



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

2011年9月

本報告分析2011年2月底至2011年8月底期間的統計資料。



# 貨幣與金融穩定情況半年度報告

2011年9月

## 目錄

<b>1. 概論</b>	<b>4</b>
<b>2. 全球環境及展望</b>	<b>10</b>
<b>外圍環境</b>	10
2.1 實體經濟活動及貿易	10
2.2 環球金融狀況	13
<b>中國內地</b>	16
2.3 產出增長及通脹	16
2.4 貨幣及金融狀況	18
<b>3. 本港經濟</b>	<b>27</b>
<b>需求</b>	27
3.1 整體需求	27
3.2 本地需求	28
3.3 對外貿易	29
<b>勞工市場狀況及產出缺口</b>	31
3.4 勞工市場狀況及產出缺口	31
<b>物價及成本</b>	33
3.5 消費物價	33
3.6 租金成本	35
3.7 勞工成本	35
3.8 商品及進口價格	36
<b>4. 貨幣及金融狀況</b>	<b>44</b>
<b>匯率、利率及貨幣發展</b>	44
4.1 匯率及利率	44
4.2 貨幣及信貸	47
<b>資金流</b>	54
4.3 資金流	54
<b>資產市場</b>	58
4.4 股市	58
4.5 債務市場	61
4.6 物業市場	64
<b>5. 銀行業的表現</b>	<b>69</b>
5.1 盈利及資本額	69
5.2 流動資金與資金來源	72
5.3 利率風險	75
5.4 信貸風險	76
5.5 銀行體系的系統性風險	82
<b>專題 1 中國內地的貨幣狀況有多緊?</b>	<b>22</b>
<b>專題 2 本地成本壓力對香港通脹的影響</b>	<b>37</b>
<b>專題 3 香港非住宅物業市場的最新發展形勢</b>	<b>40</b>
<b>專題 4 香港銀行業的貸存比率對本地利率的影響</b>	<b>50</b>
<b>專題 5 貸款增長與潛在信貸風險之間的關係：         香港過往信貸週期提供的證據</b>	<b>85</b>

## 詞彙

---

# 1. 概論

---

2011年上半年，全球金融穩定面臨的風險急劇上升。在外圍環境動盪不穩的情況下，香港金融市場正常運作，而金融機構依然穩健。港幣並無受到任何重大升值或貶值壓力。然而，由於信貸持續快速增長，加上物業價格持續飆升，銀行的潛在信貸及流動資金風險或會有所上升。

在主要發達經濟體系增長放緩及持續採取擴張性貨幣政策的整體環境下，香港資產及消費價格的上漲壓力預料會持續。在此情況下，金融機構維持審慎的貸款批核標準是十分重要。遏制槓桿水平進一步上升，也有助本地經濟抵禦在外圍環境進一步惡化，譬如主要發達經濟體系陷入雙底衰退，或者是主權債務出現違約或無序重組的情況下，所遭受的負面衝擊。

## 外圍環境

全球經濟復甦逐漸失去動力。在結構性失衡，商品價格波動，及將要進行財政整頓等因素的影響下，美國經濟可能會失速而陷入衰退。與此同時，歐洲主權債務問題現已從細小的周邊國蔓延至大的核心經濟體系。由於市場憂慮衰退重臨，近期全球股市振盪不安，股票遭低價拋售，及時響起全球經濟仍然脆弱的警號。發達經濟體系的增長似乎將會持續低迷，在全球環境日益不明朗的情況下，由於應對政策捉襟見肘，發達經濟體系將難以抵禦未來衝擊。

儘管如此，中國內地等東亞新興經濟體系在上半年依然保持良好的增長動力。隨着通脹壓力與日俱增，尤其是食品價格上升，區內的中央銀行繼續採取措施將貨幣狀況正常化。本報告專題1認為，儘管中國人民銀行繼續收緊其貨幣政策立場，中國內地的貨幣狀況仍有利於經濟增長。雖然發達經濟體系增長前景欠佳會導致出口增長放緩，但由於東亞地區的內需強勁，加上必要時可推行政策緩和經濟衝擊，故預期區內的經濟前景整體上仍然樂觀。

由於市場擔憂發達經濟體系的增長前景欠缺明朗，主權債務危機難以消除，全球金融市場一直動盪不穩。股票市場急挫，投資者轉持避險資產，推動避險貨幣及金價屢創歷史新高。儘管標準普爾調低美國的主權信貸評級，但債券價格仍急升至新高，當中以美國國庫券尤甚。歐洲銀行面臨的融資壓力日益增加，反映主權違約風險透過它們持有的政府債券擴散至銀行體系。

本年餘下時間歐美地區的經濟表現，以及應付歐洲債務危機的新政策措施，將會是主導資金流向及貨幣變動的關鍵因素。未來持續低息的預期應會繼續推動投資者尋找高收益的投資工具，並可能導致新興市場經濟體系的金融市場更加失衡。另一方面，若主要發達經濟體系陷入雙底衰退、主權債務危機得不到妥善的解決，小規模開放型新興市場經濟體系將會因出口下滑及資本急速外流而遭受沉重打擊。

## 本地經濟

承接2010年的強勁增長勢頭，第1季本港經濟的按季增幅升至3.1%。然而，第2季則較第1季微跌0.5%，部份原因是日本供應鏈中斷導致出口大幅減少，不過本地需求仍然殷切。

勞工市場維持緊絀，經季節因素調整後的3個月移動平均失業率於2011年上半年大部份時間在約3.5%的低位徘徊。受惠於本地經濟活動暢旺，新增職位持續增加。產出缺口估計亦於2011年上半年溫和上升，顯示經濟正於潛在產出之上運行。

本地經濟的通脹壓力越見明顯。按季以年率計，基本通脹率由2010年第4季的4.2%上升至今年第1季與第2季的7.3%。儘管進口價格前景變得不明朗，但預料通脹壓力在短期內仍會持續。尤其預期上升的住宅市場租金會於2011年餘下時間繼續在綜合消費物價指數的租金組成項目中反映出來。營商成本壓力亦因零售租金及工資的上升變得更加沉重，若本地需求能維持增長勢頭，通脹亦可能會因此而進一步增加。本報告專題2詳述本地成本壓力對消費物價通脹的影響。

展望未來，由於勞工市場狀況向好，加上在商業資本開支及公共建築工程持續支持下，本地需求有望保持強勁。然而，出口前景越趨不明朗。整體而言，預期下半年的經濟增長將會與長期趨勢平均增長率相若。根據最新預測，2011年的整體增長率為5.4%，而政府維持今年5-6%的增長率預測。但鑑於外圍環境有欠明朗，增長前景的潛在風險已經浮現。

### 貨幣狀況及資金流動

港元即期匯率於第1季轉弱至兌換範圍中間附近。由於兌換保證並沒有被觸發，貨幣基礎維持穩定。市場於第1季對港元需求減少，反映與股票相關的資金流走及股市集資活動減少。

由於美元兌其他主要貨幣貶值，加上本港的股市集資活動增加，港元即期匯率於4月轉強，與此同時，認可機構的港元存款及外幣資產淨額亦有所增加。其後於5月及6月，由於市場情緒受多項因素影響，其中包括市場再次憂慮美國增長前景及歐洲主權債務狀況，導致港元即期匯率大致轉弱。

隨著美國推行第二輪量化寬鬆政策，銀行同業拆息持續低企。較長期的外匯基金債券收益率跟隨美國國庫券收益率下跌，導致港元名義收益率曲線於接近6月底時下調及變平。在零售層面，銀行提高按揭利率，並且稍微上調港元存款利率以應付資金需求的增長。

上半年貸款及墊款總額保持強勁增長，其中外幣借貸和在香港境外使用的貸款的增速比港元借貸和在香港使用的貸款更快。不同用途的本地貸款都錄得增長，而企業貸款在本地貸款組合的比例亦逐漸增加。雖然貸款迅速增長，但是港元廣義貨幣M3增幅則較為緩慢。

港元存款於上半年增長速度遠低於外幣存款，與貸款增長的情況一致。除了貸款增長這個因素外，本港的人民幣存款數額激增，亦是推動外幣存款迅速增長的一項重要因素。人民幣存款從2010年12月底的3,149億元人民幣增至2011年6月底的5,536億元人民幣，佔外幣存款總額的18.4%。人民幣存

款增長主要受企業客戶透過跨境貿易結算所收到的人民幣淨額所帶動。2011年上半年，透過本港銀行進行的人民幣貿易結算約為8,000億元人民幣，較2010年的總額超出一倍有多。

展望未來，由於美國聯儲局已表明會因應現行經濟狀況而維持低利率政策至2013年中，短期港元利率將持續低企。在聯繫匯率制度下，雖然隔夜港元利率將緊隨美國聯邦基金利率，但是商業銀行存貸利率等其他較長期利率或會與對應的美元利率存在不同程度的差異。預期全球資金流在未來一段時間仍會持續波動，所以較長期的港元利率可能會突然變化。在外匯市場方面，港元匯率預期將在兌換範圍內有秩序地移動，但假如全球金融市場狀況顯著惡化，則不排除港元匯率在兌換範圍內的波幅有所擴大。

### 資產市場

今年夏季，隨著世界經濟前景急劇惡化，全球股票市場顯著下挫。在全球股市暴跌之下，亞太地區股市亦受到沉重打擊，香港也難獨善其身，恒生指數跌至15個月的低位，引伸波幅急速上升。展望未來，鑑於外圍環境有欠明朗，市場情緒很可能保持疲弱，尤其是市場憂慮美國經濟有機會陷入雙底衰退，歐洲債務危機亦可能蔓延至歐元區核心國家。儘管迄今為止企業公佈的盈利整體上勝過市場預期，但隨著全球經濟惡化，令人益發懷疑企業盈利能否持續。

本港人民幣債券市場迅速發展，成為金融市場的亮點。2011年首8個月內，離岸人民幣債券發行額達708億元人民幣，已超過2010年全年的發行額358億元人民幣。人民幣債券發行額大幅增長是多種利好因素共同推動所致。本港人民幣存款激增，帶動市場對離岸人民幣債券的需求。市場預期人民幣繼續升值，增加了人民幣債券對以港元為基礎貨幣的投資者的吸引力。至於供應方面，離岸人民幣債券市場融資成本較低，吸引更多內地企業來港發行債券。展望未來，內地放寬對境外企業使用人民幣直接投資國內的限制，將進一步刺激本港人民幣債券發行額的增長。

上半年住宅市場較為活躍，但最近似乎逐漸進入調整階段。2011年首6個月，住宅物業價格上升14.8%，7月則按月下跌1.7%。自2010年底以來，政府實施額外印花稅，並推出宏觀審慎措施，住宅物業成交已較前減少。上半年買賣合約平均每月為9,200份，較去年下降20%。投機活動亦已收斂，確認人交易大幅減少。

儘管如此，物業價格持續上升，繼續削弱置業負擔能力，收入槓桿比率及價格收入比率已逐漸逼近1997年高位。有見及此，金管局於6月推出新一輪措施，收緊價值700萬港元及以上住宅物業的按揭成數限制。此外，假如按揭供款並非以來自香港的收入支付，則按揭成數上限須再下調至少一成。經過多輪宏觀審慎措施，上半年新增按揭的平均按揭成數較2010年下降4個百分點至五成六。

住宅樓宇買賣步伐放緩，相比之下，工商物業市場持續暢旺。上半年，非住宅物業市場的買賣合約較2010年增加12%，投機活動亦相應上升。自年初至今，不同類型物業的價格升幅介乎14-23%，自2009年中的低位以來，物業價格累計升幅超過100%。本報告專題3探討形成非住宅物業市場最近發展動態的相關因素。鑑於市道暢旺，金管局將按揭貸款的宏觀審慎措施擴展至非住宅物業，將按揭成數上限減至50%。此外，自2011年6月起，以按揭貸款申請人資產淨值為依據批出的按揭貸款（非住宅物業的常見融資形式），按揭成數上限亦降至四成。

### 銀行業表現

銀行業上半年在多番外部衝擊之下仍能安然渡過。迄今為止，這些衝擊對本地銀行同業流動資金造成的影響有限。銀行業的資本水平遠高於國際標準及流動狀況良好，並於報告期內繼續錄得盈利增長，而貸款組合的資產質素亦進一步改善。不過，淨息差仍延續近年不斷收窄的趨勢，由2010年第4季的1.26%，收窄至2011年第2季的1.19%。

2011年上半年，銀行貸款繼續快速增長，而客戶存款增長則相對較慢，導致港元的貸存比率大幅上升約6個百分點至84.3%。與此同時，以所有貨幣計算的貸存比率亦由2010年年底的61.6%升至6月底的66.8%。這些數字清楚表明，本地流動資金狀況已由先前的過度充裕回復至較正常水平。本報告專題4評估港元貸存比率上升對香港銀行同業拆息、定期存款利率及實際按揭利率的影響。結果大致顯示，如港元貸存比率進一步大幅度上升，將會導致定期存款利率及按揭利率上升。因此，即使美國利率長時間維持在目前不常見的低水平，借款人及銀行仍應評估倘使本地流動資金狀況出現突變，對利率風險可能造成的影響。

隨著銀行貸款持續快速增長，我們有必要密切監控信貸迅速增長的潛在信貸風險，尤其是物業相關貸款及中國內地相關貸款。本報告專題5根據本港過往信貸週期的證據，探討貸款快速增長對潛在信貸風險可能造成的影響。分析結果表明，貸款快速增長與潛在信貸風險之間存在顯著的正相關關係。因此，在當前環境中推行具有前瞻性的信貸風險管理及遵循穩健的核批准則，實屬至為重要。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製。

## 2. 全球環境及展望

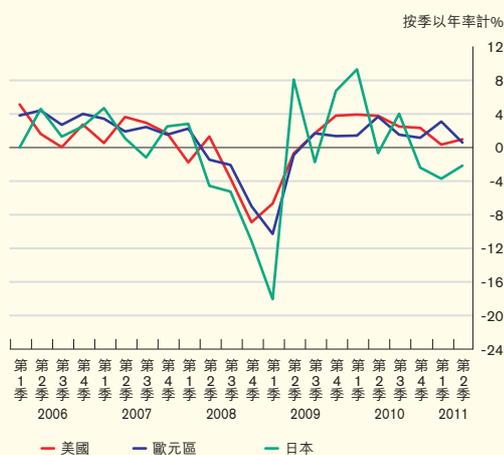
### 外圍環境

於2011年上半年，發達經濟體系的核心通脹持續上升，增長步伐有所放緩。這種不利情況可部份歸因於一些短暫性衝擊，但亦反映出在增長受到結構性局限的情況下，經濟復甦勢頭仍然疲弱，以及全球流動資金過剩對商品價格通脹所造成的副作用。

發達經濟體系增長放緩，美國主權信貸評級下調，以及市場再次憂慮歐洲主權債務問題，觸發全球各地股市急劇下挫，增加發達經濟體系陷入衰退的風險。亞洲經濟體系增長亦因出口轉趨疲弱而放緩。儘管如此，亞洲本地需求依然強勁，令其整體通脹率持續受壓。

### 2.1 實體經濟活動及貿易

圖 2.1  
美國、歐元區及日本：實際本地生產總值



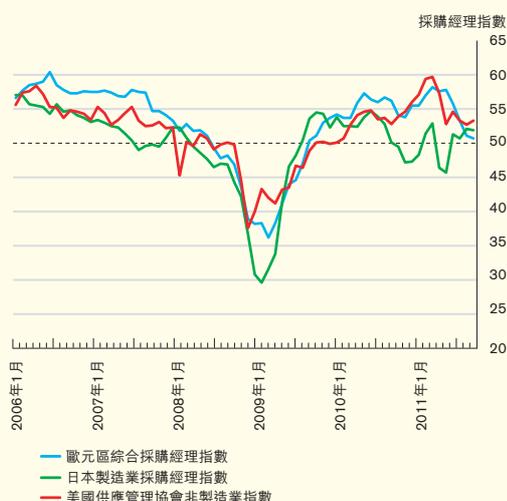
資料來源：美國經濟分析局、歐盟統計局及日本內閣府。

2011年上半年，發達經濟體系受多項臨時性因素拖累，經濟增長步伐緩慢，當中包括食品及能源價格上漲、極端氣候現象，以及日本天災及核危機導致全球供應鏈運作受阻礙等。最新本地生產總值數字顯示，於2011年第2季，美國及歐元區分別錄得1.0%及0.6%經濟增長，而日本經濟則收縮2.1% (圖2.1)。<sup>1</sup>

美國經濟活動明顯放緩，第1季的增長幾乎停頓，第2季亦僅輕微回升，主要是由於個人消費支出增長近乎停滯。在德法兩國經濟帶動下，歐元區第1季的增長勢頭強勁，但因通脹上升削弱收入及消費，第2季的增長有所放緩。區內各國實施大規模財政整頓措施，亦繼續拖累經濟增長，對地區內較小的國家的影響尤其顯著。日本方面，災難令日本的經濟活

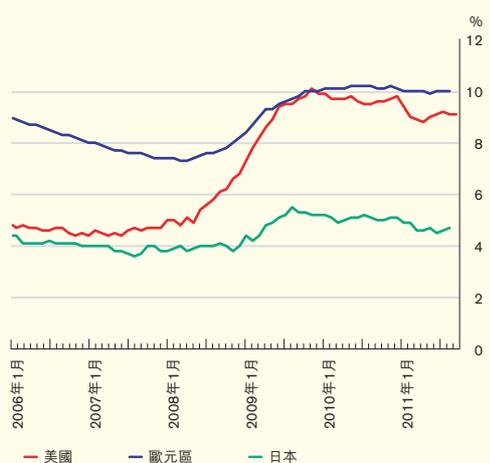
<sup>1</sup> 除另有說明外，美國、歐元區、日本及不計日本在內的亞洲區(不包括中國內地)的按季實質本地(區內)生產總值變動百分比是經季節性因素調整以年率計的數字。

**圖 2.2**  
美國、歐元區及日本：採購經理指數



資料來源：彭博。

**圖 2.3**  
美國、歐元區及日本：失業率



資料來源：彭博。

**圖 2.4**  
美國、歐元區及日本：整體通脹



資料來源：美國勞工部、歐盟統計局及日本內務省。

動遭受重創，對經濟造成的影響仍未消除，導致經濟增長於第2季急瀉。各個發達經濟體系的採購經理指數最近紛紛掉頭回落，顯示未來增長將持續溫和(圖2.2)。

除了一些抑制增長的短暫因素外，發達經濟體系繼續深受結構性問題影響。尤其是職位增長步伐遲緩，失業率高居不下：美國的失業率已超過9%，歐元區約為10%，而日本則為4.7% (圖2.3)。

雖然發達經濟體系面臨高失業率及產能過剩等問題，但食品及能源價格急升，繼續推高美國及歐元區的整體消費物價通脹。受商品價格影響，核心通脹持續上升。儘管如此，通脹預期繼續保持穩定，因此通脹壓力仍然受控(圖2.4)。

儘管暫時性的經濟阻力將有可能緩和，對短期增長動力有所支持。然而，美國信貸評級被下調，加上歐洲主權債務問題再現，已觸發投資者憂慮，導致全球股市最近出現大幅拋售。這些不明朗因素將可能透過財富效應進一步壓抑經濟活動。鑑於發達經濟體系尚有許多結構性問題有待克服，中期經濟增長放緩極有可能因此延續一段較長時間。與此同時，進一步推行宏觀經濟刺激措施的成效亦成疑。經濟放緩將會持續，在全球環境越趨不明朗之下，由於應對政策捉襟見肘，脆弱的發達經濟體系日後將會難以抵禦未來衝擊。

**表2.A**  
亞洲：實質本地生產總值增長

(按季以年率計%)	2010 第1季	2010 第2季	2010 第3季	2010 第4季	2011 第1季	2011 第2季
<b>新興工業化經濟體系</b>						
三國： <sup>1</sup>	<b>14.9</b>	<b>7.3</b>	<b>0.8</b>	<b>2.0</b>	<b>10.6</b>	<b>0.2</b>
韓國	8.7	5.7	2.6	2.0	5.4	3.4
新加坡	39.9	29.7	-16.7	3.9	27.2	-6.5
台灣	17.8	2.4	3.7	1.2	14.6	-3.6
<b>東盟四國<sup>1</sup></b>	<b>9.1</b>	<b>5.2</b>	<b>1.2</b>	<b>7.9</b>	<b>6.2</b>	<b>3.5</b>
印尼 <sup>2</sup>	5.5	6.6	4.8	10.7	3.9	6.6
馬來西亞 <sup>2</sup>	6.8	6.2	-3.2	9.6	7.6	2.3
菲律賓	17.2	7.2	0.6	2.0	8.0	2.5
泰國	12.1	0.7	-1.5	5.3	8.1	-0.8
<b>東亞：<sup>1</sup></b>	<b>12.1</b>	<b>6.3</b>	<b>1.0</b>	<b>4.9</b>	<b>8.5</b>	<b>1.8</b>

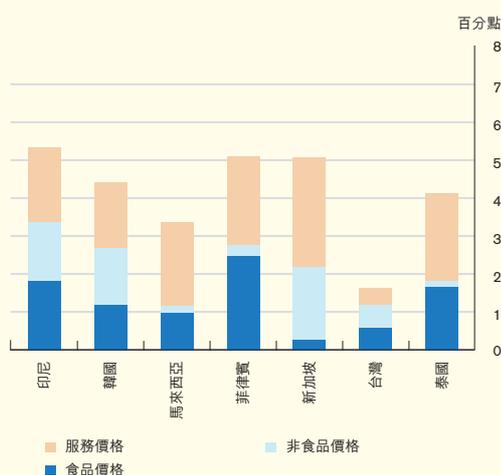
註：

1. 加權平均（以按購買力平價的本地生產總值對全球的貢獻作為加權基準）。

2. 金管局職員作出季節調整。

資料來源：國際貨幣基金組織、CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

**圖 2.5**  
亞洲：對消費物價通脹的貢獻



註：截至2011年7月止3個月的平均數。

資料來源：CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

**表 2.B**  
亞洲：政策利率

	政策利率 <sup>1</sup>			利率 累計升幅
	2011年 8月31日 (%)	自2008年 9月12日 以來的最低位 (%)	2008年 9月12日 (雷曼兄弟 破產前) (%)	百分點
印尼	6.75	6.50	9.25	0.25
韓國	3.25	2.00	5.25	1.25
馬來西亞	3.00	2.00	3.50	1.00
菲律賓	4.50	4.00	6.00	0.50
台灣	1.875	1.250	3.625	0.625
泰國	3.50	1.25	3.75	2.25

註：

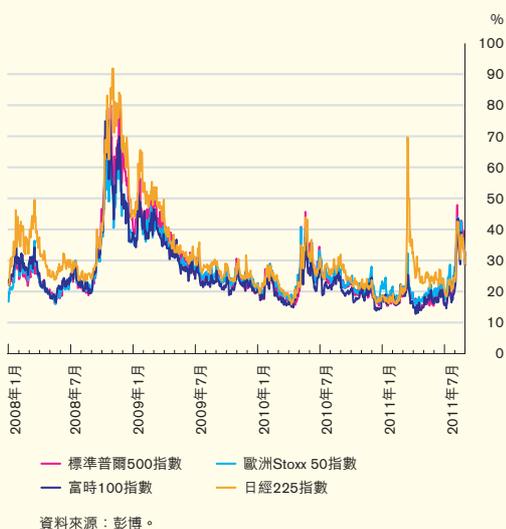
1. 印尼：印尼央行利率；韓國：隔夜拆借利率；馬來西亞：隔夜政策利率；菲律賓：隔夜反向回購利率；台灣：貼現率；泰國：一日回購利率。

資料來源：彭博及香港金融管理局職員估計數字。

發達市場復甦步伐疲弱，東亞經濟體系的增長動力也隨之呈現緩和跡象。整體而言，繼第1季增長8.5%（按季以年率計）後，區內七個經濟體系的實質本地生產總值在第2季錄得1.8%的增幅（表2.A）。出口增長部份由於日本自然災害和核危機導致供應鏈受損而放緩，而出口增長放緩是導致區內多個經濟體系增長步伐減慢的一個共同原因。與此同時，區內經濟體系的本地需求仍然穩健。

近期商品價格（特別是食品價格）上升推高多個東亞經濟體系的消費物價通脹。印尼、菲律賓及泰國等食品佔消費物價指數比重較高的經濟體系，普遍錄得較高通脹。在區內部份經濟體系，本地需求壓力對通脹的推動作用越趨明顯，從服務價格的貢獻有所增加即可見一斑（圖2.5）。按年計算，區內整體通脹於7月的平均值為4.1%。由於區內經濟已接近飽和，加上貨幣狀況仍然相對寬鬆，食品價格急升可能會加劇通脹預期，繼而推動工資上漲。事實上，區內部份經濟體系的名義工資已明顯上升，當中以印尼、新加坡及泰國尤甚。有見及此，區內的中央銀行繼續收緊貨幣狀況，很多中央銀行於回顧期內多次調高政策利率（表2.B）。

**圖 2.6**  
主要股票市場引伸波幅



**圖 2.7**  
負債沉重歐洲國家的政府債券  
收益率信貸曲線

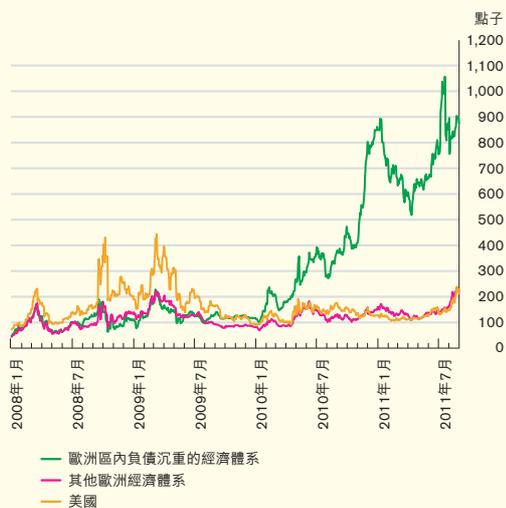


儘管主要發達經濟體系前景轉弱使該地區的下行風險有所增加，預期穩健的本地需求仍會為東亞經濟體系提供支持。因此，通脹很可能維持在相對較高的水平，而且會更多地源於本地價格壓力。根據8月初進行的共識預測，該地區的本地生產總值於2011年將增長5.0%，去年則為7.8%。與此同時，繼2010年錄得3.1%增幅後，預測消費物價指數將會於2011年平均上升4.1%。發達經濟體系的增長前景黯淡，以及全球金融市場動盪，仍然是該地區大致良好的經濟前景的主要風險。

## 2.2 環球金融狀況

過去6個月內，全球金融市場接連遭受重大衝擊，引發大規模風險重整及市況顯著波動。今年3月，日本發生強烈地震，全球股市應聲下挫，引伸波幅急劇上升（圖2.6）。正當市場迅速走出震後核危機的陰霾，歐洲主權債務危機卻持續升溫。多個國家的主權信貸評級先後被調低，導致相關國家的政府債券收益率飆升，出現收益率曲線極度倒轉的現象（圖2.7）。因此，當地銀行的融資成本急增，其信貸違約掉期息差相對

**圖 2.8**  
歐洲及美國的銀行5年期信貸違約掉期息差中位數



資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

於美國及其他歐洲國家同業亦顯著擴闊(圖2.8)。歐盟推出新一輪救市計劃，市場恐慌情緒才稍稍紓緩，但金融市場旋即陷入美國債務上限爭持不休的僵局。儘管共和民主兩黨能夠在最後關頭達成共識，令美國避過主權違約危機，但卻無法扭轉最高信貸評級被調低的厄運。

日本、歐洲或美國目前的確未見即時出現重大危機的跡象，但近期的市場發展對全球經濟而言並非好兆頭。在刺激經濟活動的貨幣或財政能力方面，各主要經濟體系較兩年前顯著受更多制肘。政策限制加上令市場失望的經濟數據(尤其是美國、法國及德國的第2季本地生產總值)相繼出爐，引發金融市場出現大規模風險重整。因此於回顧期末，股票市場經歷大幅拋售，投資者紛紛離場轉持避險資產，使其價格創出新高。主要經濟體系的長期國債價格亦升至歷史高位，而美國10年期國庫債券收益率則跌至新低。於回顧期內，瑞士法郎及日圓兌美元分別一度升至0.71及76的歷史高位，迫使有關央行出手干預(圖2.9)。金價亦跟隨外圍市況，攀上歷來新高(圖2.10)。

**圖 2.9**  
瑞士法郎及日圓兌美元匯率



資料來源：彭博及香港金融管理局職員計算數字。

圖 2.10  
油價及金價



資料來源：彭博。

圖 2.11  
隱含美元融資成本與美元倫敦銀行同業拆息的息差：歐洲及香港



資料來源：彭博及香港金融管理局職員計算數字。

展望未來，全球金融環境可能更加動盪。次按危機爆發時，各國政府及央行紛紛推出異常寬鬆的財政及貨幣政策，拯救金融機構及刺激實體經濟。儘管這些政策有助外界重拾對金融市場的信心，為全球經濟提供喘息的機會，但各國政府無視實施寬鬆財政及貨幣政策時被忽略的根深蒂固經濟問題，遲遲未有推行萬眾期待的政策改革。特別是歐洲，儘管當地已推出新一輪救市措施，但金融市場仍然憂慮債務償還問題會繼續蔓延，導致銀行間的交易對手風險持續上升。凡此種種對外匯掉期市場造成外溢效應，使隱含美元融資成本相對倫敦銀行同業拆息的溢價攀升至雷曼倒閉事件以來的高位，而香港亦難獨善其身(圖2.11)。<sup>2</sup>

總括而言，由於政策的持續性及可靠性近期備受關注，政策調整雷厲風行應在所難免。由於政策調整未必能夠互相協調，資金流動該難以預測，全球金融市場未來將會經歷另一番動盪。

<sup>2</sup> 關於交易對手風險的影響對外匯市場外溢過程的解釋，請參閱2009年6月貨幣與金融穩定情況半年度報告專題5。

## 中國內地

雖然內地當局持續推出措施促使貨幣狀況回復正常，內地經濟依然保持穩定升勢。隨著貨幣政策發揮作用，預料通脹壓力會有所減弱。資產市場方面，投資者信心低迷。地方政府融資平台問題及物業市場的風險使銀行體系的風險上升，但當局正在積極管理相關風險。展望未來，儘管外圍環境下行風險增加，但中國內地的增長預計仍將保持穩健。

### 2.3 產出增長及通脹

#### 產出增長

雖然當局持續收緊貨幣政策，中國內地經濟增長仍然穩健。在第1季和第2季，國內生產總值按季分別增長2.1%及2.2%，於上半年按年計則增長9.6%。產出增長主要由國內需求推動，淨出口的貢獻輕微(圖2.12)。

消費及投資環節均表現理想，而對外貿易則有所放緩。按年比較，2011年上半年的消費增長速度較2010年下半年有所加快。按年比較，投資增長穩健，但速度有所放緩，主要是由於基建投資活動回落所致。出口量增長按年下跌，這除了反映發達經濟體系復甦乏力外，亦在某種程度上反映日本天災與核危機造成的不利影響。進口量增長於第1季初曾一度反彈，但於第2季顯著下降，部份反映收緊貨幣政策對國內需求的影響。貿易差額於第1季錄得輕微赤字，於第2季則回復順差。

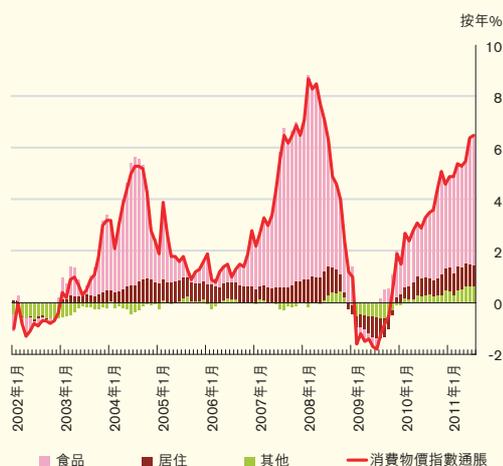
在本年度餘下時間，中國內地的經濟前景仍然樂觀。雖然通脹壓力高企，但利好的收入狀況及仍然穩健的消費信心，將繼續推動家庭消費。儘管貨幣緊縮政策將拖累製造業和私人住宅投資，但公共住宅投資於下半年勢必加速。由於發達經濟體系增長前景面臨更多不明朗因素，加上多數新興市場經濟體系趨向保持從緊貨幣政策，外部需求可能回軟。官方公佈的採購經理指數在回顧期內一直處於擴張範圍，並在連續4個月下跌後於8月份輕微上升。

圖 2.12  
中國內地：國內需求與淨出口對  
國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及香港金融管理局職員估計數字。

圖 2.13  
中國內地：對消費物價指數通脹的貢獻



資料來源：CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

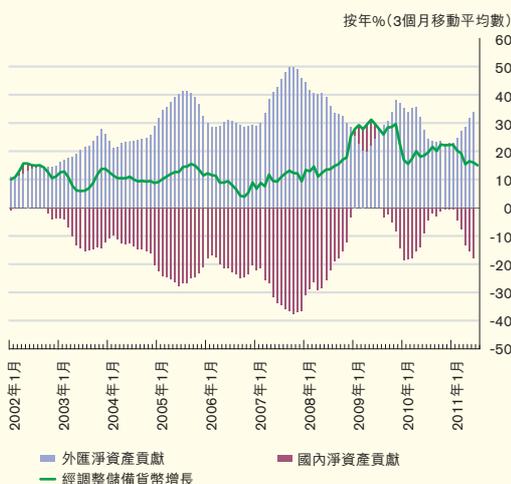
儘管內地經濟前景大致樂觀，但仍然面臨若干隱憂。持續的貨幣緊縮政策和行政管制影響使物業市場面臨不明朗因素。外圍方面，全球金融體系積弱，尤其是歐洲主權債務危機使金融市場十分脆弱。上述因素如顯著惡化，均會削弱內地的增長前景，尤其是內地經濟日趨開放的情況下更是如此。

### 通貨膨脹

通脹壓力於回顧期內進一步升溫。按年整體消費物價指數通脹率上半年平均為5.4%，並於7月創下6.5%的3年新高（圖2.13）。食品價格繼續主導整體通脹，肉類和家禽價格於過去數月的升勢尤其急速，反映供給衝擊和需求壓力的影響。非食品價格通脹亦全方位上升。截至6月，居住成本的按年增長連續6個月維持於6.0%以上，直至7月份才有所回軟。其他非食品類別的通脹亦上升，部份反映上游價格壓力的傳導。生產者物價指數按年增幅於上半年徘徊在7.0%左右的水平，並於7月份上升至7.5%，主要反映原材料及製造業產品價格變動。

隨著貨幣政策發揮作用，預料通脹壓力會有所減弱，雖然減弱速度面臨多項不明朗因素。貨幣政策持續收緊，加上經濟增長轉趨溫和，有助紓緩需求壓力。勞工市場狀況樂觀，以及最低工資上升，可能會推高生產成本。然而，勞工生產力穩步提升有助減少上述因素對通脹的影響。展望未來，隨著發達經濟體系保持擴張性貨幣政策，進口價格通脹的上行風險仍然存在，但全球經濟增長前景面臨更多不明朗因素，或有助紓緩大宗商品價格上升的壓力。

**圖 2.14**  
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻



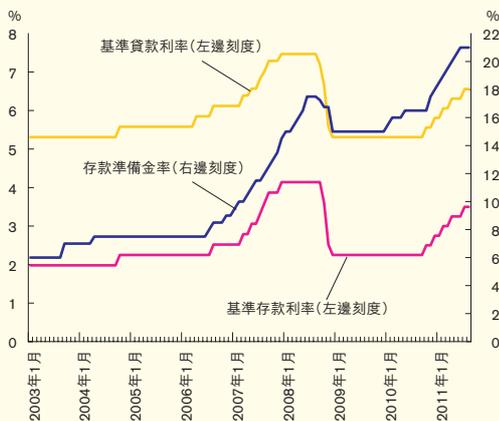
註：儲備貨幣總額乃按存款準備金率的變動作出調整。  
資料來源：CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

**圖 2.15**  
中國內地：廣義貨幣及貸款增長



資料來源：CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

**圖 2.16**  
中國內地：存款準備金率與基準利率



資料來源：CEIC。

## 2.4 貨幣及金融狀況

### 貨幣狀況

面對內地通脹壓力高企，中國人民銀行繼續趨向採取從緊貨幣政策。儲備貨幣的按年增幅已有所下滑，儘管與過往相比仍處於較高水平（圖2.14）。廣義貨幣(M2)及貸款餘額的增幅亦趨緩（圖2.15），主要反映信貸調控的影響。自2011年年初以來，中國人民銀行六度調高存款準備金率，每次的調整幅度均為50個基點，使存款準備金率創歷史新高。一年期存貸款基準利率於同期亦曾三次上調，累積升幅達75個基點（圖2.16）。<sup>3</sup>

<sup>3</sup> 人民銀行8月底通知商業銀行，法定存款準備金率將適用於顧客為獲得銀行承兌匯票、銀行保函以及信用證所交納的保證金存款。該政策將分階段實施。

圖 2.17  
中國內地：外部資金流動



資料來源：CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

上述措施收緊了貨幣市場的流動資金狀況，但整體貨幣狀況仍然大致寬鬆。反映貨幣政策從緊，以及市場對未來政策動向預期等因素，市場利率於過去幾個月總體趨升。另一方面，存款準備金率上升對貨幣擴張的影響要比市場一般想像為小。這是因為調高存款準備金率的目的，主要是收回中央銀行票據到期所釋出的流動性，以及沖銷中央銀行因資金流入而購買外匯所帶來的擴張性影響(圖2.17)。此外，銀行貸款以外的資金來源，例如金融市場集資等，則一直保持穩健。儘管如此，有報導指出，貨幣收緊措施對小型企業的影響相當明顯。解決這個問題關鍵在於結構性改革，而非貨幣政策(有關內地貨幣狀況的進一步論述，請參閱專題1)。

### 銀行風險

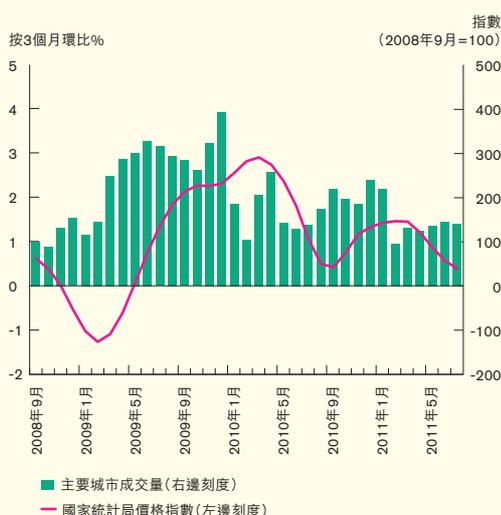
地方政府債務對銀行業資產質素的影響再度引起投資者關注。隨著大規模刺激經濟方案的實施，地方政府債務在過去兩年大幅上升。根據國家審計署的資料，地方政府債務餘額於2009年按年上升約62%，及至2010年年底更升至人民幣10.7萬億元，而地方政府債務總額中約有46%為地方政府融資平台債務。部份地方政府近期因賣地收入下降，還款能力下降，而持續的貨幣緊縮措施，令它們更難為到期債務安排再融資，因而增加它們的還款壓力。因中央政府財政狀況穩健，公營機構資產狀況大致良好，發生地方債務全面違約的風險看來很小。但是，一旦物業市場出現大幅調整，上述風險便會成為經濟不穩的源頭，並會導致壞帳增加、物業價格下跌、信貸緊縮的惡性循環。這樣的循環除了因為銀行直接的物業市場借貸而發生外，亦會通過抵押品價值以及經濟體系各環節之間的相互聯繫而形成。主要銀行股價近來一直受壓，部份反映市場憂慮地方政府債務對銀行資產質素的影響。然而，當局已察覺有關風險，並正以積極的方式處理。

### 資產價格

內地股市持續低迷，短期內仍會面臨一些不利因素。反映市場關注貨幣緊縮措施的影響，加上憂慮銀行的資產質素前景，內地股市表現落後於大多數主要股票市場。由於公司盈利較預期理想，基準股票指數於6月下旬反彈，但於7月下旬再度下跌。自6月下旬以來，上海A股整體市盈率徘徊在16倍

左右的水平，低於過往3年平均的20倍左右及10年平均的30倍左右。雖然，從歷史數據角度分析市場估值偏低，然而，經濟增長動力減弱，貨幣政策持續從緊，以及市場憂慮地方政府債務對銀行資產質素產生潛在影響，預料股市仍會面臨下行風險。

**圖 2.18**  
中國內地：房屋價格及房屋銷售

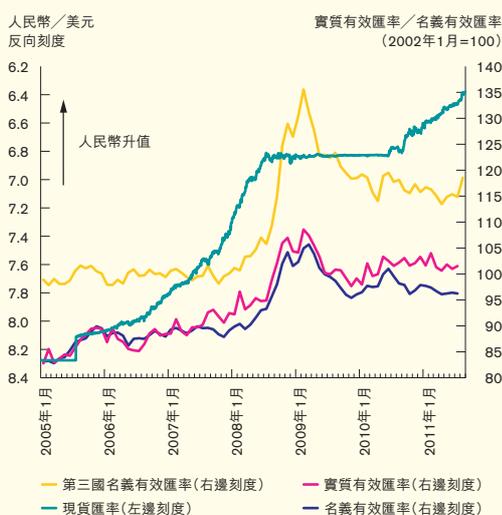


註：  
1. 成交量指數乃基於每月在北京、上海、杭州、廣州、深圳、天津、南京、福州、廈門及寧波售出的單位數目而編製。  
2. 國家統計局價格指數是指70個城市價格指數的簡單平均值。  
資料來源：CEIC、WIND及香港金融管理局職員估計數字。

穩定物業市場的政策措施，尤其是限購措施，似乎已令樓市降溫。以3個月為比較基礎，整體物業價格的增幅在過去數月持續下降(圖2.18)，70個中大型城市當中，住宅價格於截至7月止3個月內按月錄得下跌的城市多達25%，而之前3個月僅為17%。與上一個回顧期相比，物業成交量亦顯得平緩。

雖然大部份因素將繼續支撐房價，但下行風險已開始浮現。由於市場預期大致正面，加上家庭分散投資的途徑選擇有限，物業價格將繼續得到支持。此外，通脹壓力高企，亦有助維持對實質資產的需求。雖然大規模的社會保障性住房興建計劃將大大增加房屋供應<sup>4</sup>，但該計劃是否有助紓緩私人房屋市場需求的壓力，仍有待觀察。儘管如此，物業市場交投放緩以及信貸控制，使部份發展商的資產負債狀況受壓。此舉可能會影響發展商的定價能力，繼而削弱市場信心。與此同時，市場對地方政府債務及銀行業資產質素的憂慮，如果未能及時消除，或會擴散至資產市場，增加物業價格調整的風險。

**圖 2.19**  
中國內地：人民幣匯率



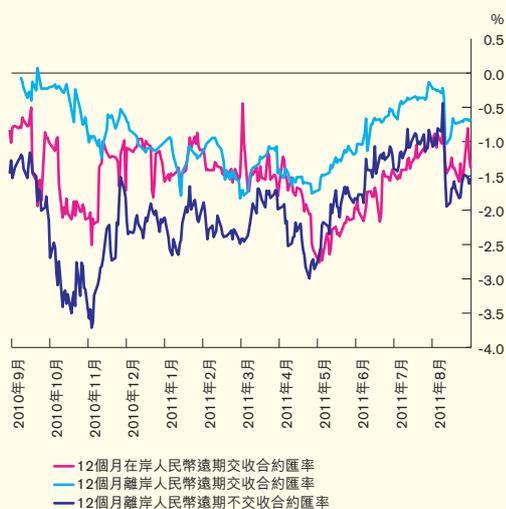
註：有效匯率指數越高意味着人民幣越堅挺。第三國名義有效匯率計及中國在海外市場所面對出口同類商品的其他經濟體系競爭。構建第三國有效匯率的方法，見本報告2006年12月版的專欄2。  
資料來源：國際清算銀行、彭博、CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

### 人民幣匯率

人民幣兌美元繼續走強，但有效匯率則大致平穩。今年首8個月，人民幣兌美元升值3.5%(圖2.19)。隨著離岸人民幣市場的流動性增加，在岸及離岸人民幣兌美元匯率的差距大致收窄。名義有效匯率與實質有效匯率近幾個月來大致穩定。另一方面，第三國名義有效匯率(部份反映中國於海外市場相對於其他經濟體系的外部競爭力)自2010年中趨降後於今年8月有所反彈。

<sup>4</sup> 2011年3月，全國人民代表大會通過2011年至2015年的第12個五年計劃。根據該計劃，中央政府於未來5年興建3,600萬個公共房屋單位(其中2011年將合共興建1,000萬個單位)。

圖 2.20  
中國內地：人民幣的升值預期



註：人民幣的預期匯率升值是以現貨匯率與遠期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：彭博及香港金融管理局職員估計數字。

鑒於中國持續錄得貿易盈餘，資金流入壓力高企，且增長前景相對樂觀，市場人士普遍預期人民幣兌美元將進一步升值。8月初的共識預測顯示，在未來兩年，人民幣將以每年4%至5%的幅度升值<sup>5</sup>。然而，遠期匯率所反映的升值速度卻遠較上述預測為低，根據在岸遠期交收合約匯率及離岸遠期不交收合約匯率，未來12個月內，人民幣將升值約1.5%，而離岸遠期交收合約匯率反映的升值幅度略高於0.5%（圖2.20）。但是，遠期匯率除了反映市場對人民幣前景的預期之外，亦反映短期市場行為，這一點值得我們留意。

<sup>5</sup> 根據2011年8月初的共識預測，市場預期人民幣兌美元匯率將於2012年8月底升至6.123，於2013年8月底則升至5.926。

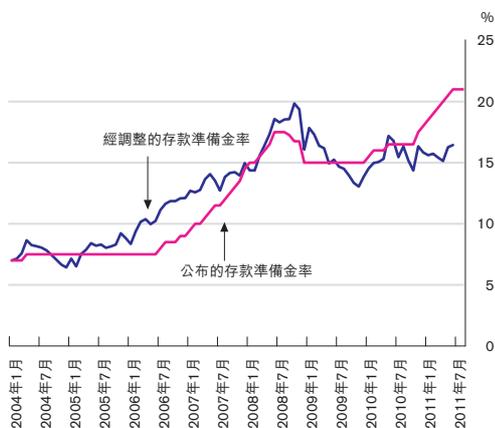
## 專題 1 中國內地的貨幣狀況有多緊？

隨著中國內地不斷調高存款準備金率及基準利率，並且收緊對貸款增長的控制，有關內地貨幣狀況的議論不絕於耳。舉例來說，有報道指出，部份小型企業面臨異常嚴峻的融資環境。本專題在考慮中國內地貨幣政策框架特點的情況下分析內地的貨幣狀況。

監察內地貨幣狀況應同時採用數量及價格指標，主要原因是內地作為一個轉型中的經濟存在一些結構性障礙。<sup>6</sup> 這點有別於成熟市場經濟，因為成熟市場經濟的貨幣狀況通常以利率及匯率等價格工具衡量。儘管利率自由化在過去10年取得顯著進展，但量化工具對於內地執行貨幣政策仍然十分重要。因此，以下分析首先研究數量指標（存款準備金率、貨幣及信貸及社會融資總額），然後研究價格指標（有效貸款利率、公司債券收益率、市場利率及實質匯率）。

我們的分析顯示，儘管貨幣市場的流動資金狀況有所收緊，但整體貨幣狀況仍大致寬鬆。銀根收緊對不同環節造成的影響不一，但解決問題的關鍵在於結構性改革，而非貨幣政策。

圖 B1.1  
公布及經調整的存款準備金率



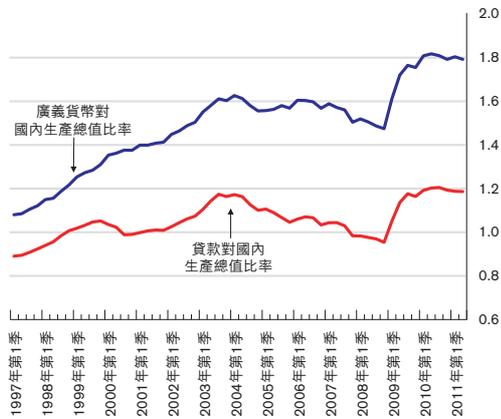
資料來源：CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

### 數量指標傳遞的訊息

存款準備金率上調對貨幣擴張的影響低於所公布的存款準備金率數字所顯示的影響。自2010年1月以來，存款準備金率（中國內地的重要量化政策工具）經歷12次上調，平均存款準備金率創下21%的歷史新高。事實上，調高存款準備金率的目的，主要是收回中央銀行票據到期所釋出的流動性，以及沖銷中央銀行購買外匯所帶來的擴張性影響。我們的分析顯示，針對這些因素作出調整後，過去1年的存款準備金率基本保持穩定，2011年6月的平均水平僅為16.4%（圖B1.1），表明提高存款準備金率對貨幣供應的影響遠不及外界預期。

<sup>6</sup> 例如，銀行貸款及存款利率在一定程度上仍受政府當局控制。詳情請參閱由何東及王紅林編寫的「Dual-track interest rates and the conduct of monetary policy in China」，《香港金融研究中心工作論文》（2011年第21號）。

**圖 B1.2**  
廣義貨幣及貸款對國內生產總值的比率

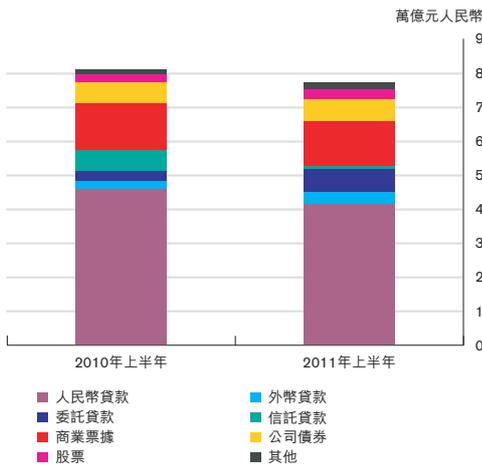


註：廣義貨幣(M2)對國內生產總值比率是指M2對4個季度名義國內生產總值滾動之和的比率，而貸款對國內生產總值比率是指人民幣貸款對4個季度名義國內生產總值滾動之和的比率。  
資料來源：CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

與歷史水平相比，貨幣及信貸相對於實質經濟活動而言一直保持穩健。2011年首7個月，廣義貨幣仍穩步擴張，雖然幅度有所放緩。7月份金融機構貸款按年升幅相應保持接近危機前的10年平均水平。由於過去兩年貨幣及貸款急速擴張，廣義貨幣對國內生產總值比率及貸款對國內生產總值比率均顯著高於危機前水平（圖B1.2）。

與此同時，相比去年的歷史高位，2011年上半年社會融資總額（私營機構社會融資總額）僅輕微回落。社會融資包括銀行的人民幣貸款、外匯貸款、資產負債表外信貸、商業票據及資本市場集資。如圖B1.3所示，新增銀行貸款及信託貸款減少，但委託貸款、公司債券及股票發行量增加。非銀行貸款資金增長，部份是因為對信貸擴張的控制收緊，導致投資者設法從其他渠道融資。

**圖 B1.3**  
社會融資總額



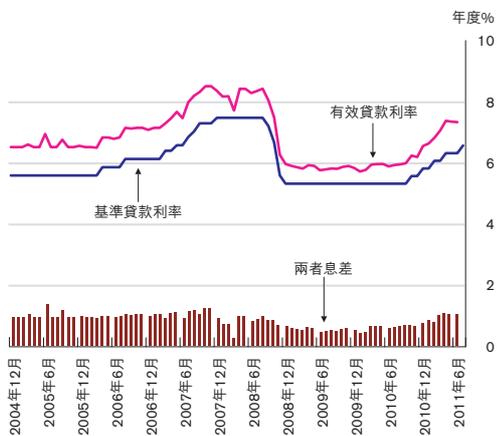
資料來源：CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

總括而言，數量指標顯示當前貨幣狀況繼續有利於經濟增長，至少從歷史角度來看是如此。由於數量指標無法反映貨幣狀況全貌，下面的價格指標分析將提供一些補充信息，以便我們對內地貨幣狀況作出全面判斷。

**價格指標傳遞的訊息**

有效銀行貸款利率與基準利率之間的息差大致穩定，表明銀行信貸供應沒有與需求相差很遠。<sup>7</sup> 2004年貸款利率上限取消後，銀行可在不低於規定的貸款利率下限的前提下，根據供求狀況釐定貸款利率。因此，有效貸款利率與基準貸款利率之間的息差，某種程度上反映供求的相對強度。換句話說，如果需求遠遠超過供應，息差應會顯著擴大。如圖B1.4所示，儘管有效貸款利率隨著基準利率上升，兩者之間的息差只從全球金融危機期間的低位逐步擴大，而至今仍低於2007年的高位。情況似乎顯示，銀行信貸供應與需求相比並非明顯偏離。

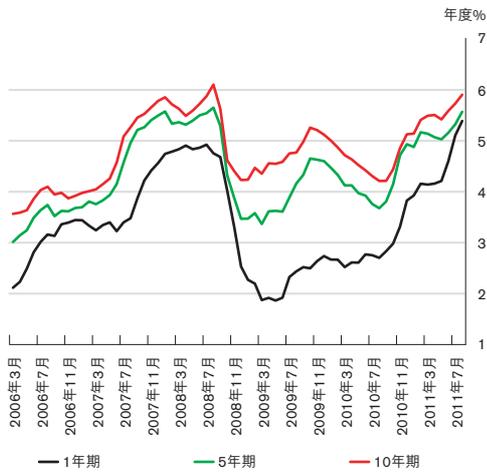
**圖 B1.4**  
有效及基準貸款利率



資料來源：CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

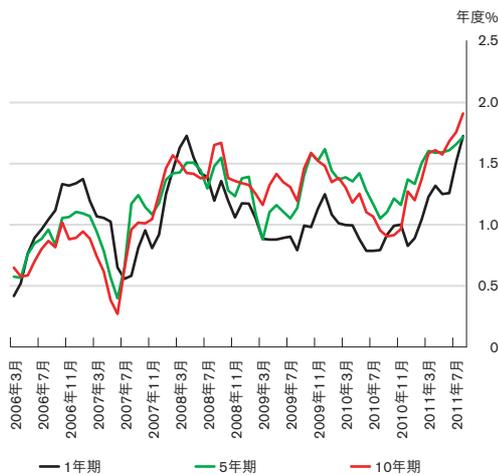
<sup>7</sup> 有效利率指主要金融機構貸款利率的加權平均值。

**圖 B1.5**  
公司債券收益率



註：這些公司債券獲得AAA評級。  
資料來源：CEIC及WIND。

**圖 B1.6**  
公司債券收益率與國債收益率之間的息差



註：這些公司債券獲得AAA評級。  
資料來源：CEIC及WIND。

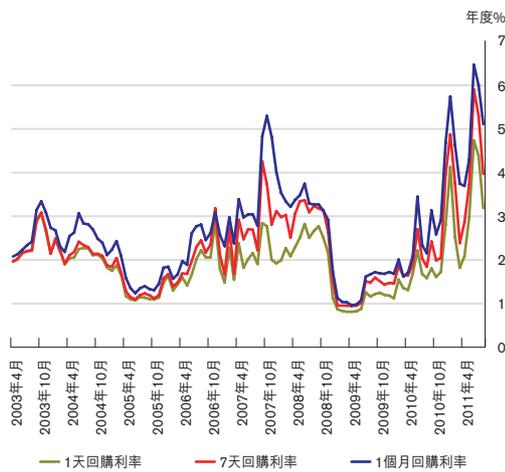
公司債券收益率上升，顯示私營機構在金融市場的融資成本上漲。公司債券收益率數據有助我們從較廣金融市場角度了解私營機構的融資狀況，而公司債券收益率在2011年上半年趨勢向上（圖B1.5）。導致債券收益率上升的部份原因是風險溢價上升，證據是公司債券收益率與國債收益率之間的息差不斷擴大（圖B1.6）。例如，1年期公司債券的息差從2010年6月0.79個百分點的低位升至2011年8月的1.72個百分點，而5年期公司債券的息差則於同期從1.28個百分點升至1.72個百分點。鑑於上半年債券發行僅佔社會融資總額約8.0%（銀行貸款則佔54%），公司債券收益率的上升未必表明整體貨幣狀況出現重大緊縮。此外，通脹壓力高企令私營機構的實質

**圖 B1.7**  
實質有效貸款利率



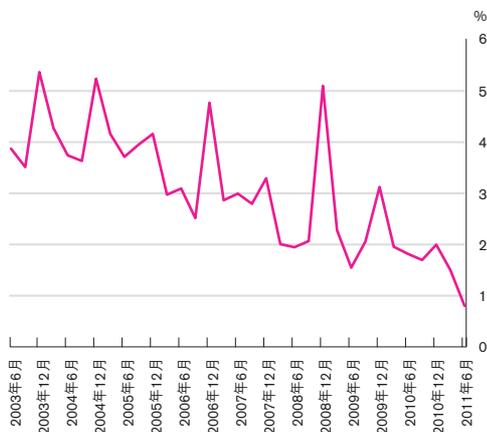
資料來源：CEIC及香港金融管理局職員估計數字。

**圖 B1.8**  
貨幣市場利率



資料來源：CEIC及WIND。

**圖 B1.9**  
超額準備金率



資料來源：CEIC。

融資成本維持在低水平。舉例而言，實質利率自2009年年中開始持續走低(圖B1.7)。<sup>8</sup>

貨幣市場的流動資金狀況有所收緊，如短期市場利率的上升趨勢所顯示(圖B1.8)。存款準備金率上調令銀行超額準備金率跌至歷史低位(圖B1.9)，促進了貨幣市場利率發生變化。此外，貨幣市場利率的變化亦受到其他因素影響。舉例來說，公司必須在5月底前支付上年度經營所得稅，增加了貨幣需求，亦相應推高貨幣市場利率。

總括而言，價格指標顯示，貨幣市場的流動資金狀況有所收緊，但銀行信貸供應大致與需求同步，而私營機構的融資成本仍能支持經濟增長。與此同時，人民幣的實質有效匯率亦保持穩定，並未對出口構成太大壓力(見第2.4章圖2.19)。這顯示整體貨幣狀況大致上保持寬鬆。

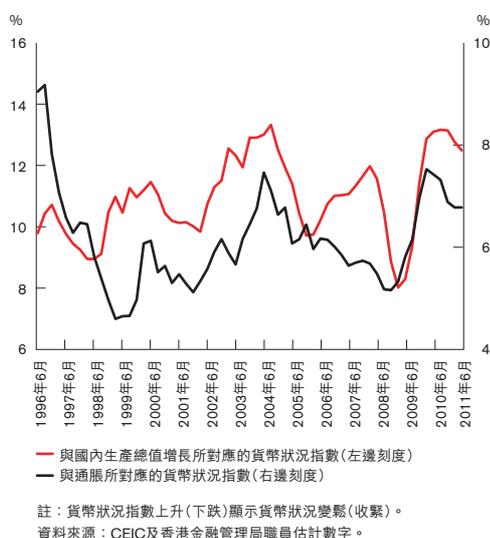
### 數量及價格指標綜合傳遞的訊息

為更全面了解貨幣狀況，我們根據數量及價格指標編製了兩項貨幣狀況指數(MCI)，這些指標包括實質貨幣增長<sup>9</sup>、實質利率及實質有效匯率。第一項貨幣狀況指數衡量貨幣狀況在多大程度上促進經濟增長，而第二項貨幣狀況指數衡量貨幣狀況在多大程度上推動通脹。

<sup>8</sup> 實質利率按有效貸款利率減同期按年消費物價通脹率計算。

<sup>9</sup> 實質貨幣增長按廣義貨幣按年名義增長減同期按年消費物價通脹率計算。

**圖 B1.10**  
貨幣狀況指數

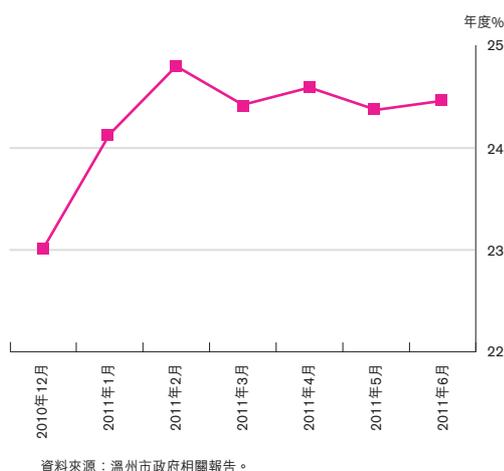


我們的估計顯示，貨幣狀況在過去數季持續收緊，但與過往相比仍屬寬鬆。確切地說，當前貨幣狀況與大約12%的按年產出增長率一致，高於其所引申的10年平均增長率的11.3%（圖B1.10），亦與接近7%的按年消費物價通脹率相符，而該指數所引申的10年平均通脹率為6.2%。

### 小型企業為何受到重創？

儘管整體貨幣狀況大致保持寬鬆，但銀根收緊對各環節造成的影響不一。大型及國有企業較易取得銀行貸款及債券市場融資，但有報道指小型企業現在十分依賴非正規金融市場，為此不得不承擔高得多的融資成本。根據溫州市政府的相關報告，過去數月，民間貸款年利率一直超過24%，大大高於2005年1月及2008年4月約16%的高位（圖B1.11）。

**圖 B1.11**  
溫州民間貸款利率



儘管銀根收緊可能令小型企業的融資狀況惡化，但它並非上述現象的根本原因。與大型企業相比，小型企業由於財務基礎薄弱在融資方面處於先天劣勢，例如，其抵押品的質素相對較差。與此同時，大型銀行主要屬國家所有，國有企業容易在政府或明或暗擔保下獲得銀行貸款。這種現象在銀根緊縮時期尤其明顯，因為這些時候信貸配給更嚴重。因此，解決問題的關鍵在於結構性改革，而非貨幣政策。

## 3. 本港經濟

### 需求

香港經濟在今年第1季表現異常強勁，及至第2季受外圍環境拖累，表現略為偏軟，但總體上本地經濟環境仍然大致良好。預料本地需求短期內仍然向好，出口前景則面臨更多不明朗因素。發達經濟體系的增長前景及全球金融市場狀況轉差，是籠罩着香港經濟前景的主要下行風險因素。

圖 3.1  
以2009年環比物量計算的本地生產總值

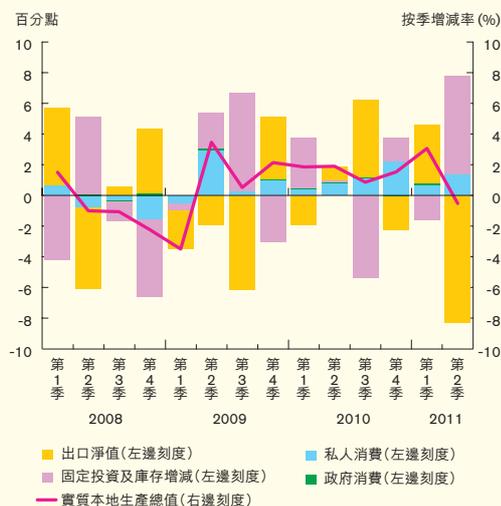


資料來源：政府統計處。

### 3.1 整體需求

經季節因素調整後，實質本地生產總值於第2季按季輕微收縮0.5%，表現遜於第1季高於長期趨勢的3.1%增幅（由早前估算的2.8%增幅向上修訂）（圖3.1）。原因是海外需求減少，加上日本東北大地震及核危機對地區供應鏈造成干擾，導致淨出口在第2季拖低產出增長8.3個百分點。另一方面，儘管私人消費及整體投資支出顯著增加，令本地需求整體上為產出增長貢獻7.8個百分點，但仍未能完全抵銷淨出口嚴重拖累的影響（圖3.2）。然而，雖然按季動力減弱，本地生產總值依然保持可觀的按年增幅。於2011年上半年，實質本地生產總值按年增長6.3%，遠高於過去10年的4.1%年均增長率。

圖 3.2  
對實質本地生產總值按季變動  
百分比的貢獻



資料來源：政府統計處及香港金融管理局職員估計數字。

展望未來，儘管本港經濟於第2季倒退，但預期經濟環境仍大致良好。本地需求自2009年年中已累升18%，為近20年內的最大兩年增幅，預期在未來數個季度仍將錄得不俗的表現，雖然增長動力或會減慢至長期趨勢率的水平。就業情況改善將有利本地私人消費。商業資本開支及公共工程亦可望為產出增長提供持續支持。另一方面，鑑於全球庫存回補週期減弱，加上全球經濟增長前景轉差，預料出口只會溫和增長。總體而言，預期2011年下半年香港實質本地生產總值會重拾升勢，並重返貼近長期趨勢率的水平。根據市場的最新預測，2011年的實質本地生產總值增長率預計為5.4%，而政府的預測仍維持在5-6%範圍內。

香港經濟前景的基調大致良好，只是近期全球市場變化導致下行風險有所上升。外圍方面，美國的經濟復甦及財政狀況呈現弱勢，加上歐元區主權債務危機陰霾不散，仍然是主要的不明朗因素，而這些因素近期令金融市場更為波動。一旦美國經濟前景或全球金融狀況進一步惡化，將會透過貿易和金融渠道，以及市場信心不穩，而波及本港經濟。另一方面，假若私人消費及投資持續強勁增長，則會增加本港經濟過熱的風險。

### 3.2 本地需求

#### 消費

實質收入強勁增長，勞工市場蓬勃發展，加上消費情緒高漲，帶動第1季私人消費按季上升1.0%，於第2季再飆升2.3% (圖3.3)。消費品需求 (尤其耐用品) 顯著增強，而服務消費則穩步上升。隨著勞工市場持續好轉，預計在今年餘下時間，本地私人消費仍將保持穩健，但經過連續多季高於長期趨勢的擴張後，增長速度可能放緩。實質收入增長及消費情緒仍然良好，雖然消費情緒最近略為轉弱。零售銷售數據顯示，消費仍然向好，但增長動力呈現緩和跡象。目前的市場共識預計，私人消費增長將由2010年的6.2%稍為加快至2011年的6.7%。

政府消費在第2季下降0.6%，這可能是上一季的比較基數較高所致。但根據2011/12年政府財政預算案，經常公共開支預計實質上升6.5%，高於2010/11年度的3.8%增幅<sup>10</sup>。因此，在未來數個季度，政府消費有望回復增長。

#### 投資

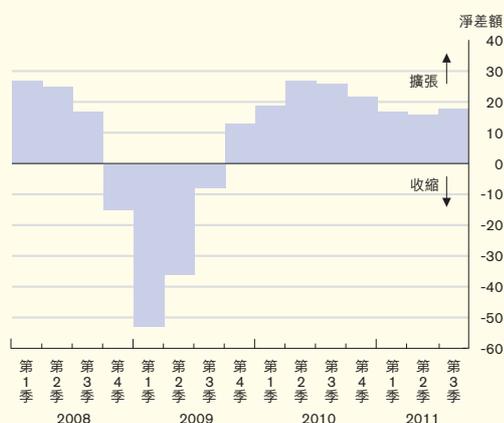
整體投資支出 (即固定投資和庫存變動) 在第2季出現反彈，為產出增長貢獻6.4個百分點。在商業資本開支迅速回升及公共工程持續增加的情況下，固定投資總額錄得顯著增長。然而，私營機構的建造活動依然疲軟。在2011年餘下時間，預計商業資本開支及公共工程將會繼續為產出增長提供支持。季度業務展望統計調查的最新統計數據顯示，短期而言業務前景持續良好，財務狀況穩健，信貸渠道改善 (圖3.4)。這些

圖 3.3  
私人及政府消費



資料來源：政府統計處。

圖 3.4  
營商氣氛



資料來源：政府統計處。

<sup>10</sup> 根據2010/11年政府預算案，經常公共開支預計增長3.8%。

圖 3.5  
貨物出口及服務輸出



圖 3.6  
貨物進口及服務輸入



利好條件有望推動新增商業投資及更新設備的需求。然而，在全球經濟復甦仍然脆弱的環境下，不確定性因素陰霾未散，商業資本投資將難以進一步提速增長。由於建築許可證（即屋宇署發出的施工同意書）數目呈下降趨勢，私營機構的建造活動仍將呆滯不前。另一方面，由於若干大型基建工程相繼展開，公共建築工程將會保持活躍。總體而言，最新的市場共識預測，2011年固定投資總額的增幅將為5.0%。

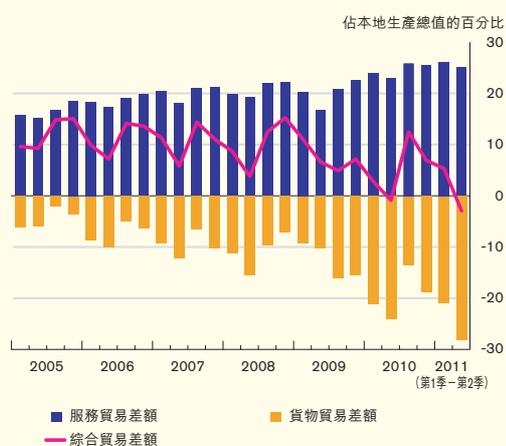
庫存週期於第2季仍然呈上升勢頭，但有跡象顯示庫存增幅正從高位逐漸回落，庫存正常化的情況預計在2011年餘下時間仍會持續。

### 3.3 對外貿易

外部需求於第1季異常強勁，於第2季則顯著減弱。貨物出口按季大幅下跌11.1%，抵銷了第1季大部份增幅。發達經濟體系的進口需求因經濟復甦緩慢及全球庫存回補週期減弱而回落。由於為發達經濟體系提供最終消費品的加工貿易萎縮，加上日本東北大地震對地區供應鏈造成干擾，內地及其他亞洲市場的需求亦明顯轉弱。與此同時，在香港服務輸出方面，按季增幅在第2季放緩至1.0%，這是由於海外對貿易相關服務（主要為離岸貿易）需求因貨物出口下跌而相應減弱所致（圖3.5）。另一方面，境內旅遊業及運輸及金融服務輸出的增長則有所加快。

鑑於轉口帶動的需求減弱，香港貨物進口在第2季下跌5.9%。然而，由於本地需求殷切，供本地留用及消費的進口有所上升。經歷第1季表現平平之後，估計留用貨物進口於第2季錄得13.3%的增幅。第2季服務輸入輕微下跌0.4%（圖3.6），因為貨物相關服務及金融服務輸入減少，抵銷了境外旅遊的強勁表現。

**圖 3.7**  
按組成項目劃分的貿易差額(以名義數額計)



資料來源：政府統計處。

總體而言，淨出口在第2季嚴重拖低本地生產總值增長率8.3個百分點，扭轉先前在第1季作為產出增長動力的情況。未經季節因素調整的綜合貿易帳於第2季錄得128億港元(相當於本地生產總值的2.9%)的赤字(圖3.7)。

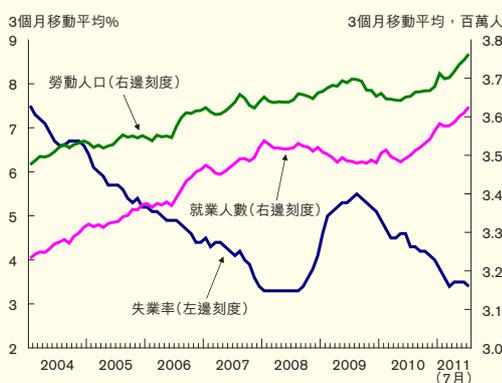
由於早前備受干擾的地區供應鏈如今已經恢復，在本年度餘下時間，香港貨物出口可能會由第2季的低位輕微回升。近期的貿易數據確實顯示一些情況好轉的跡象。從稍為長遠的角度來看，由於全球庫存回補週期的消退，加上美國經濟復甦及財政狀況未許樂觀，歐元區債務問題仍有待解決，令市場憂慮情緒升級，可能會削弱外部基本支持因素，故預計商品出口只會保持輕微增長。目前市場共識預測，名義商品出口的增幅會由2010年的22.8%降至2011年的11.1%，顯示2011年下半年的預期按年增幅為7.4%。離岸貿易止跌回升，境內旅遊業蓬勃發展，均有望為服務輸出提供支持。鑑於本地需求預料漸見減弱，貨物進口及服務輸入均將以相對溫和的步伐增長。

## 勞工市場狀況及產出缺口

2011年上半年，勞工市場狀況持續改善，失業率在7月份降至3.4%。經濟增長強勁，令新增職位持續增加，同時，產出缺口估計在2011年上半年溫和上升。

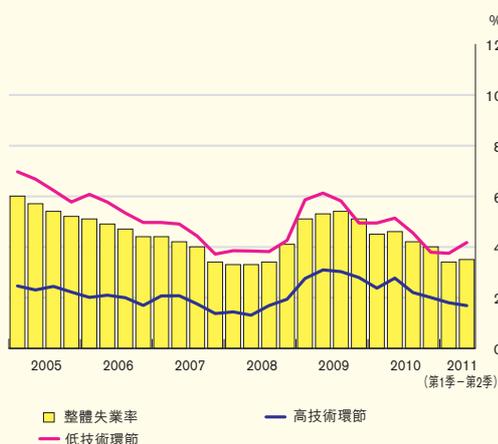
### 3.4 勞工市場狀況及產出缺口

圖 3.8  
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

圖 3.9  
高技術及低技術環節的失業率



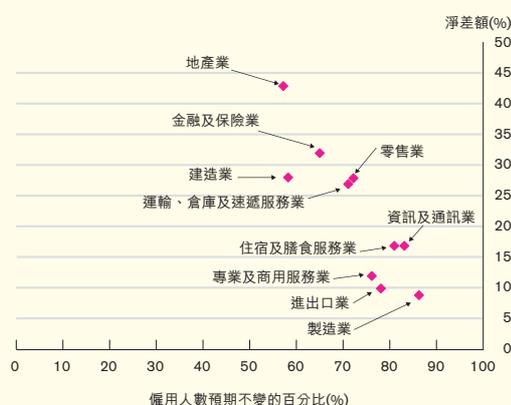
資料來源：政府統計處及香港金融管理局職員估計數字。

#### 勞工市場狀況

2011年上半年，本港經濟表現強勁，使勞工市場狀況持續改善。就業人數近月持續上升，於7月份更創下363萬人的歷史新高。第1季經季節因素調整的3個月移動平均失業率穩步下降至7月份的3.4% (圖3.8)。詳盡的就業數據顯示，勞工市場上高技術環節人手於近月更形緊絀，該環節工人的失業率從去年第4季的2.0%微降至2011年第2季的1.7% (圖3.9)。與此同時，低技術環節工人的失業率雖然從2010年第4季的3.8%微升至2011年第2季的4.2%，但仍徘徊於低位。以上數據顯示，勞工市場受惠於經濟強勁增長，持續好轉。

勞工需求方面，新增職位在過去數個季度穩健增長。在2011年5月開始實施的《最低工資條例》似乎對勞工需求的影響有限。在第2季，各主要行業的就業人數維持在較高水平。本地需求殷切，帶動金融、保險、房地產、專業及個人服務等行業的招聘意欲上升，而建造業近月的勞工需求則停滯不前。與此同時，勞工供應自2011年2月以來有所增加，而整體的勞動人口參與率在6月份升至60.5%。

**圖 3.10**  
2011年第3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。

展望未來，在本港經濟強勁增長帶動之下，短期內勞工市場前景大致繼續向好。最新的季度業務展望統計調查顯示，所有受訪行業皆預期在第3季增聘人手(圖3.10)。然而，外圍環境的下行風險不斷增加，尤其是美國經濟增長疲弱，加上歐洲債務危機的不明朗因素變本加厲，均可能減低企業短期內的招聘意欲。

### 產出及失業缺口

本港經濟於2011年上半年期間運行於潛在水平之上。勞動人口參與率的提高，加快了2011首兩季勞工投入增長的步伐，亦帶動了潛在產出增長率的上升。但是，由於同期實際產出增長率相對較高，因此，估計本港經濟產出缺口已由2010年下半年接近零的水平上升至2011年上半年超過1%的水平。

產出缺口的擴大，亦有助進一步改善同期的勞工市場狀況。尤其是實際失業率於2011年上半年錄得的平均值3.5%，已為估計的非加速通脹失業率水平之下，證明勞工市場已非常緊絀。

預期本港經濟於2011年下半年將持續擴張，導致勞工市場狀況緊張及進一步推高勞工成本，繼而令通脹壓力升溫。然而，由於全球經濟環境下行風險增加，產出及失業率缺口的變動亦面臨更多不明朗因素，故現時的前景較6個月前更欠明朗。

## 物價及成本

全球商品價格上揚，物業市道暢旺，再加上勞工市場緊絀，令進口價格、租金及勞工成本持續攀升，本地通脹壓力亦因此進一步升溫。假如情況持續，通脹壓力於短期內將會持續高企。

### 3.5 消費物價

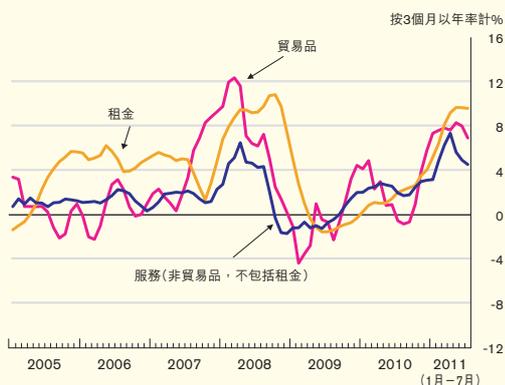
**圖 3.11**  
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及香港金融管理局職員估計數字。

通脹壓力於2011年上半年越趨明顯。按3個月以年率計算，基本通脹率從1月份的5.0%急升至4月份的8.1%（圖3.11）。在扣除較為波動的基本食品及能源組成項目後，價格壓力的整體趨勢亦與基本通脹率大致相同，顯示2011年上半年的通脹壓力或會持續一段較長時間，同時亦表明，食品（尤其是來自內地的食品）價格上升及能源價格高企並非構成通脹壓力的唯一原因。另一方面，通脹動力自4月過後呈現緩和跡象，基本通脹率於7月份持續回落至6.8%。若此緩和趨勢得以持續，按年基本通脹率的升勢（按年基本通脹率由2010年第4季的2.4%穩步上升，於第1季、第2季及7月份分別升至3.7%、5.0%及5.8%）則有望於下半年放緩。

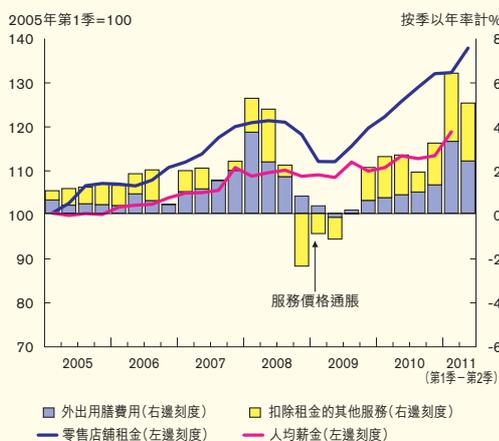
**圖 3.12**  
按主要組成項目分析消費物價通脹



資料來源：政府統計處及香港金融管理局職員估計數字。

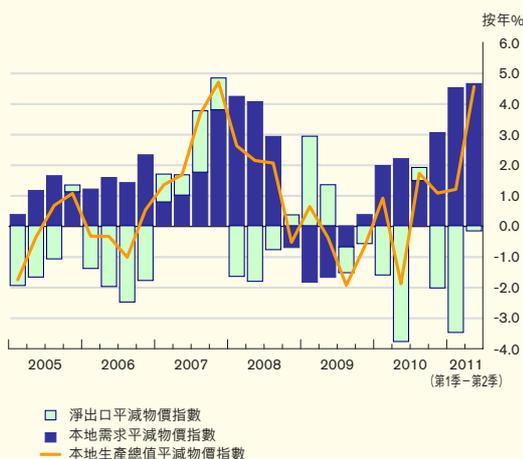
由於各主要組成項目的通脹率年內紛紛進一步上升，通脹壓力因此全面增加。在貿易品、非貿易品及租金之中，租金組成項目通脹率的升幅尤其顯著，從1月份的5.3%上升至5月份的9.8%，及7月份的9.7%（圖3.12）。住宅市場租金自2009年初以來急速上升，其影響始終會在租金組成項目中浮現，因此上述形勢大致符合預期。與此同時，貿易品組成項目通脹率在8.0%的水平徘徊。而儘管零售店舖租金成本於第2季的

**圖 3.13**  
扣除租金後的服務價格通脹



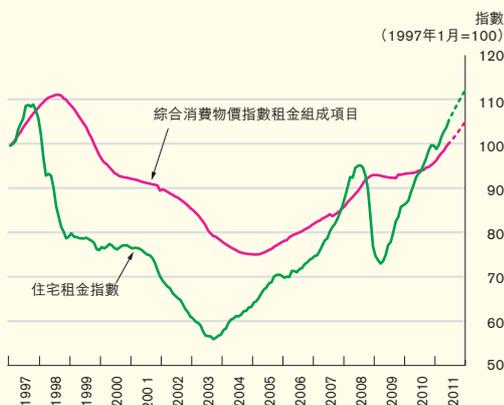
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及香港金融管理局職員估計數字。

**圖 3.14**  
本地生產總值平減物價指數及主要組成項目通脹



資料來源：政府統計處及香港金融管理局職員估計數字。

**圖 3.15**  
綜合消費物價指數租金組成項目及市場租金



註：綜合消費物價指數租金組成項目已扣除一次性特別紓緩措施的影響。

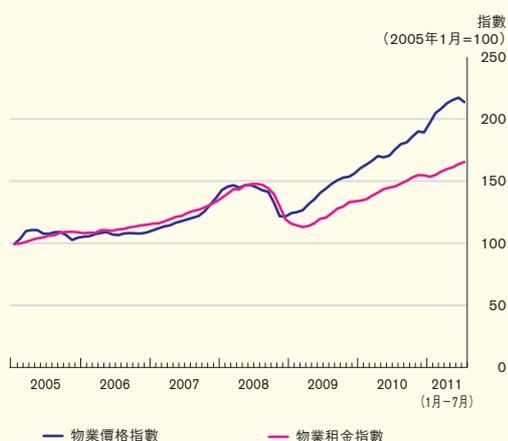
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及香港金融管理局職員估計數字。

升幅有所加快，加上勞工成本顯著上升，非貿易品組成項目通脹率在4月份升至7.4%高位後，掉頭回落至7月份的4.6%（圖3.13）。

從國民經濟會計角度分析，通脹壓力上升，主要反映本地需求組成項目通脹壓力的增加（圖3.14）。而反映進出口價格相對通脹的淨出口通脹貢獻錄得負數，主要因為進口價格相對出口價格的增長較快。而這亦沒有受到出口組成項目所佔比重相對大於進口組成項目所影響。

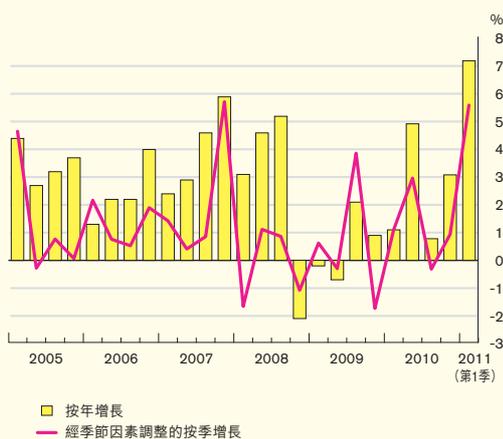
預期高通脹壓力會於短期內持續。外圍因素方面，食品價格料將在今後一段時間內持續高企。但是，其他進口價格壓力的前景卻轉趨不明朗。油價及其他商品價格一方面因中東和北非地區局勢動盪而得到支持，另一方面卻受全球經濟發展不明朗所拖累，前景因此變得難以預料。至於本地因素方面，住宅市場租金上升的影響將2011年的餘下時間繼續在綜合消費物價指數租金組成項目中浮現（圖3.15），原因是若市場租金未見大幅調整，市場租金的24個月及12個月移動平均數（綜合消費物價指數租金組成項目變動的概約指標）將會持續上升。同一道理，假如本地增長勢頭持續，零售市場租金上升，再加上勞工市場緊絀帶動工資上升，料使營商成本居高不下。有關於本地成本壓力對本港通脹影響的分析，請參見專題2。

**圖 3.16**  
住宅物業價格及租金指數



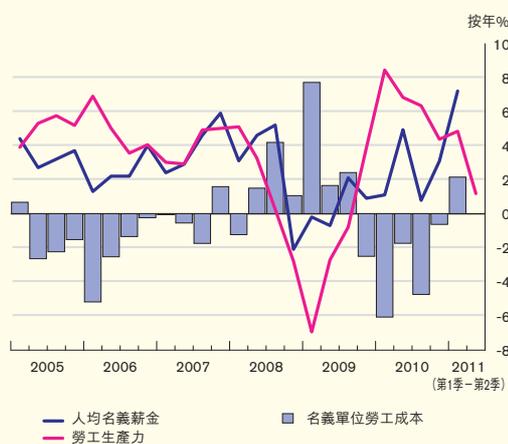
資料來源：差餉物業估價署。

**圖 3.17**  
人均名義薪金



資料來源：政府統計處。

**圖 3.18**  
單位勞工成本及勞工生產力



資料來源：政府統計處及香港金融管理局職員估計數字。

### 3.6 租金成本

由於住宅物業價格於回顧期內節節上升，住宅物業租金亦相應繼續攀升。7月份的住宅物業租金較6個月前上漲7.8%，而同期間住宅物業價格則錄得8.6%升幅(圖3.16)。由於物業租金已從近年的谷底累計上漲46.1%，7月份的物業租金已經超越金融危機前的水平約11.9%，與1997年的最高位相比則僅低2.2%。

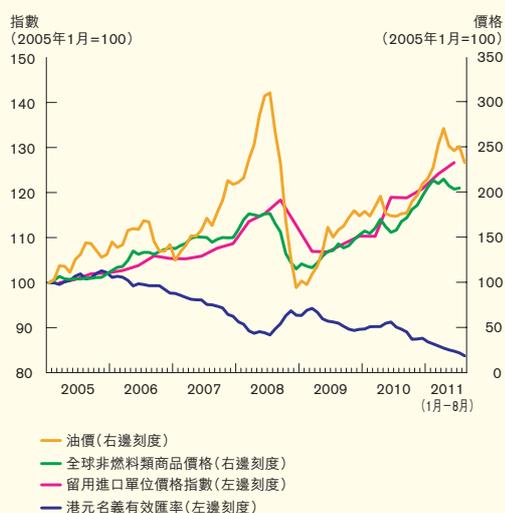
據中原城市領先指數顯示，繼當局於6月進一步收緊貸存比率之後，住宅物業價格已呈現回穩。隨著炒風受到控制，住宅物業租金未來的上漲速度可能稍見放緩。儘管如此，物業租金上漲的影響尚未完全在綜合消費物價指數租金組成項目中浮現，料短期內仍會繼續令通脹壓力升溫。

### 3.7 勞工成本

勞工市場狀況緊張，令勞工成本壓力越趨明顯。其中，名義工資按年升幅從2010年第3季的2.4%進一步上漲至第4季的3.3%及2011年第1季的4.9%。計及酌情花紅及加班津貼後，勞工成本的上漲壓力更加沉重，人均名義薪金按年升幅從2010年第3季的0.8%上升至第4季的3.1%及2011年第1季的7.2%(圖3.17)。扣除價格變動後，人均薪金於2010年第4季及2011年第1季仍分別錄得0.3%及3.2%的按年升幅，表明本地經濟的勞工成本壓力已逐漸升溫。根據經季節因素調整的季度數字顯示，與對上一段回顧期相比，人均實質薪金於6個月期間(2010年第4季至2011年第1季)僅錄得輕微變化，其中2010年第4季的減幅被2011年第1季的增幅所抵銷。

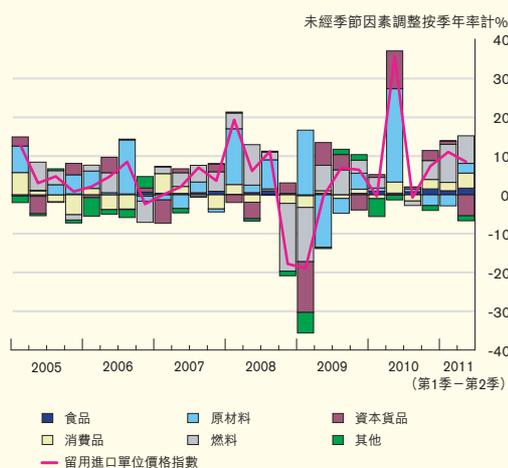
由於第1季人均名義薪金的按年增幅較大，甚至超越同期勞工生產力的強勁增長，估計名義單位勞工成本的按年增長率於第1季已重拾正軌(圖3.18)。增長率掉頭回升再次表明本港經濟正面對勞工成本壓力。

**圖 3.19**  
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 3.20**  
對進口價格通脹的貢獻



資料來源：政府統計處及香港金融管理局職員估計數字。

若本地增長勢頭未因外圍經濟環境下行風險增加而顯著放緩，預料失業率於短期內仍將在非加速通脹失業率之下徘徊，而勞工市場未來亦可能持續緊張，意味著勞工成本壓力或會加劇。因此，勞工成本上升最終可能會成為通脹壓力的另一個重要來源，故需要密切監察。

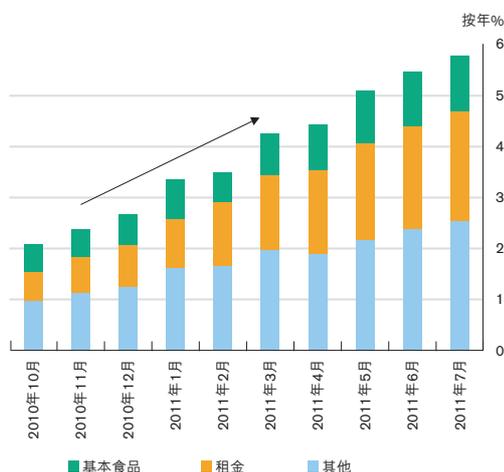
### 3.8 商品及進口價格

受中東和北非地區局勢動盪影響，進口價格在 2011 年上半年持續攀升。在全球商品價格，特別是油價上漲支持下，按季以年率計算的進口價格通脹率於第 1 季飆升至 11.0%（圖 3.19）。其後，受到對全球經濟前景的憂慮及美國第二輪量化寬鬆措施於 6 月份結束等多項因素影響，商品價格於第 2 季見頂回落，而進口價格增長率亦因此於第 2 季下降至 8.5%。按最終用途分類的進口價格證明第 1 季及第 2 季整體進口價格通脹的波動，主要是由燃料因素所致（圖 3.20）。

進口價格前景仍然不明朗。由於全球食品供應鏈不斷受到衝擊，進口食品價格短期內料將持續高企。另一方面，儘管石油供應因中東和北非地區局勢動盪而受到影響，但油價或會因全球經濟前景惡化而受壓。

## 專題 2 本地成本壓力對香港通脹的影響

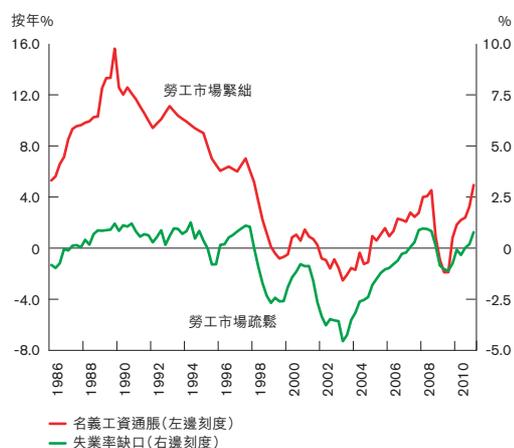
圖 B2.1  
各組成項目對基本通脹率的貢獻



資料來源：政府統計處、香港金融管理局職員估計數字。

香港經濟的通脹壓力自2010年年底以來持續上升，而這升勢主要源於住宅租金和全球食品價格上漲，繼而分別傳導致綜合消費物價指數的租金組成項目和基本食品項目的影響。但是，綜合消費物價指數其他組成項目（佔綜合消費物價指數比重約60.4%）對通脹的影響最近亦日益增加，顯示通脹壓力已逐漸擴散至各個層面（圖B2.1）。鑑於綜合消費物價指數其他組成項目主要包括指數的服務部份，並預料會嚴重受到勞工及租金等本地成本所影響，上述趨勢可能反映了本地成本壓力不斷上升的影響。本專題將會分析本地成本壓力對香港通脹的影響。

圖 B2.2  
勞工市場狀況與工資通脹<sup>1</sup>及<sup>2</sup>



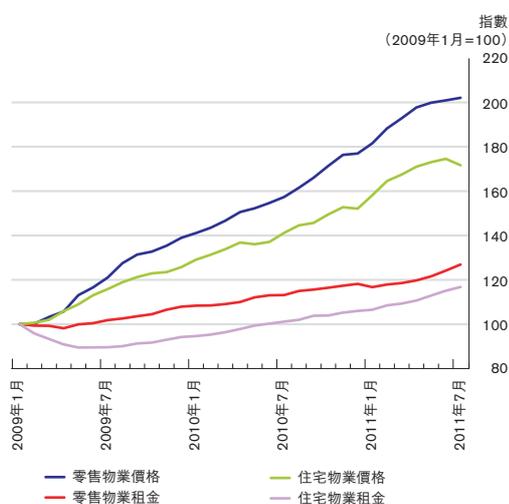
註：  
1. 失業率缺口按非加速通脹失業率與實際失業率的差異計算。  
2. 於2004年之前，名義工資指數是根據香港標準行業分類1.1版編製，而2004年之後的指數是根據香港標準行業分類2.0版編製。因此，在詮釋2004年前後的名義工資通脹率時應加倍留神。  
資料來源：政府統計處、香港金融管理局職員估計數字。

### 本地成本壓力如何推高通脹

證據顯示本地經濟的成本壓力一直上升，尤其是在勞工及租賃市場兩方面。

在勞工市場方面，過去數季本地經濟活動強勁，擴大了產出缺口的規模。因此，自2010年第4季以來，失業率已降至低於我們估計的非加速通脹失業率(NAIRU)，突顯了本地勞工市場緊絀，加薪壓力不斷升溫。假如失業率持續低於非加速通脹失業率，勞工成本壓力可能較易升至超出預期的水平，情況與1990年代相若（圖B2.2）。單位勞工成本的按年增長於連續五季錄得負數後，亦在第1季重拾正軌，反映勞工成本壓力正在上升。

**圖 B2.3**  
物業價格及租金



資料來源：差餉物業估價署。

**圖 B2.4**  
通脹與季度業務展望統計調查(售價)<sup>1</sup>



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。

資料來源：政府統計處、香港金融管理局職員估計數字。

至於租賃市場方面，本地物業市場暢旺，帶動住宅租金及零售租金同步上升(圖B2.3)。零售租金若持續上漲，將進一步大幅推高營商成本(專題3將詳細分析零售市場等非住宅物業市場)。

由於工資及零售租金在營商成本中佔相當的比重，企業可能會被逼考慮提高產品價格，將成本增幅轉嫁給消費者。根據最新的季度業務展望統計調查顯示，從事零售、住宿及膳食服務業等行業的企業預料第3季的售價與第2季相比將持續上漲(圖B2.4)，顯示工資及零售租金上漲的影響已在消費物價中浮現。此外，如本地經濟增長動力持續，有關成本在短期內仍可能進一步上升，繼而增加其對消費物價的影響。

### 量化影響分析

為了量化工資及租金成本上漲對通脹的影響，我們採用了向量自回歸模型，當中涉及以下變量：失業率缺口、名義工資通脹、零售租金通脹及基本綜合消費物價指數通脹(其他)<sup>11及12</sup>。我們將失業率缺口納入向量自回歸模型，以便研究勞工市場狀況對工資增幅的影響。具體來說，由於工資壓力在失業率缺口為正數值(即實際失業率低於非加速通脹失業率)且勞工市場緊絀的時期可能會較易升溫，我們在向量自回歸模型中將失業率缺口分拆為兩個獨立變量：(a)當缺口為正數值時取失業率缺口，否則取零；及(b)當缺口為負數值時取失業率缺口，否則取零。<sup>13</sup>隨後，我們進行衝擊反應分析。<sup>14</sup>在此，我們重點研究首4季(即1年期間)內的平均影響。

<sup>11</sup> 向量自回歸模型中所用的通脹率均以按年計。

<sup>12</sup> 此外，我們亦將單位留用進口價格通脹納入為向量自回歸模型中的一個外生變量，以控制進口價格對本地通脹的影響。

<sup>13</sup> 所有變量均進行第一階差分以確保穩定，且我們的向量自回歸模型以1988年第1季至2011年第1季期間的季度數據所估計。根據似然率測試統計值，各變量的6個滯後值已納入向量自回歸模型內。

<sup>14</sup> 衝擊回應是使用廣義衝擊回應法計算，以確保結果不受變量在向量自回歸模型中的排序所影響。詳情請參閱H. Pesaran及Y. Shin (1998)：「Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models」，Economics Letters 58，第17-29頁。

在我們的估算結果之中，以下幾項有趣特徵值得一提：(1)當失業率缺口為正數值時，缺口每增加一個百分點將會導致工資通脹率增加約2.2個百分點。當失業率缺口為負數值時，對工資通脹率的影響則會大幅減小至約0.6個百分點。由此可見，我們的結果印證了對目前勞工市場緊絀會大幅增加勞工成本壓力的憂慮；(2)工資通脹率每增加一個百分點會導致基本綜合消費物價指數通脹率(其他)增加約0.5個百分點，而零售租金通脹率的影響則為約0.1個百分點。單純從這些結果來判斷，有關工資及租金成本上漲對通脹的影響並不顯著。但在目前經濟狀況下，工資及零售租金通脹可能出現急劇增長，意味著有關數字對近期通脹前景仍能造成重大影響。

**表 B2.A**  
**敏感度分析**  
**對基本綜合消費物價指數通脹率(其他)的影響**  
**(百分點)**

零售租金通脹增幅 (百分點)	名義工資通脹增幅(百分點)			
	1.0	2.0	3.0	4.0
1.0	0.6	1.1	1.6	2.1
2.0	0.7	1.2	1.8	2.3
3.0	0.9	1.4	1.9	2.4
4.0	1.0	1.5	2.0	2.5

資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

為了方便說明，我們圍繞工資及零售租金通脹率於2011年可能出現的上升途徑進行敏感度分析。具體而言，我們假設工資及零售租金通脹率的增長介乎1.0至4.0個百分點，並使用向量自回歸模型的影響估計(即0.5及0.1)，從而粗略算出2011年年度基本綜合消費物價指數通脹率(其他)的相應增幅。<sup>15</sup> 結果概述於表B2.A，顯示通脹率的增幅將介乎0.6至2.5個百分點。鑑於有關綜合消費物價指數(即其他)佔綜合消費物價指數整體比重約60%，整體基本通脹率的相應增幅約為0.4至1.5個百分點，幅度絕對不容忽視。

### 結論

若發達經濟體系疲弱的增長前景以及外圍環境的不明朗因素未能令本地經濟增長動力大幅放緩，預期通脹除了食品價格及房屋租金外，亦可能會由本地成本壓力對綜合消費物價指數其他組成項目的影響所推動。尤其是勞工市場緊絀或會推高工資，而物業市場暢旺則可能帶動租金成本攀升至更高水平。因此，成本壓力或會成為推動2011年通脹壓力的主要成因之一。

<sup>15</sup> 2010年度工資通脹率及零售租金通脹率分別為2.5%及10.9%。按照敏感度分析中的假設，2011年的工資通脹率介乎3.5%至6.5%，而零售租金通脹率則介乎11.9%至14.9%。有關數據圍繞2011年餘下時間內工資通脹率及零售租金通脹率的可能上漲途徑，而2011年第1季的工資通脹率為4.9%，2011年首7個月內的零售租金通脹率則為9.2%。

### 專題 3 香港非住宅物業市場的最新發展形勢

香港非住宅物業市場已經從2008年的全球金融危機中復甦過來，價格及成交量均節節上升。確認人交易數目持續上升，反映投機活動轉趨活躍。租務市場方面，非住宅物業新訂租約的實際租金同樣穩步上升，但不及價格飆升速度快，租金收益率因此跌至歷史低位。本專題探討影響香港非住宅物業市場最近發展的因素。

#### 最近發展動態

香港非住宅物業市場已迅速走出全球金融危機的陰霾，實際上，無論是價格還是成交量均已逼近甚至超逾歷史高位。

現時寫字樓、零售業樓宇(主要是零售商舖)及分層工廠大廈的價格，均由金融危機時期(2009年中)的谷底上升大約一倍(表B3.A)。核心地區的寫字樓價格升幅尤其明顯，高達130%。與住宅物業價格於同期上升76%比較，增幅也較大。

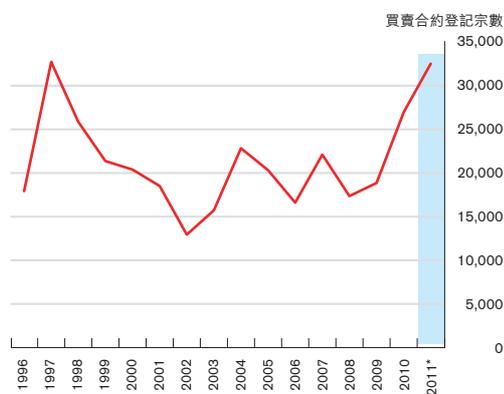
物業交投活動亦顯著增加，成交量遠高於長期平均水平(圖B3.1)。2009年及2010年，各類非住宅物業的買賣合約登記總數分別上升9%及43%，而按照今年首8個月的增幅推算，預期全年的交易總數將十分接近1997年32,750宗的高

表 B3.A  
物業價格及租金的近期走勢

	期間變動 (%)				
	2009年	2010年	2011年 年初至7月	2009年低位 至2011年 7月	2008年 高位至 2011年7月
<b>物業價格</b>					
住宅	+28.5	+21.0	+13.8	+75.6	+45.3
分層工廠大廈	+20.4	+31.6	+18.7	+107.7	+59.3
寫字樓	+25.2	+24.8	+16.4	+104.3	+46.1
核心地區	+34.1	+29.6	+10.8	+126.6	+31.3
零售業樓宇	+32.7	+27.4	+13.0	+102.3	+59.6
<b>實際租金</b>					
住宅	+12.1	+15.7	+4.2	+46.1	+11.9
分層工廠大廈	+0.8	+9.3	+3.9	+25.3	+7.5
寫字樓	-9.8	+12.5	+6.6	+30.6	+6.1
甲級	-14.4	+13.5	+7.2	+30.7	+3.2
中環/上環	-20.7	+18.6	+11.9	+45.8	+1.9
乙級	-4.9	+10.5	+6.0	+30.0	+4.5
丙級	+2.1	+10.8	+4.3	+32.6	+14.0
零售業樓宇	+5.1	+9.5	+2.9	+29.3	+17.1

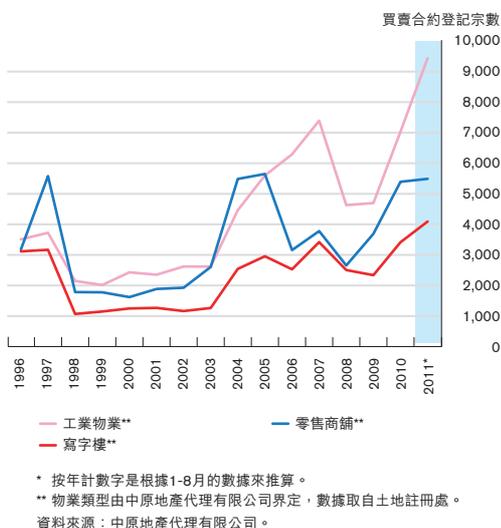
資料來源：差餉物業估價署。

圖 B3.1  
根據買賣合約登記得出的  
非住宅物業交易宗數

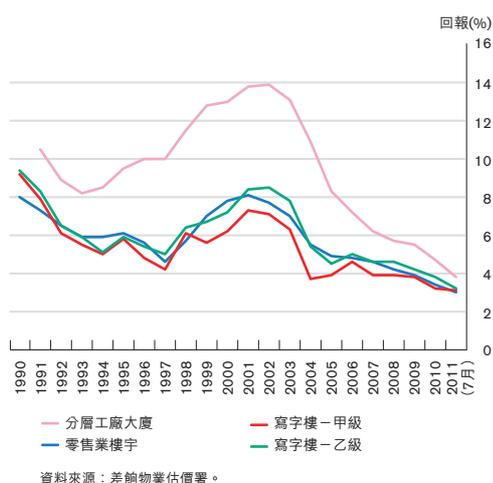


\* 按年計數字是根據1-8月的數據來推算。  
資料來源：土地註冊處。

**圖 B3.2**  
根據買賣合約註冊及中原分類得出的  
選定類型物業交易宗數



**圖 B3.3**  
非住宅物業的租金收益率



**圖 B3.4**  
服務業的業務收益



位。根據中原地產代理有限公司的細分數據，市道暢旺主要由工業物業交易帶動，雖然寫字樓及零售商舖的銷售亦顯著上升(圖B3.2)。

與此同時，非住宅物業相關的銀行貸款增長十分強勁。於2011年6月底，銀行向非住宅物業開發及投資行業批授的未償還貸款較兩年前上升32.1%。中原地產代理提供的按揭登記數據亦顯示非住宅物業按揭錄得強勁增長。

租務市場方面，非住宅物業新訂租約的實際市值租金亦穩步上揚，不過增幅遠遠不及相關物業價格。根據差餉物業估價署的資料顯示，自2009年年中至2011年7月，寫字樓、零售業樓宇及分層工廠大廈的實際市值租金由金融危機時期的谷底回升25%至31%，而優質物業如核心地區甲級寫字樓的租金升幅尤其顯著。由於增幅遠遠不及相關物業價格，差餉物業估價署推算的非住宅物業租金收益率已跌至約3-4%的歷史低位(圖B3.3)。<sup>16</sup>

### 相關因素

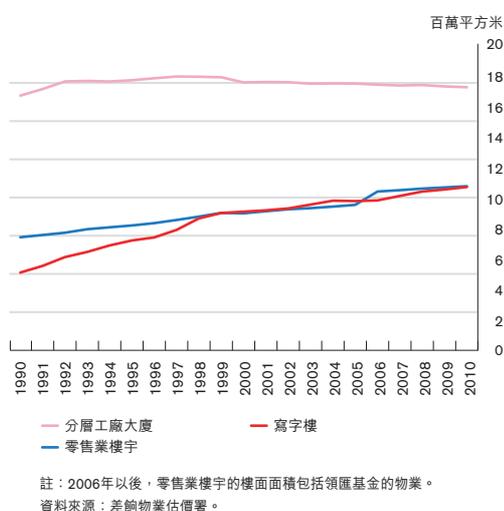
非住宅物業市場增長勢頭強勁，一方面反映樓面需求旺盛，另一方面亦反映樓面供應有限及欠缺彈性。然而，這些基本因素未必可以完全解釋現時價格升幅遠超租金升幅的情況，暗示市場或許存在過熱風險。

### 甲) 租務市場

租務市場方面，本地樓面需求暢旺，加上營商前景向好，是帶動非住宅租賃需求殷切的重要因素。自2009年第1季以來，本港大部份服務業的整體業務收益增長至少三成(圖B3.4)。新增職位增多加上企業招聘意欲旺盛(請參閱本報告第3.4節)，亦支持非住宅樓面需求持續增長。然而，樓

<sup>16</sup> 另一方面，根據地產代理及顧問公司報告，非住宅租金升幅遠高於差餉物業估價署數據顯示的幅度。兩者之間的差異是由於計算方法不同所致。地產代理及顧問公司一般採用估值法，參照當前市況進行租金評估，而差餉物業估價署則採用以交易為基礎的方法。此外，地產代理及顧問公司著眼於地標建築物及優質地段的固定樣本，故租金數據難以反映因租戶可能遷至租金較低地段(不在樣本範圍內)而造成的替代效應。地產代理與差餉物業估價署對數據時間的處理方法亦有所不同，前者報告的最新租金是從租約簽訂當日起計，而後者則從租約實際生效日期起計。總括而言，地產代理數據提供的市場趨勢資訊可能較新，但差餉物業估價署數據的優點在於已涵蓋所有市場交易。

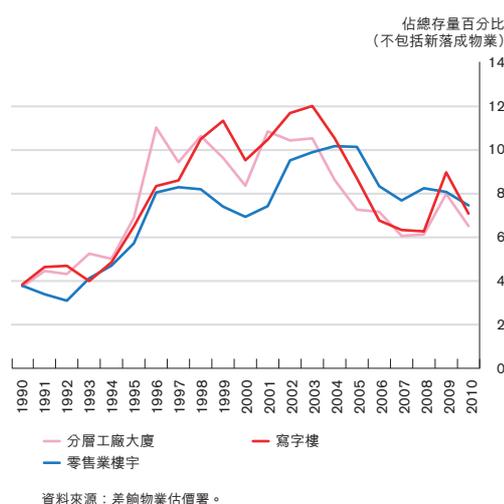
**圖 B3.5**  
非住宅物業樓面面積



面供應有限，尤其是近年寫字樓、零售業樓宇的樓面面積增長緩慢，分層工廠大廈供應更有所下跌（圖B3.5）。因此，截至2010年年底，各大類型非住宅物業的空置率已下降至6.5%至7.5%。根據地產代理及顧問公司的資料顯示，2011年上半年空置率有可能進一步下降。

另外，業主較租戶擁有更強的市場優勢，亦是導致租金上升的原因之一。在香港，非住宅單位供應主要集中於少數主要市場參與者手中。租戶考慮到搬遷成本不菲，大大增加了業主討價還價的能力，尤其是對於零售租戶而言，廣為人知的地段往往是吸引顧客的主要因素。不過，租金上漲推高了營商成本，令香港零售商的利潤率下滑。專題2討論非住宅物業租金對消費物價通脹的潛在傳導影響。

**圖 B3.6**  
非住宅物業的空置率



## 乙) 銷售市場

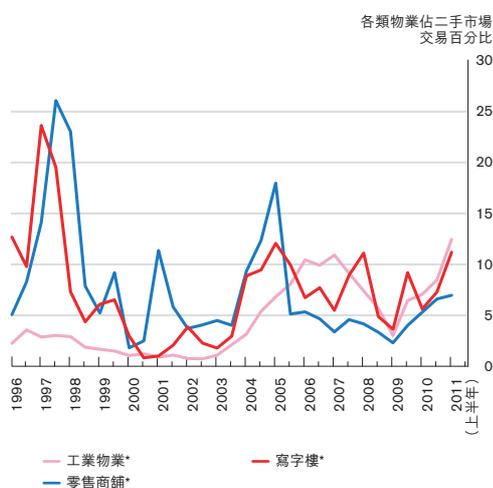
非住宅物業的銷售市場方面，帶動租金上升的相關因素，例如經濟增長強勁、營商前景向好及樓面供應有限等，會透過租金資本化來推高物業價格。

此外，市區重建項目亦有機會進一步推高非住宅物業的價值。舉例來說，鑑於工廠租金通常遠低於酒店物業收益，因此工業大廈如獲准改建成酒店，將可大幅提高物業未來的租金收入，從而推高現時售價<sup>17</sup>。同一道理，市區重建項目亦可提升物業地段對顧客的吸引力，繼而改善鄰近物業的租金前景及商業價值。

現時的低息環境令購置資產的持貨成本下降，亦可能推高非住宅物業價格。

<sup>17</sup> 政府於2009年年底公佈工業大廈活化計劃，鼓勵改建工業大廈。

**圖 B3.7**  
非住宅物業的確認人交易



\*物業類型由中原地產代理有限公司界定，數據取自土地註冊處。  
資料來源：中原地產代理有限公司。

然而，單憑上述因素未必能完全解釋租金與價格增幅之間的明顯差距——過去兩年，租金增幅較價格增幅落後超過70個百分點。非住宅物業市場的租金與價格增幅差距比房屋市場更甚。非住宅物業的租金收益跌至歷史低位，可能顯示物業投資者願意承擔較大的風險。值得注意的是，於1997/98年樓市下挫前，租金與價格走勢之間亦曾出現巨大差距，導致租金收益受壓(圖B3.3)。

誠然，對於現時價格水漲船高，投機需求也可能擔當了舉足輕重的角色。根據中原地產代理有限公司的數據顯示，寫字樓、零售商舖及工業物業的確認人交易(轉售活動)佔二手市場交易總數的百分比，分別由2009年年初約3%急升至2011年上半年的11%、7%及12%(圖B3.7)，雖然目前水平仍低於1997年的高位。

鑑於市場暢旺及潛在過熱風險，金管局已將按揭貸款的宏觀審慎措施擴展至非住宅物業，將最高按揭成數調低至50%。此外，自2011年6月起，以按揭貸款申請人資產淨值為依據批出的按揭貸款(非住宅物業的常見融資形式)，最高按揭成數亦降至四成。

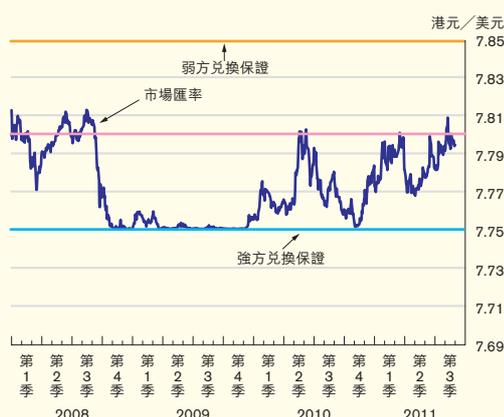
## 4. 貨幣及金融狀況

### 匯率、利率及貨幣發展

儘管外圍環境波動，但港元即期匯率僅窄幅上落。銀行同業拆息依然低企，但零售層面的貸款及存款利率卻有所上升。信貸繼續全面及強勁地增長。鑑於貸款增長迅速，金管局要求各銀行重新評估2011年餘下時間的業務計劃及資金策略，並於6月針對住宅按揭貸款推出新一輪審慎監管措施。

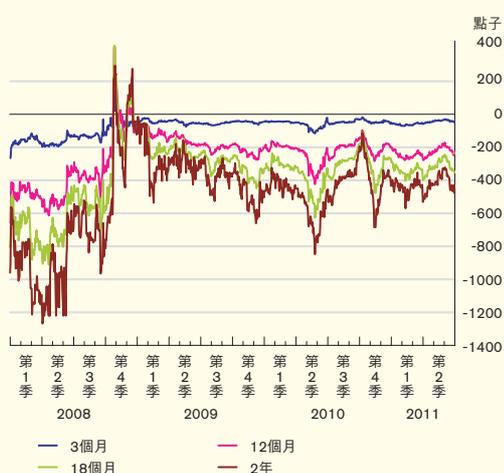
#### 4.1 匯率及利率

圖 4.1  
港元匯率



資料來源：金管局。

圖 4.2  
港元遠期匯率



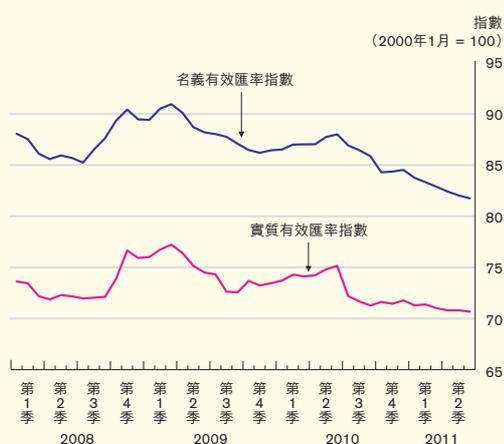
資料來源：金管局及彭博。

儘管中東和北非政局動盪、日本發生天災和核危機，以及歐元區主權債務問題再度惹起關注，但2011年上半年的外匯市場仍然運作正常。隨著一些與股票相關的資金流走，即期匯率於2011年1月至3月期間由7.77轉弱至7.80左右，延續了2010年最後兩個月的疲弱走勢。由於美元兌其他主要貨幣貶值，港元即期匯率於4月及5月初走強。從5月中至6月尾，本地股市表現不振，加上歐洲主權債務問題反覆引發市場憂慮，投資者信心受到打擊，港元即期匯率再度轉弱。總體而言，即期匯率在7.7618至7.8016之間窄幅上落（圖4.1）。

港元即期匯率於7月及8月有所轉弱，並於8月31日收市報7.7951。美國主權信貸評級下調後，外匯市場秩序大致正常。2011年8月的市場共識顯示，至2012年8月底，港元即期匯率將略為走強至7.78左右。

美國推出第二輪量化寬鬆措施，導致港元遠期匯率折讓於2010年10月及11月初擴闊，但匯率折讓隨後收窄，並於2011年首6個月一直窄幅波動（圖4.2）。另外，港元遠期匯率折讓與在岸或離岸的人民幣遠期匯率的走勢似乎並無明顯相關性。

**圖 4.3**  
名義及實質有效匯率

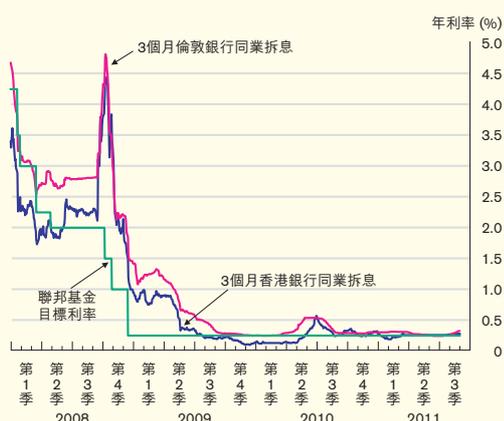


註：每月平均數字。實質有效匯率指數經季節因素調整。  
資料來源：香港金融管理局職員估計數字及政府統計處。

2011年上半年，港元的貿易加權名義及實質有效匯率指數分別下跌3.3%及1.5%（圖4.3）。有效匯率之所以下跌，跟美國貨幣環境寬鬆使美元疲弱有關。事實上，美元有效匯率指數於5月下跌至2008年初以來的新低。與此同時，實質匯率指數的下降速度比名義匯率指數慢，反映自今年年初以來，香港的整體通脹率高於貿易夥伴的加權平均水平。

在銀行同業拆息低企的環境之下，貨幣市場保持穩定，只是間中因與首次招股活動有關的需求上升而略有波動。由於美國政策利率穩定，加上本地銀行同業市場的流動資金充裕，3個月期香港銀行同業拆息繼續維持在1厘以下的水平（圖4.4）。隨著美國推出第二輪量化寬鬆措施，倫敦銀行同業拆息輕微下降並且更貼近同期港元拆息水平，導致港元與美元之間的息差略為收窄。

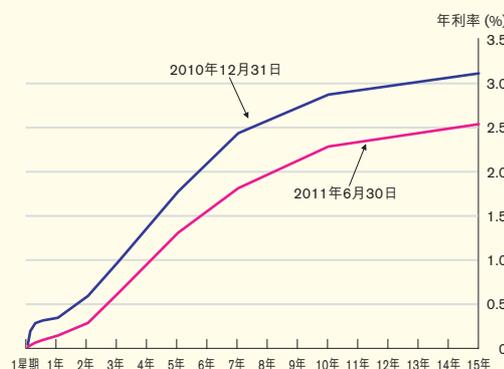
**圖 4.4**  
港元與美元利率



資料來源：CEIC。

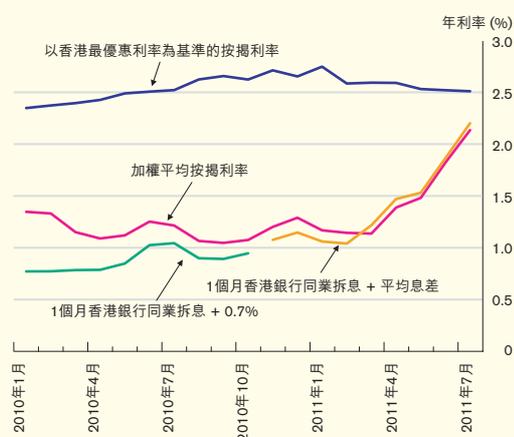
較長期的外匯基金債券收益率跟隨同期的美國國庫券收益率下跌。由於全球經濟增長前景轉趨不明朗，美國政府債券收益率於第2季呈下降趨勢。6月底的港元名義收益率曲線與6個月前相比大致下移並變平（圖4.5）。

**圖 4.5**  
外匯基金票據及債券收益率



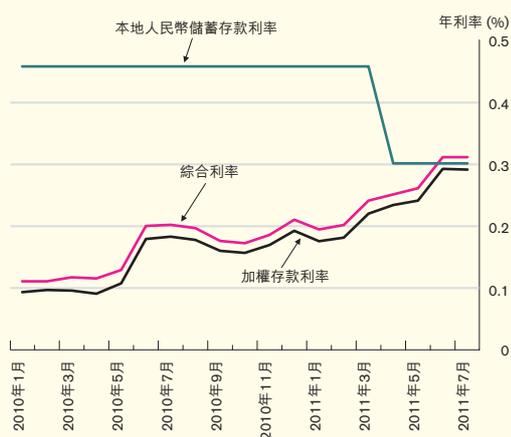
資料來源：金管局。

**圖 4.6**  
新批按揭貸款的利率



資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

**圖 4.7**  
存款利率及平均資金成本



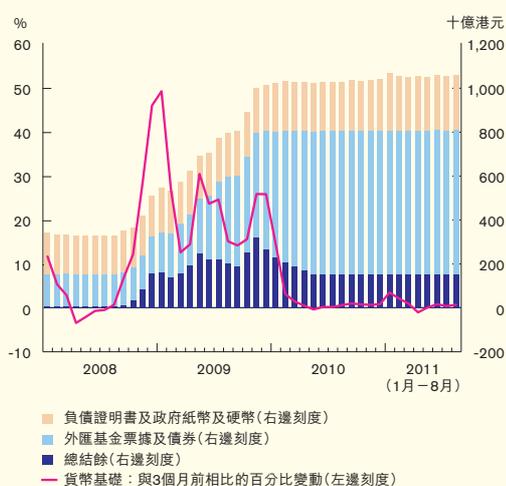
資料來源：金管局。

在零售層面，有跡象顯示銀行已提高港元貸款利率。即使銀行同業拆息在較低水平保持穩定，但銀行基於港元同業拆息之上向借款人所收取的正息差有所上升。尤其是自2月以來，主要銀行已收緊新造的按揭利率。以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率亦上升至香港銀行同業拆息加1.5-2.3厘左右的水平，而年初則為香港銀行同業拆息加0.7-0.9厘（圖4.6）。調查數據顯示，參照香港銀行同業拆息定價的新批按揭貸款比率，由去年12月的90%降至今年6月的80%，部份反映這種按揭利率上揚。另一方面，以最優惠貸款利率為基準的按揭利率大致穩定，與最優惠貸款利率保持不變於5.0厘或5.25厘的情況吻合。總體而言，新批按揭貸款的加權平均利率有所上升。

由於信貸增長導致銀行的融資需求增加，零售銀行提供的港元存款利率亦輕微上升。（專題4分析貸存比率上升對本地利率的潛在影響。）由於存款利率略為上調，反映銀行平均資金成本的綜合利率亦由2010年底的0.21厘穩步攀升至2011年6月底的0.31厘（圖4.7）。與此相反，銀行於4月紛紛調低為客戶提供的人民幣存款利率，原因是本港人民幣結算行將支付予其他銀行的人民幣利率由0.865厘削減至0.629厘。此前，中國人民銀行於4月1日將離岸人民幣結算利率降低27個基點至0.72厘，跟中國內地給予內地銀行超額儲備的利率一致。因此，香港人民幣存款利率亦緊隨中國人民銀行的相關舉措而下調。

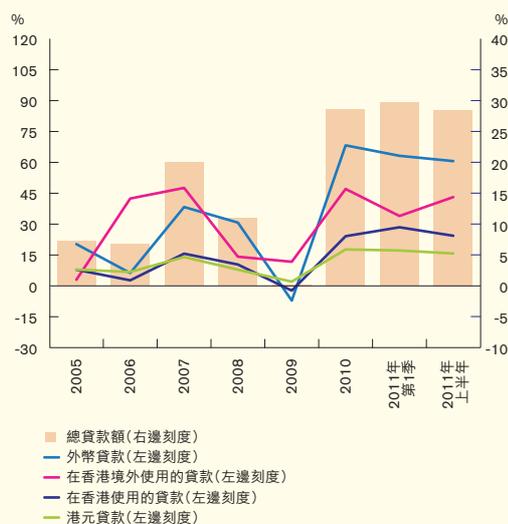
最新的數據顯示，香港銀行同業拆息仍處於低位，一定程度上反映美國聯儲局傾向將政策利率於2013年年中前維持於0-0.25厘。較長期的外匯基金票據及債券收益率跟隨美國政府債券收益率下跌。根據2011年8月的共識預測，在未來12個月內，3個月香港銀行同業拆息將無大變動。港元貸款及存款利率會繼續受銀行體系內的存款供應及貸款需求變動所影響。這些貸存利率短期內很可能仍將面臨上行壓力。

**圖 4.8**  
貨幣基礎的組成部份



資料來源：金管局。

**圖 4.9**  
貸款增長



註：2011年的增長率按年率計算。

資料來源：金管局。

## 4.2 貨幣及信貸

貨幣基礎於2011年上半年變動不大，期間只因鈔票的季節性需求影響而略有波動。總結餘維持在1,486億港元左右，約佔貨幣基礎的15% (圖4.8)。

貸款及墊款總額延續2010年的強勁升勢，於2011年上半年急速增長 (圖4.9)。按年率計算，貸款總額於2011年第1季增加29.6%，而首6個月的增長速度則稍為放緩到28.5%。信貸的急速增長受多項因素支持，當中包括穩健的經濟增長、利率低企、物業市道暢旺、與內地相關的貸款需求殷切，以及貸款需求偶爾因首次公開招股活動而上升。外幣借貸及在香港境外使用的貸款急速增長，而其增速遠超港元借貸及在香港使用的貸款，足見與內地相關的貸款需求相當強勁。

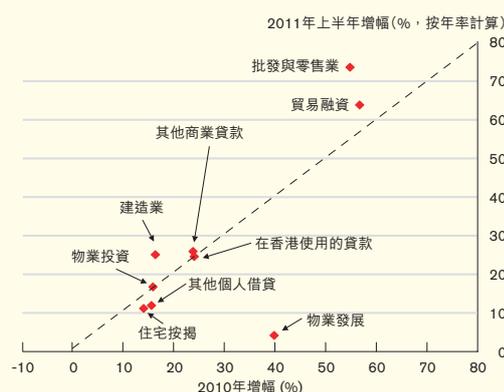
**圖 4.10**  
名義本地生產總值與在香港使用的貸款  
(僅限本地貨幣)



— 在香港使用的港元貸款(與去年同期比較)  
— 名義本地生產總值(按年變動)

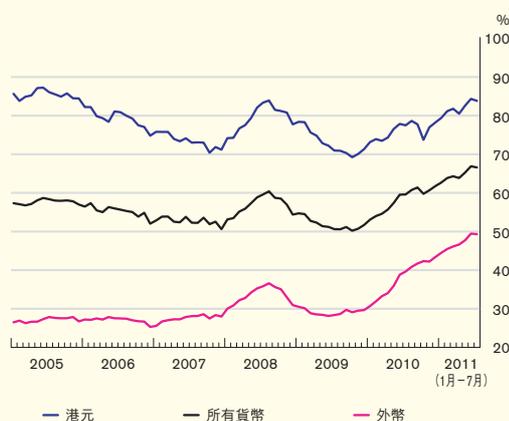
資料來源：金管局及政府統計處。

**圖 4.11**  
按不同環節劃分的在香港使用貸款



註：其他商業貸款不包括貿易融資。其他個人借貸不包括住宅按揭。  
資料來源：金管局。

**圖 4.12**  
貸存比率



資料來源：金管局。

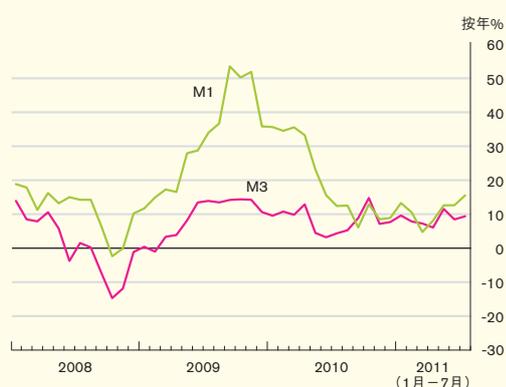
2011年上半年，以港元借出並在香港使用的貸款的增長速度繼續超越名義本地生產總值的增長速度，而這類貸款對本地生產總值的比率更創下歷史新高(圖4.10)。按經濟用途分析，在香港使用的不同類別貸款(包括所有貨幣)普遍錄得增長，其中以物業相關貸款、貿易融資以及批發與零售業貸款對整體貸款增長的貢獻最大。由於銀行逐漸提高商業貸款在本地貸款組合中所佔比例，因此企業類別信貸增長大體上升，而個人類別信貸增長則有所放緩(圖4.11)。與2010年相比，住宅按揭貸款的增幅下降，但建築及物業投資方面的貸款增長依然強勁。受內地相關業務等因素推動，貿易融資持續顯著增加。零售業銷售額因本地消費及外來遊客支出強勁而持續高企，帶動批發及零售業貸款亦加速增長。

根據金管局於2011年3月進行的信貸狀況展望調查，銀行對第2季的客戶貸款需求依然樂觀。<sup>18</sup> 大多數受訪機構預期，貿易融資、非銀行中資企業借貸以及批發與零售業貸款的需求將會上升，而住宅按揭貸款需求則會略為減少。此外，認可機構預期資金成本稍為上升，因此認為在檢討本身的貸款業務時，流動資金狀況將成為越漸重要的考慮因素。然而，6月進行的信貸狀況展望調查反映銀行預期第三季的客戶貸款增速有所放慢，當中預期本地貸款需求將會在未來3個月「略為或大幅增加」的受訪認可機構比率由3月的62%跌至6月的38%。

鑑於信貸增長強勁，金管局於4月11日發出通告，要求銀行重新評估2011年餘下時間的業務計劃及資金策略，並於6月10日就住宅按揭貸款推出第四輪審慎監管措施。全球流動資金氾濫，本地經濟過熱壓力增加，容易暗藏危機。在這樣的環境下，信貸快速增長令銀行在流動資金狀況及信貸風險控制方面承受潛在壓力。舉個例子，港元及外幣貸存比率均於過去18個月顯著上升(圖4.12)。因此，銀行有必要維持審慎的業務計劃及資金策略。採取進一步措施去維持嚴格的按揭貸款標準，加上推出正面按揭貸款資料庫，應有助於物業市道逆轉時保障銀行體系穩定(另請參閱第4.5節)。

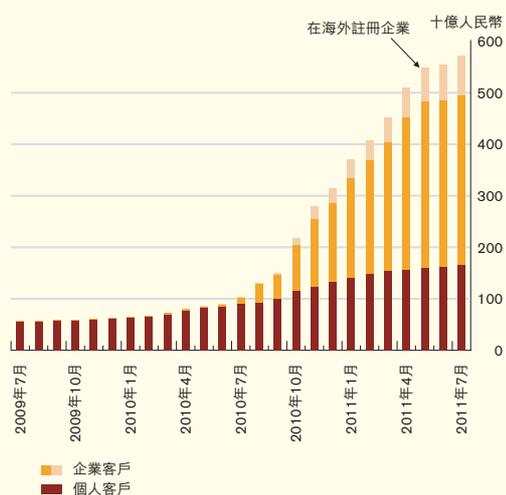
<sup>18</sup> 數據顯示預期貸款需求將會上升的受訪機構比例減去預期貸款需求將會下降的受訪機構比例有所增加。

**圖 4.13**  
港元貨幣總額按年增長



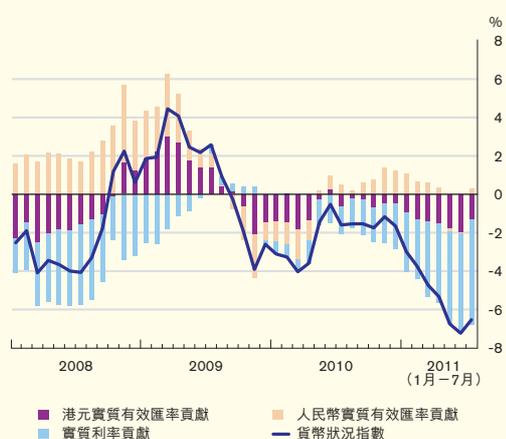
註：港元M1已按季節因素調整。  
資料來源：金管局。

**圖 4.14**  
香港的人民幣存款



資料來源：金管局。

**圖 4.15**  
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：香港金融管理局職員估計數字。

港元貨幣總額於2011年上半年的增長速度較貸款緩慢，其中M3及經季節因素調整的M1按年增長率分別平均達8.4%及10.2% (圖4.13)。就港元M3對應資產進行分析，廣義貨幣增長主要由本地信貸增加所帶動。

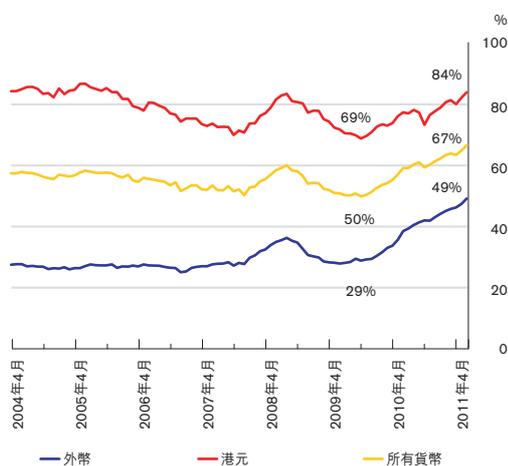
今年上半年，港元存款的增長速度遠低於外幣存款，情況與貸款增長的模式一致。除信貸增長這個因素外，香港的人民幣存款飆升，亦是外幣存款迅速增加的另一個重要因素。企業客戶透過跨境貿易結算收取的人民幣淨額錄得大幅增長，使人民幣存款由2010年12月底的3,149億元人民幣增至2011年6月底的5,536億元人民幣 (圖4.14)。2011年上半年，經由香港銀行進行的人民幣貿易結算額約達8,000億元人民幣，較2010年的3,700億元人民幣高出一倍有多。其中由內地匯入香港的匯款一直比由香港匯出至內地的匯款多，但是入款與出款的比例於近期已比較平衡。這個比例於2010年下半年為3.2，而2011年上半年為1.5。

2011年上半年，貨幣狀況指數下降，顯示擴張性的貨幣狀況持續 (圖4.15)。貨幣狀況指數降低，皆因港元實質有效匯率貶值以及實質利率因本地通脹升溫而下降所致。

## 專題 4

### 香港銀行業的貸存比率對本地利率的影響

圖 B4.1  
所有認可機構的貸存比率

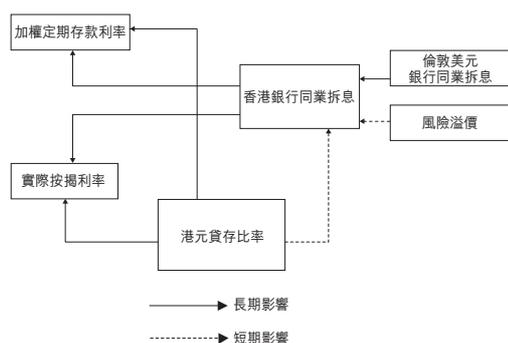


資料來源：金管局

香港銀行業的貸存比率於最近幾季明顯上升，以所有貨幣計算的貸存比率由2009年10月的50%升至2011年6月的67%。外幣部份的升幅尤其顯著，由29%升至49%，主要反映市場對美元貸款的需求。港元貸存比率亦有上升，但速度稍慢，於同期由69%升至84%（圖B4.1）。

近期貸存比率上升，反映本地流動性狀況由之前的過度充裕，回復至較正常水平。其對各類本地利率的影響有明顯分別。儘管香港銀行同業拆息持續偏軟，大致緊貼美國銀行同業拆息，但港元定期存款利率卻面臨上調壓力，反映銀行間爭奪零售資金的競爭加劇。與此同時，銀行對以香港銀行同業拆息為基準的按揭計劃收取較高息差，並更積極地推廣最優惠貸款利率按揭計劃，藉此提高按揭利率。在此環境下，本專題研究港元貸存比率上升對本地不同利率的潛在影響，包括香港銀行同業拆息、加權定期存款利率及實際按揭利率。<sup>19</sup>

圖 B4.2  
本地利率的主要決定因素



資料來源：金管局

在聯繫匯率制度下，香港銀行同業拆息長期而言應緊貼美國銀行同業拆息（即倫敦美元銀行同業拆息）。香港銀行同業拆息與倫敦美元銀行同業拆息的短期偏離，反映港元對美元的風險溢價（尤其是匯率風險），以及本地的流動資金狀況。就加權定期存款利率和實際按揭利率而言，儘管其水平部份取決於美國利率（透過影響香港銀行同業拆息），但本地市場狀況，包括流動資金及貸款需求，亦發揮明顯作用。圖B4.2列出本地利率的決定因素。我們亦設立實證模型來研究本地利

<sup>19</sup> 在本研究中，我們會探討港元貸存比率對最優惠貸款利率按揭計劃實際批出利率的影響，但不會研究對以香港銀行同業拆息為基準按揭計劃利率的影響，原因是只有前者才有足夠的長時間數據進行分析。然而，估算結果應同樣適用於評估貸存比率對以香港銀行同業拆息為基準實際按揭利率的影響。

**表B4.A**  
香港銀行同業拆息、加權定期存款利率及實際按揭利率模型及實證結果

變量	主要決定因素
香港銀行同業拆息(包括隔夜、1個月、3個月和12個月香港銀行同業拆息) <sup>(1)及(2)</sup>	<p>i. 我們估計倫敦美元銀行同業拆息會對年期長短相同的香港銀行同業拆息產生長期和短期影響。長期關係顯示，香港銀行同業拆息與倫敦美元銀行同業拆息趨於一致。短期而言，倫敦美元銀行同業拆息每上升1%，會導致香港銀行同業拆息上升不足1%。</p> <p>ii. 我們估計港元貸存比率在短期內會對香港銀行同業拆息造成非線性的正影響。若比率初時處於較高水平，則影響會較為強勁。只有當比率超過90%時，影響才會在統計上顯著呈現。結果顯示，貸存比率產生的任何影響均只屬短暫性質。</p>
定期存款利率(以加權定期存款利率衡量)	<p>i. 根據估計，3個月香港銀行同業拆息會對定期存款利率造成長期和短期正影響。假設香港銀行同業拆息因倫敦美元銀行同業拆息或風險溢價變動而上升100個基點，在短期和長期內會使定期存款利率分別上升36個基點和76個基點。</p> <p>ii. 我們估計港元貸存比率與定期存款利率存在長期正相關關係。</p>
以最優惠貸款利率為基準的按揭計劃的實際按揭利率	<p>i. 我們估計3個月香港銀行同業拆息會對實際按揭利率造成長期和短期影響。香港銀行同業拆息每上升100個基點，在長期和短期內會使實際按揭利率分別上升78個基點和9個基點。</p> <p>ii. 根據估計，港元貸存比率是實際按揭利率一個重要的長期決定因素，當貸存比率上升，實際按揭利率亦會隨之上升。</p> <p>iii. 根據估計，以物業價格衡量(以對數形式表示)的物業市場氣氛是實際按揭利率的一個長期決定因素。物業價格上升會推高實際按揭利率。</p>

註：

- (1) 在建立隔夜香港銀行同業拆息模型時，我們採用實質聯邦基金利率而非隔夜倫敦美元銀行同業拆息，原因是前者有足夠的長時間數據進行分析。
- (2) 模型亦包括虛擬變量AFC(定義為1997年9月至1998年9月期間等於1，否則等於0)，以控制亞洲金融危機期間香港銀行同業拆息急劇波動的影響。

資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

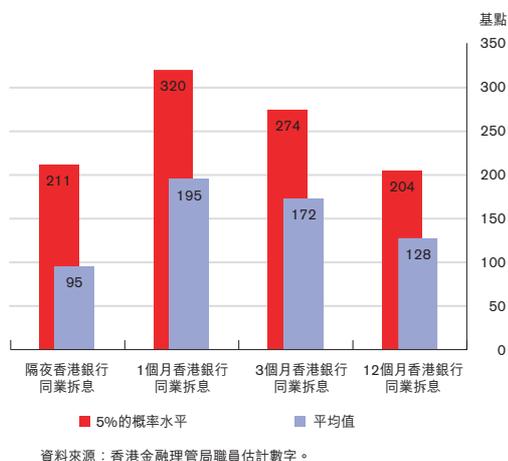
率的決定因素。估算結果呈列於表B4.A。我們採用Engle-Granger計量方法，並根據1996年8月至2011年3月期間的月度數據以有關模型作出估算。實證結果大體表明，流動資金狀況緊張(以港元貸存比率上升衡量)會對本地利率造成上升壓力，但對不同利率的影響會有所不同：

1. 具體而言，根據估計，當港元貸存比率高於90%時，對香港銀行同業拆息的影響方會呈現。<sup>20</sup>在這個前提下，港元貸存比率上升會對香港銀行同業拆息造成短暫影響，持續時間一般短於6個月。換言之，即使美元銀行同業拆息維持不變，香港銀行同業拆息最初亦會跟隨貸存比率上升，但隨後升勢會逆轉並回落至接近原來的水平。<sup>21</sup>此外，如果貸存比率原本處於較高水平，則估計影響會越大，呈現非線性特徵。
2. 有別於香港銀行同業拆息，無論港元貸存比率處於任何水平，加權定期存款利率和實際按揭利率均會受本地流動資金收緊所影響，且估計影響會持續，反映本地零售存款及貸款利率與美國零售存款及貸款利率之間的關係相對而言不如港元與美元銀行同業拆息密切。

<sup>20</sup> 換言之，在流動資金充裕的情況下，若港元貸存比率低於90%，則此比率上升可能不會對銀行同業拆息造成明顯影響。需要強調的是，香港銀行同業拆息開始受流動資金收緊影響的港元貸存比率臨界點為90%，反映只有在這項條件下，影響方會浮現。這項分析僅僅表明，若流動資金充裕，流動資金收緊不會對緊貼美元銀行同業拆息浮動的香港銀行同業拆息造成太大影響。我們不應將分析結果理解為港元貸存比率超過90%即屬警戒水平。

<sup>21</sup> 利率趨勢逆轉所需的時間因年期長短而異。

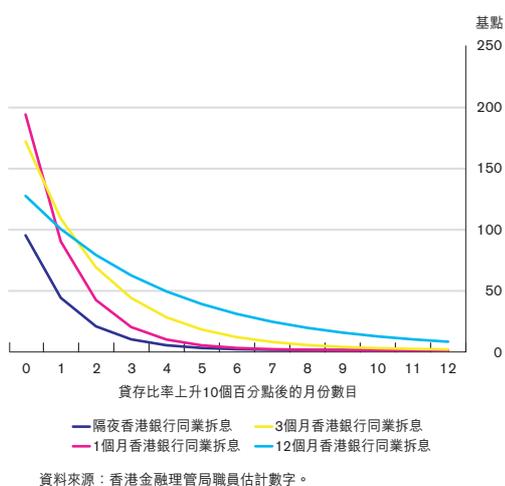
**圖 B4.3**  
港元貸存比率上升10個百分點  
對香港銀行同業拆息短期影響的估算  
(假設起始比率為90%)



為了估量本地流動資金收緊如何影響本地利率，我們採用估算模型研究港元貸存比率上升10個百分點對香港銀行同業拆息、加權定期存款利率及實際按揭利率的影響。本分析假設港元貸存比率的起始數值為90%。我們選擇這個起始數值的理由如下：(a)估算結果顯示，當貸存比率超過90%時，香港銀行同業拆息會承受較為明顯的上調壓力，及(b)鑑於貸存比率目前處於84%的水平，其中期內升至90%並非沒有可能。評估結果概述如下：

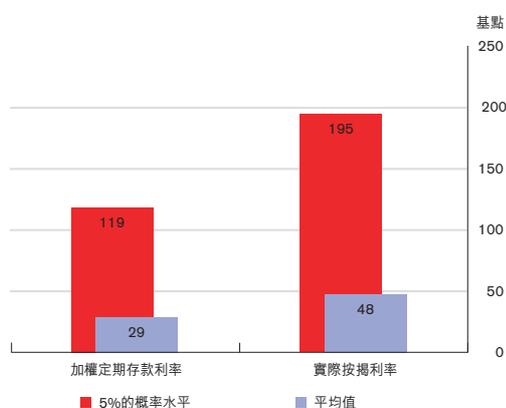
1. 模型所估算的對香港銀行同業拆息預期影響及95%單尾置信水平載於圖B4.3。結果顯示，對銀行同業拆息的預期短期影響介乎會使隔夜拆息上升95個基點至令1個月拆息上升195個基點。
2. 估算值的95%單尾置信水平顯示，影響很可能會遠遠超乎預期估計。舉例而言，在5%的概率水平時，對1個月香港銀行同業拆息的短期影響為上升320個基點。

**圖 B4.4**  
港元貸存比率上升10個百分點  
對香港銀行同業拆息長期影響的估算  
(假設起始比率為90%)



儘管如此，香港銀行同業拆息承受的影響只屬短暫性質，因為在聯繫匯率制度之下，香港銀行同業拆息會回復至與美元銀行同業拆息相若的長期均衡水平(圖B4.4)。舉例來說，當港元貸存比率由90%上升至100%時，1個月香港銀行同業拆息會於同月上升195個基點，但會在約6個月內逐步回落至原先水平。

**圖 B4.5**  
 港元貸存比率上升10個百分點對加權  
 定期存款利率及實際按揭利率長期影響  
 的估算



資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

就加權定期存款利率和實際按揭利率而言，長期預期影響估計分別為29及48個基點(圖B4.5)。在極端情況下，加權定期存款利率和實際按揭利率會分別上升119及195個基點。因此，我們不應忽視潛在的利率風險。

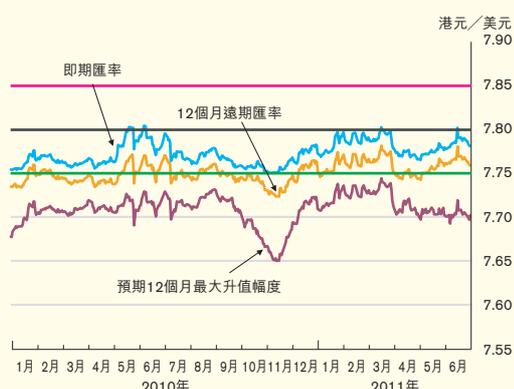
總結而言，實證結果大致顯示，本地流動資金如進一步收緊會對本地利率造成明顯的上調壓力。在聯繫匯率制度之下，雖然估計香港銀行同業拆息承受的影響屬短暫性質，但是定期存款利率及按揭利率承受的影響卻屬長期性質。因此，即使美國利率長期處於目前不常見的低水平，借款人及銀行亦應評估本地流動資金狀況突然變動，對利率風險可能造成的影響。

## 資金流

淨資金流的壓力仍然溫和。港元需求在第1季有所減弱，部份反映與股票相關的資金外流，但面對外圍環境波動，第2季的港元需求較為反覆。由於全球經濟環境及金融狀況變得不明朗，資金流在2011年餘下時間很可能會繼續波動。

### 4.3 資金流

**圖 4.16**  
匯率及根據貨幣期權價格計算的  
港元預期最大升值幅度



資料來源：彭博、摩根大通及香港金融管理局職員估計數字。

**圖 4.17**  
認可機構外幣資產淨額變動



註：正值顯示流入。  
資料來源：金管局。

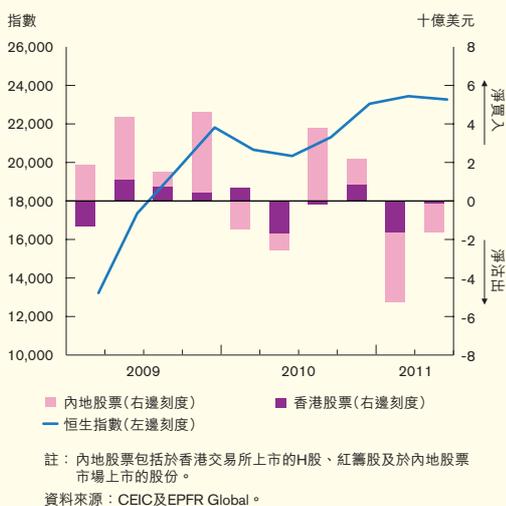
#### 港元資產需求

多項價格指標顯示，第1季的港元需求轉弱。首先，港元兌美元即期匯率由1月3日的7.7715轉弱至3月31日的7.7818。其次，儘管港元遠期匯率折讓在季內持續窄幅上落，但較2010年10月及11月初市場預期美國推出進一步量化寬鬆措施時的折讓大幅收窄。第三，根據貨幣期權價格計算的港元預期最大升值幅度亦顯示，市場傾向估計港元轉弱(圖4.16)。儘管如此，由於弱方兌換保證並未被觸發，加上港元即期匯率鮮有高過兌換範圍的中間水平，故沽售港元的壓力尚算溫和。

港元需求轉弱亦可從銀行體系的港元負債淨額變動裡看到。儘管貸款急速增長，第1季的港元存款仍輕微減少0.3%，約100億港元。認可機構的外幣資產淨額亦有所減少，延續了2010年尾的跌勢(圖4.17)。<sup>22</sup>由於外幣資產淨額的跌幅於季內逐漸收窄，所以沽出港元的壓力似乎亦於接近3月底時消退。

<sup>22</sup> 留意認可機構外幣資產淨額(數值上相等於港元負債淨額)的變動會受到價格及匯率改變等估值變動的影響，所以它們僅屬港元資金流淨額的代理指標。

**圖 4.18**  
股票資金流的市場調查



**圖 4.19**  
於香港籌集的股票資金



**圖 4.20**  
2011年匯率變動



港元需求於第1季轉弱，可部份歸因於與股票相關的資金流走及股市集資活動減少。新興市場經濟體系的通脹於2010年尾及2011年初不斷攀升，或會促使各國政府推出收縮性宏觀經濟政策，加上中東及北非地區爆發動亂，均令投資者更加憂慮。與此相反，因為一系列利好數據的公佈，令若干主要發達經濟體系的增長前景好轉。由於全球經濟展望轉變，所以較早前流入新興市場經濟體系的股票資金出現逆轉。就此情況，部份投資者獲利回吐及重新配置資產，並於第1季將資金撤出本地股市（圖4.18）。另一項可能構成港元需求轉弱的原因是股市集資活動減少，其中在本地股市籌集的資金額於第1季與前兩個季度相比顯著下降（圖4.19）。

港元需求在第2季較為反覆，於4月整體上呈現買入壓力，但於5月及6月則出現沽售壓力。就整個季度而言，港元即期匯率變動不大，於6月30日收市報7.7825，而於4月1日收市報7.7817。港元遠期匯率折讓及根據貨幣期權價格計算的港元預期最大升值幅度均窄幅上落。季內港元存款稍稍增加0.3%，約100億港元。認可機構的外幣資產淨額亦有所上升。

外圍環境波動是第2季港元需求較為反覆的主要原因。由於美國經濟增長前景轉差，導致美元兌其他主要貨幣貶值，所以4月港元即期匯率轉強（圖4.20）。月內港元存款及認可機構外幣資產淨額上升，亦反映港元需求增加。此外，首次公開招股活動增多亦可能為港元需求提供支持（圖4.19）。相反，由於歐洲主權債務問題、美國財政困局，以及內地經濟可能出現硬著陸的猜測令市場信心受損，所以5月及6月的港元即期匯率大致轉弱。綜合這兩個月計算，港元存款及認可機構外幣資產淨額都收縮。

截至8月底的數據顯示，港元需求持續波動。美國主權評級下調以及隨後的全球股市暴跌打擊投資者信心，港元即期匯率因此而轉弱，於8月31日收市報7.7951。

圖 4.21  
經常帳盈餘

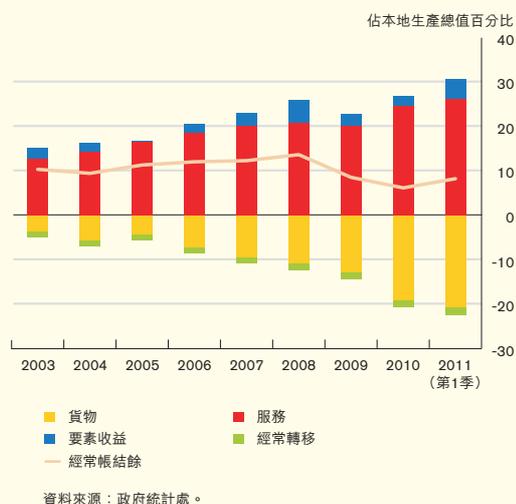
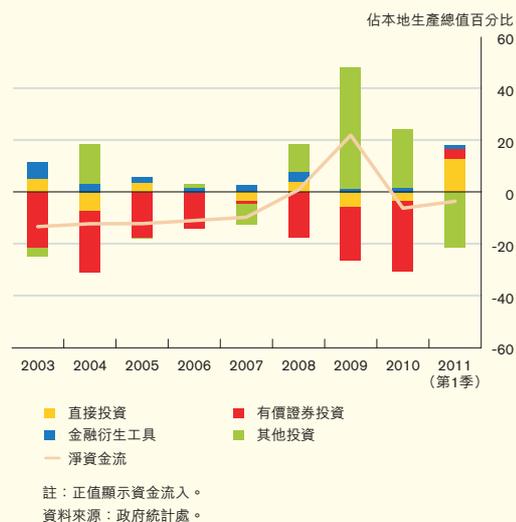


圖 4.22  
跨境資金流



### 國際收支平衡及跨境資金流

最新國際收支平衡統計資料顯示，儲備資產於第1季繼續增加。在負債證明書及外幣資產收入增加帶動下，儲備資產於2011年第1季上升187億港元。儲備資產增幅佔同期本地生產總值的4.1%，與2010年相若；而2008年及2009年的平均值為24.8%，當時資金流入異常強勁，導致金管局於外匯市場沽出港元、購入美元，因而使儲備資產急增。

經常帳盈餘佔本地生產總值的百分比在2009年及2010年收窄之後，於2011年第1季擴闊至9.0%，達406億港元（圖4.21）。經常帳盈餘得以改善，是由於服務貿易盈餘及要素收益增長超過商品貿易赤字擴大所致。服務貿易盈餘進一步上升由金融及旅遊服務所帶動。另外，在貿易條件惡化（即出入口價格比率下降）的情況下，進口商品價值錄得較大的升幅，導致商品貿易赤字擴大。

在2008年及2009年全球金融危機期間有資金大量流入香港，但於2010年及2011年第1季則重新錄得私人金融資金淨流出。用佔本地生產總值的百分比比較，這些資金淨流出少於2003年至2007年的平均水平（圖4.22）。<sup>23</sup> 2011年第1季的私人金融資金流出淨額為155億港元，佔本地生產總值的3.4%。按組成部份分析，香港錄得資金淨流出是由於有關貸款及存款的投資（「其他」投資）淨流出超過直接投資及證券投資淨流入。

<sup>23</sup> 鑑於香港在過去錄得可觀的經常帳盈餘，在儲備資產變化不大的情況下，香港出現私人金融資金淨流出實屬正常。

圖 4.23  
銀行貸款跨境資金流



表 4.A  
跨境有價證券投資資金流

(十億港元)	2010				2011
	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季
來自香港居民					
股票證券	-89.6	-145.4	-13.8	-112.5	-51.5
債務證券	-10.6	80.3	-86.1	-140.1	60.3
來自非香港居民					
股票證券	6.0	-31.5	-17.7	65.0	-2.5
債務證券	8.7	-4.5	12.0	7.0	11.4

註：正值顯示資金流入。  
資料來源：政府統計處。

圖 4.24  
股市表現



部份受本地銀行向非居民貸款所推動，有關存款及貸款的投資於第1季錄得淨流出。香港銀行的海外貸款繼2009年全球金融危機期間驟減之後，於2010年及2011年第1季迅速反彈，導致在香港境外使用的貸款總額上升以及跨境貸款資金淨流出（圖4.23）。從香港銀行對內地客戶債權大幅攀升可見部份流出貸款與內地需求有關，內地借款人從而受惠於低企的美元及港元利率。

另一方面，證券投資於第1季錄得資金淨流入，主要是由於債務證券投資流入超過股票證券投資流出（表4.A）。根據國際收支平衡統計資料，香港居民於2011年第1季減持非本地債券及票據約達1,070億港元，導致債務證券投資大量流入。銀行業資產負債表數據亦顯示，認可機構持有境外發行的浮息票據及外國政府債券減少。投資者的風險偏好於1月及2月初增強，部份資金亦可能已由債券流向其他風險較高的投資。這一定程度上導致主要發達經濟體系的長期政府債券收益率上升。

由於香港居民買入非居民股票以及非居民減持香港股票，故此股票證券投資於第1季繼續錄得淨流出（表4.A）。股票投資淨流出據報反映發達經濟體系前景改善。另外，市場日益擔憂部份區域經濟體系可能推出收縮性宏觀經濟政策，投資者因而有意獲利回吐及決定重新配置投資組合，帶動股票資金流走。調查數據亦顯示，投資者於第1季淨沽出香港股票及內地股票，表明股票資金可能已由本地股市流向其他發達經濟體系的股市。事實上，同期美國股市表現較本地股市優勝（圖4.24）。

### 資金流展望

美國主權信貸評級下調、發達經濟體系的增長前景轉弱，加上歐洲主權債務問題重燃市場憂慮，已經引發近期全球股市動盪，而全球金融狀況在未來將更加波動。新興市場經濟體系的經濟面臨過熱壓力，亦為它們的經濟前景蒙上陰影。因此，資金流向及規模仍然極不明朗，實際情況將很大程度取決於2011年餘下時間全球經濟前景的發展形勢。

## 資產市場

在過去6個月，資產市場經歷多番衝擊。本港股市初段窄幅上落，但及至回顧期末時，全球股市出現拋售潮，本港股市亦應聲下挫，引伸波幅大幅飆升。本港債券市場持續擴大。特別是，離岸人民幣債券的發行人顯著增加，反映了各種因素的綜合影響。隨著境外企業使用更多人民幣直接投資國內，這趨勢應該會延續下去。

繼政府推出多輪穩定市場政策措施之後，住宅物業市場進入整固階段，反映在全球經濟前景不明朗的陰霾下，市場信心較為薄弱。然而，於回顧期內，隨著投機活動增加，工商物業市場持續暢旺。

### 4.4 股市

圖 4.25  
香港的股票指數及平均成交量



資料來源：彭博。

儘管外圍環境惡化，但本港股市初時表現出非比尋常的韌力，惟踏入夏季之後，全球股市出現拋售潮，本港股市最終亦難獨善其身。日本發生強烈地震後，股市交投出現本能反應，應聲下挫，此後一直窄幅上落。美國債務上限談判陷入僵局，在夏季後期成為了市場的焦點。

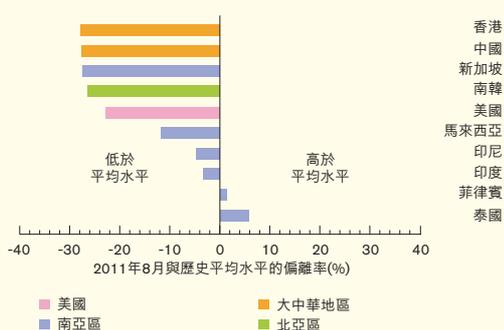
美國總統奧巴馬與國會議員在最後關頭達成協議，雖使美國避過了主權違約危機，但無法阻止標準普爾調低美國的主權信貸評級，加上歐洲銀行在歐洲債務危機升級之際，紛紛收緊流動資金，引發全球大舉拋售風險資產，恒生指數暴跌至19330.7點，觸及15個月以來的低位（圖4.25）。雖然其後成交量反彈，顯示投資者趁低吸納，但仍無法收復失地。

**圖 4.26**  
經週期性調整的恒生指數及恒生中國企業指數的市盈率



整體而言，3月至8月期間，恒生指數及恒生中國企業指數(簡稱H股指數)分別下跌12.2%及13.3%。各項分類指數中，金融分類指數急挫18.5%，反映市場預期金融機構在全球經濟下滑的大格局下表現較弱。受惠於避險資產性質，公用事業分類指數逆市上升，升幅達13.5%。在回顧期內，小型股(虧損15.8%)所受的衝擊較中型股(13.3%)及大型股(9.9%)嚴重，符合宏觀經濟前景轉弱的預期。

**圖 4.27**  
美國市場及亞洲市場(日本除外)的市盈率



展望未來，全球前景更欠明朗，尤其是受到美國經濟會否再度陷入衰退，以及歐洲債務危機機會否蔓延至歐元區核心成員國等問題困擾，預料市場信心仍較為薄弱。儘管現時估值大幅下降，但經週期性調整後，恒生指數及H股指數的成份股的市盈率分別降至13.1倍及10.3倍，意味投資者仍持非常審慎的態度(圖4.26)。踏入8月底，經歷近期的急劇下調後，亞洲大多數股市均錄得低於平均水平的市盈率。在區內，以比較本身歷史平均值而言，香港市場是錄得最低市盈率的市場之一(圖4.27)。

\* 由於外國投資者不能在內地自由投資A股，中國以H股為代表。內地B股市場由於市值低且流動性不足，故此不被採用。  
註：歷史平均水平指各個樣本期的中位數，各個市場的樣本期長短不一，最長由1980年開始，最短由2003年開始。

**圖 4.28**  
恒生指數及恒生中國企業指數的波幅指數



註：恒生指數波幅指數是由恒生指數有限公司提供，而恒生中國企業指數波幅指數是經香港金融管理局職員估算。  
資料來源：彭博及香港金融管理局職員估計數字。

恒生指數及恒生中國企業指數的期權引伸波幅急升至29個月以來的高位(圖4.28)，亦可見投資者態度極為審慎。於回顧期內，市場的期權引伸下跌風險(以未來1個月內恒生指數下跌10%衡量)由5.0%的平均水平迅速飆升至13.0%(圖4.29)，與市場氣氛相符。

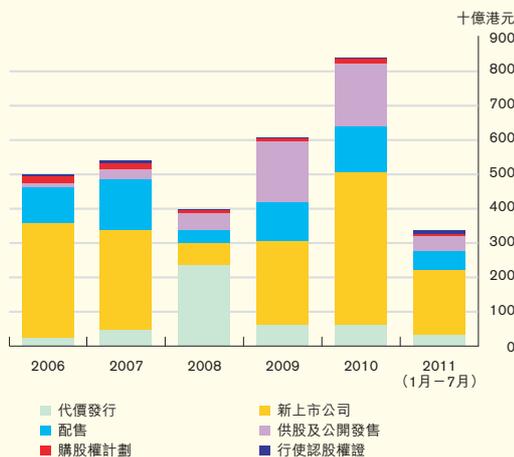
與此同時，2011年首7個月內，發行市場活動依然暢旺，總集資額達3,356億港元，較去年同期增加16.8%(圖4.30)。然而，鑑於前景更欠明朗，要在下一個回顧期裡維持強勁增長，將對市場構成一項考驗。

**圖 4.29**  
未來1個月內恒生指數下跌10%的期權引伸概率



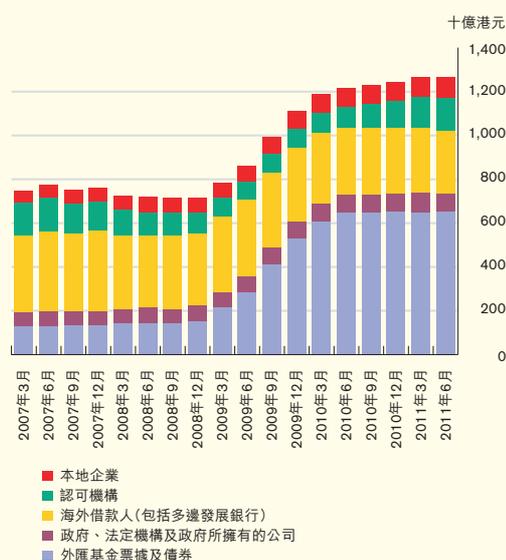
資料來源：彭博及香港金融管理局職員估計數字。

**圖 4.30**  
香港的股票集資額



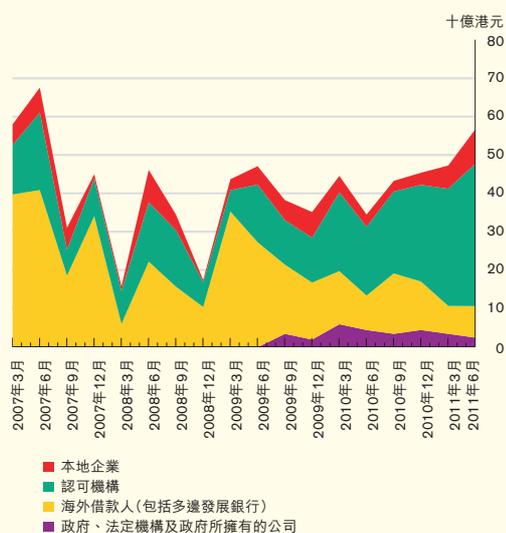
資料來源：CEIC及香港金融管理局職員計算數字。

圖 4.31  
未償還的港元債務



資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

圖 4.32  
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務



資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

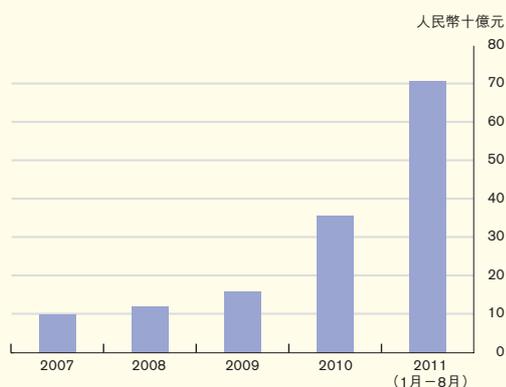
## 4.5 債務市場

於過去1年，港元債券市場穩步發展。截至2011年6月底，未償還的港元債務總額達12,697億港元的記錄新高，按年增長4.3%，相當於港元貨幣供應量M3的32.5%或整個銀行業港元資產的25.2%。在未償還債務總額當中，51.5%為外匯基金票據及債券，其餘則為認可機構、本地企業以及政府、法定機構及政府所擁有的公司的債務(圖4.31)。與此同時，外匯基金票據及債券的收益率曲線亦有所下移，反映美國國債收益率整體下降。<sup>24</sup>

2011年上半年的新債發行按年增長4.7%至10,257億港元，成為債市的增長動力。為滿足銀行的流動性管理需求，金管局持續增加供應短期票據，令外匯基金票據及債券佔新債發行多達88.9%。此外，於2011年上半年，根據政府債券計劃向機構投資者發行的兩年及五年期債券總值高達60億港元。私人機構的債務發行活動亦相當活躍，2011年上半年認可機構及本地企業發行的新債按年分別增長75.8%及101.6%，合共佔新發行非外匯基金票據及債券總量的72.9%(圖4.32)。

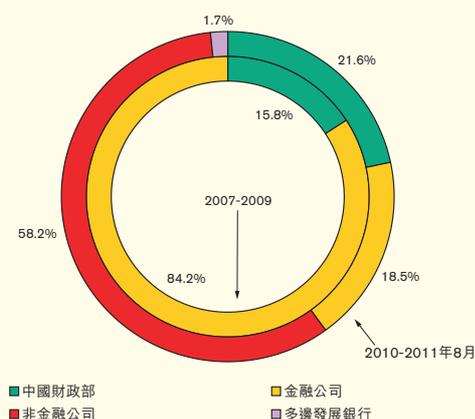
<sup>24</sup> 詳情請參閱第4.1節。

**圖 4.33**  
新發行的離岸人民幣債券



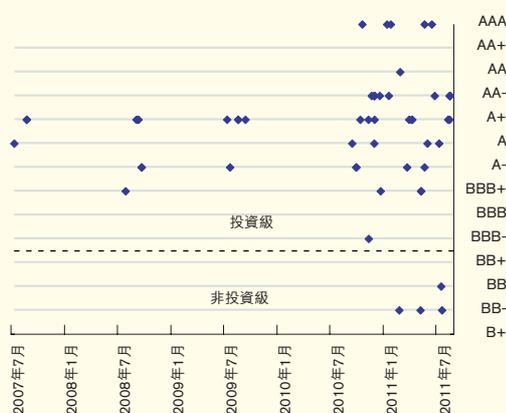
資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

**圖 4.34**  
離岸人民幣債券發行機構的類別



資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

**圖 4.35**  
新發行離岸人民幣債券的信貸評級



資料來源：Dealogic。

在港元債務市場穩步發展之際，香港的離岸人民幣債券市場亦強勁增長。2011年首8個月的離岸人民幣債券發行額達708億元人民幣，較2010年全年錄得的發行額358億元人民幣高出接近一倍(圖4.33)。與前數年相比，發行者類別日益多元化，不僅涵蓋金融公司及財政部，亦有非金融公司及多邊發展銀行(圖4.34)。因此，在獲得信貸評級的離岸人民幣債券(佔總發行額的60%以上)中，其信貸評級分佈更為廣泛(圖4.35)，而前數年的評級則只是集中於BBB+至A+的範圍內(以標準普爾評級標準為基礎)。<sup>25</sup>

<sup>25</sup> 未評級債券的信貸質素未必較低。擁有高信貸評級的發行人通常會出於成本考慮而不會為部份債券取得信貸評級，尤其是年期較短的票據或發行規模較小的債券。

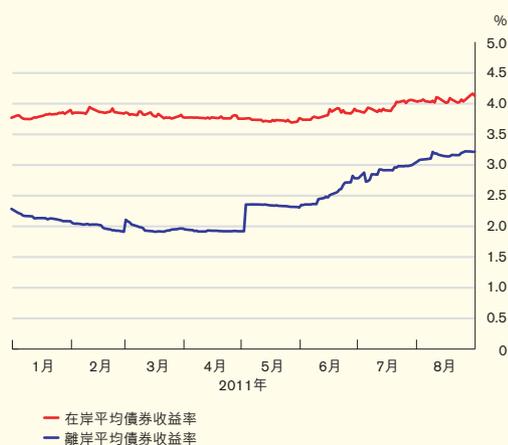
**圖 4.36**  
香港的未償還人民幣債券及人民幣存款



資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

人民幣債券市場強勁增長，反映一系列利好因素。尤其是香港人民幣存款迅速增加，大大推動人民幣債券的需求（圖 4.36）。市場預期人民幣持續升值，亦使人民幣債券對以港元為基礎貨幣的投資者更具吸引力。從供應方面而言，離岸人民幣市場的融資成本較低，亦刺激內地機構來港發行離岸人民幣債券（圖 4.37）。展望未來，內地進一步放寬外商使用人民幣直接投資國內的限制，將刺激香港的人民幣債券發行額進一步增長。

**圖 4.37**  
在岸及離岸人民幣債券的收益率



— 在岸平均債券收益率

— 離岸平均債券收益率

註：滙豐離岸人民幣債券指數及滙豐亞洲本地債券指數的平均收益率，分別用作離岸及在岸平均債券收益率的代理指標。

資料來源：彭博。

## 4.6 物業市場

**圖 4.38**  
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

### 住宅物業市場

2011年上半年，住宅物業市場仍相對暢旺。但是，隨著政府及金管局於6月推出另一輪穩定樓市措施，加上全球經濟前景更欠明朗，影響物業投資氣氛，住宅物業市場近期呈現轉弱跡象。住宅物業價格於2011年上半年上升14.8%，但7月卻按月下跌1.7%（圖4.38）。地產代理統計的臨時買賣記錄進一步顯示，住宅物業價格在8月和9月初仍然大致向下（圖4.39）。與此同時，自去年12月以來，物業交投活動已有所緩和，很大程度上反映徵收額外印花稅及審慎監管措施的成效。上半年平均每月於土地註冊處註冊的買賣合約約為9,200份，較去年每月平均數下跌近20%。註冊數字在7、8月進一步分別減少至5,300份和5,400份。根據地產代理統計的臨時買賣記錄，9月初交投依然疲弱。

**圖 4.39**  
物業代理估算的住宅物業價格及成交量



資料來源：美聯物業及中原地產代理有限公司。

圖 4.40  
置業負擔能力指標



圖 4.41  
買租價差\*

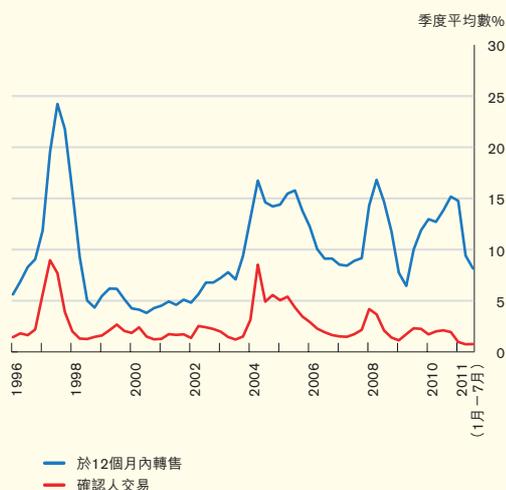


由於住宅物業價格增長較收入快，置業負擔能力進一步轉差。根據金管局的內部估算，6月的收入槓桿比率（一般50平方米單位的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數之間的比率）達到53%，而6個月前則為51%。同期，住宅物業價格與收入比率（一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的一年家庭入息中位數之間的比率）亦從11.3升至11.9（圖4.40）。豪宅市場的收入槓桿比率及價格收入比率亦有所上升。<sup>26</sup>就自住與租住選擇而言，置業成本的增幅仍超過租賃成本。因此，買租價差（即置業成本與租賃成本的比率）較6個月前呈穩步上升趨勢，雖然近期租金上升較快，令買租價差略為回軟（圖4.41）。

2011年上半年，按揭貸款繼續迅速增長。於6月底，未償還按揭貸款較去年6月上升16.0%，較今年3月底亦上升3.5%。但自6月初推出更嚴格的審慎監管措施以來，根據金管局的住宅按揭每月統計調查，7月的新取用貸款明顯減少，顯示按揭貸款增長可能已經轉弱。最近推出的措施，將價值1,000萬港元及以上的住宅物業的最高按揭成數降至50%，至於價值700萬港元至1,000萬港元的住宅物業，最高按揭成數則降至60%。若按揭供款並非來自本地收入，最高按揭成數至少再降低10個百分點。同時，實際供款與入息比率上限50%及壓力測試規定繼續適用。對於以資產淨值為基礎的按揭貸款，最高按揭成數改為40%。根據住宅按揭每月統計調查統計，新造按揭的按揭成數由2010年的60.2%下降至2011年上半年的56.1%及7月的53.9%，顯示金管局推出的審慎監管措施已見成效。此外，部份由於其他貸款需求殷切，銀行提高了新批貸款的按揭利率（例如，自3月以來，銀行已將拆息按揭的貸款利率調高約110個基點）。在經濟穩健增長的環境下，預期整體信貸需求在下半年依然強勁，銀行貸款利率料將繼續面對上調壓力。

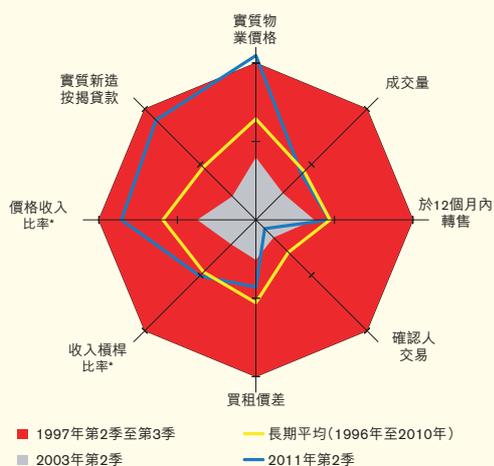
<sup>26</sup> 豪宅市場的收入槓桿比率及價格收入比率是參考一般150平方米單位的平均價格及私人住宅住戶的家庭入息第95百分位數計算。

**圖 4.42**  
 確認人交易及買入、持有至出售期  
 不足12個月的轉售活動



資料來源：中原地產代理有限公司。

**圖 4.43**  
 房屋市場的圖表分析



\* 以私人住宅住戶的家庭入息中位數計算。

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香港金融管理局職員估計數字。

當局推出額外印花稅及更嚴格的審慎監管措施，成功令住宅物業市場的炒賣活動有所收斂。根據中原地產代理有限公司的資料，確認人交易由2010年的每月平均180宗(佔二手市場總成交量1.6%)下降至7月的33宗(0.6%) (圖4.42)。買入、持有至出售期不足12個月的轉售活動亦由每月平均1,273宗(佔二手市場總成交量13.7%)下降至306宗(7.1%)。鑑於徵收額外印花稅能夠有效遏止炒風，確認人交易於短期內大幅攀升的可能性不大。

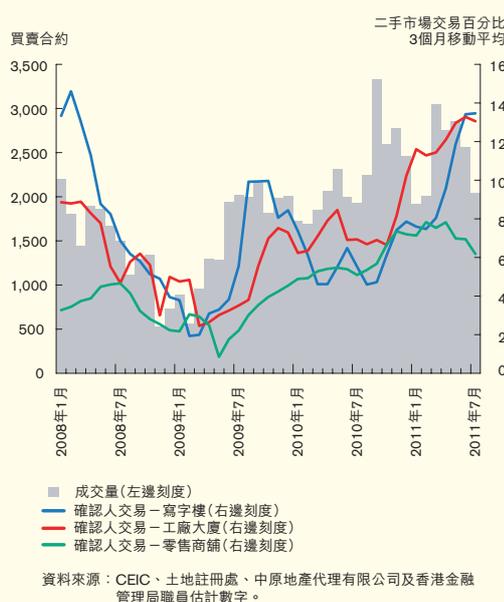
我們可以利用涵蓋8項住宅物業相關指標的圖表來概括近期市況。圖4.43的八邊形描述了這些指標自1997年以來的高位(1997年第2季至第3季)和低位(2003年第2季)及近期走勢。位於左上方的指標，即實質物業價格、實質新造按揭貸款及價格收入比率已接近或超過1997年的高位。然而，位於右方的指標，即成交量、短期交易及確認人交易則比較接近2003年的低位及長期平均水平，表明市場交投相對薄弱。就持貨成本指標(即收入槓桿比率及買租價差)而言，物業價格飆升的影響因利率極低而被部份抵銷，所以這些指標大致上仍與歷史標準相若。

**圖 4.44**  
實際及預測的新落成私人住宅單位



今年的新單位供應預期會略為減少，但中期而言會逐步回升。由於過去數年賣地及重建項目都比較疏落，短期內將繼續對新單位供應造成影響，而事實上，物業發展商在今年首7個月僅建成約4,700個住宅單位(圖4.44)。但中期而言，由於政府積極增加土地供應(包括透過主動賣地及招標確保土地供應穩定)，新單位的供應量預期將會上升。其實政府在2011/12年度可供出售的住宅用地(參見勾地表及招標出售土地表)，已較2010/11年度多。連同契約修訂、換地交易及私人協約方式批地，尤其是港鐵上蓋及市區重建局的重建發展項目，潛在供應量可能會進一步增加。

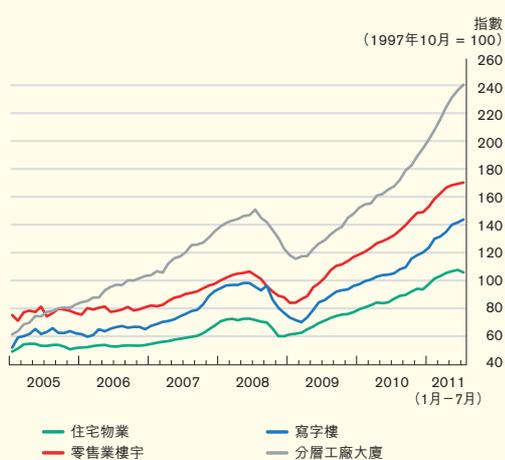
**圖 4.45**  
非住宅物業的成交量及確認人交易



### 工商物業市場

工商物業市場在2011年上半年繼續向好。每月於土地註冊處註冊的非住宅物業(工商物業佔多數)買賣合約平均達2,520份，較2010年的每月平均數高出約12%(圖4.45)，雖然註冊數字在7、8月有所減少。投機活動仍進一步加劇，寫字樓及工廠大廈的確認人交易在第2季持續攀升，佔二手市場交易

**圖 4.46**  
分類物業價格指數

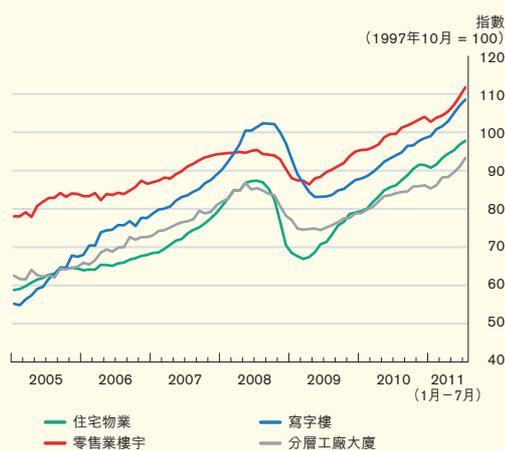


資料來源：差餉物業估價署。

百分比分別高達14%及13%。隨著交易活動暢旺，工商物業價格也急速上升，1至7月間寫字樓、零售業樓宇及分層工廠大廈的價格飆升14-23% (圖4.46)。與此同時，租金亦有所上漲，但幅度相對溫和 (圖4.47)，工商物業的租金收益率因而降至3-4%的低水平 (圖4.48)。鑑於市場熾熱，金管局已經將按揭貸款的審慎監管措施延伸至非住宅物業，將這些物業的最高按揭成數降至50%。此外，自2011年6月起，以資產淨值為基礎的按揭 (乃非住宅物業常見融資形式)，最高按揭成數亦已降至40%。

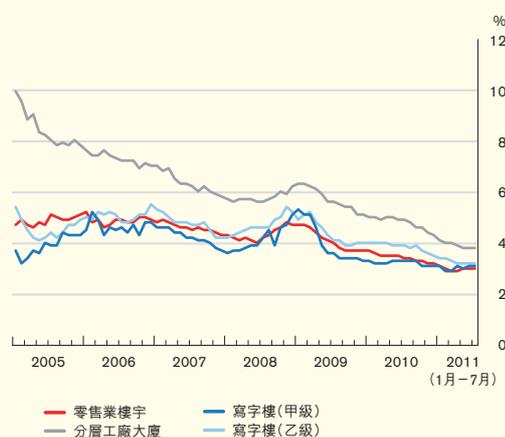
有關非住宅物業市場的近期發展詳情概述，請參見專題3。

**圖 4.47**  
分類物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

**圖 4.48**  
分類物業租金收益率

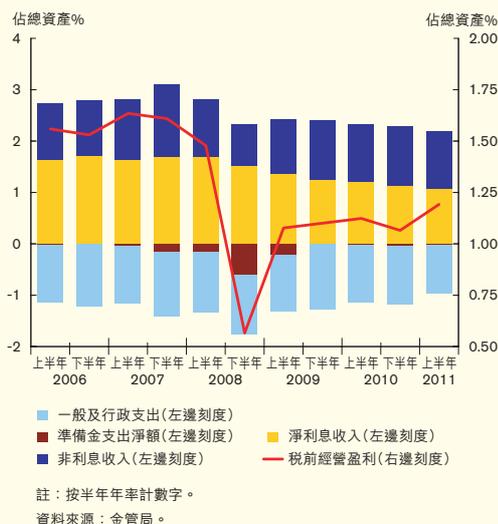


資料來源：差餉物業估價署。

## 5. 銀行業的表現

在資本水平遠較國際標準為高，而流動性良好的情況下，零售銀行於報告期內繼續錄得盈利增長，貸款組合的資產質素亦進一步改善。迄今為止，銀行業成功抵禦了包括歐洲主權債務危機、美國經濟放緩，以及信貸評級機構下調美國主權信貸評級等多番外來衝擊。然而，鑑於外部環境的不明朗因素增多，金融市場較以前更為動盪，對於債務危機對全球銀行體系可能造成的擴散影響及資金突然外流的風險需保持警惕。而過去兩年貸款快速增長，特別是物業相關貸款及中國內地相關貸款，所帶來的潛在信貸風險亦需密切監察。在當前環境下，推行具前瞻性的風險管理方法及遵循穩健的批核準則實屬至為重要。

圖 5.1  
零售銀行盈利



### 5.1 盈利及資本額

#### 盈利

零售銀行<sup>27</sup>的盈利在2011年上半年錄得增長，整體除稅前盈利較2010年下半年增加22.4%。資產回報亦由1.07%增長至1.19%（圖5.1）。增長主要得益於服務費收入的增加及其他撥備淨支出的減少。同時，儘管息差不斷收窄，但由於計息資產的增長較快，令淨利息收入亦輕微增加。

<sup>27</sup> 除非另有說明，否則本章中所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

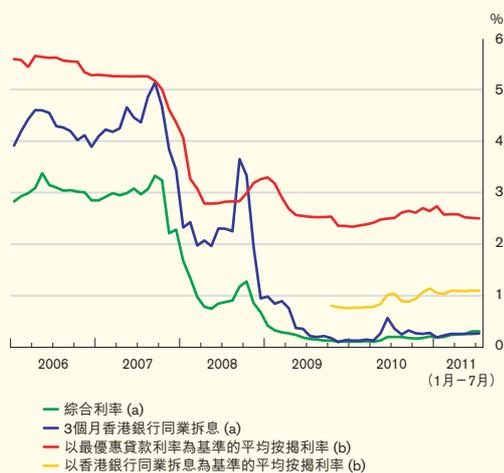
**圖 5.2**  
零售銀行淨息差



註：按季年率計數字。  
資料來源：金管局。

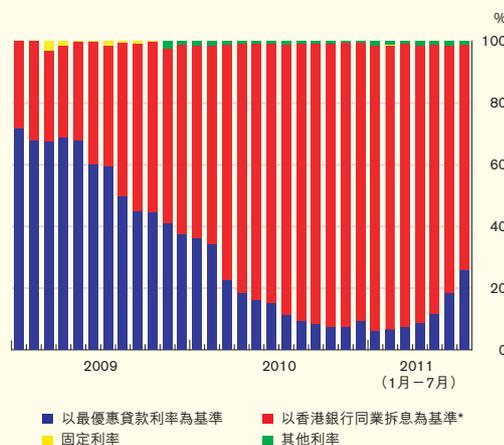
淨息差延續近幾年的收窄趨勢，由2010年第4季的1.26%降至2011第2季的1.19% (圖5.2)。銀行近期紛紛提高了以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率，此舉有利於改善淨息差。不過，由於反映平均資金成本的綜合利率於2011年1至7月間上升了10個基點，而最優惠貸款利率維持不變 (圖5.3)，令以最優惠貸款利率為基準的按揭息差收窄。同時，以最優惠貸款利率為基準的按揭佔全部新批按揭貸款的比例由2010年12月的9.4%大幅上升至2011年7月的25.9% (圖5.4)。這將如何影響淨息差仍有待觀察。

**圖 5.3**  
利率



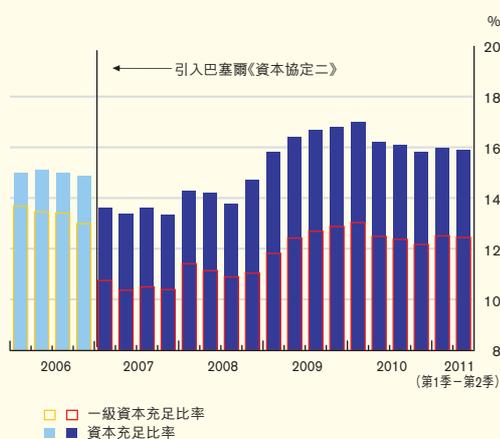
註：  
(a) 期末數字。  
(b) 獲批貸款的期內平均數字。  
資料來源：金管局及香港金融管理局職員估計數字。

**圖 5.4**  
按參考利率劃分的新批按揭比例



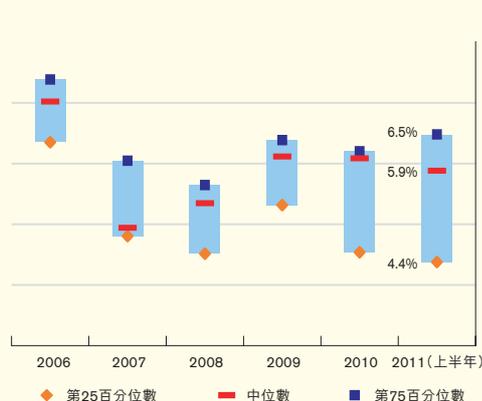
\*2009年11月前包括「其他利率」。  
資料來源：金管局。

**圖 5.5**  
本地註冊認可機構資本額



註：  
1. 綜合狀況。  
2. 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巴塞爾《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月的數據直接比較。  
資料來源：金管局。

**圖 5.6**  
香港銀行的槓桿比率



註：  
1. 綜合狀況。  
2. 樣本涵蓋7間香港上市銀行。  
3. 槓桿比率是指一級資本佔總資產的比率。  
4. 數值越高代表槓桿水平越低。  
5. 2011年比率採用中期業績計算，因為進行此項分析時2011年全年業績尚未公佈。  
資料來源：Bankscope及各銀行的年報與中期報告。

## 資本額

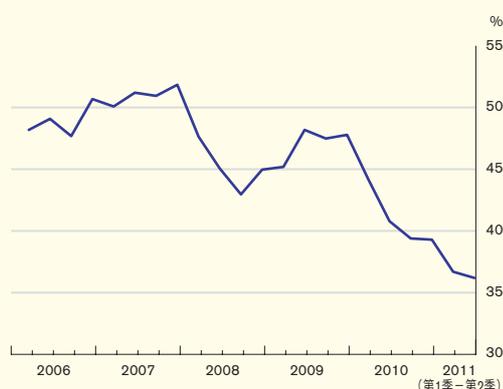
銀行業的資本額依然遠高於國際標準。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率由2010年年底的15.8%輕微上升至2011年6月的15.9% (圖5.5)，而一級資本充足比率 (即一級資本佔風險加權總資產的比率) 則由12.2%升至12.5%。

作為風險基準資本比率的一項補充指標，槓桿比率 (即一級資本佔總資產的比率) 於報告期內保持穩定，6月底的中位數為5.9% (圖5.6)。

2010年後期及本年上半年，多間銀行成功發行新股以維持資產增長，增強抵禦外來衝擊的能力及為新的巴塞爾《資本協定三》框架做準備。短期內，可能有更多銀行陸續發行股份。這些集資活動的進行與否，仍須視乎全球股市氣氛而定。而由於外圍環境不明朗因素增多，金融市場較之前更為動盪，全球股市近期一直面臨壓力。儘管如此，香港銀行業相對穩健的財務狀況應能支持其集資活動。此外，根據金管局對銀行所提交業務計劃進行的初步審核<sup>28</sup>，信貸業務在上一年迅猛增長過後，2011年下半年增速預計將會放緩，因而銀行業為擴張信貸而集資的需要可望減輕。

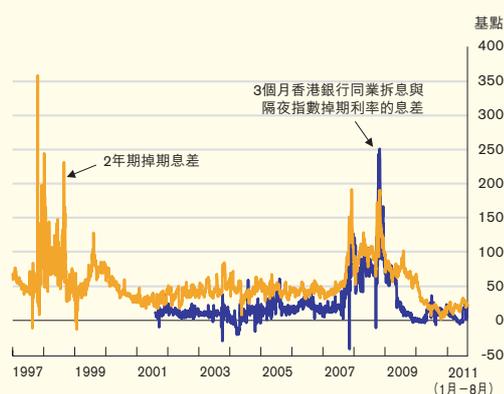
<sup>28</sup> 詳情請參閱金管局網站所載2011年5月23日「立法會財經事務委員會簡報會」。

**圖 5.7**  
零售銀行流動資金比率



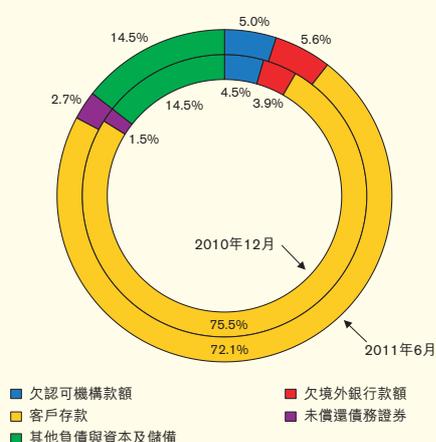
註：按季平均數字。  
資料來源：金管局。

**圖 5.8**  
3個月香港銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差及2年期港元掉期利率的息差



資料來源：彭博。

**圖 5.9**  
零售銀行負債結構



註：  
1. 數字指佔總負債(包括資本及儲備)的百分比。  
2. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。  
資料來源：金管局。

## 5.2 流動資金與資金來源

儘管平均流動資金比率在報告期內進一步下降，但銀行體系的資金狀況仍然穩健。零售銀行平均流動資金比率由2010年第4季的39.3%，下降至2011年第2季的36.2% (圖5.7)，主要反映近期銀行將銀行同業債權等流動性較高的資產，轉變為貸款及墊款等流動性較低的資產的趨勢。儘管如此，平均流動資金比率仍遠高於25%的最低監管要求。

歐洲主權債務危機、美國經濟增長放緩及信貸評級機構下調美國主權信貸評級再度引起市場擔憂，惟迄今為止對本地銀行同業流動資金的影響有限。儘管3個月香港銀行同業拆息與3個月隔夜指數掉期利率<sup>29</sup>的息差擴闊至8月底的24基點，但較其歷史表現仍屬於相對較低水平 (圖5.8)。與此同時，較長期資金的流動性大致保持穩定，2年期港元掉期利率的息差<sup>30</sup>維持在約25基點的水平。<sup>31</sup>

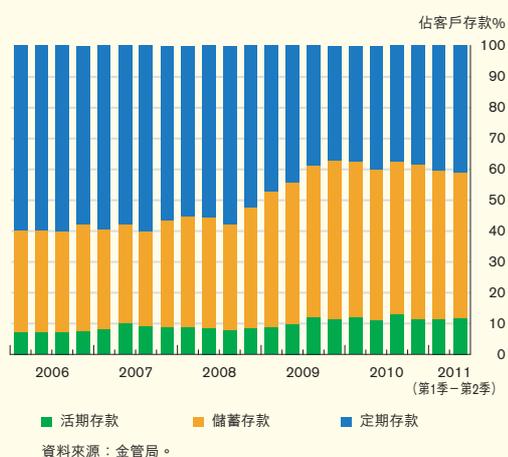
客戶存款仍是零售銀行的主要資金來源，儘管其佔銀行業總負債的比例已由2010年年底的75.5%降至2011年6月底的72.1% (圖5.9)。而其他資金來源，特別是發行外幣債務證券，所佔比例於同期輕微上升。同時，客戶存款結構保持穩

<sup>29</sup> 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部份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) 的差額進行交換。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，香港銀行同業拆息與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。

<sup>30</sup> 掉期息差指「以定息換浮息」利率掉期之利率與相同年期外匯基金票據或債券的收益率之間的息差。

<sup>31</sup> 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。

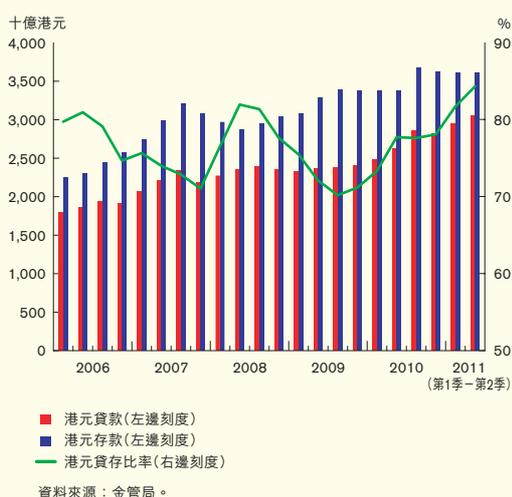
**圖 5.10**  
零售銀行客戶存款結構



定。由於銀行調高利率以吸引較長期存款，定期存款佔客戶存款總額的比例扭轉了近期的下滑趨勢，由2010年年底的38.6%上升至2011年6月底的41.2% (圖5.10)。然而，這一比例仍遠低於2008年及之前的50%以上的水平，表明零售銀行存款的平均年期可能仍然維持在較低水平，而銀行業流動性可能會更受資金外流影響。

2011年上半年，銀行貸款繼續快速增長，而客戶存款增長則相對較慢，導致所有認可機構的港元貸存比率躍升約6個百分點，達84.3% (圖5.11)。同時，以所有貨幣計算的貸存比率由2010年年底的61.6%，進一步上升至6月底的66.8% (圖5.12)。零售銀行方面，上述比率於報告期內亦分別提高至

**圖 5.11**  
所有認可機構的港元貸存比率



**圖 5.12**  
所有認可機構以所有貨幣計算的貸存比率

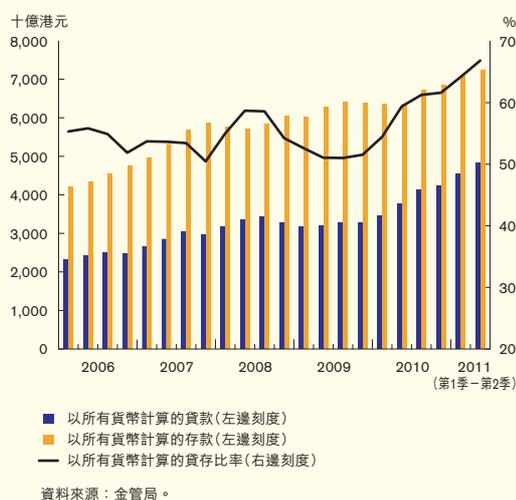
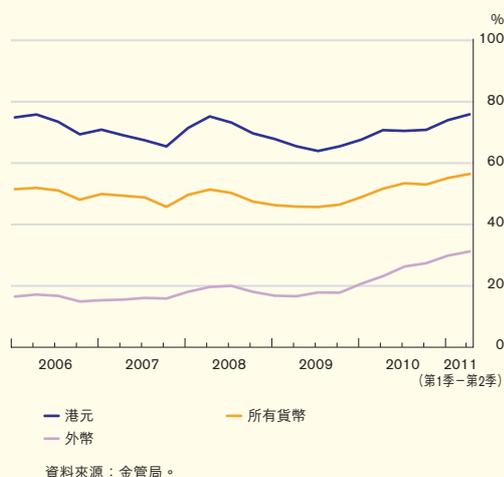


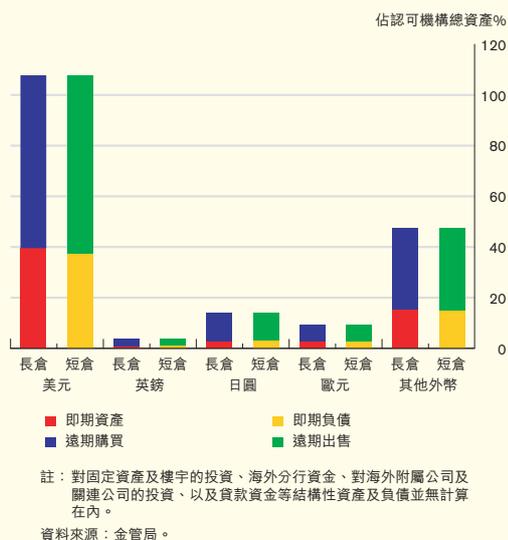
圖 5.13  
零售銀行貸存比率



75.6%及56.2% (圖5.13)。這明確顯示，本地流動性狀況由原先的過度充裕回復至較為正常的水平。若近期金融市場氣氛惡化導致大量資金流出香港，而令本地流動性進一步收緊及貸存比率急劇上升，可能會對本地利率造成壓力。

專題4評估港元貸存比率升高對香港銀行同業拆息、定期存款利率及實際按揭利率的影響。實證結果大致表明，港元貸存比率如進一步攀升會對本地利率造成明顯的上升壓力。在聯繫匯率制度之下，估計香港銀行同業拆息承受的影響屬短暫性質，但是定期存款利率及按揭利率承受的影響卻屬長期性質。因此，即使美國利率長期處於目前不常見的低水平，借款人及銀行亦應評估倘若本地流動資金狀況突然變動，對利率風險可能造成的影響。

圖 5.14  
外匯持倉



### 外匯持倉

銀行業償還以外幣計值的債務的能力，可根據所有認可機構於全部貨幣的整體淨未平倉持倉進行評估。於2011年5月底，持倉金額為210億港元，相當於認可機構總資產的0.2% (圖5.14)，表明認可機構面對的整體外匯風險或未為高。

**圖 5.15**  
港元及美元的期限息差



### 5.3 利率風險

美元及港元的長期與短期利率之間的高息差可能會促使銀行去承受更高的利率風險，借入更多短期資金以購入較長期的計息資產，這或會帶來潛在的利率風險。低息環境會導致此類追求收益率的活動更為吸引，繼而令期限錯配加劇及利率風險上升。

由於息差繼續處於較高水平，此類風險於報告期內仍然較高（圖5.15及5.16）。在部份發達經濟體系的長期政府債券收益率在低位徘徊的情況下，銀行應謹慎監察及管理倘使息差產生變化可能造成的金融投資按市價計算的損失。

**圖 5.16**  
港元及美元風險調整套利比率



**圖 5.17**  
零售銀行的資產質素



註：  
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。  
2. 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。  
資料來源：金管局。

**表 5.A**  
預計未來 3 個月本地貸款需求

(受訪者%)	2010年12月	2011年3月	2011年6月
顯著增加	9	0	0
略為增加	43	62	38
保持平穩	48	33	52
略為下降	0	0	5
顯著下降	0	5	5

資料來源：金管局。

## 5.4 信貸風險

報告期內，零售銀行貸款組合的資產質素進一步改善，特定分類貸款的比率由2010年年底的0.77%下降至6月底的0.61%，逾期及經重組貸款的比率由0.60%下降至0.48%（圖5.17）。

香港銀行業的貸款增長維持強勁。由認可機構批出的本地貸款<sup>32</sup>在2010年下半年增長10.5%後，於2011年上半年再飆升12.1%。在貸款總額中，物業相關貸款<sup>33</sup>在2010年下半年增加8.7%後，於報告期內再上升6.1%，佔本地貸款總額的比例仍高企於47%以上。外圍環境的不明朗因素增加，加上近期物業市場活動放緩，對銀行物業貸款資產質素的影響，值得密切關注。

鑑於信貸快速增長及需要加強信貸風險的管理，金管局於4月11日向所有認可機構發出通告<sup>34</sup>，要求重新評估本年度餘下時間的貸款業務及資金計劃。展望未來，信貸增長可能會減緩至較穩健的水平。2011年6月金管局信貸狀況展望意見調查的結果顯示，大部份受訪認可機構預期近期本地貸款需求將會保持平穩或輕微上升，而10%受訪認可機構則預期需求將會略為或大幅下降（表5.A）。

<sup>32</sup> 定義為在香港使用的貸款加上貿易融資貸款。

<sup>33</sup> 物業貸款包括按揭貸款及建築、工程、物業發展及投資貸款。

<sup>34</sup> 詳情請參閱金管局於2011年4月11日發出的通告「信貸增長」，該通告載於金管局網站。

**圖 5.18**  
認可機構提供的個人貸款及按揭貸款的半年增長



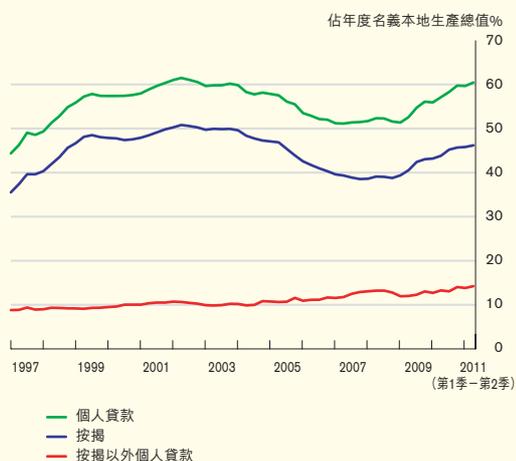
資料來源：金管局。

**圖 5.19**  
認可機構提供的個人貸款的半年增長



資料來源：金管局。

**圖 5.20**  
住戶債務槓桿比率



註：界定為貸款與最近四個季度的名義本地生產總值之和的比率。  
資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

## 個人貸款

個人貸款<sup>35</sup>增長由2010年下半年的8.9%，下降至2011年上半年的5.6%，主要是由於銀行提高以香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款利率，以及金管局推出多項審慎措施以進一步收緊按揭貸款批核標準<sup>36</sup>，令按揭貸款放緩。其他類型的個人貸款表現不一。信用卡貸款在2010年下半年增長17.9%後，在2011年上半年減少1.4%，而其他私人用途貸款保持升勢，繼早前增長6.6%後再飆升9.5% (圖5.19)。

住戶槓桿比率 (即個人貸款與本地生產總值的比率) 由2010年年底的59.7%微升至2011年6月底的60.4% (圖5.20)。

<sup>35</sup> 個人貸款(loans to households)亦可譯作「住戶」貸款。個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2011年6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為29.8%。

<sup>36</sup> 繼早前於2010年11月19日、2010年8月13日及2009年10月23日實施多項措施之後，金管局於2011年6月10日再度針對物業按揭貸款推出審慎措施，要求銀行進一步收緊按揭貸款的批核標準。上述措施的詳情載於金管局網站。

**圖 5.21**  
按揭貸款拖欠及重組貸款比率及  
新造按揭的償債指數  
住戶債務負擔



各項指標顯示，個人貸款的信貸風險在報告期內整體上有所改善。銀行按揭組合的3個月拖欠及重組貸款比率於2011年6月底進一步跌至0.04%的歷史低位(圖5.21)，新造按揭的償債指數由2010年第4季的49下降至2011年第2季的46。家庭入息增加有助減輕債務負擔，但新批按揭貸款的平均年期近年呈現上升趨勢(圖5.22)。而較長年期按揭貸款的每月供款及住戶債務負擔將更受利率上升所影響。

無擔保個人貸款的信貸風險繼續得到良好控制，信用卡貸款撇帳比率(按季年率計)於2011年第2季為1.57%，與於2010年第4季的1.56%相比，變化不大(圖5.23)。同時，申請破產個案數目仍相對較少，表明信貸風險不高。

**圖 5.22**  
新批按揭貸款的平均合約年期



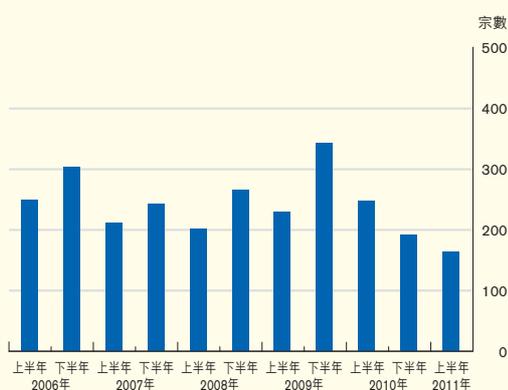
總括而言，個人貸款的信貸風險仍屬較低水平。實施共用正面按揭貸款資料安排，將會進一步加強銀行的風險評估能力，有助控制信貸風險。<sup>37</sup>

**圖 5.23**  
信用卡貸款的撇帳比率及申請破產個案



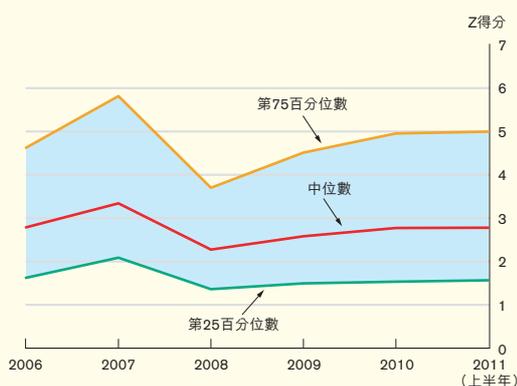
<sup>37</sup> 於2011年4月1日修訂《個人信貸資料實務守則》後，共用正面按揭貸款資料安排得以實施。銀行業一直致力在既有及新增按揭貸款資料方面，落實共用正面按揭貸款資料安排。詳情請參閱金管局於2011年3月31日發出的通告「實施共用正面按揭貸款資料安排」(英文版本)，該通告載於金管局網站。

**圖 5.24**  
公司強制清盤令數目



資料來源：破產管理署。

**圖 5.25**  
Altman的Z得分：非金融類上市公司破產風險指標



註：Z得分越低表示公司違約的可能性越高。  
資料來源：根據彭博數據計算的香港金融管理局職員估計數字。

**圖 5.26**  
恒生指數非金融類成份股公司的整體估計違約概率



資料來源：根據彭博數據計算的香港金融管理局職員估計數字。

### 公司貸款<sup>38</sup>

本地公司貸款<sup>39</sup>於2010年下半年增長11.2%後，再於2011年上半年增長15.2%，增長速度有所加快。於6月底，公司貸款佔本地貸款的69.8%。

各項指標顯示，銀行的公司貸款信貸風險繼續得到改善。2011年上半年的公司強制清盤令數目下降至163宗，較之前的6個月下降14.7% (圖5.24)。

Altman的Z得分<sup>40</sup> (以會計數據為基礎的信貸風險指標) 亦顯示，非金融類企業<sup>41</sup>的財務穩健程度進一步改善 (圖5.25)。同時，恒生指數非金融類成份股公司的整體估計違約概率 (以市場為基礎計算的指標)，於3月份日本地震後短暫急升，但隨後回落至7月的0.16%及8月的0.15%，而2010年年底則為0.51% (圖5.26)。

<sup>38</sup> 不包括銀行同業貸款。

<sup>39</sup> 公司貸款包括本地貸款，但不包括提供予專業人士及其他個人的貸款。

<sup>40</sup> Altman的Z得分是以會計數據為基礎的信貸風險指標。該指標是典型的信貸風險指標，根據各企業財務報表所載的一系列財務比率來評估企業整體的穩健程度。用以計算Z得分的會計比率為：流動資金／總資產、保留盈餘／資產、扣除利息及稅項前盈利／總資產、股票市值／總負債帳面值，以及銷售額／總資產。

<sup>41</sup> 非金融類公司指在香港主板及創業板上市的公司，不包括H股公司、投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司。2011年數字僅為初步。這些數字可能會作修訂，解讀時應保持審慎。

**圖 5.27**  
認可機構提供予非銀行類客戶的  
中國內地相關貸款



**圖 5.28**  
中國內地的信貸與國內生產總值比率



**圖 5.29**  
中資企業的違約距離指數



## 中國內地相關貸款

於報告期內，銀行在中國內地相關業務的信貸繼續增長。所有認可機構對非銀行類客戶的中國內地相關貸款總額由2010年年底的16,220億港元(佔總資產11.6%)增至2011年6月底的20,340億港元(佔總資產13.3%) (圖5.27)。其中，零售銀行對非銀行類客戶的中國內地相關貸款<sup>42</sup>由11,580億港元(佔總資產12.9%)增至14,360億港元(佔總資產14.6%)。

鑑於中國內地銀行業近期的發展形勢，本地銀行的中國內地相關貸款需要密切關注。在過去3年期間，中國內地的信貸增長已顯著超過經濟增長(圖5.28)，並成為物業價格飛漲的原因之一。在當局多番收緊貨幣政策的情況下，雖然貸款增長已經開始稍為放緩，惟通脹維持高企，意味政策將需繼續從緊。香港銀行對中國內地企業的信貸風險保持穩定，與全球金融危機前的水平相比，非金融企業的整體違約距離<sup>43</sup>指數處於較健康水平(圖5.29)。儘管如此，中資企業的財務穩健狀況將繼續受到未來貨幣政策收緊的速度和幅度影響。

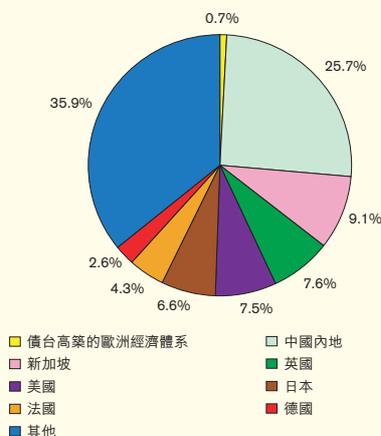
基於上述原因，應密切監察近年本地銀行對中國內地相關業務貸款持續增加的情況。儘管金管局在認可機構的現場審查中<sup>44</sup>，並無發現銀行在非銀行類客戶的中國內地相關貸款方面有任何需要關注的放鬆正常及審慎批核準則的行為，但本地銀行應繼續對信貸風險管理保持警惕。

<sup>42</sup> 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。

<sup>43</sup> 違約距離是根據市場計算的違約風險指標，其基礎是來自R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，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。

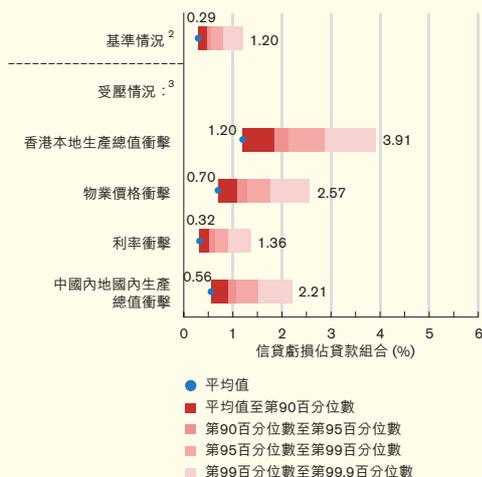
<sup>44</sup> 詳情請參閱金管局於2011年4月11日發出的通告「信貸增長」，該通告載於金管局網站。

**圖 5.30**  
2011年3月底香港銀行業於  
主要國家(各行業)持有的對外債權



資料來源：金管局。

**圖 5.31**  
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風  
險值信貸虧損<sup>1</sup>



註：

- 有關評估將2011年第2季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙特卡羅 (Monte Carlo) 模擬法得出各種情況下的信貸虧損分佈。
- 基準情況：兩年期間並無出現衝擊。
- 受壓情況：
  - 香港本地生產總值衝擊**：香港的實質本地生產總值於2011年第3季至2012年第2季連續4季各自分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。
  - 物業價格衝擊**：香港的實質物業價格於2011年第3季至2012年第2季連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。
  - 利率衝擊**：實質利率(香港銀行同業拆息)在第1季(即2011年第3季)上升300基點，隨後於第2及3季不變，在第4季(即2012年第2季)再上升300基點。
  - 中國內地國內生產總值衝擊**：實質國內生產總值增長率在1年內按年放緩至4%。

資料來源：香港金融管理局職員估計數字。

## 歐洲主權債務危機的影響<sup>45</sup>

對歐洲主權債務危機的擔憂令歐洲銀行繼續承受壓力。一些債台高築的歐洲經濟體系(即希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙)的銀行的信貸違約掉期息差在七月至八月大幅擴闊(圖2.8)。與此同時，歐元/美元及港元/美元掉期隱含的美元資金利率與倫敦銀行同業拆息的息差，自七月以來再度顯著上揚(圖2.11)。鑑於香港銀行對英國、法國及德國銀行的貸款為數不少(圖5.30)，而這三個國家的銀行又在上列負債累累的歐洲經濟體系有相當數額的貸款，故應密切關注潛在的擴散風險及對本港銀行的影響。

## 信貸風險宏觀壓力測試<sup>46及47</sup>

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果表明，香港銀行業仍保持穩健，應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。

圖5.31使用截至2011年第2季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊<sup>48</sup>下，零售銀行於2013年第2季的模擬未來信貸虧損比率(關於相關衝擊的詳情，請參閱圖5.31下的註釋)。

根據估算，在各種假定宏觀經濟衝擊後的兩年內，零售銀行整體貸款組合的預期信貸虧損將處於溫和水平，介乎0.32%(利率衝擊)至1.20%(香港本地生產總值衝擊)之間。

<sup>45</sup> 關於歐洲主權債務危機及對本港銀行的影響，在2010年9月的報告專題4中有詳細討論。本報告第2.2節亦有討論最新的發展形勢。

<sup>46</sup> 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁。本文估計時使用更新版本的架構。

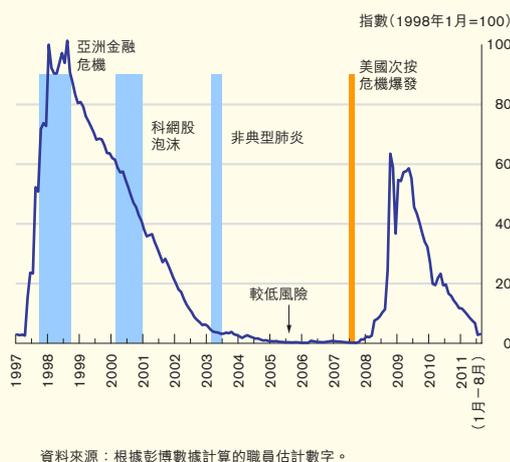
<sup>47</sup> 本期(2011年9月)報告呈列的香港銀行整體貸款組合的所有信貸虧損估計數字，均以經修訂的壓力測試框架為基礎。嚴格來說，這些估計數字不可與往期報告中透過過往框架得出的估計數字相比，主要原因是兩個框架採用不同的信貸虧損定義。具體來說，在經修訂框架下，任何衝擊後兩年內的信貸虧損的估計數字，為衝擊後第二年年底的估計具體撥備比率及第一年年底的估計具體撥備比例的50%之和；而在過往框架之下，信貸虧損的估算是以第二年年底的估計拖欠比率乘以估計違約損失率，而違約損失率則根據這兩年間的模擬物業價格變動釐定。

<sup>48</sup> 衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若，但中國內地國內生產總值衝擊除外。

**圖 5.32**  
歐洲及亞洲銀行的信貸違約掉期息差



**圖 5.33**  
香港銀行困境指數



考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的最高信貸虧損比率（置信水平為99.9%）介乎1.36%（利率衝擊）至3.91%（香港本地生產總值衝擊）之間，虧損幅度雖然較大，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%貸款損失。<sup>49</sup>

## 5.5 銀行體系的系統性風險

於報告期內，香港銀行業的系統性風險持續偏低，但必須密切關注歐洲主權債務危機的擴散風險，以及過去兩年信貸迅速增長所帶來的潛在系統性風險，特別是物業相關貸款及中國內地相關貸款。

儘管對歐洲主權債務危機的憂慮導致歐洲銀行的信貸違約掉期息差急劇擴闊，但亞洲銀行的信貸違約掉期息差仍保持在較低水平（圖5.32），表明亞洲銀行業的系統性風險迄今尚未受到嚴重影響。美國主權信貸評級下調對亞洲銀行產生的影響亦屬溫和。

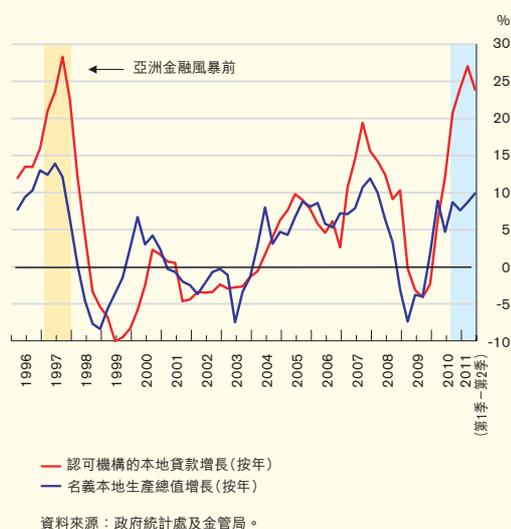
香港銀行困境指數（以市場為基礎的本地銀行業系統性風險指標）由2011年2月的11進一步降至8月的3（圖5.33），反映市場仍對香港銀行體系的穩定性持樂觀態度。市場的樂觀看法亦與綜合預警系統的最新評估結果大致相符。<sup>50</sup> 銀行出現困境的估計概率繼續處於低脆弱程度的範圍。<sup>51</sup> 強勁的本地經濟基本因素仍是系統性風險處於低水平的主要原因。

<sup>49</sup> 亞洲金融危機後兩年內的銀行信貸虧損估計約為4.39%。

<sup>50</sup> 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，以及其他亞太經濟體系有否出現銀行陷入困境的情況。詳情請參閱黃學元等人(2010)，「Predicting banking distress in the EMEAP economies」，《Journal of Financial Stability》，第6(3)期，第169至179頁。

<sup>51</sup> 綜合預警系統是一個4級風險評級系統。我們採用E. Demircü-Kunt及A. Detragiache (2000)，「Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach」，《World Bank Economic Review》，第14(2)期，第287至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I類誤差分別為10%、30%、50%及100%。

**圖 5.34**  
香港的信貸增長及名義本地生產總值增長



然而，鑑於外圍環境的不明朗因素增多，金融市場較之前更為動盪，故此必須繼續密切注意歐洲主權債務危機可能對全球銀行體系造成的擴散影響及資金突然外流的風險。與此同時，在本地貸款的增長速度持續高於名義本地生產總值的情況下，亦有需要密切監察信貸快速擴張造成的潛在系統性影響(圖5.34)。現時貸款增長強勁，加上香港銀行的息差處於不常見的較低水平，或會促使銀行承擔過多風險。

專題5根據香港過往信貸週期提供的證據，探討貸款快速增長對潛在信貸風險可能造成的影響。研究結果證實，貸款快速增長與潛在信貸風險之間存在顯著的正相關關係。因此，在信貸快速擴張的環境下，為了保障銀行體系的穩定，採納具前瞻性的方法來管理貸款組合的潛在信貸風險，並且遵循穩健的批核準則實屬至為重要。

表5.B載列銀行體系的主要表現指標。

**表 5.B**  
**銀行體系的主要表現指標<sup>1</sup> (%)**

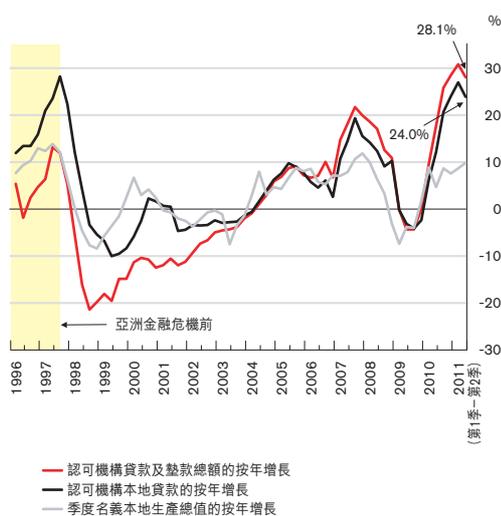
	06/2010	03/2011	06/2011
<b>利率</b>			
1個月香港銀行同業拆息 <sup>2</sup> (季度平均數)	0.18	0.16	0.20
3個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	0.25	0.23	0.26
最優惠貸款利率 <sup>3</sup> 與1個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	4.82	4.84	4.80
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	4.75	4.77	4.74
綜合利率 <sup>4</sup>	0.20	0.24	0.31
<b>零售銀行</b>			
<b>資產負債表狀況<sup>5</sup></b>			
存款總額	1.3	2.3	2.6
港元	1.0	-0.5	1.2
外幣	1.8	6.4	4.5
貸款總額	7.0	6.4	4.9
本地貸款 <sup>6</sup>	6.5 <sup>r</sup>	6.2 <sup>r</sup>	4.5
在香港以外使用的貸款 <sup>7</sup>	11.3 <sup>r</sup>	8.2 <sup>r</sup>	7.4
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	3.7 <sup>r</sup>	39.8	47.1
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	-1.7	-3.7	4.2
<b>資產質素<sup>8</sup></b>			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	97.50	98.17	98.20
需要關注貸款	1.53	1.17	1.19
特定分類貸款 <sup>9</sup> (總額)	0.96	0.66	0.61
特定分類貸款 (淨額) <sup>10</sup>	0.60	0.39	0.36
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.66	0.52	0.48
<b>盈利</b>			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 <sup>11</sup>	0.03	0.01	0.03
淨息差 <sup>11</sup>	1.34	1.23	1.21
成本與收入比率 <sup>12</sup>	49.3	46.0	43.7
<b>流動資產比率 (季度平均數)</b>	40.8 <sup>r</sup>	36.7	36.2
<b>受訪機構</b>			
<b>資產質素</b>			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.03	0.01	0.01
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.25	0.19	0.20
撇帳率 — 按季年率計	2.31	1.55	1.57
— 本年度截至該日止以年率計	2.30	1.55	1.53
<b>所有本地註冊認可機構</b>			
<b>資本充足比率 (綜合)</b>	16.1 <sup>r</sup>	16.0	15.9

註：

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

<sup>r</sup> 經修訂數字。

## 專題 5

貸款增長與潛在信貸風險之間的關係：  
香港過往信貸週期提供的證據圖 B5.1  
香港銀行業的信貸增長

— 認可機構貸款及墊款總額的按年增長  
— 認可機構本地貸款的按年增長  
— 季度名義本地生產總值的按年增長

註：1997至2000年期間，貸款總額的增長較本地貸款緩慢，主要反映香港錄得的境外日圓貸款急劇下降。

資料來源：金管局及政府統計處。

過去兩年，資產市場市道暢旺，中國相關經濟活動的融資需求殷切，加上流動資金充裕等因素，推動了香港銀行業的信貸強勁增長。最新統計數據顯示，銀行貸款總額繼2010年攀升28.6%後，於2011年6月再按年急增28.1%，而本地貸款繼2010年增長24.1%後，於2011年6月再按年上升24.0%。貸款持續快速增長，引發市場憂慮信貸過度擴張，以及銀行體系的潛在信貸風險上升。

理論上有充分理據可以解釋貸款快速增長為何會導致潛在信貸風險上升。首先，信貸的快速增長可能部份受資產價格飆升帶動抵押品價值大幅上升所刺激。若其後資產價格出現任何調整，抵押品價值下跌或會導致市場出現大量負資產借款人及違約情況<sup>52</sup>。其次，信貸快速增長可能是受批核準則<sup>53</sup>寬鬆所驅動，而此舉或會導致未來銀行貸款組合資產質素惡化。最後，信貸過度擴張或會加重銀行風險管理負擔，導致信貸風險評估的質素降低。實證上，國際上亦有證據清楚顯示，信貸過度增長與銀行業不穩定性之間存在正相關關係。<sup>54</sup>

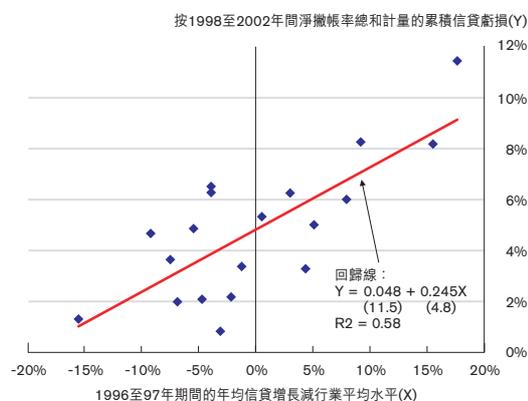
有見及此，本專題回顧性地研究香港銀行業貸款增長與潛在信貸風險之間是否存在顯著的正相關關係。分析基於19間香港銀行於1995至2002年期間公佈的年度財務數據，此期間涵蓋了香港上一次信貸興衰的整個週期。本專題研究的主要問題包括：(i)香港銀行的增長與風險之間是否存在明顯關係；(ii)如果存在，那麼就經調整風險的回報而言，因信貸快速增

<sup>52</sup> 請參閱F. Allen及D. Gale (2000)，「Bubbles and crises」，《Economic Journal》，第110期，第236至255頁。

<sup>53</sup> 關於批核準則與信貸增長之間關係的理論探討，請參閱G. Dell' Ariccia等人 (2006)，「Credit booms and lending standards」，《Journal of Finance》，第61期，第2511至2546頁。關於實證研究，請參閱G. Dell' Ariccia等人 (2008)，「Credit booms and lending standards: evidence from the subprime mortgage market」，IMF Working Paper 08/106。

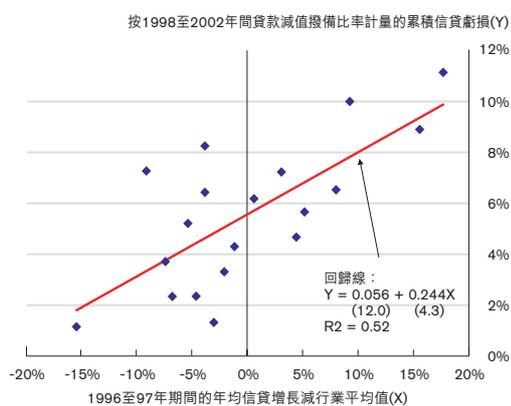
<sup>54</sup> 請參閱G. Kaminsky及C. Reinhart (1999)，「The twin crises: the causes of banking and balance-of-payment problems」，《American Economic Review》，第89(3)期，第473至500頁。

**圖 B5.2**  
香港銀行信貸增長與信貸虧損  
(按淨撇帳率計)之間的關係



註：  
(1) 淨撇帳率：財政年度內淨撇帳額與平均貸款總額的比率。  
(2) 有關數字與銀行綜合狀況相關。  
資料來源：根據Bankscope數據計算的香港金融管理局職員估計數字。

**圖 B5.3**  
香港銀行信貸增長與信貸虧損  
(按貸款減值撥備計)之間的關係

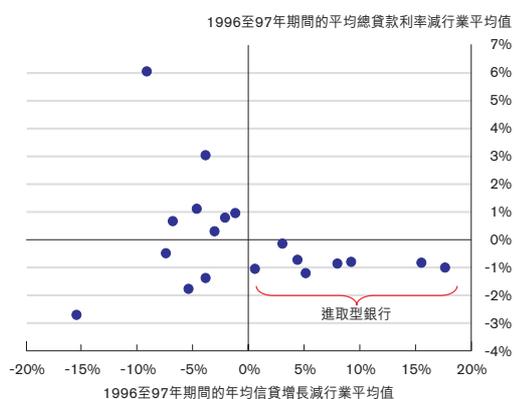


註：  
(1) 貸款減值撥備率：財政年度內貸款減值撥備與平均貸款總額的比率。  
(2) 有關數字與銀行綜合狀況相關。  
資料來源：根據Bankscope數據計算的香港金融管理局職員估計數字。

長而承擔的較高風險是否合理；及(iii)如果銀行過度擴大貸款組合，會對資金成本有何影響。

從總體水平看，有證據清楚顯示，在香港過往信貸週期中，貸款增長與潛在信貸風險之間存在正相關關係：1996至97年期間本地貸款快速增長之後，特定分類貸款總額的比率由1997年12月底2.1%的低位躍升至1999年9月底10.6%的最高水平。儘管在近期信貸快速增長之前，銀行貸款於2001至04及2008至09年期間增長緩慢，同時現時銀行按揭貸款的按揭成數亦遠低於其在上一個信貸週期的水平，但信貸的快速增長仍然值得密切關注。銀行層面的數據亦顯示類似情況：1996至97年期間貸款組合擴張速度較同業高的銀行，承受了較為嚴重的信貸虧損（圖B5.2及B5.3）。重要問題在於：這些需承擔的較高風險是否有足夠高的回報來彌補？

**圖 B5.4**  
信貸增長與總貸款利率



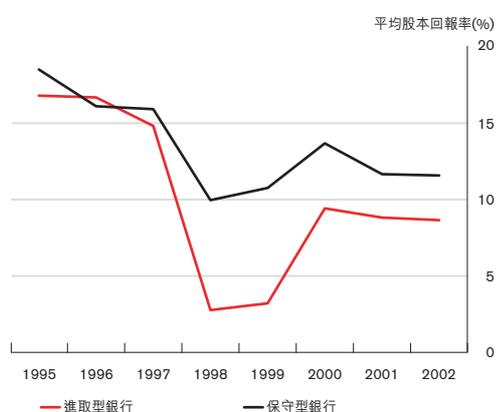
註：

- (1) 總貸款利率：財政年度內貸款利息收入總額與平均貸款總額的比率。
- (2) 進取型銀行：1996及97年年均信貸增長高於行業平均值的銀行。
- (3) 有關數字與銀行綜合狀況相關。

資料來源：根據Bankscope數據計算的香港金融管理局職員估計數字。

為了探討這個問題，我們將個別銀行於1996至97年期間的年均信貸增長與同期行業平均值進行比較，並依此將樣本銀行分為兩組（即「進取型」與「保守型」）。研究發現，在早前信貸興盛期信貸增長高於行業平均值的「進取型銀行」，貸款定價普遍低於市場平均價格（圖B5.4），表明伴隨信貸快速增長的

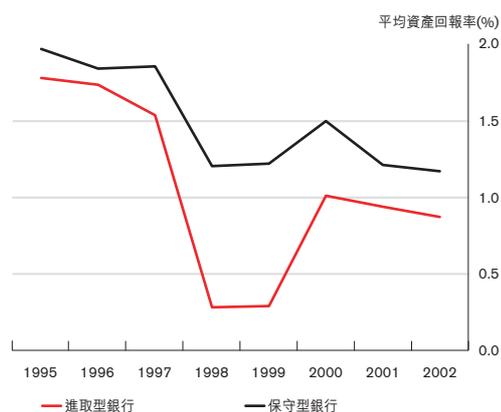
**圖 B5.5**  
平均股本回報率



註：  
 (1) 平均股本回報率：財政年度內淨收入與平均股本的比率。  
 (2) 進取型(保守型)銀行：1996及97年年均信貸增長高於(低於)行業平均值的銀行。  
 (3) 有關數字與銀行綜合狀況相關。  
 資料來源：根據Bankscope數據計算的香港金融管理局職員估計數字。

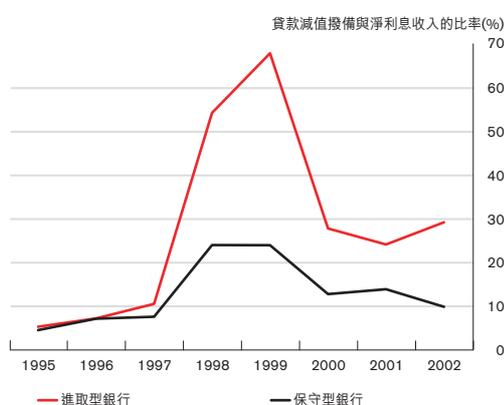
一般是較低的定價。此外，盈利能力指標(圖B5.5及B5.6)顯示，相對於較為保守的銀行，信貸興盛期過後(即1998至2000年)，「進取型銀行」的信貸虧損支出蠶食了更多利潤。以整個週期來說，1995至2002年期間，「保守型銀行」的總利潤高於「進取型銀行」。一項損益衡量指標(定義為貸款減值

**圖 B5.6**  
平均資產回報率



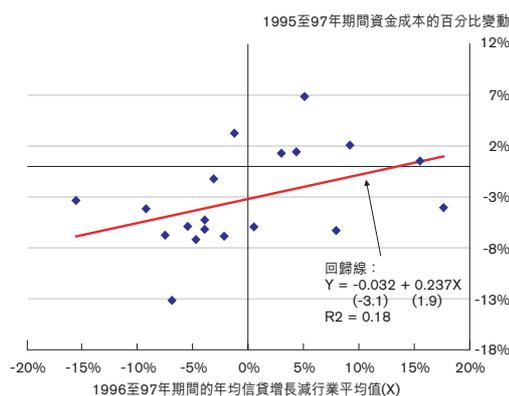
註：  
 (1) 平均資產回報率：財政年度內淨收入與平均總資產的比率。  
 (2) 進取型(保守型)銀行：1996及97年年均信貸增長高於(低於)行業平均值的銀行。  
 (3) 有關數字與銀行綜合狀況相關。  
 資料來源：根據Bankscope數據計算的香港金融管理局職員估計數字。

**圖 B5.7**  
貸款減值撥備與淨利息收入的比率



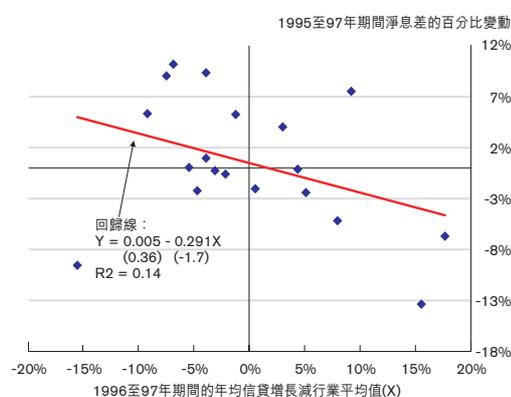
註：  
(1) 進取型(保守型)銀行：1996及97年年均信貸增長高於(低於)行業平均值的銀行。  
(2) 有關數字與銀行綜合狀況相關。  
資料來源：根據Bankscope數據計算的香港金融管理局職員估計數字。

**圖 B5.8**  
信貸增長與資金成本之間的關係



註：  
(1) 資金成本：財政年度內利息開支與平均計息負債的比率。  
(2) 有關數字與銀行綜合狀況相關。  
資料來源：根據Bankscope數據計算的香港金融管理局職員估計數字。

**圖 B5.9**  
信貸增長與淨息差之間的關係



註：  
(1) 淨息差：財政年度內淨利息收入與平均生息資產的比率。  
(2) 有關數字與銀行綜合狀況相關。  
資料來源：根據Bankscope數據計算的香港金融管理局職員估計數字。

撥備與淨利息收入的比率)亦呈現類似走勢(圖B5.7)，表明信貸快速增長過後的信貸虧損，會在信貸興盛期後數年之內，持續對銀行的盈利能力造成巨大壓力。

過往數據亦顯示，信貸快速增長會對資金成本構成沉重壓力，這部份反映了銀行為進一步擴張信貸而進行融資，可能需要爭奪額外資金。圖B5.8呈列1995至97年期間樣本銀行利息成本的百分比變動，當中顯示「進取型銀行」的資金成本增幅往往大於「保守型銀行」。這亦部份解釋了為何許多「進取型銀行」同期的淨息差顯著下跌(圖B5.9)。

過往證據顯示，在信貸興盛期過於進取地追求貸款增長，可能會導致潛在信貸風險及資金成本急劇上升。其後的信貸虧損會在信貸興盛期過後數年之內，持續對銀行的盈利能力造成重大負擔。因此，香港銀行，尤其是在當前信貸興盛之際信貸增長速度遠高於同業的銀行，應審慎檢討業務計劃(包括貸款增長目標及資金策略)的可持續能力。<sup>55</sup>

<sup>55</sup> 鑑於認可機構批出的貸款急速增長，金管局於2011年4月11日發出通告，要求所有認可機構重新評估2011年餘下時間的業務計劃及資金策略，並將評估結果提交予金管局審閱，該通告載於金管局網站。

---

# 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。

## 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附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

由弱方及強方兌匯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。

## 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。一般情況下，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家認可機構參與。

## 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。

本報告摘錄自《香港金融管理局季報》(2011年9月號)。

©2011香港金融管理局

本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站[www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)查閱。

**香港金融管理局**

香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓

電話: (852) 2878 8196

傳真: (852) 2878 8197

電郵: [hkma@hkma.gov.hk](mailto:hkma@hkma.gov.hk)

**[www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)**

ISSN 2222-1522 (網上版)