

**2013 年 5 月 3 日舉行的
立法會財經事務委員會會議補充資料**

(a) 政府債券計劃自 2009 年成立以來在扣除計劃的利息支出及其他支出後的淨投資收入

根據經審計署審核的債券基金帳目，基金自 2009 年成立以來扣除債券利息支出和其他開支後的淨投資回報如下：

千港元	2009-10	2010-11	2011-12
投資收入	100,824	982,685	2,123,652
債券利息支出	15,968	268,716	785,276
其他開支	1,031	975	32,429
淨投資收入	83,825	712,994	1,305,947

政府債券計劃成立以來，債券發行量持續增長，其中包括 2011-12 年度發行的首批通脹掛鈎債券，債券利息支出因此相應增加。2011-12 年度的其他開支有所增加，主要是發行首批通脹掛鈎債券的相關開支所致，包括配售費用及其他外聘服務的開支。

(b) 在過去 3 年因應與懷疑洗錢活動有關的調查及執法行動而凍結的銀行帳戶內的存款/資金

2. 根據香港的打擊洗錢制度，因應針對懷疑洗錢活動的調查及執法行動而凍結銀行帳戶的唯一法定依據是限制令。根據香港法例第 455 章《有組織及嚴重罪行條例》第 15 及 16 條¹，原訟法庭可對財產(包括銀行帳戶內的存款或資金)發出限制令，保存該等財產以滿足日後可能發出的沒收令。限制令通常稱為「凍結令」，一般是在被告人被起訴後即提出申請。

3. 以下為過去 5 年(截至 2013 年 3 月 31 日)的有關統計資料²：

¹ 香港法例第 405 章《販毒(追討得益)條例》及第 575 章《聯合國(反恐怖主義措施)條例》亦載有類似規定。

² 資料來源：聯合財富情報組

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
受限制令規限的資產價值 ³	\$1,564,394,375	\$317,667,786	\$1,209,068,222	\$772,670,125	\$32,662,897
所追討及支付予政府的款額	\$74,146,486	\$150,360,670	\$1,597,778,774	\$23,602,352	\$17,299,381

4. 應注意的是，個別案件可能涉及大量資產，導致受規限資產價值按年計算有所波動。

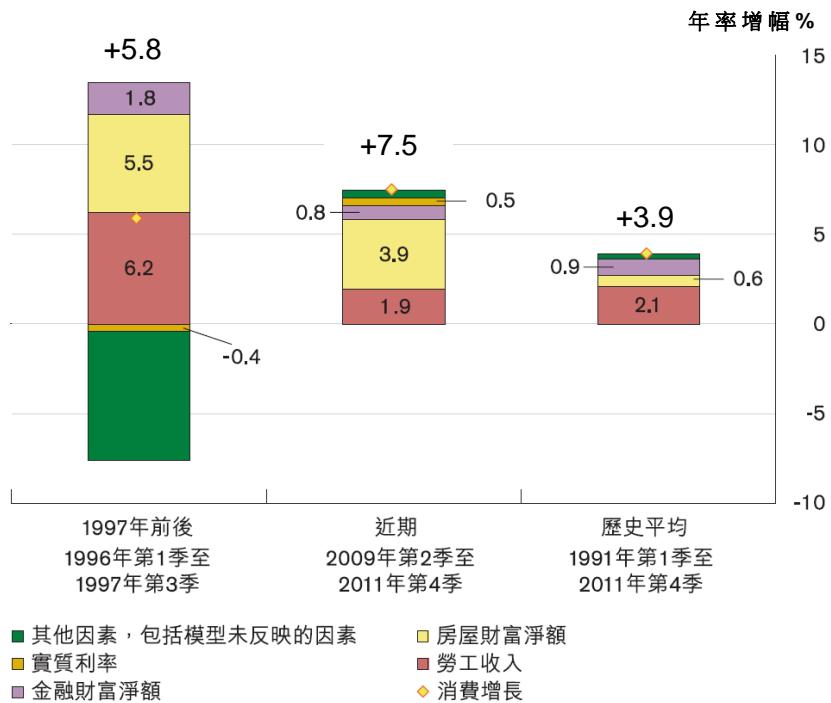
5. 除法庭發出限制令外，根據香港法例第 615 條《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集(金融機構)條例》，當銀行發現帳戶有可疑且認為洗錢風險高，須採取特別措施以減低有關風險，包括加強監察及客戶盡職審查。

(c) 投影片第 12 頁：請分析近年私人消費增長較整體經濟增長快的原因，尤其有關現象是否受到房屋財富效應影響或由於消費物價上升所致

6. 投影片第 12 頁的內容是關於近年實質私人消費相對實質本地生產總值增長較快。換言之，私人消費數據已撇除通脹因素。我們的實證分析進一步顯示，帶動消費增長的主要原因是房屋財富效應。具體而言，金管局的估計是房屋財富淨額的貢獻約為 3.9 個百分點，佔 2009-11 年消費增長年率 7.5% 超過一半(圖 1)。這個約為 52% 的增長貢獻遠高於 1991-2011 年間的歷史平均數(約為消費增長的 16%)。同樣，1997 年前後房屋財富淨額亦是消費增長的主要成因。我們所用的方法及分析結果載於附件(摘錄自金管局的《貨幣與金融穩定情況半年度報告》2013 年 3 月號)。

³ 並無保存資產被凍結的地方的詳細資料，但大部分存放於銀行帳戶。

圖1：近期、1997年前後及1991-2011年間帶動消費增長的主要因素



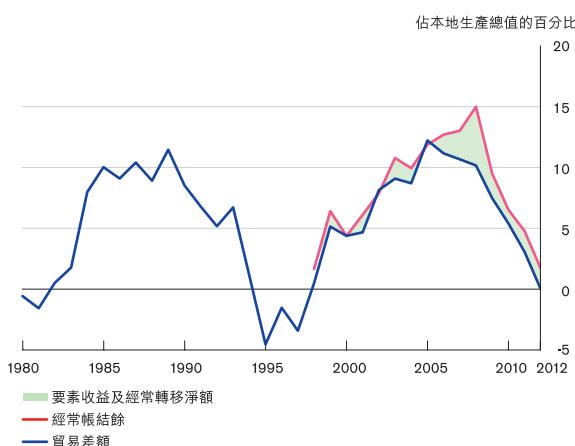
香港金融管理局 2013 年 6 月

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

$$\begin{aligned}
 &= \text{貿易差額} \\
 &+ \text{要素收益淨額} + \text{經常轉移淨額}
 \end{aligned}$$

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，而經常帳虧赤則反之。

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

$$\begin{aligned}
 &= \text{消費} + \text{投資} \\
 &+ \text{經常帳結餘}
 \end{aligned}$$

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，當出現經常帳虧赤時，本地居民總儲蓄少於本地投資。

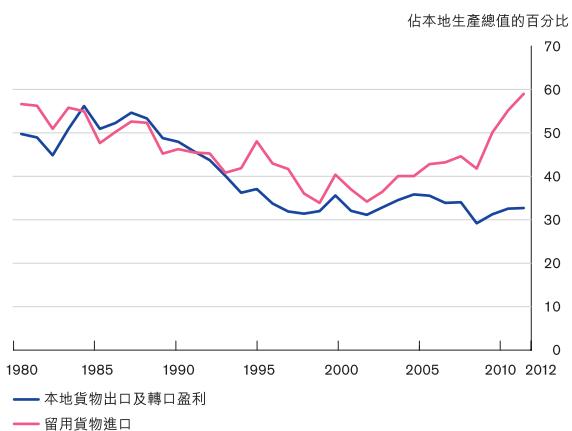
近年香港經常帳結餘下跌的原因何在？

(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。

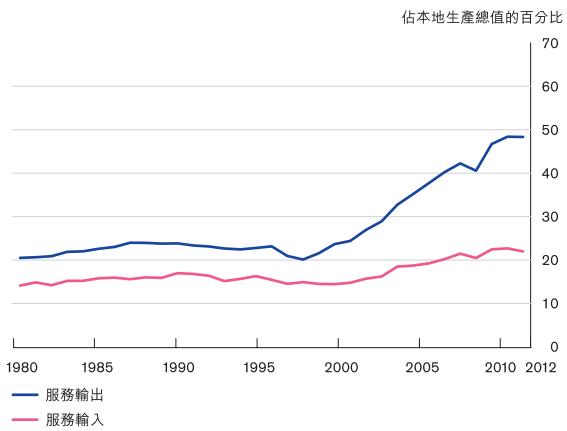
圖B2.2顯示，自2009年以來，貨物出口(即按本地出口及轉口盈利計算)佔本地生產總值的比例並無大幅下跌。香港出口市場分散，令港商在全球經濟的二元發展下仍能受益，其中發達經濟體系需求雖然減少，但被發展中經濟體系(包括中國內地以及亞洲、拉丁美洲及中東其他新興經濟體系)的需求增長所抵銷。服務輸出也表現良好，當中的離岸貿易持續增長，近年旅遊業也提供強大支持(圖B2.3)。

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



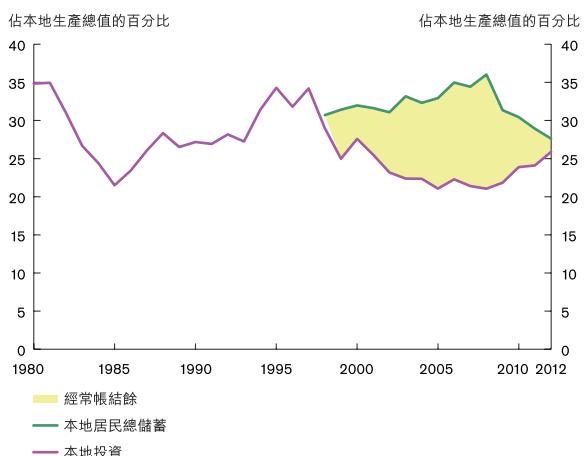
資料來源：政府統計處。

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)¹⁵、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。

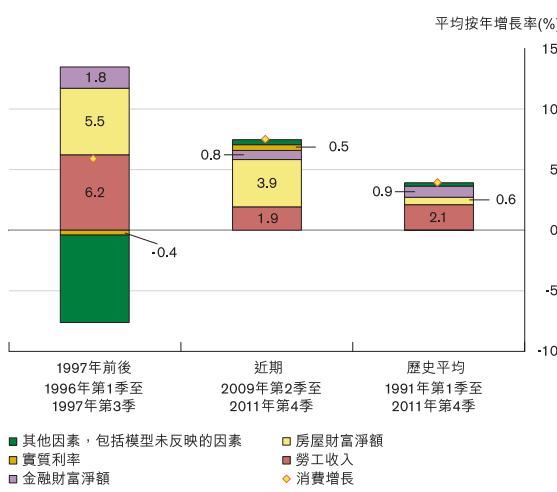
¹⁵ Lai, Kitty and Raphael Lam (2002年)著「個人信貸、家庭負債與消費的關係」(The nexus of consumer credit, household debt service and consumption)，香港金融管理局季報(2002年11月號)第35-48頁。

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%。