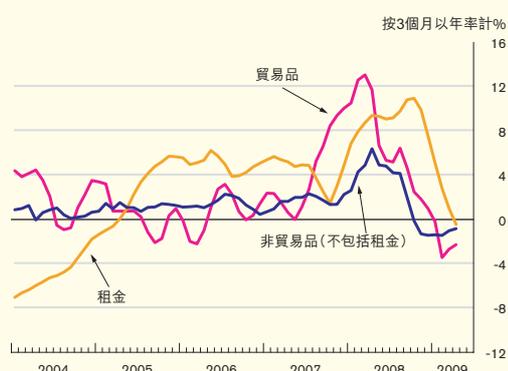
資料來源：政府統計處及國際貨幣基金組織。

圖 2.16
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

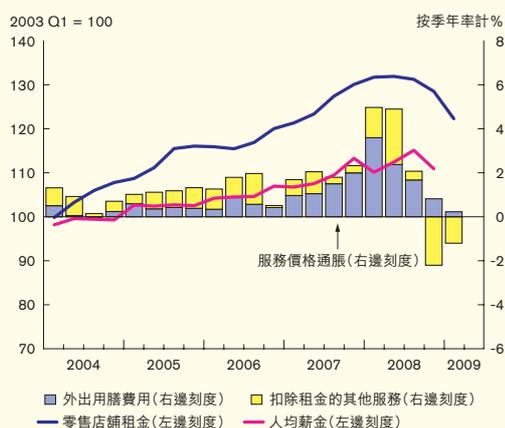
圖 2.17
按主要組成項目分析消費物價通脹



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

由於物業價格在2008年下半年下跌，按3個月年率計租金成本的上升步伐於2008年10月達到11%的最高水平後，在2009年4月份已大幅回落至-0.4%（圖2.17）。由於物業市場受到經濟前景惡化影響，住宅物業價格在2008年7月至12月期間錄得18.3%的累計連續跌幅。隨著租金成本下降，零售店舖租金繼在2008年第4季按季以年率計下跌8.1%後，在第1季亦錄得18.0%的顯著跌幅。貿易品環節面對的價格壓力在2009年第1季及2008年第4季持續消退，原因是基本食品、耐用品及電力價格下降，而政府預算案將煙草稅稅率調高50%，則抵銷了該環節價格的部分跌幅。由於成本壓力在當前的經濟逆轉情況下有所緩和，令服務業的價格通脹在2008年第4季轉為負值（圖2.18）。

圖 2.18
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。

資產市場

由於市場對本港主要銀行的盈利前景感到疑慮，本地股市於年初曾一度急挫。然而，在市場對中國內地經濟復甦的期望的推動下，股價在資金主導的市場中出現反彈。住宅物業價格繼2008年下半年顯著下跌後，隨著按揭信貸狀況的緩和呈現若干整固。另一方面，由於經濟前景惡化，寫字樓及零售店舖的租金進一步下挫。

2.9 股票市場

圖 2.19
香港股票價格



資料來源：彭博。

圖 2.20
風險偏好指數



資料來源：彭博及金管局職員估計數字(《金管局工作論文》，編號 05/2007)。

香港股市最近數月在資金主導的市場中強烈反彈(圖2.19)。2009年年初，全球經濟進一步惡化且速度超乎預期，加深了市場對銀行壞賬撥備增加及其主要海外市場預計收入減少的憂慮，市場因而對本港主要銀行的盈利前景倍加關注。在銀行類股份價格大幅下跌的帶領下，恒生指數在3月跌至11,500點以下，是去年10月以來的最低水平。然而，由於中國國內商業銀行的貸款增長迅速、製造業擴張及物業成交量增加，近期的經濟數據令市場對內地經濟開始復蘇寄予厚望。內地經濟狀況的好轉與A股市場的升勢大大增強了本地市場的信心。投資者一改觀望態度，而恒生指數的風險偏好指數亦反彈至高於長期平均水平(圖2.20)。因此，雖然本港經濟正進一步轉弱，資金仍大量流入，推動本港股市飆升。在當前危機下，香港金融市場與美國金融市場之間的聯繫，與兩者在2001年科網泡沫爆破時的聯繫頗為相似(專題3)。在報告期內，恒生指數及H股指數分別上升了30.8%及44.7%。

專題 3

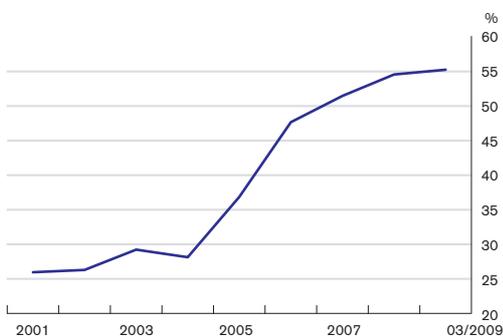
香港金融市場與美國及中國內地市場在危機及平穩時期的互動¹³

圖 B3.1
香港股市與美國股市及香港股市與上海股市每日收益率之間的相關性



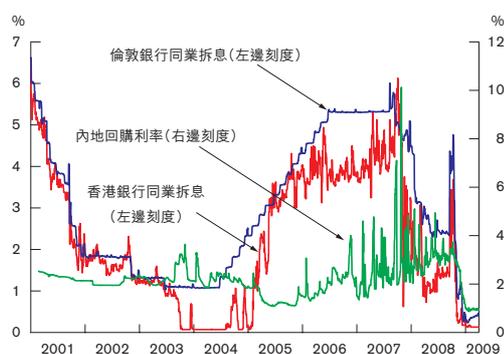
資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 B3.2
內地股票在香港聯交所的比重



資料來源：CEIC及職員估計數字。

圖 B3.3
美國、中國內地及香港貨幣市場利率



資料來源：CEIC。

金融危機凸顯出香港金融市場與美國及中國內地金融市場之間的聯繫舉足輕重。本次研究比較市場在當前金融危機下、2001年科網股泡沫破滅期間及兩次危機之間平穩時期的聯繫，並利用多變量計量模型量化上述期間的聯繫。

股票市場

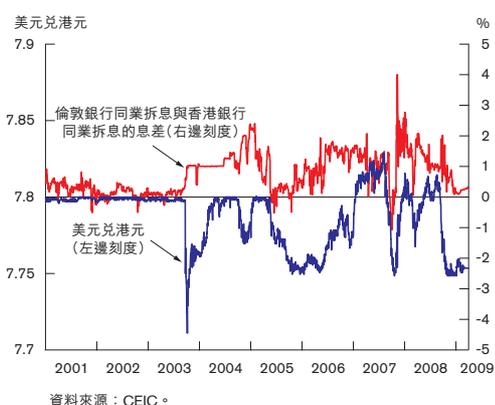
股票市場方面，在當前金融危機之下，中國內地對香港的影響顯著增加，但重要性仍不及美國。美國標準普爾指數與恒生指數每日收益率之間的相關性，在整個樣本時期中一直居高不下(圖B3.1)。上證綜合指數與恒生指數每日收益率之間的相關性，於2005年之前較小，但隨著在港上市的內地股票比重增加，近年兩者之間的相關性越見明顯(圖B3.2)。

貨幣市場

香港貨幣市場與美國及內地貨幣市場的聯繫亦隨著時間而變化。一周香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息在2001年及2002年期間較為接近(圖B3.3)，兩者的差距大部分時間維持在低水平。但在2003年9月，兩者的息差開始擴大。市場預期人民幣及港元升值，加上新股認購活動頻密，導致香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間關聯弱化。在信貸危機爆發後，內地及香港的新股認購活動減少，市場對人民幣升值的預期幻滅，加上全球經濟大環境成為形成兩個貨幣市場動態的決定性因素，因此倫敦銀行同業拆息與香港銀行同業拆息的關係最近再度增強。

¹³ 更詳細的資料請見即將出版的《金管局工作論文》「自2001年以來香港金融市場與美國及中國內地的互動」(英文版本)，由何東、張智威及王紅林撰寫。

圖 B3.4
2001年以來港元匯率及倫敦銀行同業拆息與香港銀行同業拆息的息差



外匯市場

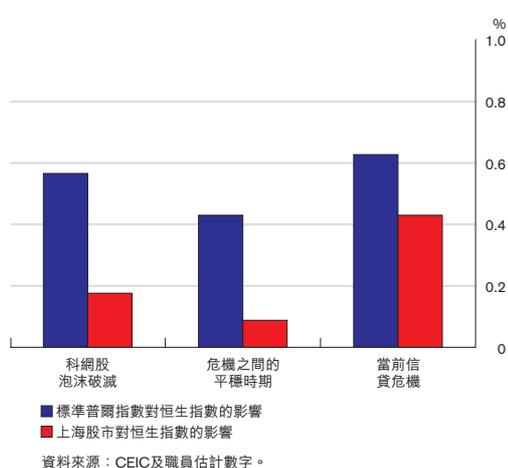
港元匯率自2001年以來經歷了數個不同階段（圖B3.4）。於2003年9月之前，港元兌美元匯率一直靠穩在接近7.8的水平。及至2003年10月，港元開始升值，當時市場推測人民幣及港元匯率將會上升，導致倫敦銀行同業拆息與香港銀行同業拆息的息差擴大。香港金融管理局在2005年5月為港元匯率引入強方兌換保證，為港元兌美元匯率提供一定的穩定性，但現貨匯率有時依然貼近強方兌換保證，原因是2006年及2007年新股認購活動頻密產生資金流動，以及信貸危機持續。

計量經濟學估計：數據及研究方法

我們採用向量自回歸模型（VAR）作為分析工具。數據樣本劃分為三個時期：科網股泡沫破滅（2001年1月2日至2001年12月31日）、平穩時期（2002年1月2日至2007年8月8日）及金融危機（2007年8月9日至2009年4月2日）。

我們在模型中考慮8項變量的每日觀察數據，分別是：一周香港銀行同業拆息一階差分、一周倫敦銀行同業拆息一階差分及一周內地回購利率一階差分、美國長期債券價格一階差分、恒生指數、上海證券指數、標準普爾500指數及港元兌美元匯率的百分比變動。匯率變量出現正數變動表示美元兌港元匯率上升。模型中已考慮中國內地的新股認購活動及重大消息。

圖 B3.5
標準普爾500指數及上海股市對恒生指數的影響



股票市場

向量自回歸模型的結果顯示美國市場波動所引發的作用較內地波動來得重要。在金融危機期間，美國股市變化1%帶來的衝擊，會令恒生指數產生0.63%的變動，而內地股市變化1%帶來的衝擊，只會令恒生指數產生0.43%的變動（圖B3.5）。在平穩時期，美國及內地股市變化1%帶來的衝擊，分別令恒生指數產生0.43%及0.09%的變動。在2001年科網股泡沫破滅時，來自美國及內地的影響分別為0.57%及0.18%。

表 B3.A
香港、美國及中國內地之間的貨幣市場聯繫

| | 因變量：香港銀行同業拆息 | | |
|---------------|--------------|------|--------|
| | 科網股 泡沫破滅 | 平穩時期 | 當前信貸危機 |
| 倫敦銀行同業拆息 | 0.48 | 0 | 0.44 |
| 內地回購利率 | 0 | 0 | 0 |
| 香港新股認購活動凍結的資金 | 0 | 0.15 | 0 |

資料來源：CEIC 及職員估計數字。

表 B3.B
外匯市場與股票市場及貨幣市場的聯繫

| | 因變量：港元兌美元匯率 | | |
|-------------|-------------|--------|--------|
| | 科網股 泡沫破滅 | 平穩時期 | 當前信貸危機 |
| 標準普爾 500 指數 | 0 | 0 | 0 |
| 倫敦銀行同業拆息 | 0 | 0 | 0.037 |
| 美國債券價格 | 0 | 0 | 0 |
| 上證綜合指數 | 0 | 0 | 0 |
| 內地回購利率 | 0 | 0 | 0 |
| 恒生指數 | 0 | -0.002 | 0 |
| 香港銀行同業拆息 | -0.012 | -0.014 | -0.035 |

資料來源：CEIC 及職員估計數字

顯然，內地股市對恒生指數的影響近年不斷增加，但在整個樣本中，其重要性與美國市場相比依然較低。更有趣的是，美國市場開始透過對上海股票市場的影響間接影響香港，在當前危機下，美股變化1%帶來的衝擊平均會令上証綜合指數產生0.23%的變動，而對內地市場的影響，部分已傳遞到香港市場。

貨幣市場

於科網股泡沫破滅期間，倫敦銀行同業拆息每出現100基點變化，便會令香港銀行同業拆息產生48基點變動，但兩者的關係在平靜時期則變得不顯著，部分是由於在此期間香港新股認購活動頻密，顯著影響香港銀行同業拆息(表B3.A)。於金融危機期間，香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的相關性再次增加，倫敦銀行同業拆息每出現100基點變化，便會令香港銀行同業拆息產生44基點變動，情況與2001年所觀察到的影響相若。

外匯市場

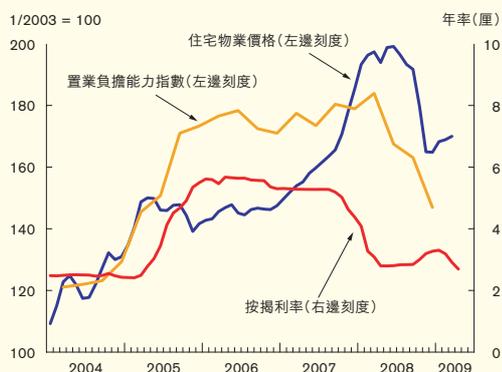
在當前危機及科網股泡沫破滅期間，港元匯率主要受利率的影響，但影響幅度相當輕微(表B3.B)。在當前金融危機下，香港銀行同業拆息及倫敦銀行同業拆息均有顯著影響。在2001年，香港銀行同業拆息影響顯著，但倫敦銀行同業拆息則不然，背後原因可能是當時兩種利率之間的相關性較高。

在當前危機下或2001年，香港、美國及內地的股價對港元匯率影響並不重要。但這並不代表股市相關資金流動對匯率影響不大，而是表明股市因素並非資金流動的主導力量，原因可能是投資者在信貸危機爆發後避險而產生資金流入。可能抵銷了同期的股市相關資金流出對匯率造成的影響。

結論

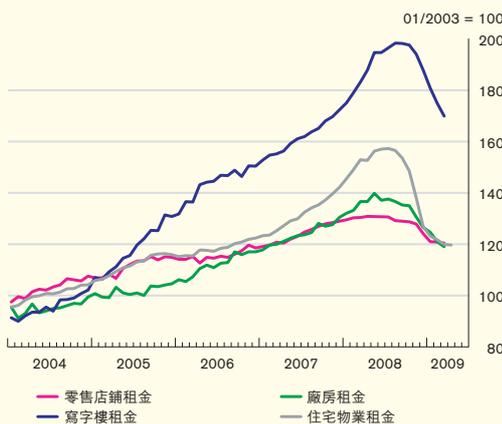
- 在當前金融危機下，香港市場與美國市場的金融聯繫與2001年科網股泡沫破滅期間相若。在兩個危機當中，恒生指數深受美國股市影響，香港銀行同業拆息及倫敦銀行同業拆息呈現相當強的相關性，而港元兌美元匯率主要受利率影響。
- 隨著越來越多內地股票在香港上市，內地股市近年對恒生指數的影響不斷增加。在當前金融危機下，內地股市對香港市場的影響依然不及美國市場。由於內地實行資本管制，內地貨幣市場仍與香港貨幣市場分離。
- 以上研究結果可以更一般地解釋為，香港金融市場似乎在波動時期較貼近美國市場，但在平穩時期則與中國內地市場相對一致。

圖 2.21
住宅物業價格、利率及置業負擔能力



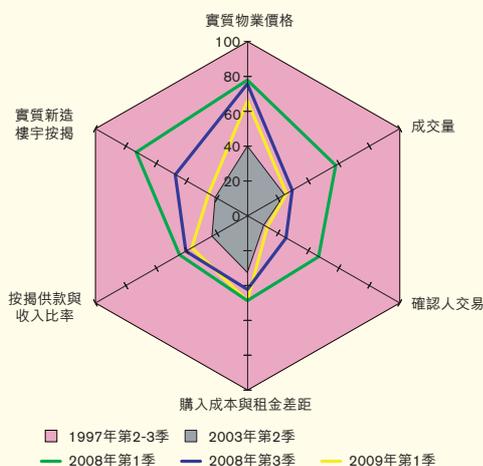
資料來源：差餉物業估價署及政府統計處。

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。

圖 2.23
住宅市場的圖解分析



資料來源：差餉物業估價署、土地註冊處、政府統計處、中原地產代理有限公司及職員估計數字。

2.10 物業市場

本港的物業價格在2008年下半年顯著下跌後，在2009年第1季及隨後數月出現若干整固。儘管經濟前景黯淡及就業情況惡化繼續影響房地產需求及市場情緒，但隨著貸款標準放寬及信貸供應改善，按揭信貸狀況已不再是一項限制因素。隨著按揭息率下調，置業負擔能力亦獲得提升，從而為中小型住宅單位的需求帶來了一些支持。自從住宅物業價格在2008年12月跌至16個月的低位後，在4月份已連續第4個月上升，並且有跡象顯示這個升勢將持續至5月份。然而，就整個第1季而言，住宅物業價格按季下跌了0.5%，跌幅較上年第4季的12.3%跌幅有所收窄(圖2.21)。在地產發展商採取積極的銷售策略的局部影響下，成交量在第1季按季躍升29.8%，而先前在第4季則下跌32.5%。在4月份，成交量較3月進一步上升38.8%至9,856個單位，達到10個月以來的最高水平。

儘管稍微落後於銷售市場的走勢，住宅物業的租務市場亦明顯轉弱。整體單位租金在2008年第4季按季下跌11.5%，並在2009年第1季進一步下跌11.8%。由於租金的累計跌幅超過單位價格的跌幅，令住宅單位的租金收益由2007年12月及2008年12月的4.1%跌至3月的3.7%。商用物業租務市場同樣出現下調情況，反映企業延遲擴充計劃並精簡業務運作。寫字樓租金在2008年8月見頂後，在2008年第4季按季下跌2.3%，並且在2009年第1季再下跌9.3%。在與零售業務表現疲弱的互相影響下，零售店鋪租金在2008年第4季及2009年第1季分別下跌2.1%及4.8%，而空置率則由2007年年底的8.1%升至2008年年底的8.7%(圖2.22)。

圖解分析的6項物業市場指標顯示，2009年第1季的住宅物業市場相當疲弱，實質新造樓宇按揭、成交量及確認人交易均出現萎縮，其中有些指標更接近2003年年中的谷底水平。實質住宅價格及按揭供款與收入比率(顯示置業負擔能力)均出現下跌，而購入成本與租金差距則保持穩定(圖2.23)¹⁴，這顯示在經濟逆轉下，住宅物業的用戶需求及投資需求均有所

¹⁴ 有關圖解分析的詳情，見陳德霖、彭文生及范尚禕(2005)，「利用圖解監察香港的物業市場」，《香港金融管理局季報》，2005年3月號。

減少。然而，跟過往的興衰更迭周期比較，住宅物業市場並無出現明顯的脆弱跡象。事實上，根據最新資料顯示，自2009年第1季以來，成交量、實質樓宇按揭及實質物業價格均有所增長。在此背景下，6項指標在未來數月極可能會更接近令人安心的水平，但實際結果將取決於全球金融危機的發展狀況。實際上，本港的經濟基本因素及住戶財務狀況在過去十年間已有所增強，而在近期物業市道轉弱之前，市場並沒有出現過熱現象。運用群集方法對圖解架構中的6項指標作出分析亦顯示本港物業市場並無嚴重失衡，而近期住宅物業價格下跌主要是由於經濟狀況轉壞所致。¹⁵

圖 2.24
住宅及商用物業供應



新落成私人住宅物業的數量連續第6年下跌，由2007年10,471個單位下跌至2008年的8,776個，某程度上反映過去土地供應緊張的情況。新落成住宅單位的總樓面面積亦輕微下跌3.9%，而2007年則下跌36.9%。就施工同意書而言，施工計劃中的住宅單位可用總樓面面積在2008年下跌41.1%至530,100平方米，而2007年則上升27.4% (圖2.24)。由於新落成單位的數量較過去兩年大幅減少，一手市場上的供應預期繼續緊張，這個趨勢或會持續至2009年及2010年。在商用物業市場方面，新落成寫字樓上升6.6%至341,000平方米，遠高於過去10年的年均水平，且與佔用率極為接近。儘管空置率有所上升，鑑於非住宅施工同意書在2008年減少了26.9%，新落成寫字樓的供應，特別是核心地區的新落成寫字樓供應預期在2009年及2010年將更趨緊張。一手市場住宅及商用單位供應放緩，中期而言可為樓價及商用物業租金帶來支持。

¹⁵ 有關如何運用群集方法及圖解分析的6項指標去評估物業市況，見梁偉耀、周錦華及韓高峰 (2008)，「香港物業市場指標的群集分析」，《香港金融管理局季報》，2008年12月號。

公共財政

2008至09年度的財政表現錄得綜合盈餘(相當於本地生產總值0.1%)，而非政府原先預測的小量赤字，主要原因是由於稅收較預期為高。鑑於全球及本港經濟環境每況愈下，政府在2009至10年度財政預算案中提出寬免措施及創造就業機會計劃，以減輕家庭負擔及紓緩失業影響，到五月底政府再推出新一輪紓緩措施，把全年度經濟刺激方案的力度加大至總額252億港元，相當於本地生產總值的1.6%。

2.11 公共財政

表 2.E
財政賬戶的分析說明

| 財政年度 ¹ | 原來預測 | | 估計表現 | | 預測 | |
|-----------------------|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2007/08 | 2008/09 | 2008/09 | 2009/10 | 2009/10 | 2009/10 |
| | (以財政年度為基礎的本地生產總值百分比) | | | | | |
| 收入 ² | 21.7 | 18.6 | 19.0 | 15.6 | | |
| 稅項 | 13.9 | 11.4 | 13.1 | 10.9 | | |
| 非稅項 | 7.7 | 7.2 | 5.9 | 4.7 | | |
| 賣地收益 | 3.8 | 2.6 | 1.0 | 1.0 | | |
| 資產出售/私有化 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | |
| 投資收入(淨額) ³ | 1.6 | 2.5 | 2.8 | 1.9 | | |
| 其他 | 2.3 | 2.1 | 2.1 | 1.7 | | |
| 開支 | 14.2 | 18.9 | 19.1 | 19.3 | | |
| 經常性開支 | 12.4 | 15.5 | 15.8 | 15.7 | | |
| 基本開支 ⁴ | 1.8 | 3.4 | 3.3 | 3.6 | | |
| 扣除借款淨額前 | 7.5 | -0.3 | -0.1 | -3.7 | | |
| 整體結餘 | | | | | | |
| 扣除借款淨額後 | 7.5 | -0.5 | -0.3 | -3.9 | | |
| 整體結餘 ⁵ | | | | | | |
| 財政儲備 | 29.8 | 29.0 | 29.6 | 27.9 | | |
| 財政儲備淨額 | 28.5 | 27.8 | 28.4 | 26.9 | | |

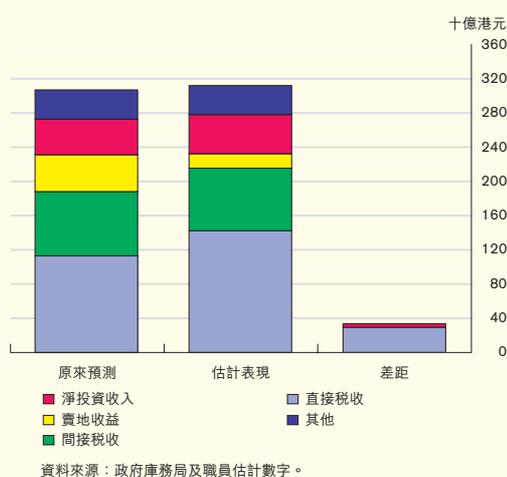
註：

- 各項數字是以2009至10年度財政預算案為基礎，並呈列為佔2009年5月公佈的以財政年度為基礎的名義本地生產總值百分比。由於截至本報告發表之時，政府尚未公佈除總開支及收入的整體數字外的詳細數據，因此上表並無載列綜合賬戶在2008至09年度的實際表現。實際表現據報告為14億港元盈餘(相當於本地生產總值的0.1%)。
- 不包括發行政府債券/票據的收入。
- 扣除政府債券/票據的利息開支。
- 不包括政府債券/票據的利息開支及償還款項。
- 香港特區政府報告的整體結餘。

資料來源：2009至10年度財政預算案、2009至10年度估計數字、政府統計處、財政司司長辦公室經濟分析部門及職員估計數字。

承接著2007至08年度錄得高達1,237億港元(相當於本地生產總值的7.5%)的大額盈餘後，在2008至09年度，儘管收入減少11.7%及開支增加34.2%，政府綜合賬目在扣除償還債券的款項後仍錄得小量盈餘，數額達14億港元(相當於本地生產總值的0.1%)，是連續第六年錄得盈餘(表2.E)。有別於政府原先在2008年2月編製財政預算案時預測將會錄得的75億港元赤字(相當於本地生產總值的-0.5%)，最終錄得小量盈餘主要是由於來自薪俸稅及利得稅的收入超過預期，且其超

圖 2.25
2009至10年度預測及實際政府收入



出的數額足以抵銷賣地收益不足、額外基本工程開支及原先未能預計的寬免措施支出所需的數額 (圖2.25)。

在全球及本港經濟狀況惡化的環境中，政府在2009至10年度財政預算案中提出一系列措施，藉以減輕家庭負擔及協助創造更多職位。該輪寬免措施所投入金額達84億港元，相當於本地生產總值的0.5%，措施包括寬減稅收、寬免差餉和減收部分物業及土地租金。到五月底政府再推出新一輪紓緩措施，這次投入金額達168億港元。兩輪措施安排的金額合共252億港元，相當於本地生產總值的1.6%。這些擴張性措施連同收入預期減少，預料將導致2009至10年度在扣除債券還款後政府將錄得627億港元赤字 (相當於本地生產總值的3.9%)。¹⁶ 專題4評估該預算案對香港經濟增長的潛在影響。

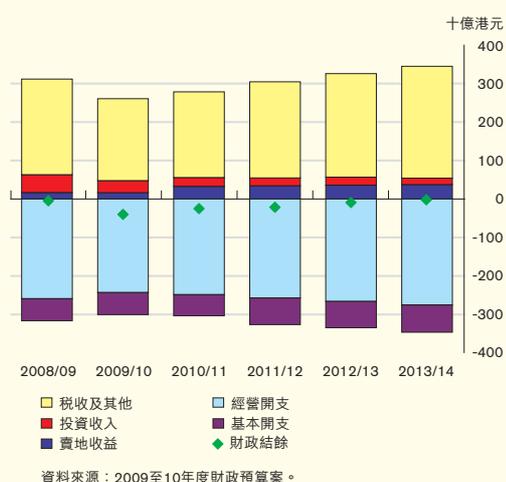
部分受到這兩輪紓緩措施影響，政府的整體收入在2009至10年度預計將減少約661億港元，減幅為20.9%。寬免措施之外，預期稅收亦將受到家庭收入及公司盈利呆滯所影響。鑑於經濟放緩令物業市場和股市活動受壓，預期賣地收益及印花稅收益將未能迅速回升。

另一方面，政府整體開支預計將維持在2008至09年度的水平或輕微下跌。若干政策領域的支出將繼續較2008至09年度增加，包括基礎建設、衛生、及環境和食物這好幾個領域方面。值得注意的是，隨著「十大基建項目」陸續上馬，基礎建設開支將急升至393億港元 (或相當於本地生產總值的2.4%) — 是至少過去十年內難得一見的水平。¹⁷ 然而，除啟德發展計劃之外，這些大型項目大多依然處於評估階段，不大可能在2009至10年度投入施工。另一個關鍵領域涉及創造職位，當中16億港元被撥作於未來三年內創造62,000個職位及實習機會。

¹⁶ 當中包括額外撥款港幣35億元予港鐵西港島線以應付成本上升及設計改動。這項額外撥款還需經過立法會審批。

¹⁷ 這393億港元的基礎建設開支還未包括對港鐵西港島線的額外撥款。

圖 2.26
對中期預測財政盈餘的貢獻



就截至2013至14年度的中期而言，政府預測整體財政狀況將會繼續出現赤字，但赤字規模將逐漸減少至13億港元（相當於本地生產總值的0.1%）（圖2.26）。在體現審慎理財的原則，開支將以每年平均3.9%的速度溫和上升，其佔本地生產總值的百分比將下降。然而在基建項目的推動下，非經營開支將以每年平均7.7%的速度增加。隨著本港經濟狀況逐步改善，政府收入可望於2010至11年度起重新錄得增長，不過賣地收益及投資收入仍會受壓。儘管來自直接及間接稅的內部收入依然是最大的收入來源，但非經營收入（包括各基金賬目的投資收入）將繼續在公共財政中扮演重要角色，這體現於基礎結餘（不包括賣地收益及淨投資收入）在中期預算期內持續出現赤字（圖2.27）。另一方面，人口老化及稅基相對較窄對政府財政狀況帶來長期挑戰，政府因此堅守審慎理財原則以確保財政狀況的穩定性，以便滿足中長期的發展需要。

圖 2.27
預測整體財政結餘及基礎結餘



專題 4

2009 至 10 年度政府的紓緩措施對宏觀經濟的影響

表B4.A
財政帳目的其他指標

| 財政年度 ¹ | 2008/09 | | 2009/10 | |
|---------------------------|---------|------|---------|------|
| | 2007/08 | 預算 | 估計結果 | 預測 |
| (以財政年度的本地生產總值百分比計) | | | | |
| 計入借貸淨額後的整體結餘 ² | 7.5 | -0.5 | -0.3 | -3.9 |
| 計入借貸淨額前的整體結餘 | 7.5 | -0.3 | -0.1 | -3.7 |
| 經營結餘 ³ | 4.3 | -0.4 | 1.1 | -1.8 |
| 基礎結餘 ⁴ | 2.1 | -5.4 | -3.9 | -6.6 |
| 結構整體結餘 ⁵ | 5.1 | 1.5 | 3.0 | -1.0 |
| 結構基礎結餘 ⁶ | 1.1 | -2.6 | -1.1 | -5.2 |

註：

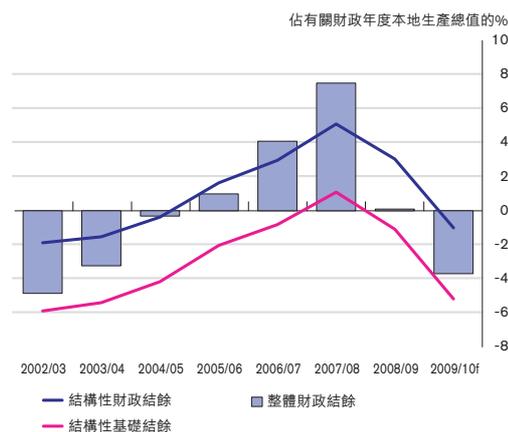
- 數字為根據2009/10年度預算及於5月份公佈的延續措施計算。數字是於2009年5月公佈及以財政年度計算的名義本地生產總值的百分比列出。2008/09年度綜合帳目的實際結果為14億港元盈餘(本地生產總值的0.1%)，該數字並無於本表列出，原因是於本報告刊登時，除總支出及收入的整體數字外，政府尚未公佈其他詳細數據。
- 香港特區政府公佈的整體結餘。
- 經營結餘定義為經營收入與經營支出之間的差異。經營收入包括撥入政府一般收入帳目的所有收入，惟不包括分類為資本收入的項目。經營支出為在政府一般收入帳目中於「經常性帳目」扣除的所有支出再加上「其他非經常性」支出。
- 定義為不包括投資收入及資產收入(例如地價及私營化所得款項)的整體結餘。
- 結構整體結餘為對經濟周期狀況影響作出調整後及在借貸淨額前的整體結餘。
- 結構基礎結餘為就經濟周期狀況影響作出調整的基礎結餘。

資料來源：2009/10預算、2009/10估計數字、於5月份公佈的延續措施、政府統計處、財政司司長辦公室經濟分析組及職員估計數字。

財政司司長在2009至10年度財政預算案中提出多項措施，包括退稅、差餉寬免及創造就業機會，藉此減輕家庭負擔，紓緩經濟持續衰退所造成的失業問題，到五月底政府再推出新一輪紓緩措施，把全年度經濟刺激方案的力度加大至總額252億港元，相當於本地生產總值的1.6%。本專題旨在評估這些經濟刺激方案對香港經濟增長的潛在影響。

結構性財政結餘及財政刺激措施

推出這兩輪經濟刺激方案，預料會令2009至10年度的政府綜合帳目在扣除債券還款後錄得相當於本地生產總值3.9%的赤字。然而，這個指標不一定能準確反映經濟刺激方案背後的財政政策立場和力度，因為這指標受到經濟周期起伏的影響，而且有些財政運作如撥款予基金賬目和歷經多年的基建工程等，對經濟活動並無即時影響。有鑑於此，我們會參考一個叫結構性財政差額的指標，而該指標已剔除了經濟周期性因素，並對經濟活動沒有即時影響的財政運作作出調整。¹⁸

圖 B4.1
結構性財政結餘及結構性基礎結餘

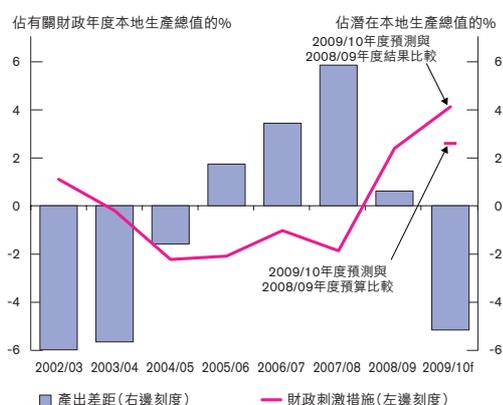
資料來源：2009至10年度財政預算案、庫務局及職員估計數字。

計算所得，2009至10年度錄得的結構性財政結餘預計將為負數，約相當於本地生產總值的1.0%，扭轉了2008至09年度錄得相當於本地生產總值的3.0%的結構性盈餘(表B4.A和圖B4.1)。扣除賣地收益及淨投資收入後，預測2009至10年度的結構性基礎結餘將錄得赤字，相當於本地生產總值的5.2%，較2008至09年度的赤字(相當於本地生產總值1.1%)進一步擴大。¹⁹ 比較預計的基礎結餘和2008至09年度的實際結果，財政刺激措施的規模(界定為結構性基礎結餘的變動)在2009至10年度將相當於本地生產總值的4.1%，意味在產

¹⁸ 2009至10年度並無即時經濟影響的財政運作包括對「中小企業市場推廣基金」、「持續進修基金」，及「特別信貸保證計劃」和「中小企業信貸保證計劃」分別增撥10億、12億及26億港元，並向港鐵西港島線項目撥款92億港元的資本攤銷。

¹⁹ 結構性基礎結餘已剔除周期性波動對基礎結餘的影響。基礎結餘是以整體財政結餘減去賣地收益、淨投資收入及出售資產收入後得出。

圖 B4.2
財政刺激措施及產出差距



註：財政刺激措施為正數表示財政政策具有擴張性。產出差距估計數字是按曆年計算。

資料來源：2009至10年度財政預算案、庫務局及職員估計數字。

出差距錄得負數的環境下，相關政策具有擴張性(圖B4.2)。財政刺激措施可分解作來自收入和開支兩方面的影響。在2009至10年度，收入損失對財政刺激措施的拉動作用相當於本地生產總值的2.5%，而開支增加的作用為本地生產總值的1.6%。按另一比較基準，以今個財政年度預算對比之前一年的預算，財政刺激措施的規模相當於本地生產總值的2.6%。

對經濟增長的影響

結構性基礎結餘所錄得的赤字擴大，將會透過對整體需求造成的乘數效應達到刺激經濟的效果。我們分別採用乘數方法和小型預測模型作模擬推算，結果顯示2009至10年度財政預算案中提出的紓緩措施，連同五月底新推出的方案，將會推動經濟增長平均約1個百分點。²⁰及²¹將2008至09年度和2009至10年所有推出的刺激方案都計算在內後，我們預料總值8,760億的方案可提振經濟增長約2個百分點。

²⁰ 有關財政刺激措施的規模和乘數效應的詳細描述，參見「香港最近推出的財政措施對宏觀經濟的影響」，《金融管理局季報》，2000年2月號。

²¹ 有關小型預測模型的詳細描述，請參閱哈繼銘、梁金燕及舒暢(2002)，「香港小型宏觀經濟模型」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，2002年6月，以及孔慶影及梁金燕(2004)，「經修訂的香港小型預測模型」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，編號13/2004。

3. 貨幣及金融環節

匯率、利率及貨幣發展

港元現貨匯率於6個月報告期內一直貼近7.75的水平，而強方兌換保證在3月底至5月中期間多次被觸發。因此總結餘大幅增長，銀行同業拆息降至極低水平。經濟活動疲弱導致貸款業務普遍收縮，但港元存款及貨幣供應因有大量資金流入而上升。

在2009年3月26日，金管局宣佈將外匯掉期及有期回購安排納入其市場操作框架內，藉此在5項提供流動資金支持的臨時措施在2009年3月31日屆滿後，向個別有需要的銀行提供港元流動資金支持。

圖 3.1
港元匯率



資料來源：金管局。

圖 3.2
名義及實質有效匯率



註：每月平均數字。實質有效匯率指數已按季節因素調整。

資料來源：政府統計處及職員估計數字。

3.1 匯率及利率

港元現貨匯率於2008年10月中至2009年5月期間一直貼近7.75的強方兌換保證水平(圖3.1)。在2008年最後兩個月，強方兌換保證被多次觸發，反映套息交易平倉，及非銀行類私人部門將資金調返(專題5分析近期貨幣市場波動對外匯市場的影響，並討論香港的情況)。停頓了11個星期以後，強方兌換保證在2009年3月20日至5月14日期間被再度觸發，促使金管局被動地向銀行體系注資。大量資金流入港元的原因在於本地公司在季度結束前調返資金，以及與股市相關的需求增加。與股市有關的需求來自於滙豐銀行供股，以及一次大型首次公開招股活動，以及機構投資者據報需要調整倉盤以待股市反彈。港元與美元的息差收窄，亦降低了套息交易的需求，限制港元轉弱的動力。

聯繫匯率制度下港元兌其他貨幣的雙邊匯率變動緊隨美元的雙邊匯率變動。美元經過於2008年下半年急升後，至2009年的首三個月，以有效匯率計算，美元兌其他貨幣均有所升值，但隨後略為回軟。於2009年1月至4月期間，港元貿易加權名義有效匯率指數及實際有效匯率指數分別上升約0.7%及0.6%(圖3.2)，反映了美元的整體變動。

圖 3.3
港元與美元利率



資料來源：金管局。

圖 3.4
港元利率



資料來源：金管局。

表 3.A
2008年9月以來增發外匯基金票據

| 公佈日期 | 公佈金額 (十億港元) |
|-------------|----------------|
| 2008年10月20日 | 4 |
| 2008年11月24日 | 8 |
| 2009年1月6日 | 18 |
| 2009年2月3日 | 20.4 |
| 2009年3月3日 | 22.4 |
| 2009年4月21日 | 15.4 |
| 2009年5月12日 | 24.1 |

資料來源：金管局。

繼推出多項措施應對全球金融危機後，本地貨幣市場狀況持續回軟。港元香港銀行同業拆息經過在2008年最後一季的普遍下滑後，在2009年第1季大致在低位維持平穩，其後隨美元銀行同業拆息下跌（圖3.3）。近期香港銀行同業拆息下跌，亦反映出市場氣氛改善、銀行間拆借的流動資金增加及全球繼續努力緩和銀行同業市場所受壓力。在2009年5月29日，隔夜及1個月港元銀行同業拆息收報接近零水平，較2008年9月18日的單日高位4%及6%分別大幅下跌。在2009年5月底，12個月香港銀行同業拆息亦下降至約1%。

短期外匯基金票據的收益率持續處於極低水平，於2009年4月底至5月初期間，1星期及1個月外匯基金票據的引伸收益率跌至負數（圖3.4）。這情況部分反映了市場對優質流動性資產的強大需求。為滿足這股強大需求，金管局向市場增發外匯基金票據，截至5月底，就此發行的票據總額已達1,123億港元（表3.A）。增發的票據主要以貨幣基礎內的轉移方式出現，由總結餘轉移至外匯基金票據。增發的票據受到市場歡迎。

圖 3.5
在貼現窗運作前的總結餘數額



儘管外匯基金票據的供應量增加，但因強方兌換保證被多次觸發，總結餘急升至歷史高位(圖3.5)。於2009年1月初，總結餘升至1,754億港元的高位，隨後因金管局向市場增發外匯基金票據，而令總結餘於3月25日下降至1,200億港元(表3.A)。在有消息指大量資金流入及股市急升的情況下，總結餘於3月底開始反彈，並於5月7日超越2,000億港元。於5月29日，總結餘收報2,436億港元，為2004年初的先前高位約550億港元的4倍多。當時有大量投機性資金流入港元，打賭港元將因預期引入彈性的人民幣匯率機制而升值。相比之下，當前的資金流入則似乎主要受股市活動主導，並無跡象顯示資金流入是涉及匯率投機活動。

表 3.B
5項流動資金臨時措施的檢討結果

1. 擴大貼現窗所接受的抵押品範圍
於2009年3月31日屆滿
2. 有期貼現窗借貸
於2009年3月31日屆滿
3. 豁免在貼現窗借款的罰息
於2009年3月31日屆滿
4. 外匯掉期交易
保留
5. 有期抵押貸款
保留

金管局於2008年9月底引入5項提供流動資金支持的臨時措施後，本地銀行同業貨幣市場持續回穩，而該5項措施的運用主要局限於外匯掉期及有期回購(表3.B)。在此背景下，並考慮過市場意見後，金管局於2009年3月26日宣佈將外匯掉期及有期回購(所涉證券質素須為金管局所接受)納入其現行市場操作框架內，藉此在5項臨時措施於2009年3月底屆滿後，向個別有需要的銀行提供港元流動資金支持。金管局亦決定，恢復先前的貼現窗安排(即只可使用外匯基金票據及債券進行隔夜回購)，以維護貨幣發行局制度下的匯率穩定。有關政策行動旨在向銀行保證於有需要時它們可獲得提供流動資金。

圖 3.6
隔夜及政策利率



另一項為銀行提供流動資金支持的安排是於2008年10月8日引入的新基本利率方程式。隨著美國聯邦基金目標利率於2008年12月16日由1%下調至0-0.25%，金管局根據新方程式，把基本利率由1.5%下調至0.5%(定於美國聯邦基金目標利率範圍下限加50個基點)(圖3.6)。金管局於檢討新基本利率方程式後，於2009年3月26日宣佈，將維持當前為美國聯邦基金目標利率加50基點(相對以往加150基點)的方程式。於計算基本利率時，亦會再次計算香港銀行同業拆息的部份，以便於必要時在貨幣發行局制度下發揮利率調整功能，並鼓勵銀行審慎管理其日常流動資金。

金管局亦檢討並加強為個別面對流動資金壓力的銀行而設的最後貸款人安排，擴大可取得港元流動資金的安排以及合資格資產類別。

專題 5

金融外溢：從貨幣市場向外匯市場轉移的交易對手風險

有別於以往的金融危機，當前危機的特點是其對貨幣市場構成的重大衝擊。當危機在去年10月底和11月初達到頂峰時，交易對手風險的突然上升實際上令貨幣市場陷入了癱瘓。然而，危機對外匯市場的影響卻不明顯。本專題將解釋有關影響對外匯市場外溢過程，並討論其對香港的影響。

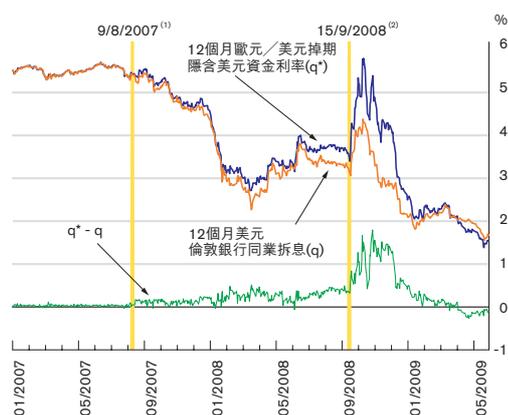
從平價到差異

根據利率平價理論，均衡遠期匯率相等於即期匯率乘以兩種有關貨幣的利息差異。在正常情況下，如遠期匯率偏離均衡匯率，套戥機會將會產生，最終將引領匯率返回均衡。然而，在這次危機中，部分市場參與者因被其他參與者視為具有較高的交易對手風險，所以無法由貨幣市場獲取資金。這情況迫使他們轉向外匯掉期市場去籌取資金，因而導致遠期匯率推至遠高於理論所預測的水平。

歐洲經驗

這種外溢效應在歐洲較為明顯。Baba與Packer (2009)²² 發現，當歐洲銀行嘗試獲取美元資金以支持其在美國的融資渠道時，美國銀行則在面臨日趨嚴重的融資困局下必須保留手上的資金，因而對貸款予歐洲銀行持謹慎態度。因此，後者只能被迫在外匯掉期市場上將歐元兌換成美元。一旦這些歐洲銀行(借方)(或許倫敦銀行同業拆借利率小組的知名成員例外)被美國銀行(貸方)認為風險較高時，風險溢價即會迅速提升。這種風險溢價可透過遠期匯率所隱含的美元融資成本較倫敦銀行同業拆借利率超出的多少來衡量。在2007年8月信貸危機爆發之前，美元倫敦銀行同業拆息與歐元／美元掉期所隱含的美元資金利率非常接近(圖B5.1)。²³ 自此以後，隨著掉期所隱含的資金利率升至倫敦銀行同業拆息之上，風險溢價開始出現。該溢價在2008年9月中旬急速上

圖 B5.1
隱含美元融資成本：歐洲



資料來源：彭博及職員估計數字。

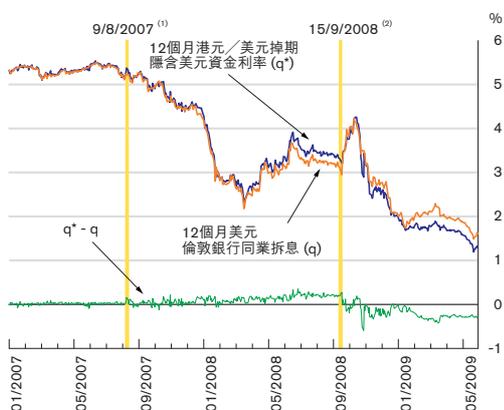
註：

1. 法國巴黎銀行凍結三種投資基金的贖回。
2. 雷曼兄弟申請破產。

²² Baba與Packer (2009)，「Interpreting derivations from covered interest parity during the financial market turmoil of 2007-08」，*Journal of Banking and Finance* (即將出版)。

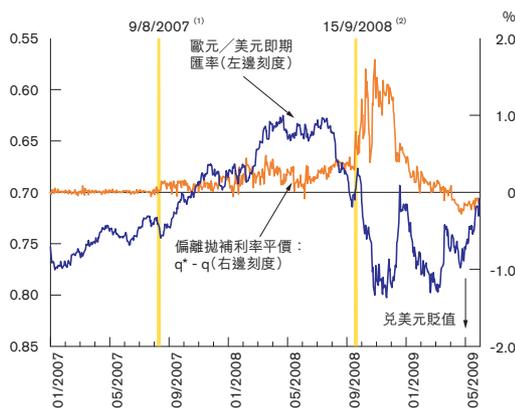
²³ 在2007年之前(於圖B5.1中並無列出)，同樣的情況在歐元的整個歷史上普遍存在。

圖 B5.2
隱含美元融資成本：香港



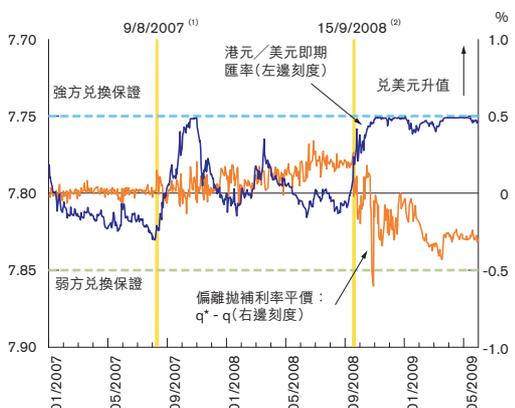
資料來源：彭博及職員估計數字。
註：
1. 法國巴黎銀行凍結三種投資基金的贖回。
2. 雷曼兄弟申請破產。

圖 B5.3
隱含美元融資成本及匯率：歐洲



資料來源：彭博及職員估計數字。
註：
1. 法國巴黎銀行凍結三種投資基金的贖回。
2. 雷曼兄弟申請破產。

圖 B5.4
隱含美元融資成本及匯率：香港



資料來源：彭博及職員估計數字。
註：
1. 法國巴黎銀行凍結三種投資基金的贖回。
2. 雷曼兄弟申請破產。

升，並在接近10月底時達到其最高位。直至政府推出為貨幣市場解凍的特殊措施後，風險溢價才逐步下降。²⁴

香港

有趣的是，歐元的情況在若干程度上反映了港元的情況。在一項較近期的研究中，甘博文等人(2009)²⁵ 發現，在重新評估交易對手風險的過程中，港元／美元掉期隱含的美元資金利率一直低於倫敦銀行同業拆息(圖 B5.2)。²⁶ 該研究同時發現，在當前的金融危機期間，從貨幣市場到外匯市場的外溢效應(如偏離拋補利率平價所反映)在一定程度上主導著匯率的變動及資金流動的方向。在浮動匯率制度下，這種外溢效應將推高(壓低)被認為其銀行交易對手風險較低(較高)的經濟體系的貨幣。最佳的例子是歐元匯率，隨著風險溢價在去年9月中旬急劇上升後，歐元匯率直至最近才轉弱(圖B5.3)。然而，因為香港實行聯繫匯率制度，港元的上升壓力已轉化為大量資金流入。自去年9月中旬，港元匯率一直接近7.75的強方兌換保證水平(圖 B5.4)。根據兌換保證安排，金管局有責任向體系注入流動資金，以滿足對港元在7.75水平的額外需求。

²⁴ 最近的負風險溢價或反映美國聯儲局制訂進取的「量化寬鬆」政策後，市場對美國銀行的關注。

²⁵ 《金管局研究札記》，編號01/2009，「2007至08年的信貸危機期間外匯掉期與貨幣強弱的關係」，由甘博文等人合著(2009)。

²⁶ 在2007年之前(於圖B5.2中並無列出)，持續偏離拋補利率平價的情況僅在亞洲金融危機期間出現。

表 3.C
貨幣基礎

| (十億港元) | 2008 | 2008 | 2009 |
|--------------|----------|----------|----------|
| 月底 | 9月 | 12月 | 3月 |
| 貨幣基礎 | 347.7 | 507.5 | 570.7 |
| 負債證明書 | 180.7 | 177.2 | 183.0 |
| 政府發行的紙幣及硬幣 | 8.2 | 8.6 | 8.7 |
| 總結餘 | 10.1 | 158.0 | 155.3 |
| 流通的外匯基金票據及債券 | 148.7 | 163.6 | 223.7 |
| 外匯基金資產 | 1,426.3 | 1,560.3 | 1,603.9 |
| 銀行體系資產 | 10,601.6 | 10,754.1 | 10,452.9 |

資料來源：金管局。

圖 3.7
港元廣義貨幣供應M3

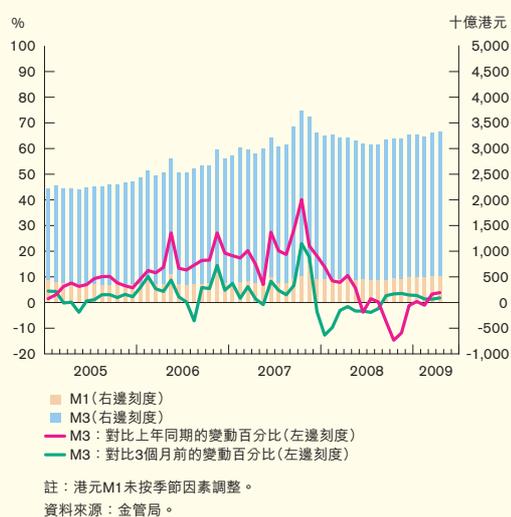
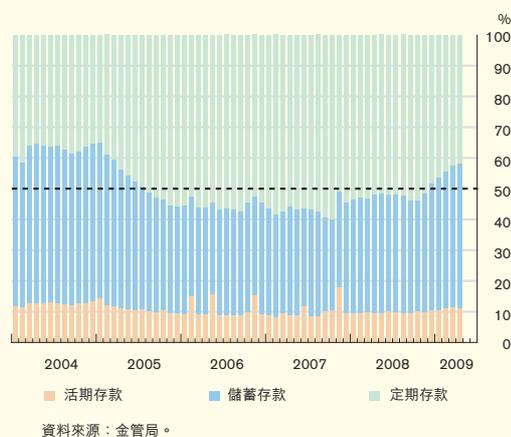


圖 3.8
港元存款類型



3.2 貨幣基礎及支持比率

貨幣基礎顯著擴大，原因是總結餘增加及增發外匯基金票據（表3.C）。於2009年3月底，總結餘較6個月前急升約1,500億港元，令總結餘約佔外匯基金的10%，或佔整個銀行體系的資產負債表的1.5%。流通的外匯基金票據及債券亦於同期上升50%。反映貨幣基礎擴闊的影響，支持比率於2008年9月21日升至111.88%的高位後大致下跌。支持比率於2009年5月29日收報106.17%。在現行貨幣體制下，如支持比率跌至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%。雖然特定的外匯基金資產已被指定作為支持組合，但實際上所有外匯基金資產均可用於支持港元匯率。

3.3 貨幣、信貸及貨幣狀況

港元廣義貨幣供應M3在2008年8月跌至低點後大致已反彈（圖3.7）。廣義貨幣增加的部分原因是資金流入港元，符合港元的強勢。此外，本港居民將其本港人民幣存款轉回港元，導致香港的人民幣存款大幅減少。就港元M3對應資產進行分析後發現，反彈主要是由於淨外幣資產增加所引起，而非私人部門信貸擴張所致。港元M1於2008年10月至2009年4月期間亦大致增加，主要是受到活期存款的增長所帶動。在2009年3月及4月，隨著股市急升，貨幣的交易需求亦同時增加。

隨著銀行同業拆息回落，持有流動存款的機會成本降低，資金繼續由定期存款轉往流動存款（圖3.8）。於2009年4月底，流動存款佔港元存款的58.3%，相較於2003年9月至2005年7月期間的65.1%最高水平。當時銀行體系坐擁大量流動資金，令定期存款利率處於極低水平。

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。

表 3.D
在香港使用的貸款（按行業）

| | 2008 | | 2009 |
|------------|-------|------|------|
| | Q3 | Q4 | Q1 |
| 在香港使用的貸款 | 2.7 | -3.5 | -3.8 |
| 其中： | 所佔百分點 | | |
| 貿易融資 | -0.2 | -1.3 | -1.0 |
| 物業發展與投資 | 1.1 | 0.5 | -0.3 |
| 住宅按揭貸款 | 0.2 | -0.3 | -0.1 |
| 製造業 | 0.2 | -0.3 | -0.1 |
| 與財務及金融有關公司 | 1.0 | -0.6 | -1.5 |
| 證券經紀 | -0.1 | 0.0 | 0.0 |
| 批發及零售業 | 0.0 | -0.2 | -0.3 |
| 其他貸款 | 0.6 | -1.4 | -0.5 |

資料來源：金管局。

圖 3.10
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：金管局及職員估計數字。

與貨幣供應及存款增加的走勢相反，在2008年10月至2009年4月期間，在香港使用的貸款金額收縮，反映經濟逆轉及全球貿易崩潰。大致跟隨名義本地生產總值走勢的本地信貸於2009年4月底按年收縮2.5%，相較於2008年擴張10.3%（圖3.9）。

按經濟用途分析，在香港使用的貸款的按季收縮觸及廣泛經濟層面，並主要受到貿易融資貸款、金融有關公司的貸款及「其他」貸款所帶動（表3.D）。在2008年9月全球金融危機惡化後，貿易活動急挫，貿易融資貸款亦錄得兩位數字跌幅，對本地貸款減少的貢獻約為30%（專題6嘗試解答有關貿易融資不足是否限制了貿易活動的問題）。在面對嚴峻的投資環境時，金融有關公司的貸款亦減少。物業相關貸款約佔本地貸款的一半，亦以較慢速度收縮。在2009年第1季，住宅物業市場出現若干復蘇跡象。調查數據顯示，銀行於按揭貸款市場變得更為進取。銀行降低了新批核貸款的實際按揭利率，更多客戶選用了以同業拆息為基準的產品，從而享受較低的銀行同業拆息所帶來的好處。

在2009年初，港元及外幣貸款均持續減少。在港元貸款減少而存款增加的形勢下，港元貸存比率從2008年8月底的83.8%高位下跌至2009年4月底的74.7%。外幣及所有貨幣的貸存比率亦出現類似走勢。

由於港元的實際匯率升值，令到在2009年初的貨幣狀況指數普遍上升，顯示本港貨幣狀況趨向收緊（圖3.10）。然而，充裕的銀行同業流動資金及較低的銀行同業拆息應可提供有利的貨幣環境，以支援實體經濟活動。

專題 6

貿易融資不足是否本港對外貿易量下跌的主要原因？

隨著全球經濟陷入第二次世界大戰以來最嚴重的衰退，最近數個月世界各地的貿易活動銳減，貿易融資貸款亦告收緊。非正式證據顯示，雷曼兄弟於2008年9月倒閉後，商業銀行的信貸狀況緊張，導致貿易融資成本上漲，審批門檻亦大幅提高。本專題旨在討論外部需求下降及信貸制約這兩項因素，對於香港出口急挫及貿易融資銳減的相對重要性。

出口及貿易融資銳減

因為世界各地同步衰退，影響蔓延至全球貿易，因此自2008年11月起，香港商品出口總額顯著減少。2009年3月，商品出口總值按年下跌21.1%，與2008年12月的11.4%跌幅相比顯著惡化（圖B6.1）。按市場分析，輸往各主要市場的出口活動普遍放緩。

與此同時，貿易相關貸款²⁷自2008年9月起亦急跌（圖B6.1）。貿易融資繼2008年增加1.7%後，於2009年3月底按年縮減20.4%。與1998年及1999年的大幅下滑周期相比，此次貿易融資貸款下降速度更急更快。根據國際收支平衡數據，貿易信貸於2008年第4季錄得淨流入，扭轉之前7個季度的淨流出局面。貿易信貸錄得淨流入，原因在於貿易信貸資產跌幅（本港居民減少向非本地居民貸款）超過貿易信貸負債跌幅（本港居民減少向非本地居民借款）。

出口及貿易融資下跌：受需求推動還是信貸制約影響？

儘管貿易信貸減少可能反映全球需求驟降引發的貿易量減少，但若資金融通受到干擾，亦會令貿易融資收緊，全球貿易因而受到損害。它們兩者的因果關係較難區分，我們亦無法排除貿易量銳減與貿易信貸收緊之間可能會形成惡性循環的關係。然而，初步證據顯示，香港對外貿易下跌及貿易融

圖 B6.1
出口及貿易融資的按年變動



資料來源：政府統計處及金管局。

²⁷ 貿易融資貸款包括香港的進口融資、香港的出口及轉口融資，以及不經香港的商品貿易的融資。

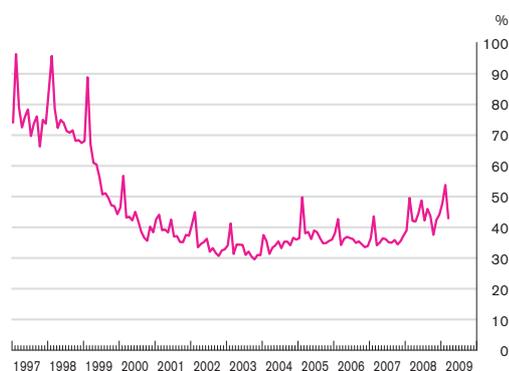
表 B6.A
預期未來 3 個月的本地貸款需求

| | 2008 年 | | | |
|------|-------------|-----|-----|------|
| | 3 月 | 6 月 | 9 月 | 12 月 |
| | (佔受訪機構總數 %) | | | |
| 顯著增加 | 0 | 0 | 5 | 0 |
| 稍微增加 | 57 | 43 | 5 | 10 |
| 保持穩定 | 38 | 48 | 19 | 14 |
| 稍微減少 | 5 | 10 | 62 | 67 |
| 顯著減少 | 0 | 0 | 10 | 10 |

註：由於四捨五入，各項目相加可能會與總數略有出入。

資料來源：金管局的信貸展望調查。

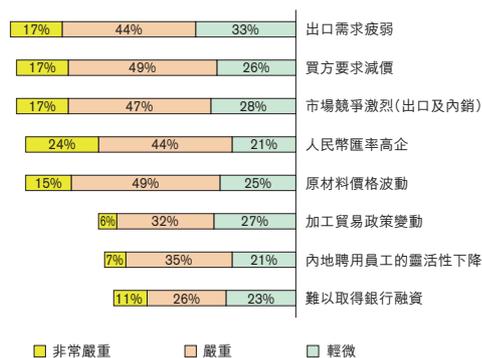
圖 B6.2
貿易融資及貿易量



— 貿易融資佔商品貿易總額的百分比

資料來源：政府統計處及金管局。

圖 B6.3
目前香港公司在內地面對的經營困難



資料來源：香港貿易發展局研究部

資收緊，較受全球需求驟降所影響，而非商業銀行貿易信貸額度減少。

信貸供應方面，香港銀行體系在全球金融危機之中仍維持穩健。儘管銀行資產負債表中的貸款資產收縮，但並無明顯跡象顯示零售及企業層面出現信貸緊縮。根據金管局於2008年12月進行的信貸展望調查，77%的受訪銀行預期未來3個月本地貸款需求會回落，並預期製造業、進出口業及地產業的需求收縮特別明顯(表B6.A)。調查結果與2008年6月的調查結果截然不同，當時91%的銀行預期需求會保持平穩甚至增加。從銀行的角度看，貸款需求收縮似乎已對他們批出貸款予對外貿易企業造成負面影響。事實上，貿易信貸佔商品貿易總額的比例近數個月大致上升，1998年及1999年卻呈現下降趨勢(圖B6.2)。

貿易發展局進行的調查顯示，於2009年第1季，儘管在內地經營業務的香港貿易商及製造商認為銀行融資是一個「嚴重」問題，但與其他的經營困難相比，銀行融資的問題已算最輕微(圖B6.3)。大多數受訪者表示，出口需求疲弱及買方期望割價才是最主要的經營困難，這個調查反映有形貿易下跌及貿易融資收緊，較受全球貿易需求銳減所影響，而非信貸額度的限制。

此外，金管局小型預測模型亦被應用於間接分析貿易融資對香港2008年第4季貿易表現的影響。假如貿易融資確實重要，並導致貿易活動出現遠超預期的緊縮，則不論是樣本內預測或樣本外預測，根據需求為本模型得出的預測結果將遠高於實際貿易活動。但估計結果顯示，與對上數個季度的預測誤差相比，2008年第4季的預測並未高於或明顯高於實際貿易活動，顯示貿易信貸緊縮未必是解釋本港貿易表現疲弱的主要因素。

圖 3.11
對經常帳盈餘的貢獻

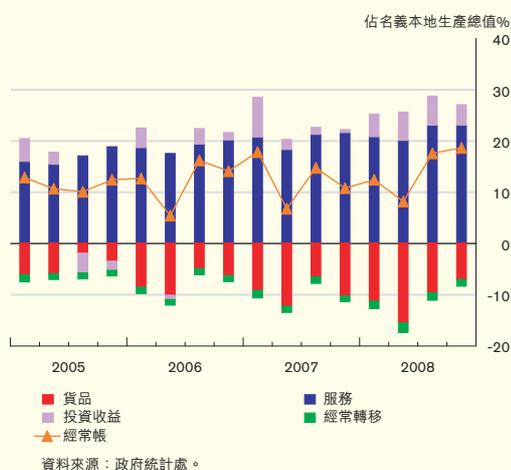


表 3.E
按標準組成項目分析國際收支平衡帳

| 佔本地生產總值百分比 | 2007 | 2008 | 2008 | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 經常帳 | 12.3 | 14.2 | 12.3 | 8.1 | 17.4 | 18.4 |
| 資本及金融帳 | -16.0 | -12.9 | -8.2 | -5.1 | -21.5 | -15.9 |
| 資本轉移 | 0.6 | 1.0 | 0.6 | 0.5 | 1.9 | 1.0 |
| 金融非儲備資產(淨變動) | -9.6 | 1.9 | 4.5 | -3.0 | -11.4 | 17.0 |
| 直接投資 | -3.3 | 1.4 | 13.7 | -20.0 | 7.5 | 3.6 |
| 有價證券投資 | -1.3 | -17.4 | -45.6 | 5.9 | 18.8 | -48.3 |
| 金融衍生工具 | 2.7 | 3.8 | 2.6 | 2.9 | 7.6 | 1.9 |
| 其他投資 | -7.7 | 14.1 | 33.8 | 8.1 | -45.4 | 59.7 |
| 儲備資產(淨變動) | 7.1 | 15.7 | 13.4 | 2.6 | 11.9 | 33.8 |
| 淨誤差及遺漏 | 3.7 | -1.3 | -4.0 | -2.9 | 4.1 | -2.6 |

資料來源：政府統計處。

3.4 國際收支平衡

最新國際收支平衡數據顯示，儲備資產連續第14個季度增加。由於金管局購入美元，外匯儲備資產在2008年第4個季度驟增1,473億港元，是1999年以來的最大季度升幅。

儘管全球經濟及貿易表現急劇惡化，但經常帳在2008年下半年仍然錄得盈餘，其中服務貿易的持續盈餘超過收窄中的貨品貿易赤字(圖3.11及表3.E)。服務貿易盈餘主要源自貿易有關服務及運輸服務，但在2008年下半年自金融服務淨出口所帶來的正面貢獻則部份由於股市下跌而告萎縮。

在全球金融危機的背景下，非儲備金融帳在2008年第4季錄得淨流入，扭轉了先前兩個季度淨流出的局面(表3.E)。錄得金融資本淨流入，主要由於來自其他投資的淨流入超過來自自有價證券投資的淨流出。當金融危機在2008年9月惡化時，本港居民將資金從海外調回，導致貨幣及存款類的其他投資資產大幅減少。此外，由於在第4季內，本港投資者購買外國債券及非本地居民成為本港股票的淨賣出者，因此這些有價證券投資的淨流出抵銷了部分其他投資的淨流入。

銀行業的表現

隨著經濟轉弱，零售銀行的盈利下跌，原因是撥備增加及淨息差收窄，與此同時，企業貸款及無抵押個人貸款的資產質素下降。然而，資本額及流動資金結構上保持穩健，其中後者經過金管局採取多項流動資金措施後而改善。雖然全球金融危機的影響似乎逐漸消退，由於企業及個人的財務狀況改善需時，加上信貸需求增長仍然緩慢，疲弱的經濟基本因素，仍可能對本港銀行業帶來挑戰。在此情況下，雖然銀行盈利現時維持穩健，但在日後將面臨下跌壓力。

圖 3.12
零售銀行盈利



註：2009年數字是截至第1季按年率計。
資料來源：金管局。

圖 3.13
零售銀行淨息差



註：按季年率計數字。
資料來源：金管局。

3.5 盈利及資本額

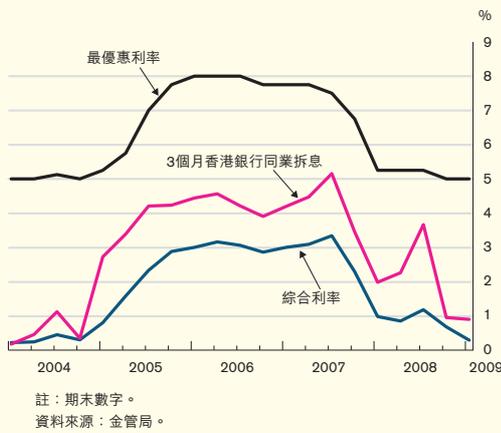
盈利

以稅前經營溢利總額佔總資產的百分比計，零售銀行盈利在截至2009年3月的6個月報告期²⁸下降，但仍然維持穩健（圖3.12）。然而，由於準備金支出淨額減少及非利息收入增加（一定程度上反映收費及佣金提高），2009年第1季的盈利較上一季輕微改善。

隨著2008年第4季錄得輕微改善後，2009年第1季淨息差顯著收窄，對經營收入構成下跌壓力（圖3.13）。出現這情況的主要原因是銀行同業市場的流動資金狀況改善，致使以香港銀行同業拆息為基準的貸款息差明顯減少，雖然以最優惠貸款利率為基準的貸款淨息差的擴大輕微抵銷了負面影響。3個月香港銀行同業拆息由2008年10月底至2009年4月底下

²⁸ 除非另有說明，否則此章的報告期是指2008年9月底至2009年3月底的6個月期間。

圖 3.14
綜合利率



跌了259個基點，但反映零售銀行平均資金成本的綜合利率則下跌了101個基點。與此同時，最優惠貸款利率²⁹亦下調了25個基點（圖3.14）。

淨息差的下降亦反映銀行增持外國政府發行的可轉讓債務工具。在全球各地央行大力放鬆銀根下，這些工具普遍只提供較低的收益率。雖然這發展基本上反映香港銀行透過持有更優質、流動性更高的證券，以採取較保守的方式運用其盈餘資金，但亦意味著其投資組合的淨息差較窄。若趨勢持續，將會影響銀行的盈利。

圖 3.15
本地註冊認可機構資本額



資本額

雖然銀行普遍於2008年第4季須就其投資及貸款組合作出明顯撥備 — 對其資本額構成不利影響 — 但在《資本協定二》的標準下銀行業繼續保持充裕資本。部分地反映了一些認可機構透過集資活動而鞏固其資本基礎的結果，本地註冊認可機構的整體綜合資本充足比率由2008年9月底的13.8%增至2009年3月底的15.6%（圖3.15）³⁰，遠高於8%的國際最低標準。

美國及若干歐洲市場金融機構的過度槓桿是導致次按危機的主要成因。因此，密切監控銀行的槓桿水平，對維持銀行體系的穩定性十分重要。槓桿比率（即第一級資本與經調整資產總額的比率）³¹是對銀行槓桿水平的有效指標。於2008年12月底，香港一組主要上市銀行的平均槓桿比率約為5%（圖3.16），相比美國的3%法定最低標準，可見本港銀行體系的槓桿水平仍然穩健。

圖 3.16
香港銀行的槓桿比率



²⁹ 最優惠貸款利率指香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。大多數零售銀行於2008年11月10日將最優惠貸款利率調低25基點。

³⁰ 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。

³¹ 即總資產減去商譽、無形資產及遞延稅項資產。此定義類似美國的聯邦存款保險公司(Federal Deposit Insurance Corporation)計算槓桿比率所採用的定義。詳情請參閱銀行控股公司法(Bank Holding Company Act)的第225部分的附錄D(<http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/6000-2200.html>)。

圖 3.17
零售銀行流動資金比率



資料來源：金管局。

圖 3.18
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年期港元
掉期利率之間的息差



資料來源：彭博。

3.6 流動資金及資金來源

零售銀行平均流動資金比率繼2008年第3季的42.9%升至2008年第4季的45.0%後，在2009年第1季進一步微升至45.2%。這比率的水平仍遠高於25%的法定最低要求（圖3.17），顯示銀行的流動性及資金狀況保持充裕。

隨著在2008年9月金管局宣佈為持牌銀行提供流動資金支持的5項臨時措施³²，加上為滿足銀行對流動資金管理需求而增發的外匯基金票據，銀行體系的流動資金狀況於報告期內普遍改善。因此，於2009年5月底，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³³的息差（反映銀行同業市場資金供應情況間接指標）降至約29基點，而2008年11月底則為約90基點（圖3.18）。然而，該息差仍高於危機發生前期間的水平，可見市場仍然關注資金批發市場的流動資金風險及交易對手風險。這種關注亦見於長期資金方面。2年期港元掉期息差³⁴（作為銀行中期流動資金代理指標³⁵），於2009年5月底維持在約68基點，亦較危機前高（圖3.18）。有見及此，銀行應審慎關注其流動資金狀況，尤其是倚賴批發資金的銀行。

³² 雖然前3項措施於2009年3月底屆滿，但金管局已將第4項及第5項措施（即與金管局進行外匯掉期及定期回購交易）納入現行市場操作，以向個別有需要的銀行提供港元流動資金支持。詳情請參閱於2009年3月26日刊發的新聞稿「金管局繼續向銀行提供流動資金支持」。

³³ 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（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差距進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款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。

³⁴ 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。

³⁵ 有關影響港元掉期息差變動的因素的研究見許祖愷及林麗芳(2008)，「是信貸或流動性因素引致港元掉期息差？」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號10/2008。

圖 3.19
零售銀行負債結構

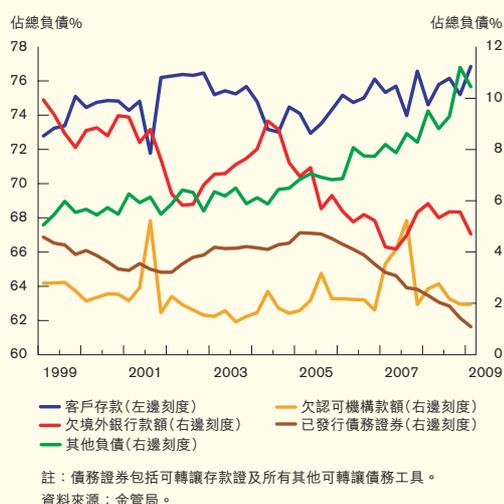


圖 3.20
按資金來源分類的零售銀行資金差額

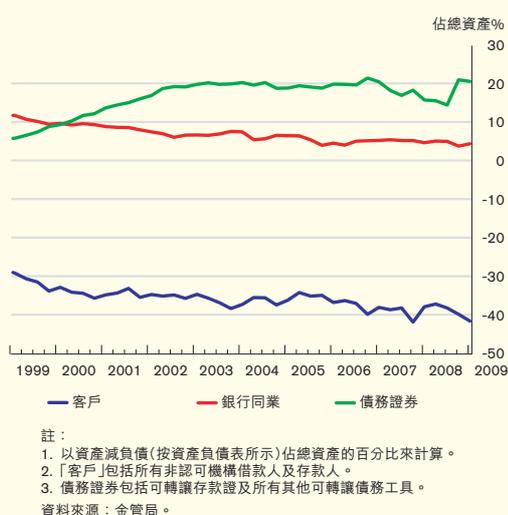


圖 3.21
港元貸存比率



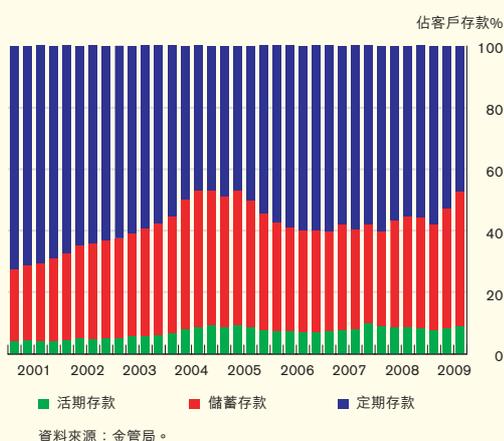
本港市場方面因銀行同業借貸而引起的連鎖風險似乎有限。就零售銀行整體而言，於2009年3月底，來自本港其他認可機構的借款額略為下降至佔總負債的2.0%，而對本港其他認可機構提供的貸款額則佔其總資產的6.5%。

影響銀行體系流動資金狀況的其他結構性因素保持穩定。於2009年3月，零售銀行的主要資金來源仍然是較其他來源更為穩定，佔總負債77%的客戶存款(圖3.19)。來自零售存款的資金充裕，使零售銀行的「客戶資金差額」處於負數水平，即客戶貸款額低於客戶存款額。於報告期內，由於貸款收縮及存款的穩定增長，該差額由2008年9月的-38.1%進一步擴大至2009年3月的-41.4%(圖3.20)。

因此，以所有貨幣計算的貸存比率，銀行業的整體比率由2008年9月的58.6%下降至2009年3月的52.6%，而零售銀行的比率則由50.1%下降至46.1%。以港元計算的貸存比率，銀行業的整體比率由81.4%下降至75.5%，而零售銀行的比率則由72.9%下降至67.6%(圖3.21)。

隨著銀行同業市場的流動資金狀況改善，銀行在零售市場獲得資金的壓力有所舒緩。在此情況下，不同年期的存款利率全面下降。由於存款人因應持有不計息資產的機會成本下降而調整其投資組合，定期存款於2008年第4季下降6.6%後，於2009年第1季進一步下降9.9%。因此，定期存款佔存款總額的比重由2008年9月的57.8%下降至2009年3月的47.2%，

圖 3.22
零售銀行客戶存款結構

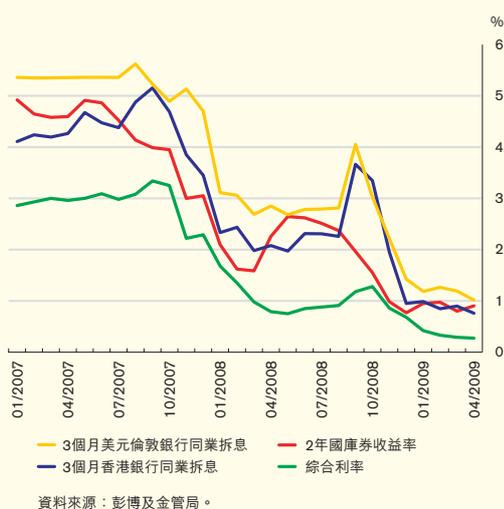


而儲蓄存款及活期存款的比重則分別由34.3%及7.9%，上升至43.8%及9.0% (圖3.22)。由於存款的平均年期減少可能增加銀行資產及負債的期限錯配的情況，上述狀況需要密切監察。

3.7 利率風險

銀行業將更多剩餘資金投資於可轉讓債務工具，其中較大部分是投資於由外國政府發行的可轉讓債務工具 (請參閱第3.5節)。因此，銀行業持有由政府發行的外幣可轉讓債務工具於2008年9月至2009年3月期間，增幅超過200%至1,890億港元。由於持有該等證券的淨息差較小 (以2009年4月底2年期美國國庫券收益率與綜合利率的差距計約為63個基點)，其利率風險緩衝區需要密切留意 (圖3.23)。特別是目前的正息差，在一定程度上，是由於最近數月有大量資金流入並帶動香港銀行同業拆息下跌而造成的資金成本下降所致。因此，當資金流向逆轉造成流動性收緊或香港銀行同業拆息與美元倫敦銀行同業拆息之間的息差收窄時，這正息差可能迅即消失。

圖 3.23
美國國庫券息差



3.8 信貸風險

在截至2009年3月的6個月，零售銀行的資產質素輕微下降。特定分類貸款的比率由2008年9月的0.96%升至2009年3月的1.47%，而逾期及經重組貸款的比率則由0.55%升至0.90% (圖3.24)。

圖 3.24
零售銀行的資產質素

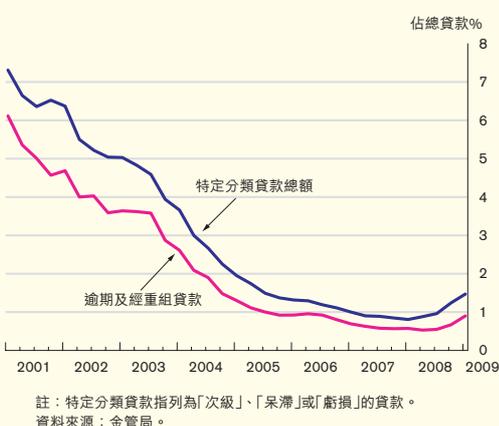


表 3.F
認可機構提供在香港使用的貸款

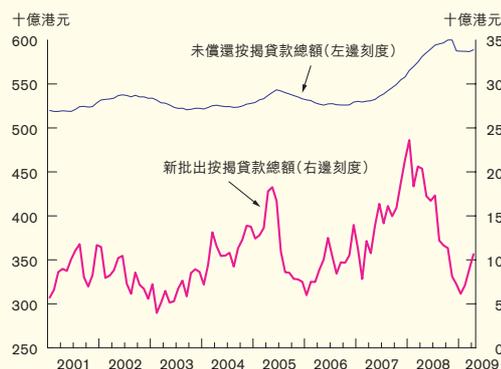
| | 按季變動(%) | | | | 佔總額 (%) 3/09 |
|-------------------------|---------|-------|-------|-------|--------------------|
| | 6/08 | 9/08 | 12/08 | 3/09 | |
| 在香港使用的貸款 ¹ | 4.7 | 2.7 | -3.5 | -3.8 | |
| 其中： | | | | | |
| 貿易融資 | 15.2 | -2.9 | -16.1 | -15.2 | 6.1 |
| 住宅按揭貸款 ² | 2.7 | 0.7 | -1.4 | -0.3 | 24.9 |
| 製造業 | 4.9 | 4.5 | -5.3 | -1.5 | 5.5 |
| 運輸及運輸設備 | -0.1 | 6.3 | -4.1 | -0.8 | 5.9 |
| 電力及氣體燃料 | 14.1 | -5.4 | 1.0 | -9.8 | 1.1 |
| 資訊科技 | 8.1 | 25.6 | -14.4 | 26.9 | 1.6 |
| 建造業、物業發展與投資 | 4.6 | 4.4 | 1.9 | -1.0 | 26.1 |
| 批發及零售業 | 15.5 | 0.0 | -3.2 | -5.5 | 5.5 |
| 與財務及金融有關公司 ³ | 1.4 | 8.1 | -5.4 | -14.5 | 9.3 |
| 證券經紀 | -19.0 | -20.6 | -10.4 | -10.3 | 0.4 |
| 信用墊款 | 1.6 | 0.4 | 3.9 | -8.7 | 2.5 |

註：

1. 包括貿易融資貸款。
2. 包括「居者有其屋計劃」、「私人機構參建居屋計劃」及「租者置其屋計劃」單位的貸款。
3. 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。

圖 3.25
受訪認可機構未償還及新批出按揭貸款



資料來源：金管局的住宅按揭調查。

表 3.G
預計未來 6 個月本地貸款需求

| | 3/2008 | 6/2008 | 9/2008 | 12/2008 | 3/2009 |
|-------|----------------|--------|--------|---------|--------|
| | 佔所有受訪機構百分比 (%) | | | | |
| 大幅度上升 | 0 | 0 | 5 | 0 | 0 |
| 輕微上升 | 48 | 33 | 5 | 10 | 14 |
| 保持穩定 | 43 | 62 | 29 | 24 | 43 |
| 輕微下降 | 10 | 5 | 57 | 62 | 43 |
| 大幅度下降 | 0 | 0 | 5 | 5 | 0 |

資料來源：金管局的信貸展望調查。

2008年12月的《貨幣與金融穩定情況半年度報告》對銀行業在面對金融危機時能否維持強勁貸款增長提出疑問。自上一份報告公佈以來，金融危機的影響已迅速滲透，其中由認可機構批出的本地貸款在2008年第4季及2009年第1季分別收縮3.5%及3.8% (表3.F)。

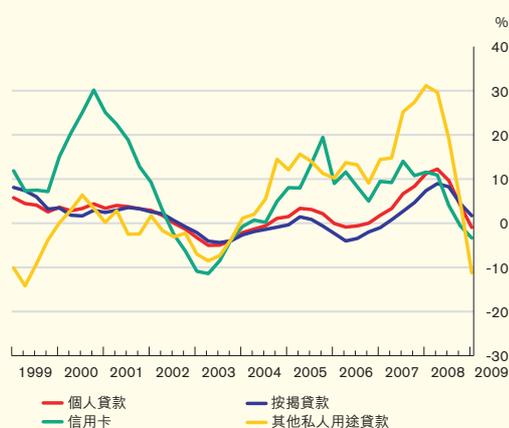
物業有關貸款輕微下降。建造業及物業發展與投資貸款繼前一季上升1.9%後，於2009年第1季下降1.0%。住宅按揭貸款繼前一季下降1.4%後，於2009年第1季再下降0.3% (圖3.25)。由於金融危機對物業有關貸款的影響相對較小，物業有關貸款佔本地貸款總額的比例由2008年9月的47.7%上升至2009年3月的51.0%。

證券經紀貸款在2008年第4季及2009年第1季分別收縮10.4%及10.3%，而與財務及金融有關公司 (主要為投資公司) 的貸款，則繼2008年第4季下降5.4%後，於2009年第1季再下降14.5%。

其他行業方面，貿易融資、批發及零售業、製造業，以及運輸及運輸設備業連續兩個季度均錄得貸款額下降。信用卡貸款及電力及氣體燃料業貸款繼2008年第4季錄得上升後，於2009年第1季錄得下降。相反，資訊科技業貸款繼2008年第4季下降後，於2009年第1季大幅上升。

根據2009年3月金管局信貸展望調查 (HKMA Credit Outlook Survey) 的結果顯示，信貸增長可能在短期內仍然疲弱。認可機構普遍預期在未來6個月對本地貸款的需求轉弱 (表3G)。事實上，個人及公司貸款已在截至2009年3月的6個月期間錄得下降 (請參閱下一分節)。

圖 3.26
認可機構提供的個人貸款按年增長



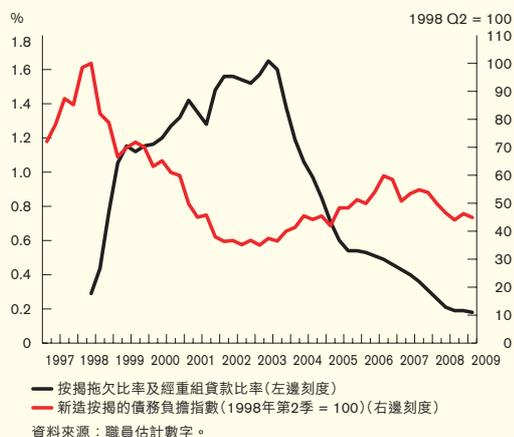
資料來源：金管局。

圖 3.27
實質房屋資產槓桿比率



資料來源：職員估計數字。

圖 3.28
新造按揭的住戶債務負擔



資料來源：職員估計數字。

個人貸款

個人貸款³⁶在2009年3月佔在香港使用貸款總額³⁷的32.4%。在2009年第1季，個人貸款按年只輕微下降1%，錄得自2006年12月以來的首次下降。下降的主要原因是無抵押個人貸款顯著下降，其中信用卡貸款及其他私人用途貸款分別按年下降3.3%及11.2%（圖3.26）。相反，按揭貸款則微升1.7%。

衡量個人信貸能力的多個指標的變化顯示，住戶的資產負債狀況仍然穩健，原因是他們的財務槓桿水平及償債能力仍然良好。然而，無抵押貸款惡化的跡象卻值得留意。

實質房屋資產槓桿比率，即房屋存量市值相對其資產淨值³⁸的比率由2008年9月的1.16微升至2008年12月的1.18，但隨後在2009年3月下降至1.17（圖3.27）。

新造按揭的供款與收入比率指數³⁹（作為按揭借款人債務負擔的指標）繼2008年第3季的44.0上升至2008年第4季的46.3後，在2009年第1季下降至44.9（圖3.28）。在2009年第1季的情況改善，是由於平均按揭貸款額減少及平均有效按揭利率下降所致。

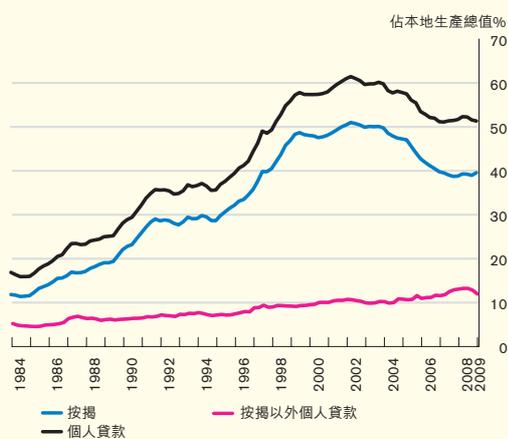
³⁶ 個人貸款 (loans to households) 亦可譯作「住戶」貸款。個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部分為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。

³⁷ 包括貿易融資貸款。

³⁸ 定義是房屋存量市值減去未償還的銀行按揭貸款。

³⁹ 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。

圖 3.29
住戶債務槓桿比率

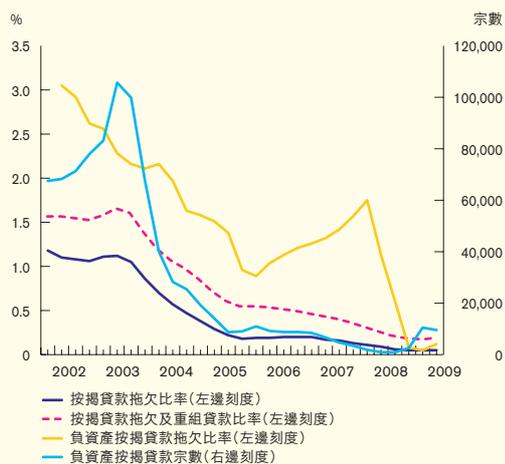


資料來源：職員估計數字。

此外，住戶債務與本地生產總值比率在2009年3月底輕微下降至51.3%，遠遠低於2002年第2季高峰時的61% (圖3.29)。

儘管負資產個案宗數明顯上升，銀行整體按揭組合資產質素仍然良好。由於物業價格下跌，負資產個案宗數由2008年9月底的2,568宗上升至2009年3月底的9,600宗，增加了多於3倍。然而，與2003年6月底的高峰106,000宗比較，則只及當時的十分之一 (圖3.30)。與此同時，負資產按揭貸款拖欠比率由2008年9月的0.08%，上升至2009年3月的0.12%。儘管如此，在2009年3月底，銀行整體按揭組合的拖欠及重組貸款比率仍然分別維持在0.05%及0.13%的較低水平。

圖 3.30
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 3.31
受訪認可機構信用卡應收帳款的撇帳比率



儘管以歷史水平衡量，以年率計的信用卡撇帳率仍然較低，但已出現轉差跡象。撇帳率繼2008年第3季的2.74%上升至2008年第4季的3.09%後，在2009年第1季進一步上升至3.92% (圖3.31)，情況與正在轉差的破產數字相符。在2009年首4個月，個人破產令及破產申請個案分別大幅上升至5,915及6,128宗，按年分別上升70.8%及74.1% (圖3.32)。

公司貸款⁴⁰

公司貸款在2008年第4季下跌4.1%及在2009年第1季再下跌4.6%後，在2009年3月佔在香港使用貸款⁴¹的67.6%。與此同時，公司貸款的信貸風險亦在三個方面轉差，然而程度較為溫和。

圖 3.32
破產宗數



首先，公司強制清盤令的數目有所增加。在2009年首4個月內，公司清盤申請個案較去年同期增加46.2%至250宗，而強制清盤令的數目則上升5.3%至158宗 (圖3.33)。

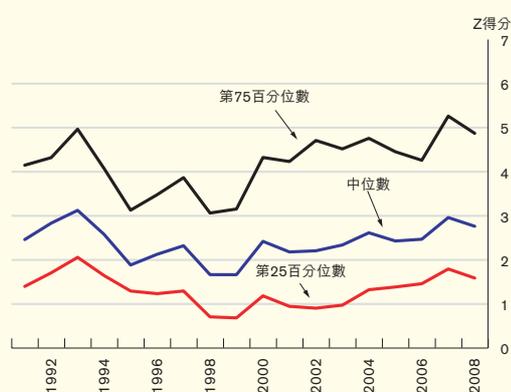
圖 3.33
清盤令及申請清盤宗數



⁴⁰ 不包括銀行同業間的貸款。

⁴¹ 公司貸款包括在香港使用的貸款(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 3.34
非金融類上市公司破產風險
指標：Altman的Z得分

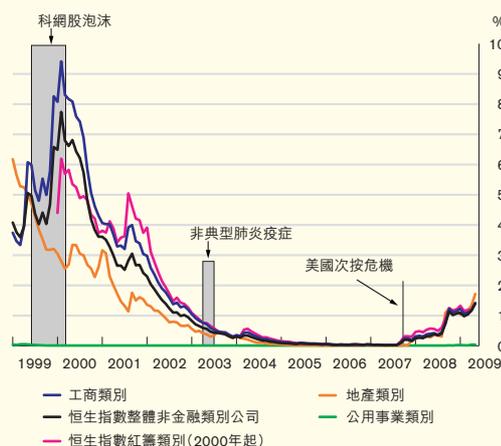


註：Z得分愈低，顯示公司破產機會愈高。
資料來源：根據 Thomson Financial 所提供數據計算的職員估計數字。

其次，如Altman的Z得分⁴²所顯示，非金融類香港企業⁴³的財務穩健程度在2008年轉差(圖3.34)。然而，所有三個層級的公司(包括以第25位百分位數表示的財務實力較弱的公司)，其Z得分仍然高於歷史平均水平，且遠高於1998年及2003年經濟衰退時的水平。

最後，以市場為基礎計算的香港企業違約風險指標亦略為轉差。恒生指數非金融類成分股公司的整體估計違約概率由2008年12月的《貨幣與金融穩定情況半年度報告》錄得的1.0%，微升至2009年5月底的1.4%(圖3.35)。恒生指數分類成分行業(除公用事業類別外)及紅籌成分股的估計違約概率的走勢亦大致相若。

圖 3.35
恒生指數非金融類成分股公司整體違約概率



資料來源：職員估計數字。

整體而言，雖然有關指標顯示本港企業或已在受損害相對較小的情況下渡過全球危機，但由於這次危機的連鎖效應仍未完全顯現，故情況仍可能短時間內出現顯著變化。因此，在監察日後發展時須保持警惕。

中國相關貸款

零售銀行對非銀行類中資企業⁴⁴的貸款總額由2008年9月底的6,960億港元(佔總資產的9.3%)下跌至2009年3月底的6,150億港元(佔總資產的8.2%)。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9,490億港元(佔總資產的7.9%)下跌至8,250億港元(佔總資產的7.0%)。然而，提供予企業及個人以供購置內地物業的貸款由2008年12月的《貨幣與金融穩定情況半年度報告》錄得的120億港元，上升至2009年3月底的140億港元。

⁴² 見Altman(2000)，「Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-scores and ZETA models」，《工作論文》，紐約大學。Z得分是典型的信貸風險指標，根據企業財務報表所載的一系列財務比率來評估該企業的穩健程度。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。

⁴³ 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。2008年數字僅為初步，並只涵蓋本報告截稿時已公布2008年業績的公司。這些數字可能會作修訂，解讀時應該審慎。

⁴⁴ 包括零售銀行設於中國內地從事銀行業務的附屬公司錄得的貸款。

圖 3.36
上海證交所A股180指數非金融類
成分股公司的違約距離指數



註：指數愈高，顯示公司違約的可能性愈低。

資料來源：職員估計數字。

由於提供予非銀行類中資企業的貸款數額顯著，香港銀行的資產質素極為依賴中國內地的宏觀經濟表現。專題7研究當內地宏觀經濟狀況轉差時，非金融類中資公司違約風險的增加如何影響香港銀行的資產質素。實證結果顯示，即使中國內地經濟在2009年持續放緩，香港銀行業信貸虧損的預期影響仍然相對溫和。

按照專題7中討論的方法，我們採用上海證交所A股180指數⁴⁵非金融類成分股公司的股價及財務數據，估計其整體違約距離⁴⁶指數，從而評估中資企業的違約風險(圖3.36)。指數在2008年年初隨著經濟放緩而下跌，至2008年年底前走勢轉為平穩，隨後在2009年年初則輕微上升。情況顯示企業違約風險在近期已有所緩和，這在一定程度上是由於經濟環境好轉及銀行放寬貸款條件所致。

⁴⁵ 違約距離是根據市場計算的違約風險指標，其基礎是來自Merton (1974)所提出架構「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449-470頁，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。實際上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。請參閱Bharath and Shumway (2008)，「Forecasting Default with the Merton Distance to Default Model」，《Review of Financial Studies》，第21期，第3號，第1339-1369頁。

⁴⁶ 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股公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)。

專題 7 香港銀行對非銀行類中資公司的風險承擔壓力測試框架

由於香港銀行業對非銀行類中資公司存在明顯風險承擔，因此銀行的資產質素極其依賴中國內地的宏觀經濟表現。⁴⁷ 此情況特別值得關注，原因是現時內地經濟放緩或會削弱非金融類中資公司的表現，繼而增加有關公司的違約風險。在此背景下，本專題審視中國內地的不同宏觀經濟情況對非金融類中資公司違約風險的潛在影響，並透過壓力測試以檢測香港銀行業的資產質素。

非金融類中資公司的違約風險及其決定因素

在這次研究中，非金融類中資公司的違約風險是以違約距離 (*DTD*) 來衡量，而 *DTD* 是一個以市場為基礎的常用違約風險指標。公司 *i* 在時間 *t* 的 *DTD* 界定為

$$DTD_{i,t} = \frac{\log(V_{i,t} / F_{i,t}) + (\mu_i - \sigma_i^2 / 2)T}{\sigma_i \sqrt{T}}$$

其中， $V_{i,t}$ 是公司的資產價值，而 $F_{i,t}$ 是債務面值。⁴⁸ μ_i 及 σ_i 分別是以年率計的估計平均資產回報及波幅。 T 是評估的時間範圍，假設為1年。實際上， $DTD_{i,t}$ 以公司資產在特定時間範圍內的波幅，計算公司的資產值與違約臨界 $F_{i,t}$ 之間的差異。 $DTD_{i,t}$ 愈高，則違約風險愈低。

為了識別 $DTD_{i,t}$ 的決定因素，我們首先構建一組非金融類中資公司的年度橫截面時間序列混合數據，當中包含在1998年至2008年期間，上海證券交易所A股180指數中所有過往及現存的非金融類成份股(下文簡稱非金融類中資公司組合)。⁴⁹ 對於每家公司年度的觀察數據，我們採用了Duan(1994)提出

⁴⁷ 於2009年3月底，銀行業對非銀行類中資實體的風險承擔約佔總資產的7%。

⁴⁸ 界定為流動負債與半數長期債務的總和。

⁴⁹ 於2008年年底，樣本約佔上海證券交易所的非金融類公司總市值的83%。

的最大似然估計法，以公司在該年度的每日股價數據估計 $DTD_{i,t}$ 的每日時間序列。⁵⁰ 該年度的每日平均 $DTD_{i,t}$ 用作代表公司在該年度的違約風險。

為了研究中國內地宏觀經濟狀況將如何影響非金融類中資公司的違約風險，我們採用橫截面時間序列混合數據，並透過下列動態橫截面時間序列混合數據回歸模型進行估計：

$$DTD_{i,t} = \alpha + \delta DTD_{i,t-1} + \beta_y y_t + \beta_m m_t + \beta_e e_t + \beta_d d_t + v_{i,t} \quad \text{公式(1)}$$

其中 y_t 、 m_t 及 e_t 分別是中國內地的年度國內生產總值、貨幣供應量 (即M2) 及有效匯率指數的按年百分比變動。所有變量均以實質數值列出。 d_t 是中國內地的出口需求指標，界定為中國內地四大出口市場 (即美國、歐洲、日本及香港) 的實質國內生產總值增長率的平均值。 $v_{i,t}$ 是誤差項，並有以下誤差分解， $v_{i,t} = \eta_i + \varepsilon_{i,t}$ 。 $DTD_{i,t}$ 對 y_t 及 m_t 的反應分別以 β_y 及 β_m 來計算。由於較強勁的經濟增長及較寬鬆的貨幣狀況應能降低非金融類中資公司的違約風險，因此 β_y 及 β_m 預計均會為正數。由於人民幣升值 (即較高的 e_t) 及中國內地的貿易夥伴經濟增長放緩 (即較低的 d_t) 會減少對中國產品的需求， β_e 及 β_d 預期將分別為負數及正數。表B7.A列出由廣義動差法(GMM)所估計得出的估計系數。所有估計值均與預期相符，並且統計上顯著。

表 B7.A
非金融類中資公司 DTD 的決定因素的估計結果

| 變量 | 估計系數 |
|-----------------------------|----------------------|
| 違約距離的首次滯後 ($DTD_{i,t-1}$) | 0.4795*** (0.045) |
| 中國內地的實質國內生產總值 (y_t) | 13.30** (5.40) |
| 中國內地的實質貨幣供應量 (m_t) | 34.45*** (3.15) |
| 中國內地的實質有效匯率指數 (e_t) | -9.869*** (1.06) |
| 中國內地的出口貨品需求指標 (d_t) | 49.83*** (4.84) |
| 一階自相關測試 (p 值) | 0.000 |
| 二階自相關測試 (p 值) | 0.923 |
| 公司年度觀察數據的數目 | 2,144 |
| 公司數目 | 293 |

註：

- 以 Arellano and Bond (1991) 所提出對橫截面時間序列混合數據及滯後因變量模型的廣義動差法作估計，詳見「Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations」，《Review of Economic Studies》，第 58 期，第 2 號，第 277-97 頁。
- 括號內的數字為穩健標準誤差。
- 、*、** 及 *** 分別表示在 10%、5% 及 1% 水平的重要性。

香港銀行資產質素的驗證模型

為了研究非金融類中資公司的違約風險上升如何影響香港銀行業的資產質素，我們對在 1998 年至 2008 年期間的一組香港

⁵⁰ 為了計算 $DTD_{i,t}$ 的每日時間序列，我們採用了 Duan (1994) 提出的方法 (「Maximum likelihood estimation using price data of the derivative contract」，《Mathematical Finance》，第 4 期，第 2 號，第 155-167 頁)，估計出 μ_i 及 σ_i 兩項參數及 $V_{i,t}$ 的每日時間序列。

上市銀行構建了另一個年度橫截面時間序列混合數據，並採用了下列動態橫截面時間序列混合數據回歸模型進行估計：

$$CR_{j,t} = \theta + \phi CR_{j,t-1} + \beta_y^{hk} y_t^{hk} + \beta_{pp}^{hk} pp_t^{hk} + \beta_r^{hk} r_t^{hk} + \beta_{DTD}^{CN} DTD_t^{CN} + \omega_{j,t} \quad \text{公式(2)}$$

表 B7.B
香港銀行淨撥帳比率的決定因素的估計結果

| 變量 | 估計系數 |
|---|--------------------------|
| 淨撥帳比率的首次滯後 ($CR_{j,t-1}$) | 0.3393*** (0.097) |
| 香港的實質本地生產總值增長 (y_t^{hk}) | -0.0263** (0.012) |
| 香港的實質物業價格指數 (pp_t^{hk}) | -0.0057* (0.0031) |
| 香港的實質利率 (r_t^{hk}) | 0.082*** (0.021) |
| 非金融類中資公司組合中違約距離的 第5百分位數 (DTD_t^{CN}) | -0.00076*** (0.00023) |
| 一階自相關測試 (p 值) | 0.025 |
| 二階自相關測試 (p 值) | 0.738 |
| 銀行年度觀察數據的數目 | 107 |
| 銀行數目 | 12 |

註：

- 以 Arellano and Bond (1991) 所提出對橫截面時間序列混合數據及滯後因變量模型的廣義動差法作估計
- 括號內的數字為穩健標準誤差。
- *, ** 及 *** 分別表示在 10%、5% 及 1% 水平的重要性。

其中 $CR_{j,t}$ 是銀行 j 在年度 t 的淨撥帳比率。⁵¹ y_t^{hk} 及 pp_t^{hk} ⁵² 分別是香港實質年度本地生產總值及香港實質物業價格指數的按年百分比變動。 r_t^{hk} 是香港的實質利率。我們以這三個變量來代表香港的宏觀經濟狀況，原因是我們的過往實證研究結果顯示，有關變量是香港銀行資產質素的主要決定因素。⁵³ 鑑於較強勁的經濟增長(即較高的 y_t^{hk})、較高的按揭貸款抵押品價值(即較高的 pp_t^{hk})及較少的債務償還負擔(即較低的 r_t^{hk})應可改善香港銀行的資產質素， β_y^{hk} 及 β_{pp}^{hk} 預期值為負數而 β_r^{hk} 則為正數。我們包括 DTD_t^{CN} (界定為在年度 t 的非金融類中資公司組合中 $DTD_{i,t}$ 的第5百分位數值)代表質素較低的非金融類中資公司的違約風險。⁵⁴ 香港銀行的資產質素對非金融類中資公司違約風險上升的反應(即較低的 DTD_t^{CN})是以 β_{DTD}^{CN} 計算，並預期為負數。最後， $\omega_{j,t}$ 是誤差項，其誤差分解為 $\omega_{j,t} = \zeta_j + \pi_{j,t}$ 。估計結果於表B7.B列出，並與經濟直觀相符。

銀行業資產質素的壓力測試

以公式(1)至(2)構成的系統，有助評估內地宏觀經濟狀況轉差(即 y_t 、 m_t 及 e_t)將如何透過影響非金融類中資公司的違約風險(即 DTD_t^{CN})，進而影響香港銀行的資產質素(即 $CR_{j,t}$)。

⁵¹ 年度 t 的淨撥帳比率界定為在 t 內的實際貸款虧損相對於 t 內的平均貸款總額的比率。

⁵² pp_t^{hk} 界定為以物業價格指數的按年百分比為因變量，以香港實質年度本地生產總值為解釋變量估計得出的餘值。透過建立方式， pp_t^{hk} 可獨立於香港實質本地生產總值變量。此做法可避免估計中出現多重共線性的問題。

⁵³ 見黃學元等人(2008)，「A framework for stress-testing banks' credit risk」，《The Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第1-21頁。

⁵⁴ 以下原因可以證明這實證設定是合理的：就任何特定不利經濟衝擊下，對較脆弱公司所造成的直接影響應比較高質素公司所承受的影響為高。因此，低質素非金融類中資公司的信貸風險被選定為公式(2)的解釋變量。

在這次研究中考慮了兩個假設情境，它們分別假設中國內地的國內生產總值作為衝擊源頭。情況A假設中國內地的國內生產總值增長率在2009年達到內地政府的目標8%，而情況B則假設增長率跌至6.5%，相當於國際貨幣基金組織的最新預測。⁵⁵ 鑑於對中國內地的國內生產總值的衝擊很可能會引致其他外因變量改變，因此在每種情境下，除假設出現衝擊之外，我們還根據其他外因變量⁵⁶的過往關係模擬其可能出現的變動。⁵⁷ 在計算出所有外因變量的模擬值之後，我們便能採用公式(1)及(2)估計 $CR_{j,t}$ ，然後再計算出總體淨撇帳比率 ACR_t （界定為模擬 $CR_{j,t}$ ⁵⁸的加權平均數）。我們可透過重複該模擬1萬次以取得 ACR_t 的模擬分佈情況，藉此評估衝擊對銀行業的影響程度。

經驗結果顯示，假如中國內地的實質國內生產總值增長率在2009年降至6.5%（即情況B），與情況A相比，銀行信貸虧損的預期額外升幅並不顯著（表B7.C）。⁵⁹即使考慮到不確定因素，情況B的置信水平為95%時的最大信貸虧損，依然遠低於因亞洲金融危機引致的平均淨撇帳比率約1.5%。結果顯示，香港銀行受到中國內地經濟放緩而蒙受重大虧損的可能性將非常低。

表 B7.C
假設情境下的模擬總體淨撇帳比率

| | 情況 A： 中國內地的國內 生產總值增長率 = 8% | 情況 B： 中國內地的國內 生產總值增長率 = 6.5% |
|--------------------|----------------------------------|------------------------------------|
| 平均值 | 0.39% | 0.48% |
| 95% ¹ | 0.74% | 0.82% |
| 99% ¹ | 0.89% | 0.97% |
| 99.9% ¹ | 1.03% | 1.11% |

註：

1. 模擬分佈的置信水平為 95%、99% 及 99.9% 時的估計虧損風險值。

⁵⁵ 見國際貨幣基金組織 (2009)，「World Economic and Financial Surveys: Regional Economic Outlook, Asia and Pacific」(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2009/apd/eng/areo0509.html>)。

⁵⁶ 系統中的外因變量包括 y_t 、 m_t 、 e_t 、 d_t 、 y_t^{hk} 、 pp_t^{hk} 及 r_t^{hk} 。

⁵⁷ 例如，中國內地的較低國內生產總值極可能與香港的較低本地生產總值有關。在我們的分析中，我們使用黃學元等人 (2008) 採取的類似方法來模擬其他外因變量的可能變動。

⁵⁸ 按個別銀行於2008年年底的貸款價值作加權調整。

⁵⁹ 謹請注意，本表中以中國內地國內生產總值計算的估計信貸虧損比率，與「信貸風險的宏觀壓力測試」一節中表3.H內「中國內地國內生產總值衝擊」情況下呈列的信貸虧損比率，兩者並不能進行直接比較。前者著重於非金融類中資公司的違約風險，而後者則關於內地國內生產總值的衝擊對整體貸款總額的影響。

信貸風險宏觀壓力測試⁶⁰

香港銀行業抵受各種宏觀經濟衝擊的能力，可運用宏觀壓力測試架構⁶¹ 予以評估，有關衝擊包括：香港實質本地生產總值下降、內地實質國內生產總值下跌、香港實質利率上升及實質物業價格下跌。是項評估將2009年第1季的經濟狀況作為當前環境，研究在未來兩年期間（直至2011年第1季結束）各種衝擊對銀行業信貸虧損的個別影響，並運用蒙地卡羅 (Monte Carlo) 模擬法得出選定情況下的信貸虧損分佈。

按照政府有關2009年實質本地生產總值下跌5.5-6.5%的預測，基準情況假設實質本地生產總值在未來的4個季度將於各季下跌0.6%。⁶² 在受壓情況下，進一步假設本港經濟現正處於下滑當中，且情況與亞洲金融危機對主要宏觀經濟變數所造成的影響相若。為符合此項假設，衝擊經過相應調整，從而與1998年第2季至1999年第1季期間所出現的衝擊相若。

表 3.H
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值

| 信貸虧損 (%) ¹ | 受壓情況 | | | | | |
|-----------------------|-------------------|-----------------------|---------------------------------|---------------------|-------------------|---------------------------|
| | 基準情況 ² | 本地生產總值衝擊 ³ | 本地生產總值衝擊加上豬流感爆發的影響 ⁴ | 物業價格衝擊 ⁵ | 利率衝擊 ⁶ | 中國內地國內生產總值衝擊 ⁷ |
| 平均值 | 0.66 | 1.12 | 1.31 | 1.46 | 1.05 | 1.03 |
| 置信水平在 90% 的估計虧損風險值 | 1.22 | 2.04 | 2.37 | 2.52 | 2.06 | 2.03 |
| 置信水平在 95% 的估計虧損風險值 | 1.50 | 2.50 | 2.89 | 3.05 | 2.64 | 2.58 |
| 置信水平在 99% 的估計虧損風險值 | 2.21 | 3.63 | 4.18 | 4.35 | 4.11 | 4.05 |
| 置信水平在 99.9% 的估計虧損風險值 | 3.36 | 5.45 | 6.23 | 6.46 | 6.81 | 6.36 |
| 置信水平在 99.99% 的估計虧損風險值 | 4.78 | 7.61 | 8.67 | 9.42 | 10.08 | 9.52 |

註：

- 以估貸款組合的百分比計量。
- 實質本地生產總值在 2009 年第 2 季至 2010 年第 1 季期間每個季度各減少 0.6%。將 2009 年第 1 季的跌幅 4.3%，加上 2009 年餘下三個季度的假設跌幅各為 0.6%，可得出 2009 年的總跌幅為 5.9%，此結果符合政府的預測。為保守起見，第 4 季的實質本地生產總值增長亦假設下跌 0.6%，相比亞洲金融危機後的情況則是回升 1.1%。
- 實質本地生產總值由 2009 年第 2 季起 4 個季度分別減少 1.6%、1.5%、0.9% 及 0.0%。
- 實質本地生產總值由 2009 年第 2 季起 4 個季度分別減少 3.8%、1.5%、0.9% 及 0.0%。衝擊已計及 2009 年第 2 季豬流感爆發的負面影響。
- 實質物業價格由 2009 年第 2 季起 3 個季度分別減少 10.8%、16.9%、2.4%，並在第 4 季回升 2.4%。
- 實質利率（香港銀行同業拆息）在 2009 年第 2 季上升 100 個基點。
- 中國內地的實質國內生產總值在 2009 年第 2 季至 2010 年第 1 季期間每個季度上升 2.2%。將 2009 年第 1 季的升幅 1.8%，加上 2009 年餘下三個季度的假設進一步升幅，可得出 2009 年的總升幅為 6.5%，此結果符合國際貨幣基金組織在《世界經濟展望》中的預測。

資料來源：職員估計數字。

測試結果載於表 3.H。在基準情況中，2011 年第 1 季的預期信貸虧損比率佔貸款組合總額的 0.66%。引入假設衝擊後，令預期信貸虧損比率大幅提高，數值介乎 1.03%（中國內地的國內生產總值衝擊）至 1.46%（香港的物業價格衝擊）不等。

若集中檢視信貸虧損分佈的末端，表 3.H 顯示即使以置信水平在 90% 的估計虧損風險值計，銀行在某些受壓情況下仍會繼續錄得盈利。⁶³ 在置信水平為 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 5.45% 與 6.81% 之間，與亞洲金融風暴後市場實際所經歷的相若。⁶⁴ 儘管如此，出現這些極端情況的可能性極低。

⁶⁰ 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。

⁶¹ 模型公式詳情載於黃學元等人 (2006)，「銀行信貸風險壓力測試架構」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，編號 15/2006。本文估計時使用更新版本的架構。

⁶² 有關衝擊詳情請參閱表 3.H 的註解。

⁶³ 有關零售銀行稅前營業溢利佔總資產百分比的詳情，請參閱圖 3.12。

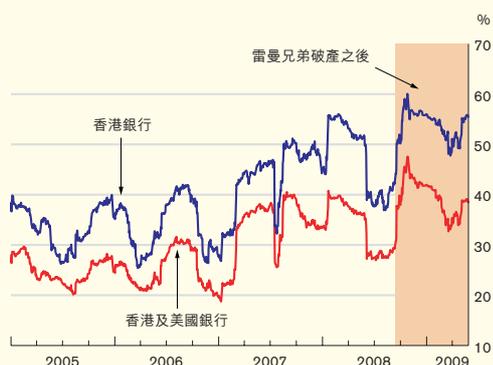
⁶⁴ 估計銀行信貸虧損由亞洲金融風暴前的 1.4% 上升至該風暴過後的 6.0%。這些粗略估計是根據假設違約損失率為 70% 得出，而整體貸款在 1997 年第 3 季及 1999 年第 3 季的實際拖欠率分別為 2.01% 及 8.58%。

圖 3.37
香港銀行困境指數
(1998年1月=100)



資料來源：職員估計數字。

圖 3.38
銀行股票回報率的相互關係



註：

1. 每日股票回報率變化的變動比例以第一成分作闡釋，並採用90天滾動窗。
2. 數據截至2009年5月28日營業時間結束。

資料來源：職員估計數字。

在壓力測試中加入香港爆發豬流感的潛在影響後，2009年第2季的實質本地生產總值假設將進一步收縮2.2%，與2003年第2季面對非典型肺炎疫症對經濟的影響程度相若。在此情況下，受壓信貸虧損將介乎1.31% (平均值) 至6.23% (置信水平為99.9%) 不等。這意味著，即使香港本地生產總值受到豬流感爆發的影響，銀行的信貸虧損亦不會顯著增加。

3.9 銀行體系的系統性風險

銀行困境綜合預警系統⁶⁵顯示，在2009年第1季，銀行業仍然穩健，出現銀行陷入困境的概率仍處於低脆弱程度的範圍。⁶⁶由於宏觀經濟基本因素轉弱，引致銀行陷入困境的概率有所上升，但由於系統中的個別領先指標，例如以市場為基礎的銀行違約風險指標錄得輕微改善，抵銷了部分負面影響。

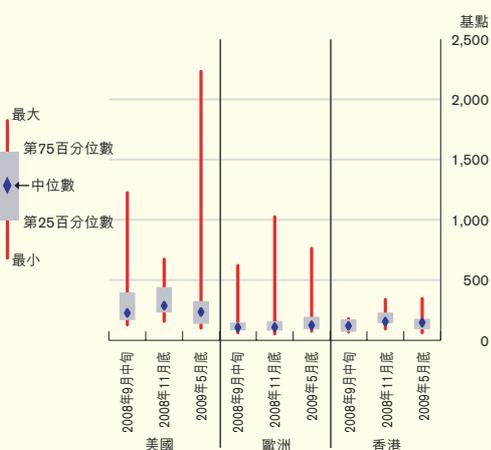
香港銀行困境指數⁶⁷ (1998年1月=100) 是一個以市場為基礎的系統性風險指標。在過去6個月報告期內，該指數較以往出現較大的波動，反映出由於評估全球金融危機對本港銀行業的影響十分困難，導致金融市場情緒出現大幅波動。然而，在2009年5月底，該指數輕微改善至59點，而在2008年11月底則約為60點 (圖3.37)。值得注意的是，香港銀行困境指數在2009年首兩個月反彈，主要原因是市場關注美國銀行的壓力測試結果，令香港及美國的銀行股份價格的協動性增加 (圖3.38)。

⁶⁵ 綜合預警系統可根據10個領先指標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違約風險、資產價格偏差、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。詳情請參閱黃學元等人 (2007)，「銀行領先指標模型——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」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號22/2007。

⁶⁶ 綜合預警系統是一個4級風險評級系統。我們採用Demirgüç-Kunt及Detragiache (2000)，「Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach」，《World Bank Economic Review》，第14期，第2號，第287-307頁的方法來逐一選出4個脆弱度類別的上限，使與該等限度相關的第1類誤差分別為10%、30%、50%及100%。

⁶⁷ 銀行困境指數在先前的報告中稱為香港銀行體系的複合違約風險指數。有關方法的詳情見余業榮等人 (2006)，「評估銀行體系不償還債務的風險」(英文版本)，《金管局研究備忘錄》，編號06/2006。

圖 3.39
美國、歐洲及香港銀行的信貸違約掉期息差



註：
1. 按交投活躍的銀行信貸違約掉期的息差計算。
2. 數據截至2009年5月28日營業時間結束。
資料來源：彭博。

假如銀行的信貸違約掉期息差普遍上揚，則可視為系統性壓力上升，在2009年5月底，本港銀行業仍處於相對較安全的範圍(圖3.39)。毫無疑問，香港銀行的信貸違約掉期息差仍然超過金融風暴前的水平，實際上反映出香港作為國際金融中心，無法避免國際危機波及。相對而言，香港銀行較為穩健，而更為重要的是，它們在評估期內並無進一步惡化的跡象。整體而言，自信貸違約掉期市場推測的評估顯示，相對於美國及歐洲銀行，香港銀行的表現相對較為良好。

3.10 外匯持倉

所有認可機構合計的外匯持倉量(包括即期及遠期)自2008年8月底的550億港元，上升至至2009年3月底的1,180億港元，金額增加主要反映與美元有關的未平倉頭寸增加。

表3.I. 載列銀行體系的主要表現指標。

表 3.1
銀行體系的主要表現指標¹ (%)

| | 3/2008 | 12/2008 | 3/2009 |
|--|--------|--------------------|--------|
| 利率 | | | |
| 1個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數) | 2.33 | 1.89 | 0.25 |
| 3個月香港銀行同業拆息 (季度平均數) | 2.45 | 2.50 | 0.87 |
| 最優惠貸款利率 ³ 與1個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數) | 3.63 | 3.22 | 4.75 |
| 最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數) | 3.51 | 2.61 | 4.13 |
| 綜合利率 ⁴ | 0.98 | 0.68 | 0.29 |
| 零售銀行 | | | |
| 資產負債表狀況⁵ | | | |
| 存款總額 | -2.1 | 2.7 | 0.3 |
| 港元 | -3.9 | 2.8 | 1.7 |
| 外幣 | 0.6 | 2.6 | -1.6 |
| 貸款總額 | 6.2 | -3.0 ^r | -2.2 |
| 本地貸款 ⁶ | 6.0 | -3.3 | -2.2 |
| 在香港以外使用的貸款 ⁷ | 8.7 | 0.2 ^r | -2.7 |
| 可轉讓工具 | | | |
| 已發行可轉讓存款證 | -19.1 | -17.9 | -22.5 |
| 持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證) | -13.0 | 43.3 ^r | -5.0 |
| 資產質素⁸ | | | |
| 佔貸款總額百分比 | | | |
| 合格貸款 | 97.72 | 96.56 ^r | 96.09 |
| 需要關注貸款 | 1.47 | 2.20 ^r | 2.44 |
| 特定分類貸款 ⁹ (總額) | 0.81 | 1.24 | 1.47 |
| 特定分類貸款 (淨額) ¹⁰ | 0.62 | 0.84 | 1.00 |
| 逾期3個月以上的貸款及經重組貸款 | 0.57 | 0.67 ^r | 0.90 |
| 盈利¹¹ | | | |
| 呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 | 0.05 | 0.18 | 0.18 |
| 淨息差 | 2.00 | 1.84 | 1.62 |
| 成本與收入比率 | 39.6 | 45.3 ^r | 45.3 |
| 流動資產比率 (季度平均數) | 47.7 | 45.0 | 45.2 |
| 受訪機構 | | | |
| 資產質素 | | | |
| 住宅按揭貸款拖欠比率 | 0.09 | 0.05 | 0.05 |
| 信用卡應收帳款 | | | |
| 拖欠比率 | 0.32 | 0.34 | 0.49 |
| 撇帳率 – 按季年率計 | 2.68 | 3.09 | 3.92 |
| – 本年度截至該日止以年率計 | 2.68 | 2.72 | 3.92 |
| 所有本地註冊認可機構 | | | |
| 資本充足比率 (綜合) | 14.3 | 14.7 ^r | 15.6 |

註：

1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
 2. 參考香港銀行公會公布的港元利息結算利率。
 3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
 4. 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。詳細資料請瀏覽金管局網頁。
 5. 季度變動百分比。
 6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
 7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
 8. 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
 9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
 10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
 11. 本年度截至該日止按年率計數字。
- ^r 經修訂數字。

4. 前景、風險及不明朗因素

儘管金融市場近期收復部分失地，但全球經濟是否步入復甦，仍屬未知之數。這是一次由銀行及家庭部門資產負債失衡推動的衰退，而資產負債表的結構調整仍未完成。當前的主要風險是，主要經濟體系的銀行重組尚未完成，銀行資本有欠充裕，導致流向其他經濟體系的信貸不足。自2008年第三季度以來，香港資產價格大幅波動，經濟活動亦急劇收縮。猶幸香港的金融體系能夠抵受這次考驗，並未受到太大影響。但展望未來，影響貨幣及金融穩定的重大風險恐怕仍然會持續，我們切不可掉以輕心。

4.1 全球前景

全球經濟正陷入戰後最嚴重的衰退。雖然有初步跡象顯示收縮步伐開始逐步放緩，但金融市場與實質經濟之間的惡性循環，預期將繼續打擊消費及商業需求。在此情況下，國際貨幣基金組織進一步調低對全球前景的預測。在其4月份的預測中，國際貨幣基金組織預期2009年全球產出將下降1.3%，較2008年11月份報告預測增長2.2%大幅下降(表4.A)。儘管全球政府已採取特別政策措施，但預期全球經濟活動及至2009年底方會見底。預計全球增長將於2010年回升至1.9%，但仍低於潛在水平，反映產出缺口持續擴大，通脹壓力減退。《共識預測》亦預料，2010年實質全球生產總值將較2009年輕微上升。

表 4.A
2008 年至 2010 年全球增長及通脹

| 按年 % | 2008 | 2009 預測 | 2010 預測 |
|---------------------------|--------------|---------------|--------------|
| 國際貨幣基金組織 | | | |
| 全球增長 ¹ | 3.2 (3.7) | -1.3 (2.2) | 1.9 (不適用) |
| 美國 | 1.1 | -2.8 | 0.0 |
| 歐元區 | 0.9 | -4.2 | -0.4 |
| 日本 | -0.6 | -6.2 | 0.5 |
| 新興亞洲 | 6.8 | 3.3 | 5.3 |
| 通脹 | | | |
| 已發展經濟體系 | 3.4 | -0.2 | 0.3 |
| 新興及發展中經濟體系 | 6.1 | 1.6 | 4.0 |
| 《共識預測》² | | | |
| 全球增長 ³ | 2.0 | -2.3 | 1.9 |
| 美國 | 1.1 | -2.9 | 1.8 |
| 歐元區 | 0.7 | -3.7 | 0.3 |
| 日本 | -0.7 | -6.1 | 1.3 |
| 東北亞 | 6.6 | 3.9 | 6.6 |
| 東南亞 | 4.4 | -0.6 | 3.7 |
| 全球通脹 ³ | 4.7 | 1.2 | 2.2 |
| 美國 | 3.8 | -0.8 | 1.6 |
| 歐元區 | 3.3 | 0.4 | 1.2 |
| 日本 | 1.4 | -1.2 | -0.6 |
| 東北亞 | 5.4 | 0.4 | 1.7 |
| 東南亞 | 8.5 | 2.8 | 4.0 |

註：

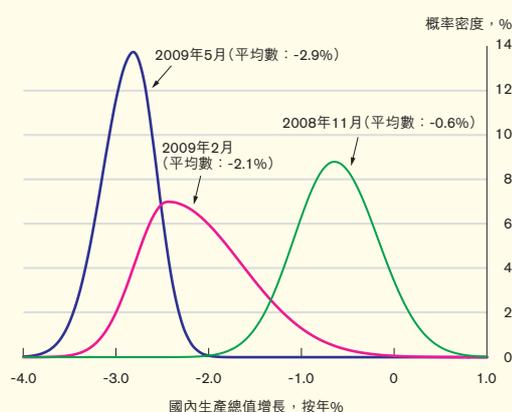
1. 全球增長按購買力平價匯率計的國內生產總值作加權調整。至於其他整體數字及國家，基金組織按購買力平價匯率以國內生產總值作加權計算，世界銀行則採用市場匯率。括號內為以往的預測數字。

2. 歐元區包括歐元區12國。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。

3. 全球增長及通脹均按2007年平均匯率以2007年國內/本地生產總值作加權調整。

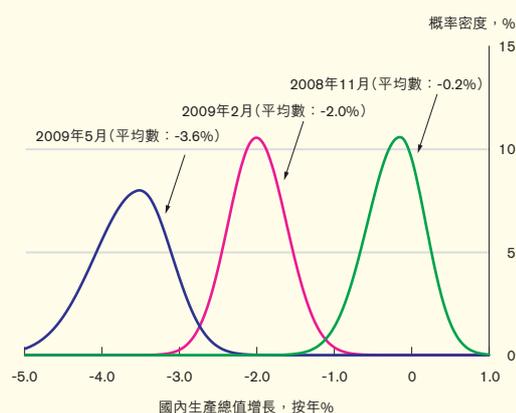
資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》(2009年4月)及《共識預測》(2009年5月)。

圖 4.1
美國：2009年增長預測概率分布



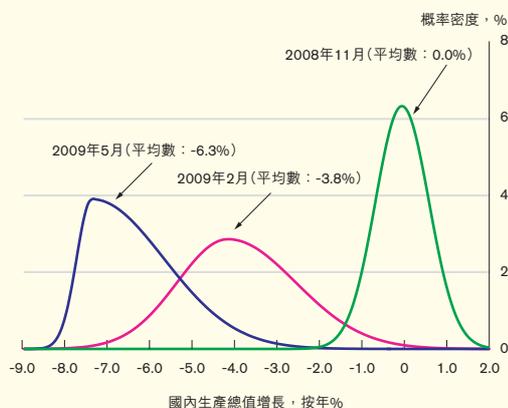
資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

圖 4.2
歐元區：2009年增長預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

圖 4.3
日本：2009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。

美國正陷入嚴重衰退，國際貨幣基金組織預計，2009年美國經濟將萎縮2.8%，2010年將持續低迷。《共識預測》對2009年美國經濟增長預測的平均數，自2008年11月持續下降，從收縮0.6%下降至收縮2.9%（圖4.1）。信貸緊絀反映金融機構面臨巨大壓力，而這個狀況將繼續拖累個人消費及商業投資。巨額財富虧損、盈利前景顯著逆轉及就業日益不穩，均意味增長將長期低於正常水平。國際貨幣基金組織預計，美國經濟將至2010年中才開始復甦，但仍需取決於財政刺激政策、持續寬鬆財政政策、穩定樓價措施及遏止抵押品沒收潮，以及重振金融業的政策措施是否奏效。

《共識預測》對2009年歐元區經濟增長預測的平均數，由2008年11月收縮0.2%，下降至收縮3.6%（圖4.2）。由於這次衝擊殃及全球金融業及實質經濟，同時由於歐洲在區內及全球的貿易及金融聯繫非常密切，導致歐洲經濟在這次沖擊中遭受重創。儘管多國政府已採取特別措施，但金融業仍未恢復元氣。貨幣市場的壓力已得到紓緩，但信貸批授仍然放緩甚至下跌，而企業債券息差則持續上升。經濟基礎惡化，導致不良貸款增加，信貸標準亦相應收緊。以上種種不明朗因素顯示，經濟復甦仍然前路漫漫。

日本方面，《共識預測》對2009年經濟增長預測的平均數，自11月份急劇下降至收縮6.3%（圖4.3）。預計日本在整個2009年將經歷嚴重衰退，錄得有記錄以來最差的年度表現。日圓走強及信貸緊絀，整體上對出口行業猶如雪上加霜。對危機採取強而有力的財政應對措施，可以為經濟活動提供支持，但由於出口崩潰的影響將蔓延至私人內需，所以增長將持續疲弱。

圖 4.4
中國內地：實質經濟活動指數

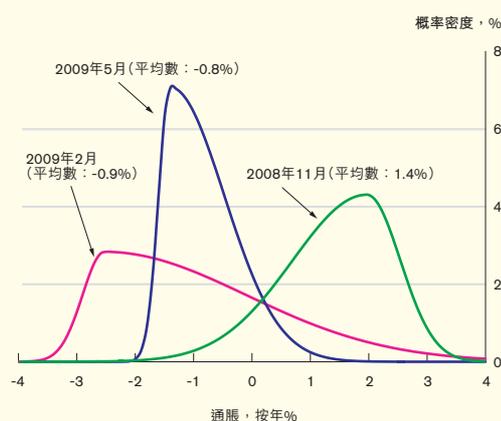


資料來源：職員估計數字。

至於中國內地，包括工業生產及採購經理指數在內的主要經濟指標均表明，經濟活動已見起色。作為近期增長先行指標的實質經濟活動指數，最近亦扭轉下降趨勢(圖4.4)。⁶⁸《共識預測》中5月份的平均數顯示，在本年餘下季度，國內生產總值增長或會呈上升趨勢，2009年全年增長有望達到7.5%。在寬鬆的貨幣環境及大規模財政支出支持下，預期國內需求將會在未來數月有所增加。內地房地產市場恢復可能較為緩慢，而由於企業利潤急劇下滑，製造業的私人及海外投資者投資短期內未必出現強勁反彈，但隨著當局實施財政刺激方案，基建相關投資可望繼續穩步上升。鑑於不明朗因素仍然籠罩全球經濟環境及國內需求整體力度，內地當局有可能維持寬鬆的貨幣及財政政策，並在短期內保持人民幣匯率大致穩定。

將中國與亞洲其他新興經濟體系合計，國際貨幣基金組織大幅調低經濟增長預測，從2008年的6.8%下調至2009年的3.3%。中國經濟增長預計會從2008年9%的高位回落至2009年的6.5%。鑑於較易受全球先進製造周期影響，而且在全球擁有廣泛的金融聯繫，預計新興工業經濟體系將經歷持久的嚴重衰退。預計東盟成員經濟體系在未來兩年內的經濟增長亦會較2008年大幅下降及出現產出缺口。

圖 4.5
美國：2009年通脹預測概率分布



資料來源：職員根據《共識預測》的數字計算。

國際貨幣基金組織預計，繼2008年上升3.4%後，2009年已發展經濟體系的消費價格指數將下降0.2%，而發展中經濟體系的通脹則自去年6.1%將大幅回落至1.6%。隨著全球經濟活動急速降溫，通脹壓力已迅速得到紓緩，商品價格亦從高位顯著回落。與此同時，經濟日漸低迷，將壓抑薪酬上升並侵蝕利潤。就美國而言，《共識預測》對2009年消費物價通脹指數預測的平均值，由11月的1.4%大幅下調至-0.8% (圖4.5)。

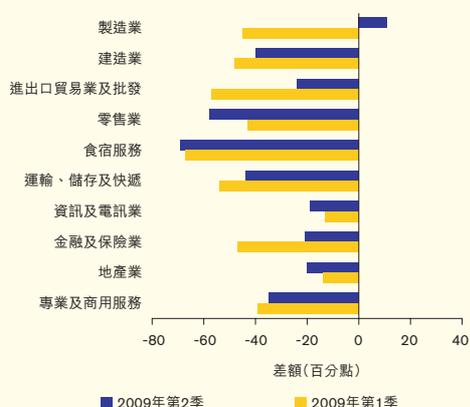
⁶⁸ 該指數是利用7個月度指標構建而成，包括工業生產、發電量、出口貨值、實質零售業銷售額、實質固定資產投資、乘客量及貨運量這些項目的增長。有關方法的詳情見劉利剛、張文朗及石明翰(2007)，「中國內地的實質經濟活動指數」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號07/2007。

與6個月前相比，對於全球金融市場前景的悲觀情緒已顯著改善。儘管宏觀經濟調整結束仍遙遙無期，但美國經濟陷入衰退已達18個月，金融市場參與者已準備就緒，努力尋找經濟初步復甦的跡象力求把握市場先機。⁶⁹ 誠然，主要經濟體系的最新經濟數據已由全屬負面越趨個別發展，令市場憧憬部份的經濟活動和營商環境將開始改善。2009年首4個月，中國內地經濟表現超過預期，既令不少人感到意外，亦促使金融市場參與者再次看好經濟增長及盈利前景。在此情況下，投資者將開始積極物色機會，全球各地對風險的承受程度顯著上升。

毫無疑問，全球經濟復甦終有一日會來臨，但確實時間及形式尚屬未知之數。對於已發展經濟體系來說，雖有特別的宏觀經濟政策支撐，但家庭、企業及金融業的資產負債狀況恢復需時。為了抵銷外部需求缺乏的影響，新興市場亦需要時間來促進具持續性的國內需求。由於實質經濟復甦的步伐尚未明朗，對於金融市場近期的樂觀情緒是否能夠持續，乃屬未知之數。

⁶⁹ 除目前的衰退外，自1929年至1933年大蕭條以來，並無其他衰退持續超過16個月。

圖 4.6
業務展望統計調查結果：
2009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。

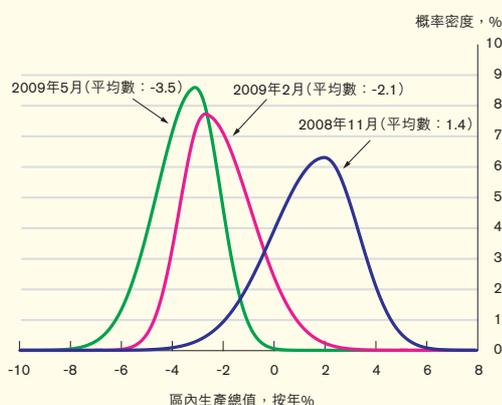
資料來源：政府統計處。

圖 4.7
採購經理指數



資料來源：彭博。

圖 4.8
香港：2009年通脹預測概率分布



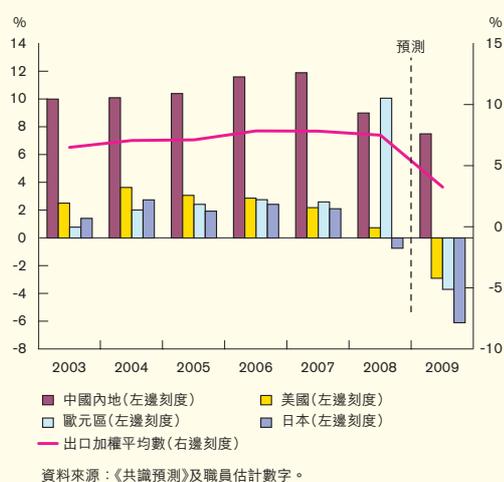
資料來源：職員根據市場共識的數字估計。

4.2 本地前景

雖然在嚴峻的外圍環境下香港的經濟前景仍然充滿挑戰，但近數月來，實體經濟活動及資產價格已出現初步回穩的跡象。業務展望按季統計調查顯示，大部分被調查的行業仍然預期業務及產出量於2009年第2季將進一步下跌，但下跌的速度已較第1季的調查結果收窄(圖4.6)。就所有行業整體而言，預期經營狀況會改善的回應機構與預期經營狀況會惡化的機構的百分比的差距，由第1季的-53個百分點上升至第2季的-36個百分點。採購經理指數由第1季的平均41.2上升至5月份的44.8，顯示商業活動收縮速度放緩(圖4.7)。

自2008年第2季以來的經濟收縮速度持續差過市場預期。因此，市場分析師已多次將增長預測向下修訂，圖4.8所顯示的市場預測概率分布亦隨時間轉移。最新市場共識預計2009年的平均實質本地生產總值增長為-3.5%。衰退最惡劣的情況預計已於2009年第1季出現，而收縮步伐預計於今年餘下時間放緩或扭轉為輕微回升。整體而言，預期2009年全年的經濟活動仍然呆滯。

圖 4.9
香港主要貿易夥伴的經濟增長



香港經濟的復蘇前景，主要取決於外部需求 (尤其是來自G3經濟體及中國內地) 的復蘇步伐。根據市場共識，香港主要貿易夥伴的貿易加權平均產出增長於2009年預計將為3.3個百分點，較2008年所錄得的7.5個百分點增長顯著放緩，並低於21世紀初以來所錄得的增長趨勢。尤其除了中國內地外，主要出口市場於2009年的增長率預計將出現負值 (圖4.9)。在此環境下，全球貿易活動不大可能迅速復蘇。

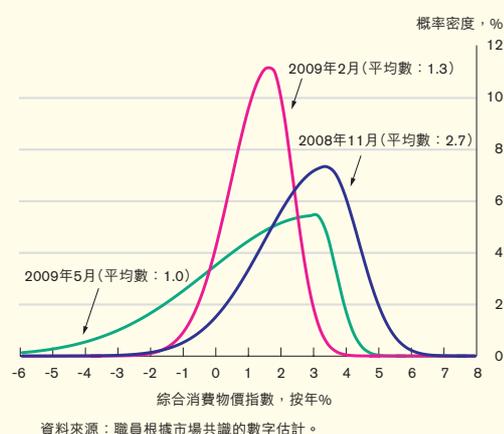
本地需求預計於2009年下半年將呈現輕微復蘇。物業及股票價格近期已從谷底反彈，如升勢持續，將改善營商及消費意欲情緒。然而，失業上升及企業倒閉增加將繼續遏抑本地開支。鑑於市場共識認為2009年全年的失業率將繼續上升，因此一個較明顯的私人消費復蘇預料不會在2009年底至2010年初之前出現。由於經濟復蘇初期產能過剩，私人投資的復蘇亦極可能會延遲。然而，假若政府公佈的財政措施獲得全面落实，則預計政府支出及公共投資將增加。

圖 4.10
綜合消費物價指數租金組成項目及市值租金



由於產出差距持續處於負值及全球通脹放緩，預計於2009年的基本通脹壓力將有所舒緩。物業價格及私人住房租金於近期回穩前，曾於2008年底至2009年初急速下跌，而有關情況將逐步影響綜合消費物價指數租金組成項目。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，按年計綜合消費物價指數租金通脹率應會從2008年底的8.8%逐漸下跌至2009年底約-5% (圖4.10)。

圖 4.11
香港：2009年綜合通脹預測概率分布



與此同時，綜合消費物價指數非租金組成項目的通脹率預計將因經濟活動放緩而保持溫和。最新的市場共識預計2009年整體綜合消費物價指數將平均提高1.0% (介乎-1.4%至1.6%) (圖4.11)。由於經濟復蘇步伐緩慢，2009年下半年的整體綜合消費物價指數通脹率可能下跌至接近零，甚至轉為負數。

4.3 不明朗因素及風險

儘管日後仍有可能發生嚴重的衝擊事件，但如同雷曼兄弟般規模而對全球市場造成重大震盪的事件，其發生的機率已經降低。市場注意力已落在世界各地經濟仍然面對的多項風險之上，其中包括豬流感、美國汽車製造商的財務困境、主要銀行的資本充足水平及東歐存在的問題。然而，從容許雷曼兄弟倒閉的經驗中借鑒，主要經濟體的政府及中央銀行已表現出它們願意防止主要金融機構倒閉。在四月初召開的20國峰會上，與會成員一致同意將國際貨幣基金組織的貸款能力提升三倍，亦令新興市場經濟體發生嚴重國際收支危機的可能性大大減低。

然而，主要金融機構資本充足率的實際情況仍不明朗，政府亦面臨進一步為銀行注入資本的巨大挑戰。由於存在上述困難，主要金融機構仍面臨長期資本不足的重大風險，以致有關金融機構將拒絕承擔新的信貸風險，而流向經濟其他領域的信貸將會仍然疲弱。在需求方面，美國及其他發達經濟體的家庭已著手削減債務並重建其積蓄，再加上收入減少，預示著家庭將削減可自由支配的支出，以改善其資產負債狀況。這些特徵意味著未來數年的消費支出及整體借貸將低於正常水平，令主要發達經濟體的復蘇進程緩慢且痛苦。

由於產出缺口持續錄得負值，並極可能持續相當長時間，主要經濟體的失業率將會持續攀升，而且更有機會升至兩位數水平。這情況將極可能導致政治環境趨向保護主義，而任何保護主義行動都將加劇經濟衰退，尤其是金融保護主義可導致資本流動驟然逆轉，特別會令發展中經濟體的貨幣及金融環境動盪不穩。雖然於4月舉行的20國峰會上，全球領導人承諾於2010年前不會採取任何限制貿易的做法或實施會傷及其他國家的金融政策，但實際上將會需要政治勇氣來阻擋保護主義政策。

經濟活動收縮，加上復蘇前景黯淡，意味著物價方面面臨的主要風險仍是通貨緊縮，而非通貨膨脹。隨著聯儲局於3月份宣佈將購買長期國債後，市場曾一度憂慮日後將引發通脹。雖然這些政策可能為日後通脹上升埋下伏筆，但這種結果是可以避免的。聯儲局擁有必要的工具，可以從市場退出，並可按照符合其通脹目標的步伐收縮流動性，因此聯儲局的主要挑戰並非如何退出，而是何時退出。雖然太早沽售所持政府證券或將扼殺剛出現的復蘇，但太遲沽售亦可能通脹壓力上升。整體而言，主要央行極可能會在調整正確政策立場時面臨嚴峻挑戰，原因是均衡實質利率將會上升，反映了由於財政刺激方案及向金融業注入公共資金以重組其資本的結果。鑒於貨幣政策操作的滯後效應，因此或可能需要在失業率仍然高企時提高政策利率，以防止通脹攀升。然而，從政治角度而言，這做法可能面對極大困難。

東亞地區未經歷過於其他地區所見的金融業混亂局面，因此保留金融機構的貸款能力。儘管金融市場波動將繼續影響銀行賬面上證券資產的估值，而且不良貸款將會上升，但預期不會因此產生不穩，原因是整體銀行體系保持強健且具備穩固的資本及流動資金狀況。隨著政府刺激方案漸見成效，加上利率低企及通脹緩和的局面已開始形成，內部需求應會逐步恢復，因此，本地區應能夠較世界其他地區更快擺脫衰退。然而，由於主要發達經濟體或長期於收縮期的谷底徘徊，因此要於短期內出現區域經濟全面復甦不大可能，而消除產出缺口負值的情況可能尚需時日。

在本港方面，基準預測是從2009年第2季開始收縮步伐將會放緩，並在今年餘下時間出現溫和復蘇。然而，這項基準預測存在風險，意想不到的衝擊事件或將再次打擊仍然疲弱的全球經濟，舉例來說，若豬流感更廣泛蔓延，令死亡人數不斷增加，則全球經濟衰退會較現時市場預期的更為嚴重和持久。倘若經濟步入升軌，則全球貿易及本港的資產價格或會趨於穩定，並以較現時預想更快的速度持續回升。當前這些風險似乎大致平衡。

這份報告的分析表明，即便經濟增長的下行風險實現，也不大可能危及本港銀行體系的穩定性。然而，鑒於在主要發達經濟體，銀行及家庭開始重整其資產負債狀況的困難任務，令全球復甦的速度及力度存在極不確定因素，因此本港的資產價格或會繼續大幅波動，上下兩個方向都有可能超調。

本港銀行體系流動資金狀況正常化的過程亦涉及風險。大量資金流入港元，導致銀行同業拆息降至零及令總結餘創歷史新高。由此導致的寬鬆貨幣狀況適合本港當前的宏觀經濟形勢，然而，隨著美國經濟復蘇，其貨幣狀況將逐漸收緊，令市場參與者將有更多誘因進行套戥交易，情況應可使本港的貨幣狀況跟隨美國般逐漸收緊。縱然過程可能出現混亂，以致令港元利率及匯率劇烈波動，但鑒於銀行體系的既有實力及聯繫匯率制度的公信力，發生這種情況的風險較低。技術上而言，巨額的總結餘為資金的有序流出提供了良好緩衝，而金管局亦擁有必要的權力及工具來應對市場可能出現的不穩定走勢，亦不論有關走勢是位於兌換範圍的強方抑或弱方。

貨幣狀況持續寬鬆亦可以構成潛在風險，出現這個可能性的前提是：假如美國經濟持續疲弱及其貨幣狀況長期維持目前的寬鬆水平，而內地經濟以更快速度復蘇，導致投機資金流入以押注港元將需要升值。然而，也有必要對發生這種狀況的概率做出合理判斷。本港的經濟周期狀況緊緊於中國內地與其重要貿易夥伴之間的貨物、服務及資本流量的波動狀況，若美國經濟持續長期疲弱，則有關流量不大可能會強勁增長，從而對本港經濟構成強大的通脹壓力。另外值得注意的是，雖然金管局不能自行決定利率政策，但卻擁有其他工具以應對本港的貨物及服務價格通脹以及資產價格通脹，當中包括更為嚴格的監管及審慎措施以及財政政策措施。

全球金融危機尚未結束，經濟復蘇前景亦極不明朗。於此環境下，本港貨幣與金融穩定性在今後一段時間可能持續面臨較大的風險。縱然本港以較佳方式處理了這次危機，但市場參與者及有關當局仍有必要保持警惕。

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。

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。

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。