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

*2013 年 3 月*

*本報告分析 2012 年 8 月底至 2013 年 2 月底期間的統計資料。*

# 貨幣與金融穩定情況半年度報告
# 2013年3月

## 目錄


| | |
|---|---|
| **1. 概論** | 4 |
| **2. 全球環境及展望** | 8 |
| 外圍環境 | 8 |
| 2.1 實體經濟活動 | 8 |
| 2.2 環球金融狀況 | 11 |
| 中國內地 | 13 |
| 2.3 產出增長及通脹 | 13 |
| 2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行體系風險 | 14 |
| **3. 本港經濟** | 22 |
| 3.1 整體需求 | 22 |
| 3.2 本地需求 | 23 |
| 3.3 對外貿易 | 25 |
| 3.4 勞工市場狀況 | 26 |
| 3.5 消費物價 | 27 |
| **4. 貨幣及金融狀況** | 35 |
| 匯率、利率及貨幣動向 | 35 |
| 4.1 匯率及利率 | 35 |
| 4.2 貨幣及信貸 | 38 |
| 4.3 資金流 | 42 |
| 資產市場 | 46 |
| 4.4 股市 | 46 |
| 4.5 債務市場 | 48 |
| 4.6 物業市場 | 51 |
| **5. 銀行業的表現** | 61 |
| 5.1 盈利及資本額 | 61 |
| 5.2 流動資金與資金來源 | 63 |
| 5.3 利率風險 | 64 |
| 5.4 信貸風險 | 65 |
| 5.5 銀行體系的系統性風險 | 71 |
| 專題1. 勞工市場的變化對中國內地的勞工成本有何影響？ | 18 |
| 專題2. 近年香港經常帳結餘的變動情況 | 30 |
| 專題3. 港元外匯市場的近期表現 | 54 |
| 專題4. 香港人民幣存款增長的決定因素 | 59 |
| 專題5. 按揭貸款的需求及供應：按揭成數政策的作用 | 74 |
| 專題6. 美國及歐洲跨國銀行香港分行的業務模式之轉變 | 78 |
| **詞彙** | |

# 1. 概論

*港元資產需求在2012年第4季增加，導致港元匯率的強方兌換保證被多次觸發。雖然面對資金流入壓力，港元外匯市場仍然運作正常，而聯繫匯率制度亦繼續享有高度的公信力。*

*物業市場波動對金融穩定構成的風險持續攀升，金管局已推行宏觀審慎政策來提防槓桿水平過度上升。但市場對物業價格走勢的預期，仍有可能因突如其來的因素迅速逆轉。香港金融體系的參與者務須未雨綢繆，為當前金融週期波動的風險作好準備。*

### *外圍環境*

在歐美尾端風險下降，發達經濟體系實施更為進取的貨幣寬鬆政策，及中國內地經濟重拾增長動力的情況下，全球金融狀況在過去六個月顯著改善。歐洲方面，歐洲央行於2012年9月推出名為「直接貨幣交易」的新國債購買計劃，令歐元區崩潰的風險得以減低。美國方面，聯儲局已著手推出無限量的量化寬鬆措施，並明確地將其遠期利率指引與通脹及失業率掛鈎。日本方面，新一屆安倍政府亦公佈更為進取的貨幣寬鬆政策，同時推出一籃子財政刺激措施。儘管如此，發達經濟體系增長及全球金融穩定的下行風險仍然存在。雖然美國暫時押後提高債務上限的期限，有助避免迫在眉睫的政治僵局，但財政方面的不明朗因素仍揮之不去，將繼續為美國的經濟前景蒙上陰影。歐洲方面，家庭、銀行及主權國家的資產負債表壓力，會繼續拖累經濟增長。與此同時，在預期日本及英國將實施更為積極的貨幣政策措施後，日圓及英鎊急劇貶值，重燃市場對貨幣波動的憂慮。

在外圍環境回穩的情況下，東亞新興經濟體系（包括中國內地）的增長動力繼前幾個季度整體進入下滑週期後，於2012年最後一季轉強。通脹壓力仍受到遏制。中國內地方面，有人擔心適齡勞動人口減少，或會推動工資上升並推高通脹。專題1探討人口特徵變化及勞工市場緊張對中國內地勞工成本的影響。此外，主要發達經濟體系實施新一輪貨幣寬鬆措施，為大多數東亞經濟體系帶來資金流入的壓力。自2012年8月底以來，區內貨幣兌美元普遍走強，但升值壓力近來似乎有所減弱。

### *本地經濟*

香港方面，隨著貨物貿易表現漸趨穩定，經濟增長於2012年下半年加快。同時，私人消費及固定投資強勁增長，帶動本地需求增強，令實質本地生產總值於第3季及第4季增長提速，分別錄得0.8%及1.2%的環比增幅。不過以2012年全年計，經濟增長已經由2011年的4.9%大幅放緩至1.4%，低於趨勢水平。專題2分析近期香港經常帳結餘轉差的原因，並闡釋這可能是金融失衡的徵兆，須密切監察情況發展。

由於經濟好轉，勞工市場仍持續緊絀。於過去六個月內，經季節因素調整後的3個月移動平均失業率繼續處於3.3%左右的偏低水平，而總就業人數於1月份更創出371萬人的歷史新高。隨著增長動能回升，預料產出缺口會於2012年第4季大致閉合。

隨著本地經濟環境改善，本地通脹亦有所上升。按3個月以年率計，基本通脹率由2012年8月份的1.6%穩步升至12月份的4.7%。同時，綜合消費物價指數的所有主要組成項目，包括租金、貿易品與服務，均

於期間錄得一定程度的升幅。展望未來，由於全球經濟環境仍然脆弱，有助抑制商品價格壓力，因此預期通脹的上升態勢將會維持穩定。儘管如此，通脹壓力仍有可能升至超出預期的水平，尤其若果本地物業市場活躍程度超乎預期。

展望未來，預期香港經濟於2013年將以接近趨勢水平的速度較快增長。外部需求疲弱的不利影響亦將逐步減輕，但由於全球經濟要實現持續增長仍不容易，出口全面復甦尚需時日。本地方面，消費支出料將繼續支持實體經濟活動增長。此外，預期大規模的基建工程及私營機構建造活動會維持活躍。私營機構分析師預計2013年全年本地經濟將增長2.5 – 4.7%，平均預計增幅在3.5%左右。政府方面預測經濟增長在1.5 – 3.5%之間。

### *貨幣狀況及資金流動*

2012年下半年，港元匯率走強並貼近7.75的水平，其後於2013年初才稍為回落。強方兌換保證於2012年第4季被多次觸發，金管局共購入138億美元，沽出1,072億港元。資金流入部份反映海外投資者增加港元資產配置，以及香港公司發行外幣債券後再換取港元。於11月底及12月，首次公開招股活動增多，亦在一定程度上支持資金流入。面對資金流入壓力，港元外匯市場仍運作正常。專題3評估港元外匯市場的近期表現，並認為聯繫匯率制度仍享有高度的市場公信力。

低息環境仍然持續。貨幣市場方面，銀行同業拆息仍然低企，隔夜及3個月港元銀行同業拆息分別於0.10%及0.40%左右徘徊，而3個月以上期限的銀行同業拆息與相同期限的美元倫敦銀行同業拆息均輕微下降。外匯基金票據及債券的收益率曲線在2012年下半年向下移動，部份反映銀行對優質港元資產的需求增加。在2013年初，由於較長期限的債券收益率上升，令收益率曲線略趨陡峭。由綜合利率反映的零售銀行平均資金成本因存款利率下降而輕微減少。按揭利率亦輕微下調，不過有數間大型銀行在今年3月中將按揭利率提高25點子，據報是因應資金成本增加。

由於2012年第4季強方兌換保證被多次觸發，總結餘乃至貨幣基礎明顯增加。為滿足銀行在流動資金管理方面的強勁需求，2013年初，金管局增發短期外匯基金票據。在此情況下，港元貨幣總額於2012年下半年迅速增加。就全年而言，港元狹義貨幣供應量增長15.8%，而廣義貨幣供應量則增長12.1%。與此同時，港元存款增長11.7%，而上半年則按年率計溫和增長3.8%。

信貸方面，隨著本地經濟放緩，貸款總額增長率由2011年的20.2%顯著放緩至2012年的9.6%，這情況亦部份反映金管局採取審慎措施的影響。不過，與上半年相比，在港元貸款及於本地使用的貸款帶動下，貸款增長於下半年稍有加速，但全年增速仍保持溫和，分別為5.5%及7.3%。外幣貸款及並非在本地使用的貸款於年內的增速均下降至16%左右。展望未來，由於本地經濟呈現改善跡象，預期短期內信貸需求會有所增加。最新的金管局信貸狀況展望調查亦表明，未來一段時期，預料信貸需求將會增強。

人民幣貸款於2012年按年急增156.6%，至年底達790億元人民幣。銀行的人民幣資產更加多元化。負債方面，銀行的人民幣業務資金結構持續演進。2012年上半年銀行發行更多存款證來吸引人民幣資金，但這個趨勢在下半年有所緩和。以2012年全年計，未償還存款證上升60.5%至1,173億元人民幣，而客戶存款則增長2.5%至6,030億元人民幣。後者佔香港銀行體系存款總額的9.1%。專題4對人民幣存款增長的決定因素作出初步分析，以便進一步了解離岸人民幣流動資金的動向。

## 資產市場

受惠於全球金融市場前景向好，本地股票市場於夏季後反彈。由於美國聯儲局及歐洲央行推出新一輪貨幣寬鬆措施，同時，更多跡象顯示內地經濟即將觸底回升，令金融狀況趨於穩定。除去年年底出現投資者因擔心美國經濟墮入財政懸崖而暫時離場觀望的情況外，過去六個月，整體氛圍頗為樂觀。然而，展望未來，歐美財政問題尚未得到根本解決，而政治角力亦會不時觸動市場神經。朝鮮進行核試驗，引發地緣政治局勢緊張，加上東亞地區的主權邊界糾紛，亦有可能擾亂股票市場。

債務市場錄得穩健增長，尤其是私營機構發債額大幅增加。去年，企業對債券市場的積極利用情況遠超以往。本地企業發行的港元債務雖略有減少，但外幣債務發行量顯著增長，其中美元發債額增加一倍以上。企業債券市場強勁增長，可歸因於多項週期性及結構性因素，而在未來一段時間，這些因素料將繼續為增長前景提供支持。去年香港的人民幣債務市場亦穩步擴張，並有多項良好發展，包括發債機構日益多元化、發行的債務期限延長及債券的信貸質素提升。

樓市風險仍然是本港宏觀經濟及金融穩定的關注重點。物業成交量比較波動，但住宅物業價格仍不斷攀升，僅2012年已錄得25.2%的升幅，並且較2008年底上升超過一倍。但另一方面，家庭收入增長相對緩慢，因此住宅物業價格可能已經領先於基本因素，而多個置業負擔指標亦發出預警訊號，顯示有價格過高的風險。

在今後一段時間，經濟增長前景改善，加上發達經濟體系大力放鬆銀根，或會導致住宅物業價格進一步偏離基本因素。有見及此，政府於2013年2月再度出招，將所有物業的現行從價印花稅稅率全面調高一倍。同時，金管局亦推出新一輪審慎措施，就按揭貸款實施更嚴格的壓力測試要求，同時調低工商物業的最高按揭成數上限，而且對採用內評法的銀行，就新批住宅按揭貸款設立一個15%的風險加權比率下限。

## 銀行業表現

隨著全球金融市場整體趨於穩定及經濟前景較為樂觀，本地銀行業繼續錄得穩健增長，主要表現於信貸增長穩定及流動資金狀況良好。儘管歐元區銀行持續去槓桿化，但本港及其他外資銀行的信貸增長足以填補缺口。本地銀行資本狀況穩健，資產質素良好，銀行業為達致符合《巴塞爾協定三》框架下的新資本要求，已作出充份的準備。

於2012年上半年，銀行業盈利表現強勁，下半年則有所放緩，原因是非利息收入下降、經營成本上升及準備金支出淨額增加，而利息收入的增長並不足以抵銷上述不利影響。儘管如此，與2011年同期相比，銀行業在2012年下半年之盈利表現仍較為優勝。零售銀行錄得1.1%的稅前資產回報率，而2012年上半年的稅前資產回報率為1.24%，2011年下半年則僅為1%。就2012年全年而言，整體稅前盈利增長12.7%，平均稅前資產回報率亦由去年的1.1%升至1.16%。

流動資金狀況仍然良好。由於存款增速超越信貸，所有認可機構的整體貸存比率由2012年6月的69%顯著下降至2012年12月的67.1%。無論是存款抑或非存款市場資金，持牌銀行港元及美元資金的平均利息成本均下降，反映資金狀況改善。

展望未來，儘管外部不利因素似乎有所減弱，但歐美財政問題尚欠明朗，將繼續為經濟前景蒙上陰影。與內地相關的信貸不斷增加，亦為銀行業帶來挑戰。銀行業界應時刻保持警惕，審慎管理中國內地相關貸款的信貸風險。

本地方面，物業價格泡沫的風險將繼續對銀行體系構成不明朗因素。專題5透過實證研究，剖析按揭成數政策的傳導機制並指出在全球金融危機後，物業價格急升導致抵押品價值上升，繼而令信貸供應大幅增加，而收緊最高按揭成數上限，則部份抵銷上述影響，並有助減低信貸資產價格螺旋上升的風險。

在最近的金融危機中，跨國銀行在各經濟體系的銀行部門間之衝擊傳導中擔當重要角色。專題6評估在2008-09年全球金融危機爆發後，歐美銀行如何對其香港分行的業務模式作出調整，以及對衝擊傳導之影響。

《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

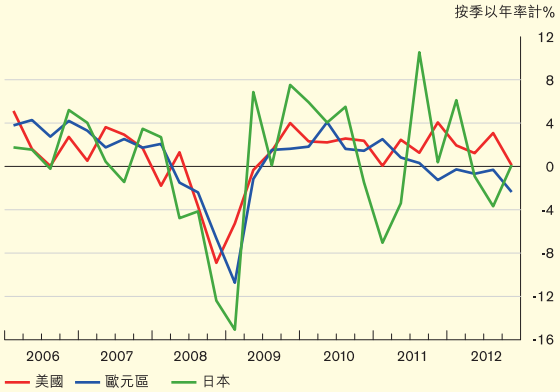
## 外圍環境

*在2012年下半年，主要發達經濟體系的尾端風險有所減退，但經濟增長仍然持續低迷。步入2013年，財政整固對經濟增長造成的拖累將會更為明顯，同時，政策方面仍存在重大的不確定因素，令經濟前景不明朗。東亞經濟體系的增長勢頭普遍好轉，在今後一段時間，本地需求亦將繼續為經濟增長提供支持。*

### *2.1 實體經濟活動*

在2012年下半年，主要發達經濟體系的尾端風險有所減退，但經濟增長仍然持續低迷。最新實質國內生產總值數字顯示，於2012年第4季，美國經濟增長0.1%、歐元區及日本則分別收縮2.3%及0.2%（圖2.1）。[1]

**圖2.1**
**美國、歐元區及日本：實質國內生產總值**



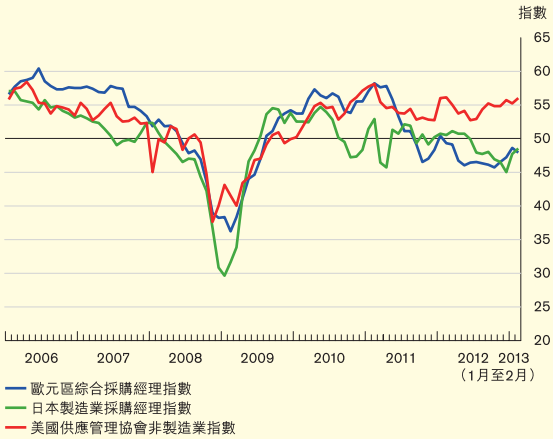

資料來源：美國經濟分析局、歐盟統計局、日本內閣府。

歐洲方面，歐洲央行推出了名為「直接貨幣交易」的國債購買計劃，而歐元區財政部長亦對西班牙提供救助銀行方案，並同時為希臘提供新一輪的信貸，以及建立單一銀行監管機制等。以上政策均有助減低了歐元區解體的風險及維持金融市場穩定。儘管如此，由於歐洲多國正推行必要的財政整固及結構性改革，歐元區經濟持續惡化，並於近期步入衰退。在大西洋彼岸，美國雖然成功避免了「財政懸崖」及在房屋市場方面錄得明顯改善，但經濟僅維持溫和復甦。日本方面，在出口急劇下滑，加上私營部門需求低迷的情況下，經濟在2012年下半年大幅收縮。最新的採購經

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

理指數顯示，美國的經濟增長將持續溫和，而歐元區及日本則可能會持續收縮（圖2.2）。

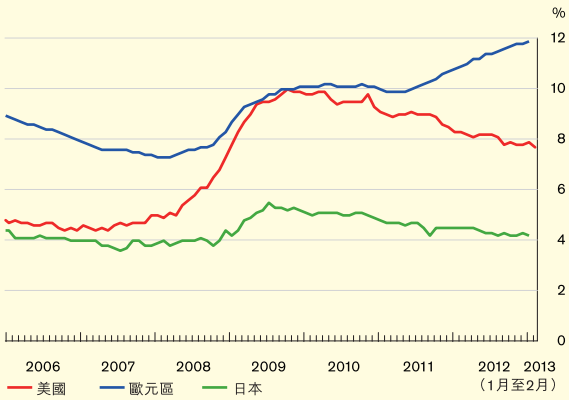
**圖2.2**
**美國、歐元區及日本：採購經理指數**




資料來源：彭博。

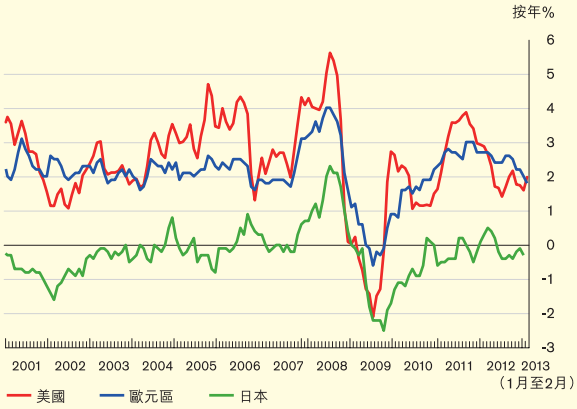
由於經濟持續疲弱，而歐洲勞工市場更進一步惡化，就業增長步伐依然緩慢。失業率高踞不下，美國的失業率約為7.7%，歐元區高達11.9%，而日本則為4.2%（圖2.3）。產能過剩，加上能源價格不斷下降，遏制了發達經濟體系的整體消費物價通脹，而核心通脹亦將可能在2013年繼續保持溫和（圖2.4）。

**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。

到目前為止，歐美經濟體系的政策制定者還能夠阻止尾端風險事件發生。然而，在今後一段時間，經濟前景將仍然會受到政策上面很大的不確定性所困擾。歐洲方面，意大利大選結果不明朗，令市場憂慮該國能否堅決推進必要的經濟改革，而德國在今年九月份的大選亦可能影響該國在歐元區推行改革事項上的立場。此外，歐洲央行可能最終需要將先前宣佈名為「直接貨幣交易」的國債購買計劃付諸實行，而該計劃成效遜於市場預期的風險仍然存在。美國方面，雖然國會避免了「財政懸崖」，並將提高債務上限的期限押後至5月中，但民主共和兩黨在削減開支問題上，仍然存在嚴重的政治分歧，預示財政狀況不明朗的局面將可能會維持一段時間。另外，過早及過急地削減財政支出和政府被迫停止運作等，則構成威脅經濟復甦的兩大風險。無論如何，提高收入及工資稅的安排，將減少家庭可支配收入，拖慢美國2013年的經濟增長。面對經濟前景疲弱及失業率高踞不下，美國聯儲局和日本央行相繼推出無限量的量化寬鬆計劃。至於新一輪寬鬆措施能否刺激經濟增長和就業，仍存在不確定性，但到目前為止，該政策已令到貨幣波動風險上升，並令央行退市時機問題變得更為複雜。

經歷先前幾個季度的整體下滑週期後，大部份東亞經濟體系的增長動能於2012年最後一個季度轉強（表2.A）。內部需求，尤其是私人消費，繼續成為推動增長的主要動力。儘管部份經濟體系的外部需求好轉，但整體而言，外部需求仍然構成拖累區內經濟增長的因素。通脹壓力有所紓緩，平均消費物價指數通脹率由2012年6月的按年3.0%降至2013年1月的2.6%。部份央行於2012年10月調低政策利率，[2]不過，鑑於增長動能恢復，整個區域的政策利率在最近數月保持不變。

**表2.A**
**亞洲：實質本地生產總值增長**

| （按季以年率計%） | 2011 第3季 | 2011 第4季 | 2012 第1季 | 2012 第2季 | 2012 第3季 | 2012 第4季 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **新興工業化經濟體系** | **2.0** | **-1.0** | **4.4** | **0.6** | **0.9** | **3.5** |
| 三個經濟體：[1] | | | | | | |
| 韓國 | 3.4 | 1.3 | 3.5 | 1.1 | 0.2 | 1.5 |
| 新加坡 | 2.0 | -2.3 | 7.8 | 0.1 | -4.6 | 3.3 |
| 台灣 | -0.5 | -4.6 | 5.0 | -0.1 | 3.9 | 7.3 |
| **東盟四國：[1]** | **6.3** | **-3.2** | **16.5** | **7.4** | **5.4** | **9.3** |
| 印尼[2] | 6.0 | 7.5 | 5.5 | 6.4 | 5.4 | 7.0 |
| 馬來西亞[2] | 5.6 | 4.6 | 6.8 | 5.3 | 4.7 | 8.9 |
| 菲律賓 | 2.2 | 7.0 | 11.2 | 4.4 | 5.2 | 7.5 |
| 泰國 | 10.1 | -35.9 | 48.0 | 13.0 | 6.1 | 15.0 |
| **東亞：[1]** | **4.1** | **-2.1** | **10.3** | **3.9** | **3.1** | **6.3** |

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及金管局職員估計數字。

主要發達經濟體系推出新一輪貨幣寬鬆措施，為東亞帶來一定的資金流入壓力。自2012年8月底以來，區內大部份貨幣兌美元的匯率一路走強，但升值壓力近來似乎有所減弱（表2.B）。區內大部份股市於過去六個月表現有所改善，而區內長期主權債券和美國國債之間的收益率差距則因對區內債券需求上升而下降。區內央行基本上一直積存外匯儲備，而部份央行亦採取措施，限制銀行的遠期貨幣持倉，以此遏制貨幣投機。[3]展望未來，由於全球流動資金充裕，加上區內增長前景較主要經濟體系理想，資金流入壓力將會持續。

**表2.B**
**亞洲：2012年8月22日至2013年3月11日間主要金融市場指標及外匯儲備的變動[1]**

| | 兌美元的滙率(%) | 外匯儲備[2]（十億美元） | 股票(%) | 息差變化（基點）[3] |
|---|---|---|---|---|
| **新興工業化經濟體系** | | | | |
| 三個經濟體： | | | | |
| 韓國 | 3.7 | 13.0 | 3.5 | -59.6 |
| 新加坡 | -0.1 | 15.0 | 8.0 | -21.3 |
| 台灣 | 1.0 | 13.0 | 7.2 | -41.8 |
| **東盟四國：** | | | | |
| 印尼 | -2.0 | -1.4 | 16.7 | -87.2 |
| 馬來西亞 | 0.3 | 5.9 | 0.3 | -51.3 |
| 菲律賓 | 3.9 | 4.1 | 32.3 | -235.7 |
| 泰國 | 5.3 | 3.9 | 27.8 | -28.3 |

註：
1. 8月份聯邦公開市場委員會會議記錄於8月22日公佈後，市場對美國聯儲局進一步實施寬鬆政策的預期急劇上升。
2. 採用2012年7月底至2013年2月底的月度數據計算。
3. 10年期主權債券與美國國庫券之間的息差變化。

資料來源：CEIC、彭博及金管局職員估計數字。

短期而言，區內經濟前景基本保持樂觀。發達經濟體系狀況低迷，將繼續對區內出口增長構成壓力，但中國內地經濟重拾升勢，料將支持區內貿易。在勞工市場緊絀的環境下，預期消費可保持穩健，而部份東亞經濟體系（例如印尼及馬來西亞）的基建投資將維持強勁。與此同時，各大發達經濟體系繼續採取貨幣寬鬆措施，加上歐洲銀行去槓桿化趨於穩定，區內貨幣狀況仍將有助促進經濟增長。相應地，通脹可能面臨上行風險，尤其在國際大宗商品價格伴隨全球環境回穩而上升的情況下更甚。最近的共識預測顯示，該區

[2] 2012年10月，韓國、泰國及菲律賓央行分別將本國政策利率調低25個基點。

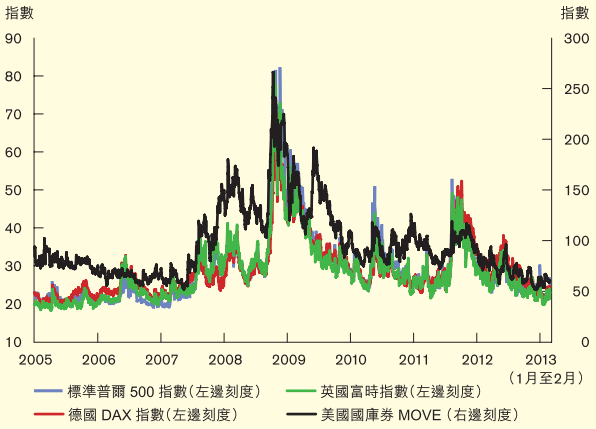
[3] 韓國及菲律賓當局公布措施，就銀行的遠期貨幣持倉設定上限。

域於2013年的本地生產總值增長率將為4.4%，相比2012年的3.9%，而通脹率將由3.0%升至3.2%。

## 2.2 環球金融狀況

於過去半年，發達國家央行實施高度寬鬆的貨幣政策，而歐美尾端風險亦有所下降，帶動全球金融狀況顯著改善。上述利好消息有力地提振投資者信心，觸發大量資金流向高風險資產。全球股市紛紛強勁反彈，引伸波幅降至全球金融危機爆發以來的最低水平（圖2.5）。[4]

**圖2.5**
**股票及債券市場期權引伸波幅指數**

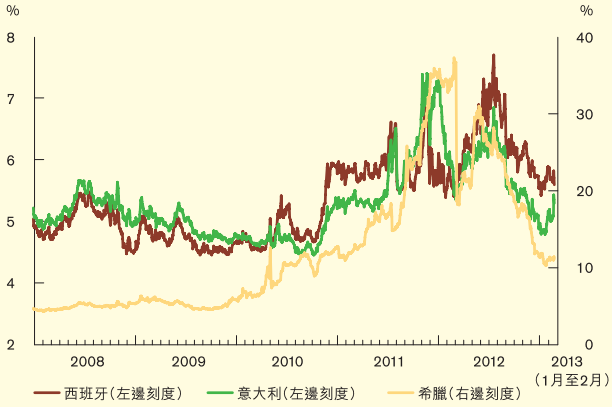



資料來源：彭博。

回顧期內，歐元區形勢的發展仍然是金融市場波動的主要來源。有關的三個主要組織（歐盟、歐洲央行和國際貨幣基金組織）同意，在希臘政府加大力度實施財政緊縮的條件下為其提供援助的消息一出，較早前市場對希臘需再次進行債務重整的擔憂得以消除。希臘免於陷入債務違約和立即退出歐元區，令市場的憂慮情緒得到紓緩，並促使希臘債券收益率大幅回落。然而，儘管近期狀況有所改善，市場對該國長期債務可持續性的憂慮依然存在。

除希臘之外，於去年大部分時間，市場對西班牙和意大利的財政狀況及陷入財困的銀行的憂慮加深，令兩國面臨重重壓力。隨後，由於歐洲央行出手紓困，市場的擔憂未有進一步上升。歐洲央行行長德拉吉(Mario Draghi)更承諾會「不惜一切」拯救歐元，並於其後推出直接貨幣交易計劃。此舉標誌著周邊債券市場出現重大轉機，吸引資金重新流入，令債券收益率顯著下降（圖2.6）。

**圖2.6**
**歐洲部份周邊國家的10年期主權債券收益率**



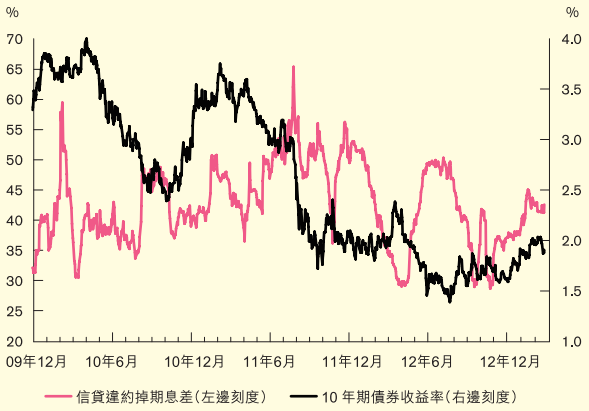

資料來源：彭博。

[4] 美國國庫券MOVE由美林編製，乃分別按0.2、0.2、0.4及0.2的權重計算的2年期、5年期、10年期及30年期國庫債券一個月期權的引伸波幅加權平均值。

然而，由於銀行的槓桿比率仍然高企，且資本不足，歐洲銀行體系繼續成為阻礙發展的因素。在資產負債狀況堪憂的環境下，銀行不願向實體經濟發放貸款，從而打擊潛在的經濟復甦。

歐洲之外，美國財政懸崖成為第4季度金融市場的關注焦點。美國及後成功避免財政懸崖(儘管只屬暫時性)，令投資者信心大增，同時亦令出現最壞情況的風險得以消除。此消息為全球金融市場注入一劑強心針，吸引投資者由觀望轉為入市，而風險胃納亦有所上升。然而，從政策角度來看，財政情況仍令人憂慮，財政風險亦繼續揮之不去(圖2.7)。

**圖2.7**
**美國主權信貸違約掉期息差及10年期債券收益率**




資料來源：彭博。

貨幣政策方面，聯儲局於第4季推出進一步量化寬鬆計劃，並向市場保證，「只要失業率仍高於6.5%」及「通脹預期繼續保持穩定」，將會一直維持低利率。[5] 然而，正如近期美聯儲會議所反映的信息，市場似乎已經開始擔憂實施異常寬鬆貨幣政策而造成的長期不利後果。

亞洲方面，自去年11月開始，日本央行擬推行的政策變革引發市場重大反應。受無限制量化寬鬆措施的預期以及日本央行將通脹目標調高至2%的影響，日圓下挫近15%，跌至兩年半以來的低位(圖2.8)。發達國家央行推行非常規貨幣政策的影響已波及全球，令環球金融體系中的流動資金升至空前的高位。在今後一段時間，如何管理和最終解決流動資金問題，將對未來的全球經濟及金融市場產生重大影響。

**圖2.8**
**日圓兑美元匯率**

資料來源：彭博。

[5] 請參閱2012年12月12日美國聯邦公開市場委員會會議的新聞稿。

# 中國內地

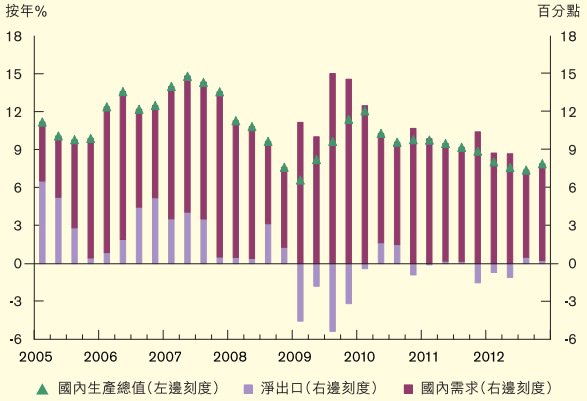
*自2012年最後一個季度以來，內地經濟增長企穩，並呈現回暖跡象。部份反映非銀行融資活動強勁增長，貨幣狀況有所紓緩，而物業市場亦持續好轉。銀行業錄得穩健的利潤增長，但仍面臨資產質素方面的壓力。展望未來，預期增長動力會進一步改善，而通脹風險將會隨之上升。*

## 2.3 產出增長及通脹

內地經濟增長於2012年最後一個季度企穩，實質國內生產總值按年增長7.9%，而第3季則為7.4%（圖2.9）。在持續的政策支持及收入穩健增長的環境下，國內需求有所增強。尤其基建投資保持強勁，而隨著物業市場回暖，房地產投資活動於2012年後期趨於活躍。出口方面，尤其是對亞洲新興經濟體系的出口，亦錄得改善，而貿易差額佔國內生產總值的比率則有所上升。[6]

經濟增長動力於近期內可望繼續提升。鑑於主要發達經濟體系復甦乏力，預期出口增長保持溫和。受惠於積極的財政政策、營商氣氛改善，加上政府採取措施促進家庭消費，國內需求有望獲得增長動力。另一方面，由於政府重申不會採取重大措施刺激經濟以避免再次出現過熱風險（尤其是物業市場），經濟增長急劇加速的可能性甚低。3月份的共識預測顯示，國內生產總值增幅將由2012年的7.8%升至2013年的8.2%。

**圖2.9**
**中國內地：國內需求與淨出口對國內生產總值增長的貢獻**



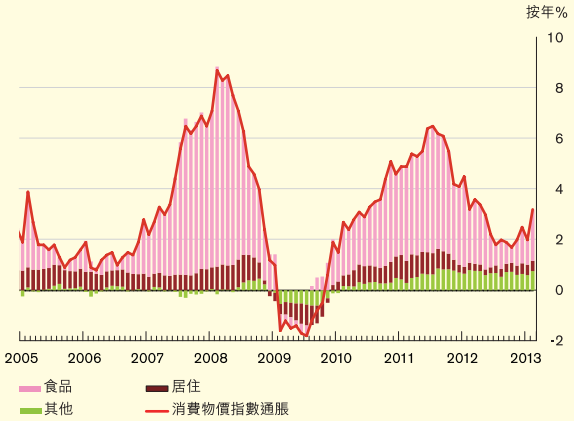

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

回顧期內，通脹壓力受到抑制，但未來可能會有所上升。按年整體消費物價指數通脹率大部分時間維持在2.0%左右的水平，但2013年2月升至3.2%，其中部分是春節的原因（圖2.10）。由於增長動力改善，生產者物價的下降步伐有所放緩。主要發達經濟體持續推行量化寬鬆措施，將可能支持國際大宗商品價格，並推高中國的進口價格，尤其若全球狀況最終較預期理想，則情況更是如此。內地經濟前景向好，加上國

[6] 貿易盈餘由2012年上半年佔國內生產總值的2.0%升至下半年佔國內生產值的3.4%。

內進一步推行資源價格改革，或會為國內成本帶來上升壓力。不過，由於內地經濟增速預期不會顯著偏離潛在趨勢，通脹壓力應該不會飆升。有投資者擔心，適齡勞動人口下降，將會推動工資上漲並加大通脹壓力。我們的分析顯示，雖然沿海地區的一些企業受到影響，但勞工市場對勞工成本及就業的整體影響有限（進一步討論請參閱專題1）。根據最新的共識預測，整體消費物價指數通脹率或會由2012年的2.6%升至2013年的3.2%。

**圖2.10**
**中國內地：對消費物價指數通脹的貢獻**



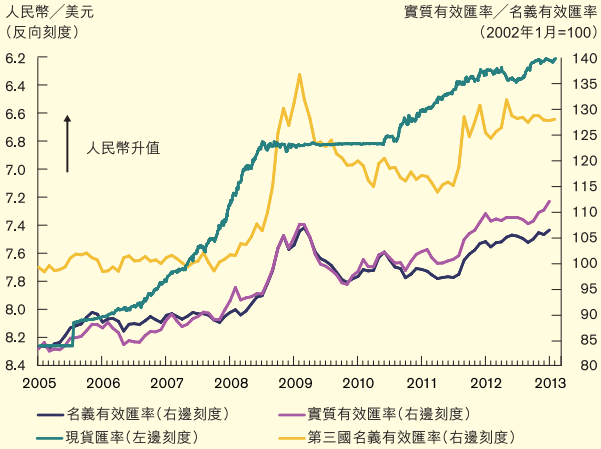

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

## 2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行體系風險

2012年下半年，內地似乎錄得資金淨流出。扣除貿易餘額、外國直接投資及估值影響後的官方外滙儲備變動，於2012年第4季仍為負值，主要反映與銀行減少負債頭寸有關的資金外流，而證券投資淨資金流大致保持平衡。資金流出壓力最近呈現緩和跡象。隨著內地經濟增長勢頭增強、避險情緒減弱，以及主要發達經濟體持續實施貨幣寬鬆措施，未來的資金流壓力會更加平衡。

人民幣有效匯率持續堅挺，而人民幣對美元的疲弱趨勢於第3季開始扭轉，部份反映了市場對內地經濟放緩的擔憂已經紓緩。自8月中旬以來，人民幣兌美元匯率累計升值約2%（圖2.11）。展望未來，預期人民幣兌美元匯率仍會較強。3月份共識預測顯示，人民幣兌美元匯率將於未來12個月升值約1%。

**圖2.11**
**中國內地：人民幣匯率**

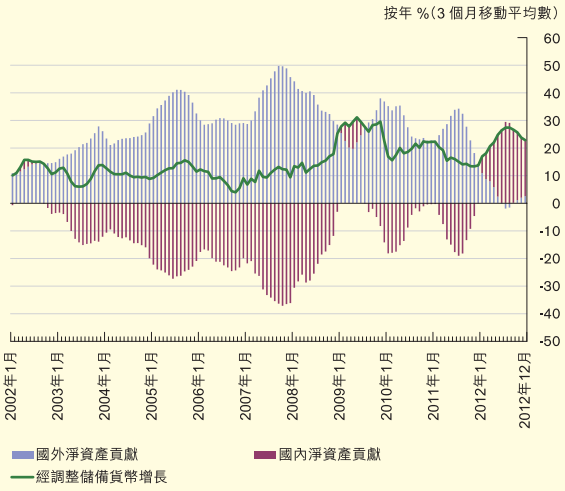



註：有效匯率指數越高意味著人民幣越堅挺。第三國名義有效匯率計及中國在海外市場所面對出口同類商品的其他經濟體的競爭。構建第三國有效匯率的方法，見本報告2006年12月號的專題2。

資料來源：國際清算銀行、彭博及金管局職員估計數字。

回顧期內，中國人民銀行大致維持促進增長的政策立場。基準利率與存款準備金率均保持不變，但儲備貨幣增長率按歷史標準衡量持續處於高位(圖2.12)。具體而言，來自國外淨資產的貢獻持續處於低水平，但來自國內淨資產的貢獻則很大。此外，中國人民銀行亦繼續積極利用逆回購，來穩定短期銀行同業拆借市場的流動性。2013年1月，中國人民銀行啟用短期流動性操作，以便每日可進行公開市場操作。此舉令人行能夠更靈活地調節內地金融體系的流動性，並將有助於穩定短期銀行同業拆息。

**圖2.12**
**中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻**



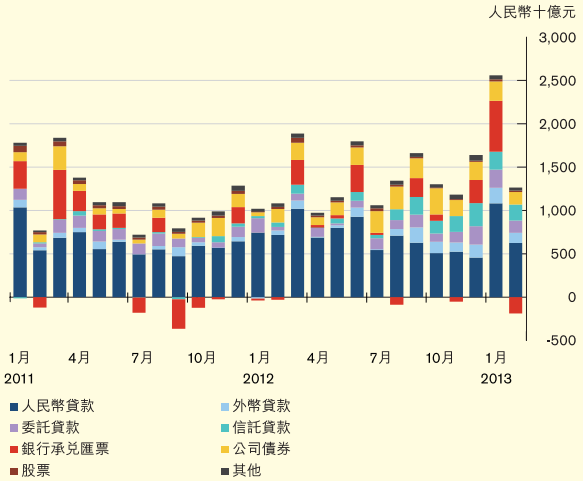

註：儲備貨幣總額乃按存款準備金率的變動作出調整。

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

整體貨幣狀況於最近數月有所紓緩。正規銀行貸款按年微跌，年底新增中長期貸款佔新批貸款總額的比例亦顯著下降，但社會融資總量(包含部份影子銀行活動)卻迅速增長(圖2.13)。具體而言，2013年下半年新增信託貸款(當中大部份用於支持基建項目及工商企業)較上一年同期增長數倍，同期企業債券融資亦增長一倍。

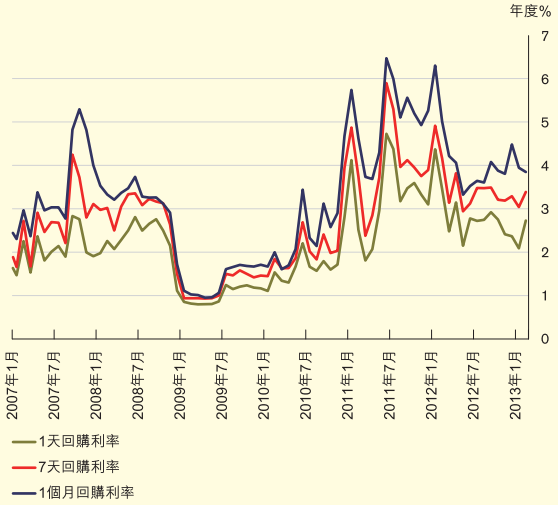
此外，市場利率整體上仍接近中期水平(圖2.14)，而企業債券收益率大致保持平穩。私人企業融資困難亦可能有所減輕。舉例而言，溫州的民間貸款利率近來數月呈現下降趨勢。

**圖2.13**
**中國內地：社會融資總量**




資料來源：CEIC。

**圖2.14**
**中國內地：貨幣市場利率**

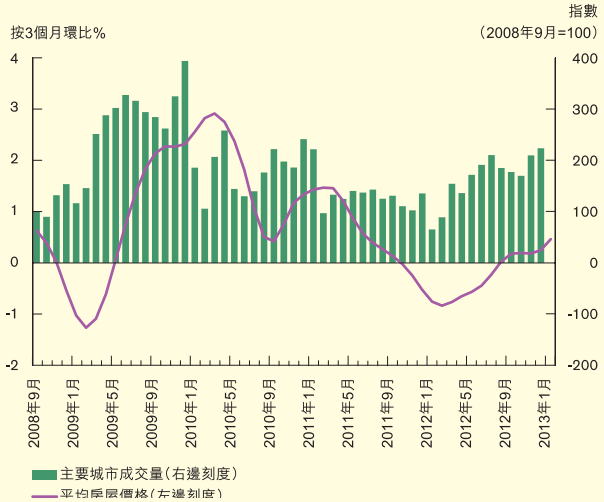



資料來源：CEIC及WIND。

股市於年底止跌回升，部份反映了投資者對內地經濟前景的信心加強。上海A股市盈率由2012年12月初約10.6倍的歷史低位升至今年3月中的12.6倍。[7]展望未來，企業盈利前景普遍改善，可繼續支持市場信心。

房屋市場於過去數月進一步回暖。大部份城市的物業價格自2012年9月以來持續上升，物業交投亦持續暢旺（圖2.15）。市道好轉，主要是由於在物業相關政策持續微調及市場氣氛改善的支持下，剛性需求得到釋放。

**圖2.15**
**中國內地：房屋價格及房屋銷售**




註：
1. 成交量指數根據北京、上海、杭州、廣州、深圳、天津、南京、福州、廈門和寧波的每月成交套數編製。
2. 平均房屋價格是指70個大中城市房價指數的簡單平均數。

資料來源：CEIC、WIND及金管局職員估計數字。

短期而言，內地房屋市場的前景預計仍然樂觀。隨著收入穩健增長，家庭置業負擔能力已經提升。而經濟增長動力日益增強，加上政府將會在未來幾年推進城市化發展，預料會繼續鞏固市場信心。我們的分析顯示，大型城市的房屋存量於回顧期內持續下降，而大型發展商的財務狀況亦伴隨銷售收入增加而改善，說明發展商的降價動力已基本上減弱。儘管如此，鑑於經濟只是溫和復甦，加上政府決心維持行政管制以確保房地產業健康發展，預期物業價格不會急劇上漲。

銀行業在過去幾個月內保持穩定。儘管經濟增長放緩，商業銀行於2012年下半年仍錄得可觀的盈利增長。[8]據報告，一些地區的壞帳上升較多，但第4季整體不良貸款比率仍維持在0.95%的低位。加權資本充足率於第4季仍然處於較高水平(13%)，同時商業銀行的壞帳撥備於2012年12月底平均約為壞帳的3.0倍。市場對銀行業的信心呈現改善跡象，銀行股份的市帳率由2012年12月初的約1倍升至今年3月初的1.3倍。

7 該數字仍遠低於過往10年約30倍的平均市盈率。

8 我們根據中國銀行業監督管理委員會的數據計算的結果顯示，商業銀行在2012年下半年純利按年增長14.3%，而上半年則為23.3%。

然而，短期內市場對銀行業盈利能力及資產質素的擔憂可能不會顯著紓緩。物業市場改善及當局積極管理地方政府融資平台貸款，減低了銀行的資產質素壓力。但另一方面，部份中小企業及產能過剩的行業（例如鋼鐵業）可能仍面臨還貸困難。實際上，在小企業雲集的溫州，不良貸款比率由2012年6月份的2.7%上升至11月份的3.4%。

影子銀行體系急速發展，亦為銀行業的資產質素及盈利能力帶來不確定性因素。關於影子銀行活動的定義，目前尚無共識，但根據大部份經濟評論員的看法，內地影子銀行活動主要包括銀行的資產負債表外融資活動、非銀行金融機構（例如信託公司）的融資活動，以及非正規借貸活動。中國內地影子銀行規模存在很大不確定性，但大部份估計顯示，其規模應相對地遠小於主要經濟體系的影子銀行規模。[9]此外，部份影子銀行活動是由銀行體系仍存的利率管制所引發，因此不完全是負面或具有風險。通常高利率的金融產品較收益率只比基準存款利率高幾個百分點的產品隱含的問題多，但前者佔與銀行有關的影子銀行活動的比例可能不高。儘管如此，由於影子銀行與常規銀行業活動關係密切而不透明，令人憂慮其對金融穩定的潛在影響，尤其部份透過影子銀行融資的行業，在盈利增長方面仍面臨壓力，且一些影子銀行活動有較大程度的期限轉換而相應產生了一些流動性風險。基於這些擔憂，內地監管機構已加強對影子銀行業務的監管。

[9] 請參閱金融穩定委員會的「*2012年全球影子銀行監察報告*」(Global Shadow Banking Monitoring Report 2012)。

## 專題1
## 勞工市場的變化對中國內地的勞工成本有何影響？[10]

中國內地勞工市場於近年經歷若干重大變化。首先，根據國家統計局的資料，適齡勞動人口(15-59歲)於2012年開始減少。其次，據報道，近年來在中國沿海城市出現「民工荒」，而最低工資亦快速上漲。

由於勞工市場的變化會影響經濟增長和通脹，故本專題首先研究勞工市場的緊絀在多大程度上影響到中國內地的勞工成本，然後探究流動勞動人口的變化對華東地區(渤海灣、江浙滬及閩粵瓊)勞工成本及就業狀況的影響。本專題亦會探討相應的政策含義。

我們的研究顯示，勞工市場變化對勞工成本及就業形勢的整體影響有限，但港澳台企業及私人企業尤其是在沿海地區已經受到衝擊。這表明中國尚未出現絕對數量上的勞工短缺，但在勞工市場上，諸如技能不匹配等結構性問題的確存在。

### *勞工市場緊絀對中國的勞工成本有何影響？*

根據經濟學理論，勞工成本主要由最低工資、勞工需求－供給比率及其他控制變量(如產出)等因素決定。最低工資調升可能部份緣於生活成本上漲，進而反映工人的工資要求；而勞工需求－供給比率上升，則意味著勞工市場進一步緊絀，可能會推高勞工成本。我們採用2001年–2008年規模以上工業企業年度數據，按不同區域(東部、中部、西部和東北地區)、技術水平及企業所有權劃分，研究上述因素對勞工成本的影響。具體而言，各個區域的企業分類為國有企業(國企)、外資企業、港澳台企業和私人企業。

根據我們的估計，勞工市場緊絀總體上對勞工成本影響有限，但對部份港澳台及私人企業則影響較大。在解釋勞工成本變化時，勞工需求－供給比率係數的t－統計值可用來衡量勞工市場緊絀的重要性。所有區域的國企及外企的t-統計值均不顯著，但部份地區的港澳台及私人企業估計的t-統計值卻較為顯著。具體而言，東部地區港澳台及私人企業的短期勞工需求－供給比率係數約為0.2，表明勞工需求－供給比率每上升一個百分點，將會導致短期實際勞工成本增加0.2%(表B1.A)。

**表B1.A**
**勞工成本相對於勞工市場緊絀的短期彈性**

| | 國企 | 外企 | 港澳台企業 | 私企 |
|---|---|---|---|---|
| 係數 | -0.04 | -0.14 | 0.16** | 0.23* |
| T-統計值 | -0.33 | -0.83 | 2.21 | 1.61 |

註：*及**分別指於10%及5%置信水平下顯著。

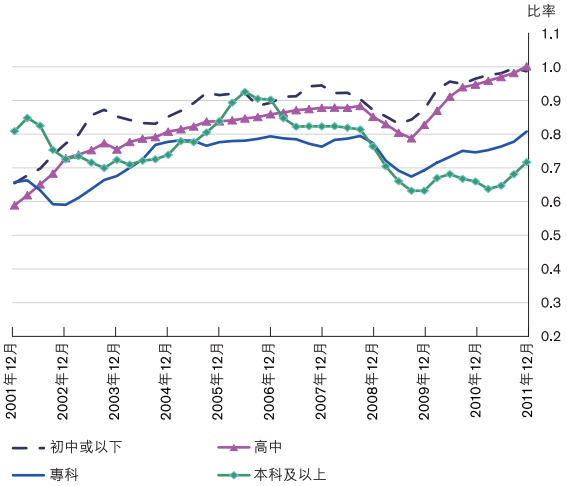
資料來源：工業企業整合數據庫及金管局職員估計數字。

至於其他區域，僅西部私企及和東北港澳台企業需求－供給比率係數的t-統計值較為顯著。我們的研究進一步顯示，這種狀況在長期來看亦如此，勞工市場緊絀僅影響部份港澳台及私人企業的勞工成本。

10 本專題改編自張文朗及韓高峰(2013)撰寫的「How did labour market development affect labour costs in China?」，《香港金融研究中心工作論文》(即將出版)。

估計顯示，中國內地尚未出現絕對數量上的勞工短缺，但存在一些局部問題。具體而言，市場緊絀與勞動人口的教育程度似乎呈負相關的關係。如圖B1.1所示，教育水平較低(高中及初中或以下)的勞工的需求－供給比率展現上升趨勢，近年已接近於1，而在整個樣本期間，較高教育水平(專科、本科及以上)的勞工的需求－供給比率則沒有清晰的趨勢，且遠低於1。

**圖B1.1**
**按教育水平劃分的勞工需求－供給比率**




資料來源：CEIC及及金管局職員估計數字。

同時，熟練勞工似乎已經出現短缺。中國在過去十年間一直擔當「世界工廠」的角色，建築活動蓬勃發展，而高端產業及服務行業則發展緩慢。市場對年輕熟練技工的需求迅速增長，但職業培訓和技校教育卻遠遠落後。另一方面，自上世紀九十年代中以來，大學入學率節節攀升，而大學畢業生的需求－供給比率卻遠小於1，表明大學畢業生供過於求。

由於港澳台及私人企業的大部份員工屬於低教育水平組別，而且通常是年輕的熟練技工，上述結構性問題或可解釋為何與其他類型的企業相比，勞工市場緊絀會對港澳台及私人企業的勞工成本造成較大影響。如表B1.B所示，根據2004年的數據，私人及港澳台企業超過60%的員工的教育水平為初中或以下，而國企和外企類似教育水平的員工比例僅為50%左右。另一方面，國企和外企員工有4-5%接受過大學教育，而港澳台及私人企業接受過大學教育的員工比例不足2.5%。

**表B1.B**
**2004年不同所有制企業員工的教育水平分佈(%)**

| | 國企 | 外企 | 港澳台企業 | 私企 |
|---|---|---|---|---|
| 初中或以下 | 49.4 | 52.5 | 61.4 | 64.1 |
| 高中 | 36.7 | 35.6 | 30.7 | 28.7 |
| 專科 | 9.9 | 7.3 | 5.5 | 5.2 |
| 本科 | 4.0 | 4.6 | 2.4 | 1.9 |

資料來源：工業企業整合數據庫及金管局職員估計數字。

### *勞工流動對東部地區的勞工成本有何影響？*

儘管東部仍然是農民工就業的主要地區，但有報告顯示，近年該地區出現勞工短缺，而工資亦快速上升。在此背景下，我們亦探究流動勞動人口的變動對東部地區勞工成本及就業造成多大的影響。

我們的分析同時考慮流動勞動人口對東部地區勞工成本及就業造成的直接及間接影響。東部地區流動勞工減少，可導致該區域的勞工供應減少，從而加劇勞工市場的緊絀狀況並推高工資。勞工成本上升可壓抑勞工需求，從而紓緩勞工市場的緊絀狀況，進而阻礙工資增長。該動態過程將持續到勞工供需達到新的均衡狀態為止。由於工資變化可導致各企業相對勞工需求的變化，從而對工資及就業造成第二輪影響，因此，我們的分析亦考慮不同技術層次及企業所有制之間的勞工替代而引致的流動勞動人口變動的間接影響。

我們的估計顯示，在東部地區，流動勞動人口對國企及外企的勞工成本的影響微乎其微，但對私人及港澳台企業影響較大。具體來說，在短期，流動勞動人口每下降10%，私人及港澳台企業的實際勞工成本將分別上升0.9%及0.3%。同時，私企的就業率將下降0.9%，港澳台企業下降0.6%，國企及外企則均下降0.5%（表B1.C）。

**表B1.C**
**東部地區流動勞動人口下降10%對其勞工成本及就業的短期影響(%)**

| | 國企 | 外企 | 港澳台企業 | 私企 |
|---|---|---|---|---|
| 勞工成本 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.9 |
| 就業 | -0.5 | -0.5 | -0.6 | -0.9 |

資料來源：工業企業整合數據庫及金管局職員估計數字。

港澳台及私人企業的勞工成本受到的長期影響較大。流動勞動人口每下降10%，私人及港澳台企業的實際勞工成本將分別上升3.6%及0.9%，但國企及外企受到的影響並不明顯。長期就業受到的影響是短期的四倍。我們的分析亦顯示，僱主在不同技術水平或所有制企業當中尋找替代勞工並非易事，但在其他因素維持不變的情況下，於不同地區尋找替代勞工則較為容易。

### *討論*

我們的研究主要表明，勞工市場變化對勞工成本及就業的整體影響有限。但港澳台及私人企業（尤其是在東部沿海地區）受到的影響較為顯著。這些企業對教育水平較低的年輕勞工需求較大，而這類勞工的供應較為緊張。

儘管我們的研究是基於2001-2008年的數據，但主要結論仍符合現時甚至未來數年的狀況。如圖B1.1所示，儘管近年低教育水平勞工的市場較為緊絀，但受過較好教育的勞工供應仍遠大於需求。另一方面，我們的研究結果可能亦反映了內地勞工市場的一些結構性問題。

首先，農村和城市勞工市場的分割令農村勞動人口難以長期留在城市工作，導致勞工市場上低教育水平和熟練技工供應更為緊張。儘管過去十年在開放勞工市場方面已取得進展，但仍存在許多制度因素（如在社會保障及子女教育方面的限制）阻礙農村勞動人口長期留在城市工作。事實上，有研究顯示，不少農民工在25至35歲期間開始返鄉成家，不再返回城市工作。

其次，如前所述，勞工供需不匹配的狀況似乎比較嚴重。具體而言，儘管高等教育有利於經濟的長期發展，但若教育水平與勞工需求不匹配，則會造成勞工市場在短期出現結構性問題。

因此，有必要消除勞工流動的障礙，同時發展職業教育，以紓緩中國內地勞工市場的局部緊絀狀況。此外，亦有必要升級產業鏈，發展服務行業，以減輕勞工市場供需不匹配的問題。

# 3. 本港經濟

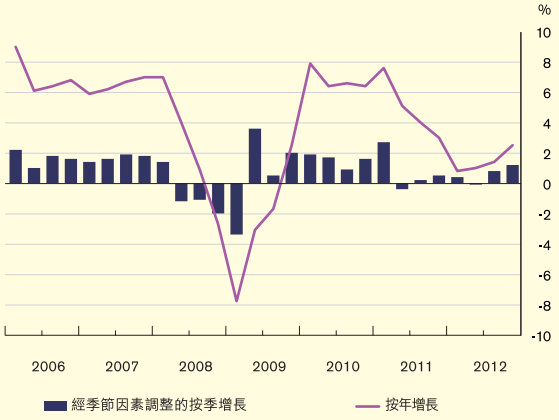
*隨著貨物貿易表現漸趨穩定，香港經濟增長於2012年下半年加快。受本地需求穩健及出口回升支持，短期經濟展望亦有改善。此外，通脹壓力稍為紓緩，但由於物業租金持續上升，通脹壓力仍很有可能高企。*

*勞工市場狀況仍然緊絀，失業率維持在較低水平。招聘意欲持續旺盛，除非外圍環境嚴重轉壞，否則勞工市場展望仍然穩定。*

## 3.1 整體需求

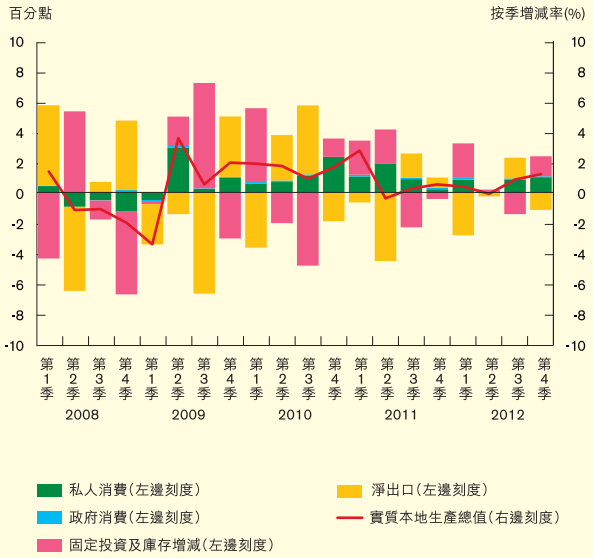
香港經濟的增長動力於2012年下半年逐漸回升。實質本地生產總值繼於第2季略為收縮0.1%後，於第3季反彈0.8%，並於第4季進一步增長1.2%(圖3.1)。私人消費暢旺，為經濟增添動力，於第3季和第4季分別對實質本地生產總值增長貢獻0.8個百分點和1.0個百分點(圖3.2)。總體投資支出於第4季回升，亦進一步推動實質經濟增長。香港的出口表現於年底雖然顯著改善，但在本地需求穩健的支持下，貨物進口及服務輸入表現更為強勁，令淨出口於第4季拖累整體經濟增長。與季度增長率趨勢一致，實質本地生產總值的按年增長率由第3季的1.4%增至第4季的2.5%，令2012年增長率提升至1.4%，但仍較2011年4.9%的增長率大幅放緩。

**圖3.1**
**實質本地生產總值**




資料來源：政府統計處。

**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：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，預期香港經濟增長於2013年將會加快至接近長期平均水平。外部需求疲弱拖累經濟的不利影響應會逐步減輕，但由於全球經濟仍備受如何實現持續增長所困擾，出口全面復甦尚需時日。本地方面，勞工市場持續穩健，收入增加，加上資產市場暢旺，帶動財富增長，將繼續提振消費支出。此外，預期大規模的基建工程及私營機構建造活動會維持活躍。由於營商氣氛仍然審慎，資本投資及庫存投資的前景則較欠明朗。2013／14年度政府財政預算案的財政刺激措施，包括一系列的基建工程以及若干特別紓緩措施，應有助支持經濟增長。

金管局職員編製的綜合領先經濟指標的6個月增長率有所上升，預示短期內經濟活動將會穩健增長(表3.A)。私人機構分析員預期2013年經濟增幅介乎2.5至4.7%，平均增幅約為3.5%(圖3.3)。政府亦預期經濟增長會升至介乎1.5至3.5%。

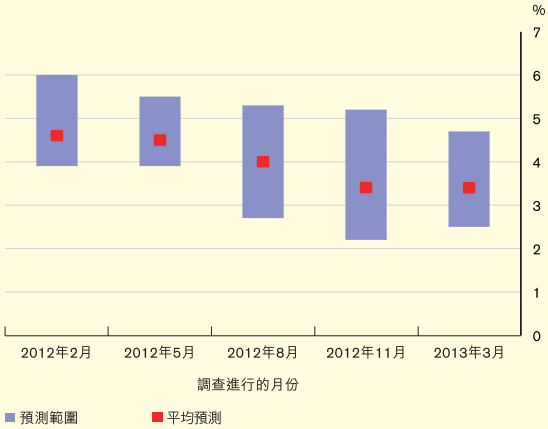
**表3.A**
**同步經濟指標及領先經濟指標的近期走勢**

| | 1個月變動百分比 | | 6個月變動百分比 | |
|---|---|---|---|---|
| | 同步經濟指標 | 領先經濟指標 | 同步經濟指標 | 領先經濟指標 |
| **2012年** | | | | |
| 1月 | -1.4 | 1.1 | -1.2 | 0.8 |
| 2月 | 2.0 | 1.0 | 0.2 | 2.3 |
| 3月 | -1.0 | 0.4 | 1.0 | 3.1 |
| 4月 | 0.6 | 0.8 | 0.3 | 3.5 |
| 5月 | -0.7 | -0.1 | 0.9 | 3.7 |
| 6月 | 0.8 | 0.2 | 0.3 | 3.5 |
| 7月 | -0.2 | -0.3 | 1.5 | 2.1 |
| 8月 | 1.3 | 0.2 | 0.9 | 1.2 |
| 9月 | 1.5 | 0.5 | 3.4 | 1.2 |
| 10月 | 1.2 | 1.1 | 4.1 | 1.5 |
| 11月 | 2.0 | 0.6 | 6.9 | 2.2 |
| 12月 | 1.1 | 0.4 | 7.2 | 2.4 |
| **2013年** | | | | |
| 1月 | 1.4 | 0.5 | 8.9 | 3.3 |
| 2月 | n.a. | 0.3 | n.a. | 3.4 |

註：領先經濟指標的6個月變動率常用於檢測經濟週期轉折點。

資料來源：金管局職員估計數字。

**圖3.3**
**2013年實質本地生產總值增長的共識預測**




資料來源：Consensus Economics。

經濟前景雖見好轉，但仍受諸多不明朗因素及風險所影響。歐洲主權債務問題仍未解決，加上美國的財政前景欠缺明朗，都為香港的增長前景蒙上陰影。一旦外圍情況出現顯著惡化，負面的影響有可能透過貿易及金融渠道傳導到香港經濟。此外，先進經濟體系實施進取的寬鬆貨幣措施，料將進一步加劇全球流動資金氾濫的狀況。本地消費價格及資產價格亦可能面臨進一步上升壓力。房屋市場持續升溫，可能會令房屋價格進一步偏離基本因素，為香港的宏觀經濟及金融穩定帶來風險。

## *3.2 本地需求*

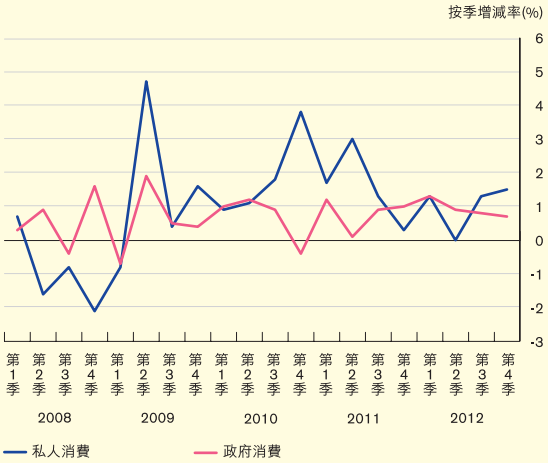
### *消費*

受惠於穩定的就業及收入狀況、早前的財政刺激措施，以及來自物業和股票市場的財富增長，私人消費於2012年下半年顯著反彈，並成為推動實質本地生產總值增長的主要引擎(圖3.4)。其環比增長率由第3季的1.3%回升至第4季的1.5%。消費品(尤其是耐用品)的需求增長加快。金融市場活躍，亦帶動服務消費恢復增長。專題2探討近年私人消費表現強勁，並發現這與期內香港的經常帳結餘收窄有明顯關係。

由於消費情緒樂觀、勞工市場強韌及收入持續增加，私人消費於2013年有望保持穩健增長。2013／14年度政府財政預算案中提出的特別紓緩措施亦將會為私人消費提供額外支持。目前，2013年私人消費增長的市場共識預測為3.9%，略低於2012年4.0%的增幅。

政府消費繼續穩步上揚，於第3季和第4季分別增長0.8%和0.7%(圖3.4)。根據2013／14年度政府財政預算案，經常公共開支預計將實質增長8.4%，略高於2012／13年度6.8%的升幅，因此預期政府消費將有可能進一步增長。[11]

**圖3.4**
**私人及政府消費**



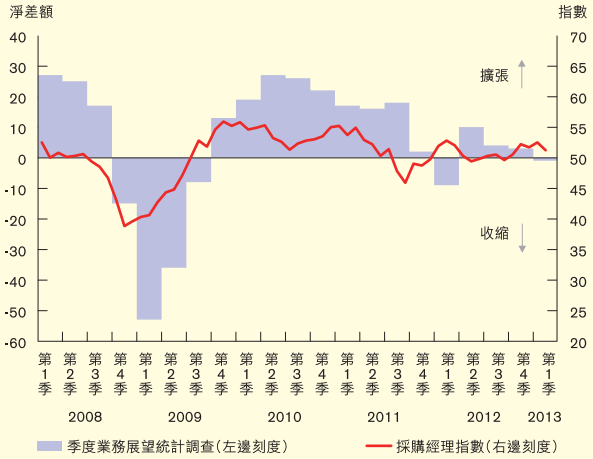

資料來源：政府統計處。

## *投資*

整體投資支出於第3季受庫存減少所拖累，但於第4季顯著增加，並為實質本地生產總值的增長貢獻1.3個百分點。撇除波動的庫存投資，其實固定資本形成總額於下半年仍穩步上升，主要由於公共及私營機構建造活動增加，以及機器及設備方面錄得強勁的資本支出。於第3季庫存減少，嚴重拖累經濟增長。

受私營機構建造活動持續增加及公共基建項目穩步推進所帶動，樓宇及建造支出預期將於2013年進一步增長。由於營商氣氛仍較為審慎，企業資本開支及庫存投資的前景則有欠明朗。這在季度業務展望統計調查及近期的採購經理指數中可得到反映(圖3.5)。目前，市場共識預測2013年固定資本形成總額的增幅為5.8%，而2012年的增幅為9.1%。

**圖3.5**
**營商氣氛**



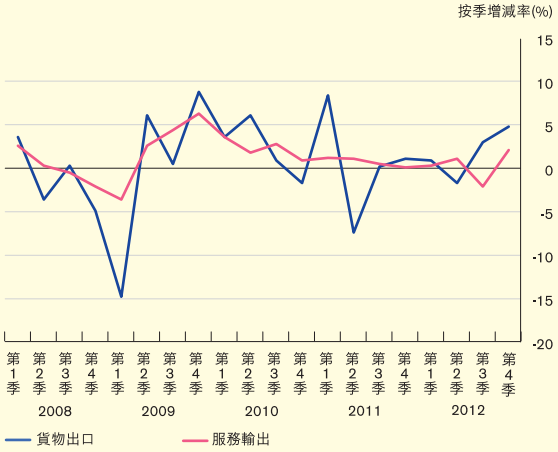

資料來源：政府統計處及Markit Economics。

[11] 根據2012/13年度政府財政預算案，2012/13年度經常公共開支預計增長6.8%。

## 3.3 對外貿易

隨著外圍環境逐步回穩，香港的整體出口表現於2012年下半年有所改善。貨物出口於第3季和第4季分別錄得較快的3.0%和4.8%的環比增幅(圖3.6)。這些改善反映多項因素，包括來自美國的外部需求增加、全球對新電子產品的需求轉強，以及內地經濟增長提速帶動了亞洲區內貿易復甦。服務輸出於第3季收縮2.1%，隨後於第4季增長2.1%。隨著貨物貿易上升，商貿及貿易相關的服務輸出有所改善，而訪港旅遊服務輸出亦加速增長。

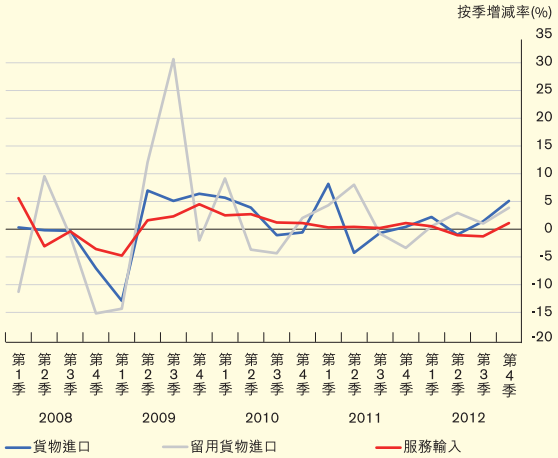
**圖3.6**
**貨物出口及服務輸出**




資料來源：政府統計處。

貨物進口於2012年下半年強勁反彈，環比增幅由第3季的1.5%上升至第4季的5.2%(圖3.7)。本地需求強勁和出口帶動的進口需求增長，成為貨物進口增速加快的主要動力。這亦分別反映於香港留用進口及貨物轉口的快速增長中。服務輸入於第3季下降1.2%，隨後於第4季回升1.2%。服務需求改善，部份是由於貿易相關服務輸入轉強所致。

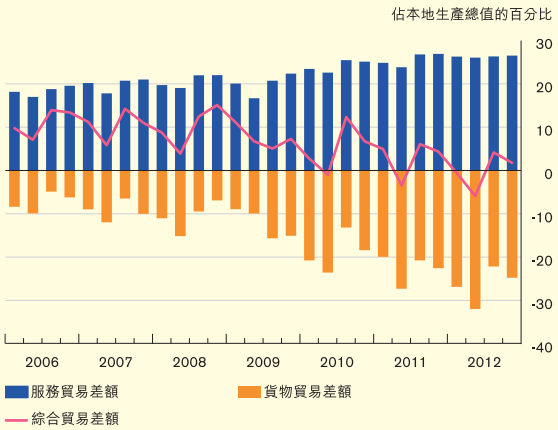
**圖3.7**
**貨物進口及服務輸入**




資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

由於進口表現勝於出口，淨出口由第3季對實質本地生產總值增長有正面貢獻，到第4季成為拖累。未經季節因素調整的綜合貿易帳於2012年下半年錄得316億港元的盈餘(佔本地生產總值的2.9%)，較2011年下半年錄得的盈餘528億港元(佔本地生產總值的5.2%)為低(圖3.8)。

**圖3.8**
**按組成項目劃分的貿易差額(以金額計)**



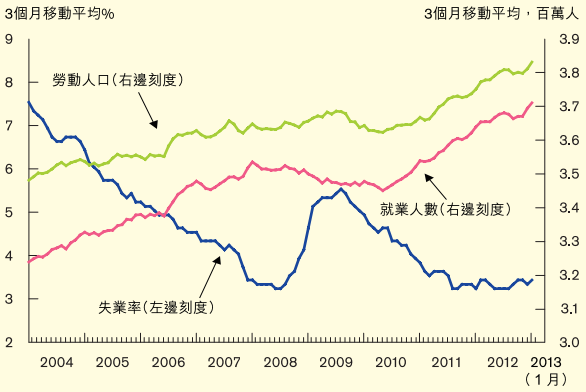

資料來源：政府統計處。

儘管近幾個月的表現較為正面，但香港出口能否持續復甦仍不太明朗。歐洲經濟持續不振，加上美國經濟復甦步伐緩慢，或會令香港的出口面臨下行風險。尤其最新的季度業務展望統計調查和香港貿發局出口指數顯示出口前景仍然負面。但另一方面，內地經濟相對強勁的增長，加上其對區內貿易的帶動效應，或許能夠產生一定程度的抵銷作用。市場共識預測2013年貨物出口的名義增幅為8.2%，較2012年的5.0%為高。貨物貿易增長，帶動貿易相關及運輸服務反彈，將會令整體服務輸出受惠。訪港旅遊和金融服務亦將為服務輸出提供支持。鑑於本地需求強勁及出口帶動的進口需求上升，預期貨物進口及服務輸入將錄得穩定增長。

## 3.4 勞工市場狀況

勞工市場於2012年維持穩健。2012年下半年，經季節因素調整後的3個月移動平均失業率一直徘徊在3.2%至3.4%之間，並於1月份保持在3.4%的低位（圖3.9）。勞動人口參與率於2013年1月輕微上升至60.8%，而就業人數則於同月升至371萬人的歷史高位。勞工市場的高技術和低技術環節均見緊絀，主要行業如製造業、進出口貿易及批發業的失業率於期內保持在較低水平。

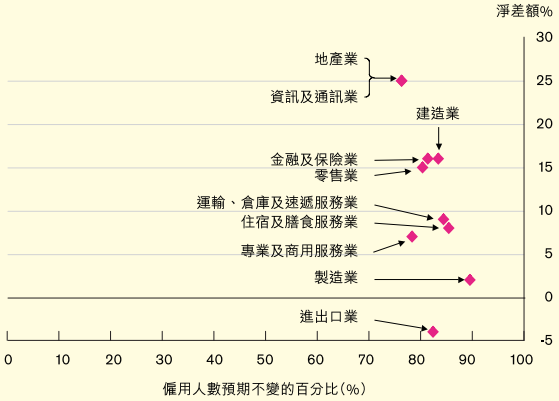
**圖3.9**
**勞工市場狀況**




資料來源：政府統計處。

短期內，持續強勁的本地需求將繼續支持勞工市場。最新的2013年第1季季度業務展望統計調查顯示，除進出口業外，所有受訪行業的受訪者均預期短期內就業人數會有所增長，顯示招聘意欲旺盛（圖3.10）。除非外圍環境嚴重轉壞，否則勞工市場展望仍然穩定。

**圖3.10**
**2013年第1季業務展望統計調查－就業**



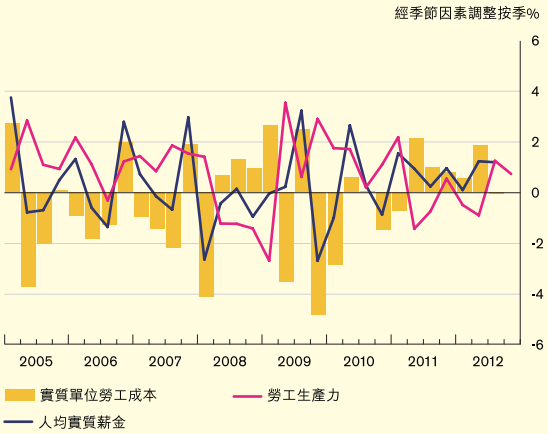

註：
1. 「淨差額」指預期「上升」的受訪者百分點減去預期「下降」的受訪者百分點。
2. 行業分類以最新的《香港標準行業分類2.0版》(HSIC V2.0)為準。

資料來源：政府統計處。

2012年下半年，本地經濟於潛在產出水平附近運行。經歷2012年第2季的疲弱表現後，經濟於第3季及第4季重拾動力，同期的產出缺口保持在近乎閉合的水平。經濟增長動力亦為勞工市場提供支持，令失業率維持在相對較低的水平。

面對強勁的勞工需求及緊絀的勞工市場，勞工成本仍保持上升趨勢。其中，2012年第2季及第3季的合計人均實質薪金較前兩個季度增長1.7%（圖3.11）。不過，在2012年第3季重拾升軌的產出增長支撐了勞工生產力，遏止了連續數個季度的實質單位勞工成本增長，使其由2012年第2季按季增長1.8%下降至第三季收縮0.1%。

**圖3.11**
**單位勞工成本及勞工生產力**



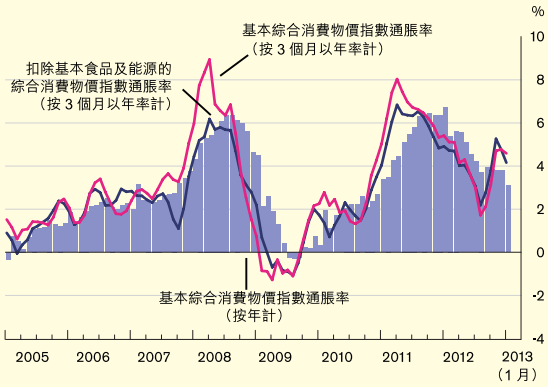

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

本地經濟可望於近期重新靠穩。勞工需求或會受到支持，而勞工市場的緊絀狀況亦將持續。

## 3.5 消費物價

隨著本地經濟環境改善，本地通脹再度升溫。按3個月以年率計算的基本通脹率於2012年8月份觸及1.6%的低位，其後穩步攀升，於12月升至4.7%（圖3.12）。撇除較為波動的基本食品及能源組成項目，基本核心通脹率亦呈現類似的上行趨勢，表明價格上漲壓力或會持續一段時間。儘管環比增長動力增強，但同期的按年基本通脹率仍維持在約3.8%的穩定水平，並因農曆新年時間差的影響，於1月份降至3.1%。

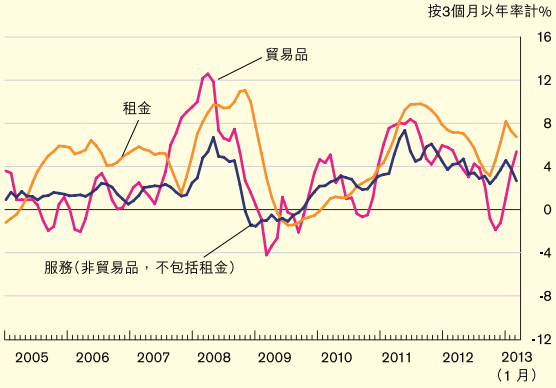
**圖3.12**
**反映消費物價通脹的不同指標**




資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

按季通脹動力全面增強。其中，受2012年9月公共房屋租金上漲帶動，租金組成項目通脹由2012年8月的3.0%升至11月的8.0%(圖3.13)。非貿易品組成項目通脹亦於同期錄得增長，反映零售租金增長傳導至綜合消費物價指數其他服務組成項目。另一方面，受基本食品、服裝及鞋類組成項目帶動，貿易品組成項目通脹於2012年最後兩個月份有所回升。

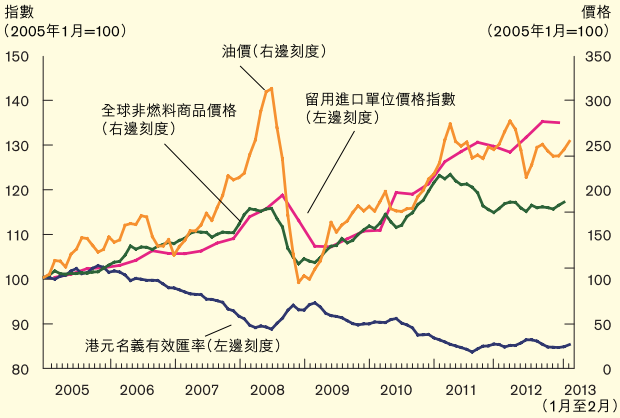
**圖3.13**
**按主要組成項目分析消費物價通脹**




資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

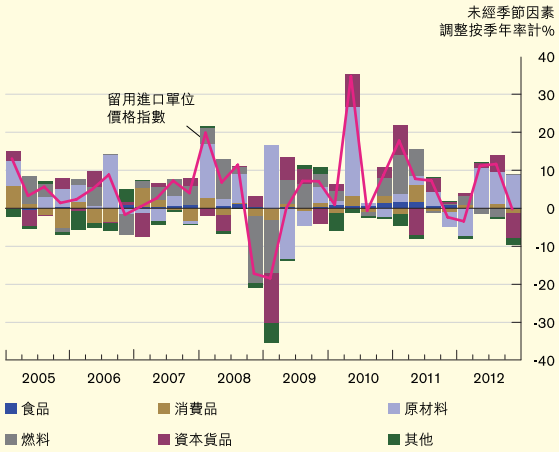
全球商品價格回軟，進口價格通脹在2012年底亦隨之回落。按季以年率計的通脹率雖由2012年第2季的10.7%上升至2012年第3季的11.2%，但於2012年第4季下降至－0.7%(圖3.14)。而按最終用途分類分析，原材料仍是推高進口價格通脹的主要動力(圖3.15)。

**圖3.14**
**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3.15**
**對進口價格通脹的貢獻**

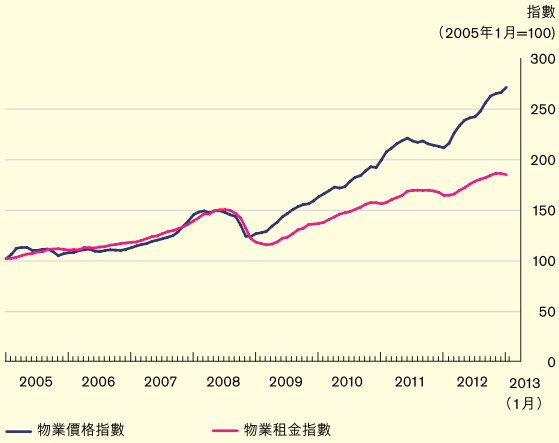



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，受2012年市場租金上升的傳導效應影響，環比通脹動力或會保持穩定（圖3.16）。儘管如此，預料2013年的年度按年通脹率仍會略為下降。政府預測的基本通脹率為4.2%，較2012年的4.7%為低。全球經濟環境脆弱，預料會有助遏抑商品價格壓力。此外，本地產出缺口於2012年下半年的估值接近零，令勞工成本壓力受到限制。

就通脹前景的風險而言，一旦食品生產國（如中國）遭受不利的天氣狀況影響，綜合消費物價指數食品組成項目通脹可能會更為波動。同時，發達經濟體系實行量化寬鬆措施，導致全球流動資金充裕，或會對全球商品及資產價格構成超出預期的上升壓力。而在今後一段時間，物業市場的韌性或會超乎預期，進而推動綜合消費物價指數租金組成項目通脹升至高出預期的水平。上述種種因素均有可能推高通脹。至於導致通脹下行的因素，一旦外圍環境意外地急劇轉差，例如歐洲主權債務危機惡化或東北亞地緣政治風險上升，均有可能拖累全球增長，進而紓緩需求對本地通脹的壓力。

**圖3.16**
**住宅物業價格及租金指數**

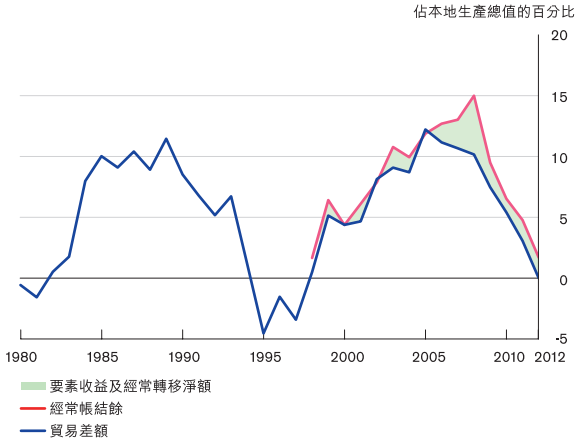



資料來源：差餉物業估價署。

# 專題2
# 近年香港經常帳結餘的變動情況

近幾年香港的經常帳結餘收窄，由2008年錄得相當於本地生產總值15%的盈餘，到2011年和2012年分別跌至相當於6%和大約2%的盈餘（圖B2.1）。本專題會根據貿易差額及儲蓄／投資這兩個研究方法來探討經常帳結餘收窄的原因。我們發現經常帳結餘收窄與本地消費大幅增長令本地儲蓄減少有關。我們進一步研究本地消費行為，並從實證研究發現自2009年以來，過半消費增幅是由物業市道暢旺令房屋財富淨值增加所帶動。

**圖B2.1**
**按貿易差額法分析的香港經常帳結餘**




資料來源：政府統計處。

## *經常帳結餘的概念及兩種分析方法*

經常帳結餘計量一個經濟體系在特定期間內與其他地方的「一次過」交易（即不會導致日後申索的交易）的淨收益，藉此反映該經濟體系的收支差額。從國際收支平衡的角度看，經常帳結餘常常被視為出口與進口的差額，這亦稱為貿易差額的分析方法。事實上，經常帳結餘等同貿易差額、要素收益淨額及經常轉移淨額的總和：

經常帳結餘
= 貿易差額
+ 要素收益淨額 + 經常轉移淨額

對香港及多數經濟體系而言，貿易差額往往是經常帳結餘的主要成分。因此，經常帳盈餘通常反映出口超過進口，而經常帳虧絀則反之。

分析經常帳結餘的另一種方法是儲蓄／投資（或內部結餘）法。根據國民收入會計等式，經常帳結餘為本地居民總儲蓄與投資的差額：

本地居民總收入[12]
= 消費 + 投資
+ 經常帳結餘

[12] 在本報告中，本地居民總收入指國際貨幣基金組織編製的《國際收支和國際投資頭寸手冊（第六版）》內所定義的本地居民可支配收入。

經常帳結餘

= 本地居民總收入 – (消費 + 投資)

= (本地居民總收入 – 消費) – 投資

= 本地居民總儲蓄 – 投資

有別於貿易差額法，儲蓄／投資法強調宏觀經濟因素影響本地消費及投資決定，最終會決定經常帳結餘。根據定義，當出現經常帳盈餘時，本地居民總儲蓄超過本地投資。反之，當出現經常帳虧絀時，本地居民總儲蓄少於本地投資。

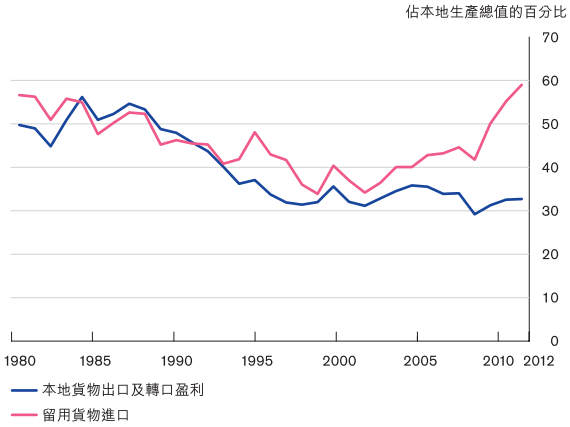
## *近年香港經常帳結餘下跌的原因何在？*

### (A) 貿易差額法

近年來，香港經常帳結餘收窄，其實貿易差額也在減少，由2008年錄得相當於本地生產總值10%的盈餘，到2011年相當於3%的盈餘和2012年差額大致平衡(見上文圖B2.1)。再深入瞭解，發現上述變動主要是進口強勁而非出口減少所致。

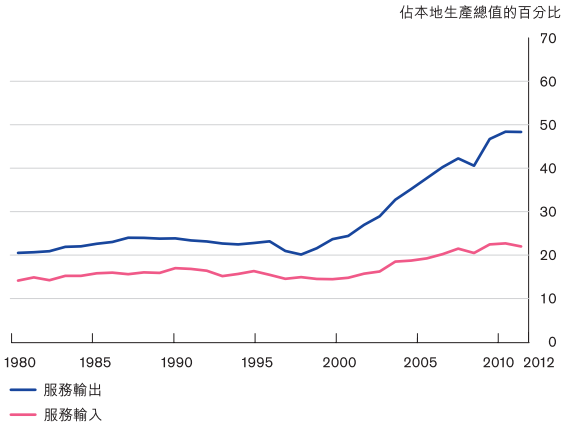
圖B2.2顯示，自2009年以來，貨物出口(即按本地出口及轉口盈利計算)佔本地生產總值的比例並無大幅下跌。香港出口市場分散，令港商在全球經濟的二元發展下仍能受益，其中發達經濟體系需求雖然減少，但被發展中經濟體系(包括中國內地以及亞洲、拉丁美洲及中東其他新興經濟體系)的需求增長所抵銷。服務輸出也表現良好，當中的離岸貿易持續增長，近年旅遊業也提供強大支持(圖B2.3)。

**圖B2.2**
**香港的貨物貿易**




資料來源：政府統計處。

**圖B2.3**
**香港的服務貿易**



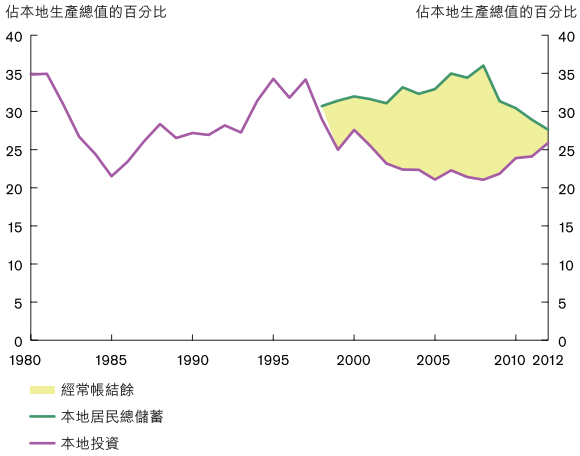

資料來源：政府統計處。

另一方面，在過去5年，留用貨物進口佔本地生產總值的比例由45%大幅上升至59%，原因是本地需求增加以及旅客消費急升，而後者亦推動近幾年的服務輸出增長。不過本地需求或旅客消費對留用貨物進口增長的貢獻程度難以準確地分開計量。[13]與此同時，服務輸入穩定增長。而且，由於金融、保險服務及境外旅遊需求強勁，否則在撇除貿易及物流相關的服務輸入後，服務輸入的增幅應該更明顯。

### (B) 儲蓄／投資法

儲蓄／投資法從另一個角度分析近年來香港經常帳結餘下跌的原因。圖B2.4顯示，經常帳結餘下跌的主要原因是本地居民儲蓄率下跌，由2008年佔本地生產總值的36%減至2012年約28%的水平。這亦表示，與儲蓄成反比的本地消費在快速增長，且增幅遠超過收入。[14]另一方面，暫時並沒有投資過度的跡象，即使因為多個政府基建項目上馬令投資率(即投資對本地生產總值的比率)逐步上升，但仍低於歷史平均水平。

**圖B2.4**
**按儲蓄／投資法分析的香港經常帳結餘**



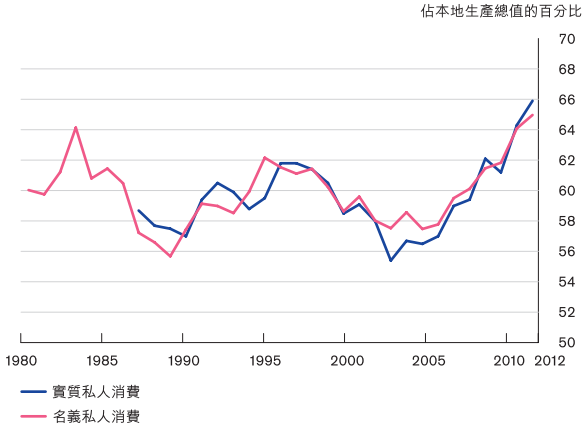

資料來源：政府統計處。

[13] 香港與中國內地之間的穿梭貿易可能令出口被低估，因此也可能令貿易差額及經常帳盈餘被低估。然而，因無可靠數據，難以準確估計穿梭貿易的規模。不過在過去5年中，經常帳結餘以本地生產總值比率計合共下跌13個百分點，似乎難以單用穿梭貿易來解釋這麼大的跌幅。此外，穿梭貿易早在2008年之前已存在，如有統計偏差，也會因為歷來偏差程度相若，令對經常帳結餘變動的影響不至於很明顯。

[14] 我們亦用住戶開支統計調查驗證儲蓄率。然而，住戶開支統計調查每五年進行一次，最近兩次分別於2005年及2010年進行，因此比較期間未必與我們留意到香港經常帳結餘明顯下跌的期間(2008年起至今)一致。雖然有前述情況及限制，由此得出的家庭儲蓄率趨勢與我們在本專題中所使用的宏觀數據得出的趨勢一致：2005年至2010年期間，平均家庭儲蓄率下跌3.3個百分點至佔收入的11.5%，與使用宏觀數字得出的總儲蓄率(佔本地生產總值2.5個百分點)同期的跌幅一致。

事實上，自2009年第2季以來，私人消費表現強勁，平均增長年率為6.3%。而私人消費的名義及實質增長均相當高，顯示通脹或價格效應並非推動開支增長的主要背後因素。而且，名義及實質私人消費對本地生產總值的比率均同步增長，也表明開支增長並非純粹價格現象，而是實質消費量的現象（圖B2.5）。

**圖B2.5**
**私人消費對本地生產總值的比率**




資料來源：政府統計處。

### *近年推動香港消費強勁增長的動力是甚麼？*

我們解釋了近年經常帳結餘下跌的主要原因是本地消費強勁增長（本地儲蓄因而下降），但背後動力是甚麼？宏觀經濟理論提出消費取決於勞工收入、財富及實質利率等因素，這些因素分別構成收入效應、財富效應及跨期替代效應。若收入增長，會促使消費增長，若資產價格上升，使消費者更富有或覺得更富有，消費也會增加。若資產價格上升，消費者也可以有更多財產可作抵押以借款及消費。至於跨期替代效應，若實質利率下跌，則目前消費會較日後消費更划算，因此會促使消費者的即期消費意願上升。

除上述因素之外，人口老化及金融深化等長期結構性因素亦可能影響消費。此外，若消費者的收入較不穩定（可按失業率波動衡量），則可能會未雨綢繆，增加儲蓄而減少消費。

為瞭解近年來推動消費強勁增長的因素，我們按照Lai and Lam（2002年）[16]、Cutler（2004年）[16]以及Liu, Pauwels and Tsang（2007年）的論述估計香港的消費函數。[17]我們在分析中考慮的決定因素包括a)勞工收入、房屋財富淨額、金融財富淨額及實質利率等週期性因素；b)人口老化、金融深化及失業率波動等長期結構性因素。

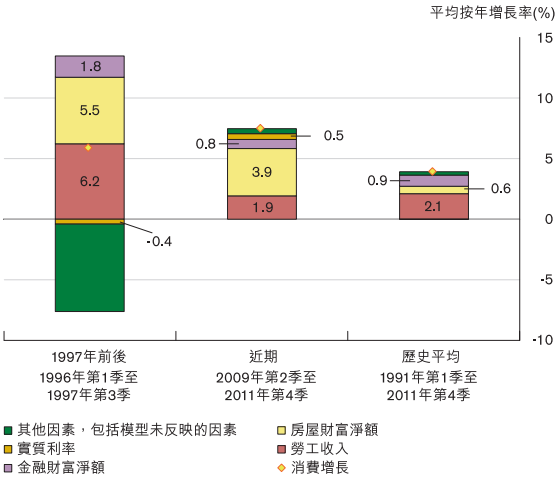
15 Lai, Kitty and Raphael Lam（2002年）著「個人信貸、家庭負債與消費的關係」(The nexus of consumer credit, household debt service and consumption)，香港金融管理局季報（2002年11月號）第35-48頁。

16 Cutler, Joanne（2004年）著「香港的消費、收入與財富的關係」(The relationship between consumption, income and wealth in Hong Kong)，香港金融研究中心研究文章編號1/2004。

17 Liu, Li-gang, Laurent L. Pauwels and Andrew Tsang（2007年）著「香港消費函數再探討」(Hong Kong's consumption function revisited)，金融管理局工作論文，編號16/2007。

我們發現，近年來推動消費強勁增長的主要動力是房屋財富淨額（圖B2.6）。2009年至2011年間，該因素對消費增長貢獻過半，按年率計，7.5%的增長率當中約有3.9個百分點源自這項因素，貢獻幅度遠高於1991年至2011年期間的歷史平均水平，在前述期間，該因素對消費增長的貢獻僅為約16%。在1997年前後，房屋財富淨額的貢獻亦相當重大。

**圖B2.6**
**近期、1997年前後及1991年至2011年期間推動消費增長的因素**




資料來源：金管局職員估計數字。

近年來，雖然勞工收入的貢獻仍然顯著，但已較1997年前後或長期水平減少。不過，從歷史平均水平來看，在過去二十年中，消費增長仍主要由收入增長推動。另外，值得一提的是，近年負利率所產生的跨期替代效應亦有推動消費增長，相比之下，1997年那段時間，實質利率卻有消極影響，長期而言則沒有太大貢獻。近年來，金融財富淨額的貢獻比以往有所減少。[18]此外，長期結構性因素的重要性在統計上微不足道。

## *結論*

經分析研究後發現，經常帳結餘自2009年以來下跌，主要原因是本地消費強勁增長，以致本地儲蓄減少。我們亦發現，消費增長主要由房屋財富效應推動，其次為勞工收入增長。然而，香港的房屋財富波動不定。事實上，1997年前後消費強勁增長，在很大程度上由房屋財富推動，而之後樓市泡沫爆破，最終導致消費驟減，經濟陷入衰退。由此可見，物業市場週期不僅會影響銀行及金融穩定，亦會對宏觀經濟穩定構成風險。

18 這也可能與消費信貸在近幾年高速增長有關，因為會令金融財富淨額減少。不過從另一個角度看，近幾年消費信貸也可能有助刺激消費，尤其是自2010年開始，信用卡墊款及其他個人貸款平均每年上升約15%。

# 4. 貨幣及金融狀況

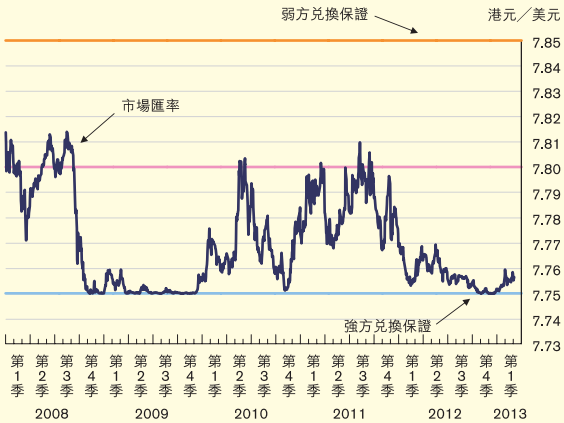
## 匯率、利率及貨幣動向

*港元匯率在2012年下半年轉強，並貼近7.75的水平。受大量資金流入影響，強方兌換保證於第4季多次被觸發。本地貨幣狀況依然寬鬆，利率持續在低位徘徊。貸款增長大致放緩，不過本地信貸在年底時有回升跡象。*

### *4.1 匯率及利率*

港元匯率在2012年下半年轉強，並貼近7.75的水平（圖4.1）。受資金流入影響，強方兌換保證於第4季多次被觸發，部分反映海外投資者增加港元資產配置，以及香港企業將發行外幣債券所得換回港元。11月底至12月首次公開招股活動轉趨活躍，亦在一定程度上支持資金流入。不過港元匯率於2013年初稍為回落，2月28日收報7.7562，反映美元資產配置增加的影響。

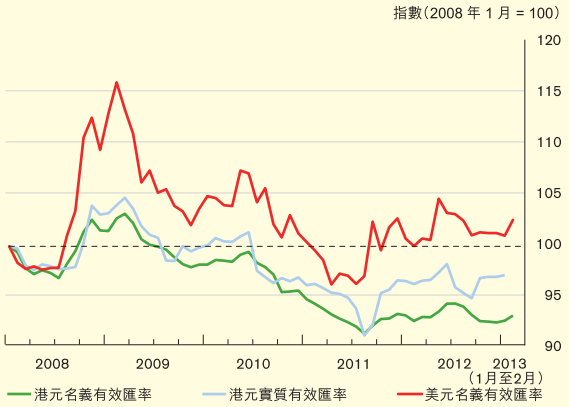
**圖4.1**
**港元匯率**




資料來源：金管局。

港元的貿易加權名義有效匯率指數在第3季走弱，隨後在第4季靠穩，主要反映美元兌大部份主要貨幣的匯率變動。在這6個月期間，名義有效匯率下降2.0%（圖4.2）。港元的實質有效匯率指數亦有所轉弱，但幅度較名義有效匯率溫和，原因是香港相對其貿易夥伴而言通脹稍高。

**圖4.2**
**名義及實質有效匯率**

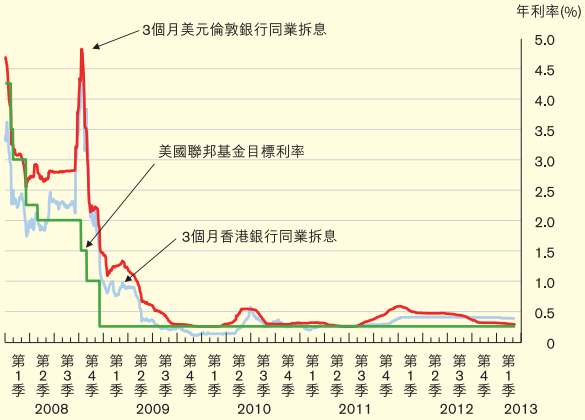



註：實質有效匯率指數經季節因素調整。
資料來源：政府統計處、CEIC及金管局職員估計數字。

受美國持續實施擴張性貨幣政策影響，香港的低息環境持續。美國聯邦基金目標利率維持於0 – 0.25厘的水平，由金管局操作的貼現窗的基本利率維持於0.5厘（圖4.3）。在港元貨幣市場，銀行同業拆息亦維持在較低水平，隔夜及3個月香港銀行同業拆息結算率分別在0.10厘及0.40厘左右徘徊。3個月以上期限的同業拆息跟隨美元銀行同業拆息（倫敦銀行同業拆息）輕微下跌。整體而言，下半年港元銀行同業拆息只錄得小幅波動，而香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息的息差亦大致保持穩定。

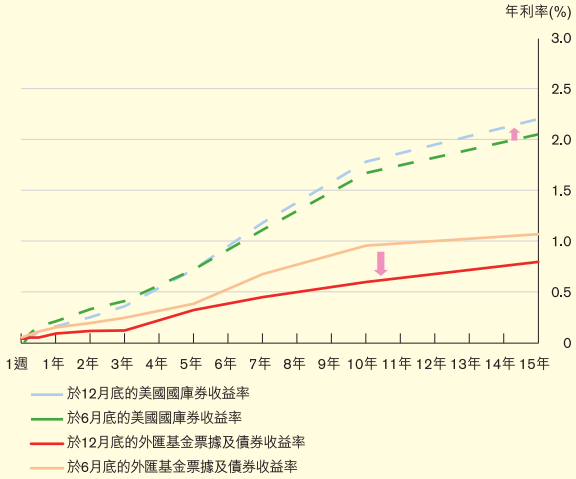
外匯基金票據及債券名義收益率曲線於2012年下半年下移，部份反映銀行對優質港元資產需求增加（圖4.4）。另一方面，美國國庫券收益率曲綫中的長年期債息上移，但短年期債息則小幅下降。因此，長年期外匯基金債券與美國國庫券之間的收益率負差距於下半年有所擴闊。踏入2013年，金管局增發外匯基金票據。外匯基金票據及債券收益率曲線變得陡峭，主要反映期內長年期債券收益率錄得較大升幅。長年期外匯基金債券與美國國庫券的收益率差距因此有所收窄。

**圖4.3**
**港元與美元利率**




資料來源：CEIC。

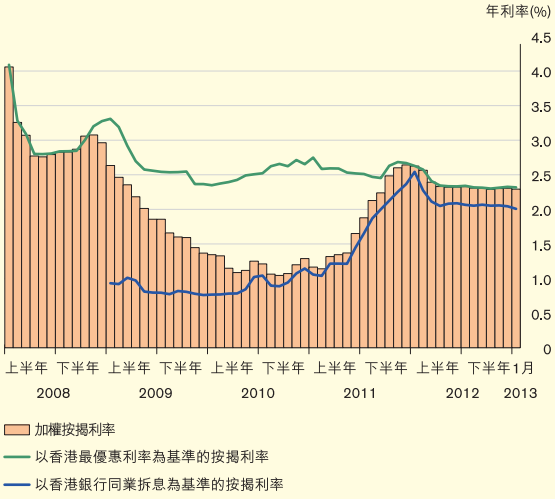
**圖4.4**
**2012年下半年的收益率曲線變動**




資料來源：金管局。

零售層面的利率仍維持於低位。2012年下半年，最優惠貸款利率繼續處於5.00厘或5.25厘的穩定水平。12月的平均按揭利率為2.30厘，較6月輕微下跌2個基點(圖4.5)。同時，綜合利率下降10個基點，至12月的0.32厘，主要是加權存款利率下調所致(圖4.6)。這顯示期內零售銀行的平均資金成本有所回落。

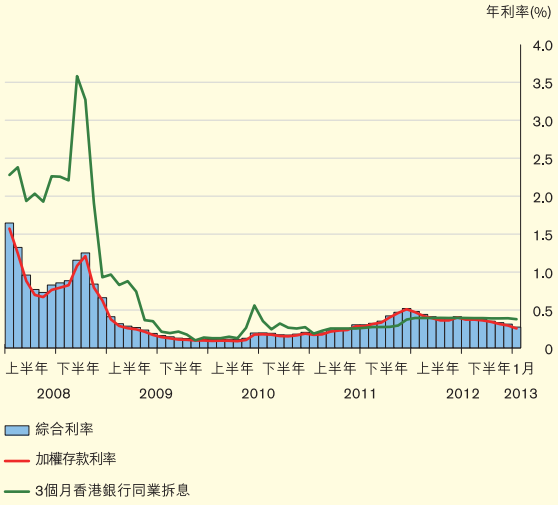
**圖4.5**
**新批按揭貸款的利率**




註：以香港銀行同業拆息為基準的按揭計劃於2008年所佔比例甚小。所有按揭利率僅為估計數字。

資料來源：金管局職員估計數字。

**圖4.6**
**存款利率及平均資金成本**




資料來源：金管局及CEIC。

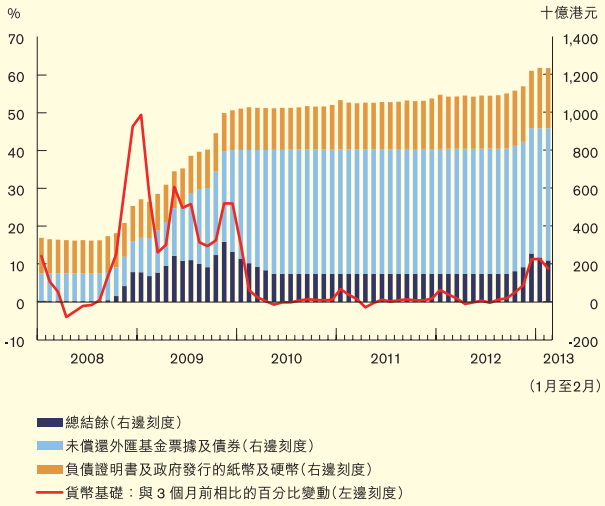
踏入2013年，上述港元利息環境仍大致不變，銀行同業拆息及綜合利率均維持在較低水平。期限結構反映香港銀行同業拆息及掉期利率在未來兩年預期仍會維持於較低水平，而最新市場預測顯示未來12個月內，3個月香港銀行同業拆息將維持在0.40 – 0.50厘。存貸款利率或會大致緊貼銀行同業拆息的走勢，繼續在相對低位徘徊，但仍將受銀行體系內的貸款及存款供求狀況變動影響。在2013年3月中，數間大型銀行據報為了應付資金成本上升，將新造按揭利率提高25基點。

## 4.2 貨幣及信貸

貨幣總額與銀行貸款於2012年第3季穩步上升，之後錄得大幅增長。強方兌換保證在第4季多次被觸發，令總結餘及貨幣基礎顯著增加（圖4.7）。金管局於2013年初增發外匯基金票據及債券，以滿足銀行對流動資金管理的強勁需求。整體而言，總結餘和未償還的外匯基金票據及債券於期內增加1,071億港元。未贖回的負債證明書穩步增長，而流通紙幣及硬幣金額則變化不大。

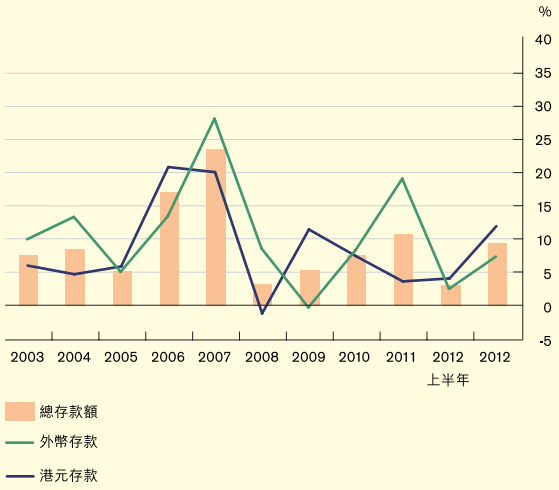
港元貨幣總額在2012年下半年強勁增長，一定程度上反映資金流入。以全年計，經季節性因素調整的港元狹義貨幣供應量（港元M1）增長15.8%，廣義貨幣供應量（港元M3）增長12.1%。港元存款全年增長11.7%，而上半年按年率計僅輕微增長3.8%（圖4.8）。活期存款及儲蓄存款錄得雙位數增幅，而定期存款則變化不大。全年外幣存款增長加速至7.0%，而上半年按年率計增長2.2%，主要反映美元存款快速增長。人民幣存款於下半年亦見回升，有關最新發展，請參考本節下文。

**圖4.7**
**貨幣基礎的組成部份**




資料來源：金管局。

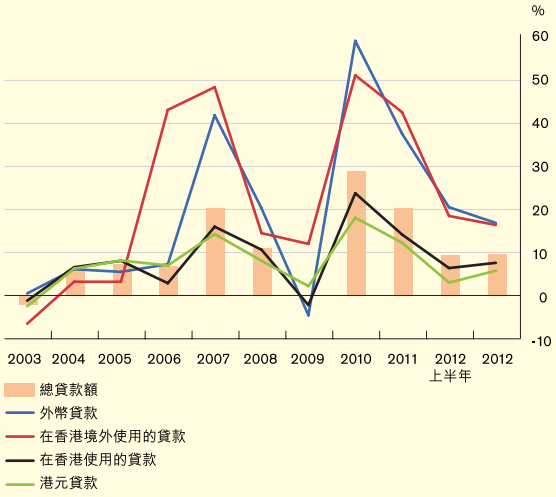
**圖4.8**
**存款增長**




註：2012年上半年的增長率按年率計算。
資料來源：金管局。

信貸方面，隨著本地經濟放緩，以及一定程度上受到金管局審慎監管措施的影響，貸款總額增長由2011年的20.2%顯著減慢至2012年的9.6%（圖4.9）。不過與上半年相比，尤其是在港元貸款及本地使用貸款帶動下，貸款增長在下半年稍為加快。但以全年計，港元貸款及本地使用貸款的增速仍屬溫和，分別為5.5%及7.3%。外幣貸款及非本地用途貸款增長全年減速至16%左右的水平。

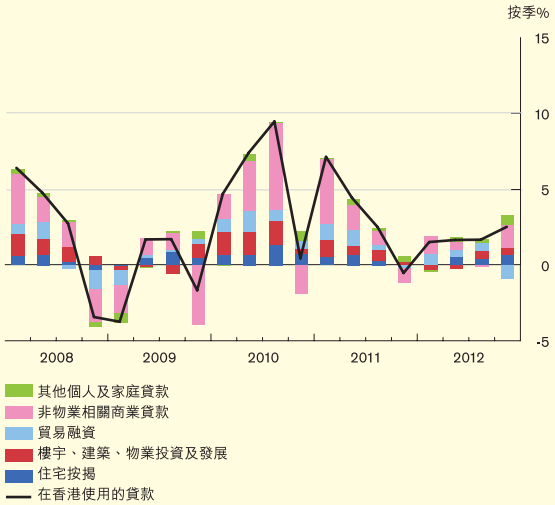
**圖4.9**
**貸款增長**




註：2012年上半年的增長率按年率計算。
資料來源：金管局。

按經濟用途分析，除貿易融資外，於下半年，大多數類別的本地信貸均錄得較快增長（圖4.10）。受惠於物業交投及建造活動回升，物業相關貸款穩步增長，而非物業相關的業務貸款則錄得更高增速。隨著股市及融資活動復甦，金融企業及股票經紀貸款的擴張尤其活躍。批發及零售行業的貸款繼續穩步增長。家庭債務（包括住宅按揭、信用卡墊款及私人貸款）亦顯著上升，受此影響，家庭債務佔本地生產總值的比例升至61%的新高，顯示家庭資產負債表較前緊絀。

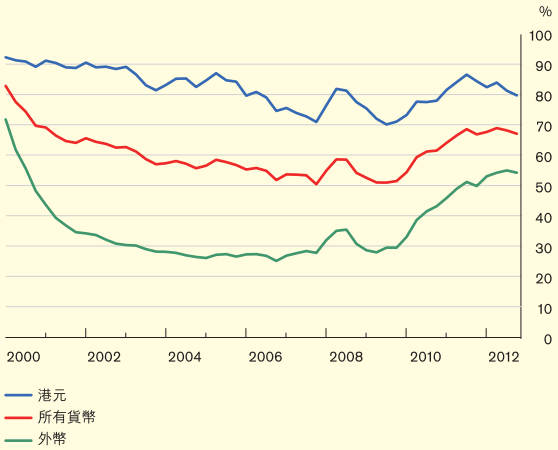
**圖4.10**
**不同種類的在香港使用貸款**




資料來源：金管局。

由於存款增長相對強勁，港元貸存比率由2012年6月的84.0%下降至12月的79.8%（圖4.11），這反映港元的流動資金狀況有所舒緩。12月的外幣貸存比率為54.3%，與6月時相若。

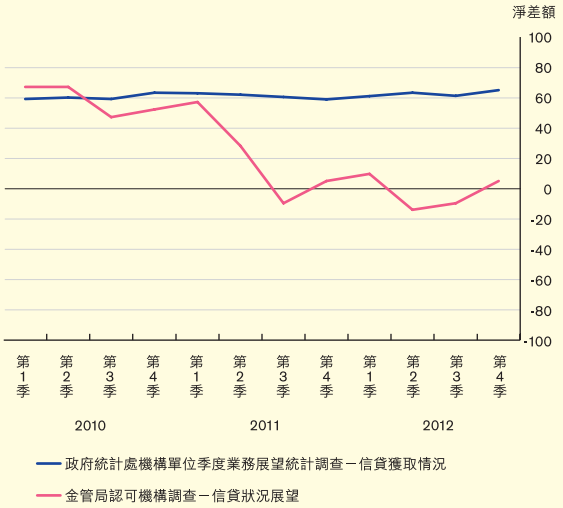
**圖4.11**
**貸存比率**




資料來源：金管局。

隨著本地經濟呈現回暖跡象，近期信貸需求可能會有所增加。最近一次金管局信貸狀況展望調查顯示，信貸需求將會上升，尤其是淨差額（預期「上升」的受訪認可機構比例與預期「下降」者的比例之差）已轉為正值（圖4.12）。同時，由於低息環境持續，預期銀行信貸供應仍將充裕。最新的季度業務展望統計調查亦顯示，受訪公司獲取信貸的情況並無惡化跡象。

**圖4.12**
**信貸需求及信貸獲取情況調查**

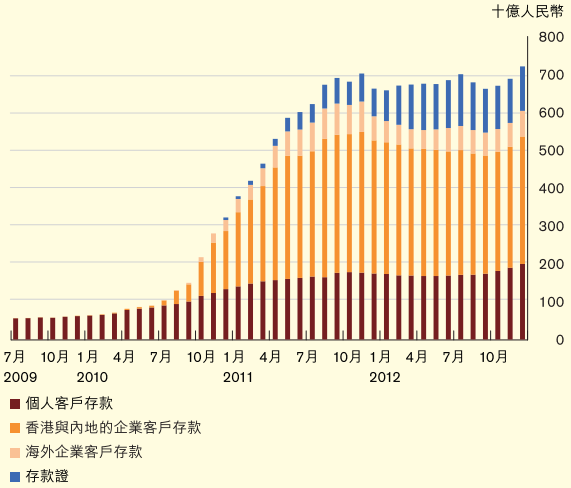



資料來源：金管局及政府統計處。

香港銀行的人民幣業務資金結構繼續發展。2012年上半年，銀行較傾向以存款證來吸納人民幣資金，但這趨勢在下半年有所緩和。由2012年8月1日開始，銀行可向非香港居民個人客戶提供人民幣服務，讓香港銀行有多一種方式吸納人民幣資金。人民幣客戶存

款全年增長2.5%，達6,030億元人民幣(圖4.13)。以港元計算，人民幣客戶存款佔銀行體系存款總額9.1%，而去年的比例為9.6%。同時，未償還存款證大幅上升60.5%至1,173億元人民幣。綜合來看，客戶的人民幣存款及未償還人民幣存款證總額溫和增長8.9%至7,202億元人民幣。

**圖4.13**
**香港的人民幣存款及未償還存款證**

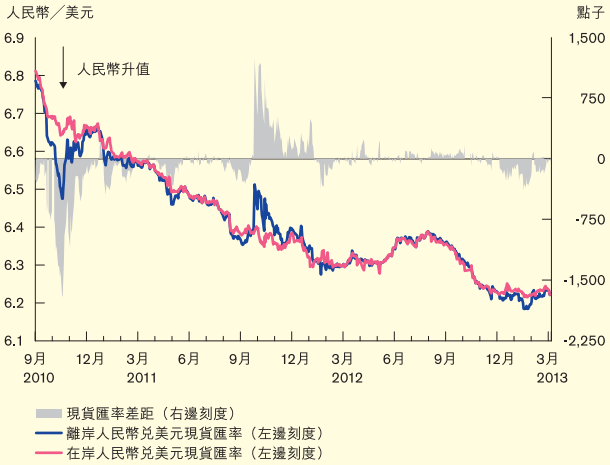



資料來源：金管局。

有見離岸人民幣市場快速發展，專題4對人民幣存款增長的影響因素作初步分析，以便進一步了解離岸人民幣流動資金的動向。

2012年下半年，香港離岸人民幣匯率大致與在岸人民幣匯率保持一致(圖4.14)。伴隨中國內地經濟前景改善，離岸人民幣匯率及在岸人民幣匯率雙雙走強。11月以來，隨著全球金融市場的風險胃納上升，離岸人民幣匯率相對於在岸人民幣匯率一般存在溢價。

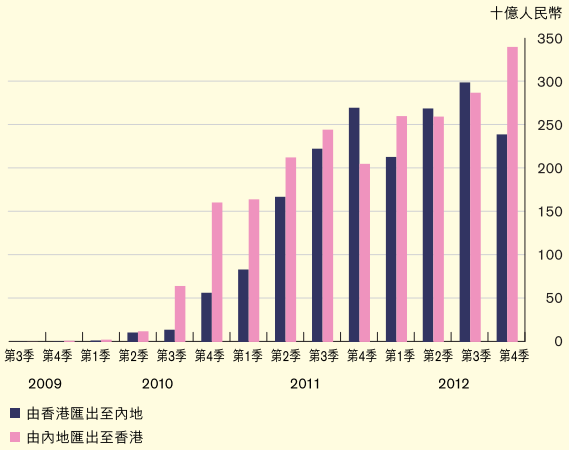
**圖4.14**
**在岸及離岸人民幣匯率**




資料來源：彭博。

經由香港銀行進行的人民幣貿易結算額於2012年強勁增長37.5%，達到26,325億元人民幣，其中，由內地匯入香港及由香港匯出至內地的數額增速相若，分別為38.8%及37.3%(圖4.15)。由香港銀行提供的人民幣貸款急升156.6%至790億元人民幣，佔銀行貸款總額的1.8%。參與香港人民幣結算平台的銀行數目由2011年底的187間增加至2012年底的204間。香港銀行對海外銀行的應付及應收金額分別為991億元人民幣及1,171億元人民幣。

**圖4.15**
**人民幣貿易結算匯款**



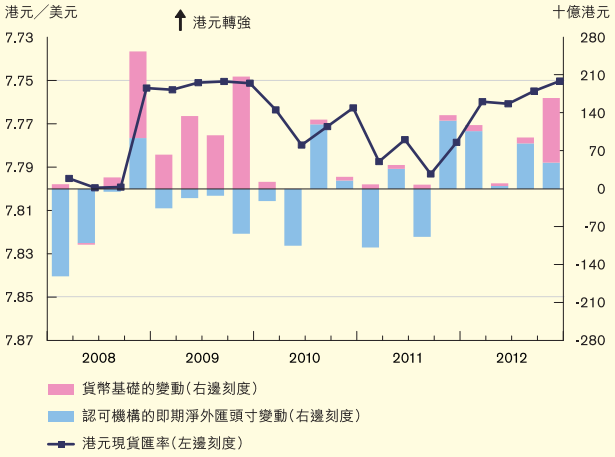

資料來源：金管局。

## 4.3 資金流

### 港元資產需求

價格及數量指標均顯示港元需求於第2季稍為轉弱後，於第3季有所回升(圖4.16)。其中，港元現貨匯率由第2季的平均值7.7614略微轉強至第3季的7.7553。認可機構的即期淨外匯頭寸亦於第3季持續擴張，反映非銀行私營部門錄得資金流入。[19]就整個季度而言，港元存款增加1,734億港元，遠超過港元貸款381億港元的增幅。

**圖4.16**
**季度資金流指標**




註：如果貨幣基礎或認可機構的即期淨外匯頭寸變動為正值表示有資金流入。

資料來源：金管局。

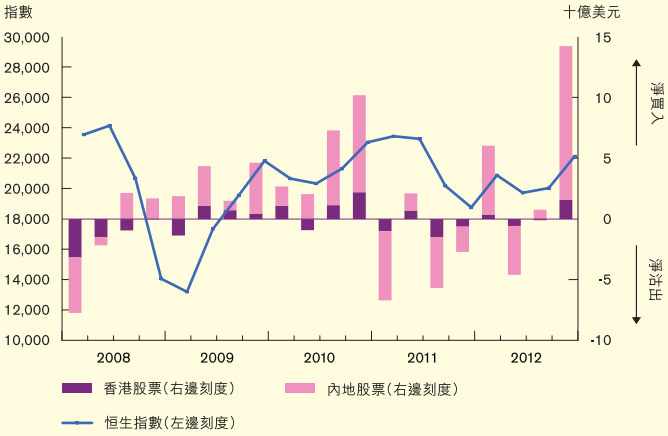
市場資訊顯示，港元需求回升部份受股票投資需求及銀行的季末流動資金需要所帶動。歐洲中央銀行宣佈直接貨幣交易計劃(Outright Monetary Transactions)及美國聯邦儲備局於9月份宣佈購買額外的房貸機構按揭抵押證券，也有可能提振了投資者情緒，催生額外的港元需求。由於當時港元現貨匯率非常接近7.75，市場人士已經普遍預期強方兌換保證可能很快就會被觸發。

進入第4季，買入港元的壓力增強，強方兌換保證於10月19日至12月21日期間多次被觸發。因此，金管局合共向銀行購入138億美元，令總結餘合共增加1,072億港元，於2012年底達到近2,558億港元。港元現貨匯率於第4季一直貼近7.75的水平。認可機構的即期淨外匯頭寸亦跟隨總結餘的走勢上升，表示港元需求主要來自非銀行私營部門(圖4.16)。因此，港元存款於第4季再次錄得穩健增長，增幅為1,907億港元。相比之下，港幣貸款只增加910億港元。

19 留意認可機構的即期淨外匯頭寸(數值上相等於即期淨港元頭寸)的變動會受到價格及匯率改變等估值變動的影響，所以它們僅屬淨港元資金流的代理指標。

第4季的新一輪港元資金流入有多個成因。首先，海外投資者增加港元資產配置。市場資訊顯示，全球互惠基金購入更多香港上市股票，扭轉第2季淨沽出的總體趨勢(圖4.17)。由於美國及歐元區的貨幣狀況進一步放鬆，加上內地經濟呈現增長回升的跡象，促使市場情緒好轉，推動全球資金四出尋找投資機會，支撐了股票相關的港元需求。

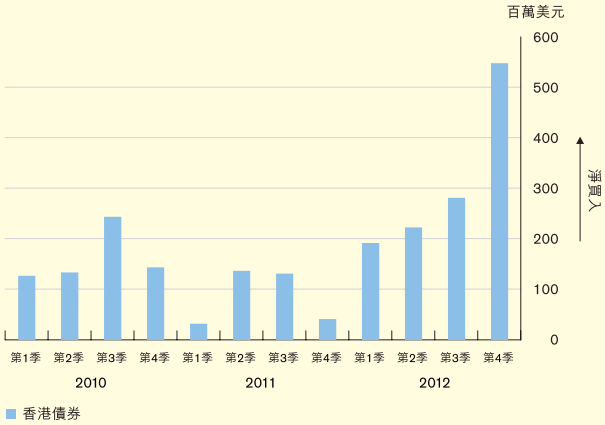
**圖4.17**
**股票資金流的市場調查**




註：「內地股票」包括於香港交易所上市的H股、紅籌股及於內地股票市場上市的股份。
資料來源：CEIC及EPFR Global。

其次，香港企業增發美元債券。透過債券發行活動籌集的外幣款項當中，有一部份在現貨外匯市場被兌換成港元，從而增加了買入港元的壓力。更多香港公司轉向債券市場籌集較長期資金，部份原因是在歐洲主權債務危機後，本地銀團貸款市場活躍程度下降。根據市場統計資料，本地公司於2012年發行的外幣債券總額達到233億美元(約1,800億港元)，約為2011年的三倍。一項基金經理調查亦顯示，在2012年全年，香港債券的淨購買額持續增加(圖4.18)。事實上，許多亞洲經濟體系在2012年都出現資金重新流向債券基金的現象。

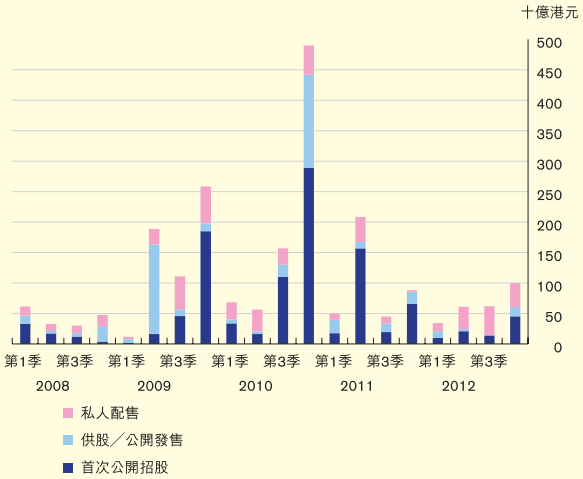
**圖4.18**
**債券資金流的市場調查**




資料來源：EPFR Global。

第三，股市融資活動於接近年底時由較早前的低迷狀況反彈，在一定程度上推動港元需求(圖4.19)。具體而言，雖則2012年1至9月錄得自2008-09年全球金融危機以來最低迷的集資金額，但首次公開招股活動於11月底及12月跟隨本地股價表現向好而有所回升。這一定程度上反映流動資金狀況及市場情緒改善，得益於美國採取更進取的寬鬆貨幣措施及歐元區尾端風險下降。

**圖4.19**
**於香港籌集的股票資金**




註：數字不包括行使認股權證、代價發行及購股權計劃。
資料來源：香港交易所。

因此，這些港元資金流入不一定是部份市場人士通常認為的「熱錢」。機構投資者增加港元資產配置，以及企業用外幣兌換港元以滿足營運需求，大致上屬於正常的經濟及金融活動。此外，儘管有大量資金流入港元，但並無跡象顯示有針對聯匯制度進行的匯率投機活動。（專題3分析港元外匯市場近期的表現。）

## *國際收支平衡及跨境資金流*[20]

國際收支平衡統計資料顯示，儲備資產在2012年第3季擴大379億港元（佔本地生產總值的7.2%），部份原因是外幣資產收入及負債證明書增加。這主要反映貨幣發行局制度的正常運作，而非自主的資金流入壓力（表4.A）。金管局的最新數據顯示，外匯基金的外幣儲備資產於第4季穩健增長。

**表4.A**
**按標準組成項目分析國際收支平衡帳**

| 佔本地生產總值百分比 | 2010年 | 2011年 | 2012年 第1季 | 第2季 | 第3季 |
|---|---|---|---|---|---|
| **經常帳** | 6.6 | 4.8 | 0.2 | -2.4 | 4.5 |
| **資本及金融帳** | -5.0 | -5.8 | 2.9 | 6.6 | -9.8 |
| *融非儲備資產（淨變動）* | -1.4 | -1.3 | 16.1 | 5.3 | -2.5 |
| 直接投資 | -6.9 | 0.1 | -1.8 | 2.0 | -3.7 |
| 有價證券投資 | -24.9 | -0.6 | 40.2 | 3.7 | -10.2 |
| 金融衍生工具 | 1.1 | 1.1 | 0.4 | 0.1 | 0.2 |
| 其他投資 | 29.3 | -1.9 | -22.6 | -0.5 | 11.2 |
| *儲備資產（淨變動）* | -3.3 | -4.5 | -13.2 | 1.5 | -7.2 |
| **淨誤差及遺漏** | -1.6 | 1.0 | -3.1 | -4.2 | 5.2 |

資料來源：政府統計處。

儘管貿易條件輕微惡化（即出入口價格比率下降），但經常帳結餘繼於第2季錄得赤字後，於第3季錄得238億港元的盈餘（佔本地生產總值的4.5%）。雖然第4季的經常帳結餘數字於行文之日尚未公佈，但本地生產總值數據顯示整體貿易盈餘在該季度有所收窄。這表明經常帳結餘可能在第4季有所轉弱，因為相對於貿易差額而言，生產要素收入數額較小。

第3季錄得132億港元（佔本地生產總值的2.5%）的總體私人金融資金流出淨額，原因是直接投資淨流出及有價證券投資淨流出超過有關貸款及存款的其他投資淨流入（表4.A）。透過分析有價證券投資統計資料可以發現，其資金流入及流出量均非常大，但資金流出比流入多（表4.B）。本港居民繼續增持非居民股票，而他們所持有的非居民債券亦錄得強勁反彈。非香港居民亦增加購買香港股票及債務證券（圖4.20），後者部份是與本地企業為滿足較長期融資需要而更多地轉向海外債券市場發債有關。

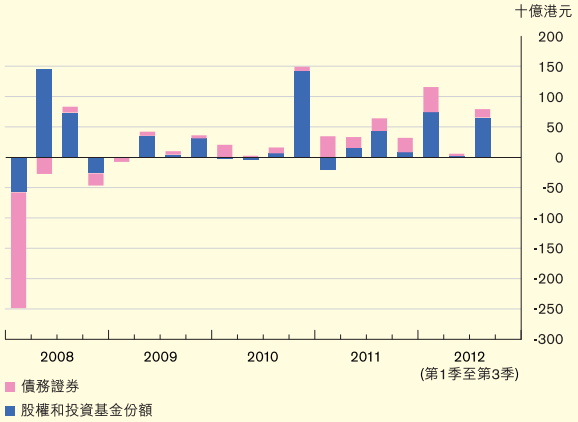
**表4.B**
**跨境有價證券投資資金流**

| （十億港元） | 2010年 | 2011年 | 2012年 第1季 | 第2季 | 第3季 |
|---|---|---|---|---|---|
| 來自香港居民 | | | | | |
| 股權和投資基金份額 | -365.1 | -237.3 | 83.4 | -27.5 | -84.3 |
| 債務證券 | -261.5 | 81.5 | -4.4 | 38.9 | -49.0 |
| 來自非香港居民 | | | | | |
| 股權和投資基金份額 | 143.5 | 47.1 | 74.5 | 2.4 | 65.7 |
| 債務證券 | 40.7 | 97.7 | 41.4 | 3.8 | 13.9 |

註：正值顯示資金流入。

資料來源：政府統計處。

**圖4.20**
**非香港居民的有價證券投資**



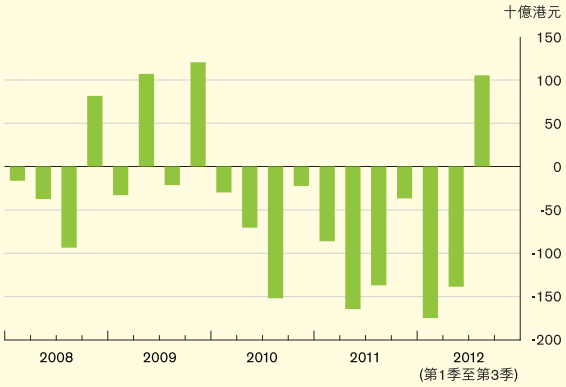

註：正值表示資金流入。

資料來源：政府統計處。

20 有關港元資金流的概念及其與國際收支平衡帳戶下跨境資金流的關係的進一步討論，請參閱「如何監察港元資金流？」一文（載於2012年12月《香港金融管理局季報》）。

受本地居民貸款及存款流入所帶動，其他投資帳戶於第3季錄得淨流入。部份本地公司在海外債券市場募集資金，並將所得款項匯回香港，令存款相關資金流入增加。雖然跟外部貸款有關的資金於2010年第1季至2012年第2季大規模流出，但2012年第3季錄得貸款相關資金流入。具體而言，本地銀行對非本地居民的貸款資產可能由於償還貸款的關係而收縮，形成資金流入(圖4.21)。這亦符合本地銀行體系外部貸款增長放緩的趨勢。

**圖4.21**
**本地銀行向非本地居民提供的貸款**




註：負值顯示資金流出。
資料來源：政府統計處。

## *資金流展望*

由於各種正反因素交互影響，2013年的資金流向及規模仍相對不明朗。一方面，先進經濟體系採取更進取的寬鬆貨幣政策，導致全球流動資金充裕，似乎已令市場的風險胃納上升，並促使投資者在全球各地(特別是亞洲及其他新興市場)尋求較高回報。隨著香港及中國內地的經濟前景逐步改善，與股票相關的港元需求可能會增加。股市集資活動或會進一步復甦，加上本地公司加強海外債券發行(並將所得款項兌換成港元)，亦有可能刺激港元需求及資金流入。另一方面，倘若先進經濟體系的復甦速度超出預期，則有可能促使資金流出香港及其他區內經濟體系。此外，由於全球經濟及金融市場的尾端風險並未消除，樂觀的市場情緒及風險偏好仍可能急轉直下，令資金流變得甚為波動。

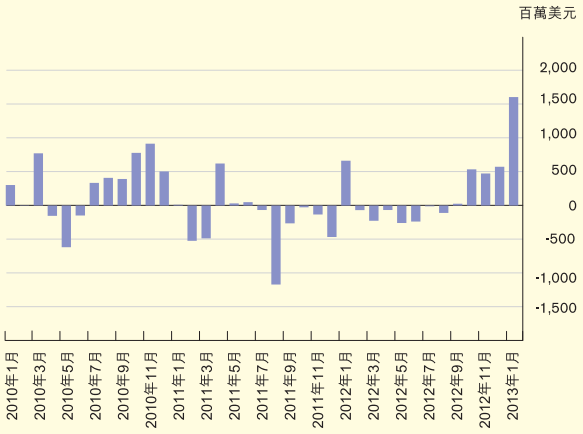
# 資產市場

*受惠於環球經濟前景改善，本港股市強勁反彈，引伸波幅降至次按危機以來的最低位。本地債務市場顯著增長，尤其是本地企業發行的外幣債務，而離岸人民幣債務市場亦日漸成熟。物業成交於2012年下半年比較波動，物業價格則大幅上升。但由於收入增長相對緩慢，置業負擔能力持續惡化。*

## *4.4 股市*

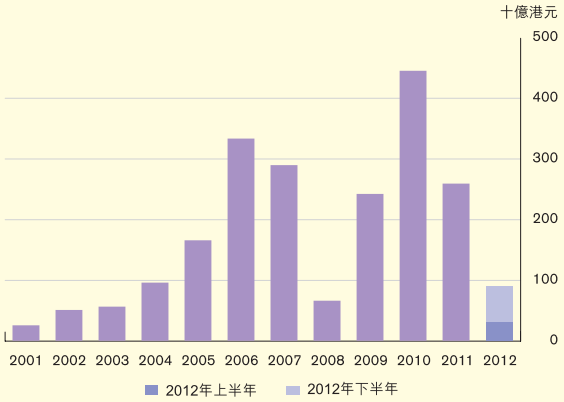
環球金融狀況改善，資金大舉流入股市，加上市場對內地經濟前景感到樂觀，令本港股市在經歷夏季的短暫歇息後，重拾上升動力。於聯邦儲備局及歐洲央行推出進一步貨幣寬鬆措施後的首四個月，在憧憬內地經濟於第3季有望觸底回升下，吸引資金紛紛流入本港股市（圖4.22）。踏入12月底，美國財政懸崖大限將至，投資者轉趨審慎。不過，白宮和參議院共和黨於最後關頭達成共識，令投資者重拾信心。協議雖未能從根本上解決美國的財政問題，但仍成功避免了一場潛在危機的爆發。另外，中國公佈的第4季國內生產總值增長數據較預期理想，消息傳出後，投資者的風險胃納大幅提升，推動本地股市於1月份的平均每日成交量反彈至780億港元。與此同時，股票發行市場的活動亦有所回升。2012年下半年，透過首次公開招股活動籌集的資金較過去六個月錄得的金額增長超過90%（圖4.23）。

**圖4.22**
**香港股票資金的淨流量**




資料來源：EPFR Global。

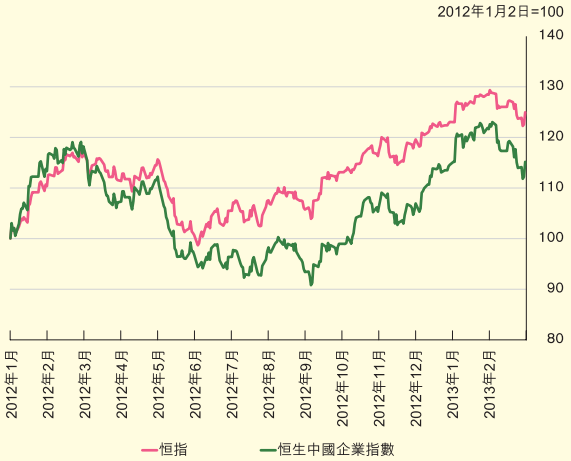
**圖4.23**
**香港IPO市場**




資料來源：CEIC。

整體而言，恒指及恒生中國企業指數（又名H股指數）於2012年9月至2013年2月表現強勁，分別上升18.2%及23.2%（圖4.24）。至於各項分類指數，儘管政府再度推出相關措施為樓市降溫，但地產分類指數於同期仍上升29.6%。恒指的引伸波幅一度跌至12.3%，創下自2005年8月以來的最低水平，反映股市氣氛改善。

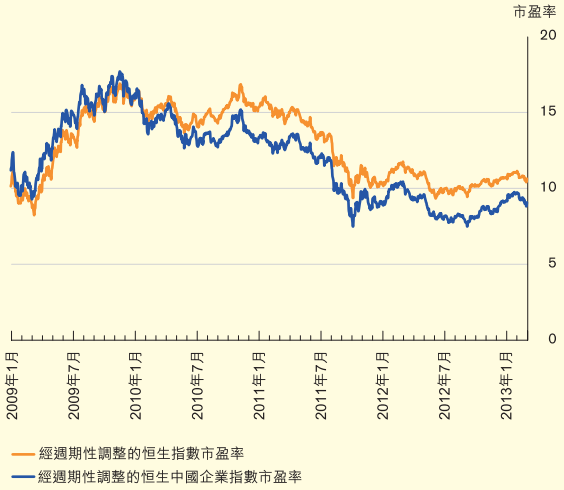
**圖4.24**
**恒指及恒生中國企業指數**




資料來源：彭博。

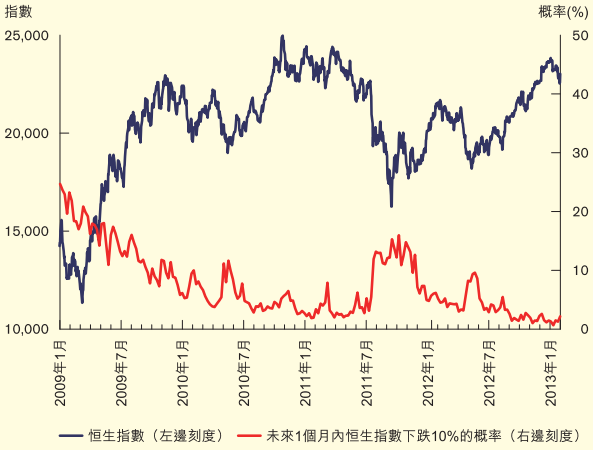
在本港股市的估值遠低於歷史平均水平的環境下，市場的期權引伸下跌風險（以未來1個月內恒生指數下跌10%的概率衡量）仍然有限（圖4.25及4.26）。股市於近期重拾升軌，在很大程度上是由於市場情緒樂觀，認為美國經濟會加速復甦、歐洲主權債務危機將進一步好轉，以及預期內地經濟會見底回升。話雖如此，事實上，美國及歐洲大部份基本財政問題仍然懸而未決，而投資者對內地經濟活動能否持續穩健上升仍心存疑慮。美國和歐洲政治爭拗的影響，各方就敏感政治問題達成一致解決方案的速度，將會偶爾動搖市場信心並引致市場波動。同時，北韓或會進行核試，導致地緣政治局勢緊張，另外，釣魚島主權爭議亦有可能在某些階段影響股市。上述種種因素表明，本港股市於未來期間不大可能風平浪靜。

**圖4.25**
**經週期性調整的恒生指數及恒生中國企業指數的市盈率**




資料來源：彭博及金管局職員估算數字。

**圖4.26**
**恒生指數及其在未來1個月內下跌10%的期權引伸概率**

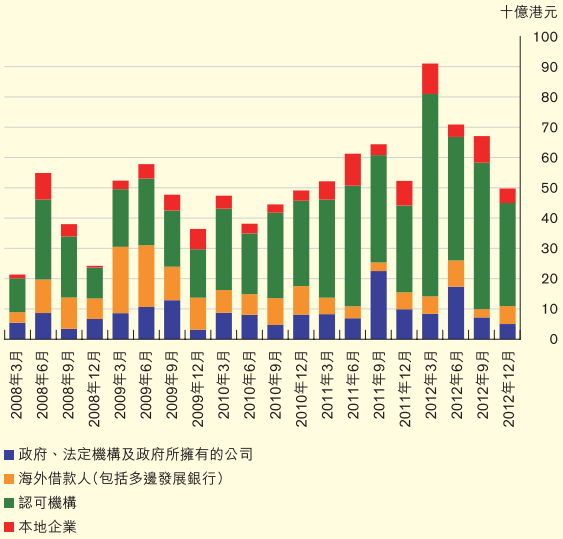



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

## 4.5 債務市場

2012年，港元債務市場保持強勁增長。新債發行額按年增長2.8%至21,304億港元。其中，私營機構較去年多發576億港元的債務，增幅達31.6%。外匯基金仍為主要發行人，其次為認可機構及本地企業（圖4.27）。[21]

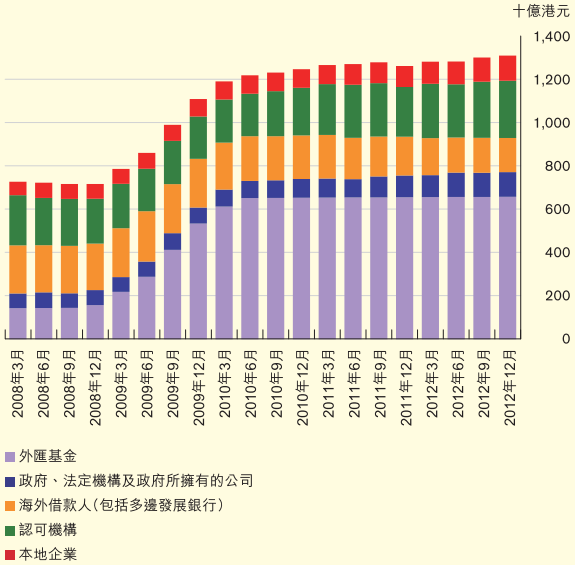
圖4.27
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務




資料來源：金管局。

於2012年年底，未償還港元債務總金額為13,088億港元，較去年增長3.8%。本地私營機構（包括認可機構及本地企業）的新債發行額遠高於到期債務。[22] 相比之下，相當一部份由私營海外借款人發行的已到期債務並未有延續發行。因此，海外借款人（多邊發展銀行除外）於2012年的發債額雖增長25.0%，但其未償還債務的金額卻按年下降9.8%（圖4.28）。

圖4.28
未償還的港元債務




資料來源：金管局。

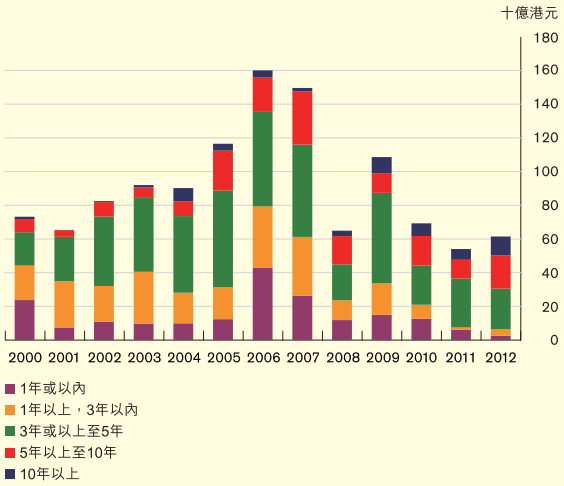
年期為五年或以上的新發行私營機構債務（存款證除外）於總發行額中所佔的比例由2011年的32.3%上升至2012年的50.3%，反映企業於去年更能在債務市場籌資，尤其是年期較長的資金。此外，這些

21 外匯基金佔港元新債發行額的86.9%。認可機構發行的債務急增39.4%至1,901億港元。而本地企業的新債發行額則下降2.1%至277億港元。

22 儘管本地企業於2012年的新債發行額較2011年減少2.1%，但其未償還債務卻按年飆升19.4%，發行淨額為189億港元。認可機構未償還債務亦按年增加15.0%，發行淨額為344億港元。

債務證券的平均年期亦由2011年的5.7年延長至2012年的7.4年(圖4.29)。[23]

**圖4.29**
**新發行的私營機構非存款證港元債務證券(按年期)**

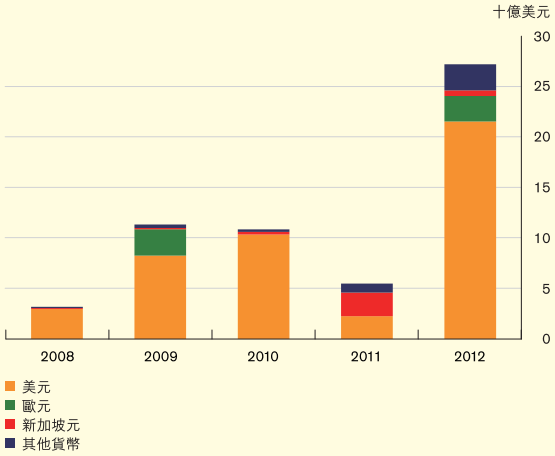



註:「私營機構」包括認可機構、本地企業及非多邊發展銀行的海外借款人。

資料來源:金管局。

非銀行企業於外幣債務市場的發債活動更為活躍。[24及25] 2012年,本地非銀行企業發行的外幣債務證券總額達271億美元,較去年高出近四倍(圖4.30)。其中,美元債務證券的發行額更高達214億美元,按年增長逾八倍,增幅最為顯著。

**圖4.30**
**新發行的本地非銀行企業外幣債務證券**




註:貨幣市場債務證券及存款證未納入計算範圍之內。

資料來源:Dealogic。

在週期性及結構性的綜合因素推動下,外幣債務市場顯著增長,而現時的低息環境,則為最重要的週期性因素。在息口低企的刺激下,全球尋找收益的活動急增,令企業融資成本下降。至於結構性因素方面,由於監管制度上的變動,銀行較不願提供長期貸款,這某程度上迫使企業轉向債務市場,以滿足長期融資的需要。[26]

香港離岸人民幣債務證券市場日漸成熟,於2012年穩步增長。2012年合共發行2,713億元人民幣的債務證券,接近於2011年所錄得的1,882億元人民幣的1.5倍。[27] 截至2012年12月底,未償還債務證券總

23 平均年期的計算不包括永久債務證券。

24 「非銀行企業」包括法定機構、政府所擁有的公司及本地註冊企業。

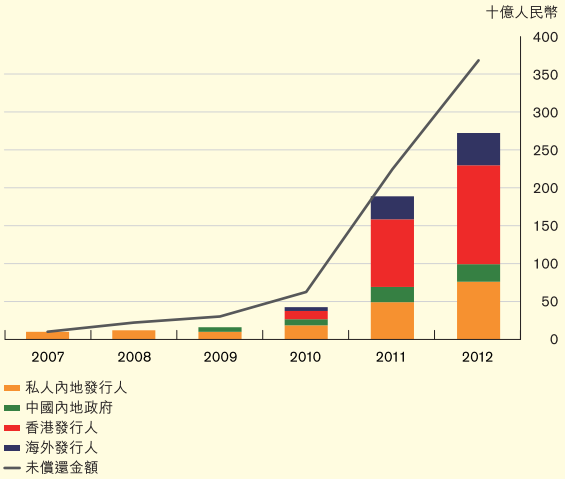
25 外幣債務市場在此處並不包括人民幣債務證券。

26 例如,長期貸款對銀行的吸引力可能會因為《巴塞爾協定三》的新流動性規定而減少。

27 債務證券包括中期及長期票據、存款證及商業票據。

金額達3,668億元人民幣，創歷史新高（圖4.31）。去年，新發行的人民幣存款證亦急增86.3%至1,436億元人民幣。

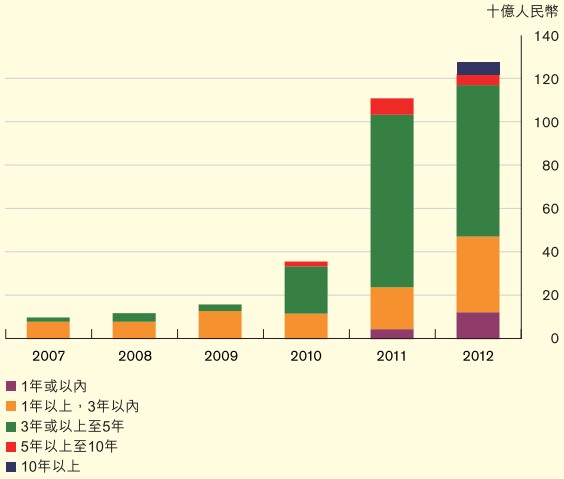
**圖4.31**
**新發行及未償還離岸人民幣債務證券**




資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

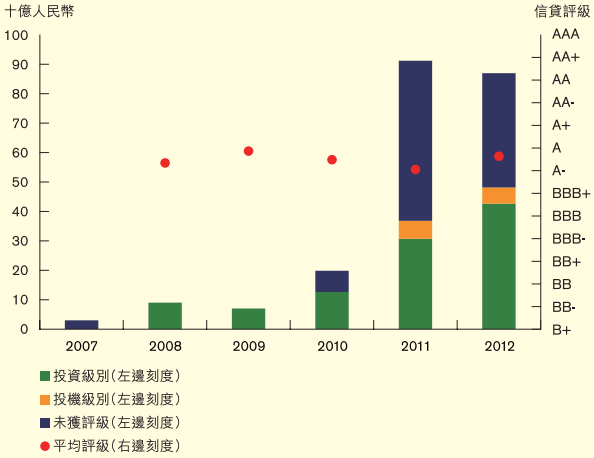
除市場規模外，不少於2011年取得的積極進展於2012年仍得以持續。首先，許多海外企業首次涉足離岸人民幣債務證券市場，令發行人的種類更多元化。[28] 2012年，總部位於香港及內地境外的發行人合共發行425億元人民幣的債務證券，較去年顯著增長40.0%。其次，儘管增加幅度較小，新發行債務證券（存款證除外）的平均年期仍由2011年的3.4年延長至2012年的3.5年（圖4.32）。同時，收益率曲線亦隨著年期超過10年的債券的發行而有所延長。[29] 最後，債務證券的信貸質素亦有所改善。獲評級的新發行債務證券佔總發行額（中國財政部及內地政策性銀行除外）的比例由2011年的40.4%大幅上升至2012年的55.3%（圖4.33）。在獲評級的新發行債務證券中，投資級別的債務證券所佔的比例由83.4%上升至88.7%，令獲評級的新發行債務證券的平均評級提升至接近A評級。

**圖4.32**
**新發行的非存款證人民幣債務證券（按年期）**




資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

**圖4.33**
**新發行債務證券的平均信貸評級（存款證除外）**




註：中國財政部及內地政策性銀行發行的債務證券未納入計算範圍之內。

資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

28 例如，沃爾沃集團(Volvo)及雷諾(Renault SA)於2012年第4季首次發行離岸人民幣債券。

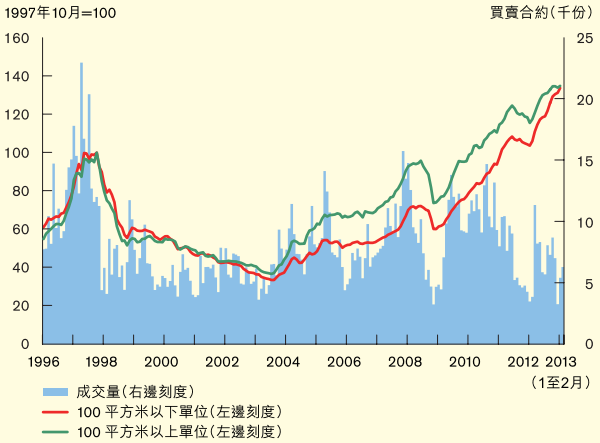
29 國家開發銀行於2012年1月及8月分別發行15年期及20年期票據。中國財政部及中國進出口銀行於2012年6月發行15年期票據。

## 4.6 物業市場

### 住宅物業市場

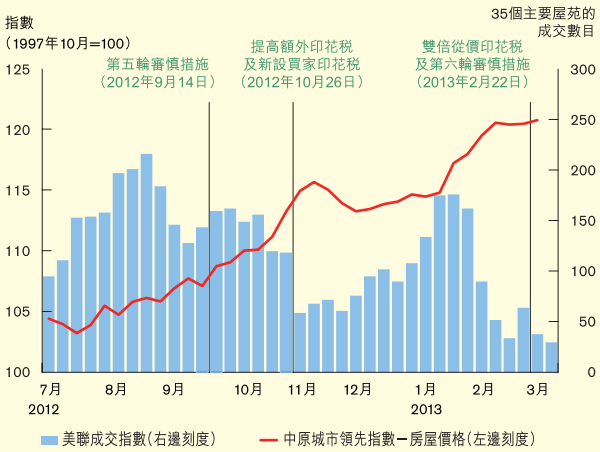
樓市風險仍然是本港宏觀經濟及金融穩定的關注重點，尤其是住宅物業價格可能與經濟基本因素進一步脱節。相對於收入的溫和增長，住宅價格在利率低企、收入增加及供應緊張的環境下於2012年顯著上升25.2%，較2008年底增長超過一倍（圖4.34），而市場對住宅價格進一步上漲的預期亦刺激樓價上升。去年9月和10月推出的審慎監管措施及財政措施，令住宅價格升勢於第4季有所放緩，但於2013年初再度有升溫的跡象（圖4.35）。

**圖4.34**
**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。

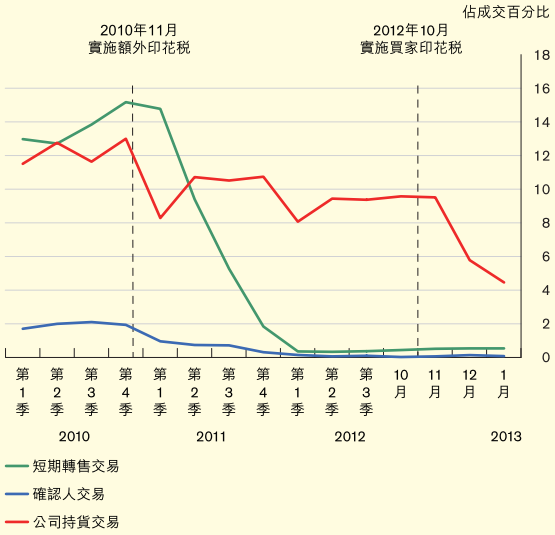
**圖4.35**
**物業代理估算的住宅物業價格及成交量**




資料來源：美聯物業及中原地產代理有限公司。

住宅物業成交量則比較波動。成交量在第3季有所增加，但在第4季卻顯著下跌。踏入2013年，成交量在1月有所上升，但部份受農曆新年假期的影響，2月交投回復淡靜。確認人交易及短期轉售交易（持有不足12個月即出售）均顯示大部份投機活動仍受到遏抑（圖4.36）。政府推出買家印花稅後，公司持貨交易亦有所下降。

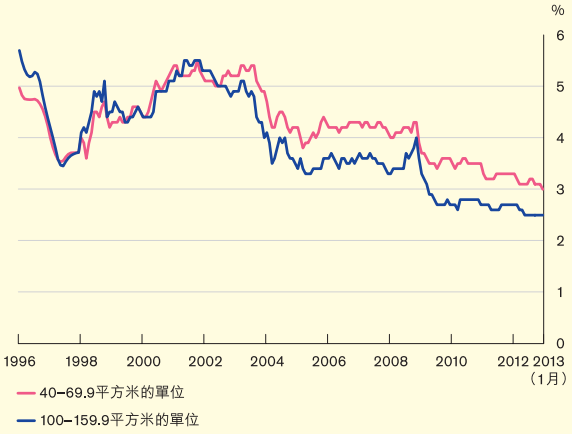
**圖4.36**
**確認人交易、短期轉售交易及公司持貨交易**




資料來源：中原地產代理有限公司。

新訂租約的住宅租金於2012年躍升11.2%，相對2011年僅錄得較溫和的6.6%升幅。由於住宅租金增速遠遠落後於住宅物業價格，住宅租金收益率跌至2 – 3%的歷史低位（圖4.37）。從資產定價的角度看，目前租金收益率低企，顯示住宅物業價格有領先於基本因素的風險。住戶成本模型進一步顯示，置業成本相對租賃成本急升，很可能是由市場對住宅物業價格的升值預期所推動。

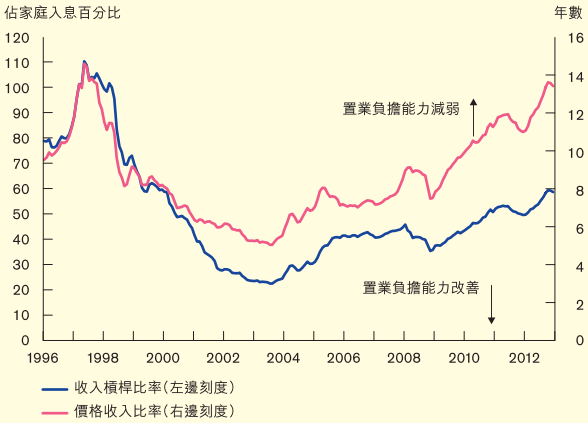
**圖 4.37**
**新租約的住宅租金收益率**




資料來源：差餉物業估價署。

另一個市場脆弱信號是置業負擔能力持續惡化。相比住宅物業價格，私人家庭入息於2012年僅緩慢增長1.7%，而過去四年的累計增幅也只有20.0%。金管局估算的價格收入比率於2012年底為13.4，頗為接近1997年14.6的高峰水平(圖4.38)[30]，而收入槓桿比率亦升至大約60%，為過去12年的高位。而且，倘若按揭利率大幅上升，例如增加3個百分點，收入槓桿比率將攀至更高水平，接近80%。[31]

**圖 4.38**
**置業負擔能力指標**




資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

30 收入槓桿比率指一般50平方米單位(以20年期、七成按揭計算)的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。另外，價格收入比率為一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數之間的比率。

31 收入槓桿比率有別於借款人實際供款與收入比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

現有及準借款人士應小心將來利率飆升的風險。若利率回歸至較為正常的水平，按揭負擔可能會大幅增加。若出現利率上升3個百分點的受壓情況，以20年期按揭計，借款人的每月按揭供款估計會增加30%，而以30年期按揭計，每月按揭供款估計會增加約45%。值得留意的是，利率上升會對住宅物業價格構成下跌壓力，一旦住宅價格暴跌，將會透過私人部門去槓桿化，在宏觀經濟及金融的脆弱層面上構成惡性循環，令經濟陷入衰退。

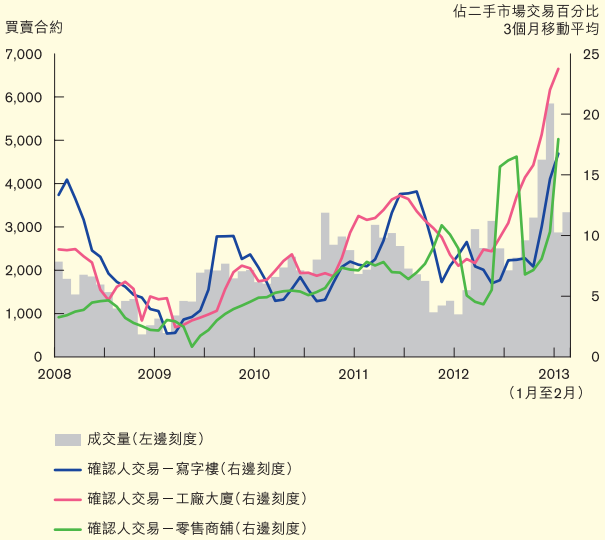
為加強銀行物業貸款業務的風險管理，金管局於去年9月實施新一輪審慎監管措施。受此影響，平均按揭成數由政策措施實施前的64%下降至最近的56%，而平均供款與收入比率則由42%降至36%。此外，政府於去年10月將額外印花稅由5 – 15%上調至10 – 20%，並將限制期由兩年延長至三年。政府也會對公司及非本港人士，在購置住宅物業時徵收15%的買家印花稅。誠如前文所述，推出措施後公司持貨交易有所下降。另外有跡象顯示，非本港人士的成交量亦有所減少。踏入2013年2月，政府再度出招，將現行樓宇買賣印花稅稅率全面調高一倍，而金管局就按揭貸款實施更嚴格的壓力測試要求，以及為香港採用內評法的銀行，對新批住宅按揭貸款設立一個15%的風險加權比率下限。此外，有數間大型銀行在3月中將按揭利率提高25點子，據報是因應資金成本增加。

展望未來，住宅價格與經濟基本因素脫節的情況可能會進一步惡化。一方面，由於現時供應緊絀、利率低企，以及物業價格的升值預期，住宅價格仍可能持續面臨上行壓力。經濟增長前景改善，加上發達經濟體系大力放鬆銀根引致市場流動性充裕，這些都會刺激樓市氣氛，從而有可能推動住宅價格上升。至於下行因素方面，利率上調可能較預期早，而且環球經濟及金融市場的尾端風險尚未消除，一旦實現，則有可能拖低住宅價格。金管局將持續密切監察市場狀況，並因應物業市場的週期變動，推出適當措施，確保本港宏觀經濟及金融穩定。置業人士應保持警惕，要留意物業市場及利率的動向，避免過度舉債。

## *工商物業市場*

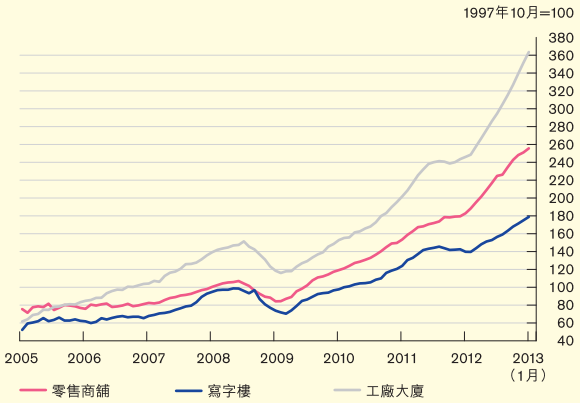
相比住宅物業市場，工商物業市場的整體狀況更加暢旺，交投活動及價格大幅上升。2012年下半年，總成交量較上半年增加51%，11月及12月急劇增加，部份原因是受車位銷售強勁所帶動。確認人交易顯示，投機活動仍然活躍(圖4.39)。工商物業價格於下半年升幅擴大。以全年計，寫字樓價格上升22.7%，而零售商舖及分層工廠則飆升近40%(圖4.40)。由於租金升幅較溫和，工商物業的整體租金收益率進一步下跌至2.3 – 2.9%的歷史低位。

**圖4.39**
**工商物業的成交量**




資料來源：CEIC、土地註冊處、中原地產代理有限公司及金管局職員估計數字。

**圖4.40**
**工商物業的價格指數**




資料來源：差餉物業估價署。

工商物業市場增長勢頭強勁，部份反映需求仍然較為殷切，以及工商物業供應有限和欠缺彈性，而市區及物業重建，亦有可能刺激物業價格上升。然而，基本經濟因素可能仍不足以充分解釋售價增速大幅超越租金的現象，這顯示脱節情況日益明顯以及存在過熱風險。有見及此，銀行務須持續加強工商物業貸款業務的風險管理。

面對非住宅物業市場的亢奮發展，金管局於2013年2月推出新一輪審慎監管措施，將工商物業的按揭成數下調10個百分點，而車位按揭貸款的最高按揭成數定為四成，其按揭貸款年期上限定為15年。為遏抑非住宅物業市場的投機活動，政府推出新措施，將從價印花稅稅率全面調高一倍，並提前向非住宅物業交易徵收印花稅，即由原來於訂立售賣轉易契約時徵收，改為在簽訂買賣協議時徵收。

# 專題3
# 港元外匯市場的近期表現

本專題分析港元外匯市場的近期發展以及自2005年5月推出對稱兑換範圍(強方兑換保證的港元／美元匯率為7.75，弱方兑換保證的港元／美元匯率為7.85)以來的匯率動態。

## *港元外匯市場及其近期發展概覽*

### *市場深度*

港元市場的深度近年來顯著增加，使香港貨幣系統能夠從容處理巨額資金流，並令資金流對市場可能造成的干擾減至最小。根據國際結算銀行的最新數據，2010年港元平均每日外匯市場成交額為940億美元，是1998年水平的6倍有多(表B3.A)。其中，現貨港元交易總計187億美元，與其他亞洲地區(日本除外)主要貨幣相若，而外匯掉期則總計695億美元，較除日圓外的區內其他主要貨幣為高。

### *市場流動性*

於研究期間(1997年1月至2012年11月)，港元市場平均買賣差價小至0.01%(表B3.B)，可見港元市場的流動性極高。[32]

**表B3.A**
**外匯市場交易平均每日成交額**

| 貨幣 | 2010年 十億美元 | 2010年 所佔百分比 | 1998年 十億美元 | 1998年 所佔百分比 |
|---|---|---|---|---|
| 港元 | 94 | 1.2 | 14 | 0.5 |
| **主要貨幣** | | | | |
| 美元 | 3,378 | 42.4 | 1,251 | 43.4 |
| 歐元 | 1,555 | 19.5 | 442 * | 18.8 * |
| 日圓 | 755 | 9.5 | 313 | 10.9 |
| 英鎊 | 513 | 6.4 | 159 | 5.5 |
| 澳元 | 302 | 3.8 | 44 | 1.5 |
| **主要亞洲貨幣** | | | | |
| 韓圜 | 60 | 0.8 | 2 | 0.1 |
| 新加坡元 | 56 | 0.7 | 16 | 0.6 |
| 在岸人民幣 | 34 | 0.4 | 0.2 | 0.0 |
| 馬來西亞元 | 11 | 0.1 | 0.5 | 0.0 |
| 泰銖 | 8 | 0.1 | 2 | 0.1 |
| 印尼盾 | 6 | 0.1 | 1 | 0.0 |

註：
1. 數據參照的月份是有關年度的4月份。
2. 國際結算銀行的數據中，外匯交易包括即期交易、單純遠期、外匯掉期、貨幣掉期、期權及其他產品。就港元市場，以上首五類合約於2010年4月的每日平均交易額，分別為187億美元，37億美元，695億美元，3億美元與17億美元。
3. 註有「*」號的數字指2001年調查(歐元推出後的首個三年一度調查)所獲取的成交額。

資料來源：國際結算銀行。

**表B3.B**
**港元、主要貨幣及其他亞洲貨幣的平均外匯買賣差價**

| 時期 (%) | 整個取樣期 (1997年1月至2012年11月) | 推出雙向兑換保證前 (1997年1月至2005年5月) | 推出雙向兑換保證後 (2005年5月至2012年11月) | 港元偏弱時期 (2007年1月至2007年9月) | 港元偏強時期 (2008年10月至2009年12月) | 港元偏強時期 (2012年9月至2012年11月) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 港元 | 0.01 | 0.009 | 0.01 | 0.013 | 0.011 | 0.004 |
| **主要貨幣** | | | | | | |
| 歐元 | 0.024 | 0.044 | 0.008 | 0.008 | 0.009 | 0.007 |
| 日圓 | 0.03 | 0.045 | 0.013 | 0.011 | 0.014 | 0.011 |
| **主要亞洲貨幣** | | | | | | |
| 離岸人民幣[2,3] | 0.077 | n.a. | 0.077 | n.a. | n.a. | 0.047 |
| 在岸人民幣 | 0.023 | 0.024 | 0.021 | 0.026 | 0.026 | 0.08 |
| 新加坡元 | 0.059 | 0.057 | 0.061 | 0.051 | 0.113 | 0.035 |
| 泰銖 | 0.203 | 0.235 | 0.168 | 0.062 | 0.241 | 0.066 |
| 印尼盾 | 0.465 | 0.656 | 0.253 | 0.141 | 0.648 | 0.298 |
| 馬來西亞元 | 0.118 | 0.141 | 0.091 | 0.097 | 0.163 | 0.095 |
| 韓圜 | 0.119 | 0.112 | 0.126 | 0.068 | 0.219 | 0.18 |

註：
1. 期內平均每日收市價。
2. 離岸人民幣市場於2010年8月開始，以上相關時期亦是自此起開始計算。
3. 不適用：離岸人民幣市場於2010年8月開始。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

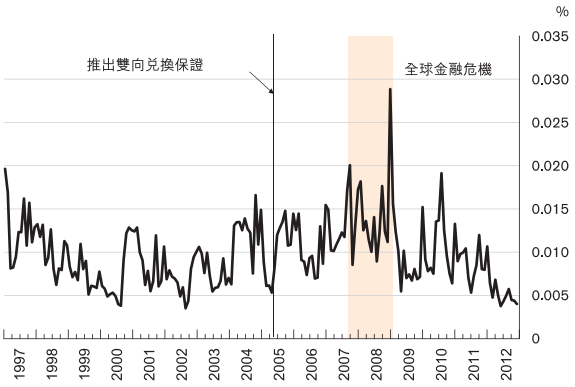
該差價亦優於大部份其他主要貨幣的買賣差價。即使是在危機時期(例如亞洲金融危機及近期的全球金融

32 在本專題中，買賣差價以收市價的百分比表示。

危機），該差價並無大幅擴闊，並會在之後數月內迅速收窄至正常水平（圖B3.1）。

此外，值得注意的是，在大額資金流的情況下，港元的市場流動性仍然相對穩定，此可見於當港元匯率接近強方或弱方兑換保證匯率水平時，買賣差價僅溫和變動。

**圖B3.1**
**美元／港元匯率的買賣差價**




註：相應月份的期間平均數字。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

## *市場波幅*

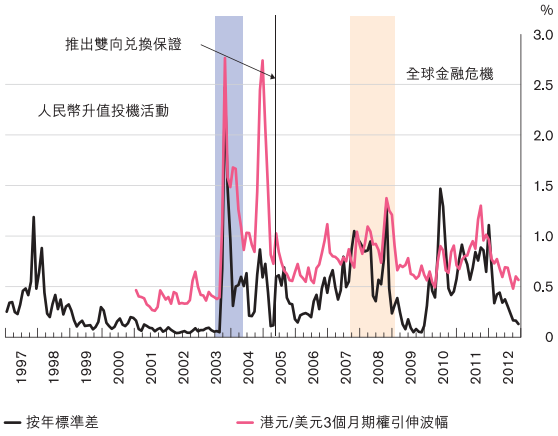
與主要貨幣及其他亞洲貨幣相比，港元／美元匯率較為穩定（表B3.C），這部分基於港元與美元掛鈎。自推出雙向兑換保證以來，港元匯率波幅（以30日變動的按年標準差計算）平均為0.5%，遠低於其他貨幣的波幅。[33]儘管在2003年人民幣升值投機活動以及2007至08年度全球金融危機期間，港元波幅有所擴大，但隨著情況穩定下來，波幅即迅速收窄，意味著兑換保證在穩定有關港元未來走勢的市場預期方面具有公信力。3個月港元／美元期權引伸波幅亦呈現類似趨勢（圖B3.2）。此外，當港元匯率靠近強方或弱方兑換保證水平時，波幅並未大幅擴大，並於各個期間仍遠低於各主要貨幣及其他亞洲貨幣的波幅。

**表B3.C**
**港元、主要貨幣及其他亞洲貨幣的平均外匯波幅**

| 時期 (%) | 整個取樣期（1997年1月至2012年11月） | 推出雙向兑換保證前（1997年1月至2005年5月） | 推出雙向兑換保證後（2005年5月至2012年11月） | 港元偏弱時期（2007年1月至2007年9月） | 港元偏強時期（2008年10月至2009年12月） | 港元偏強時期（2012年9月至2012年11月） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 港元 | 0.38 | 0.28 | 0.49 | 0.55 | 0.24 | 0.15 |
| 主要貨幣 | | | | | | |
| 歐元 | 10.15 | 10.38 | 9.96 | 5.48 | 13.94 | 7.37 |
| 日圓 | 10.53 | 10.96 | 10.04 | 8.02 | 15.3 | 6.37 |
| 離岸人民幣[2,3] | 2.4 | n.a. | 2.4 | n.a. | n.a. | 1.36 |
| 在岸人民幣 | 0.76 | 0.05 | 1.54 | 1.55 | 1.03 | 3.19 |
| 新加坡元 | 5.45 | 5.45 | 5.45 | 3.04 | 7.25 | 3.58 |
| 泰銖 | 6.87 | 9.07 | 4.43 | 5.05 | 3.94 | 3.06 |
| 印尼盾 | 16.14 | 22.57 | 8.99 | 7.86 | 19.19 | 2.92 |
| 馬來西亞元 | 4.97 | 4.18 | 5.84 | 3.86 | 7.94 | 6.43 |
| 韓圓 | 10.8 | 10.61 | 11 | 4.14 | 25.37 | 3.61 |

註：
1. 期內平均每日收市價。
2. 離岸人民幣市場於2010年8月開始，以上相關時期亦是自此起開始計算。
3. 不適用：離岸人民幣市場於2010年8月開始。
4. 波幅以最近30個交易日內每日外匯匯率變動的按年標準差計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

**圖B3.2**
**美元／港元匯率波幅**




資料來源：金管局職員按照彭博及JP Morgan數據估計得出的數字。

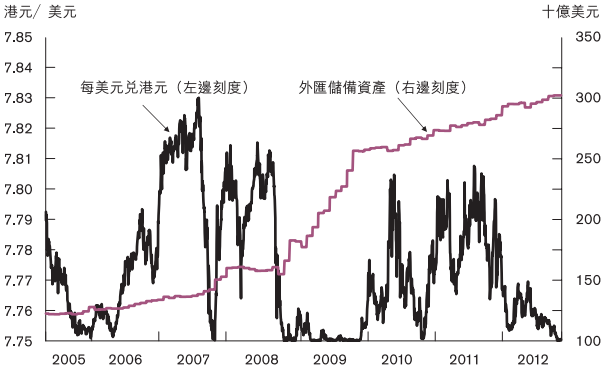
上述發展顯示港元市場近年來已取得進一步的增長，表現於交易量上升，相對窄幅的差價及溫和的波幅。一個具深度及高流動性的港元市場有利於聯繫匯率制度的順暢運作。

33 波幅以最近30個交易日內每日外匯匯率變動的按年標準差計算。

### *目標範圍內的港元*

金管局於2005年5月將聯繫匯率制度優化為目標範圍制度，並訂出對稱兑換範圍（強方兑換保證的港元／美元匯率為7.75，弱方兑換保證的港元／美元匯率為7.85）。政策研究文獻一般認為，若貨幣匯率遵循一個圍繞中心點的均值回復過程[34]，無論這是受中央銀行在有關範圍內作出干預所帶動，或由市場人士的「穩定性猜測」所造成，即反映此目標範圍被市場認為具公信力。[35]然而，港元匯率似乎並未出現圍繞中心點展現的均值回復趨勢，如圖B3.3所示。

**圖B3.3**
**外匯儲備及兑換範圍內的美元／港元匯率**




資料來源：金管局。

為理解聯繫匯率制度的運作表現，我們提出一個在完全可信的目標範圍內分析可控的匯率動態模型，並將這個模型應用於港元。實際上，我們假定匯率大部份時間遵循隨機走向。當匯率處於波動範圍的中央部分，市場人士並不認為有迫切需要將匯率拉至貼近其中心點的水平。然而，若匯率趨向靠近上下限，市場可能預期央行會作出干預，因而會採取行動以穩定匯率甚或使其遠離上下限。因此，本模型設定的有設限過程有以下特性，即在匯率貼近波動範圍的上下限，而不一定在圍繞中心點時，才會產生停止／恢復作用。匯率動態恢復力及波動力（波幅）的設定，間接地描述了央行的干預政策及市場人士的行為。

如圖B3.3所示，2005年5月至2008年8月期間，港元匯率交易範圍相對較大。在2008年9月之後，港元匯率由於資金流入而轉強至7.75的強方兑換保證水平，而直至2009年12月初強方兑換保證曾多次被觸發，促使金管局被動地向銀行體系注入港元。[36]港元的貨幣基礎顯著擴大逾兩倍，外匯儲備亦相應增加。[37]其後，港元匯率隨著資金停止流入而轉弱，但大部分時間仍維持在強方兑換保證範圍內，直至其在2012年第4季受新一輪的資金流入帶動，再次升近強方兑換保證匯率水平為止。

34 P. Krugman (1991)著「Target Zones and Exchange Rate Dynamics」，《Quarterly Journal of Economics》，第106期，第669-82頁。

35 如果僅在觸及目標範圍上下限時作出干預，則匯率可能不會呈現該屬性。

36 陳德霖於2010年2月1日在金管局網頁發表《滙思》文章「資金流入港元的最新分析」探討了在2008年9月全球金融危機後資金流入港元加劇的情況。

37 在香港，貨幣基礎包括負債證明書（作為發鈔銀行發行港元紙幣的支持）、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（總結餘），以及外匯基金票據及債券。

## *港元匯率動態*

為探討上述類似有設限過程的匯率動態可控模型能否描述港元的變動，以及聯繫匯率制度是否被市場認為具有公信力，我們評估了以下三項動態因素[38]：

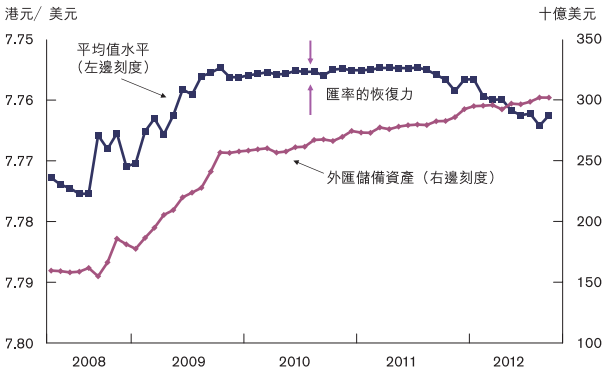
(i) 匯率的中期平均值水平；

(ii) 趨向平均值水平的恢復力；及

(iii) 波動力（波幅）。

根據2005年5月18日至2012年10月31日的每日時序數據，我們發現上述三項因素均屬統計上顯著。[39及40] 圖B3.4顯示，2009年出現大量資金流入時，港元匯率的估計平均值水平向強方兌換保證水平移動。[41] 隨著資金停止流動，平均值水平持續靠近強方兌換保證水平一段時間後，又回復至貼近其在資金流入前的水平。

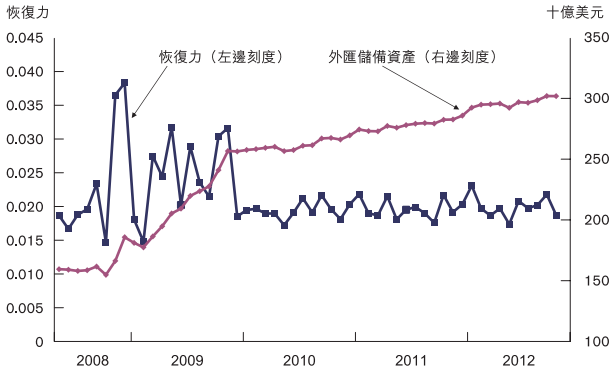
**圖B3.4**
**港元匯率的估計平均值水平**




資料來源：金管局及職員估計數字。

如圖B3.5所示，實證分析顯示，恢復力與主要受資金流帶動的外匯儲備變動之間存在正向關係。[42] 因此，當匯率的平均值水平因資金流入而向強方兌換保證匯率水平移動時，均值回復的趨勢會成為減低匯率貼近強方兌換保證匯率水平黏性的力量。換言之，當強方兌換保證被觸發時，將匯率從該範圍推向其先前平均值水平的恢復力將會增強。這個動態說明，任何觸發強方兌換保證的情況均會被外匯市場視為短暫現象。

**圖B3.5**
**港元趨向平均值水平的估計恢復力**




資料來源：金管局及職員估計數字。

38 在金融文獻中，第二個術語指趨向平均水平的均值回復速度，而第三個術語指港元的每日變動標準差。

39 詳細分析載於C.F. Lo, C.H. Hui, S.W. Chu及T. Fong (2012)撰寫的「A Quasi-Bounded Target Zone Model – Theory and Application to Hong Kong Dollar」《香港金融研究中心工作論文》，編號：28/2012。

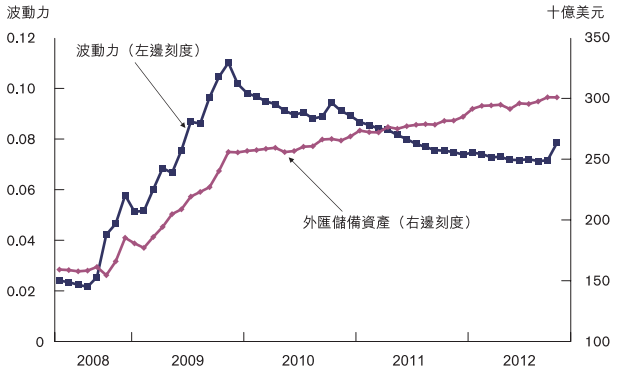
40 有別於Lo等人(2012)在其詳細分析中採用港元貨幣基礎作為替代，本研究採用香港的官方外匯儲備。然而，由於官方外匯儲備的數據每月公佈一次，為提供官方外匯儲備的每日數據，其每日變動乃按港元貨幣基礎的每日變動粗略估計。

41 該平均值水平乃港元在特定時期內通常圍繞之而變動的水平之估值。

42 在回歸分析的估計中，恢復力會隨著外匯儲備變動而正向傾斜。

圖B3.6顯示匯率的波動力(波幅)。於2008年9月至2009年11月期間，波幅隨著資金流入港元(即外匯儲備增加)而擴大，從而將平均匯率推向強方兌換保證匯率水平。於2009年11月至2012年9月期間，資金並無繼續流入，波動力減弱，匯率移離強方兌換保證匯率水平。在2012年第4季，受資金流入帶動，估計波動力再次增強，令平均匯率再次貼近強方兌換保證匯率水平。

**圖B3.6**
**港元匯率的估計波動力**




資料來源：金管局及職員估計數字。

## *結論*

2005年5月推出聯繫匯率制度的目標範圍制度後，港元並未明顯呈現回復至兌換範圍中心點的趨勢。這也許並不令人感到意外，因為金管局除了在強方兌換保證被觸發時被動回應外，並未積極干預外匯市場。當匯率處於波動範圍的中央部分，市場人士並不認為有迫切需要將匯率拉至貼近中心點的水平。然而，當匯率靠近上下限時，停止／恢復作用便會產生。

將匯率推向平均值水平的匯率動態恢復力會隨著外匯儲備增加而轉強，並減低匯率貼近強方兌換保證上限的黏性。該屬性意味著，任何觸發強方兌換保證的情況均會被外匯市場視為短暫現象。

# 專題4
# 香港人民幣存款增長的決定因素

香港銀行由2004年2月起開始接納人民幣個人存款。自2009年7月推出人民幣貿易結算以來，人民幣存款出現了顯著增長，並於2011年年底創下高峰。其後，人民幣存款在2012年年中緩慢下降，直至該年年底才重拾增長。本專題將根據最近的發展趨勢，研究決定香港人民幣存款增長的關鍵因素。

理論上，香港和海外的個人及企業客戶投資多少到人民幣存款，主要是受兩個因素影響：經濟活動水平（也是主要的收入及財富累積來源）及預期回報率。對企業客戶而言，人民幣作為跨境結算貨幣的情況日益普及，也刺激了企業對人民幣的需求。另一方面，持有人民幣存款的預期回報率不僅取決於人民幣與港元存款之間的利率差距，也取決於預期的匯率變動，而這正是決定未持有人民幣存款的機會成本的關鍵因素。

考慮到上述因素，我們使用了下列5個自變量，對2004年5月至2012年12月的人民幣存款每月變動(*DEP_RMB*)進行回歸分析：(1)風險調整後的人民幣與港元存款利率差(*ID_RMBHKD*)；(2)1年期人民幣不交收遠期外匯合約折讓率(*DIS_NDF*)，亦即反映人民幣的升值預期；(3)實質本地生產總值增長率(*RGDPG*)，用來衡量香港的經濟活動水平；(4)用作貿易結算的人民幣匯款淨額(*TR_SET*)，以反映跨境人民幣貿易結算對香港人民幣存款增長的影響；及(5)人民幣存款每月變動的滯後項，以反映人民幣存款增長的動力。

下文表B4.A將概述回歸分析結果。有關結果顯示，所有自變數均有顯著的正面作用，換言之，如其他條件不變，人民幣存款在下列情況下將加快增長：(1)人民幣存款的風險調整回報率上升（可由於利率差擴大、人民幣升值預期提高，或匯率引伸波幅下降）；(2)實質本地生產總值增長加快；或(3)用作貿易結算的人民幣匯款淨流入增加。

**表B4.A**
**人民幣存款增長的估計結果**

因變量（Δ(*DEP_RMB*)）
樣本期間：2004年5月至2012年12月

| 自變量 | 系數 | t-統計值 | p-值 |
|---|---|---|---|
| 常數 | -0.011 | -1.477 | 0.143 |
| *ID_RMBHKD* | 0.027** | 2.238 | 0.028 |
| *DIS_NDF* | 0.761*** | 3.041 | 0.003 |
| *RGDPG* | 2.331* | 1.969 | 0.052 |
| *TR_SET* | 0.026*** | 2.983 | 0.004 |
| Δ(*DEP_RMB*)的滯後項 | 0.478*** | 6.333 | 0.000 |
| 樣本量 | 116 | | |
| 經調整R平方 | 0.607 | | |
| 零殘差自相關的Ljung Box | 11.205 | | |
| 測試統計（p－值） | (0.511) | | |
| 零平方殘差自相關的Ljung Box | 7.360 | | |
| 測試統計（p－值） | (0.833) | | |

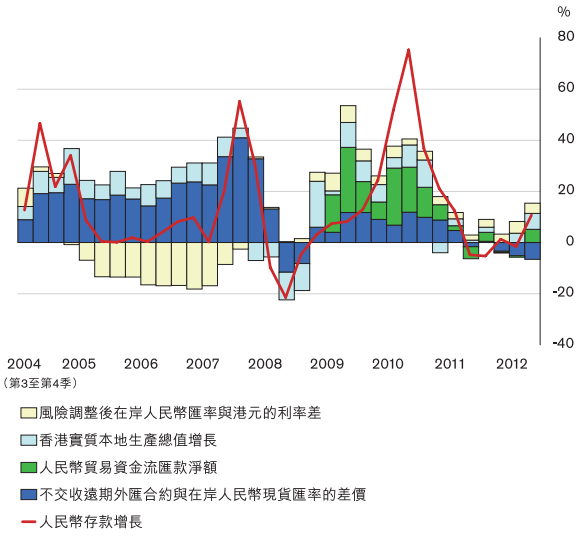
註：***、**及*分別代表顯著程度處於1%、5%及10%水平。

根據研究結果，我們對樣本期內推動人民幣存款增長的因素進行了簡單的歸因分析。圖B4.1顯示長遠而言，人民幣存款的季度變化（紅色線）有多大程度可歸因於上述各項因素。[43]在爆發全球金融危機之前，人民幣存款的增長主要源於人民幣的升值預期，其次是實質本地生產總值的增長。與此同時，利率差是拖累增長的主要因素。當金融危機爆發時，人民幣存款實際減少了，主因在於經濟放緩及人民幣升值預期下降。危機過後，人民幣存款重拾增長勢頭，而跨境人民幣貿易結算亦成為了主要的增長動力。雖然人民幣升值預期仍然是一個重要因素，但其作用已遠低於金融危機之前。基於上述各項因素在過去大約一年的變化一直比較溫和，人民幣存款的增速也因而有所放緩。

43 長期歸因估計是假設，在其他條件不變的情況下，人民幣存款增長將趨向一個均衡水平，令當前期間的增長（即Δ(*DEP_RMB*)）相等於估計等式中前一期間的增長。

展望未來，隨著香港及全球經濟復甦，加上人民幣資產的相對回報率預計仍具吸引力，人民幣存款的需求有望持續穩健。隨著新政策措施生效、人民幣更趨國際化，並逐漸普及成為區內的結算貨幣，而今後將有其他新的驅動因素發揮作用。待中國內地的資金流入及流出更趨平衡，人民幣匯率更具彈性時，香港、內地及海外借款人對人民幣貸款的需求將會成為其中一個新的驅動因素。因此，未來的研究工作必須考慮各項新發展趨勢，才能夠更全面地評估各種因素的影響。[44]

**圖 B4.1**
**長期人民幣存款增長解析**




資料來源：金管局及其職員估計數字。

44 例如，境外合資格機構投資者 (RQFII) 試點計劃的影響亦應作考慮。

# 5. 銀行業的表現

*本地銀行業繼續錄得穩健增長，主要表現於信貸增長穩定及流動資金狀況良好。儘管歐元區銀行持續去槓桿化，但本地及其他外資銀行的信貸增長足以填補缺口。展望未來，美國及歐洲財政問題尚欠明朗、銀行業內地相關業務的信貸繼續擴張，以及物業市場的風險這三項因素仍將繼續對銀行業構成挑戰。按國際標準來衡量，本地銀行資本狀況穩健，資產質素良好，銀行業為達致符合《巴塞爾協定三》框架下的新資本要求，已經作出充份的準備。*

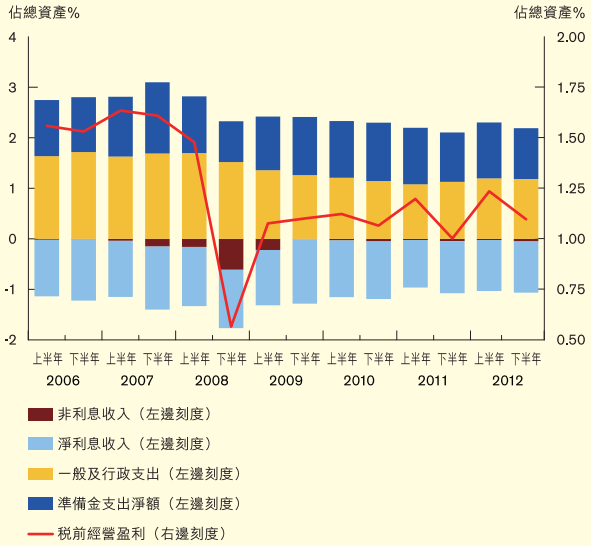
## *5.1 盈利及資本額*

### *盈利*

零售銀行[45]於2012年下半年的盈利表現，較上半年的強勁表現有所放緩，原因是非利息收入下降、經營成本上升及準備金支出淨額增加，而利息收入的增長並不足以抵銷上述不利影響。不過，下半年的表現仍較2011年同期為佳，其中零售銀行錄得1.1%的資產回報率[46]，而2012年上半年為1.24%，2011年下半年則只有1%（圖5.1）。

2012年全年，零售銀行的整體稅前經營盈利錄得12.7%的增幅，平均資產回報率由2011年的1.1%上升至1.16%。

**圖5.1**
**零售銀行盈利**



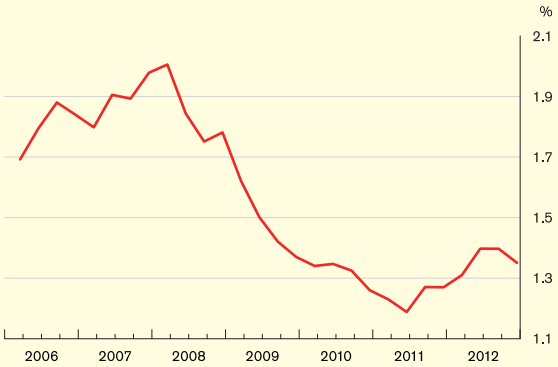

註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

45 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

46 本章所載的資產回報率均按照銀行的整體稅前經營盈利計算。

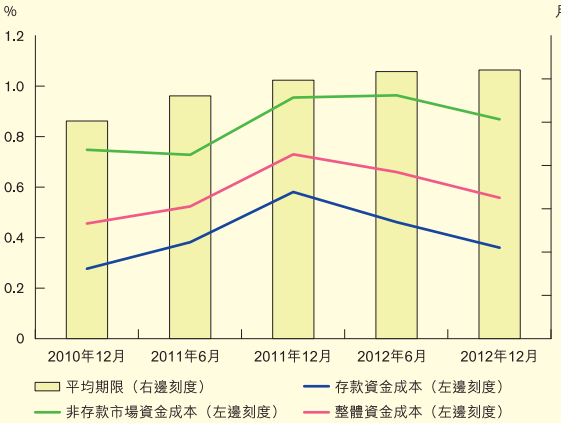
零售銀行平均淨息差由2012年上半年的1.35%改善至2012年下半年的1.37%(圖5.2)，部份原因是銀行的資金壓力得到舒緩。整體而言，無論是存款抑或非存款市場資金，持牌銀行的港元及美元資金利息成本於2012年下半年均有所下降[47](圖5.3)。與此同時，反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率於2012年下半年亦下降10個基點(圖5.4)。

**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。

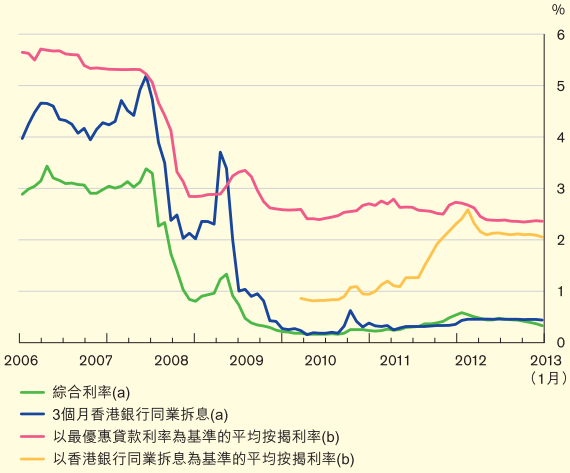
**圖5.3**
**持牌銀行的港元及美元資金成本和期限**




資料來源：金管局。

於下半年，以最優惠貸款利率為基準及以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率大致保持穩定，其中以最優惠貸款利率為基準的按揭佔新批按揭貸款的比例平均由2012年上半年的92.1%進一步上升至92.8%。

**圖5.4**
**利率**



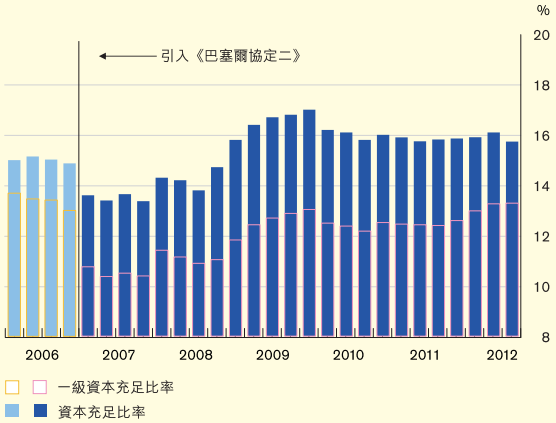

註：
(a) 期末數字。
(b) 獲批貸款的期內平均數字。所有按揭利率僅為估計數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

47 非存款市場資金成本按銀行的非存款計息負債的利息成本計算。

### *資本額*

銀行業的資本額仍然遠高於國際最低要求。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率保持穩定，於2012年底為15.7%，而六個月前則為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13%上升至13.3%。

**圖5.5**
**本地註冊認可機構資本額**




註：
1. 綜合狀況。
2. 在2007年1月1日，本地註冊認可機構須遵行經修訂的資本充足框架《巴塞爾協定二》。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。

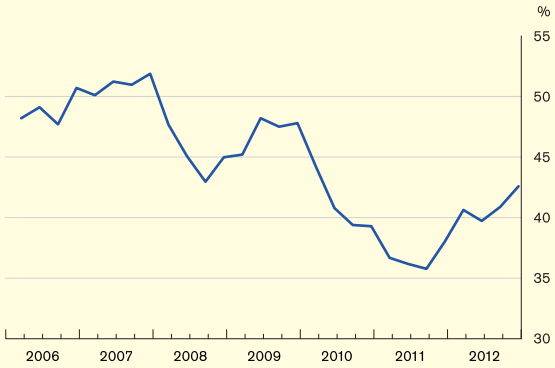
資料來源：金管局。

依據巴塞爾銀行監管委員會設定的過渡時間表，《巴塞爾協定三》框架的第一階段已於2013年1月1日起生效。從銀行部門穩健的資本狀況來看，香港銀行對於採納《巴塞爾協定三》標準，已經作出充份準備。

## *5.2 流動資金與資金來源*

流動資金狀況繼續保持穩定，零售銀行的平均流動資金比率上升至2012年底的42.6%，而六個月前則為39.7%(圖5.6)，遠高於25%的最低監管要求。

**圖5.6**
**零售銀行流動資金比率**

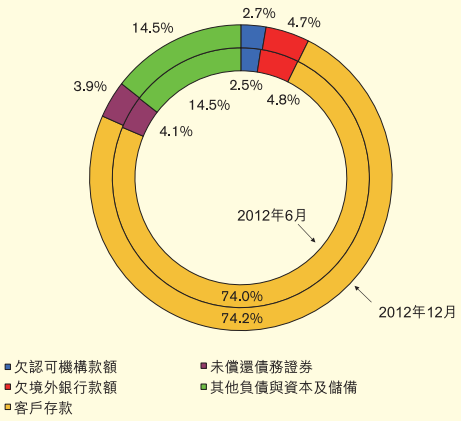



註：按季平均數字。

資料來源：金管局。

客戶存款仍然是零售銀行的主要資金來源，該資金來源的波動一般較其他資金來源為低。在2012年底，客戶存款佔銀行總負債的比例輕微上升至74.2%，而六個月前則為74%(圖5.7)。

**圖5.7**
**零售銀行負債結構**

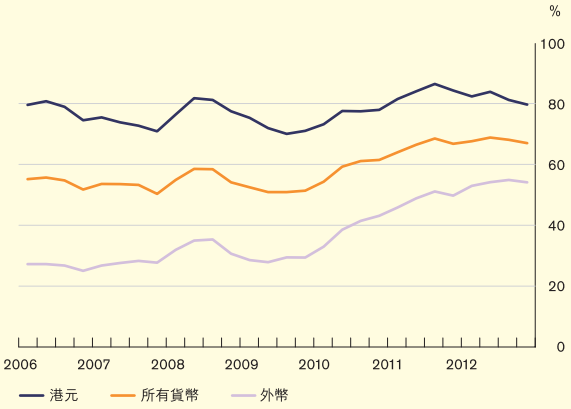



註：
1. 數字指佔總負債(包括資本及儲備)的百分比。
2. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。

資料來源：金管局。

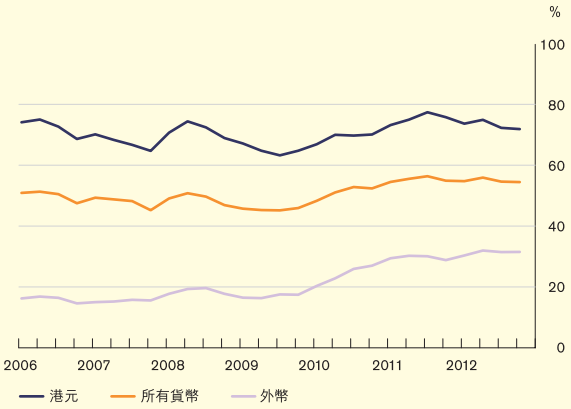
就所有認可機構而言，以所有貨幣計算的貸存比率顯著下降至2012年底的67.1%，而六個月前則為69%（圖5.8），其中，港元貸存比率降至79.8%，而外幣貸存比率則維持不變，為54.3%。而零售銀行以所有貨幣計算的貸存比率，則由56.3%降至54.8%（圖5.9），港元及外幣貸存比率均有所下降。

**圖5.8**
**所有認可機構的貸存比率**




資料來源：金管局。

**圖5.9**
**零售銀行的貸存比率**




資料來源：金管局。

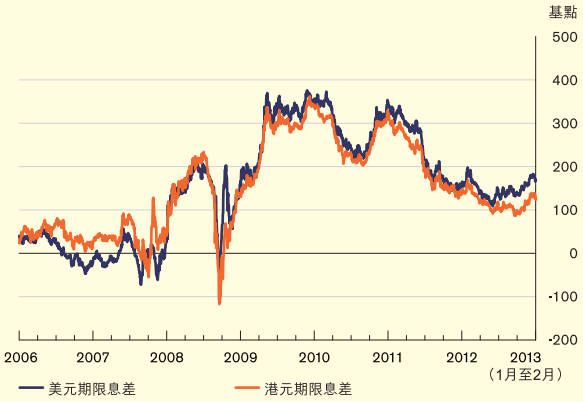
### *外匯持倉*

銀行業償還以外幣計值的債務的能力，可根據認可機構所有外幣的整體未平倉持倉淨額進行評估。於2012年12月底，持倉金額為760億港元，相當於認可機構總資產的0.5%，表明認可機構面對的整體外匯風險並不重大。

## *5.3 利率風險*

美元及港元長短期利率之間的息差於2012年底有所擴闊，並於2013年初繼續呈上升趨勢（圖5.10），或許增加了銀行透過借入短期資金購入長期的計息資產，從而賺取收益的誘因。這種情況或會導致期限錯配加劇及利率風險上升。銀行應密切監察及管理倘使息差變化可能造成的金融投資按市價計算的損失。

**圖5.10**
**港元及美元的期限息差**

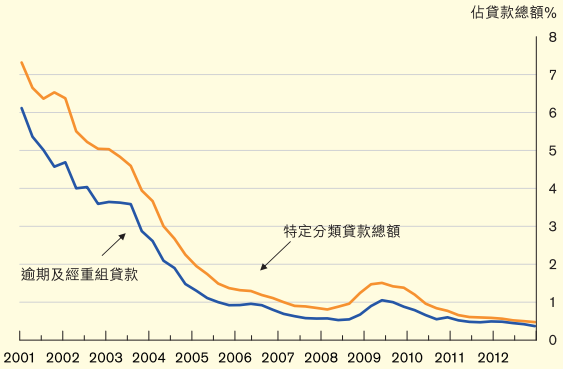



註：期限息差定義為兩種貨幣各自的10年掉期利率減3個月貨幣市場利率。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

## 5.4 信貸風險

零售銀行貸款組合的資產質素於2012年下半年普遍改善，特定分類貸款的比率進一步下降至2012年底的0.47%，而六個月前則為0.52%，而逾期及經重組貸款的比率則由0.45%微降至0.37%（圖5.11）。

**圖5.11**
**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。

儘管歐元區銀行持續去槓桿化，本地及其他外資銀行的信貸增長足以填補缺口，信貸從而可以持續擴張。銀行提供的貸款及墊款總額於2012年下半年穩步增長4.7%，與上半年持平。

展望未來，銀行對信貸需求的預期略為好轉，反映對經濟前景較為樂觀。根據金管局12月的信貸狀況展望意見調查結果，預期貸款需求會於其後3個月內增長的受訪認可機構數目較預期下降者多，儘管大部份受訪認可機構預期貸款需求保持不變（表5.A）。

**表5.A**
**預計未來3個月貸款需求**

| （受訪者%） | 2012年3月 | 2012年6月 | 2012年9月 | 2012年12月 |
|---|---|---|---|---|
| 顯著增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 略為增加 | 19 | 5 | 10 | 14 |
| 保持平穩 | 71 | 76 | 71 | 76 |
| 略為下降 | 10 | 19 | 19 | 10 |
| 顯著下降 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 總計 | 100 | 100 | 100 | 100 |

資料來源：金管局。

### 個人貸款

個人貸款[48]於2012年下半年的增速相對穩定，為6.6%，較本地信貸增長率的4.1%為高。按揭貸款繼2012年上半年增長2.5%後，於2012年下半年增加5.0%，部份反映住宅物業市場進一步暢旺，而按揭貸款佔本地貸款總額的比例亦因此微升至23.0%。其他類別的個人貸款（如信用卡及供私人用途的其他貸款）亦顯著回升（表5.B）。由於個人債務增速超過個人收入增速，導致個人債務負擔進一步加重。此發展對銀行業構成的潛在風險應予密切監察。

**表5.B**
**所有認可機構提供的個人貸款的半年增長**

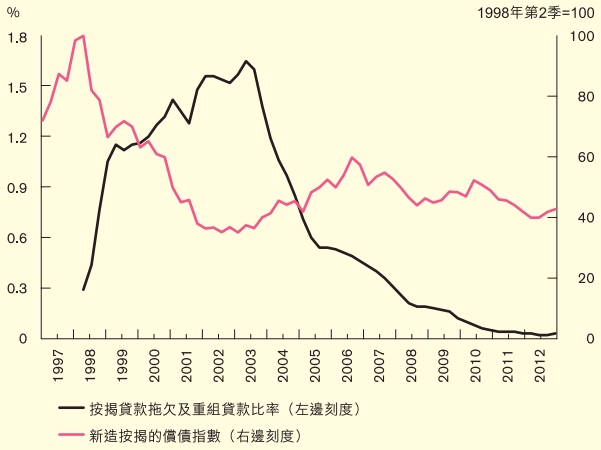
| | 2009年 | | 2010年 | | 2011年 | | 2012年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (%) | 上半年 | 下半年 | 上半年 | 下半年 | 上半年 | 下半年 | 上半年 | 下半年 |
| 按揭貸款 | 1.7 | 5.6 | 5.1 | 8.6 | 5.5 | 1.2 | 2.5 | 5.0 |
| 信用卡 | -9.6 | 5.7 | -0.9 | 17.9 | -1.4 | 15.9 | -1.6 | 16.6 |
| 其他私人用途貸款 | -8.1 | 8.9 | 7.9 | 6.6 | 9.4 | 3.6 | 5.0 | 9.3 |
| 個人貸款總額 | -0.8 | 6.1 | 5.1 | 8.9 | 5.6 | 2.7 | 2.6 | 6.6 |

資料來源：金管局。

48 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2012年12月底，個人貸款佔本地貸款的比例為31%。

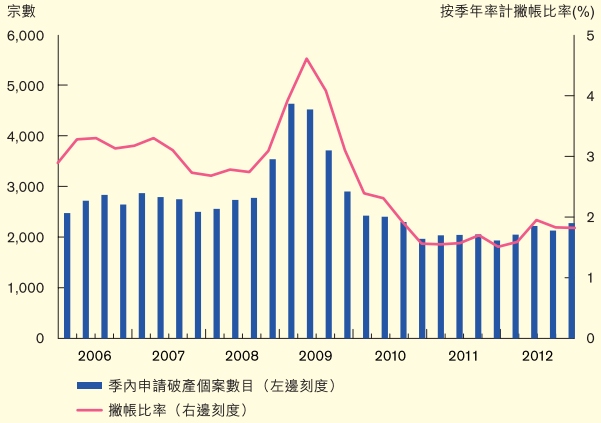
雖然銀行按揭組合的拖欠及重組貸款比率和申請破產個案數目於2012年下半年均維持在較低水平(圖5.12及5.13)，但在全球流動資金持續充裕的背景下，物業價格泡沫的風險繼續對銀行體系構成不明朗因素。

**圖5.12**
**銀行按揭組合的拖欠比率及新造按揭的住戶償債負擔**




註：指數以最優惠貸款利率為基準的按揭的平均利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

**圖5.13**
**信用卡貸款的撇帳比率及申請破產個案**




資料來源：破產管理署及金管局。

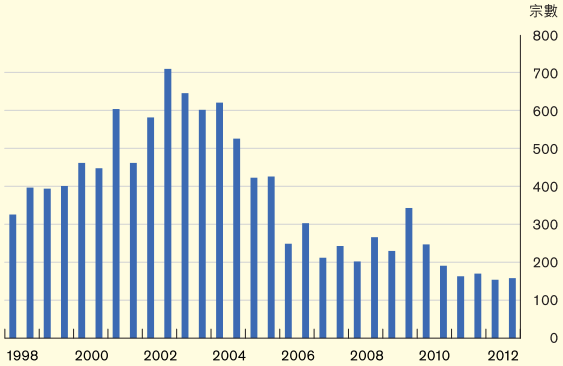
值得注意的是，儘管利率持續處於非常低的水平，但新造按揭的債務負擔於下半年仍出現輕微惡化，原因是貸款數額增大而個人收入沒有相應增長。金管局將繼續密切監察按揭市場的發展，並推出適當措施，以保障銀行體系的穩定。[49]專題5透過實證研究發現，按揭貸款的供應受制於按揭成數上限，而較低的供應有效抑制貸款增長。此政策效果有助防止家庭過度負債及銀行濫發信貸予邊際借款人，從而維持銀行按揭貸款組合的質素。

[49] 金管局於2013年2月22日就銀行物業按揭業務推出新一輪審慎監管措施，以提升銀行風險管理和抗震能力。該措施包括調高銀行為按揭貸款申請人進行還款能力壓力測試時的息率上升假設，以及降低物業貸款的最高按揭成數。有關詳情請參閱金管局於同日發出的新聞稿《按揭貸款的審慎監管措施》。

## *公司貸款*[50]

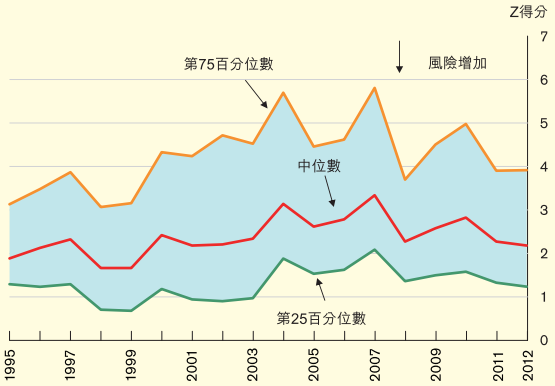
本地公司貸款[51]繼2012年上半年增長3.3%後，增幅於下半年稍為放緩至3.0%。於年底，公司貸款佔本地貸款68.6%。各項指標均顯示銀行的公司貸款信貸風險保持穩定。公司強制清盤令的數目於下半年略有增加，由上半年的154宗增至158宗，而Altman的Z得分[52]（以會計數據為基礎衡量非金融類公司的財務狀況的信貸風險指標）則保持穩定（圖5.15）。

**圖5.14**
**公司強制清盤令數目**




資料來源：破產管理署。

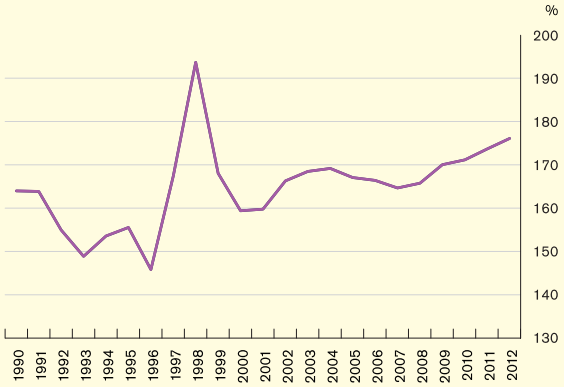
**圖5.15**
**Altman的Z得分：非金融類上市公司破產風險指標**




註：Z得分越低表示公司違約的可能性越高。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

然而，企業槓杆比率近年持續上升，於2012年升至1.76，亦是自亞洲金融危機後的新高（圖5.16）。此趨勢對銀行業構成的潛在風險應予密切監察。

**圖5.16**
**香港非金融上市公司槓杆比率**




註：
1. 槓杆比率的定義為總資產與股東資金之比率。
2. 數值越高表示槓杆越高。
3. 2012年數字截至該年6月份。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

50 不包括銀行同業貸款。

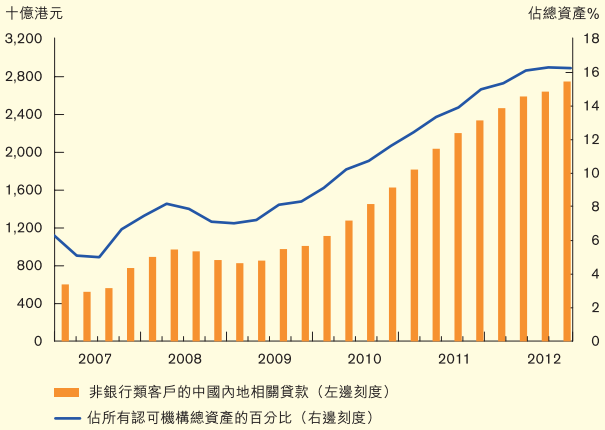
51 公司貸款包括本地貸款，但不包括提供予專業人士及其他個人的貸款。

52 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。

## *中國內地相關貸款*

本地銀行業提供予客戶的內地相關業務的信貸進一步擴張。所有認可機構對非銀行類客戶的中國內地相關貸款總額增至2012年底的27,380億港元(佔總資產16.2%)，而六個月前則為25,820億港元(佔總資產16.1%)(圖5.17)。其中，零售銀行對非銀行類客戶的中國內地相關貸款[53]由17,170億港元(佔總資產16.8%)增至17,770億港元(佔總資產16.5%)。

**圖5.17**
**所有認可機構提供予非銀行類客戶的中國內地相關貸款**




註：數字包括認可機構設於中國內地從事銀行業務的附屬公司錄得的貸款。
資料來源：金管局。

與內地經濟出現觸底反彈跡象一致，內地企業的總體違約距離指數[54]於下半年上升，似乎顯示有關企業的信貸質素有所改善(圖5.18)。

**圖5.18**
**中資企業的違約距離指數**

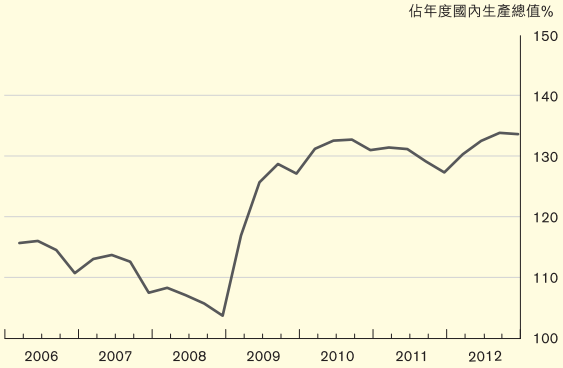
註： 違約距離指數定義為上海證交所A股180指數非金融類成份股公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)的違約距離值的簡單平均值。
資料來源：金管局職員估計數字。

53 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。

54 違約距離是根據市場計算的違約風險指標，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。

雖然大部分非銀行類客戶的中國內地相關貸款有擔保或抵押品作為保證，但鑑於市場關注中國內地信貸總額與國內生產總值比率相對較高(圖5.19)、近期中國內地銀行體系不良貸款金額的增加(圖5.20)以及中國內地影子銀行體系的潛在風險等情況，銀行應保持警覺，審慎管理中國內地相關貸款的信貸風險。[55]

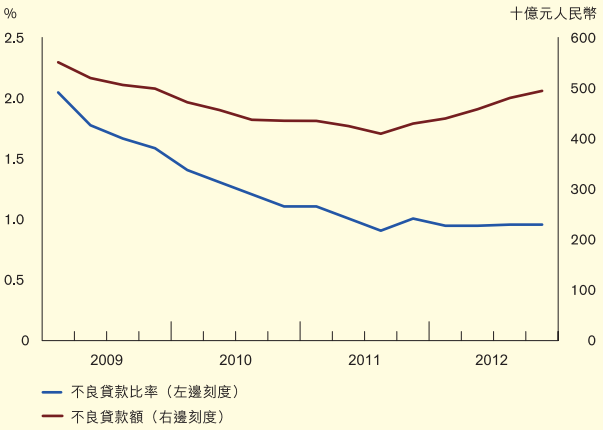
**圖5.19**
**中國內地的信貸與國內生產總值比率**




註： 信貸與國內生產總值定義為非政府部門信貸與最近四個季度的名義國內生產總值之和的比率。

資料來源：國際貨幣基金組織《國際金融統計》及CEIC。

**圖5.20**
**中國內地的不良貸款**

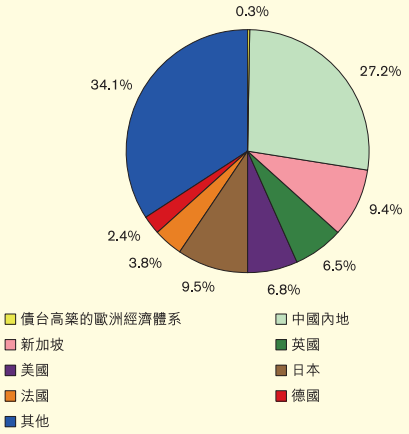



資料來源：中國銀行業監督管理委員會。

## *歐洲主權債務危機的影響*

雖然近期推出的政策減低了歐洲主權債務危機的尾端風險，但經濟的下行風險仍然存在。[56]因此，本地銀行的業績將繼續受債務危機及財政問題的發展所影響。鑑於香港銀行對英國、法國及德國銀行的貸款為數不少(圖5.21)，而這三個國家的銀行又在債台高築的歐洲經濟體系擁有相當數額的貸款，故應密切關注潛在的擴散風險及對本港銀行的影響。

**圖5.21**
**2012年底香港銀行業於主要經濟體系(所有行業)持有的對外債權**




註：債台高築的歐洲經濟體系所指的是希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙。

資料來源：金管局。

55 影子銀行指正規銀行體系外涉及從事信貸中介業務的實體及活動。中國內地影子銀行的潛在風險最近引發市場憂慮。請參閱Xiao Gang「Regulating shadow banking」，《China Daily》，2012年10月12日。關於影子銀行的潛在風險的更多討論，請參閱金融穩定委員會的《Global Shadow Banking Monitoring Report 2012》。

56 詳情請參閱報告第2.2節。

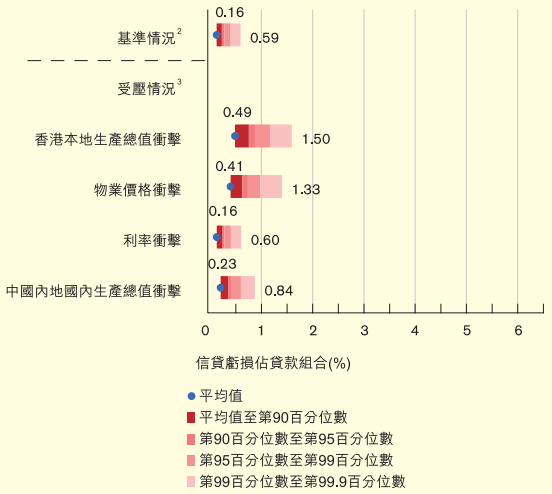
## *信貸風險宏觀壓力測試*[57及58]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，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5.22使用截至2012年第4季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊[59]下，零售銀行於2014年第4季的模擬信貸虧損比率。根據估算，在各種假定的宏觀經濟衝擊後兩年內，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0.16%（利率衝擊）至0.49%（香港本地生產總值衝擊）之間。

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0.6%（利率衝擊）至1.5%（香港本地生產總值衝擊）之間。儘管程度較為嚴重，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%貸款損失。

**圖5.22**
**模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值信貸虧損[1]**




註：

1. 有關評估將2012年第4季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(MonteCarlo)模擬法得出各種情況下的信貸虧損分佈。
2. 基準情況：兩年期間並無出現衝擊。
3. 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2013年第1季至2013年第4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由2013年第1季至2013年第4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）於第1季（即2013年第1季）上升300基點，於第2及3季保持不變，於第4季則進一步上升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於年內按年放緩至4%。

資料來源：金管局職員估計數字。

57 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。

58 本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，信貸虧損的估算方法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。

59 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。

## 5.5 銀行體系的系統性風險

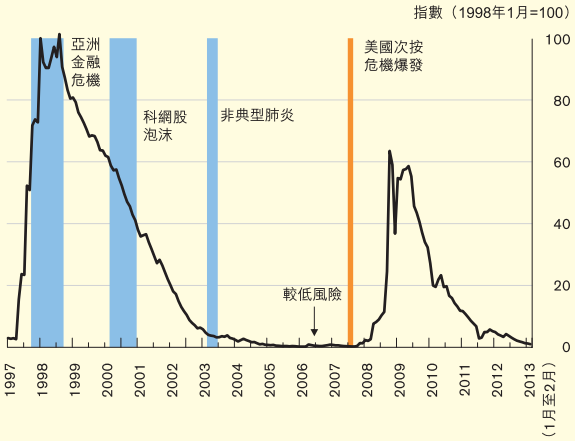
於回顧期內，儘管歐洲銀行的信貸違約掉期息差大幅收窄，但息差仍遠高於歐洲主權債務危機爆發之前的水平。同時，亞洲銀行的信貸違約掉期息差仍保持在較低水平(圖5.23)。

**圖5.23**
**歐洲及亞洲銀行的信貸違約掉期息差**

註：
1. 各組別5年期信貸違約掉期息差中位數。
2. 歐洲週邊國家包括希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙。
資料來源：彭博。

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2012年8月的2.6進一步下降至2013年2月的1(圖5.24)，表明銀行系統內的擴散風險仍然相當低，多間銀行同時違約的概率甚小。綜合預警系統[60]的最新評估結果顯示，銀行陷入困境的估計概率繼續處於低脆弱程度的範圍，表明銀行體系仍然穩健及具備抵禦衝擊的能力。[61]市場的樂觀看法亦與該估計大致吻合。

**圖5.24**
**香港銀行困境指數**




資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

60 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。

61 綜合預警系統是一個4級風險評級系統。我們採用A. Demirgüc-Kunt及E. 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第I類誤差分別為10%、30%、50%及100%。

在最近的金融危機中，跨國銀行在各經濟體系的銀行部門間之衝擊傳導中擔當重要角色。專題6評估在2008-09年的全球金融危機後，美國及歐洲的銀行如何調整其香港分行的業務模式。結果顯示，這些調整可能會在衝擊傳導方面產生兩種相反的效果。有利的影響是，總行不再像以往那樣傾向於在危機期間大舉抽回資金，原因是部份分行已由跨國銀行區域融資中心的傳統角色轉變成區域放貸部門。然而，由於分行地區放貸業務的資金更多地倚賴集團內部融資，因此一旦出現抽回資金的情況，帶來的潛在負面影響亦會較大，抵銷上述的有利影響。

表5.C載列銀行體系的主要表現指標。

## 表 5.C
## 銀行體系的主要表現指標[1] (%)

| | 12/2011 | 9/2012 | 12/2012 |
|---|---|---|---|
| **利率** | | | |
| 1個月香港銀行同業拆息定價[2](季度平均數) | 0.24 | 0.30 | 0.28 |
| 3個月香港銀行同業拆息定價(季度平均數) | 0.31 | 0.40 | 0.40 |
| 最優惠貸款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息定價的差距(季度平均數) | 4.76 | 4.70 | 4.72 |
| 最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息定價的差距(季度平均數) | 4.69 | 4.60 | 4.60 |
| 綜合利率[4] | 0.53 | 0.38 | 0.32 |
| | | 零售銀行 | |
| **資產負債表狀況[5]** | | | |
| 存款總額 | 2.9 | 3.2 | 3.1 |
| 港元 | 3.0 | 4.9 | 3.5 |
| 外幣 | 2.8 | 1.1 | 2.8 |
| 貸款總額 | 0.3 | 0.7 | 2.9 |
| 本地貸款[6] | −1.5 r | 0.4 | 2.9 |
| 在香港境外使用的貸款[7] | 10.1 r | 2.2 r | 3.0 |
| 可轉讓工具 | | | |
| 已發行可轉讓存款證 | 5.4 | −7.7 | −2.8 |
| 持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證) | 2.3 | 3.6 | 6.9 |
| **資產質素[8]** | | | |
| 佔貸款總額百分比 | | | |
| 合格貸款 | 98.28 | 98.19 | 98.16 |
| 需要關注貸款 | 1.13 | 1.31 | 1.36 |
| 特定分類貸款[9](總額) | 0.59 | 0.50 | 0.47 |
| 特定分類貸款(淨額)[10] | 0.34 | 0.30 | 0.31 |
| 逾期3個月以上的貸款及經重組貸款 | 0.49 | 0.42 | 0.37 |
| **盈利** | | | |
| 呆壞帳準備金佔平均總資產的比率[11] | 0.04 r | 0.02 | 0.04 |
| 淨息差[11] | 1.24 | 1.37 | 1.36 |
| 成本與收入比率[12] | 46.6 r | 44.9 | 45.6 |
| **流動資產比率(季度平均數)** | 38.0 | 40.9 | 42.6 |
| | | 受訪機構 | |
| **資產質素** | | | |
| 住宅按揭貸款拖欠比率 | 0.01 | 0.01 | 0.02 |
| 信用卡貸款 | | | |
| 拖欠比率 | 0.19 | 0.21 | 0.20 |
| 撇帳率－按季年率計 | 1.51 | 1.83 r | 1.82 |
| －本年度截至該日止以年率計 | 1.49 | 1.75 r | 1.70 |
| | | 所有本地註冊認可機構 | |
| **資本充足比率(綜合)** | 15.8 | 16.1 | 15.7 |

註：

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

r 經修訂數字。

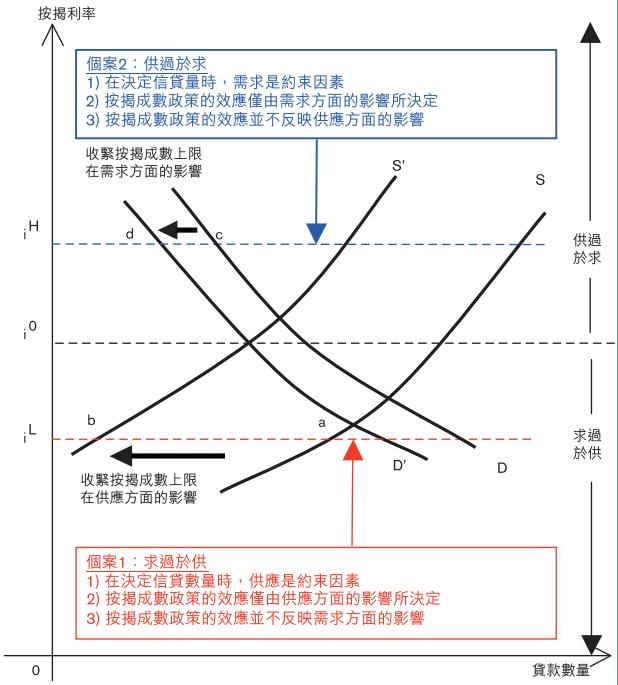
# 專題5
# 按揭貸款的需求及供應：按揭成數政策的作用

## *引言*

推行按揭成數政策的一個關鍵問題，在於何種市場條件下，收緊按揭成數上限可望能夠更有效抑制信貸增長。理論上，回答這個問題需要考慮兩項議題：第一，收緊按揭成數上限會減少按揭貸款的需求及供應至什麼水平？[62] 第二，在當前的貸款市場狀況，是需求還是供應主導信貸量？第二項議題尤其重要，因為銀行業研究結果顯示，信貸市場可能會出現求過於供或供過於求[63]，表明需求或供應可以成為決定信貸量的唯一約束因素。

為了解這兩個議題對於按揭成數政策成效的重要性，假設某個按揭市場上，收緊按揭成數上限明顯令信貸供應減少，而信貸需求的跌幅則較低。圖B5.1說明收緊按揭成數政策令需求由D小幅移至D'，而供應則以更大的幅度由S移至S'。儘管供應及需求移動的幅度在決定政策效應的大小擔當着較為重要的角色，但市場狀況（即供應抑或需求才是約束因素）卻是關鍵因素。具體而言，在個案1中，在當時按揭利率($i^L$)下，需求大於供應（表示信貸供應是約束因素），收緊政策的效應只反映供應方面的影響，而不反映需求方面的影響。在該個案中，貸款數量由a大幅減少至b。在個案2中，在當時按揭利率($i^H$)下，供應大於需求，收緊政策的效應只反映需求方面的影響，而不反映供應方面的影響。貸款數量則由c輕微減少至d。在本例子中，預期按揭成數政策在信貸求過於供時更為有效，但在信貸供過於求時則效果稍遜，表明政策的效果取決於市場狀況。

**圖B5.1**
**供需關係圖：用以說明在貸款市場供過於求及求過於供的情境下，按揭成數政策所產生的效果**



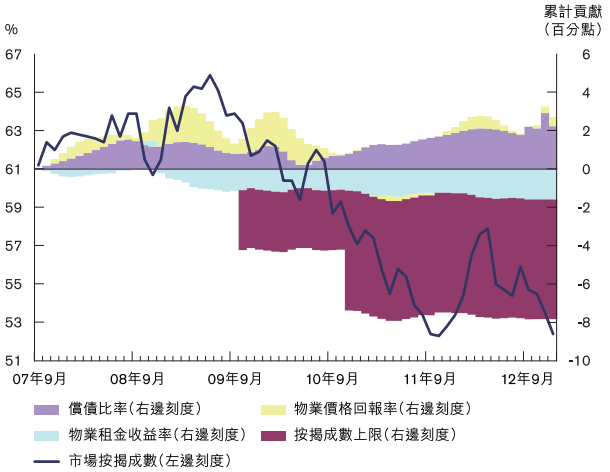

62 理論上，收緊按揭成數上限可能會減少按揭貸款需求，因為這會增加流動資金障礙或降低物業投資的股本回報率，從而可能促使置業人士退出樓市。收緊按揭成數上限亦可能會減少信貸供應，因為它或會導致銀行減少放貸。

63 例如，可參閱Stiglitz及Weiss(1981)，「Credit rationing in markets with imperfect information」，《*American Economic Review*》，第71期，第393-410頁。除了貸款利率的黏性可能導致供過於求或求過於供這一傳統解釋之外，Stiglitz及Weiss(1981)指出，從理論上說，倘若銀行面臨逆向選擇問題，市場上就有可能出現信貸配給（即求過於供）。追求利潤最大化的銀行收取的利率或低於市場出清利率，因為較高的利率會吸引更多高風險的借款人，而打消較安全之借款人的借貸需求，從而增加銀行貸款組合的信貸虧損。

政策效果可能取決於市況的重要意義，在於決策者能借助實證方法，判定按揭成數政策對按揭貸款的需求和供應的影響以及市場狀況，評估按揭成數政策在何種市場條件下能更有效地抑制信貸增長。

在此背景下，為增進我們對按揭成數政策的傳導機制之理解，本文研發了一個香港住宅按揭貸款的實證模型。它容許(但不強制指定)貸款市場存在供過於求或求過於供。新批按揭的平均按揭成數(以下簡稱「市場按揭成數」)被視為同時影響按揭貸款的需求及供應的一個主要因素。根據該設定情況，任何按揭成數上限的收緊或放鬆，首先會影響市場按揭成數，並進而影響按揭貸款的需求及供應。基於回歸法的分解分析，按揭成數上限是決定市場按揭成數的一個重要因素，證明上述假設符合現實(圖B5.2)。

**圖B5.2**
**導致市場按揭成數變動的主要因素**



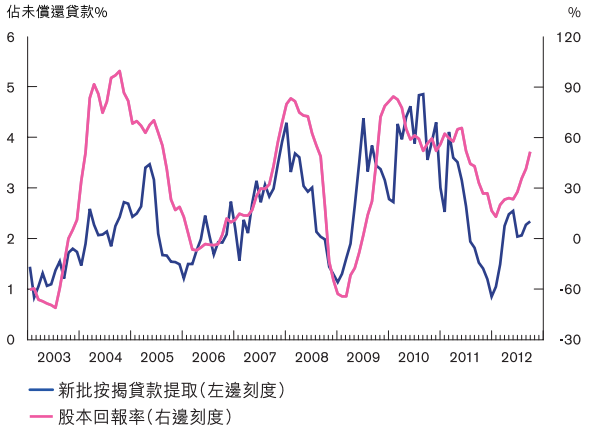

註： 分解是以回歸模型的結果為基礎，而根據該模型，當按揭成數上限愈高、物業價格回報對波動比例愈高、物業投資的租金收益愈高，及償債比率愈低時，市場按揭成數往往較高。

資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

## *按揭需求及供應的計量經濟模型*

表B5.1呈列按揭貸款的需求及供應公式的具體設定。根據假設，按揭貸款需求與失業率(代表宏觀經濟狀況)呈負相關，而與物業投資的股本回報率呈正相關。股本回報率較低時(原因包括市場按揭成數較低、物業價格升幅減少與租金收益減低，或按揭利率上升)，預期將導致按揭需求下降。股本回報率與新批按揭貸款提取過往緊密聯動(圖B5.3)，表明股本回報率或能有效解釋按揭需求。

**圖B5.3**
**物業投資的股本回報率及新批按揭貸款提取**




資料來源：差餉物業估價署及金管局職員估計數字。

由於2010年11月推出的額外印花稅或會減少物業需求，繼而導致按揭貸款需求減少，因此，我們在模型中加入股本回報率與旨在反映額外印花稅影響的虛擬變量[64]之間的交互項。該模型還包括一個反映農曆新年期間物業需求下降的虛擬變量。

[64] 2010年11月以後的每月觀測值界定為1，其餘為0。

**表 B5.1**
**影響按揭供需的主要因素**

| 變量 | 預期影響 |
|---|---|
| *需求等式* | |
| 失業率 | – |
| 物業投資股本回報率：<br>1／(1－市場按揭成數)[1]*乘以*淨物業回報率<br>（定義為12個月的物業價格回報率<br>+ 物業租金收益<br>– 基於最優惠利率的按揭的實際借款利率） | + |
| 旨在反映額外印花稅影響的虛擬變量及物業投資股本回報率的交互項 | – |
| 反映農曆新年的虛擬變量 | – |
| *供應等式* | |
| 住宅物業價格的年增長率 | + |
| 市場按揭成數的按年變動 | + |
| 經風險調整後的按揭貸款回報率：<br>實際按揭利率<br>– 違約損失率[2]*乘以*3個月拖欠比率<br>– 12個月外匯基金票據的收益率 | + |
| 可用資金：<br>港元存款的年增長率 | + |

註：
1. 可以證明，1／(1－市場按揭成數)等於物業價值與物業投資股本(即首期付款金額)的比率。
2. 違約損失率假設為50%。

供應公式假定，當抵押品價值上升時，銀行傾向於提供更多按揭。在本模型中，假設抵押品的價值取決於物業價格及市場按揭成數。將抵押品價值視為按揭供應的一個主導因素，符合金融加速器理論[65]的主張：物業價格上升導致抵押品價值上升，而抵押品價值上升，又會令按揭貸款的供應增加。

此外，假設按揭貸款的供應與按揭貸款經風險調整後的淨回報率(以按揭利率減去按揭貸款的預期違約損失率，再減去12個月外匯基金票據的收益率作估算)及存款資金呈正相關。

模型的初步估計結果與設定情況大致吻合，特別是可證明市場按揭成數是同時影響按揭貸款的需求及供應的重要因素。估計結果也表明，在現行市場利率下，需求未必等於供應。

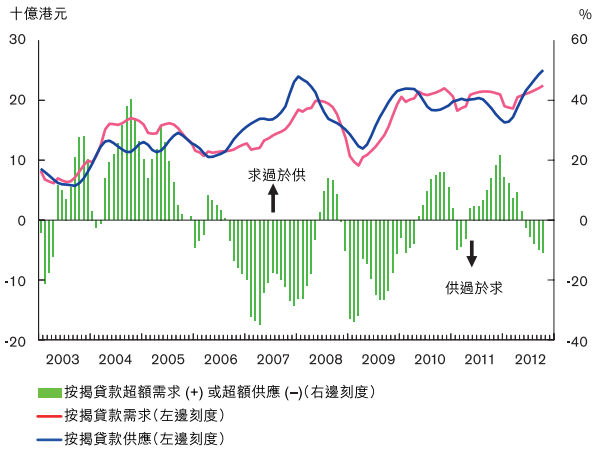
針對2009年10月之後收緊按揭成數上限，在何種程度上減少了按揭貸款的供應及需求，利用初步估計結果作粗略的估算表明，假如金管局未收緊按揭成數上限，則按揭貸款的供應可能會較現時估計的數額高出10%左右。另一方面，它證明政策對按揭貸款需求的影響相對較小。

為了評估對按揭貸款供應的重大壓抑作用是否確實導致貸款增長減少，我們需要評估市場狀況。圖B5.4展示估計的按揭需求及供應。該圖表明，自2009年10

[65] 見Bernanke (2007)，「The Financial Accelerator and the Credit Channel」，Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century Conference上的講話。

月開始收緊宏觀審慎政策以來，估計求過於供的月數要多於估計供過於求的月數，這表明信貸供應是決定新批按揭貸款數量的主要因素。換言之，按揭成數政策透過對按揭貸款供應產生壓抑作用，有效地傳導至按揭貸款市場。

**圖 B5.4**
**估計按揭貸款需求及供應**




註： 求過於供(超額需求)／供過於求(超額供應)表示為估計新批按揭貸款額提取金額的百分比。估計的需求及供應表示為3個月移動平均值。

資料來源：金管局職員估計數字。

## *結論*

在理論方面，上述分析表明，按揭成數政策對貸款增長的影響或要取決於市況，因為貸款市場上需求及供應對按揭成數反應並不對稱。因此，在落實宏觀審慎政策時，分析信貸需求及供應的相應作用之大小實為重要。

在實證方面，上述分析表明，按揭貸款的供應受限於按揭成數，自2009年底起較低的供應有效抑制貸款增長。政策效果有助防止家庭過度負債及銀行濫發信貸予邊際借款人，從而維持銀行的按揭貸款組合的質素。原則上，限制按揭貸款供應，某程度上或有助於壓抑物業價格週期的波幅，因為倘若銀行能夠充分滿足按揭貸款的需求，物業價格上升的壓力可能會更大。這些政策行動表明，管理銀行體系內借貸的槓桿程度有助於維持香港的金融穩定。

# 專題6
# 美國及歐洲跨國銀行香港分行的業務模式之轉變

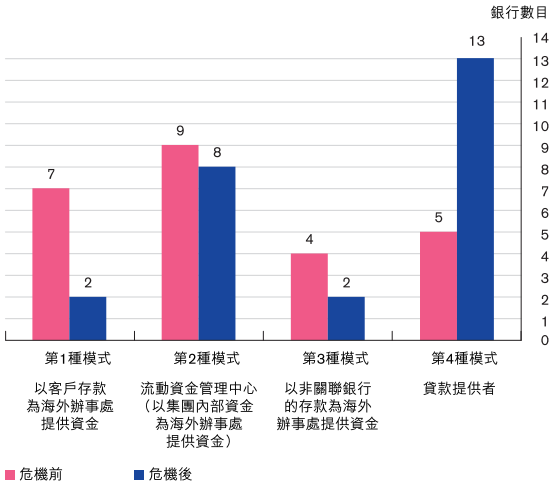
大多數跨國銀行均在香港經營相當規模的業務[66]，故其本國的任何衝擊皆可在某程度上透過其在香港的營運在國際間傳遞。近期研究顯示，跨國銀行的業務模式在決定風險的傳遞方面扮演着重要的角色。[67] 在此背景下，本文評估受2008-09年全球金融危機重創的美國及歐洲銀行如何在危機過後調整其香港分行的業務模式[68]，以及這些調整對風險傳遞的影響。

## *概覽*

本評估以選定25間在海外註冊的香港持牌銀行在危機前及危機後的財務披露為基礎。[69] 樣本銀行包括在香港有相當業務營運的美國及歐洲跨國銀行的分行，當中21間為金融穩定委員會評定的全球系統重要性銀行的分行[70]。截至2012年6月，上述25間選定銀行的總資產佔香港銀行業總資產的17%。

根據資金的主要來源及使用情況，上述25間選定銀行大致分為四種業務模式。圖B6.1顯示按業務模式劃分的上述銀行於危機前後的分佈情況。[71]

**圖B6.1**
**按業務模式劃分的美國及歐洲跨國銀行香港分行的分佈情況**




資料來源：金管局職員基於銀行的財務披露報表所作的分類。

第1至3種模式的銀行的業務均是為其海外辦事處提供資金，惟在主要資金來源方面存在區別，而第4種模式的銀行的業務則是為位於香港及其他亞太地區的銀行業以外的客戶提供貸款。危機前，流動資金管理是當時各跨國銀行香港分行的主要職能，25間選定

66 於2012年底，全球50間最大銀行(就資產規模而言)中有46間為香港的認可機構或在香港設有本地代表辦事處。從穩定角度來看，金融穩定委員會評定的28間全球系統重要性銀行中有27間在香港設有業務營運。

67 Cetorelli及Goldberg (2012)，「Liquidity management of US global banks: Internal capital markets in the great recession」，《Journal of International Economics》，第299至311頁。

68 由於跨國銀行位於香港的附屬銀行的業務模式相似(即以本地零售存款為本地貸款提供資金)，且在危機後亦大致保持不變，故本評估不包括這些附屬銀行。

69 選定銀行的財務披露報表反映其香港分行的業務。銀行在危機前及危機後的狀況分別依據2007年的中期或末期財務披露報表(除了一間銀行是依據2008年6月的報表)及截至2012年6月的財務披露報表。

70 在28間全球系統重要性銀行當中，24間為美國及歐洲銀行，餘下4間銀行位於日本及中國(不在本分析中)。見金融穩定委員會(2012)，「Update of group of global systemically important banks」。

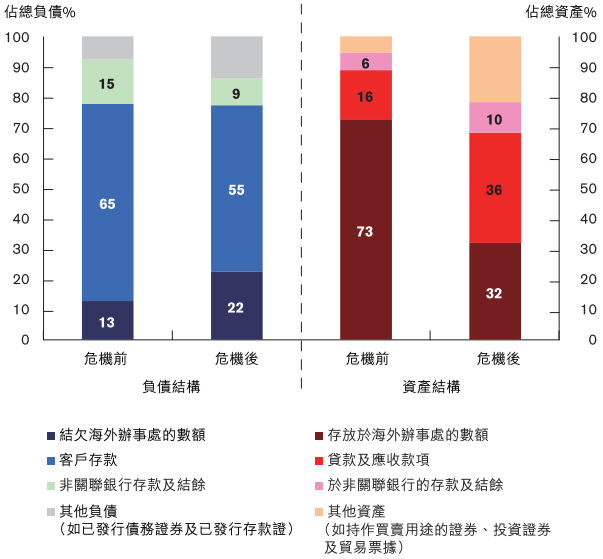
71 然而，由於部份銀行的營運實際上具有多種功能(例如，一間銀行可能同時擁有相當規模的貸款及為海外辦事處提供的資金的業務)，因此該分類並非完全精確。

銀行中有20間以第1至3種模式營運。然而，在危機後，向銀行業以外的客戶提供貸款日益變得重要，有13間樣本銀行採用了第4種模式。這些跨國銀行香港分行主要職能的轉變反映資產負債結構發生了明顯的變動，詳細分析如下。

### *業務模式1：以客戶存款為海外辦事處提供資金*

圖B6.2顯示在危機前採用第1種模式的樣本銀行的資產負債結構。[72] 儘管客戶存款在危機後仍是其主要資金來源，但比例已經下降，差額幾乎完全由集團內部借款的增長填補。資產方面則經歷了顯著變化。向海外辦事處提供貸款的比例由73%降至32%，而向銀行業以外的客戶提供的貸款則由16%增至36%。因此，向銀行業以外的客戶提供貸款已成為危機後的主要業務。實際上，此組的7間銀行中有5間在危機後已轉變為各自銀行集團的貸款分支(即第4種模式)。

**圖B6.2**
**資產負債結構：業務模式1**

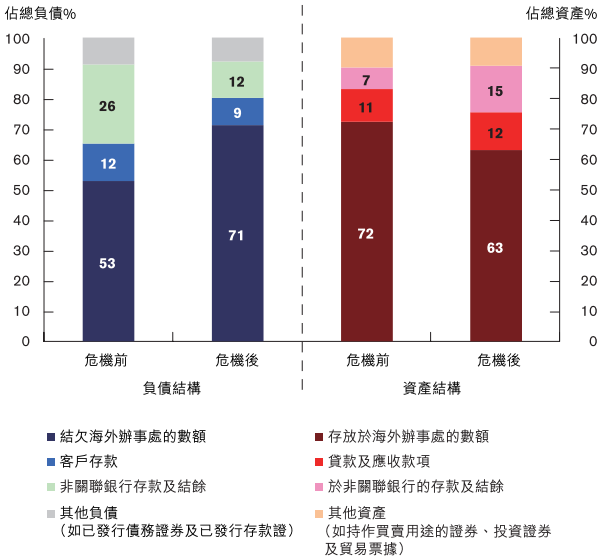



資料來源：銀行的財務披露報表及金管局職員估計數字。

### *業務模式2：流動資金管理中心*

這類銀行的業務模式於危機後仍大致保持不變(圖B6.3)，本組的9間銀行中有6間於危機後仍以類似模式營運。不過，在資產負債結構方面有輕微調整。具體而言，來自集團內部的資金於危機後變得比危機前更加重要，佔總負債的比例由53%進一步上升至71%。資產方面，儘管向銀行業以外的客戶及非關聯銀行提供貸款的比例有所上升，但分配集團內部的資金仍是危機後的核心業務。

**圖B6.3**
**資產負債結構：業務模式2**



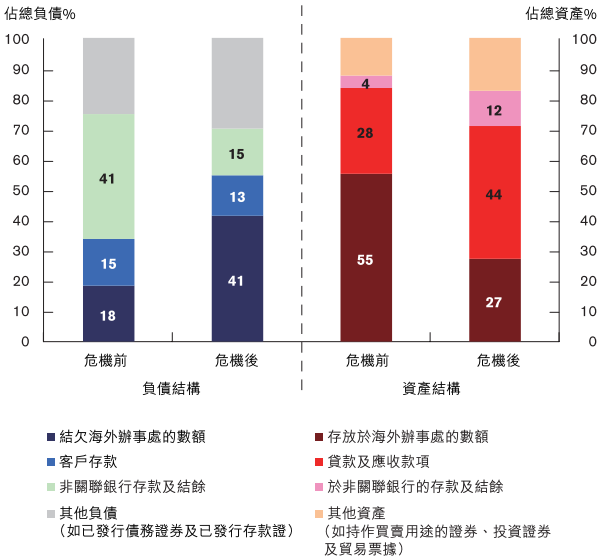

資料來源：銀行的財務披露報表及金管局職員估計數字。

[72] 資產負債結構轉變的分析及圖B6.2至6.5的繪製是基於在危機前採用相應模式的銀行的總體狀況，不排除個別銀行的轉變或有異於總體的轉變。

## 業務模式3：以非關聯銀行的存款為海外辦事處提供資金

在危機前採用第3種模式的銀行在資產及負債方面均出現明顯變動(圖B6.4)。危機後的主要資金來源已由非關聯銀行的存款轉變為集團內部資金。資產方面，向銀行業以外的客戶提供貸款已取代集團內部貸款成為危機後的核心業務。值得注意的是，這模式於危機前並非主流模式，僅4間樣本銀行採用。而於危機後該模式似乎變得更加難實行，僅2間銀行採用。

**圖B6.4**
**資產負債結構：業務模式3**

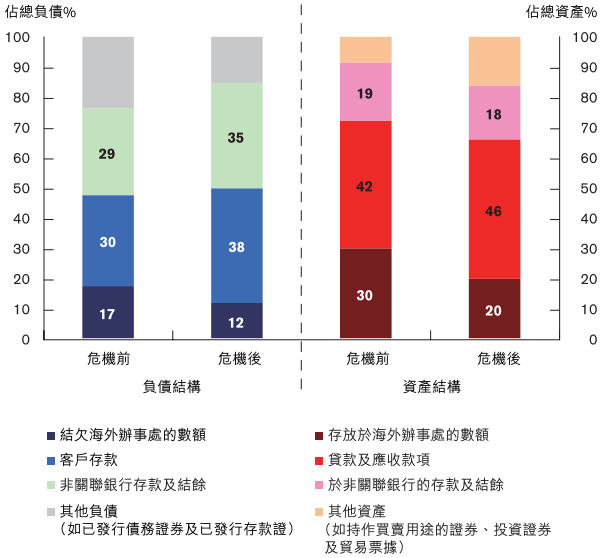



資料來源：銀行的財務披露報表及金管局職員估計數字。

## 業務模式4：貸款提供者

該模式的資產負債結構仍大致保持穩定(圖B6.5)。總體而言，在危機前採用第4種模式的銀行的負債結構大致不變。資產方面，它們向銀行業以外的客戶提供貸款的角色增強，其比例由42%攀升至46%。如圖B6.1所示，約一半的樣本銀行於危機後充當貸款單位。

**圖B6.5**
**資產負債結構：業務模式4**



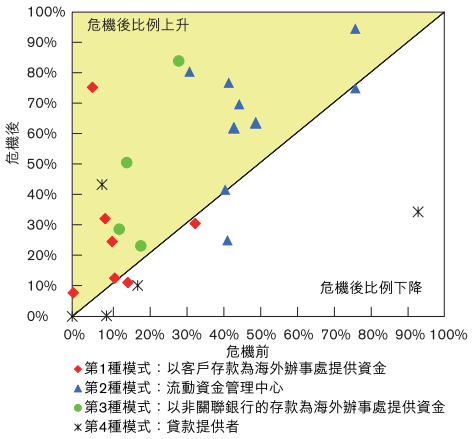

資料來源：銀行的財務披露報表及金管局職員估計數字。

## 資產負債結構變動的共同特徵

儘管各間樣本銀行的資產負債結構各不相同，但危機後卻出現了一些共同的變化。總體而言，樣本銀行變

得更加倚賴集團內部資金(圖B6.6)[73]，其原因可能是這些跨國銀行本國的央行注入前所未有的流動資金，導致它們的總部出現剩餘資金。[74]

**圖B6.6**
**樣本銀行分行結欠海外辦事處的數額佔總負債的比例**



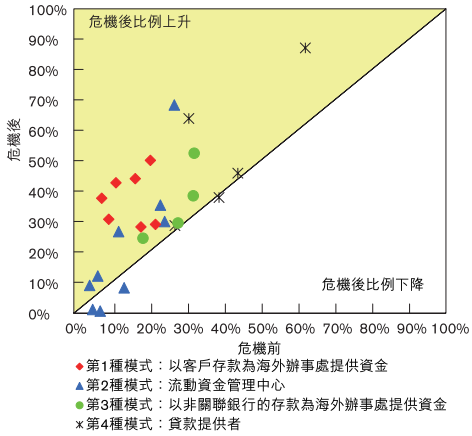

註：

1. 每個數據點代表一間樣本銀行。
2. 對角線以上的數據點表示危機後結欠海外辦事處數額的比例上升。

資料來源：銀行的財務披露報表及金管局職員估計數字。

資產方面，向銀行業以外的客戶提供貸款於危機後變得更加重要(圖B6.7)[75]，部份原因可能是亞太地區對銀行信貸需求強勁。

**圖B6.7**
**樣本銀行分行向銀行業以外客戶提供的貸款佔總資產的比例**




註：

1. 每個數據點代表一間樣本銀行。
2. 對角線以上的數據點表示危機後向銀行業以外的客戶提供貸款的比例上升。

資料來源：銀行的財務披露報表及金管局職員估計數字。

## *對香港銀行業的影響*

近期美國及歐洲跨國銀行香港分行的業務模式的變動，可能對涉及美國及歐洲跨國銀行的衝擊傳遞產生兩種相反的影響。一方面，由傳統的融資中心轉變成地區貸款單位，意味它們日後從香港的營運大幅提取資金的機率將會降低。近期研究顯示，在受壓情境下，跨國銀行傾向提供穩定的集團內部資金予從事相當貸款業務的海外分支機構。[76]另一方面，銀行更倚賴集團內部資金為貸款業務提供資金，意味這些跨國銀行的總部提取的任何同等的資金或會對其香港分行的信貸供應產生較以往更大的影響。儘管如此，鑒於這些跨國銀行香港分行提供的貸款僅佔香港銀行業貸款總額約12%，它們對本地信貸供應僅會造成輕微的影響。

73 來自客戶及非關聯銀行的存款佔總負債的比例相應下降，原因可能是美國及歐洲銀行的交易對手風險增加。

74 例如，歐洲央行進行的兩次3年期長期回購操作使歐洲銀行的資金狀況得到改善。

75 相比之下，存放於海外辦事處的數額佔總資產的比例出現下降。

76 見腳註67。

# 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份。

### *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、有限制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份載於《銀行業條例》附表4。

### *貨幣基礎*

中央銀行貨幣負債的一部份。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。

### *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》*（2013年3月號。）**

©2013 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** 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
**www.hkma.gov.hk**

ISSN 2222-1522（網上版）