



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

2012年3月

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2012年3月

目錄

1. 概論	4
2. 全球環境及展望	9
外圍環境	9
2.1 實體經濟活動	9
2.2 環球金融狀況	12
中國內地	14
2.3 產出增長及通脹	14
2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行風險	15
3. 本港經濟	18
需求	18
3.1 整體需求	18
3.2 本地需求	24
3.3 對外貿易	25
勞工市場狀況	26
3.4 勞工市場狀況	26
成本及物價	27
3.5 消費物價	27
3.6 產出缺口及勞工成本	29
3.7 租金成本	29
3.8 商品及進口價格	30
4. 貨幣及金融狀況	31
匯率、利率及貨幣動向	31
4.1 匯率及利率	31
4.2 貨幣及信貸	34
資金流	44
4.3 資金流	44
資產市場	49
4.4 股市	49
4.5 債務市場	51
4.6 物業市場	53
5. 銀行業的表現	56
5.1 盈利及資本額	56
5.2 流動資金與資金來源	58
5.3 利率風險	59
5.4 信貸風險	60
5.5 銀行體系的系統性風險	65
專題 1 為香港經濟把脈 — 香港月度同步及領先經濟指標簡介	20
專題 2 香港的信貸發展與中國內地貨幣狀況的關係	38
專題 3 中國內地在岸與離岸金融市場之間的價格差異	41
專題 4 歐洲主權債務危機對香港銀行業影響的壓力測試分析	67
詞彙	

1. 概論

縱然香港的金融體系在2011年下半年經歷巨大市場波動，但仍然安然無恙，港元匯率未受任何嚴重的資金流出或流入壓力所影響。信貸增長放緩，而物業市場整固。離岸人民幣市場因預期人民幣匯率升值速度減慢而出現調整，銀行方面的人民幣資產負債狀況則更趨多元化。

2012年外圍環境可能依舊動盪不穩。若區內經濟增長實現下行風險，銀行資產的信貸質素或將受到壓力。另一方面，由於利率仍然比通脹率低，本地物業市場所累積的風險有可能會再次增加。銀行一方面將面臨審慎管理這些風險的挑戰，另一方面則須準備實施巴塞爾《資本協定三》規定的資本及流動資金新標準。

外圍環境

2011年下半年歐元區主權債務危機加劇，令全球金融體系再次瀕臨一場嚴重危機。雖然危機爆發的風險現已有所消退，但歐洲銀行去槓桿化將令全球經濟復甦勢頭蒙上陰影。主要發達經濟體系的經濟復甦亦會因持續的財政整頓及家庭資產負債表的調整而受到抑制。增長疲弱加上資源利用率低，可能促使主要央行實行進一步的量化寬鬆措施，加劇增長較快的新興市場經濟體系的金融失衡。

由於外部需求低迷，包括中國內地的大多數東亞經濟體系的增長有所放緩。雖然疲弱的環球經濟將繼續拖累亞洲地區的出口，但穩健的內需及充足的政策刺激空間意味著經濟不會大幅偏離中長期增長趨勢。區內部份央行已開始放寬貨幣政策，但除非短期經濟前景急劇惡化，否則政策立場預期不會出現重大轉向。

本地經濟

由於外圍環境疲軟令出口受壓，本地需求亦蒙上陰影，故此香港經濟於2011年下半年未有較大回升趨勢。第3季及第4季本港經濟的按季增幅分別只有0.1%及0.4%。雖然淨出口經過第2季急跌後回穩向上，但是本地需求（尤其是存貨投資）轉弱。

本地經濟的疲弱增長勢頭尚未對勞工市場狀況產生任何明顯影響。尤其是經季節因素調整後的3個月移動平均失業率於2011年下半年仍繼續在約3.3%的低位徘徊，而總就業人數至2012年1月底達到363萬的歷史新高。隨著增長步伐放緩，產出缺口估計於2011年下半年已有所收窄。

通脹壓力逐漸消退。按3個月以年率計，基本通脹率由7月份的6.8%降至1月份的5.3%。按季動力減弱，主要是由於綜合消費物價指數的住房組成項目增長放緩及商品價格回穩所致。然而，一旦出現上行風險，例如美國實行新一輪的量化寬鬆措施，或因地緣政治局勢緊張，導致石油供應減少而價格攀升，均有可能令預期的通脹壓力紓緩情況出現逆轉。

近期有消息顯示，增長動力或可於2012年下半年逐步恢復。本報告專題1討論我們編製的綜合領先及同期經濟指標，以期通過高頻數據為經濟把脈。然而，基本的全球環境依然極不明朗。一方面，歐洲主權債務危機所造成的下行風險仍然存在。另一方面，預期發達經濟體系會維持高度擴張的貨幣政策，因此資產市場再度熾熱的風險亦不容輕視。根據最新預測，2012年增長率為3.0%，但觀點可謂人言人殊。同時，政府對增長率預測的範圍亦較寬闊，介乎1.0 - 3.0%。

貨幣狀況及資金流動

2011年下半年，港元即期匯率繼續窄幅波動。港元即期匯率於第3季轉弱，但多數情況下仍處於兌換範圍的強方。事實上，港元轉弱的壓力較區內許多地方的情況溫和，不少當地貨幣因全球避險情緒升溫而遭到大舉拋售。

於2011年第4季，在市場氛圍不斷變化及銀行年底融資需求的推動下，港元匯率變得較為反覆。10月份，港元匯率隨著股市同步上揚，但及至11月份，由於避險需求上升，資金轉投美元，港元匯率逐漸轉弱。臨近2011年底時，港元需求因銀行年底的流動資金需要而再次上升。

2011年下半年的港元利率變動因市場類別及年期而異。就拆息市場而言，香港銀行同業拆息繼2011年頭十個月基本持平後，於11月及12月略有攀升，其走勢大致追隨美元變動。相比之下，較長期的外匯基金票據及債券收益率隨美國國庫券收益率下跌而降低，但前者降幅較小。在零售層面，銀行上調按揭利率及存款利率，以應付融資壓力的增加。

由於信貸需求減弱及監管措施加強，貸款增速自2011年中期以來明顯減弱。其中外部貸款(即所有外幣貸款和在香港境外使用的港元貸款的總和)的增速放緩程度比在香港使用的港元貸款嚴重，但人民幣貸款則一直快速增長(儘管比較基數極低)。實際上，過去幾年外部貸款的變動較本地貸款而言大致上更具順週期性，因而使香港信貸週期的波幅擴大。本報告專題2旨在幫助我們了解外部貸款增長的決定因素，著重說明內地貨幣狀況如何帶動香港的信貸需求。

2011年下半年港元及外幣存款均穩健增長。人民幣存款於第3季的增長較2011年上半年慢，這很大程度上是由於香港與內地之間就貿易結算的人民幣匯款進出額變得較為均衡。最近數月人民幣存款減少，反映全球市場因素令市場參與者對離岸人民幣的需求轉弱。由於全球避險情緒升溫，資金紛紛流向避險貨幣，區內多數幣種遭遇大舉拋售。在此情況下，香港的離岸人民幣交易價較在岸人民幣出現明顯折讓，扭轉之前離岸市場人民幣價格較高的局面。本報告專題3研究在岸及離岸人民幣金融市場的價格動態。值得注意的是，香港離岸人民幣市場的下調壓力及波幅，遠較同期大多數其他區內貨幣市場的情況溫和。

鑑於美國聯儲局已表明現行經濟狀況適宜維持低利率政策至少至2014年底，未來一年，港元銀行同業拆息可能仍處於低水平。然而，隨著全球經濟及金融狀況的發展，資金流及較長期的港元利率或會加劇波動。如上所述，其一風險是發達

經濟體系如實行進一步的量化寬鬆措施，可能會導致資金重新流入並壓低長期利率。相反，歐元區主權債務危機升級可能令資金大量外流，同時為長期利率帶來上調壓力。

資產市場

股票市場歷經大起大落：由回顧期之初的大舉拋售發展至期末的反彈回升。由於歐元區主權債務危機於夏季過後急劇惡化，投資者紛紛尋求避險而逃離高風險資產，令本地股市直線下滑及引伸波幅升至自全球信貸危機以來的最高位。其後，由於歐元區資金狀況緩和，加上美國聯儲局表明欲將高度寬鬆的貨幣政策維持至2014年底，使風險胃納恢復。在貨幣環境較為寬鬆、全球需求轉弱、歐洲銀行去槓桿化等因素相互影響下，預期未來一段時期股市可能依然會大幅波動。

本地債券市場亦受到外圍環境的影響。有見歐元區債務危機加重，全球投資者對風險愈加規避，尤其是在評估信貸風險時，更為明顯，因此，私人機構在國際資本市場的債務發行活動普遍減少。由此導致海外私人機構對港元債務的發行亦因此縮減，延緩了本地債券市場的擴展。相比之下，儘管收益率上升，和市場對人民幣匯率的升值預期減低，離岸人民幣債券市場擴展不俗。隨著人民幣匯率變動日益靈活，香港的離岸人民幣債券市場日後料會穩步增長。

住宅物業市場進入整固階段。2011年下半年，住宅物業價格下跌4.4%，但仍較先前2008年中期的高峰水平超出約40%，官方數據也顯示物業交易量驟減。不過根據近期的臨時買賣記錄，交易活動已告反彈。非住宅物業市場亦出現一些整固跡象。

對比前兩年房屋價格飆升的情況，截至目前的市場回調幅度溫和。前期活躍的市場活動令房價通脹及家庭收入增長顯著脫鉤。儘管近期價格調整，價格收入比率(置業負擔能力的衡量指標)仍高踞11，大大超過10年平均值8。展望未來，由於利率持續低企且供應緊張，住房市場不排除有進一步積聚風險的可能。權衡風險，金管局有必要維持現時就住宅按揭貸款實施的審慎規定。

銀行業表現

儘管歐元區主權債務危機揮之不去，以及外圍環境的不確定性增大，本地銀行業仍保持健康增長。然而，2011年下半年零售銀行的整體稅前盈利較上半年減少13.7%。銀行平均淨息差由上半年的1.21%上升至下半年的1.28%，部份由於銀行於期內將以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率提高所致。但淨息差的增加卻因非利息收入減少及經營成本上升而被抵銷。因此，資產回報率由2011年上半年的1.2%輕微下降至1%。鑑於部份銀行最近更改先前提高按揭利率之舉而將按揭利率下調，這對淨息差的影響仍有待觀察。

本港銀行體系的流動資金於報告期內輕微收緊，不過最近有稍為放鬆的跡象。在下半年，信貸增長有所放緩，從2011第3季的4.4%減慢至第4季的1%，存款總額增長則輕微上升至3.6%，較第3季僅1.2%的增幅為快。儘管如此，於2011年底，港元及所有貨幣的貸存比率仍分別處於約84.5%及66.9%的相對較高水平。

本地銀行業環境將繼續因外圍環境波動而受影響。專題4表明倘若出現因歐元區危機導致的經濟衰退，香港銀行業將難免受到較高的信貸虧損所影響。此外，歐洲銀行的去槓桿化壓力亦可能會影響本港銀行業的信貸供應。尤其如果歐洲銀行在本港出現同業資金大幅外流，香港外幣貸款增長速度將可能減慢。儘管如此，壓力測試結果顯示，在極端情況下的貸款損失幅度仍會大大低於亞洲金融危機後所錄得的實際損失。同時，由於本地資金應可適當地支持信貸供應，對資金供應的可能影響應會顯著地輕於2008-09年全球金融危機的影響。然而，銀行將要面對繼續審慎管理信貸及流動資金風險的挑戰，並須做好準備以符合巴塞爾《資本協定三》的資本及流動資金新標準。

《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。

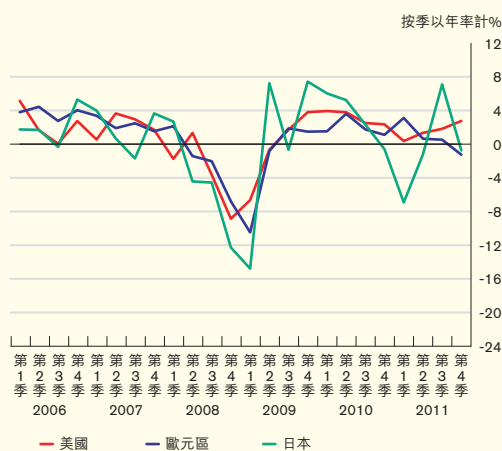
2. 全球環境及展望

外圍環境

在歐洲主權債務危機加劇的情況下，主要發達經濟體系的增長步伐緩慢。踏入2012年，雖然歐債局勢似乎已暫時穩定下來，但在多項結構性問題的困擾下，發達經濟體系的復甦力度將很可能持續疲弱。這將增加各大央行推出進一步量化寬鬆措施的誘因，而這些措施一旦實行，可能會加劇經濟及金融市場的失衡，令全球經濟環境更加不明朗。在外部需求萎靡不振的情況下，大多數東亞經濟體系的經濟增長於2011年下半年顯著放緩，而未來經濟前景在很大程度上，將取決於歐洲情況如何發展。

2.1 實體經濟活動

圖 2.1
美國、歐元區及日本：實質本地生產總值



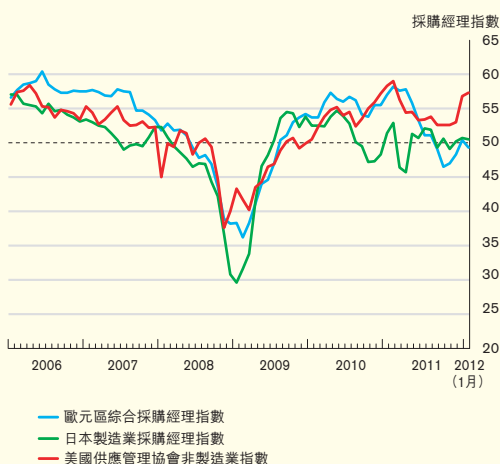
資料來源：美國經濟分析局、歐盟統計局及日本內閣府。

隨著歐洲主權債務危機升級，為經濟帶來巨大的不確定性及引致全球金融市場動盪不安，發達經濟體系於2011年下半年的增速普遍放緩。最新實質本地生產總值數字顯示，於2011年第四季，美國錄得3%經濟增長，而日本及歐元區則分別收縮0.7%及1.3% (圖2.1)。¹

鑑於歐洲主權債務危機一直未能解決，市場對債務危機的憂慮最終蔓延至意大利及西班牙；兩國的借貸成本一度升至普遍認為無法持續的水平。主權債務違約的憂慮增加，導致全球金融市場劇烈波動。部份由於營商及消費氣氛轉弱，歐元區經濟在第4季出現收縮。與此相比，儘管美國經濟的恢復速度仍然溫和，但大致上仍處升軌，經濟活動大多未受歐債危機所影響。日本方面，經濟活動自地震災難後逐漸恢復，

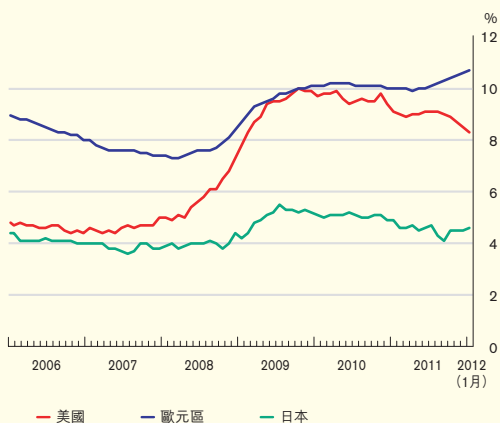
¹ 除另有說明外，美國、歐元區、日本及不計日本在內的亞洲區(不包括中國內地)的按季實質本地(區內)生產總值變動百分比是經季節性因素調整以年率計的數字。

圖 2.2
美國、歐元區及日本：採購經理指數



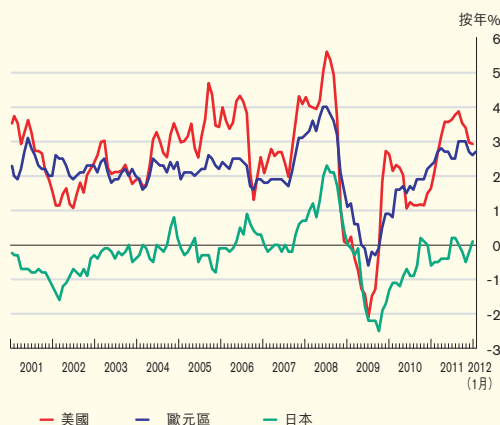
資料來源：彭博。

圖 2.3
美國、歐元區及日本：失業率



資料來源：彭博。

圖 2.4
美國、歐元區及日本：整體通脹



資料來源：美國勞工部、歐盟統計局及日本內務省。

第3季的經濟增長出現強勁反彈，但之後於第4季經濟又再次收縮。各個發達經濟體系的採購經理指數數值最近仍然處於低迷水平，顯示未來增長將持續溫和（圖2.2）。

由於經濟增長受到抑制，大部份發達經濟體系的職位增長步伐依然遲緩，失業率高踞不下：美國的失業率約為8.3%，歐元區已超過10%，而日本則為4.6%（圖2.3）。高失業率及產能過剩，加上全球商品價格下降，使發達經濟體系的整體消費物價通脹得以緩和，市場預期核心通脹在2012年內亦會隨之而下降（圖2.4）。

儘管歐洲當局及國際貨幣基金組織不斷努力試圖解決債務危機，但歐洲仍可能陷入超過預期的深度衰退之中，而此衰退或會因銀行信貸緊縮而加劇或延續一段更長的時間。直到決策者能就全面的解決方案達成一致意見，從而既可滿足歐元區短期再融資需求，又能解決其長期缺乏競爭力的問題，否則全球金融市場將一直受市場不安情緒及不穩定因素所影響。因此，全球經濟衰退風險繼續存在。即使全球經濟衰退得以避免，但在多項結構性問題的困擾下，發達經濟體系可能會經歷一段既漫長又緩慢的復甦。此情況連同現時廣泛及大規模的財政整頓措施，意味著各發達經濟體系的央行更有可能在不久將來推行進一步量化寬鬆措施，以刺激增長及提高就業率。進一步的量化寬鬆措施可能會令金融市場及宏觀經濟失衡加劇，令全球經濟環境更加不明朗。

表2.A
亞洲：實質本地生產總值增長

(按季以年率計%)	2010 第3季	2010 第4季	2011 第1季	2011 第2季	2011 第3季	2011 第4季
新興工業化經濟體系						
三國： ¹	0.8	2.7	8.5	2.0	2.0	0.3
韓國	2.6	2.0	5.4	3.6	3.3	1.4
新加坡	-15.9	6.9	19.7	-3.0	2.0	-2.5
台灣	3.7	2.3	10.0	1.0	-0.2	-0.6
東盟四國： ¹	2.2	7.5	6.3	2.8	4.4	-3.5
印尼 ²	5.5	9.1	5.1	6.1	5.6	8.9
馬來西亞 ²	-2.2	8.8	8.0	2.8	3.9	6.2
菲律賓	1.0	1.9	8.1	1.1	3.3	3.5
泰國	0.1	7.2	6.1	-1.9	3.4	-36.4
東亞： ¹	1.5	5.0	7.4	2.4	3.2	-1.5

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。

表 2.B
亞洲：政策利率

	政策利率 ¹		
	2012年3月15日 年利率 (%)	2011年近期高位 年利率 (%)	利率累計降幅 百分點
印尼	5.750	6.750	1.000
韓國	3.250	3.250	—
馬來西亞	3.000	3.000	—
菲律賓	4.000	4.500	0.500
台灣	1.875	1.875	—
泰國	3.000	3.500	0.500

註：

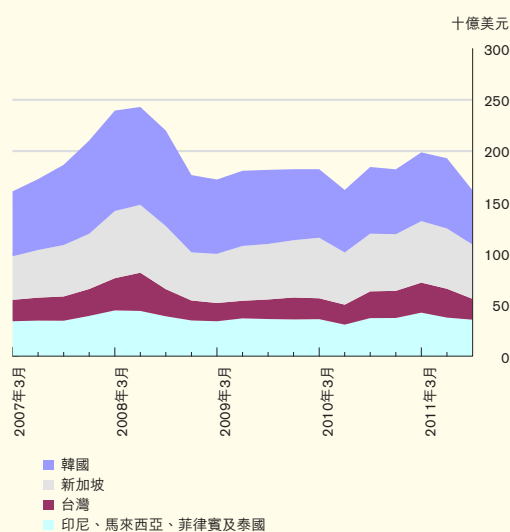
1. 印尼：印尼央行利率；韓國：基準利率；馬來西亞：隔夜政策利率；菲律賓：隔夜反向回購利率；台灣：重貼現率；泰國：政策利率。

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

大多數東亞經濟體系的經濟增長於第4季明顯轉弱，這主要是由於外部需求縮減所致(表2.A)。² 通脹壓力似乎已有所紓緩。區內平均按年消費物價指數通脹率已從2011年6月的4.3%高峰降至2012年1月的3.5%。有見經濟增長下行風險加大，區內一些央行已於回顧期間放寬貨幣政策，但此政策立場的轉變一直相當審慎(表2.B)。2011年9月歐債危機加劇時，區內股價跌幅超過了美國股市，而且許多區內貨幣兌美元匯率亦錄得自雷曼兄弟破產以來最大的單月跌幅。該情況自2012年初以來似乎已有所逆轉，匯率及股價均顯著回升。

雖然穩健的本地需求及充足的政策刺激空間將會支持經濟增長，但外部需求放緩，加上歐洲銀行大規模去槓桿化可能會引發信貸緊縮，對區內經濟構成一些下行風險。事實上，歐洲一些銀行近期已從亞洲抽回貸款(圖2.5)，而隨著2012年6月資本重整的最後期限的臨近，此情況可能更加明顯。不過，倘若歐債問題穩定下來，全球經濟的雙速復甦可能令資金重新流入新興亞洲，進而對資產及消費價格重新帶來上升壓力。3月中旬的共識預測顯示，該區域的本地生產總值增長率將由2011年的4.1%輕微放緩至2012年的4.0%。通脹預測為3.3%，2011年通脹率則為3.9%。

圖 2.5
亞洲：對歐元區銀行的負債



資料來源：國際清算銀行及金管局職員估計數字。

² 泰國的本地生產總值於2011年第4季大幅下降，這主要是由於泰國發生嚴重水災，令製造業生產及出口一度受阻。

圖 2.6
歐洲國家5年期主權信貸違約掉期息差

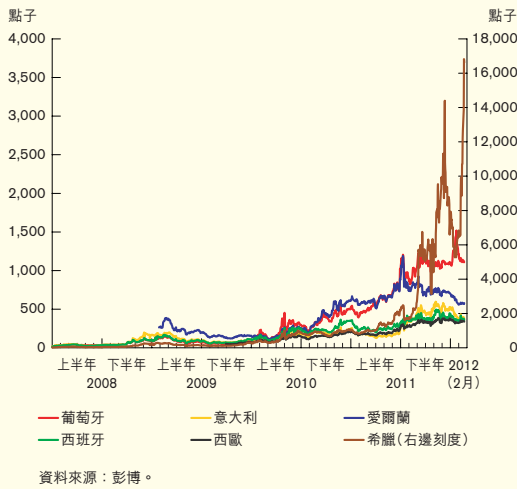


圖 2.7
主要貨幣對美元的基準掉期息差

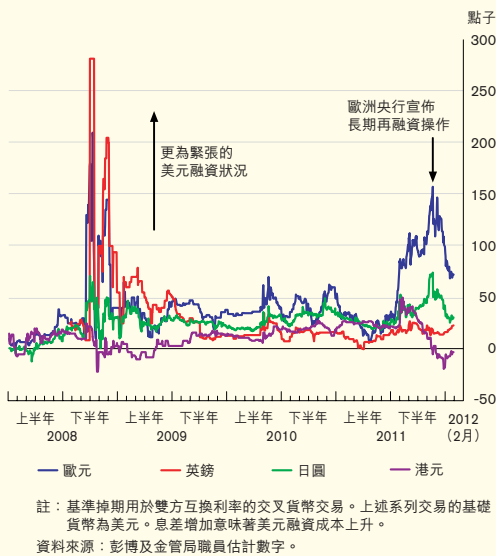
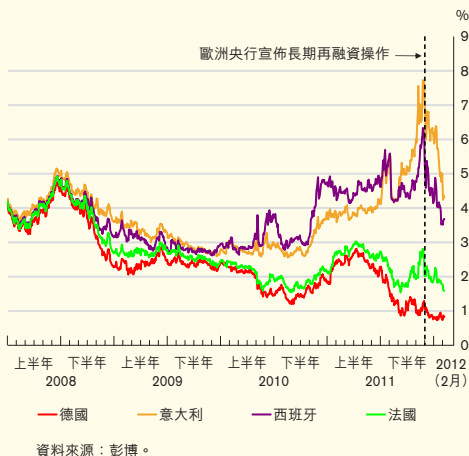


圖 2.8
歐洲大國5年期政府債券收益率



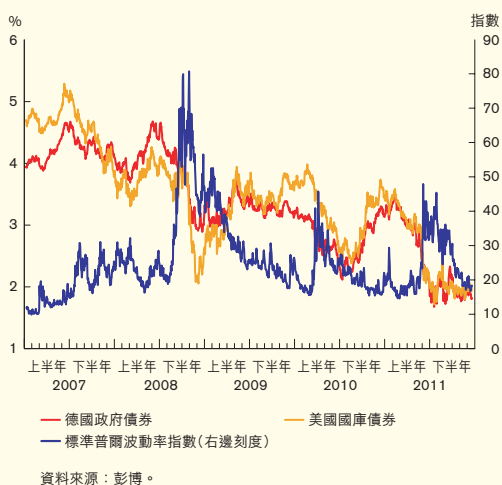
2.2 環球金融狀況

過去6個月，主要受歐洲局勢的影響，全球金融市場大幅波動。歐洲主權債務危機由周邊小國（希臘、葡萄牙及愛爾蘭）迅速蔓延至較大國家（西班牙及意大利），最終蔓延至歐元區核心成員國（包括法國），嚴重動搖去年底投資者的信心。周邊國家的信貸違約掉期息差及貸款成本急升至歐元推出以來的高位（圖2.6），而避險需求增加，令德國及美國債券收益率均錄得歷史低位。

除對主權債務市場造成影響外，這場危機亦對歐洲銀行體系產生深遠影響。周邊國家債券價格暴跌，引發人們對歐洲銀行資產質素的憂慮，從而令全球銀行體系的交易對手風險顯著上升。由於離岸貸款人收緊信貸並減少對歐洲銀行的貸款，歐洲銀行的美元融資息差於去年下半年飆升至自雷曼兄弟破產以來最高的水平（圖2.7）。

面對此不斷惡化的情況，決策者推出多項支持措施，包括擴大歐洲金融穩定基金、提高銀行資本充足率，以及簽訂財政契約。然而，這些措施均未能令市場持續紓緩，直至歐洲央行推出長期回購操作，以遠低於市場的利率為銀行提供3年的歐元資金。自12月份操作以來，融資狀況大幅改善，同時貨幣市場息差收窄，且銀行發行活動日益增多。由於銀行購買國債可從可觀的息差中獲利，意大利及西班牙的主權債券收益率於注資後亦隨之降低（圖2.8）。貨幣市場方面，歐元兌美元的匯率自今年初已強勁反彈，而其他風險敏感型貨幣亦因風險胃納增強而得益。

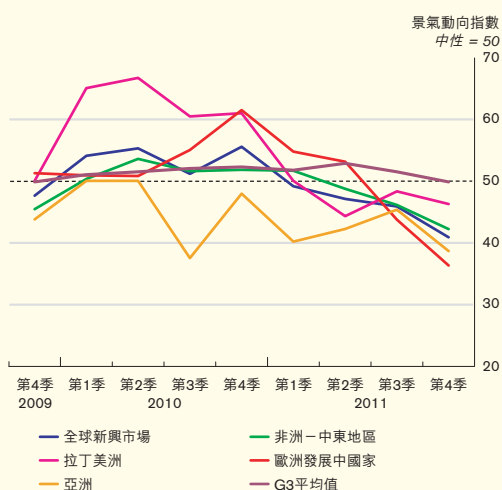
圖 2.9
發達經濟體系的長期政府債券收益率及
標準普爾500波動率指數



受歐洲局勢好轉所鼓舞，全球股市自12月底以來強勁反彈。此外，美國經濟數據持續改善，加上發達及發展中國家有望實行新一輪寬鬆的貨幣政策，為此利好氛圍錦上添花。尤其是儘管風險胃納大幅回升，但美國聯儲局承諾在2014年前會一直保持低利率，使美國國庫債券收益率降至接近於歷史低位（圖2.9）。

儘管過去數月情況逐漸向好，全球金融市場的前景依然非常不明朗。歐洲央行的支持措施雖令近期發生重大流動性危機的風險明顯降低，但源於歐洲周邊主權國家債務過重的根深蒂固的結構性問題仍未解決。與此同時，面對為滿足資本要求所帶來的挑戰，歐洲銀行日後可能需要經歷一段去槓桿化期。此情況可能使全球信貸狀況持續緊縮，而根據近期經驗，新興市場可能再次受到嚴重衝擊（圖2.10）。由於全球經濟前景將持續欠明朗，在未來一段時間，金融市場可能依然動盪。

圖 2.10
G3及新興市場的銀行信貸狀況

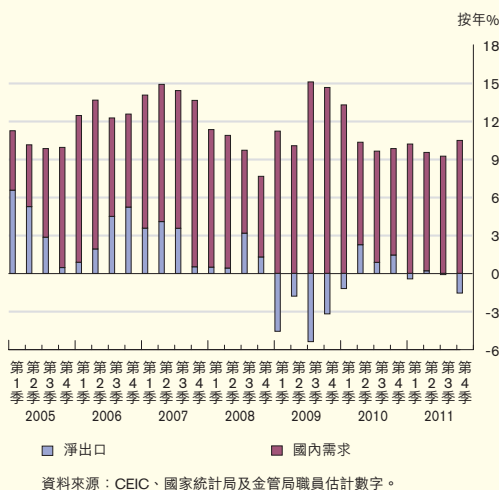


中國內地

由於外部需求放緩，內地經濟增長呈下降走勢，通脹壓力亦有所舒緩。貿易盈餘顯著減少，部份原因是實質匯率顯著上升所致。在全球避險情緒升高的情況下，2011年最後一季出現資本外流及人民幣兌美元匯率貶值壓力。鑑於當局積極管理與地方政府債務、非正規借貸及物業市場有關的風險，市場對經濟硬著陸的擔憂有所緩解。展望未來，國內需求預期仍將穩固，但面臨與物業相關的投資支出縮減的下行風險。

2.3 產出增長及通脹

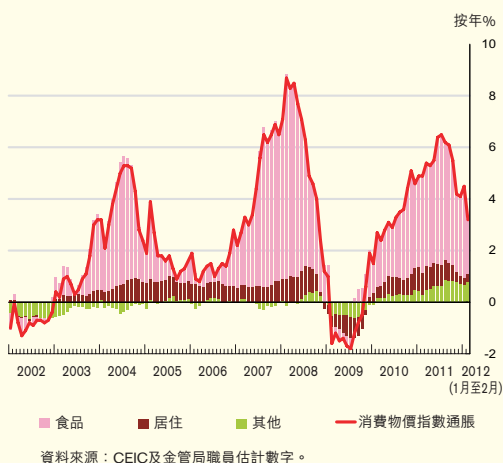
圖 2.11
中國內地：國內需求與淨出口對
國內生產總值增長的貢獻



2011年下半年，內地經濟增長動力減弱，這主要是由於外部需求放緩，令淨出口進一步拖累經濟增長(圖2.11)。消費按年增長加快，而投資增長大致穩定。貿易盈餘持續下降，由2010年佔國內生產總值的3.9%下降至2011年的2.6%。鑑於人民幣實質匯率於2011年下半年大幅升值，以及外部需求可能持續疲弱，預計貿易盈餘較小的現象在未來一、兩年或會持續。

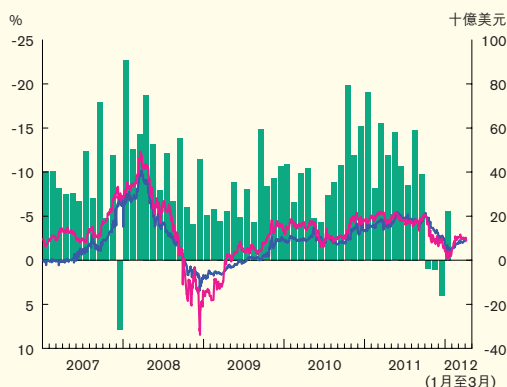
出口疲弱，加上房地產市場的進一步放緩，將使投資活動減弱，但內地經濟增長率將貼近其長期增長趨勢。儘管中國增長趨勢將比過去10年有所減慢，但仍將顯著高於其主要貿易夥伴。根據最新的共識預測，2012年的經濟增長率大約為8.4%。歐元區債務危機的不確定性依舊是經濟前景的一大風險。儘管在過去10年，歐美市場對中國出口總額的相對重要程度一直下降，但向這兩個經濟體系的出口對中國的經濟增長依然重要。這在很大程度上是由於普通出口對中國增加值的貢獻遠大於加工出口，而普通出口在總出口中所佔比重一直上升，並對歐美地區的增長依然敏感。

圖 2.12
中國內地：對消費物價指數通脹的貢獻



通脹壓力於回顧期內出現緩和，預計近期將大致處於受控狀態。按年整體消費物價指數通脹率由2011年7月6.5%的高點下降至2012年2月的3.2%(圖2.12)。展望未來，隨著中東地區的地緣政治風險增大，加上發達經濟體系持續採取量化寬鬆政策，全球石油及大宗商品價格可能上升，而食品價格亦

圖 2.13
中國內地：金融機構外匯購買及
拋補利率平價偏離

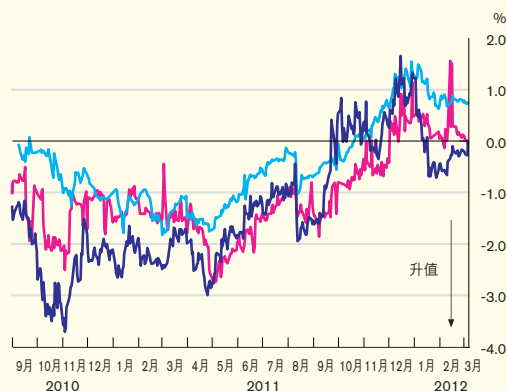


■ 外匯購買(右邊刻度)
— 基於遠期不交收合約匯率計算的拋補利率平價偏離程度(左邊刻度)
— 基於在岸遠期匯率計算的拋補利率平價偏離程度(左邊刻度)

註：拋補利率平價負偏離顯示資金流入的誘因增加，反之則誘因降低。

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

圖 2.14
中國內地：人民幣兌美元的升值預期



— 12個月在岸人民幣遠期交收合約匯率
— 12個月離岸人民幣遠期交收合約匯率
— 12個月離岸人民幣遠期不交收合約匯率

註：人民幣的預期匯率升值是以現貨匯率與遠期匯率之間的百分比差距來計算。負數表示人民幣兌美元升值。

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

可能受到如惡劣天氣狀況等供給方面的衝擊。不過，國內審慎的貨幣政策、需求壓力減弱，以及居住成本通脹降溫，將有助紓緩通脹壓力。最新的共識預測顯示，2012年整體消費物價指數通脹率將為3.3%，2011年的通脹率則為5.4%。

2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行風險

市場對內地經濟急劇放緩的憂慮，加上國際投資者的避險情緒於歐元區債務危機加劇期間上升，導致了一些資本外流壓力與人民幣兌美元匯率下行壓力。舉例而言，金融機構外匯購買於第4季發生逆轉，而外匯儲備自亞洲金融危機以來首次錄得季度跌幅。人民幣對美元匯率的雙向波動於第4季更為顯著。在岸及離岸人民幣兌美元匯率的差距於第4季擴闊，部份反映了國內及國際投資者對經濟基本面的看法不一，但之後於1月份及2月份收窄。由於美元對其他主要貨幣明顯走強，人民幣兌美元的名義與實質有效匯率於2011年9月至2012年1月期間分別顯著升值6.6%及5.1%。

我們估計的拋補利率平價的偏離程度顯示，資金流出的誘因於2011年後期的確有所上升，但與2008年至2009年全球金融危機爆發時相比較弱，而到近期已趨緩和(圖2.13)。於中期而言，隨著國內金融市場深化及中國資本帳戶的逐步開放，國際資本流動將更加平衡。遠期匯率反映人民幣兌美元匯率仍面臨一些下行壓力(圖2.14)。然而，中期方面，人民幣匯率的貶值壓力不大可能會持續。中國相對強勁的增長潛力，加上預期穩定的淨國外資產狀況，將繼續支持人民幣匯率。

圖 2.15
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻

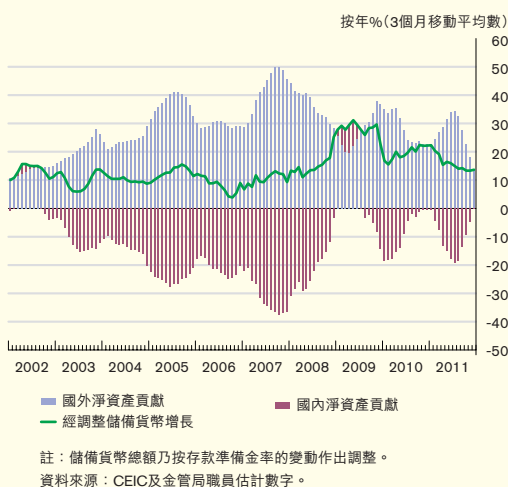
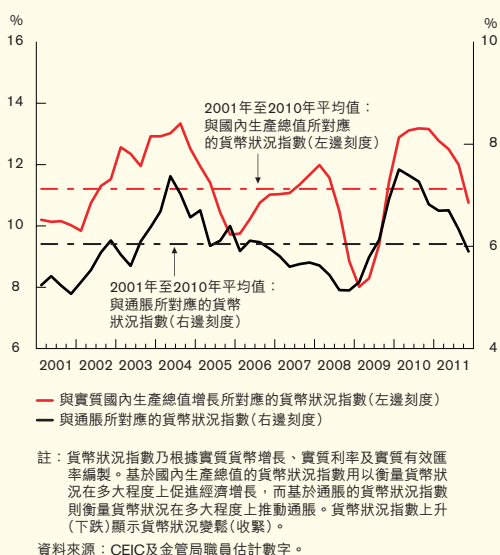


圖 2.16
中國內地：貨幣狀況指數



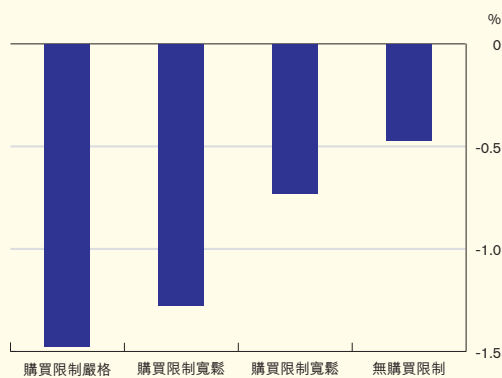
繼2011年下半年採取大致從緊的貨幣政策後，鑑於通脹下降、經濟增長步伐放緩及資本淨流入減少，中國人民銀行在年底開始微調其貨幣政策立場。儲備貨幣增長持續減慢（圖2.15），而廣義貨幣及貸款的按年增長亦有着類似的走勢。存款準備金率於2011年12月及2012年2月兩次下調，下調幅度累計為100個基點。根據我們的分析，部份由於人民幣實質有效匯率的升值，整體貨幣狀況進一步收緊，但基本上仍繼續支持經濟增長。如圖2.16所示，當前貨幣狀況與大約11%的按年產出增長率（引伸的10年平均增長率為11.2%）及大約6%的消費物價通脹率（接近引伸的10年平均通脹率6.1%）相一致。通脹壓力進一步舒緩，將為有需要時放寬政策提供更多的空間，但除非經濟前景驟然惡化，否則政策立場預期不會有重大轉變。

經濟增長步伐放緩的同時，股市依然低迷。2011年下半年中國股市表現落後於大多數的主要股市，但由於市場猜測信貸調控有望放鬆，加上對歐債問題的擔憂下降，基準指數於2012年初反彈。上海A股整體市盈率持續下跌，於2月份才輕微上升至15左右的水平，但仍遠低於過往10年平均的30的水平。由於房地產市場的下行風險，以及全球金融市場種種不確定性因素將繼續籠罩着股市，預料近期股票價格將仍波動不定。

房屋市場於回顧期內持續走弱，其中一線及二線城市的房價下降幅度普遍大於三線城市。自2011年中以來，各大城市的交易量亦一直滑落。這使市場持續憂慮內地房屋市場有可能大幅調整。

房屋市場還可能於近期進一步疲弱。尤其對房地產過熱風險較為嚴重的大城市而言，下跌風險可能更加明顯。持續的行政管制可能削弱房地產發展商的財務狀況，影響它們的定價能力，為市場增添下行壓力。根據中國人民銀行於2011年第4季進行的調查，20.8%的存戶預計未來兩個季度的物業價格將會下降，而第3季的調查中此人數比例為8%。特別是在北京和上海等大城市，預期物業價格將會下降的存戶比例上升更顯著。

圖 2.17
中國內地：主要城市2011年6月至
2012年1月的房價平均變動

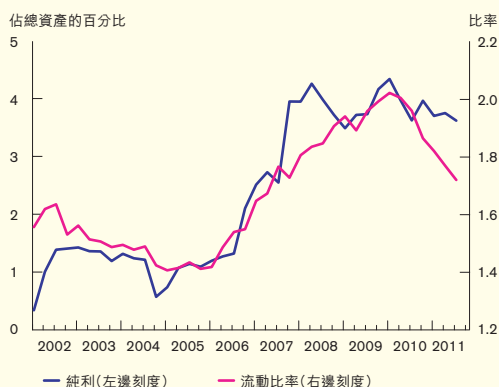


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

即使如此，房屋市場大幅調整的可能性仍相對較低。事實上，目前房屋市場放緩，部份可歸因於行政管制，包括限購措施及信貸緊縮，因為在實施較寬鬆的行政管制的城市，均普遍錄得較小的房價跌幅(圖2.17)。

包括城市化等結構性因素依然有利於房地產市場。儘管房地產發展商的財務狀況有所削弱，但擁有大部份市場份額的大型發展商由於過往數年盈利豐厚，流動資金狀況普遍良好。大型發展商的流動比率(流動資產對流動負債的比率)及純利對資產的比率與過往相比仍處於較高水平(圖2.18)。這表明不應過於高估發展商將大規模拋售物業的風險。

圖 2.18
中國內地：大型房地產發展商的
流動資金狀況



註：

1. 上海及深圳證券交易所112家上市公司的平均值。
2. 純利是四個季度的移動總和，而總資產為季度末的數字。

資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

雖然中國銀行業近年來一直保持穩健，有充裕的流動資金、優良的資產質素及良好的資本狀況，但市場仍然擔憂銀行業的資產質素會急劇下滑，部份因為房地產市場惡化將持續對土地價格構成壓力，令地方政府償還貸款的能力降低。不過，當局已積極管理有關風險。³ 地方政府債務主要用於支持基建工程，這些工程在發展初期可能難以產生現金流，但於中期一般會帶來可觀的回報。因此，地方政府債務隱含的主要是流動性風險而非債務償還風險。同時，良好的資產狀況及穩健的財政狀況，使中央政府有能力防止地方政府的流動性問題升級成為系統性銀行危機。

³ 最近有報告稱，大型銀行被要求向地方政府延長貸款期。

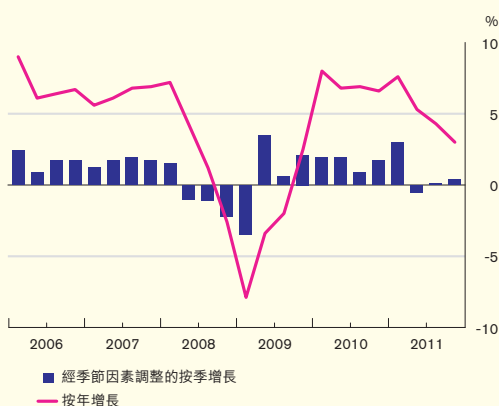
3. 本港經濟

需求

香港經濟在2011年下半年增長緩慢。疲弱的外圍環境不僅拖累本港的出口表現，連帶整體市道也受到一定影響。儘管近期數據普遍優於預期，但本港經濟增長在短期內或將持續受壓。前景方面，本港經濟仍將受制於異常波動的全球經濟和金融狀況的發展動向。

3.1 整體需求

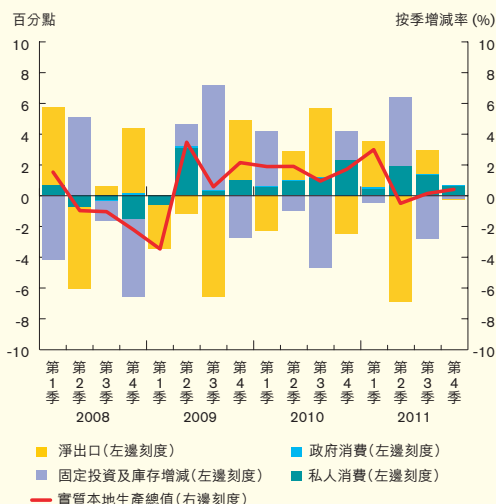
圖 3.1
以2009年環比物量計算的本地生產總值



資料來源：政府統計處。

2011年下半年，香港經濟未能重拾較為明顯的增長動力，經季節因素調整的按季比較，實質本地生產總值在第3季僅輕微增長0.1%，而在第4季則增長0.4%（圖3.1）。本地方面，私人消費及固定投資大致保持穩健。然而，庫存投資放緩，進而拖累實質本地生產總值增長。整體而言，本地需求在第3季拖低實質本地生產總值增長1.4個百分點，隨後在第4季為增長帶來了0.4個百分點的正面貢獻（圖3.2）。由於外部需求疲軟，整體出口表現仍然疲弱，不過較進口表現為佳，令淨出口在第3季及第4季對實質本地生產總值增長帶來些微的貢獻。隨著按季增長動力疲軟，本地生產總值按年增長率在第3季放緩至4.3%，於第4季更降至趨勢水平以下的3.0%。

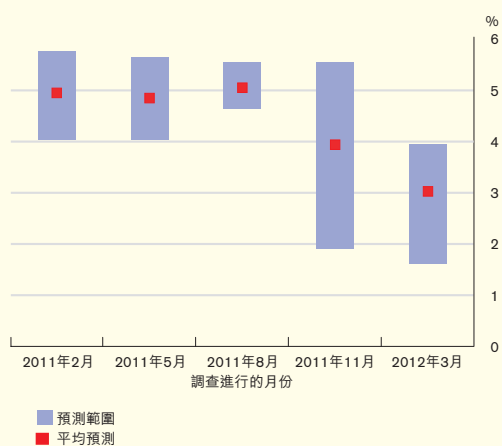
圖 3.2
對實質本地生產總值按季變動百分比的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，預期增長動力在短期內仍然疲軟。由於發達經濟體系增長前景黯淡、歐洲主權債務危機尚未解決及全球市場波動接連不斷，外圍環境的不利因素預期將繼續拖累香港的出口。外圍環境欠佳亦可能使本地需求持續受壓。雖然預期收入狀況及勞工市場大致保持良好，從而一定程度上繼續支持本地私人消費，惟其增長已於去年第4季開始放緩，因此轉弱之勢或會延續。本地公司對投資項目的興趣亦可能會受經濟前景不明朗影響。另一方面，2012/13年度政府財政預算案的財政刺激措施，其中包括正穩步推進的基建項目及紓緩措施，應有助支持經濟發展。近期數據普遍優於預期，臨近2011年底，我們編製的綜合領先經濟指標顯著上升，預示經濟或會於2012年中期重拾增長動力，不過初現的反彈能否持續仍有待觀察。專題1將介紹這個領先經濟指標及相關的不同步經濟指標。

圖 3.3
2012年實質本地生產總值增長的共識預測



資料來源：Consensus Economics。

經濟前景仍然極不明朗，存在不容忽視的二元風險。一方面，如果全球經濟環境急轉直下，包括歐洲債務問題不斷惡化，將可能透過貿易及金融渠道重創香港經濟，進而令香港陷入全面衰退。但另一方面，如果外圍狀況改善，尤其是歐洲債務問題趨穩，全球經濟繼續雙速復甦，加上發達經濟體系有可能進一步實施量化寬鬆措施，將有機會導致新一輪的資本流入，重新對香港資產及消費價格構成上漲壓力。私營機構分析員對香港經濟前景莫衷一是，反映不明朗因素甚多。根據共識預測，今年本港經濟增長3.0%左右，但預測的上下限差距較往常大，約有2.3個百分點(圖3.3)。政府對2012年的經濟增長預測亦處於1 - 3%的較大範圍內。

專題 1 為香港經濟把脈 — 香港月度同步及領先經濟指標簡介⁴

儘管本地生產總值是衡量整體經濟活動的最綜合指標，但它難以提供及時的信息。在香港，本地生產總值通常按季度公佈，並較參考季度終結滯後6週。但有些經濟指標，如零售銷售及商品出口等，能夠反映局部經濟活動，是按月甚至更頻密地公佈的，滯後時間亦較短。透過系統地提取這些經濟指標所包含的信息，將有助我們更及時地掌握經濟現況，亦能藉此洞悉短期內經濟活動的趨勢。

本專題介紹兩個為上述目的制定的指標，分別為同步經濟指標及領先經濟指標。⁵前者將四個數列合併為一個統計數字來概述當前的整體經濟活動，而後者則以10個數列為基礎進行構建，為短期整體經濟狀況提供一個大致指標。

同步經濟指標

同步經濟指標是基於動態單因素模型估計得出，組成變量包括零售銷售量、股市成交量、留用進口量及整體出口貨量。⁶這些組成變量是基於一般公認準則⁷，從300多個數列中選出。我們根據不同的領先及滯後時間，對潛在組成變量與實質本地生產總值的交叉相關性進行檢驗。我們亦分析其週期特性，以了解其轉折點是否與實質本地生產總值的週期高峰

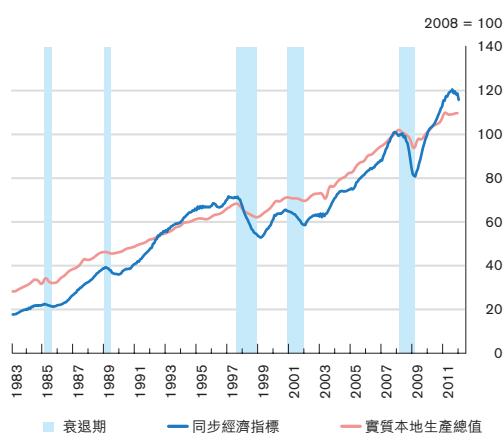
⁴ 感謝美國東北大學教授Alan Clayton-Matthews提供評估同步經濟指標的DSFM軟件，三藩市聯邦儲備銀行的Bart Hobijn分享其美國科技脈動指數(Tech Pulse Index)電腦程式，亦要感謝格羅寧根大學教授Robert Inklaar提供執行Bry-Boshcan程序的程式。

⁵ 有關香港同步經濟指標的類似研究可參考：Gerlach, S.及姚兆鋒(2005)，「A dynamic factor model for current-quarter estimates of economic activity in Hong Kong」，《Pacific Economic Review》，第10(2)期，第279至292頁。

⁶ 請參閱Stock, J. H.及M. W. Watson (1989)，「New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators」，《NBER Macroeconomics Annual 1989》，第351至393頁。

⁷ 具體而言，上述準則由美國國家經濟研究局制定，以與香港實際本地生產總值週期(包括轉折點)相同，有關標準可簡述為(1)經濟影響力；(2)統計數據的充分性；(3)與過往經濟週期的一致性；(4)週期時間記錄；(5)平滑程度；及(6)公佈的及時性。詳情請參閱Moore, G. H.及J. Shiskin (1967)，《Indicators of Business Expansions and Contractions》，紐約市，紐約：美國國家經濟研究局。

圖 B1.1
同步經濟指標與實質本地生產總值



註：月度本地生產總值採用 ECOTRIM 軟件內的 Denton 時態解集技術估計得出。我們透過對月度本地生產總值數據採用 Bry-Boschan 程序來識別衰退期，參考資料見 Bry, G. 及 C. Boschan (1971), 《Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs》，紐約市，紐約：哥倫比亞大學出版社。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

表 B1.A
同步經濟指標與實質本地生產總值的相關性
(2000年1月至2011年12月)

同步經濟指標與實質本地生產總值	
數值	0.980
12個月變動率	0.867
3個月變動率	0.654

資料來源：金管局職員估計數字。

表 B1.B
同步經濟指標及實質本地生產總值週期的
時序表

週期高峰*		
實質本地 生產總值 日期	同步經濟指標	
	日期	領先 (-)/滯後 (+) 季數
1985 年第 1 季	1985 年第 1 季	+0
不適用	1989 年第 1 季	不適用
1997 年第 3 季	1997 年第 3 季	+0
2000 年第 4 季	2000 年第 4 季	+0
2008 年第 1 季	2007 年第 4 季	-1
平均值		-0

週期低谷*		
實質本地 生產總值 日期	同步經濟指標	
	日期	領先 (-)/滯後 (+) 季數
1985 年第 3 季	1985 年第 3 季	+0
不適用	1989 年第 4 季	不適用
1998 年第 4 季	1999 年第 1 季	+1
2001 年第 4 季	2001 年第 4 季	+0
2009 年第 1 季	2009 年第 1 季	+0
平均值		+0

註：

* 週期高峰和低谷採用 Bry-Boschan 程序識別。
Bry-Boschan 程序不能識別在 1989 年期間實質本地生產總值有任何週期高峰和低谷。

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

和低谷相接近或吻合。⁸ 經識別後，將合適的組成變量建立一個五項等式系統的模型：有四項等式分別對應每一個組成變量，另有一項等式對應各個組成變量內所反映的一項潛在因素。該潛在因素代表同步經濟指標。

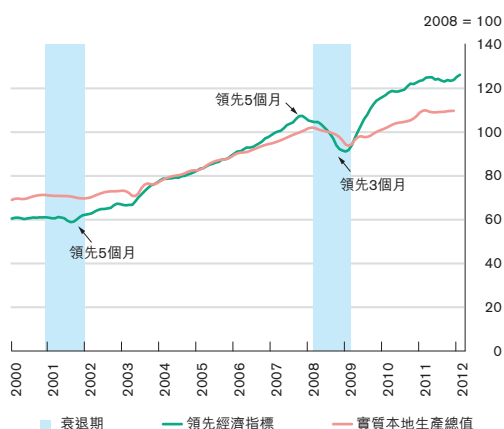
圖B1.1展示香港自1983年以來的同步經濟指標相對於實質本地生產總值的走勢。其趨勢及曲度為我們了解香港同期經濟狀況的變化方向及速度提供了具參考價值的資料。評估同步經濟指標表現可採用若干準則，其中一種方法是比較其與實質本地生產總值的相關性。我們發現，同步經濟指標與實質本地生產總值相關，並且與實質本地生產總值週期大致吻合。同步經濟指標與本地生產總值的相關係數高達0.980，若以12個月及3個月增長計算，則相關係數分別為0.867及0.654(表B1.A)。此外，同步經濟指標的轉折點與實質本地生產總值亦大致吻合(表B1.B)。

在分析該項指數時，應注意同步經濟指標的數值單位與實質本地生產總值的數值單位並不一致，因此，一般而言，建立兩者間的精確數值映射並不可行。⁹ 換言之，同步經濟指標上升，通常表明實質本地生產總值增長，而同步經濟指標加速上升，通常亦意味著實質本地生產總值加速擴張。然而，若同步經濟指標上升1%，卻並不代表實質本地生產總值亦相應增長1%。以上有關數理推斷的注意事項亦適用於下文討論的領先經濟指標。

⁸ 週期的同步傾向是按照Harding及Pagan (2006)的週期對應指數來計算，詳見Harding, D.及A. Pagan (2006), 「週期同步傾向」, 《Journal of Econometrics》, 第132期, 第59至79頁。

⁹ 一個變換方法是將同步經濟指標的趨勢數值設定為參照數列(本研究為實質本地生產總值)的趨勢數值，聯邦儲備銀行費城分行的按州同步指數，以及經濟合作及發展組織的綜合領先指標均使用該方法。

圖 B1.2
領先經濟指標與實質本地生產總值



註：月度本地生產總值採用ECOTRIM軟件包內的Denton時態解集技術估計得出。我們透過對月度本地生產總值數據採用Bry-Boschan程序識別衰退期。

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

表 B1.C
同步經濟指標與實質本地生產總值的相關性
(2000年1月至2011年12月)

滯後3個月的領先經濟指標與實質本地生產總值

數值	0.990
12個月變動率	0.822
3個月變動率	0.526

資料來源：金管局職員估計數字。

表 B1.D
領先經濟指標及實質本地生產總值週期的
時序表

週期高峰*		
實質本地 生產總值 日期	領先經濟指標 領先(-)/滯後(+)	
	日期	季數
2000年第4季	不適用	不適用
2008年第1季	2007年第4季	-1
平均值		-1

週期低谷*		
實質本地 生產總值 日期	領先經濟指標 領先(-)/滯後(+)	
	日期	季數
2001年第4季	2001年第3季	-1
2009年第1季	2008年第4季	-1
平均值		-1

* 週期高峰和低谷採用Bry-Boschan程序識別。僅可獲取自2000年第1季開始的領先經濟指標數據。儘管可獲取的數據有限，但仍可根據Bry-Boschan程序識別領先經濟指標的週期高峰季度於2000年第4季之前已經出現。

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

領先經濟指標

領先經濟指標基於傳統的美國國家經濟研究方法¹⁰ 構建。該指標是以下10個組成變量的加權總和：恒生指數、建築規劃批准數目、實質廣義貨幣(經綜合消費物價指數平減的廣義貨幣(M2))、採購經理指數、香港中文大學消費者情緒指數及就業信心指數、季度業務展望統計調查的核心結果、香港貿發局出口指數，以及經濟合作及發展組織的美國及中國內地領先指數。^{11及12} 這些組成變量均參考美國國家經濟研究局的標準選取，以確保所有組成變量均領先於實質本地生產總值並呈現類似的週期特性。圖B1.2將領先經濟指標與實質本地生產總值並列。

領先經濟指標大致上能夠預測經濟轉折點，且領先本地生產總值3至4個月。滯後3個月的領先經濟指標與實質本地生產總值關係密切，相關系數高達0.990，若以12個月及3個月增長計算，相關系數分別為0.822及0.526(表B1.C)。此外，於過去10年，領先經濟指標領先本地生產總值的週期高峰和低谷約1個季度(表B1.D)。¹³

¹⁰ 請參閱Moore及Shiskin (1967)與The Conference Board, (2001), 《Business Cycle Indicators Handbook》, 紐約市, 紐約: The Conference Board。

¹¹ 領先經濟指標各組成部份的貢獻權重取決於一項正態化因素, 該正態化因素是基於數列對稱變動標準差的倒數。詳情請參閱The Conference Board (2001)。

¹² 若干情緒展望指標均按季發佈。月度數字採用ECOTRIM軟件內的Denton時態解集技術計算得出。

¹³ 鑑於在獲取若干情緒展望指標方面的限制, 領先經濟指標的時間數據相對較短, 僅為2000年1月以後。

表 B1.E
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	領先經濟指標
2011年			
1月	2.4	0.6	3.7
2月	-0.1	0.3	3.6
3月	1.8	0.9	3.3
4月	-0.2	0.1	2.4
5月	1.2	0.0	2.5
6月	0.7	-0.8	1.1
7月	0.2	0.3	0.7
8月	0.7	-0.6	-0.1
9月	-1.5	-0.4	-1.4
10月	0.8	0.6	-1.0
11月	-1.2	-0.3	-1.3
12月	0.4	0.3	-0.1
2012年			
1月	-2.5	1.1 ^P	0.8 ^P
2月	不適用	0.8 ^P	2.1 ^P

^P 臨時。

* 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。

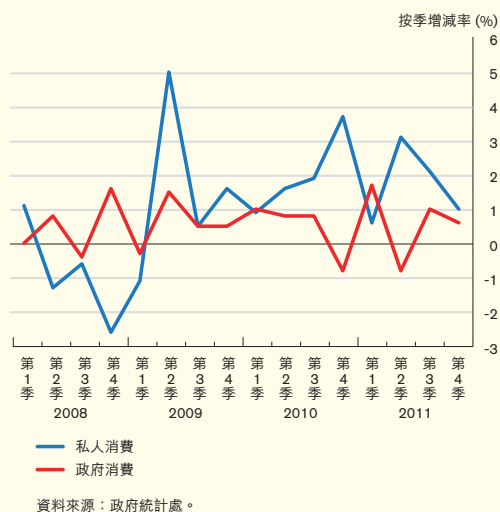
資料來源：金管局職員估計數字。

同步經濟指標與領先經濟指標所預示的2012年上半年經濟活動狀況

近期的同步經濟指標顯示，香港經濟在年初仍然疲軟(表B1.E)。受到零售貨量大跌和出口表現呆滯影響，1月份同步經濟指標下滑。然而，由於今年農曆新年在1月，但上年則在2月，因此數據可能受到季節性因素影響。要更好掌握基本趨勢，有待將1月和2月的數據一併分析。另一方面，領先經濟指標已經連續3個月顯著上升，預示香港經濟或將在稍後時間重拾升勢。本地及外圍環境均略有改善，受此利好因素支持，組成變量普遍向上，情況優於預期。但若干情緒指標，例如季度業務展望統計調查及香港貿發局出口指數，數據仍不理想。

不過一如所有預測，同步經濟指標及領先經濟指標的估計均極為依賴數據。暫時見到的反彈會否持續，仍將取決於外圍環境的演進發展。

圖 3.4
私人及政府消費



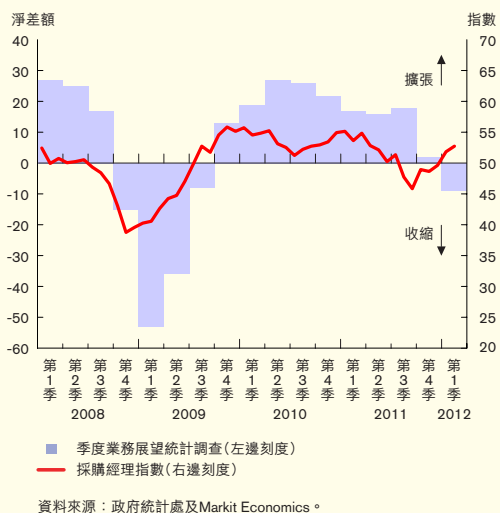
3.2 本地需求

消費

在收入增長強勁及勞工市場穩健帶動下，私人消費於2011年下半年大致穩定。消費品需求(尤其是耐用品)保持旺盛，而服務消費僅穩步增長。然而，按季比較顯示私人消費增長率持續走弱，由第3季的2.1%回落至第4季的1.0% (圖3.4)。私人消費增長在近兩年高於長期趨勢後有所放緩，雖然增長放緩符合預期，但亦反映面對充滿挑戰的全球環境，2011年底股市表現低迷及消費信心轉弱所帶來的負面財富效應。展望2012年，就業及收入的持續增長，將支持私人消費，並有助減輕產出增長受壓的影響。在2012/13年度政府財政預算案中提出的紓緩措施，亦將起到支援作用。整體而言，私人消費增長於短期內或許變化不大，於年內稍後時間將可能重拾升軌。現時最新的市場共識預測，2012年私人消費將增長4.1%，未及2011年8.6%增幅的一半。

政府消費在第3季及第4季分別穩步增長1.0%及0.6%。根據2012/13年度政府財政預算案，經常公共開支預計實質增長6.8%，略高於2011/12年度的6.5%升幅，因此預期政府消費將有可能進一步增長。¹⁴

圖 3.5
營商氣氛

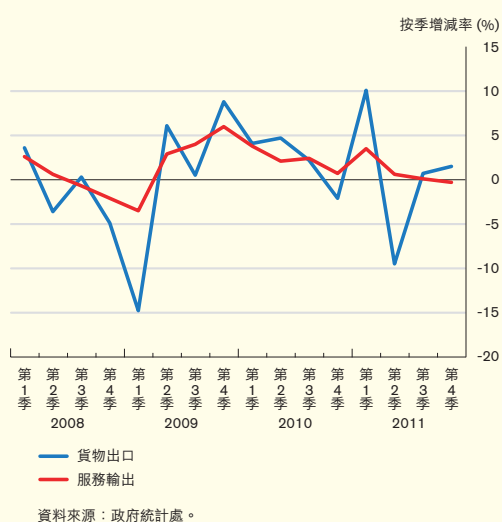


投資

受庫存投資放緩影響，整體投資支出於下半年轉弱。然而，企業資本開支迅速回升及公共工程持續增加，仍繼續推動固定投資增長。私營機構的建造活動亦逐步改善，不過改善幅度相對較小。於2012年，從積極的角度看，穩步推進的公共部門基建工程應能繼續支撐建造活動，從而將對公共資本投資產生正面溢出效應。然而，私人固定投資可能會轉弱。季度業務展望統計調查的最新結果顯示，第1季的營商前景不容樂觀，跌至2009年第3季以來的最低水平 (圖3.5)。採購經理指數亦保持疲軟，在去年底前5個月下滑，於近期才爬升至榮枯線上方。有見及此，企業資本開支將傾向保守。由於建築許可證數目處於低位，預期私營機構的建造活動亦將受

¹⁴ 根據2011/12年度政府財政預算案，2011/12年度經常公共開支預計增長6.5%。

圖 3.6
貨物出口及服務輸出

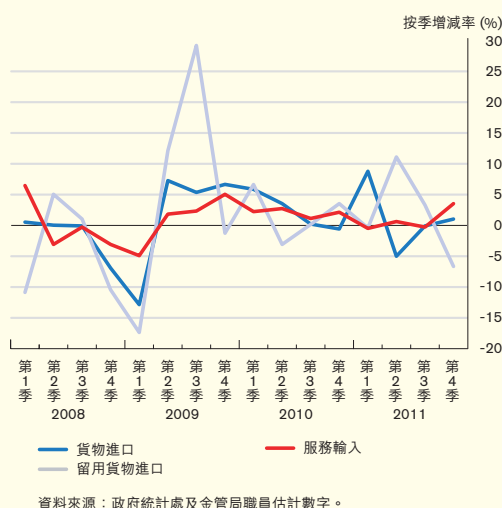


到抑制。現時最新的市場共識預測，固定投資增幅將由2011年的7.2%回落至2012年的4.2%。

3.3 對外貿易

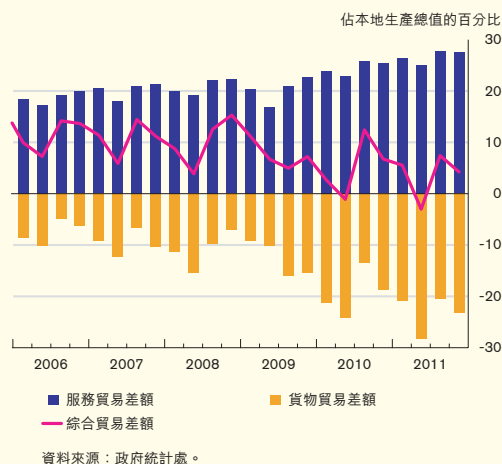
整體出口表現於2011年下半年依然疲弱。貨物出口尚未由第2季的急跌中完全收復失地，於第3季及第4季僅分別略升0.7%及1.5% (圖3.6)。發達經濟體系的進口需求躊躇不前，運往內地及其他亞洲市場的貨物亦由於加工貿易萎縮而表現呆滯。服務輸出於第3季錄得0.1%的增長，但隨後於第4季下跌0.3%。貿易相關及運輸組成項目連續兩個季度嚴重拖累出口表現，而境內旅遊業、金融及其他商用服務輸出增長也開始轉弱。

圖 3.7
貨物進口及服務輸入



貨物進口於第3季下跌0.2%，隨後於第4季回升0.9% (圖3.7)。出口帶動的進口需求疲軟，一如貨物轉口及留用原材料及半成品進口所反映。供本地留用及消費的進口繼續向好。服務輸入亦出現相類似的分化。一方面，隨著商品貿易流量放緩，貿易相關及運輸組成項目出現下跌。另一方面，境外旅遊業及金融服務輸入繼續快速增長。總體而言，服務輸入於第3季下滑0.4%，隨後於第4季反彈3.4%。

圖 3.8
按組成項目劃分的貿易差額 (以金額計)



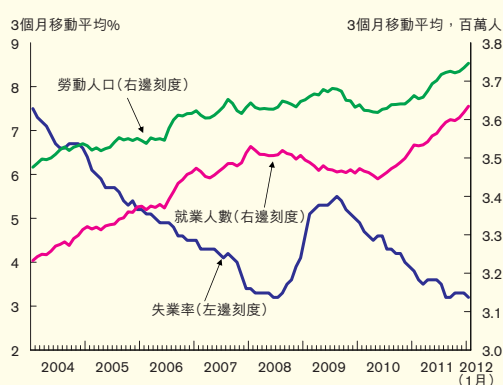
淨出口於第3季對實質本地生產總值增長貢獻1.5個百分點，及至第4季貢獻已不明顯。未經季節因素調整的綜合貿易帳由第2季134億港元 (相當於本地生產總值的3.0%) 的逆差，轉為第4季214億港元 (相當於本地生產總值的4.2%) 的順差 (圖3.8)。

年內，世界經濟有可能繼續陷入緩慢增長軌道，並有大幅下滑的風險。因此，外部需求不振將繼續拖累香港的出口表現，這種情況在2012年上半年將尤為突出。香港貿發局出口指數自2011年第3季起已連續3季低於50的水平，反映出口業前景不容樂觀。目前市場共識預測顯示，商品出口的增幅會由2011年的10.1%降至2012年的5.5% (以金額計)。如果以貨量計，預測增幅或會更低。服務方面，境內旅遊及金融服務有望繼續提供一些支持，但會被貿易相關及運輸服務的表現抵銷。鑑於本地需求預料漸見減弱，貨物進口及服務輸入預計將進一步放緩。

勞工市場狀況

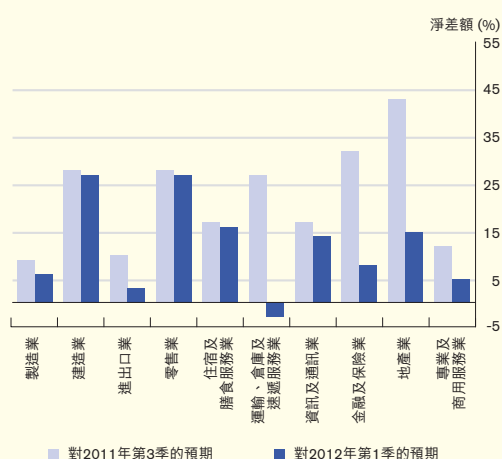
勞工市場狀況於下半年持續緊絀，失業率於回顧期內維持在3.2%至3.3%的低水平。縱使經濟環境轉壞，但新職位的增長速度在2011年底仍保持強勁。

圖 3.9
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

圖 3.10
2012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。

3.4 勞工市場狀況

雖然經濟增長勢頭放緩，但勞工市場狀況仍維持良好。經季節因素調整的3個月移動平均失業率，在2011年下半年平均為3.3%，並於2012年1月維持在3.2%的低水平(圖3.9)。與此同時，就業人數亦穩步增長，在2012年1月達363萬人。與此同時，強勁的勞工市場表現頗為全面，高技術和低技術環節工人的失業率在下半年都維持在頗低的水平。

勞工需求方面，新職位的增長速度在2011年底依然強勁。其中零售業、住宿及膳食服務業、金融、保險、地產、專業及商用服務業等主要行業的就業人數，在第4季達到數季以來的高位。勞工供應於2011年下半年保持強勁，其間整體的勞動人口參與率維持於60.3%左右。

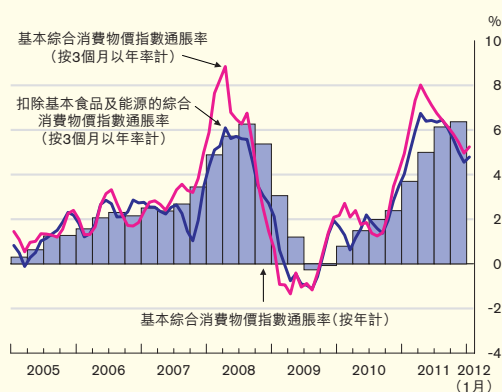
外圍經濟狀況的下行風險不斷增加，令短期內勞工市場前景蒙上陰霾。最新的季度業務展望統計調查結果顯示，雖然仍有大部份受訪者預期在2012年第1季度就業人數會有所增長，但與6個月前進行的調查相比，預期「下降」者所佔的百分比已顯著上升(圖3.10)，其中尤以地產業、金融及保險業以及運輸、倉庫及速遞服務業等行業的變化最為顯著。

成本及物價

在市場租金放緩傳導至消費物價、內地通脹下調及商品價格回穩的情況下，按季通脹動力在下半年內有所減弱，因此，本港經濟的通脹壓力亦可能已經見頂。展望未來，預期住宅租金傳導速度將進一步放緩及勞工成本壓力有所減輕，有望能逐漸紓緩通脹壓力。

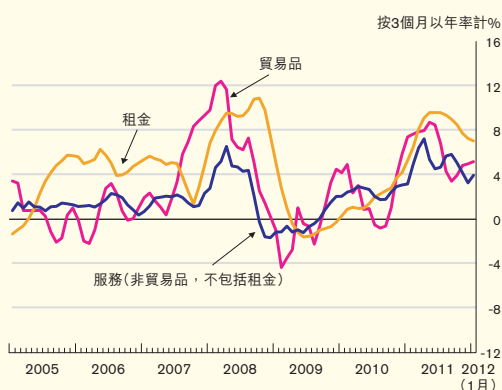
3.5 消費物價

圖 3.11
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.12
按主要組成項目分析消費物價通脹

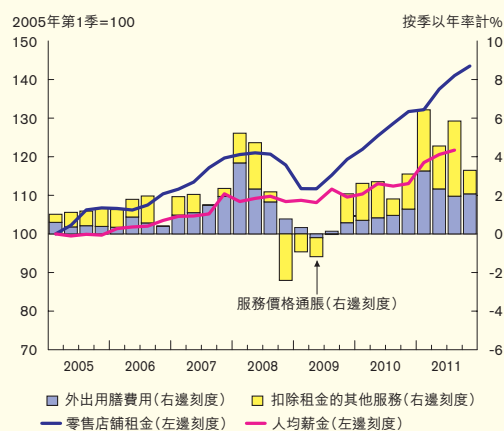


資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

本港經濟的通脹壓力可能已經見頂。按3個月以年率計算，基本通脹率由2011年7月的6.8%持續下降至12月的5.0%。然而，這下降趨勢在1月份稍被中斷，因通脹率受到農曆新年的影響而反彈至5.3%，而該影響預期會隨時間而消退。核心通脹率（從綜合消費物價指數中扣除較為波動的基本食品及能源組成項目後的綜合消費物價指數通脹率）亦出現類似走勢，因期內按季通脹動力減弱主要是由於綜合消費物價指數中住屋組成項目的增長速度放緩所致（圖3.11）。隨著按季通脹動力有所減弱，按年基本通脹率於近幾個月亦顯示企穩的跡象，在2011年9月至12月期間維持於6.4%。

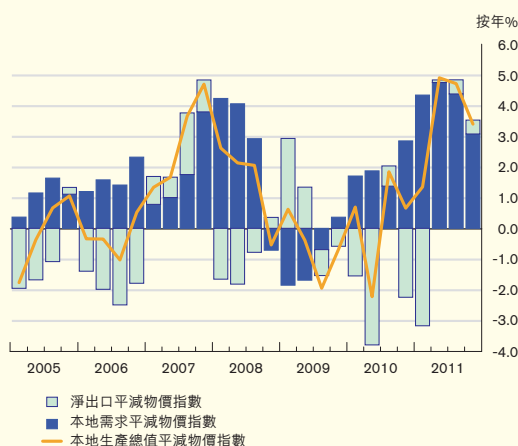
綜合消費物價指數的三個主要組成項目，即租金、貿易品與非貿易品的通脹率均有所下降（圖3.12）。具體而言，由於市場租金上升對租金組成項目的傳導勢頭在持續一段時間後已見放緩，因此租金組成項目的3個月通脹率現已確立下降趨勢。同時，由於期內基本食品、耐用品、服裝及鞋類組成項目的通脹動力減弱，貿易品組成項目的通脹率由2011年7月份的6.9%降至今年1月份的5.2%。另一方面，非貿易品組成項目的通脹率由2011年7月份的4.7%躍升至9月份的5.9%，

圖 3.13
扣除租金後的服務價格通脹



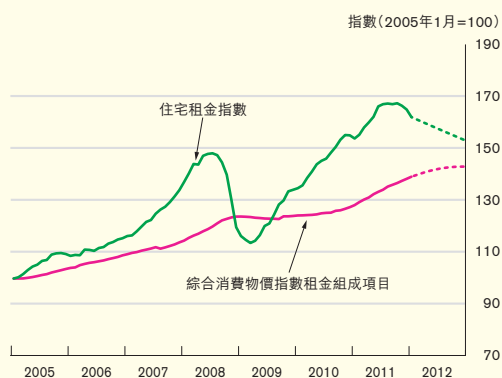
隨後回落至1月份的4.0%，主要反映其他服務組成項目通脹率的波動，而有關波動則受零售店舖租金及勞工成本增長的傳導所影響（圖3.13）。

圖 3.14
本地生產總值平減物價指數及主要組成項目通脹



從國民經濟會計角度計量，通脹壓力於回顧期內亦有所降低。本地生產總值平減物價指數的按年通脹率從2011年第3季的4.7%降至第4季的3.4%（圖3.14），主要是受本地需求組成項目的通脹率降低所推動。儘管淨出口組成項目的通脹率於期內有所上升（即出口與進口價格的相對通脹），但本地需求組成項目仍然主導本地生產總值平減物價指數通脹。

圖 3.15
綜合消費物價指數租金組成項目及市場租金

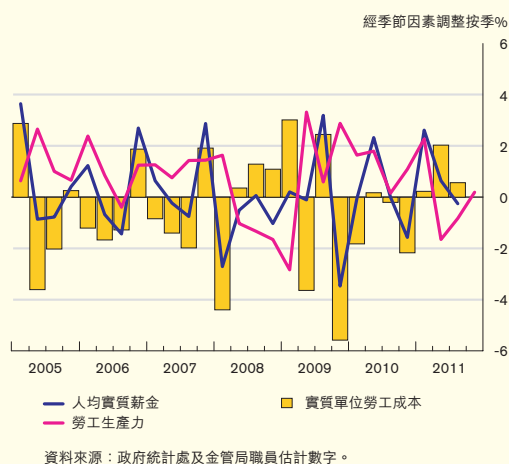


展望未來，通脹壓力應能得以紓緩。縱使住宅物業價格和租金在短期內的前景極不明朗，但住宅租金的過往增長對綜合消費物價指數租金組成項目的傳導速度應能持續放緩（圖3.15）。由於租金組成項目通常主導通脹走勢，因此預期本地通脹壓力於今年餘下時間亦將逐漸減弱。

然而，通脹壓力的下降速度亦取決於本地經濟成本壓力的轉變。一方面，預期勞工成本壓力將因勞工市場前景的下行風險增加而受到抑制，但另一方面，零售店舖租金壓力則會受零售業表現強勁而繼續存在。因此，本港經濟的成本壓力可能會持續高企，使通脹壓力於短期內僅能逐漸緩減。

儘管如此，預期通脹壓力的紓緩亦可能會被若干上行風險所影響，而這些風險主要源於外圍環境的變化。伊朗地緣政治局勢緊張可能會大幅推高油價，美國若推行新一輪量化寬鬆措施亦可能會推動商品價格進一步上漲，而有關措施也會使美元及港元轉弱，對香港進口價格產生上行壓力。

圖 3.16
單位勞工成本及勞工生產力



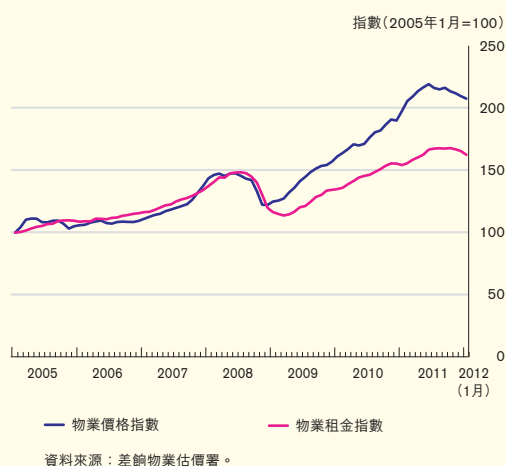
3.6 產出缺口及勞工成本

產出缺口於2011年下半年有所收窄。雖然勞動人口參與率的提升推高了潛在產出，但疲弱的整體需求則抑制了實際產出。因此，實際產出的增長速度略為低於潛在產出，從而使產出缺口從2011年上半年的超過1%，收窄至下半年的略高於零。勞工市場狀況保持緊絀，失業率於回顧期內仍遠低於估計的非加速通脹失業率。

勞工市場緊絀使勞工成本壓力上升。雖然人均實質薪金的按季增長勢頭放緩，但按第2季及第3季合計人均實質薪金，仍較之前6個月增長1.8%（圖3.16）。同時勞工生產力增長受到本地經濟增長於第2季及第3季放緩所拖累，導致實質單位勞工成本於第2季按季增長2.0%後，於第3季再上升0.6%。

預期在不利的周圍環境下，本港經濟於2012年的增長將會較為緩慢。因此，產出缺口有可能會進一步收窄，甚至變回負數。若然如此，失業率有可能會被推高，而這將有助緩解勞工市場的緊絀狀況，以及抑制勞工成本壓力。

圖 3.17
住宅物業價格及租金指數

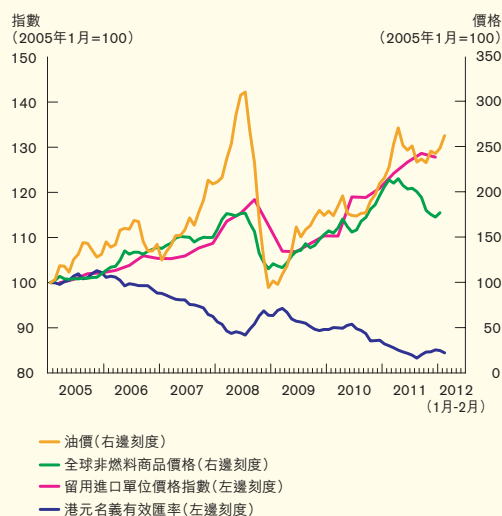


3.7 租金成本

由於住宅物業價格有所下調，住宅物業租金於期內亦顯示回穩的跡象。住宅物業價格於2011年6月見頂後確立下降趨勢，累計至2012年1月已下跌5.3%（圖3.17）。在此背景下，住宅物業租金在自2009年的谷底累計上漲47.6%後，亦於2011年下半年回穩，並於2011年11月首次錄得回落。

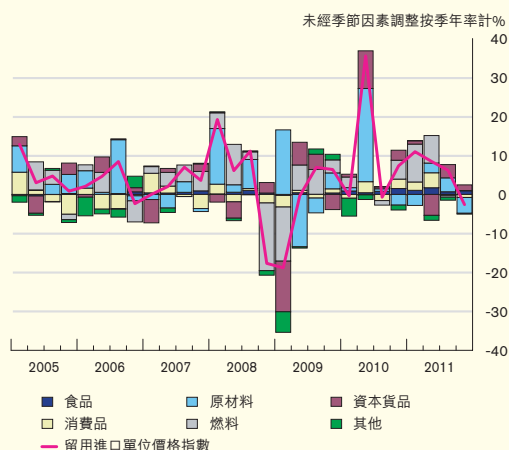
住宅市場的前景極不明朗。一方面全球經濟前景轉差及市場情緒疲弱將抑制住宅物業價格及租金。另一方面，供應緊絀及低利率環境則將提振物業價格及租金。

圖 3.18
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 3.19
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。

3.8 商品及進口價格

進口價格通脹在歐元區債務危機加深以及全球經濟前景轉差的情況下回落。在商品價格回穩及內地通脹放緩的影響下，按季以年率計的進口價格通脹率由第2季的8.5%下降至第3季的6.2%後，再跌至第4季的-2.6% (圖3.18)。按最終用途分類的進口價格顯示，於2011年下半年錄得的下降很大程度是由消費品及燃料價格回落所推動 (圖3.19)。

進口價格通脹的前景極不明朗。雖然預期內地通脹下降及全球經濟前景疲弱會抑制商品價格以及進口價格通脹，但全球石油市場供應面的不利因素可能會引發油價急劇上漲。尤其有關美國再度推行量化寬鬆措施的預期或會進一步支持全球商品價格。同時，雖然歐元區債務危機加劇會刺激避險需求，但任何進一步的量化寬鬆措施均可能會造成美元轉弱，進而導致港元轉弱，令潛在的進口價格壓力上升。因此，進口價格壓力有可能會於未來某一段時間大幅加劇，對通脹前景造成上行風險。

4. 貨幣及金融狀況

匯率、利率及貨幣動向

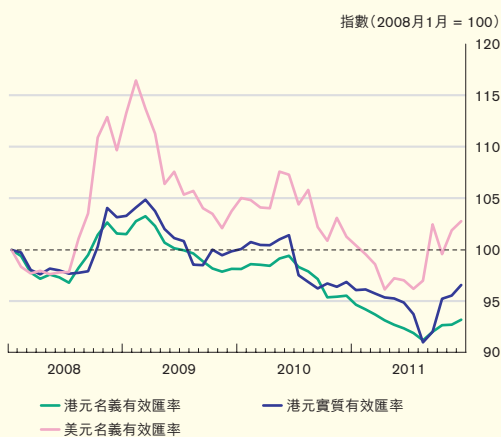
儘管宏觀經濟及金融環境動盪，但港元現貨匯率只在窄幅上落，而且港元貨幣市場繼續運作暢順。港元銀行同業折息仍然低企，並且除了年尾外於大部份時間比同期美元拆息為低。銀行的貸款及存款利率向上調整，而信貸增長較年初的高位有所放緩，貸存比率亦因此而略為回軟。金管局繼續致力確保銀行審慎管理流動性及信貸風險，包括要求銀行提高監管儲備，防範資產質素可能惡化。

圖 4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

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：金管局職員估計數字、政府統計處及CEIC。

4.1 匯率及利率

儘管面對美國主權信貸評級下調、歐洲主權債務危機及全球股市波幅加劇等一連串外圍動盪因素，港元兌美元現貨匯率於2011年下半年保持穩定。港元兌美元匯率繼於5月至7月期間轉弱後，年內餘下時間的變動大致反映美元兌其他主要貨幣的波動(圖4.1)。整體而言，2011年下半年，匯率在7.7671至7.8097之間窄幅上落。

踏入2012年，港元現貨匯率轉強，2月29日收市報7.7549，而2011年12月30日則為7.7685。這趨勢部份反映由於美國聯邦儲備局公開市場委員會預測利率將會至少於2014年前維持低企，以及歐洲主權債務危機有進一步得到緩解的跡象，市場情緒有所改善。國際資金波動以及歐元區危機的形勢極不明朗，亦將令短期前景蒙上陰影。2012年2月的市場共識顯示，港元現貨匯率將於2012年5月底達至約7.782的水平。

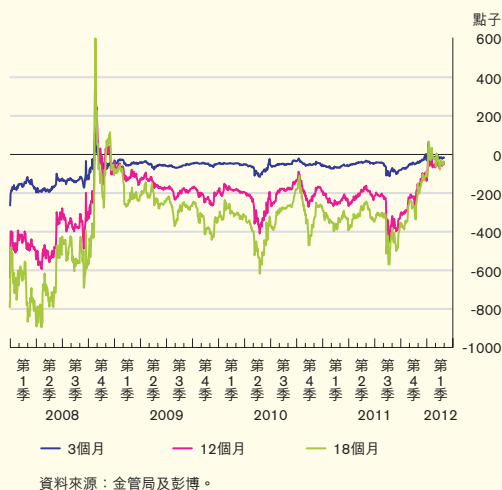
港元的貿易加權名義及實質有效匯率指數於2011年9月至12月期間出現反彈，扭轉前8個月的疲弱走勢，大致反映美元變動的影響(圖4.2)。國際貨幣基金組織及金管局於2011年10月分別進行的匯價評估顯示，中期而言，港元實質有效匯率與經濟基本因素大致相符，接近估計的均衡值。

圖 4.3
港元與美元利率



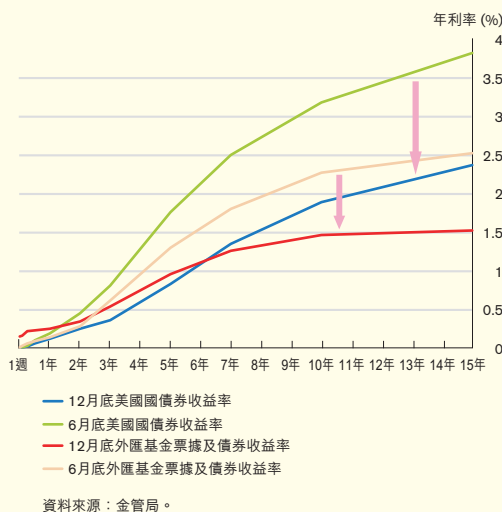
貨幣市場方面，雖然市場活動於 2011 年下半年暢順有序，但是於接近年底時銀行同業拆息輕微上升。於 2011 年前 10 個月，港元銀行同業拆息大致保持在低位，隨後於 11 月及 12 月輕微上升，一定程度上跟隨同期美元利率向上（圖 4.3）。本地因素方面，港元需求偶爾因股市首次公開招股活動而上升，加上年末對港元流動性的需求，亦帶動了香港銀行同業拆息上調，包括隔夜拆息於 2011 年最後數日輕微上升。

圖 4.4
港元遠期匯率



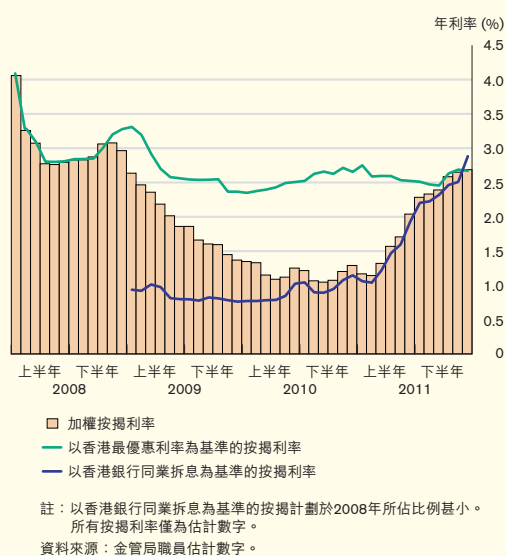
由於部份市場參與者透過貨幣互換合約以美元交換港元來獲取有抵押的限期融資，所以港元流動性於接近 2011 年底時收緊的情況可從遠期外匯市場反映出來。由於港元日後會被沽出，有關交易令港元遠期匯率受壓。受此影響，港元遠期匯率折讓幅度於 2011 年 9 月至 12 月期間大致收窄，12 月的遠期匯率甚至由折讓短暫轉為小幅溢價（圖 4.4）。2011 年 1 月至 7 月期間，遠期匯率折讓大致平穩，與香港銀行同業拆息跟同期美元拆息息差大致穩定的情況相符。

圖 4.5
2011 年下半年的收益率曲線變動



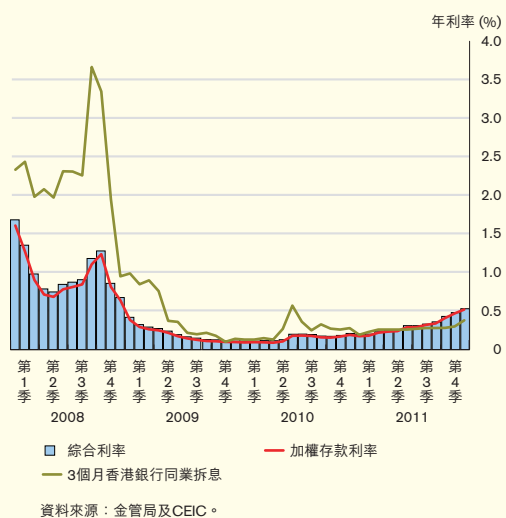
與銀行同業拆息上升的趨勢相反，較長期的外匯基金票據及債券收益率於 2011 年下半年跟隨美國國庫券收益率下跌，導致港元名義收益率曲線變得平坦（圖 4.5）。由於全球前景不明朗因素增加，美國政府債券較長期的收益率於第 3 季顯著回落。美國聯邦儲局於 9 月推出延長期限計劃（所謂的「扭曲操作」），亦對較長期的收益率構成一定程度的下調壓力。於 2011 年底，5 年或以下期限的港元相對美元收益率差距轉為正數，但其他期限則仍為負數。

圖 4.6
新批按揭貸款的利率



在零售層面，港元貸款利率於2011年下半年似乎進一步上升，而銀行亦繼續收緊新批按揭貸款的利率（圖4.6）。儘管最優惠貸款利率保持不變於5.0厘或5.25厘，但以最優惠貸款利率為基準的按揭利率於2011年第4季輕微上升。以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率亦於2011年12月升至2008年後的高位，且估計平均水平高於以最優惠貸款利率為基準的利率。調查數據顯示，參照香港銀行同業拆息定價的新批按揭貸款比率，由2011年6月的80%降至2011年12月的8%，部份反映這種按揭利率上揚。總體而言，新批按揭貸款的加權平均按揭利率於2011年底升至約2.7%，大約返回2008年較後時的水平。

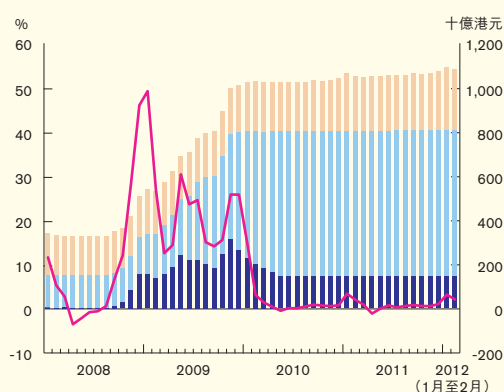
圖 4.7
存款利率及平均資金成本



截至2011年12月前的6個月，零售銀行的港元加權存款利率亦逐步上升，但仍處於極低的水平，加上香港銀行同業拆息上揚，導致銀行平均資金成本略為上漲。作為該成本的計量指標，綜合利率由2011年6月底的0.31厘穩步爬升至2011年底的0.53厘（圖4.7）。初步跡象顯示，在人民幣貸款需求增加等因素的推動下，銀行於接近2011年底時向新客戶提供較優惠的人民幣存款利率，以吸引人民幣定期存款。年初，繼中國人民銀行將離岸人民幣結算利率削減27個基點至0.72厘後，本地人民幣存款利率於4月曾下調一次。

2012年首兩個月的數據顯示，雖然美國聯邦儲備局預測超低利率起碼維持至2014年，並且倫敦銀行同業拆息略為回軟，但是香港銀行同業拆息大致保持穩定。根據2012年2月的共識預測，在未來12個月內，3個月香港銀行同業拆息將無大變動。較長期的外匯基金票據及債券收益率則輕微下跌。港元貸款及存款利率會繼續受銀行體系內的存款供應及貸款需求變動所影響。

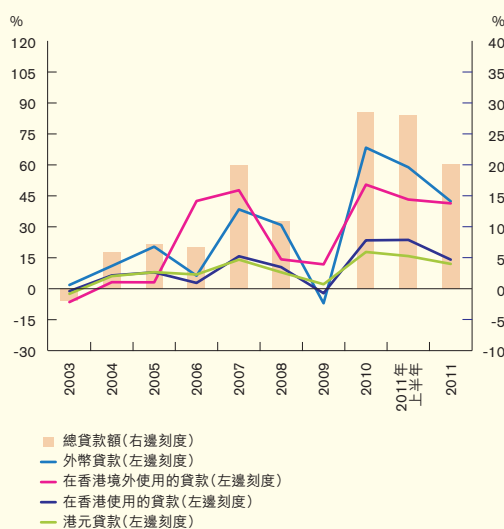
圖 4.8
貨幣基礎的組成部份



■ 負債證明書及政府紙幣及硬幣(右邊刻度)
■ 外匯基金票據及債券(右邊刻度)
■ 總結餘(右邊刻度)
— 貨幣基礎：與3個月前相比的百分比變動(左邊刻度)

資料來源：金管局。

圖 4.9
貸款增長



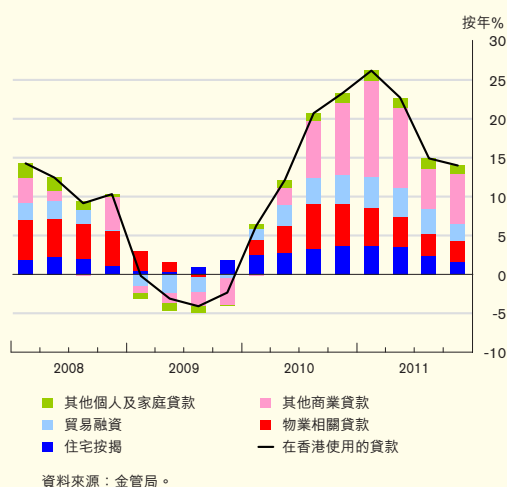
註：2011年上半年的增長率按年率計算。
資料來源：金管局。

4.2 貨幣及信貸

於2011年下半年，貨幣基礎略為增加，主要是由於對鈔票的季節性需求所致（圖4.8）。於11月22日開始流通的新系列面額50元及100元新鈔亦帶動未贖回負債證明書於年底前增長。與此同時，總結餘維持穩定於1,487億港元左右的水平，約佔貨幣基礎的14%。港元廣義貨幣總額繼續上升，其中M1及M3於2011年下半年分別增長5.2%及3.7%，而在上半年則分別增長3.5%及0.9%。

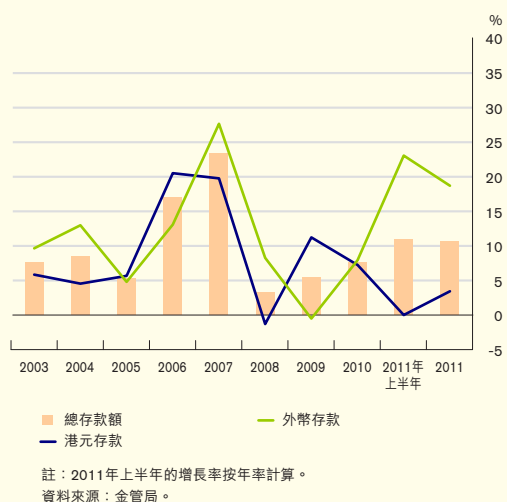
信貸方面，由於對外貨物貿易疲軟、增長前景轉弱及本地住宅物業市場持續整固，貸款總額擴張的情況於2011年下半年有所放緩，未償還貸款總額甚至於12月略微收縮。於2011年，貸款總額增長20.2%，增速低於2010年的增長率28.6%及2011年上半年按年率計的增長率27.9%（圖4.9）。外幣借貸及在香港境外使用的貸款增長放緩，但兩者的擴張速度仍超過港元借貸及在香港使用的貸款，足見與內地相關的貸款需求呈現放緩跡象。由於與內地相關的貸款是香港近期信貸週期的主要推動因素，專題2分析內地貨幣狀況如何影響香港的信貸發展。12月的數據顯示，香港的歐洲銀行機構的信貸總額有所收縮，客戶未償還貸款於月內下降6%，其中貿易融資貸款收縮超過20%。

圖 4.10
不同種類的在香港使用貸款



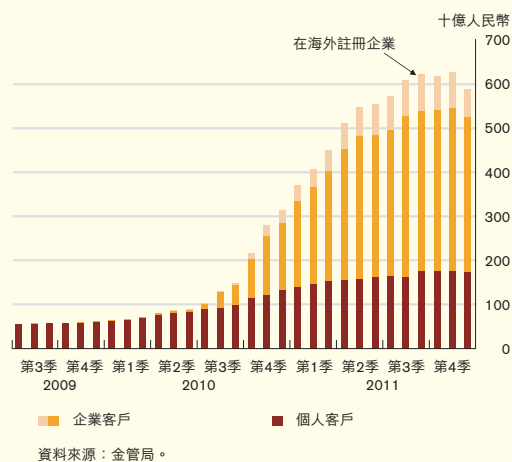
接近2011年底，以港元借出並在香港使用的貸款增長動力亦有所減弱，全年增長9.5%，與年度名義本地生產總值8.7%的增幅相若。按經濟用途分析，在香港使用的大多數類別貸款（包括所有貨幣）於2011年下半年的按年計增幅均有所收窄（圖4.10）。按揭貸款方面，調查數據顯示，由於住宅物業市場疲軟，新取用貸款及新批貸款均顯著下跌。根據2011年12月金管局信貸狀況展望調查，受訪的認可機構預期，於未來3個月，總體貸款需求將稍趨穩定。¹⁵

圖 4.11
存款增長



金管局繼續密切監察信貸增長狀況，並已實施一連串的監管措施，以確保信貸可持續增長，以及銀行審慎管理信貸及流動性風險。舉例而言，金管局已要求銀行提升監管儲備水平，以建立更強大的緩衝機制，防範資產質素可能惡化。部份海外銀行亦被要求確保備有充足的長期資金以支持新增貸款（又稱期限配對），以保證其在不明朗的環境下擁有穩定的資金來源來支持貸款增長。鑑於銀行的內地業務日益重要，金管局亦已加強對本地銀行內地業務的監管。

圖 4.12
香港的人民幣存款



存款總額於2011年上半年及下半年分別穩健增長5.4%及4.9%。全年存款總額增加10.6%，增幅較2010年的7.5%為大（圖4.11）。港元存款於2011年上半年走勢基本保持平穩，隨後爭取新存款的競爭加劇，並由此帶動存款利率上升，在一定程度上推動港元存款於下半年增長3.4%。然而，港元存款的增速仍遠低於外幣存款。實際上，外幣存款增幅保持強勁，人民幣存款是主要的推動因素。人民幣存款由2011年6月底的5,536億元人民幣增至2011年底的5,885億元人民幣，主要是來自企業存款增長（圖4.12）。

¹⁵ 數據顯示預期貸款需求將會上升的受訪機構比例減去預期貸款需求將會下降的受訪機構比例大致平穩。

圖 4.13
在岸及離岸人民幣匯率



圖 4.14
人民幣貿易結算匯款

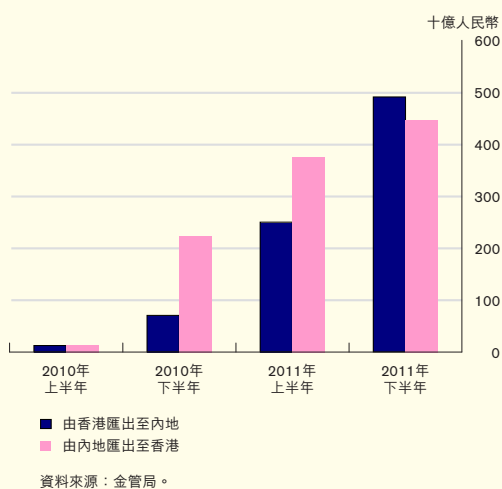


表 4.A
香港的人民幣業務

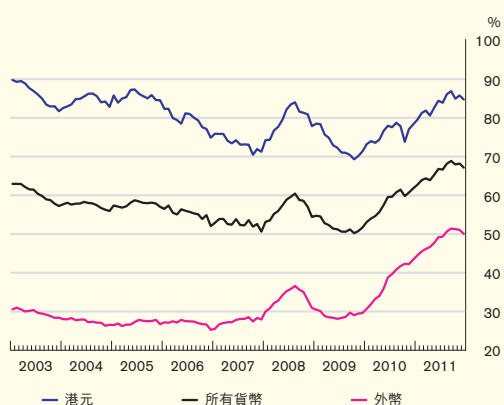
	2010	2011
	(人民幣億元)	
人民幣存款證餘額	57	720
人民幣貸款餘額	18	308
香港銀行對海外銀行應收款項	109	1,217
香港銀行對海外銀行應付款項	196	1,164
	(數目)	
海外銀行於香港銀行開設代理銀行帳戶數目	187	968

資料來源：金管局。

然而，月度數據顯示，香港的人民幣存款於2011年10月及12月有所收縮，反映全球市場因素令市場人士對離岸人民幣的需求減弱。尤其是在2011年第4季，在全球加強避險及投資者轉持避險貨幣(尤其是美元)的情況下，區內多數貨幣均被大量拋售。在此形勢下，香港的離岸人民幣相對在岸人民幣存在明顯折讓，扭轉早前離岸市場人民幣價格相對較高的狀況(圖4.13)。專題3分析內地在岸與離岸金融市場間價格差異的市場動態，包括在岸與離岸人民幣匯率的差距。然而，與同期大部份其他區內貨幣市場相比，香港離岸人民幣市場的下行壓力及波幅仍相對溫和。

儘管人民幣存款出現短期波動，香港的離岸人民幣銀行業務仍保持強勁的增長勢頭。經由香港銀行進行的人民幣貿易結算額由2011年上半年的約8,000億元人民幣增至下半年的1.1萬億元人民幣。與貿易結算相關的入款(由內地匯入香港)與出款(由香港匯出至內地)比例收窄至大致平衡的水平，由2011年上半年的1.5，收窄至下半年略低於1(即0.9)的水平(圖4.14)。與此同時，香港的非存款類人民幣銀行產品持續發展。銀行紛紛透過發售存款證及增加人民幣貸款來吸納人民幣資金(表4.A)。放眼本地以外的市場，在支持全球人民幣業務方面，香港銀行的角色日益重要。於2011年，海外銀行在香港銀行開設的人民幣代理銀行帳戶的數目上升逾4倍，香港銀行的銀行同業人民幣跨境債權及負債亦快速擴張。展望未來，中央政府於8月宣佈的新政策措施，包括進一步擴展人民幣貿易結算計劃、支持在外商來華直接投資中使用人民幣，以及推出適用於內地證券市場投資的人民幣合資格境外機構投資者計劃，預期會促進香港與內地的人民幣雙向流通，從而進一步推動香港人民幣銀行業務發展。

圖 4.15
貸存比率

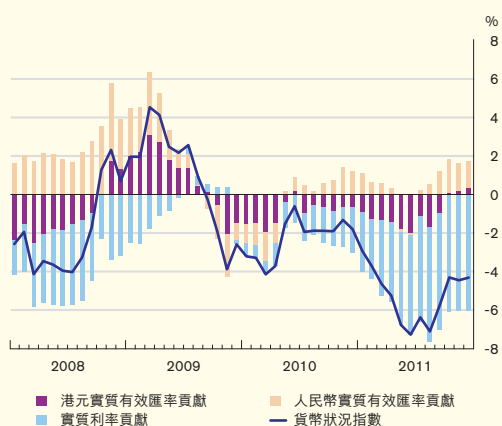


資料來源：金管局。

就銀行業整體而言，隨著貸款增速放緩及存款增速加快，貸存比率於2011年第4季有所回落，遏止了2010年以來大致上升的趨勢(圖4.15)。港元貸存比率於2011年共上升6.4個百分點，略低於2010年6.9個百分點的升幅。美元貸存比率於2011年亦大幅上升。

2011年下半年貨幣狀況指數反彈，顯示擴張性的貨幣狀況減弱(圖4.16)，但該指數仍處於負數區域。貨幣狀況指數上升，主要由於港元及人民幣實質有效匯率上升，抵銷實質利率低企的影響。

圖 4.16
貨幣狀況指數

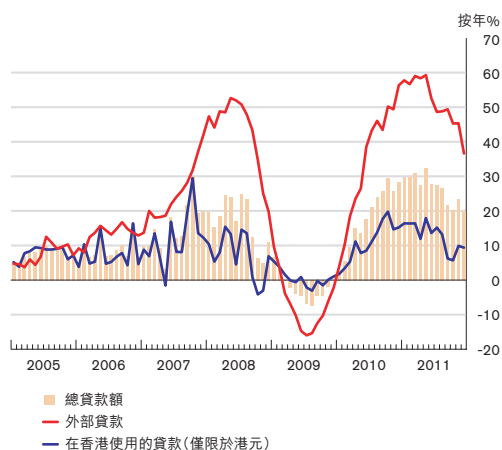


註：貨幣狀況指數是實質利率與港元及人民幣實質有效匯率的4個季度變動的加權總和。

資料來源：金管局及職員估計數字。

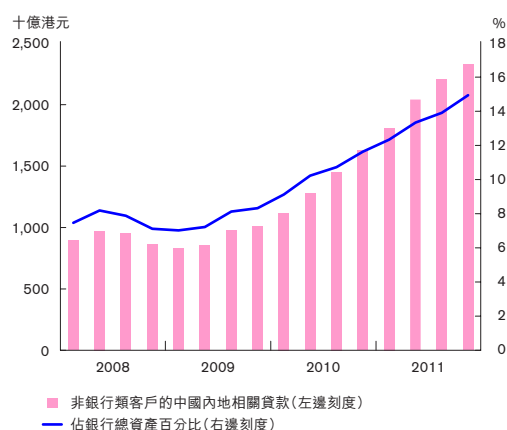
專題 2 香港的信貸發展與中國內地貨幣狀況的關係

圖 B2.1
貸款按年增長



註：外部貸款指外幣貸款加上在香港境外使用的港元貸款。
資料來源：金管局。

圖 B2.2
香港銀行對非銀行類客戶的中國內地相關貸款



資料來源：金管局。

外部貸款（即外幣貸款加上在香港境外使用的港元貸款）已成為本港銀行體系日益重要的組成部份。自2007年以來，香港信貸週期的波幅似乎部份受外部貸款影響而有所擴大（圖B2.1）。外部貸款增長的波動，可能會透過影響貸存比率，對銀行業的流動資金狀況產生重要影響。自2010年以來，隨著外部貸款快速增長，貸存比率顯著上升，給銀行帶來一定程度的資金壓力。

香港銀行對非銀行類客戶的中國內地相關貸款（exposure）快速增長（圖B2.2），表明與內地相關的借貸活動可能是自2008年以來推動外部貸款的一項主要因素。有部份論者認為，內地的貨幣狀況變化，是造成本地信貸需求強勁的部份原因。以往的研究¹⁶顯示，儘管聯繫匯率制度會使香港銀行同業拆息緊貼美元倫敦銀行同業拆息的走勢，但內地的貨幣狀況仍有可能影響香港銀行同業拆息。然而，內地的貨幣狀況是否會對香港的信貸發展產生直接影響？如果是，其影響有多大？以下分析試圖解答這些問題。

¹⁶ 參閱由何東等人(2007)撰寫的「中國內地宏觀經濟波動對港元短期利率的影響」(英文版本)，《金管局工作論文》，編號17/2007。

圖 B2.3
香港的外部貸款及內地貨幣狀況的指標

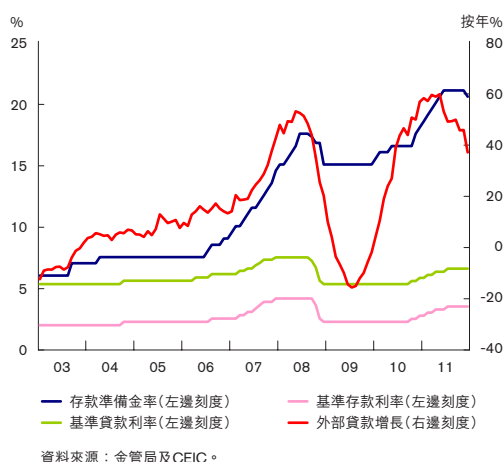
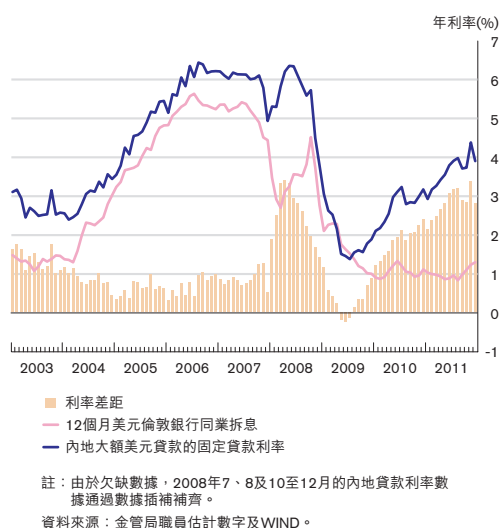


圖 B2.4
人民幣的升值預期



圖 B2.5
中國內地的美元貸款利率及12個月美元倫敦銀行同業拆息



甚麼潛在因素決定來自內地的信貸需求

內地的貨幣狀況不但影響內地機構的整體信貸需求，亦某程度上影響內地機構選擇哪個市場以滿足這些需求。本分析專注於以下四個有關內地貨幣狀況的變量。

- **人民幣政策利率。**一般而言，政策利率走勢似乎與經濟週期波動一致(圖B2.3)。政策利率上調，意味著內地貸款成本上升，可能促使內地機構更多地在境外(包括香港)借貸。
- **存款準備金率。**作為中國內地調節貨幣量的重要政策工具(圖B2.3)，存款準備金率上調，意味著內地銀行於內地放貸的能力受到削弱，可能促使部份貸款需求分流至香港銀行。
- **人民幣的升值預期。**除人民幣利率外，對未來人民幣匯率的預期，亦決定人民幣的整體借貸成本(carrying cost)(圖B2.4)。舉例而言，人民幣升值預期幅度加大，可導致人民幣整體貸款成本上升，進而可能推動港元及美元等其他幣種的貸款增長。
- **內地美元利率與美元倫敦銀行同業拆息的息差。**在內地的資本帳限制下，視乎內地的美元供求狀況，內地與國際市場(包括香港)的美元利率可能差異甚大(圖B2.5)。舉例而言，內地對比香港的美元利率上升，可能會促使內地企業更多地在香港而非內地進行美元借貸活動，進而推動香港的外部貸款增長。

基於向量自回歸模型的統計分析

為理解香港的外部貸款增長及總貸存比率對內地衝擊 (shocks) 的動態反應，我們建構一個含有11個變量 (包括全球及內地變量) 的向量自回歸模型。¹⁷ 估算模型時所採用的樣本期為2003年初至2011年9月。

估算結果支持我們理論上有關內地貨幣狀況將如何影響香港信貸發展的討論 (如上文所述)。具體而言，該結果表明，高於預期的內地整體貸款成本 (如內地的人民幣政策利率上揚、美元利率差距擴大及人民幣的升值預期升溫)，傾向引致香港的外部貸款加速增長及貸存比率上升。同樣，若內地採取較預期更緊的貸款控制 (如收緊存款準備金率)，似乎亦產生類似影響。

表 B2.A
內地的貨幣狀況與香港信貸發展的關係

衝擊 (非預期的變動)	對以下項目的估計影響	
	外部貸款 按年增長	總貸存比率
人民幣政策利率 ↑25個基點	↑5個百分點 (一年後)	↑0.5個百分點 (兩個月後)
人民幣 匯率的升值預期 ↑1個百分點	↑1個百分點 (一個月後)	↑0.5個百分點 (七個月後)
內地美元利率 對倫敦銀行同 業拆息的息差 ↑50個基點	↑1.3個百分點 (三個月後)	↑0.7個百分點 (一個月後)
存款準備金率 ↑25個基點	↑2.5個百分點 (七個月後)	↑0.5個百分點 (一年後)

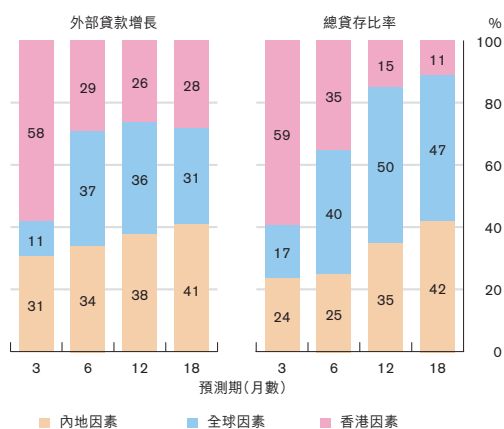
資料來源：金管局職員估計數字。

表B2.A呈列我們模型中有關內地貨幣狀況影響的若干定量估計。

估算結果亦揭示了內地變量的衝擊對推動近年香港外部貸款增長及貸存比率的重要性 (圖B2.6)。視乎預測期長短，在香港外部貸款增長或總貸存比率的非預期的變動中，分別約有31 - 41%及24 - 42%源自於內地因素 (所有內地變量考慮在內)。

然而，在詮釋有關結果時，有兩點需要留意：其一，鑑於估計的樣本期相對較短，且其間市場波動及發生多宗全球事故，故該樣本期或不能代表正常時期。因此，有關定性估計宜視為指示性質而非確切定論；其二，本分析所計算的是樣本期內的平均影響，而由於近年香港銀行向內地貸款增長快速，可能低估了內地衝擊對香港信貸發展的實際影響。

圖 B2.6
對外部貸款增長及貸存比率預測誤差變異
的分解圖示



註：此分解方法將不同預測期下的預測外部貸款增長或總貸存比率的誤差變異，分作多個源自不同變數的組成部份並計算其所佔百分比。

資料來源：金管局職員估計數字。

¹⁷ 11個變量為：(1)G3工業生產指數；(2)12個月美元倫敦銀行同業拆息；(3)美元名義有效匯率；(4)內地工業生產指數；(5)內地的存款準備金率；(6)內地的政策利率；(7)內地的人民幣貸款額；(8)人民幣兌美元匯率的12個月預期變動；(9)內地的12個月美元貸款利率與同期倫敦銀行同業拆息之間的差距；(10)香港的貨品貿易總值；及(11)香港外部貸款或總貸存比率。

專題 3

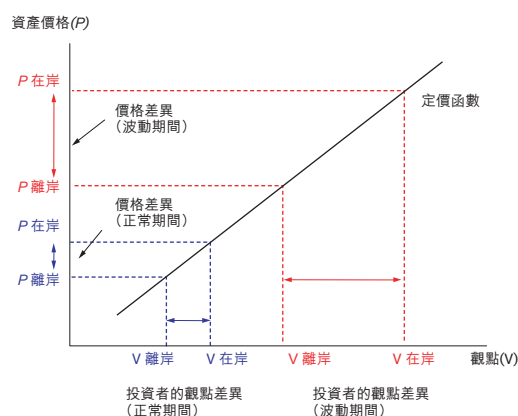
中國內地 在岸與離岸金融市場之間的價格差異

由於中國內地的資本帳尚未完全開放，令相同的資產在離岸及在岸市場間存有制度性的分割。典型的例子包括A股及H股、在岸交收及離岸不交收的人民幣遠期外匯市場及在岸及離岸的人民幣現匯市場。近年來，雖然在岸及離岸市場不斷融合，但明顯的價格差異仍然存在。為更好理解價格差異的市場動態，本專題將探究以下三個問題：(i)為甚麼對於相同的資產，在岸與離岸投資者所支付的價格會不一樣；(ii)價格差異是否會隨著時間的推移而消失；及(iii)兩類市場之間是否存在因果聯繫。

我們建立了一個包含香港與內地投資者之間可能存在着不同觀點此一因素的框架^{18及19}。在該框架中，資產價格取決於投資者的觀點，而投資者的觀點則受他們對內地宏觀經濟前景的預測、對內地貨幣政策的看法及市場情緒的預期所影響。鑑於香港與內地投資者接收的資訊存在差異，他們對相同資產的估值可能會因觀點不同而有所區別。

我們繼而抽取香港與內地投資者之間觀點分歧程度的相關資料。投資者的觀點因對所觀察到的股價、匯率、宏觀經濟及資產負債表資料等市場數據有不同見解而出現分歧。²⁰ 在研究價格差異的變化時，我們量化了投資者不同觀點的分散程度，將其作為一個解釋變量。²¹ 圖B3.1透過圖示說明價格差異與投資者觀點差異之間可能存在的聯繫。該圖表明，根據

圖 B3.1
價格差異與投資者觀點差異之間的關係



註：為便於說明，假設在岸投資者較離岸投資者持有更為樂觀的觀點，從而導致更高的估值。

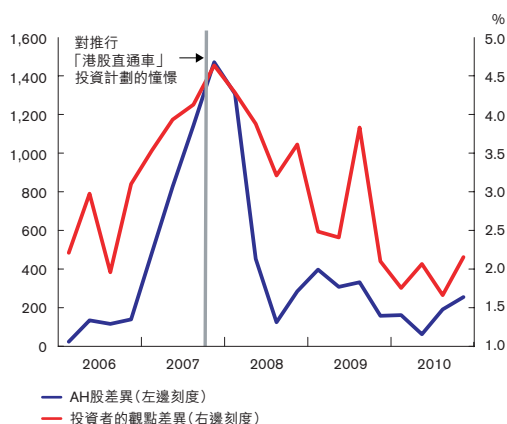
¹⁸ 香港投資者包括參與香港市場的國際投資者。

¹⁹ 該分析框架是指以下兩份論文中所提出的結構化定價模型。對於股市市場，參閱由鍾子健等人(2011)撰寫的《香港金融研究中心工作論文》第33號「Explaining share price disparity with parameter uncertainty: Evidence from Chinese A- and H-shares」。對於遠期匯率市場，參閱由李家輝等人(2012)撰寫的「Determinants and dynamics of price disparity in onshore and offshore RMB forward exchange rate markets」，《香港金融研究中心工作論文》(即將出版)。

²⁰ 此與金融文獻中有關不確定參數的觀點吻合，該觀點假設投資者不能確定結構性定價模型的參數。有關例子，參閱L.Pastor及P. Veronesi (2003)，「Stock Valuation and Learning about Profitability」，《Journal of Finance》，第58(5)期，第1749至1789頁。

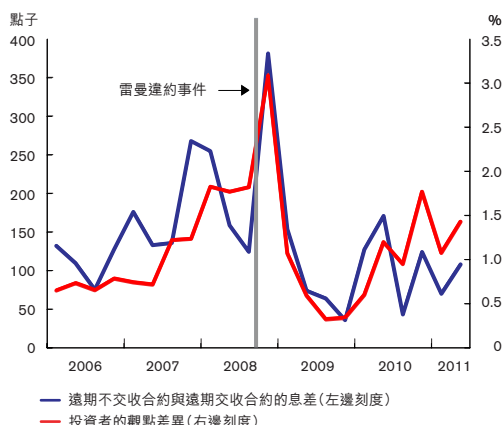
²¹ 此等模型估計使用貝葉斯(Bayesian)算法。貝葉斯原理稱，已估計了的模型參數後驗分佈含有有關投資者過往觀點差異的資訊。投資者觀點之間的分歧程度根據模型參數估計的標準偏差予以量化。

圖 B3.2
A股與H股市場的價格差異及投資者的觀點差異



註：
1. 樣本期：2006 年第 1 季至 2010 年第 4 季。
2. A、H 股差異為恒生 A 股指數與恒生 H 股指數之間的絕對差異。

圖 B3.3
在岸遠期交收合約市場及離岸遠期不交收合約市場的價格差異及投資者觀點的差異



註：
1. 樣本期：2006 年第 1 季至 2011 年第 2 季。
2. 息差指在岸遠期交收合約匯率與離岸遠期不交收合約匯率之間的絕對差異。

表 B3.A
衰減測試的結果

價格差異	每一單位衝擊衰減至其一半數值所需的交易日數 ¹
A 股及 H 股 ²	35.1
人民幣遠期交收合約及遠期不交收合約	3.4
香港離岸人民幣市場及在岸人民幣市場	13.5

註：
(1) 日數計算公式： $\log(2)/\log(1+b)$ ，其中， b 為 $y_t - y_{t-1} = a + by_{t-1}$ 的迴歸係數， y 代表價格差異數據， a 代表截距。
(2) 僅為 2009 年 11 月至 2011 年 11 月部份樣本期的結果。2006 年 1 月至 2011 年 11 月更長樣本期的結果表明交易日數顯著增加。

我們框架內所得出的定價函數計算，當在岸及離岸投資者觀點不一致時，兩個市場的價格可能不同，而當投資者的觀點差異越大時，價格差異會越大。

圖 B3.2 及 B3.3 分別顯示 A、H 股及人民幣遠期外匯市場價格差異及投資者觀點差異的實證關係。²² 就此兩個市場而言，結果表明，價格差異與投資者觀點差異的變量走勢一致。應當注意的是，價格差異及投資者觀點差異的水平在正常情況下會較為輕微，而只會在市場動盪期間急升。這種現象與本框架十分吻合，因為在困境時期，不明朗因素往往會增加，再加上不同投資者之間存在一定程度的資訊不對稱，可能會導致投資者觀點的差異擴大，進而導致更大的價格差異。

既然價格差異普遍存在，我們有興趣了解這種差異是否具有自我修正的屬性。尤其當額外的市場衝擊令價格差異進一步擴大，此擴大會否持續一段長時間，還是會逐漸重返長期平均差異的水平？²³ 為探討此問題，我們採用衰減測試去探討就每一單位的衝擊效應減半所需的交易日數。結果表明，所有市場的價格差異均會漸次重歸其長期平均水平，這意味著衝擊帶來的影響，只會使價格差異短暫偏離其長期差異水平。表 B3.A 概述該衰減測試的結果。以人民幣遠期外匯市場為例，每一衝擊單位所造成的影響約需 3 個交易日將其減半，而餘數再減半則需時另外 3 個交易日，如此類推。

就價格差異而言，我們關注的一個主要問題是，離岸市場的重大價格變動是否會導致在岸市場出現不利的異常情況？為探討此問題，我們使用高頻率數據（每 5 分鐘記錄一次匯率），研究在岸人民幣與香港離岸人民幣現匯市場之間的相互影響。我們選擇該市場作為研究對象的原因是，在 2011 年 9 月底，離岸人民幣現貨匯率急跌，而在 9 月 23 日與在岸人民幣的匯率差幅比較，更擴闊至 1.94%。

²² 由於缺乏足夠的長樣本期的數據，故並無對在岸人民幣及香港離岸人民幣現貨市場的價格差異進行類似測試。

²³ 儘管這種長期均衡可能由於在岸及離岸市場各自的市場發展而出現變動，但我們仍可測試出衝擊所導致的差異相對於其各自的長期均衡水平的差距是否正在加大（代表偏離）或縮小（代表收斂）。

圖 B3.4
2011年7月13日至12月7日的
香港離岸人民幣及在岸人民幣匯率



實證測試表明，於2011年9月22日之前（圖B3.4），香港離岸與在岸人民幣匯率之間存在雙向關係。²⁴ 然而，於第二個分段期間，則出現由在岸匯率影響離岸匯率的因果關係，而相反方向的關係則並不顯著。該結果表明，當香港離岸人民幣匯率處於相對穩定的期間，在岸及離岸市場會互相影響。而在香港離岸人民幣匯率較為波動的第二個分段期間，這種關係則變更為在岸人民幣匯率領先香港離岸人民幣匯率的單向關係。這項結果及價格差異具有自我修正屬性（即這兩種匯率隨著時間逐漸趨同）的實證發現同時顯示，在岸人民幣匯率具有定錨作用，拉回大幅偏離的離岸匯率。²⁵

上述分析確認，資訊不對稱及內地與香港市場的分割，是導致在岸與離岸市場之間出現價格差異的主因。儘管結果表明，一定程度的價格差異或會持續，但由於存在着自我修正機制，任何重大差異很有可能僅屬暫時現象。此外，從在岸及離岸人民幣現貨匯率的研究中，並無證據顯示離岸市場的波動會導致在岸市場出現異常。展望未來，只要資訊不對稱、市場分割及有限套戥的現象仍然存在，價格差異仍會持續。在市場動盪期間，差異可能會比較顯著。但隨著內地與香港的金融市場進一步融合，以及內地資本帳的開放，這種差距將會收窄。

²⁴ 所運用的測試指格蘭杰因果關係檢驗(Granger causality test)及互相關測試。格蘭杰因果關係檢驗是一種用以確定某種變量是否會「導致」另一種變量的統計假設測試。互相關測試與格蘭杰因果關係檢驗相似，但前者使用卡方驗證法(Chi-square test)來驗證當前期間的某種變量會否與早前期間的另一種變量存在共同的相互聯繫。

²⁵ 類似的因果關係檢驗亦以每日數據應用於A、H股及人民幣遠期市場。在這兩種市場而言，在岸價格與離岸價格均相互影響，此外，並無明確的統計證據指出離岸市場的波動會加大在岸市場的波動，亦即由離岸市場流至在岸市場的波動性溢出並不存在。

資金流

資金流於2011年下半年繼續受不同的風險情緒所影響。避險情緒升溫及全球股市大幅下挫，令港元需求於第3季轉弱。進入第4季，隨著歐元區主權債務危機加深，港元需求變得較為反覆。展望未來，2012年的資金流向及規模仍極不明朗，並且會繼續受歐元區的事態發展所影響。

4.3 資金流

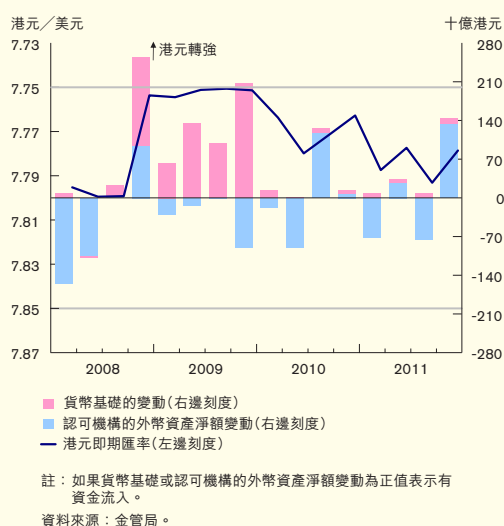
港元資產需求

在動盪的宏觀經濟及金融環境下，不同的價格及數量指標顯示，港元需求於2011年第3季大致疲弱，並於第4季變得較為反覆。然而，兌換保證並未被觸發，港元兌美元即期匯率亦只是於窄幅上落。

於2011年第3季，港元匯率轉弱及銀行體系的外幣資產淨額減少，反映港元需求轉弱（圖4.17）。首先，港元兌美元即期匯率由第2季的平均值7.7773降至第3季的7.7931。其次，認可機構的外幣資產淨額於7月至9月期間連續3個月出現收縮，顯示有資金流出非銀行私營部門。²⁶ 與此同時，雖然港元貸款增加，但是港元存款稍為下降。

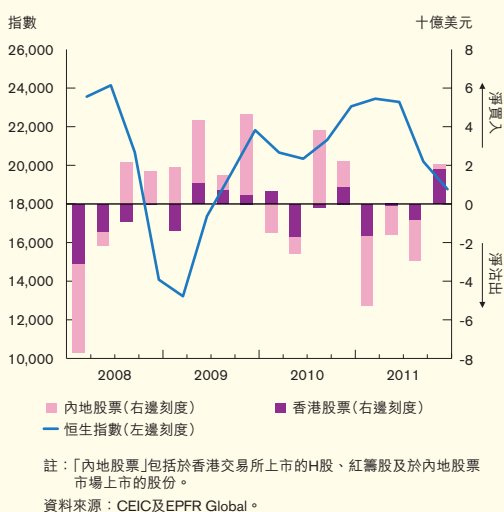
於截至2011年9月的3個月內，港元及多種區內貨幣均面臨沽售壓力，主要原因在於全球避險情緒升溫，以及對美元等避險資產的需求增加。於8月，美國主權信用評級遭調降，引發一輪拋售潮，投資者紛紛減持風險資產。對歐元區主權債

圖 4.17
資金流指標



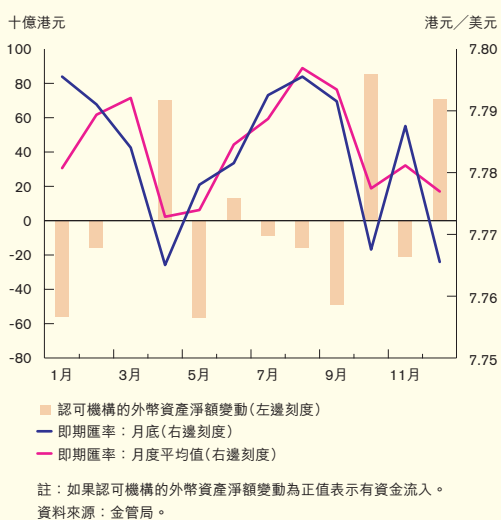
²⁶ 留意認可機構外幣資產淨額（數值上相等於港元負債淨額）的變動會受到價格及匯率改變等估值變動的影響，所以它們僅屬港元資金流淨額的代理指標。

圖 4.18
股票資金流的市場調查



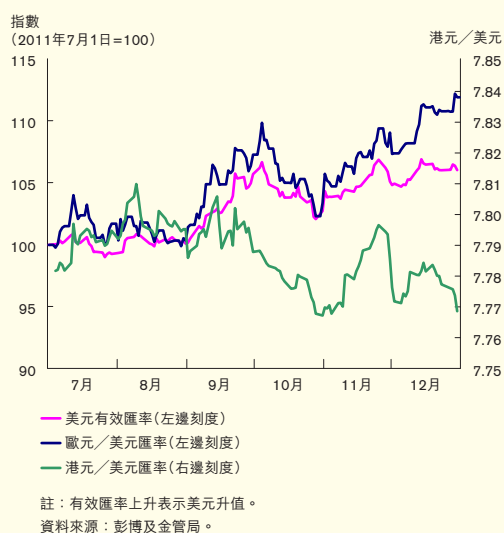
務危機的憂慮持續上升，亦進一步削弱市場信心，同時亦降低了風險胃納。於 9 月，多種區內貨幣錄得自三年前雷曼兄弟倒閉以來的最大單月跌幅。同月，甚至連香港的離岸人民幣亦面臨沽售壓力，相較在岸人民幣存在折讓。這與 2011 年上半年的情況相反，當時離岸人民幣匯率相對於在岸匯率一直存在溢價。市場調查顯示，海外投資者於第 3 季淨沽出香港股票及包括 H 股在內的內地相關股票，顯示港元資產需求下降（圖 4.18）。區內股票價格於 8 月及 9 月亦普遍急挫，下跌幅度較美國股市更為嚴重。

圖 4.19
2011 年匯率及認可機構的外幣資產淨額變動



港元需求於 2011 年第 4 季變得較為反覆，於 10 月及 12 月面臨買入壓力，而於 11 月則面臨沽售壓力（圖 4.19）。就整個季度而言，港元兌美元即期匯率稍微轉強，而認可機構的外幣資產淨額亦有所增加，可見港元需求大致較第 3 季強勁。此外，期內港元存款增幅亦遠高於港元貸款的增幅。

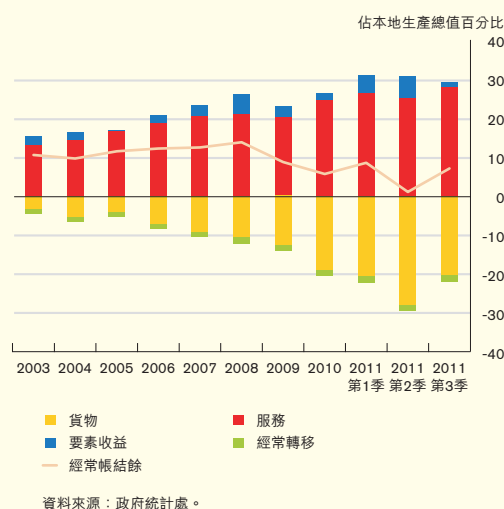
圖 4.20
2011年匯率變動



與歐元區主權債務發展狀況相關的對風險的極端情緒反應，以及銀行的年末資金需求，使到港元需求於2011年10月至12月期間變得較為反覆。具體來說，當美元於10月處於弱勢，港元即期匯率轉強，而當美元於11月處於強勢，港元即期匯率就轉弱，這大致反映出港元即期匯率受美元兌其他主要貨幣(特別是歐元)的波動所影響(圖4.20)。接近2011年底，由於市場人士為應對年末資金需求，所以增加利用貨幣互換合約以美元換取港元，令港元即期匯率轉強。上述交易亦使港元遠期匯率折讓顯著收窄。

於2012年首兩個月，隨著港元與其他區內貨幣同時轉強，資金流入壓力似乎仍在持續。金融市場情緒亦迅速轉好，恒生指數錄得自1996年以來的最大1月份升幅。

圖 4.21
經常帳盈餘



國際收支平衡及跨境資金流

最新國際收支平衡統計資料顯示，儲備資產繼續增加，2011年第3季的增幅為236億港元(佔本地生產總值的4.8%)，而前兩季的平均季度增幅為191億港元(佔本地生產總值的4.3%)。儲備資產於第3季增加，是由以港元購買外幣、外幣資產收入及負債證明書增加所帶動。最新數據顯示，外匯基金的外幣儲備資產於第4季進一步增加。

雖然貿易條件略有惡化(即出入口價格比率下降)，但與第2季相比，2011年第3季經常帳盈餘仍出現反彈，不過尚無法確定始於2009年的盈餘縮小趨勢會否趨於穩定，甚至出現逆轉(圖4.21)。由於服務貿易盈餘增長超過貨物貿易赤字收縮的幅度，經常帳盈餘於第3季改善至342億港元(佔本地生產總值的7.0%)。

圖 4.22
跨境資金流

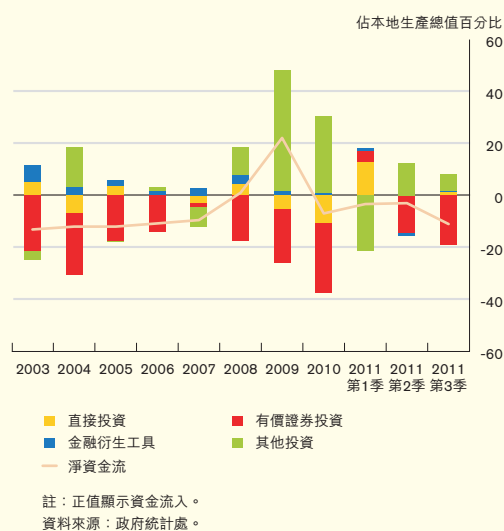
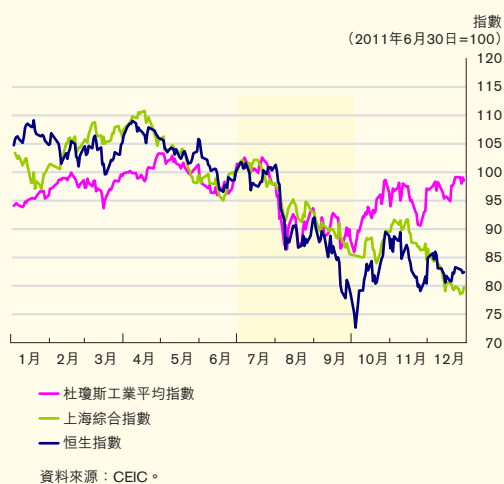


表 4.B
跨境有價證券投資資金流

(十億港元)	2010	2011		
		第1季	第2季	第3季
來自香港居民				
股票證券	-364.1	-51.5	-96.0	-154.9
債務證券	-275.7	60.3	-11.6	25.5
來自非香港居民				
股票證券	143.9	-2.5	37.2	18.2
債務證券	28.6	11.4	7.6	16.8

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

圖 4.23
股市表現



2008年及2009年全球金融危機期間出現的私人金融資金淨流入自2010年起已出現逆轉，回復至資金淨流出的狀況（圖4.22）。²⁷ 其中，2011年第3季錄得545億港元（佔本地生產總值的11.1%）的較大規模私人金融資金淨流出，高於前兩個季度的季度平均資金淨流出146億港元（佔本地生產總值的3.3%），大致反映經常帳的變動。按組成部份分析，香港於第3季錄得資金淨流出，主要是由於證券投資淨流出超過有關貸款及存款的其他投資淨流入所致。

證券投資於2011年第3季錄得資金淨流出，主要是由於股票證券投資淨流出超過債務證券投資淨流入（表4.B）。來自本地居民的股票證券投資流出於2011年首三個季度連續增長，於第3季達到1,549億港元（佔本地生產總值的31.6%），為2008年第2季以來的高位。部份股票證券投資可能與本地居民在市場上買入由外國投資者減持的若干在本地上市但註冊地點位於境外的股票有關。此外，股票資金可能已從本地股市轉向其他發達經濟體系的股市。在此情況下，本地股市於第3季的表現遜於美國股市（圖4.23）。

²⁷ 鑑於香港在過去錄得可觀的經常帳盈餘，在儲備資產變化不大的情況下，香港出現私人金融資金淨流出實屬正常。

圖 4.24
銀行貸款跨境資金流



另一方面，有關存款及貸款的其他投資於2011年第3季錄得資金淨流入，部份是由於非居民的貨幣及存款資金淨流入所致。本地銀行業數據亦顯示，來自境外銀行的外幣銀行同業資金於第3季有所增長。與此同時，本地銀行向非居民提供並且為數不少的貸款資金流出於第3季持續，但貸款增速有所緩和，與總貸款增長放緩的情況相符（圖4.24）。部份流出貸款與內地需求有關，內地借款人從而受惠於低企的美元及港元利率。

資金流展望

踏入2012年，資金流向及規模極不明朗。接近2011年底時的經驗再次說明區內資金流及匯率變動對全球金融狀況及投資者風險偏好非常敏感。例如，面對美元資金缺口、資本短缺及脆弱的歐洲經濟狀況，歐元區銀行如何重整其國際業務，可能會對包括香港在內的區內經濟體系的資金流產生重大影響。

大致而言，發達經濟體系可能會進一步推出貨幣寬鬆措施，而全球經濟亦有可能出現雙軌復甦，上述因素或會引致資金流入區內；但與此相反的情況是，雖然美國聯邦儲備局釋放於短期內不會加息的訊號，但是如果歐元區主權債務危機進一步升級，可能會打擊投資者信心，導致區內出現大規模資金流出。

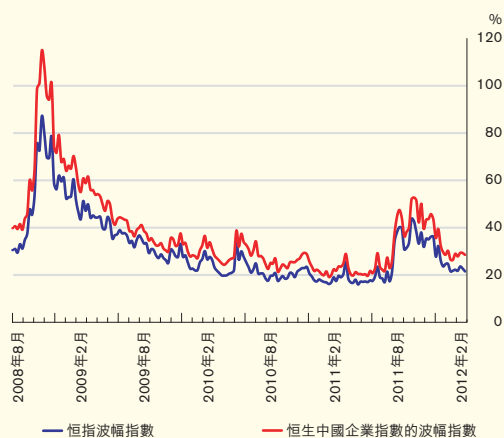
資產市場

在過去6個月，本地股市大幅上落。於回顧期初，本地股市經歷急劇拋售，其後，在全球經濟前景改善及風險胃納增強等利好因素刺激下，股市止跌回升。港元債務市場溫和擴張，而非金融機構發行人發債額上升，帶動離岸人民幣債券市場顯著增長。

住宅物業市場逐步整固，市場交投淡靜，價格偏軟。工商物業市場亦面臨下行壓力，但租賃需求仍大致保持韌力。除非外圍環境出現進一步的下行風險，否則，對利率持續低企及供應緊絀的預期，可能會進一步推高物業市場的財務槓桿水平。有見及此，繼續就銀行信貸實施監管限制仍屬必要。

4.4 股市

圖 4.25
恒指波幅指數及恒生中國企業指數的波幅指數



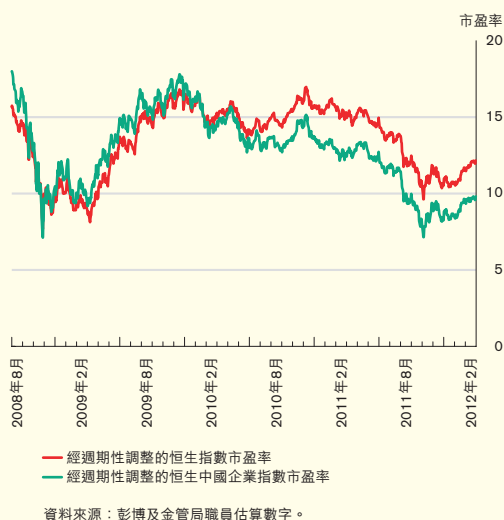
註：恒指波幅指數是由恒生指數有限公司提供，而恒生中國企業指數的波幅指數是經金管局職員估算。

資料來源：彭博及金管局職員估算數字。

於回顧期初，受本地及外圍的負面因素拖累，本港股市繼續受壓。外部需求疲弱，令經濟發展近乎停滯。內地進一步收緊銀根，導致營商環境轉差。歐洲主權債務問題加深，而美國則經濟復甦乏力。雖然市場因估值較低而具有吸引力，但風險重整仍把引伸波幅推至全球信貸危機以來的最高水平（圖4.25及4.26）。然而，隨著歐洲資金緊絀狀況紓緩、內地通脹見頂、美國經濟前景改善，外圍環境於2011年底有所改善，吸引投資者趁低吸納，令全球股市反彈。本地股市亦重拾升軌，成交量快速回升。

整體而言，恒生指數於2011年9月至2012年2月期間輕微上升5.6%，而恒生中國企業指數（又名H股指數）則上升8.1%。各項分類指數中，金融分類指數因投資者信心恢復而上升7.1%。期內，在極不明朗的宏觀經濟環境下，小型股（下跌2.7%）表現不如大型股（上升5.5%）。

圖 4.26
經週期性調整的恒生指數及恒生中國企業指數的市盈率

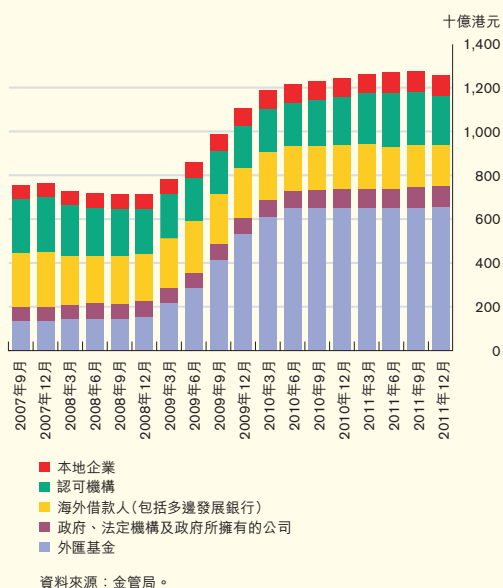


展望未來，雖然於短期內急劇下跌的期權引伸概率已大幅回落，但鑑於全球市場前景不明朗，市場很可能繼續波動（圖4.27）。市場預期歐洲經濟極有可能會放緩，甚至衰退。但主要的憂慮還是歐洲銀行去槓桿化的力度，以及倘若去槓桿化力度很大，是否會引致全球信貸緊縮。外部需求疲弱，加上成本在通脹高企的環境下上漲，令包括香港在內的大部份新興市場所面臨的經濟增長下行風險大幅上升。假如全球貨幣環境轉趨寬鬆，則可望抵銷清淡前景的因素。美國聯儲局已承諾將其超寬鬆政策再延續3年。假如通脹見頂，包括中國人民銀行在內的大多數新興市場央行可望獲得放寬貨幣政策的空間。歐洲銀行去槓桿化的影響尚難以確定，而推行下一輪寬鬆貨幣政策的程度及速度能否足以紓緩當前的狀況亦不明朗。上述因素將使本地股市的前景蒙上陰影。

圖 4.27
未來1個月內恒生指數下跌10%的期權引伸概率



圖 4.28
未償還的港元債務



4.5 債務市場

雖然去年投資者大舉重新評估風險，但港元債務市場仍略有增長。截至2011年12月底，未償還的港元債務總額按年增長1.2%至12,609億港元，相當於港元貨幣供應量M3的31.1%或整個銀行業港元資產的25.1%。增長乏力主要是由於私營海外借款人未償還的債務金額按年減少9.9%所致（圖4.28）。在去年歐洲債務危機惡化的環境下，私營機構發行人在包括港元債務市場在內的國際資本市場籌資時普遍面臨更嚴峻的困境。

2011年的新債發行額按年增長2.9%至20,713億港元。外匯基金及認可機構為主要的增長推動因素，於去年的發債額分別增加246億港元及220億港元，合共佔總發債額增幅的2.3%。政府亦是一手債務市場的活躍參與者，在政府機構債券發行計劃下發行合共115億港元的債券，並向零售投資者售出100億港元的3年期通脹掛鉤債券。由於需求因風險重估而下降，私營海外借款人的發債額減少38.9%，令增長減少0.7%（圖4.29）。然而，由於近期風險胃納增強，加上銀行業在本地及區內的融資成本增加，私營海外借款人的發債額今年有望回升。

圖 4.29
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務

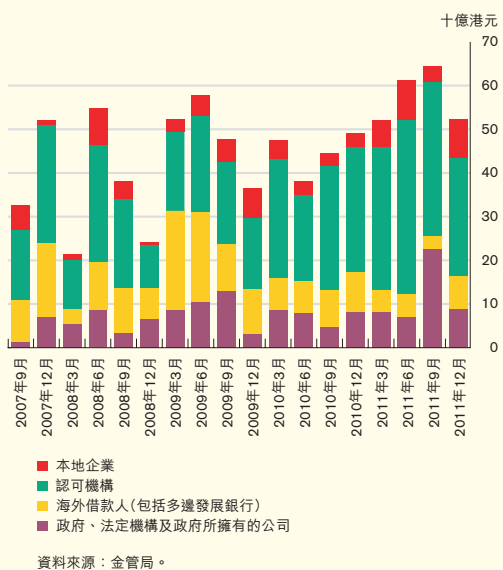
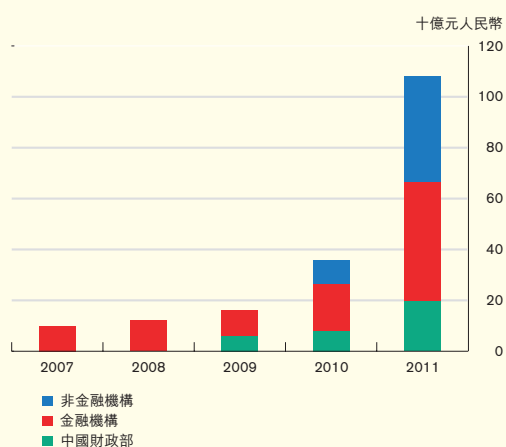
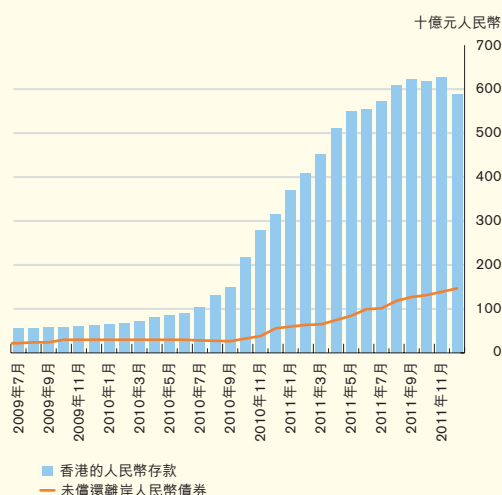


圖 4.30
新發行的離岸人民幣債券



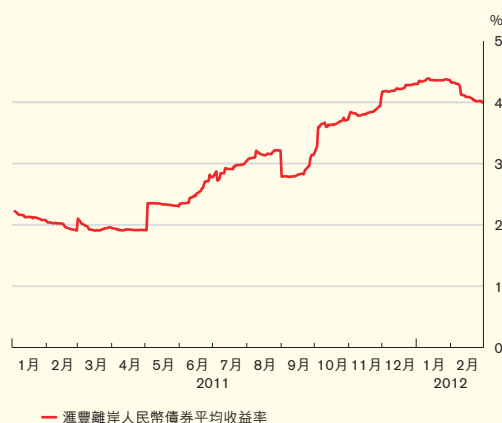
資料來源：各通訊社及金管局職員估算數字。

圖 4.31
香港的未償還離岸人民幣債券及人民幣存款



資料來源：金管局。

圖 4.32
離岸人民幣債券的收益率

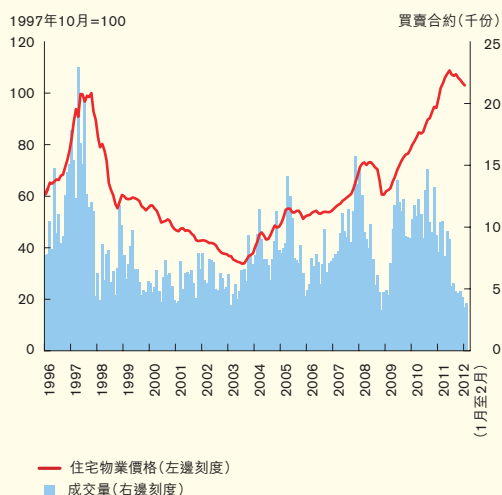


資料來源：彭博。

相比之下，香港的離岸人民幣債券市場於去年顯著增長，於2011年共發行1,079億元人民幣的債券，較2010年錄得的發債額358億元人民幣高出逾兩倍(圖4.30)。發債額大幅上升，推動未償還金額於2011年底創下1,467億元人民幣的新高(圖4.31)。於過往幾年，發債額是由金融機構及中國財政部主導，而最近非金融公司的發債額顯著增加，佔2011年新債發行額大約三成。發債額強勁增長，加上非金融公司債券在市場中所佔比重不斷上升(信貸息差較大)，令平均收益率於去年亦慢慢上升(圖4.32)。可能是由於中國財政部發行債券的緣故，平均收益率於9月初急劇下降，而接近9月底，全球風險重估引發一輪拋售潮，使平均收益率迅速由跌轉升。

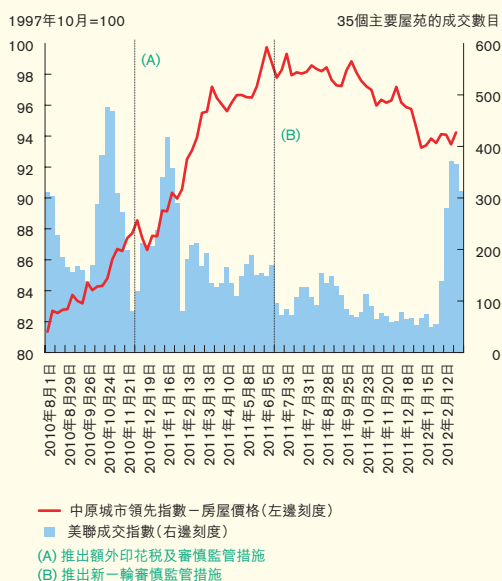
今年離岸人民幣債券市場可望穩定增長。就需求方面而言，人民幣金融資產市場對外國及香港投資者開放的進程仍處於初步階段，由目前的持有量達至最佳水平仍需一段時間。而且，人民幣持續升值(雖然較過往已大大放緩)及較吸引的收益率，仍將對以美元為基礎貨幣的投資者具有吸引力，在目前美國聯儲局已承諾於今後三年內維持利率不變的情況下尤甚。至於供應方面，內地銀行信貸緊絀，將促使更多公司嘗試於在岸及離岸資本市場融資。更多外商使用人民幣進行直接投資，亦將支持本市場的增長。

圖 4.33
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 4.34
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。

4.6 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場在2011年中開始降溫，反映穩定政策措施、信貸狀況收緊、市場情緒轉弱及經濟不確定性增加的共同影響。物業交投活動在2011年下半年顯著收縮，每月於土地註冊處註冊的買賣合約只有約4,900份（圖4.33），較上半年減少約50%。確認人交易及短期轉售交易（持有不足12個月即出售）大幅減少，交易宗數寥寥可數。新批按揭貸款也明顯減少，樓價小幅下降4-5%。然而，物業市況在農曆新年假期後有復甦跡象。地產代理統計的臨時買賣記錄顯示，成交量已飆升至12個月高位，樓價也有所回穩（圖4.34）。但這究竟意味著市況調整已告一段落，還是短暫喘息，仍有待進一步觀察。撇除1997年至2003年期間的極端情況，過往樓價調整

表 4.C
物業市場週期時序表

日期	高峰	低谷	收縮		擴張	
			從高峰至低谷 持續時間 (月數)	累計價格 變動(%)	從之前低谷至目前高峰 持續時間 (月數)	累計價格 變動(%)
1981年10月	1984年9月		35	-32.3	—	—
1994年3月	1995年10月		19	-15.6	114	620.6
1997年10月	2003年7月		69	-66.2	24	71.5
2005年4月	2005年11月		7	-7.2	21	63.4
2008年6月	2008年12月		6	-17.2	31	43.1
2011年6月	不適用	不適用	—	-5.3	30	79.5
(至2012年1月)						
全部週期平均值：						
1981年—2011年			27.2	-27.7	44.0	175.6
1994年—2011年			25.3	-26.6	26.5	64.4
1994年—2011年 (不包括1997年樓市泡沫)			10.7	-13.3	27.3	62.0

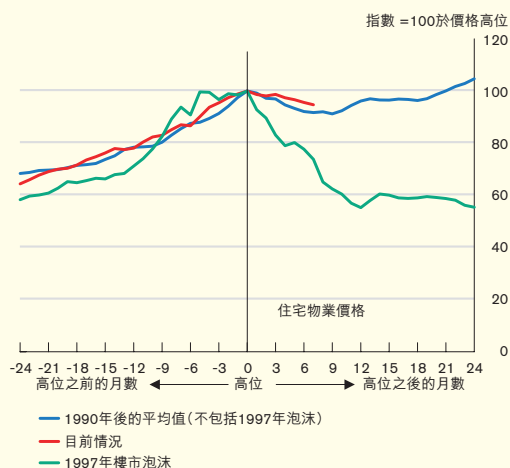
註：物業週期日期使用Bry-Boschan程序確定。請參閱Bry, G.和C. Boschan (1971), 《Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs》, 紐約市, 紐約：哥倫比亞大學出版社。

資料來源：金管局職員估計數字。

幅度相對不算很大(平均減幅為13%)，調整時間亦不算很長(平均11個月)(表4.C及圖4.35)。

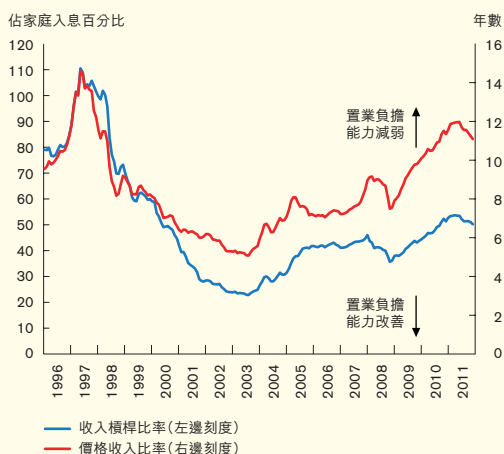
事實上，今次樓價下調幅度仍屬溫和，尤其與之前兩年的強勁飆升相比，情況更加突出。截至目前為止，房屋價格仍較2008/09年全球金融危機前錄得的高位高出約40%。但家庭入息相對滯後，僅增長約13%，導致置業負擔能力惡化、按揭信貸迅速擴張、以及家庭財務槓桿上升。譬如以住宅物業價格與年收入比率計算，最近雖然小幅下滑，但截至2011年底仍達11倍，遠高於歷史平均水平(圖4.36)。²⁸ 因此，購置房屋對家庭財務狀況仍然構成巨大壓力。整體而言，在過去樓價急升的幾年中，家庭按揭債務的確積累了不少(圖4.37)。

圖 4.35
住宅物業價格的事件分析



資料來源：差餉物業估價署及金管局職員估計數字。

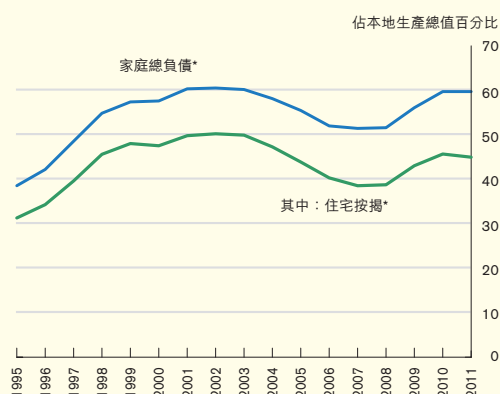
圖 4.36
置業負擔能力指標



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。

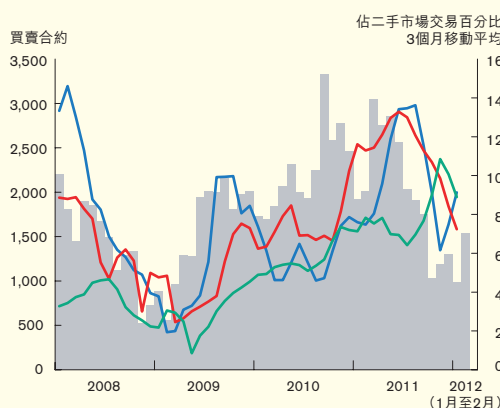
²⁸ 價格收入比率及收入槓桿比率(待論述)是參考一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的稅前入息中位數計算。豪宅對應的比率則更高，乃參考150平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的稅前入息第95百分位數計算。

圖 4.37
家庭負債



* 本統計數據並不包括家庭的非銀行借貸。
資料來源：金管局、政府統計處及金管局職員估計數字。

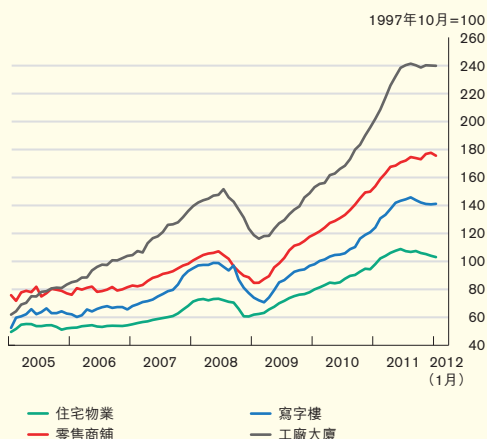
圖 4.38
非住宅物業的成交量及確認人交易



■ 成交量(左邊刻度)
— 確認人交易—寫字樓(右邊刻度)
— 確認人交易—工廠大廈(右邊刻度)
— 確認人交易—零售商舖(右邊刻度)

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 4.39
分類物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

未來樓市走向將視乎以下因素的交互影響而定。下行因素方面，樓價可能會因經濟前景不明朗及市場情緒減弱而面對壓力，尤其是假如全球前景進一步惡化。如果銀行的資金壓力持續增加，按揭信貸亦可能收緊。另一方面，樓價卻同時存在相當的上行壓力。尤其是相對於需求，單位供應仍然緊張，而利率也可能較長時期維持在低水平，這些因素綜合起來可能導致房屋價格持續高漲。此外，考慮到本報告前面各章所述的全球經濟背景，市場再度熾熱的風險仍然存在，並可能再次推動房屋價格上漲。

鑑於目前市況並權衡未來的風險，金管局認為維持目前對按揭貸款的審慎措施是合適的。在目前的關鍵階段，繼續抑制系統槓桿水平上升可防止物業市場重現過熱壓力，並可增強家庭及銀行面對經濟衰退的韌力。目前的超低利率環境亦支持採取偏緊的審慎政策立場，以就利率最終回升提供更充分的緩衝。

工商物業市場

非住宅物業市場亦處於整固階段，整體交投活動急劇減少，而價格則開始向下調整。就成交量而言，2011年下半年每月僅有約1,500份買賣合約註冊，較上半年下降39% (圖4.38)。投機活動雖然仍然顯著高於歷史水平，但已有所減弱。寫字樓及分層工廠大廈價格僅輕微下降，而零售商舖價格則仍大致穩定 (圖4.39)。另一方面，寫字樓、分層工廠大廈及零售商舖的租賃需求持續堅挺，帶動市場租金在2011年下半年進一步上升2 - 5%左右，但是租金收益率仍保持在接近歷史低位的水平。

5. 銀行業的表現

儘管歐洲主權債務危機揮之不去，銀行業在下半年仍保持健康增長。報告期內，本地銀行體系的流動性輕微收緊。雖然最近本地的流動性似乎有稍為放鬆的跡象，但鑑於外圍環境尚未明朗及貸存比率居高不下，本地流動性狀況仍須密切監察。展望未來，本地銀行業的經營環境將可能繼續受到歐洲債務問題的影響。對於債務危機對全球銀行體系可能造成的擴散影響及資金突然外流的風險須保持警惕。

5.1 盈利及資本額

盈利

儘管全球經濟環境疲弱，但零售銀行²⁹的收入水平在下半年仍保持穩定，僅較上半年下降了0.5% (圖5.1)。不過，整體稅前盈利則下降了13.7%。雖然淨利息收入在報告期內顯著增長了9.3%，但卻被非利息收入減少和經營成本上升所抵銷。故此，資產回報由上半年的1.2%輕微下降至下半年的1%。

銀行平均淨息差由上半年的1.21%進一步改善至下半年的1.28% (圖5.2)，部份反映銀行提高了以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率。值得注意的是，由於競爭激烈，部份銀行最近開始更改先前提高按揭利率之舉而將按揭利率下調，這對淨息差的影響仍有待觀察。

圖 5.1
零售銀行盈利

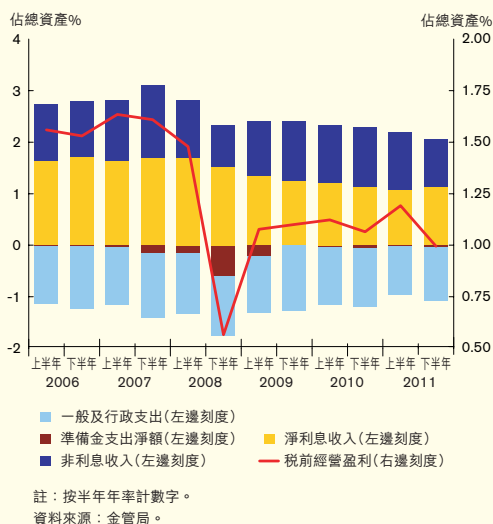
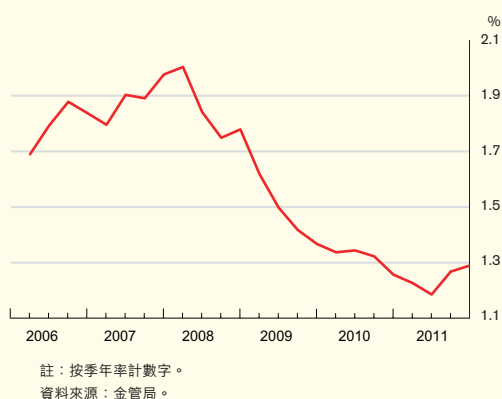
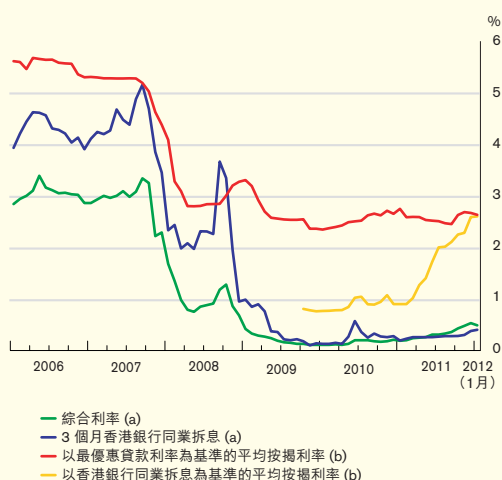


圖 5.2
零售銀行淨息差



²⁹ 除非另有說明，否則本章中所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

圖 5.3
利率

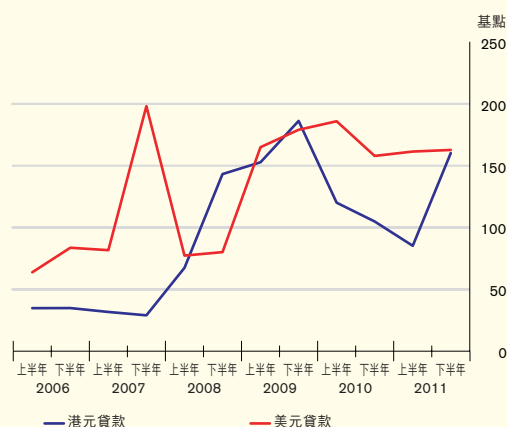


註：
(a) 期末數字。
(b) 獲批貸款的期內平均數字。
資料來源：金管局及其職員估計數字。

以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率在下半年的平均水平顯著回升，與以最優惠貸款利率為基準的按揭利率幾乎持平（圖5.3）。同時，以最優惠貸款利率為基準的按揭佔新批按揭貸款的比例由上半年的9.9%上升至下半年的59.7%，並於2012年1月增至93.6%。

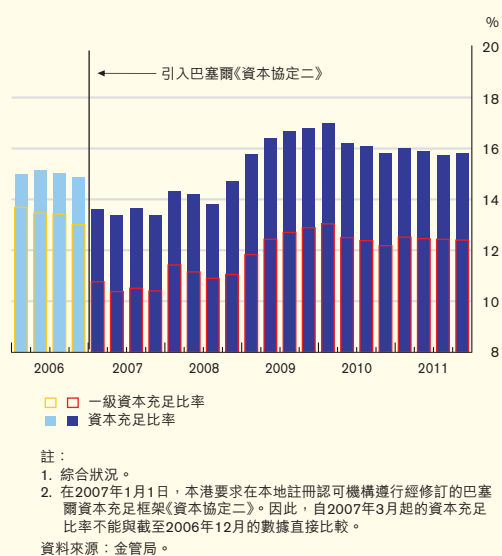
反映銀行平均資金成本的綜合利率自下半年以來上升了18個基點至2012年1月的0.49%。銀團貸款平均定價亦有所上升（圖5.4），港元貸款定價在下半年升至參考利率加160個基點，而上半年則為參考利率加85個基點。這些趨勢表明本地流動性在報告期內輕微收緊。

圖 5.4
銀團貸款平均定價



註：銀團貸款平均定價為以貸款金額計算的加權數字，顯示的定價是參考利率所附加的基點。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖 5.5
本地註冊認可機構資本額



資本額

銀行業的資本額依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於2011年12月底穩定在15.8%，較6月底的15.9%輕微下降(圖5.5)，而一級資本充足比率(即一級資本佔風險加權總資產的比率)則由12.5%輕微下降至12.4%。

金管局已就在香港落實新的巴塞爾《資本協定三》框架與銀行業展開諮詢。鑑於香港銀行資本充裕且向來比較倚重普通股以達到監管資本要求，加上根據香港現行的資本規則，巴塞爾《資本協定三》的大部份監管調整早已必須從銀行的資本基礎中扣除，香港銀行要符合有關的較高資本要求應該不會有困難。

圖 5.6
零售銀行流動資金比率



5.2 流動資金與資金來源

銀行體系的資金狀況保持穩定，平均流動資金比率自2010年第1季持續下降之後，在報告期內輕微上升。零售銀行的流動資金比率由2011年第2季的36.2%微升至第4季的38% (圖5.6)，仍遠高於25%的最低監管要求。

客戶存款仍是零售銀行的主要資金來源。客戶存款佔銀行總負債的比例由2011年6月底的72.1%上升至12月底的74% (圖5.7)。由於銀行在下半年調高利率以吸引長期存款，定期存款佔客戶存款總額的比例由2011年6月底的41.2%進一步上升至12月底的43.3%。然而，這一比例仍遠低於2008年及之前的50%以上水平，這表明零售銀行存款的平均年期可能較之前的水平為低。因此，銀行業的流動性可能會較之前更受資金外流影響。

圖 5.7
零售銀行負債結構

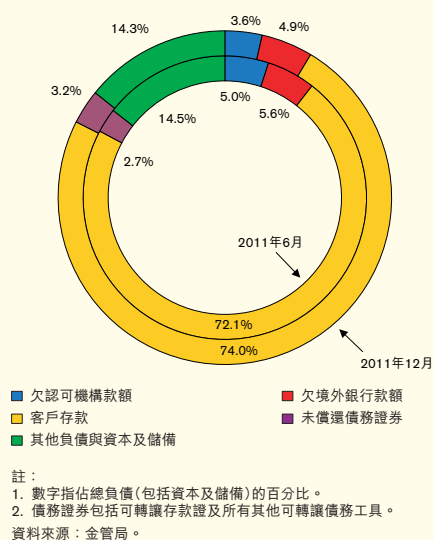
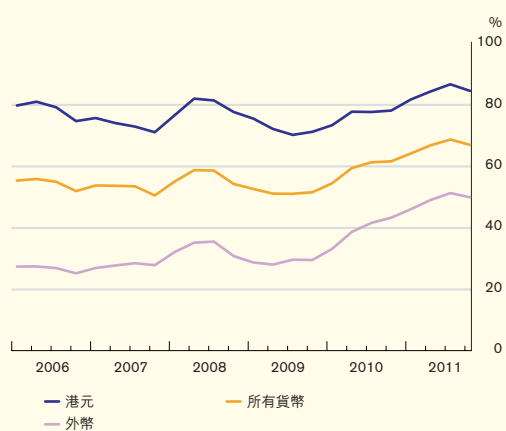
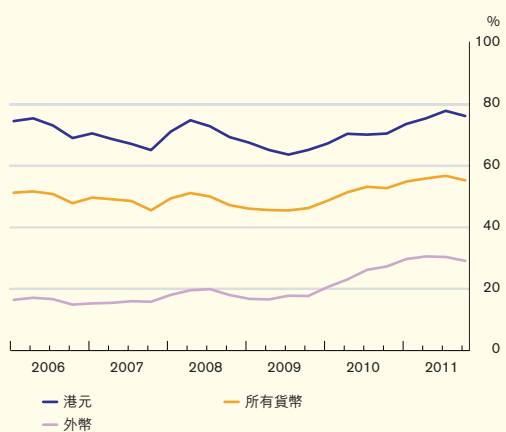


圖 5.8
所有認可機構的貸存比率



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。

圖 5.10
港元及美元的期限息差



註：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。

港元貸存比率維持在相對較高的水平，2011年12月底為84.5%，而6月底則為84.2%（圖5.8）。同時，以所有貨幣計算的貸存比率在2011年12月底處於66.9%的水平，而6月底時則為66.6%。零售銀行的港元及以所有貨幣計算的貸存比率同樣維持在較高的水平，於2011年12月底分別為76.2%及55.3%（圖5.9）。自2011年年初以來，本地流動性狀況已由先前的充裕水平轉向有所收緊。雖然最近本地的流動性似乎已經略為鬆動，但鑑於外圍環境尚不明朗且貸存比率居高不下，本地流動性狀況仍須密切監察。

外匯持倉

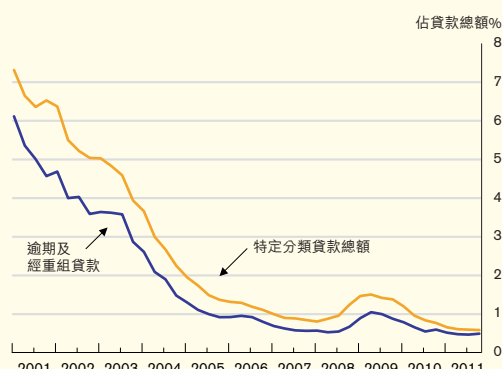
銀行業償還以外幣計值的債務的能力，可根據認可機構所有外幣的整體淨未平倉持倉進行評估。於2011年12月底，持倉金額為240億港元，相當於認可機構總資產的0.2%，表明認可機構面對的整體外匯風險或未為高。

5.3 利率風險

美元及港元長期與短期利率之間大幅度的息差（圖5.10）可能會誘使銀行承受較高的利率風險，借入短期資金以購入長期的計息資產，這或會為銀行體系帶來潛在的利率風險。低息環境導致此類追求收益率的活動更為吸引，繼而令期限錯配加劇及利率風險上升。

儘管息差在報告期內輕微下降，但仍遠高於全球金融危機前的水平。銀行應謹慎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 5.11
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。

表 5.A
預計未來 3 個月本地貸款需求

(受訪者%)	2011年3月	2011年6月	2011年9月	2011年12月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	62	38	14	19
保持平穩	33	52	62	67
略為下降	0	5	19	10
顯著下降	5	5	5	5

資料來源：金管局。

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	
	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
信用卡	-9.6	5.7	-0.9	17.9	-1.4	15.9
其他私人用途貸款	-8.1	8.9	7.9	6.6	9.4	3.8
個人貸款總額	-0.8	6.1	5.1	8.9	5.6	2.7

資料來源：金管局。

5.4 信貸風險

零售銀行貸款組合的資產質素保持穩定，特定分類貸款的比率由2011年6月底的0.61%下降至12月底的0.59%，而逾期及經重組貸款的比率則由0.48%微升至0.49% (圖5.11)。

在2011年第4季中，信貸增速進一步放緩，由上季的4.4%下降至1%。在貸款總額中，物業相關貸款³⁰在2011年上半年增加2.2%後，於報告期內再上升0.2%，佔本地貸款總額的比例仍高企於47%以上。信貸增長放緩的部份原因是金管局敦促銀行抑制放款，以確保有足夠的穩定資金以支持貸款增長。

根據2011年12月金管局信貸狀況展望意見調查，信貸或會繼續以緩慢步伐增長，調查結果顯示，大部份受訪認可機構預期本地貸款需求在未來3個月內保持平穩 (表5.A)。

個人貸款

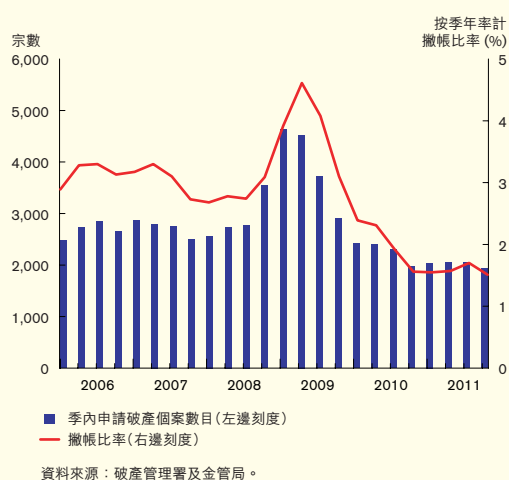
個人貸款³¹的增長由上半年的5.6%進一步放緩至下半年的2.7%。增長放緩主要反映按揭貸款放緩，而按揭貸款放緩部份是由於銀行提高按揭貸款利率，以及金管局推出多項審慎措施以收緊批核標準。³²其他類型的個人貸款表現參差。信用卡貸款繼於上半年下降1.4%後，於下半年增長15.9%，而其他私人用途貸款的增幅由9.4%放緩至3.8% (表5.B)。與近期個人貸款放緩相符，住戶債務槓桿比率 (即個人貸款與本地生產總值的比率) 由2011年6月底的60.4%輕微下降至12月底的59.7%。

³⁰ 物業貸款包括按揭貸款及建築、工程、物業發展及投資貸款。

³¹ 個人貸款 (loans to households) 亦可譯作「住戶」貸款。個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2011年12月底，個人貸款佔本地貸款的比例為30.4%。

³² 繼早前於2010年11月19日、2010年8月13日及2009年10月23日實施多項措施之後，金管局於2011年6月10日再度針對物業按揭貸款推出審慎措施，要求銀行進一步收緊按揭貸款的批核標準。詳情請參閱載於金管局網站的相關新聞稿及通告。

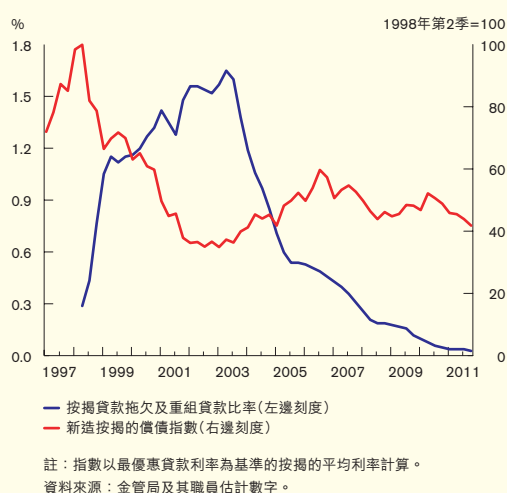
圖 5.12
信用卡貸款的撇帳比率及申請破產個案



無擔保個人貸款的信貸風險繼續得到良好控制，信用卡貸款撇帳比率（按季年率計）於2011年第4季為1.51%，較第2季的1.57%有所改善（圖5.12）。同時，申請破產個案數目繼於上半年下降4.3%後，於下半年再下降2.3%。

其他各項指標亦顯示個人貸款的信貸風險溫和改善。銀行按揭組合的拖欠及重組貸款比率於2011年12月底進一步跌至0.03%的歷史低位（圖5.13），而新造按揭的償債指數由2011年第2季的46下降至第4季的42。償債指數的改善主要反映平均按揭貸款額下降。然而，由於新批按揭貸款的平均合約期限增至284個月的高水平，該等按揭貸款的每月供款對利率上升更為敏感。按揭利率近期呈溫和的上升趨勢，對個人償債負擔可能造成的影響值得密切關注。

圖 5.13
銀行按揭組合的拖欠比率及新造按揭的住戶債務負擔

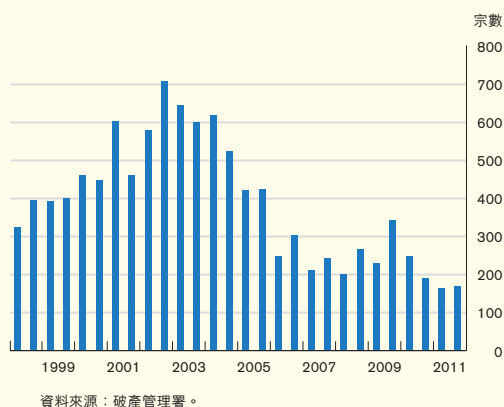


公司貸款³³

本地公司貸款³⁴於上半年增長14.6%後，於下半年放緩至僅為1.6%。於2011年12月底，公司貸款佔本地貸款69.3%。

各項指標顯示銀行的公司貸款信貸風險輕微增加。公司強制清盤令的數目於下半年略有增加，達到170宗，較前6個月增加4.3%（圖5.14），而Altman的Z得分³⁵（以會計數據為基礎的

圖 5.14
公司強制清盤令數目

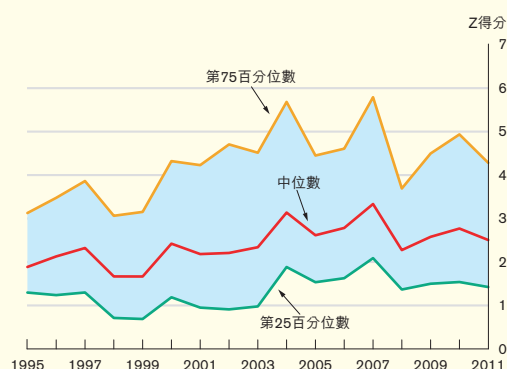


³³ 不包括銀行同業貸款。

³⁴ 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。

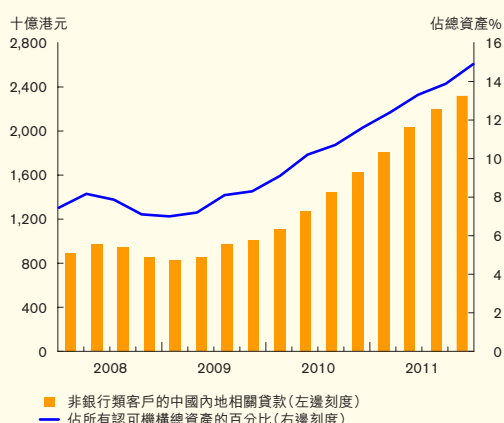
³⁵ Altman的Z得分是以會計數據為基礎的信貸風險指標。該指標是典型的信貸風險指標，根據各企業財務報表所載的一系列財務比率來評估企業整體的穩健程度。用以計算Z得分的會計比率為：流動資金／總資產、保留盈餘／資產、扣除利息及稅項前盈利／總資產、股票市值／總負債帳面值，以及銷售額／總資產。

圖 5.15
Altman的Z得分：非金融類上市公司破產
風險指標



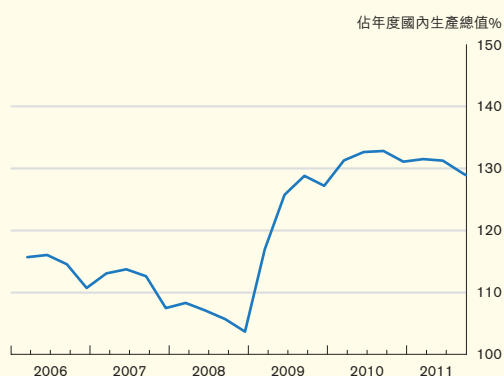
註：Z得分越低表示公司違約的可能性越高。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖 5.16
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。

圖 5.17
中國內地的信貸與國內生產總值比率



註：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。

信貸風險指標) 稍為下降，表明非金融類公司的財務狀況略為轉差(圖5.15)。

中國內地相關貸款

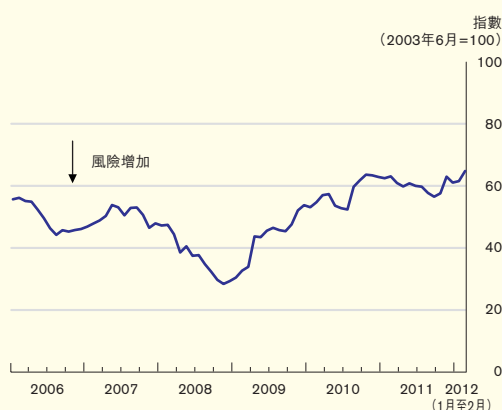
於報告期內，銀行在中國內地相關業務的信貸繼續增長。所有認可機構對非銀行類客戶的中國內地相關貸款總額由2011年6月底的20,300億港元(佔總資產13.3%)增至12月底的23,180億港元(佔總資產14.9%) (圖5.16)。其中，零售銀行對非銀行類客戶的中國內地相關貸款³⁶由14,270億港元(佔總資產14.5%)增至15,730億港元(佔總資產15.8%)。

香港銀行的表現將繼續受中國內地宏觀經濟發展的影響。儘管內地的信貸與國內生產總值比率由2011年6月底的131%輕微改善至12月底的127%，但仍明顯高於2008年底信貸迅速增長前的較正常水平(圖5.17)。儘管以市場為基準的指標顯示，中資企業的信貸風險仍保持穩定，整體違約距離指數³⁷

³⁶ 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。

³⁷ 違約距離是根據市場計算的違約風險指標，其基礎是來自R.Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。實際上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

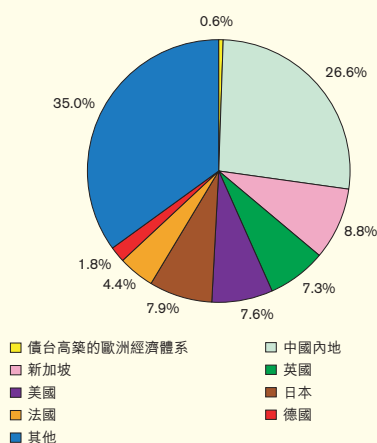
圖 5.18
中資企業的違約距離指數



註：定義為上海證券交易所A股180指數非金融類成份公司(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。

圖 5.19
2011年12月底香港銀行業
於主要國家(所有行業)持有的對外債權



資料來源：金管局。

亦明顯較全球金融危機前的水平為佳(圖5.18)，但銀行仍須對信貸風險的管理保持警惕。

歐洲主權債務危機的影響

儘管決策者推出的支援措施³⁸已顯著減低在短期內發生嚴重流動性危機的風險，但根深蒂固的結構性問題仍未得到解決。歐洲中央銀行已指出數項可能會觸發危機進一步蔓延的潛在因素。其中，易受衝擊國家可能會出現的政治不明朗狀況，以及滯後於歐盟的建議和計劃的財政整頓，被認為是最重要的潛在因素。³⁹

鑑於香港銀行對英國、法國及德國銀行的貸款為數不少(圖5.19)，而這三個國家的銀行又在負債累累的歐洲經濟體系有相當數額的貸款，故應密切關注潛在的擴散風險及對本港銀行的影響。

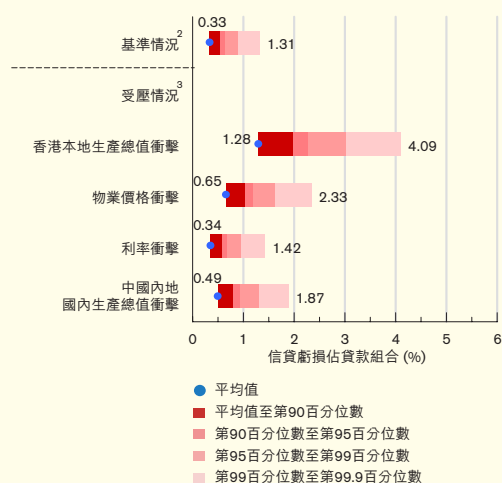
最近，英國銀行業獨立委員會提出一個分離銀行業務的改革方案，以提高英國銀行體系的穩定性。⁴⁰ 該建議一旦獲採納，香港向英國提供的銀行同業貸款的信貸風險或會上升，因為英國政府將不再為其提供擔保。在現行模式下，在正常時期來自香港的銀行同業貸款，只佔英國銀行的資金很小部份。然而，當市場動盪時，香港資金的重要性或會大幅提升。此項改革或會進一步加強這種模式。鑑於英國成立的銀行在香港有相當規模，如果該改革方案獲採納，應密切關注倘使出現因歐洲不明朗因素增加而導致香港向英國提供的銀行同業貸款急升的有關風險。

³⁸ 詳情請參閱報告第2.2節。

³⁹ 其他因素包括：(1)有關歐元區銀行的盈利及償債能力的負面消息；(2)歐元區主權國家及銀行的信貸評級的任何進一步惡化，或實施更高的保證金或抵押要求；(3)私人投資者牽涉希臘主權債券的細節方面的任何持續不確定因素；及(4)新的財政協定及歐洲金融穩定基金的有效規模方面的實施風險。詳情請參閱歐洲中央銀行於2011年12月發佈的《Financial Stability Review》。

⁴⁰ 詳情請參閱英國銀行業獨立委員會於2011年9月12日發佈的《Final Report》。

圖 5.20
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：

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

資料來源：金管局職員估計數字。

專題4顯示，一旦因歐元區危機導致香港經濟出現衰退，本地銀行將難免面臨較大的信貸損失。此外，歐洲銀行去槓桿化的壓力亦可能影響本地信貸的供應。壓力測試結果顯示，即使在極端的情況下，貸款損失的嚴重性亦將遠低於亞洲金融危機後錄得的實際損失，而對流動資金的影響亦將遠較2008-09年的全球金融危機的影響為輕。儘管如此，對於債務危機對全球銀行體系可能造成的擴散影響及資金突然外流的風險須保持警惕。

信貸風險宏觀壓力測試^{41及42}

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

圖5.20使用截至2011年第4季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊⁴³下，零售銀行於2013年第4季的模擬信貸虧損比率。

根據估算，在各種假定宏觀經濟衝擊後的兩年內，零售銀行整體貸款組合的預期信貸虧損將處於溫和水平，介乎0.34% (利率衝擊) 至1.28% (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1.42% (利率衝擊) 至4.09% (香港本地生產總值衝擊) 之間，虧損幅度雖然較大，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%貸款損失。⁴⁴

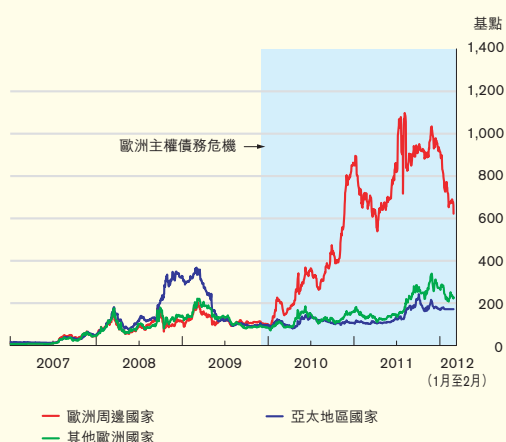
⁴¹ 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁。本文估計時使用更新版本的架構。

⁴² 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二零一一年九月號之前的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。

⁴³ 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。

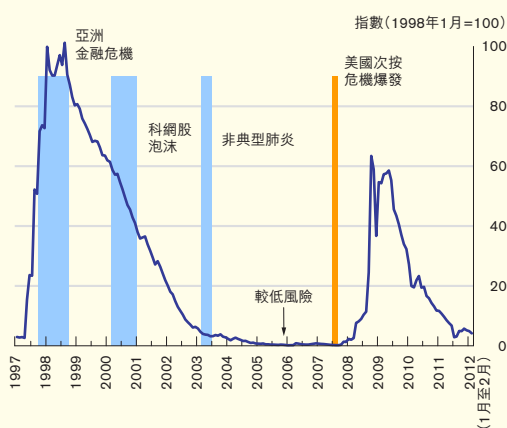
⁴⁴ 亞洲金融危機後兩年內的銀行信貸虧損估計約為4.39%。

圖 5.21
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. 歐洲周邊國家包括希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙。
資料來源：彭博。

圖 5.22
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。

5.5 銀行體系的系統性風險

儘管歐洲主權債務危機揮之不去，導致歐洲銀行的信貸違約掉期息差居高不下，但亞洲銀行的信貸違約掉期息差仍保持在較低水平（圖5.21），表明亞洲銀行業的系統性風險迄今尚未受到嚴重影響。

香港銀行困境指數（以市場為基礎的本地銀行業系統性風險指標）由2011年8月的3.1輕微上升至2012年2月的4.1（圖5.22）。然而，銀行系統內的擴散風險仍然較低，銀行體系內相繼違約概率甚小。市場的樂觀看法亦與綜合預警系統的最新評估結果大致相符。⁴⁵ 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定及具備抵禦衝擊的能力。⁴⁶

本地銀行業的經營環境將繼續受到歐洲債務問題的影響。對於債務危機對全球銀行體系可能造成的擴散影響及資金突然外流的風險須保持警惕。

表5.C載列銀行體系的主要表現指標。

⁴⁵ 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。

⁴⁶ 綜合預警系統是一個4級風險評級系統。我們採用E. Demircuc-Kunt及A. Detragiache (2000)，「Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach」，《World Bank Economic Review》，第14(2)期，第287至307頁的方法來逐一選出4個脆弱度類別的上限，使與該等限度相關的I類誤差分別為10%、30%、50%及100%。

表 5.C
銀行體系的主要表現指標¹ (%)

	12/2010	09/2011	12/2011
利率			
1個月香港銀行同業拆息 ² (季度平均數)	0.22	0.21	0.24
3個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	0.29	0.27	0.31
最優惠貸款利率 ³ 與1個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	4.78	4.79	4.76
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	4.71	4.73	4.69
綜合利率 ⁴	0.21	0.36	0.53
零售銀行			
資產負債表狀況⁵			
存款總額	1.9	1.0	2.9
港元	-2.2	-0.8	3.0
外幣	8.4	3.3	2.8
貸款總額	1.1	2.5	0.3
本地貸款 ⁶	-1.2 ^r	1.5 ^r	-1.3
在香港以外使用的貸款 ⁷	18.8 ^r	8.5 ^r	9.5
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	28.5	19.7	5.6
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	0.0	-0.2	2.3
資產質素⁸			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	97.95	98.21	98.29
需要關注貸款	1.28	1.19	1.12
特定分類貸款 ⁹ (總額)	0.77	0.60	0.59
特定分類貸款 (淨額) ¹⁰	0.45	0.35	0.35
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.60	0.47	0.49
盈利			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率 ¹¹	0.03	0.03	0.03
淨息差 ¹¹	1.32	1.23	1.25
成本與收入比率 ¹²	49.9	45.9	46.8
流動資產比率 (季度平均數)	39.3	35.8	38.0
受訪機構			
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.01	0.01	0.01
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.20	0.18	0.19
撇帳率 — 按季年率計	1.56	1.70	1.51
— 本年度截至該日止以年率計	1.91	1.56	1.49
所有本地註冊認可機構			
資本充足比率 (綜合)	15.8^r	15.7	15.8

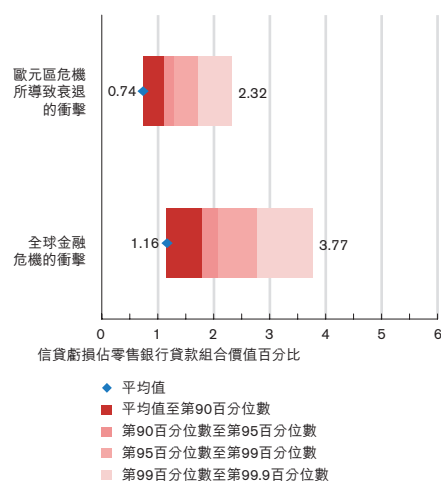
註：

- 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
 - 參考香港銀行公會公布的港元利息結算利率。
 - 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
 - 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元付息負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網站。
 - 季度變動百分比。
 - 在香港使用的貸款及貿易融資。
 - 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
 - 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
 - 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
 - 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
 - 本年度截至該日止按年率計數字。
 - 本年度截至該日止數字。
- ^r 經修訂數字。

專題 4

歐洲主權債務危機對香港銀行業影響的壓力測試分析

圖 B4.1
香港銀行業模擬信貸虧損分佈



註：

1. 本評估將2011年第4季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅 (Monte Carlo) 模擬法得出各種情況下的信貸虧損分佈。
2. 歐元區危機導致衰退的情境：2012年香港的實質本地生產總值年增長率跌至低於基準情境4.5個百分點。
3. 全球金融危機的情境：假設香港的季度實質本地生產總值自2012年第1季起至2012年第4季連續4季的按季增長率分別為-1.0%、-1.1%、-2.2%及-3.5%。

資料來源：金管局職員估計數字。

近期，歐洲銀行的去槓桿化壓力上升，這或反映當前歐洲主權債務危機已經威脅歐洲銀行業的貸款供應。這種情況預示歐元區經濟增長前景黯淡，並令市場憂慮會累及全球經濟。由於歐洲銀行在香港市場的顯著規模，它們去槓桿化，可能會影響香港銀行業的信貸供應及資金流動。本專題利用壓力測試分析，研究香港銀行在信貸及資金風險方面所受的影響。

信貸風險宏觀壓力測試

歐洲主權債務問題主要透過波及香港經濟增長而影響香港的銀行業信貸風險。國際貨幣基金組織近期的一項分析假設了一個歐元區危機導致衰退的情境。⁴⁷ 在本專題中，我們根據國際貨幣基金組織設定的情境，假設受全球經濟放緩影響，2012年香港的實質本地生產總值年增長率跌至低於基準情境4.5個百分點。隨後，我們根據截至2011年底的最新資料，利用宏觀壓力測試框架，評估該壓力情境對香港銀行業信貸虧損的影響。⁴⁸ 圖B4.1呈列在歐元區危機導致衰退的情境下，2013年第4季（即衝擊開始後兩年）的模擬信貸虧損，以及一個歷史受壓情境的情況。該歷史受壓情境假設香港實質本地生產總值於2012年第1季至2012年第4季連續4季按季下滑，而跌幅等同於2008年至09年全球金融危機期間香港實質本地生產總值連續4季按季下滑的幅度。

在歐元區危機導致衰退的情境下，香港零售銀行的平均信貸虧損將增加至0.74%。根據置信水平在99.9%的估計，信貸虧損的尾端風險為2.32%，遠低於全球金融危機衝擊情境的估計影響(3.77%)及亞洲金融危機後的實際信貸虧損(4.39%)。⁴⁹ 壓力測試結果顯示，歐元區危機導致的衰退對香港銀行業信貸風險的影響處於可控制範圍內。

⁴⁷ 請參閱國際貨幣基金組織 (2011) 《中華人民共和國—香港特別行政區—2011年度第四條磋商討論》(People's Republic of China — Hong Kong Special Administrative Region — 2011 Article IV Consultation Discussion)。

⁴⁸ 詳情請參閱本章「信貸風險宏觀壓力測試」一節。

⁴⁹ 請參閱附註44。

圖 B4.2
香港銀行業於2008至09年全球金融危機期間對銀行的外幣對外負債

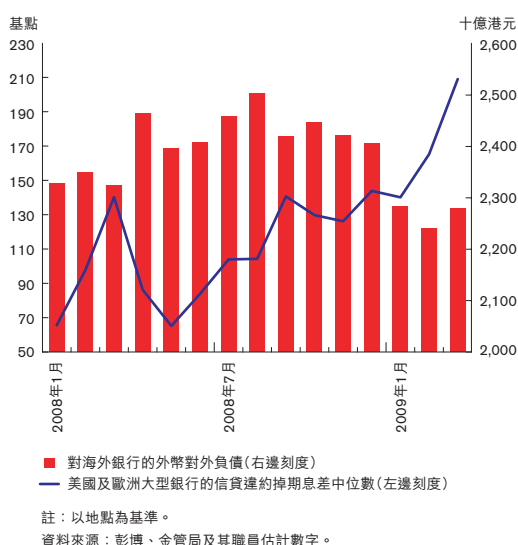
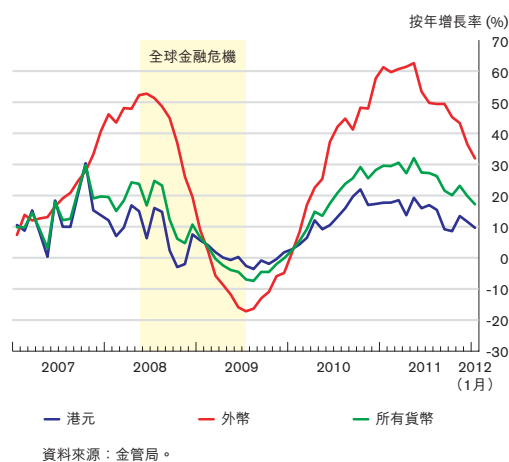


圖 B4.3
2008至09年全球金融危機期間香港銀行業的信貸增長



資金流動及外幣貸款評估

歐洲銀行持有的問題主權債務，可能引致潛在虧損。這種不確定因素所導致的交易對手風險，令歐洲銀行業持續受壓。全球金融危機時的情況證明，交易對手風險增加，可導致跨境銀行同業資金供應急劇下降。事實上，香港在全球金融危機期間的經驗表明，當有外國銀行體系面臨重大流動性風險，當地受壓的銀行就會明顯撤回外幣資金(圖B4.2)，而這種情況正是導致香港外幣貸款顯著減少的部份原因(圖B4.3)。相比之下，港元貸款所受影響則相對溫和，原因是港元貸款的主要資金來源是較為穩定的本地零售存款。

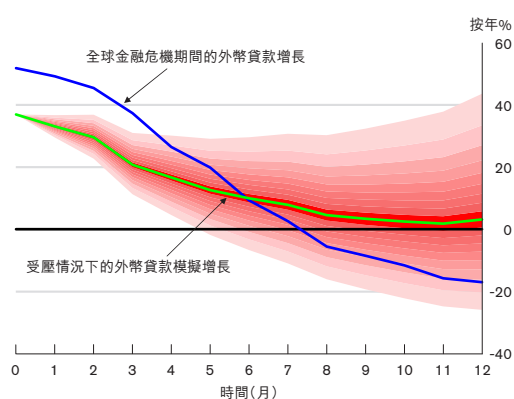
基於全球金融危機時的經驗，並考慮到歐洲銀行在香港市場的顯著規模，假如因為歐元區銀行去槓桿化或交易對手風險上升，導致歐洲銀行撤回跨境銀行同業資金，香港的外幣貸款可能會面臨顯著衝擊。為了評估該影響，我們使用實證模型研究香港銀行業外幣貸款的決定因素。該模型是採用Engle-Granger計量方法，並根據2003年1月至2011年12月期間的月度數據估計。該模型顯示，外幣客戶存款與來自海外的外幣銀行同業借款減少，全球生產總值增長放緩，向海外提供的外幣銀行同業貸款增加，以及內地與香港銀行業之間的外幣貸款利率息差收窄等因素⁵⁰，會導致香港的外幣貸款增長放緩。其中，外幣客戶存款、來自海外的外幣銀行同業借款，以及向海外提供的外幣銀行同業貸款等解釋變量，

⁵⁰ 正向關係部份反映出內地企業對在港美元資金的需求。由於內地實施資本帳管制制度，內地的美元貸款利率與國際市場(包括香港)存在明顯差異。內地美元貸款利率高於香港，可能促使內地企業從香港借入美元資金。

表 B4.A
借予非銀行客戶的外幣貸款的決定因素

變量	估計結果
外幣客戶存款	<ul style="list-style-type: none"> 就供應因素而言，估計外幣客戶存款會對外幣貸款產生長期及短期影響。 外幣客戶存款減少1%會導致外幣貸款於短期及長期分別減少0.5%及2.3%。
來自海外的外幣銀行同業借款	<ul style="list-style-type: none"> 除客戶存款外，來自海外的外幣銀行同業借款估計為外幣貸款供應的重要因素。 來自海外的外幣銀行同業借款減少1%，會導致香港銀行業的外幣貸款於短期及長期分別減少0.2%及0.6%。 相對輕微的估計影響部份反映出外資銀行分散的業務模式。特別是，若干外資銀行將其香港辦事處作為流動資金管理中心以調配集團內部資金，而非貸款分支。
全球生產總值	<ul style="list-style-type: none"> 就需求因素而言，香港銀行業的外幣貸款被證明與全球經濟活動存在正向關係(按全球生產總值計量) 全球生產總值下降1%，會導致外幣貸款在短期內減少約1.8%。
向海外提供的外幣銀行同業貸款	<ul style="list-style-type: none"> 向海外提供的外幣銀行同業貸款(銀行資產中的外幣客戶貸款的替代品)，估計對外幣貸款產生負面的長期及短期影響。 向海外提供的外幣銀行同業貸款增加1%，會導致外幣客戶貸款於短期及長期分別減少0.2%及1.7%。
內地與香港的外幣貸款利率差	<ul style="list-style-type: none"> 香港的外幣貸款估計部份受內地與香港的外幣貸款利率差所推動。 貸款利率差(以內地的1年美元貸款利率減1年美元倫敦銀行同業拆息表示)估計會對香港的外幣貸款產生正面的短期影響。 然而，估計結果表明，若貸款利率差減少1個百分點，外幣客戶貸款僅會輕微下降約0.02%。

圖 B4.4
受壓情況下外幣貸款按年增長的模擬路徑



註：

- 根據腳註53所示的實證關係，假設對歐洲銀行的外幣對外負債與所選大型歐洲銀行的信貸違約掉期息差中位數呈負相關，同時假設外幣銀行間資金外流金額以對歐洲銀行的於1個月或以內到期的對外負債為限(即流動性衝擊持續1個月)。
- 全球生產總值全年增長較基準情境低3個百分點。
- 香港銀行業對非歐洲銀行的外幣對外負債，對銀行的外幣對外債權及外幣客戶存款均維持不變。
- 外幣貸款息差維持不變。
- 藍色線表示從2008年8月至2009年7月期間的外幣貸款按年增長率。
- 扇形圖顯示受壓情況下可能出現的未來數值的範圍(即顏色越淺，發生的可能性越小)。

資料來源：金管局職員估計數字。

只有其滯後項會包括在該模型內，以避免產生潛在的內生性問題。⁵¹表B4.A概述估計結果。

我們採用該估計模型進行壓力測試。我們設定的受壓情境是假設歐洲銀行的信貸違約掉期息差中位數大幅上升⁵²。這或由於(i)市場再度關注歐洲銀行持有主權債務的潛在虧損或(ii)歐洲國家主權信用評級進一步下調造成撞擊效應。

由於歐洲銀行違約風險上升，銀行借入外部資金愈加困難。就此情況，我們假設歐洲銀行撤回跨境銀行同業資金。在估計歐洲銀行從香港撤回銀行同業資金的幅度時，我們根據全球金融危機期間觀察所得的國際銀行信貸違約掉期息差中位數與香港銀行業對境外銀行外幣對外負債之間的負實證關係⁵³；同時假設外幣銀行同業資金外流金額以對歐洲銀行的於1個月或以內到期的對外負債為上限(即流動性衝擊持續1個月)。為與前述歐元區危機導致衰退的情境保持一致，我們亦假設全球生產總值增長較基準情境低3個百分點⁵⁴。

圖B4.4的扇形圖顯示香港外幣貸款所受到的模擬影響，以及全球金融危機期間錄得的實際變動。模擬過程中的主要假設載於圖表下方的附註。結果顯示，若歐洲銀行的銀行同業資金顯著流出，並且全球經濟放緩，預期香港下一年的外幣貸款按年增長率將由目前的37%降至約3%(即綠線)。相比之下，全球金融危機期間錄得的按年增長率由52%降至-17%，降幅更為顯著(即藍線)。

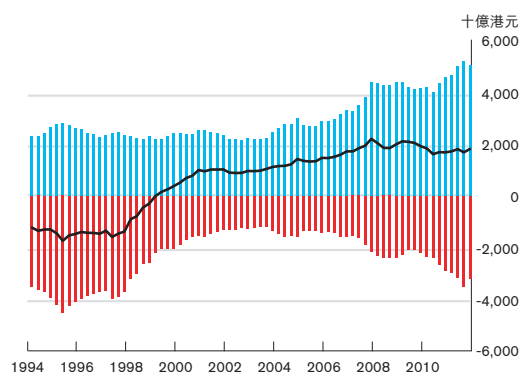
⁵¹ 我們採用「普遍到具體」的建模方法。初始模型包括所有1至3個月的滯後變量，而最終模型僅包括統計上顯著的滯後因素。

⁵² 我們假設歐洲銀行的信貸違約掉期息差中位數由目前的250個基點增加至410個基點。此增幅與根據一些大型歐洲銀行信貸違約掉期息差數據所估計的廣義極值分佈的95%分量相一致。

⁵³ 我們利用2008年1月至2009年3月期間的每月數據，得出所選美國及歐洲大型銀行的信貸違約掉期息差中位數(以基點表示)(x)與香港銀行業對銀行的外幣對外負債(y)之間的負實證關係(即 $y = -0.0044x + 0.8311$)。所有估計系數均為統計學上的顯著數值，達1%的顯著水平。

⁵⁴ 有關全球生產總值增長較基準情況下下降3個百分點的假設，乃建基於國際貨幣基金組織於《世界經濟展望》(2011年9月)對下行情景的分析，並且與本專題前面所述的歐元區危機導致衰退的情境相一致。

圖 B4.5
香港銀行業對境外銀行的外幣對外債權及負債



■ 對銀行的外幣對外債權
■ 對銀行的外幣對外負債
— 對銀行的外幣對外債權淨額

註：

1. 以地點為基準。
2. 債權淨額是指對外債權減對外負債。

資料來源：金管局。

從統計角度來看，該扇形圖顯示，較全球金融危機期間更嚴重的外幣貸款減緩情況仍有可能出現。不過，由於以下兩個原因，在現實當中，出現這種情況的可能性較低。首先，在受壓情境下，我們假設香港銀行向海外提供的銀行同業貸款維持不變。然而，這類貸款在受壓情況下可能會減少，故會令本地的外幣資金增加，從而填補歐洲銀行造成的信貸供應缺口。同時，更重要的原因是香港銀行業在全球銀行體系中屬淨外幣債權人（圖B4.5），表示香港的外幣貸款基本上較少依賴海外資金。⁵⁵

總括而言，本壓力測試顯示，一旦香港受歐元區危機拖累而出現衰退，香港銀行業必將面臨較高的信貸虧損。然而，即使在極端情況下，虧損程度仍會低於亞洲金融危機後所錄得的實際虧損。另外，假如歐洲銀行的銀行同業資金急劇外流，香港的外幣貸款增長將會放緩。儘管如此，其程度仍將遠低於2008年至09年全球金融危機的影響。本地資金充裕，仍足以支持本港的信貸供應。不過，對於是次危機對全球銀行體系可能造成的擴散影響及資金突然外流的風險需保持警惕。

⁵⁵ 請注意，本壓力測試結果乃針對整個銀行體系，不排除部份個別銀行可能較普通銀行面臨更多信貸虧損及／或資金流動性問題。

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

兌換保證

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

兌換範圍

由弱方及強方兌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。

貨幣狀況指數

這是反映一個經濟體系整體貨幣狀況的指數。一般情況下，貨幣狀況指數是實質利率與實質匯率指數的加權總和，而有關權數反映兩者對整體需求或通脹的相對影響。

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》(2012年3月號)。

©2012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)