

本地及外部環境

本文由經濟研究部提供

2003年第1季全球經濟增長步伐略為放緩，部分原因與伊拉克戰事所引起的不明朗因素有關。不過，隨着軍事衝突結束，油價與金融市場所面對與戰爭有關的風險溢價大致減退，有利全球經濟在2003年下半年復甦。香港方面，2003年第1季的經濟增長速度減慢，4月份的經濟活動更因為爆發非典型肺炎而大幅放緩。

外部環境

2003年第1季美國的經濟增長速度仍然緩慢，實質國內生產總值按季增長年率為1.9%，上一季則為1.4%。內部需求的主要組成項目表現呆滯，個人消費增長減慢，固定資本支出下降。最新公布的統計數字顯示，第2季初段經濟活動仍然疲弱。4月份的工業出產比3月份減少0.5%，而ISM製造業指數進一步下降至中性指標50以下。同時，零售銷售額經3月份回升後略為下跌。此外，勞工市場亦有轉壞跡象，4月份的失業率上升至6.0%。然而，戰事結束令消費信心大為改善。展望未來，油價回落、消費與營商氣氛改善，以及金融市場面對與戰爭有關的風險溢價減退，均有助經濟環境在今年餘下時間變得更为有利。

歐元區方面，實質國內生產總值增長率由2002年第3季的0.3%，下降至第4季的0.1%。最近公布的數字顯示，各經濟環節廣泛地呈現弱勢的情況在2003年繼續。製造業轉弱，工業出產在2003年3月份錄得按月計跌幅1.2%。消費方面，2月份零售銷售額比對上一個月減少0.8%。德國在2003年第1季的實質國內生產總值比上一季收縮0.2%。最新的IFO調查顯示4月份營商環境惡化的情況加劇。同時，失業率進一步上升至10.7%。英國的經濟增長速度亦由2002年第4季的0.4%，放緩至2003年第1季的0.2%。

日本的實質國內生產總值在2003年第1季沒有變動，上一季則增長0.5%。比對上年度同期，以國內生產總值平減物價指數估算的通脹率錄得負3.5%的新低，反映通縮壓力加劇。工業環節將會受到全球經濟增長放緩的不利影響，由於製造業產量的擴張跟隨出口增長而達至高位。此外，最新公布的日本季度短觀調查報告(Tankan Survey)顯示大型製造企業在2003年第1季調低對營商環境的評估。同時，儘管消費信心最近在第1季降至低位後，在4月份略為回升，不過高失業率及實質家庭收入下跌都會進一步遏抑消費增長。

至於亞洲其他地區，最新公布的統計數字顯示中國的實質國內生產總值維持強勁增長，比對上年度同期，2003年第1季的增幅達9.9%。雖然出口增長仍然強勁，但非典型肺炎爆發對亞洲區的短期增長前景構成重大威脅。其中受到非典型肺炎最直接影響的經濟體系包括香港、新加坡、台灣、越南及中國。雖然受這次疫症影響的主要是與旅遊有關的行業，但整體消費及投資意欲都受到不同程度的影響。鑑於經濟可能會受到嚴重損害，上述部分地區政府當局已特別推出財政紓緩措施。

儘管在2003年初全球經濟增長出現放緩跡象，但由於預期今年較後時間經濟狀況會改善，所以大部分

主要央行都維持利率不變。美國聯邦儲備局在5月份的政策會議上維持聯邦基金目標利率不變，仍然為1.25%，但風險評估則轉向經濟疲弱。歐洲中央銀行亦於3月份調低回購利率25基點至2.5%後，決定維持回購利率不變。英倫銀行在5月份的會議上亦決定維持回購利率在3.75%的水平。然而，由於加拿大的通脹風險增加，所以加拿大央行在4月份調高隔夜貸款利率25基點至3.25%。

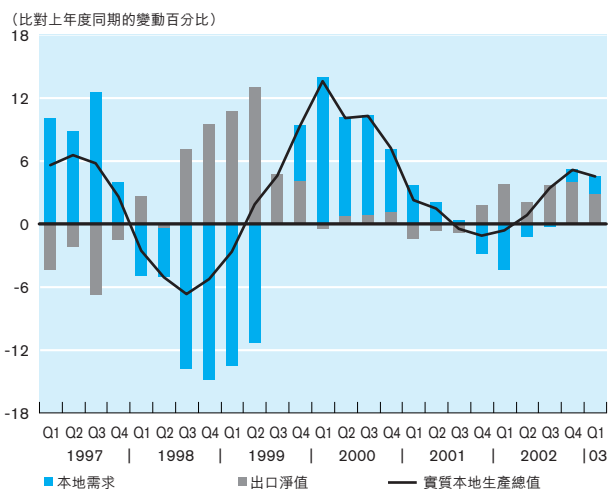
自3月中伊拉克戰事結束後，全球股票市場都大幅反彈。標普500指數在5月中上升17%至945點，歐洲主要市場亦跟隨美股走勢大幅上升。然而，日本方面由於市場日益擔心銀行業的穩定，日本股市持續偏軟。至於亞洲其他地區的股市，大部分都因為非典型肺炎爆發而在4月份下挫，然後至5月份則回升。

外匯市場方面，美元兌其他主要貨幣的匯率在3月中曾一度反彈，但其後再度轉弱，部分原因是市場憂慮美國經常帳赤字持續的情況。歐元兌美元匯價在5月中升上1.17，是自1999年1月以來的最高位。同時，日圓亦轉強，美元兌日圓匯率降至115.4的兩年來低位。另一方面，原油現貨價亦由3月中伊拉克戰事爆發前錄得每桶38美元的高位，大幅回落至每桶低於30美元。

本地經濟活動

香港經濟在2003年第1季輕微放緩，實質本地生產總值按年增長率為4.5%，2002年第4季的增幅則為5.1%。經季節性調整與上季度比較，本地生產總值實質下跌0.3%。由於內地貿易表現強勁，以及美元貶值令香港出口競爭力有所提升，對外貿易繼續成為香港經濟增長的主要動力(圖1)。相反，內部需求仍然疲弱。雖然機器、設備及電腦軟件的投資有所增加，但私人消費連續6季收縮，與物業有關的投資在2003年第1季亦進一步減少。

圖 1
帶動增長的主要因素

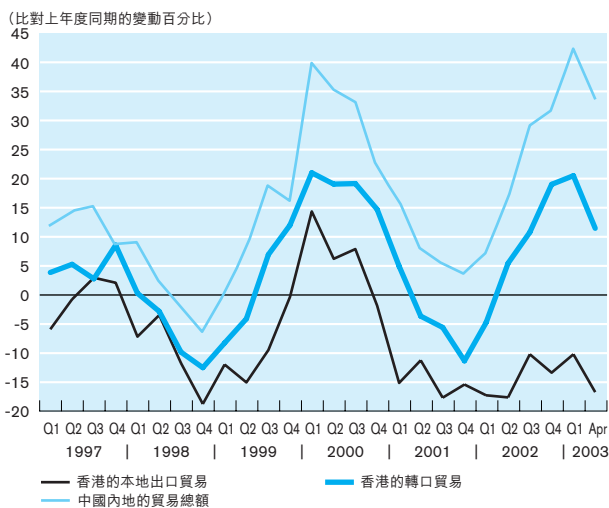


最新公布的經濟指標反映3月中非典型肺炎爆發，令本地經濟活動進一步轉弱。其中4月份的零售銷售量比去年下跌12.2%，是1998年第4季以來錄得的最大跌幅，原因是市民害怕在公眾地方受到感染而減少本地消費，以及世界衛生組織(世衛)發出旅遊警告導致訪港遊客減少。

對外貿易

商品出口增長在4月份放緩(圖2)。轉口貿易增長由第1季的20.3%，減慢至4月份的11.3%，本地出口則

圖 2
對外貿易

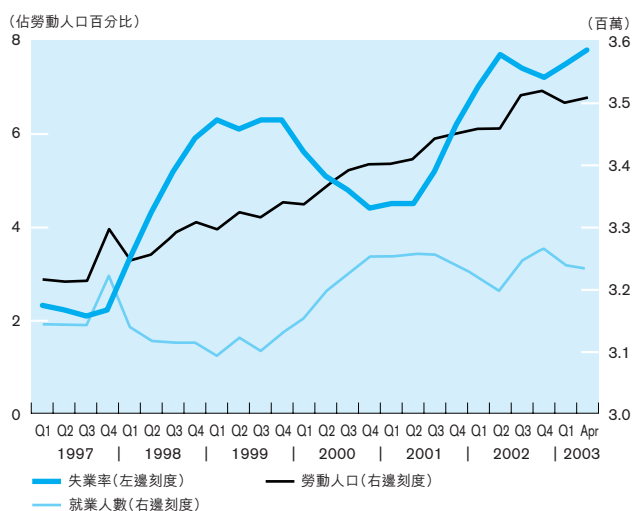


繼續錄得雙位數字的跌幅。服務出口因非典型肺炎而大受影響。雖然商品出口擴張有助帶動與貿易有關的服務輸出，但4月份訪港遊客較去年同期銳減65%，使旅遊業相關的收益大幅減少。同樣，旅遊服務輸入亦因為部分國家對來自香港旅客實施旅遊限制而顯著減少。與上年度同期比較，前往外地的香港市民人數在4月份大幅下跌29.2%。

勞工市場及通脹

勞工市場情況轉壞，截至4月底止3個月的經季節性調整的失業率重上於2002年5至7月期間錄得7.8%的高位(圖3)。原因是總就業人數下降，但總勞動人口增加。同時，就業不足率於同期上升至3.2%，這是由於放無薪假期的僱員人數在非典型肺炎爆發後大幅增加。¹按經濟行業分析，初步統計資料顯示各行業的失業率普遍上升，其中以建造業、食肆及酒店業，以及批發及零售業最嚴重。

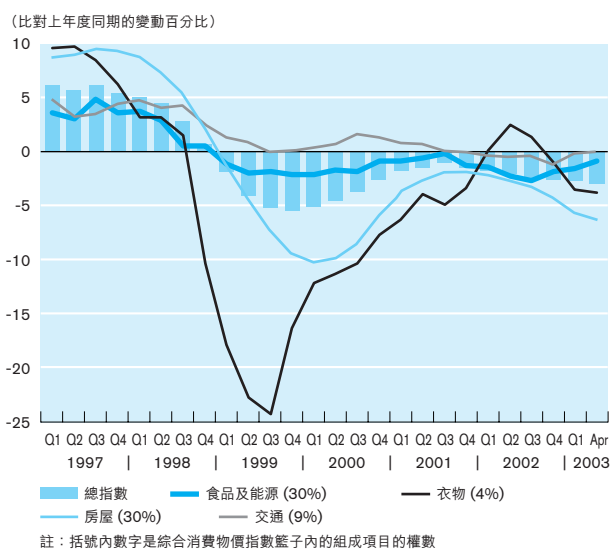
圖3 勞工市場



物價下跌的情況持續。與上年度同期比較，綜合消費物價指數在4月份下跌3.0% (已就政府的紓困措施作出調整)，第1季則下跌2.6%(圖4)。物價下跌情

¹ 就業不足人士指在非自願情況下每星期工作少於35小時的人士。

圖4 通脹 (已就紓困措施作出調整)

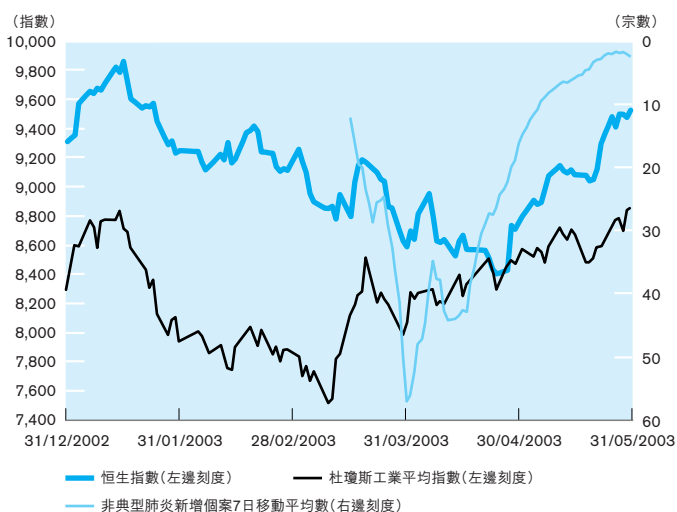


況加劇，部分反映因為非典型肺炎爆發，內部需求進一步減弱，租金下跌速度亦加快；其中4月份的房屋物價指數按年跌幅，便由去年同期的2.6%顯著加快至6.3%。

資產市場

儘管美國及歐洲股市回升，但香港的股市因為非典型肺炎爆發而下挫(圖5)。恒生指數在4月下旬跌至4年半來的低位約8,400點水平，直至5月隨着非典型

圖5 股票市場



肺炎新增個案減少以及世衛撤銷對香港的旅遊警告才回升。恒生指數在5月底的水平比2002年底收市時的水平高1.8%，而同期杜瓊斯工業平均指數則錄得6.1%的升幅。

最近幾個月物業市場進一步轉弱。住宅物業價格在2002年第4季下跌3.4%後，在2003年第1季再跌7%。2003年1月至4月期間的交易宗數維持約每月6,000宗，比去年同期少22%。

貨幣供應量及本地貸款

港元狹義貨幣供應量進一步增加，但廣義貨幣供應量則微跌。狹義貨幣大幅增長（季節性調整），與2002年第4季比較，2003年第1季增幅為2.7%，截至3月底止的1年增幅達15.2%，同期廣義貨幣量則分別減少0.8%及0.5%。廣義貨幣錄得溫和下跌，原因是定期存款減少，而這在某程度上是因為與其他金融資產的收益比較，存款利率處於歷史低位，市民因此改變投資組合，尋求較高回報。這與國際收支統計數字所反映的情況一致，有關統計數字顯示資本與金融帳出現顯著的淨資金流出（詳見附錄）。

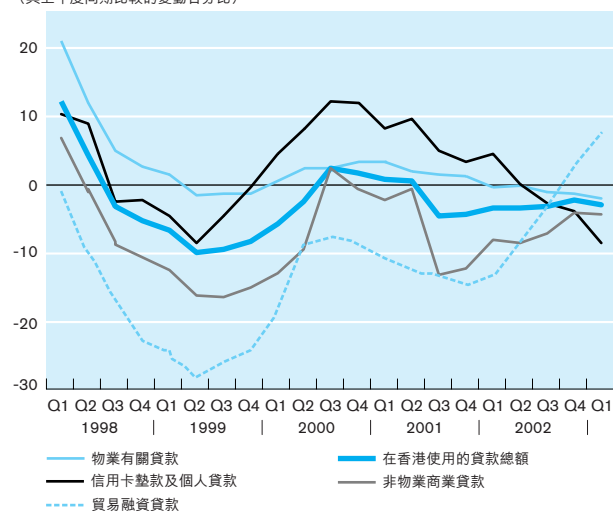
外幣存款在2003年第1季減少，原因是美元存款的跌幅超過其他外幣存款的升幅。非美元外幣存款增加，部分原因是港元跟隨美元兌其他主要貨幣轉弱而產生的估值效應造成。

由於經濟狀況疲弱，所以本地信貸需求繼續受到遏抑。2003年第1季在本港使用的貸款下跌0.5%，與去年同期比較則少2.9%。除貿易融資貸款跟隨對外貿易強勁增長的走勢而顯著上升外，其餘各類型貸款均告減少（圖6）。其他環節方面，與上年度同期比較，信用卡客戶墊款與個人用途貸款錄得的跌幅最大，不過這兩類貸款佔在本港使用貸款總額的百分比很小。信用卡客戶墊款及個人貸款減少，主要是因為銀行收緊發卡及貸款政策、增加撇帳以及在非典型肺炎爆發後消費支出下跌（主要在3月份）。

圖 6

在香港使用的貸款

（與上年度同期比較的變動百分比）



註：非物業商業貸款指在香港使用的貸款，但不包括與物業有關的貸款、個人貸款、信用卡墊款及貿易融資貸款。

短期展望

短期經濟展望轉差，部分原因與非典型肺炎爆發有關。首先，內部需求本已疲弱，現在更進一步受到影響。雖然最近非典型肺炎證實個案減少，消費意欲有所改善，但失業率處於高位及資產價格下跌都會遏抑消費支出。第二，對外貿易會繼續受到影響。相信要待至香港得以從非典型肺炎的疫區名單上除名後，旅遊服務輸出才会有顯著增長；商品貿易亦可能會因為部分國家對來往亞洲區的商務旅客實施限制而受到影響。第三，由於內部需求疲弱及物業價格下跌，預期通縮壓力會加劇。

然而，近期美元轉弱有助提升香港出口的競爭力。預期美國貨幣政策會繼續支持低利率環境。此外，政府已提出一系列紓困措施，以減輕非典型肺炎造成的影響。因此，隨着全球經濟改善，由對外貿易帶動的經濟復甦相信可於今年較後時間出現。

附錄

2002年國際收支平衡狀況分析

最近公布的國際收支平衡統計數字顯示2002年錄得龐大的經常帳盈餘，而有價證券及直接投資帳戶則錄得大額的淨資金流出(表A1)。本附錄從宏觀經濟角度分析國際收支平衡狀況，並特別分析淨資金流出是否反映市場對港元或銀行體系的信心下降(詳見金管局網站的「研究備忘錄」部分「2002年國際收支平衡狀況分析」一文(英文版))。

從宏觀經濟角度來看，國際收支平衡數字反映以下兩者的互動關係：(i)個別組成項目自發性或由外在因素引致的變動；及(ii)因應其他國際收支平衡組成項目的變動引起的利率與匯率走勢而作出的變動。¹換句話說，經常帳不僅受商品及服務貿易的決定因素(如競爭力的轉變)影響，亦會受有關本地及境外資產的儲蓄決定及投資組合選擇影響。

表 A1

香港的國際收支平衡帳目

標準組成項目	1998	1999	2000	2001	2002
相當於本地生產總值的百分比					
經常帳	2.7	7.5	5.5	7.5	10.7
資本與金融帳	-2.5	-6.7	-4.5	-7.6	-15.1
資金轉移	-1.4	-1.1	-0.9	-0.7	-1.2
非儲備性質金融資產 (淨變動值)	-5.1	0.7	2.5	-4.0	-15.3
直接投資	-1.3	3.3	1.6	7.6	-2.4
有價證券投資	13.4	20.6	14.8	-25.2	-22.9
金融衍生工具	2.0	6.4	0.1	3.1	0.8
其他投資	-19.1	-29.6	-14.0	10.5	9.2
儲備資產(淨變動值) ⁽¹⁾	4.1	-6.2	-6.1	-2.9	1.5
淨誤差與遺漏	-0.2	-0.8	-1.0	0.1	4.3
整體國際收支平衡 ⁽¹⁾	-4.1	6.2	6.1	2.9	-1.5

⁽¹⁾ 整體國際收支平衡狀況反映儲備資產的淨變動值，正數代表下跌。

¹ 有關分析國際收支平衡統計數字的考慮因素的全面檢討，載於金管局在2000年12月編製的另一篇研究文章「國際收支平衡統計：驗證一些常見的觀念」。全文見2001年2月號的《金融管理局季報》。

香港於2002年出現一些自發性的組合及境外直接投資淨流出，部分資金是來自經常帳盈餘。然而，實證分析確定淨資金流出與經濟基本因素相符，尤其反映重整投資組合，以尋求較高回報的境外資產。具體來說，3個月港元存款利率於2002年底跌至0.1厘的創紀錄低位，而5年期美國國庫券的收益率約為3%（圖A1）。另一方面，儘管有龐大的淨資金流出，但近年港元與美元息差——港元風險溢價的指標——大致上保持穩定（圖A2）。² 因此，並沒有明確證據證明因信心減弱而引發資金外流。

龐大的經常帳盈餘亦部分反映實質有效匯率貶值令競爭力增加，這是由於美元兌其他主要貨幣轉弱，所以港匯指數在2002年貶值了4%。同時，龐大的經常帳盈餘亦可能與內部需求疲弱有關，部分原因是物業價格下跌令家庭儲蓄增加。

圖 A1
港元存款利率與美國國庫券收益率

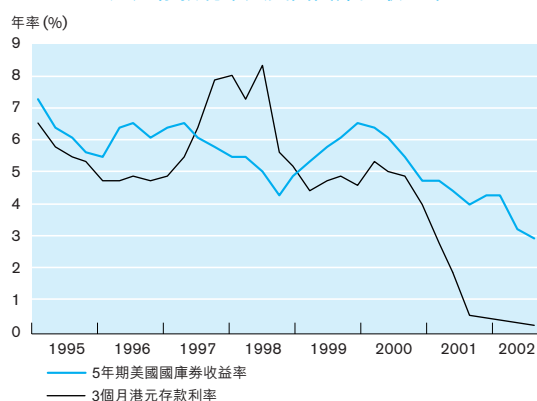
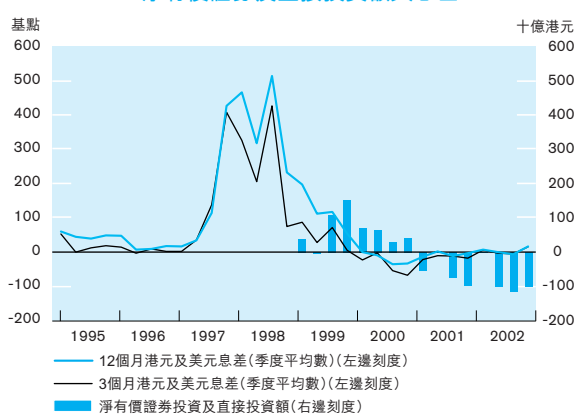


圖 A2
淨有價證券及直接投資額與息差



² 在聯繫匯率制度下，港元風險溢價增加，通常都會引致港元利率相對同期美元利率上升。