

## 本地及外部環境

本文由經濟研究部提供

在 2004 年第 4 季，全球經濟增長的地域性分布仍然不平均。美國、中國內地及其他較細小東亞經濟體系的實質國內生產總值繼續錄得穩健增長。歐元區的增長則回落，日本經濟更連續第 3 季出現負增長。香港方面，受到對外貿易及私人消費強勁增長支持，2004 年第 4 季的經濟增長維持穩健。

### 外部環境

美國國內生產總值在 2004 年第 4 季的實質增長維持強勁，達到 3.8% (按季年率計)，而第 3 季的增幅為 4.0%。受到實質個人收入及企業盈利穩步上升的支持，私人消費及投資支出增長保持強勁。然而，進口大幅上升，導致淨出口佔國內生產總值增長比重達到負 1.7 個百分點。經濟指標顯示 2005 年初的增長步伐略為放緩。製造業及服務業的 ISM 採購經理指數在 1 月份下跌 (但仍接近過去兩年的平均水平)。零售貨值增長由截至 2004 年 12 月止 3 個月內的 2.4%，減慢至截至 2005 年 1 月止 3 個月內的 1.8%，主要受到汽車銷售減少影響。

歐元區方面，實質區內生產總值增長由第 3 季的 1.0% 減慢至第 4 季的 0.6% (按季年率計)，主要是減少存貨所致。德國及意大利經濟增長轉為負數，法國及西班牙則加快。區內經濟增長的組成部分顯示經濟逐漸轉強，其中最終本地需求增長由第 3 季的 0.6% 上升至第 4 季的 2.0%，是兩年來最大升幅。近期的指標顯示未來經濟增長將會加快：製造業及服務業採購經理指數在 1 月份連續第 2 個月上升；歐洲委員會的經濟氣氛指標上升 (主要原因是服務業信心增強)；德國 ZEW 投資者信心指標在 2 月份亦錄得連續 3 個月的升幅。

英國方面，主要受到企業投資及出口增長加快帶動，實質國內生產總值增長由第 3 季的 2.1% 上升至第 4 季的 2.9% (按季年率計)。市場關注利率上升及房屋價格下調對消費支出的影響。消費增長在第 4 季回落至趨勢以下的水平，是連續第 4 季下跌；1 月份零售額數字顯示上述跌勢會在 2005 年初持續。

日本經濟在 2004 年第 4 季連續第 3 季收縮，實質國內生產總值繼在第 2 季及第 3 季分別下跌 0.8% 及 1.1% 後，在第 4 季再下跌 0.5% (按季年率計)。第 3 季與第 4 季各經濟增長組成部分所佔的比重相若。私人消費開支連續第 2 季減少，企業支出持續上升，但升幅溫和。由於進口增長強勁，淨出口佔經濟增長的比重維持頗大的負數。盈利增長強勁 (在第 3 季較上年同期上升 38%)、核心機器訂單增加及出口增長轉強，顯示營商環境正在改善，但仍未能帶動勞工收入上升。名義及實質工資持續下降，加上就業人數未能持續增加，遏抑家庭消費支出。通縮壓力持續，1 月份核心消費物價指數 (扣除新鮮食品) 的按年變動降至負 0.3%，企業貨品價格通脹在近幾個月亦再度開始回落。

中國內地方面，實質國內生產總值增長由第3季的9.1%，上升至第4季的9.5%（按年計）。經濟增長的組成部分繼續由投資轉移至出口，顯示經濟趨向較平衡的增長。第4季固定資產投資的增長步伐持續減慢，但零售貨值增長則加快，顯示本地需求仍然強勁。然而，按年計的整體消費物價通脹連續下跌5個月，由8月份的5.3%下跌至1月份的1.9%，主要是食品價格通脹下跌所致。

東亞其他地區方面，第4季各經濟體系的增長數字表現參差。新加坡的實質國內生產總值增長加快至7.9%（按季年率計），但菲律賓則減慢至2.4%。經濟指標顯示經濟增長正在加快。在11月及12月份，多個經濟體系的工業生產及出口增長均告上升。預期失業率持續下降及利率低企，能支持內部需求增長。接近2004年底時，區內大部分經濟體系的整體消費物價通脹均告下降，部分反映食品價格通脹放緩；核心通脹（扣除新鮮食品及能源）亦呈現下跌或回穩的跡象。但印尼、馬來西亞及菲律賓則例外，三者的通脹均持續上升。

美國聯邦公開市場委員會於2月份調高聯邦基金目標利率25基點至2.5厘，是去年6月以來連續第6次加息。期貨價格顯示利率將於今年底升至3.75厘左右。長期利率上升，由1月初的4.21厘升至2月底的4.38厘。歐洲中央銀行及英倫銀行維持政策利率不變，分別為2.0厘及4.75厘。亞洲方面，泰國中央銀行於3月份將回購利率調高25基點至2.25厘；台灣的政策利率亦於去年12月上調12.5基點至1.75厘。

美國股市在1月份下跌，至2月份回升，部分反映油價波動的影響。截至2月底，標準普爾500指數已回復至去年底水平，納斯達克綜合指數則下跌5.7%。年初至今，歐洲及亞洲股市表現超越美國股市，摩

根士丹利歐元區股市指數上升4.3%。在此期間，日經225平均指數上升2.2%，摩根士丹利亞洲股市指數（不包括日本）則上升4.7%。

外匯市場方面，美元於1月份受到預期美國加息支持而轉強，其後在接近2月底時回軟。聯邦儲備局的廣義名義有效匯率指數在2月份下跌1.1%，兌主要貨幣的匯率指數亦錄得相近跌幅。兩者較2002年2月份的高位分別下跌17%及28%。大部分亞洲浮動貨幣兌美元的匯率均較2004年底時微升。

油價在1月及2月份顯著上升。英國布蘭特、杜拜及西德州原油在2月底的平均價為每桶48美元，相比2004年底的數字為39美元，部分原因是美國對石油的需求增加。期貨價格顯示，今年油價將持續高企。於2月底，12月付運的西德州原油期貨價為51美元，相比現貨價為52美元。

## 本地經濟活動

香港經濟於2004年第4季持續復甦，按年計實質本地生產總值的增長步伐與第3季大致相同。經季節因素調整的按季計經濟增長在第4季略為減慢。經濟增長層面廣泛，大部分主要組成項目均較對上一季錄得增長，其中商品出口及私人消費回升，扭轉第3季的跌勢；建造業投資則仍然表現呆滯。

最新經濟指標顯示，2005年初經濟增長維持穩健。採購經理指數（反映香港整體商業活動的綜合指數）在2004年12月一度降至中性水平50以下，但1月至2月份則維持高於50，反映經濟活動再度擴張（圖1）。由於資產價格上升、失業率下降及訪港旅遊業進一步增長帶來支持，大部份消費耐用品的零售額於1月份持續錄得雙位的按年增幅。留用進口連續

下跌兩個月後，在1月份大幅上升（經季節因素調整，按月計）。這可能顯示未來幾個月本地需求會強勁增長，但亦可能部分反映農曆新年出現在2004年及2005年不同月份（分別在1月及2月），對季節因素調整的計算造成影響。

圖 1  
經濟活動



\* 估計數字

## 對外貿易

受到中國內地外貿增長支持，香港商品出口及服務輸出在 2004 年第 4 季顯著增加（圖 2）。最新統計數字顯示，儘管全球經濟增長有放緩的跡象，但出口增長在 2005 年初維持強勁。經季節因素調整的按月計貨品出口總值在 1 月份上升 9.6%，相比 2004 年第 4 季的升幅為 3.2%。按年計商品出口增長在 1 月份特別強勁，增幅為 34.8%，部分反映農曆新年出現在 2004 年及 2005 年不同月份。貿易有關服務出口受到商品貿易擴張支持，維持強勁增長。然而，旅遊有關收益的增長從高位略為回落。按年計訪港遊客數目增幅由 2004 年第 4 季的 17%，下降至今年 1 月的 8.3%。

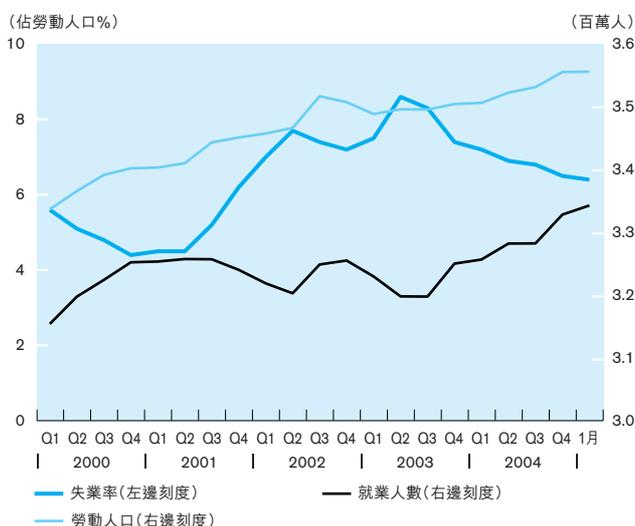
圖 2  
對外貿易



## 勞工市場及通脹

勞工市場情況繼續改善。經濟復甦帶動就業人數持續增加，有助使經季節因素調整的失業率由 2003 年 5 月至 7 月的歷史高位 8.6%，下降至截至 2005 年 1 月止 3 個月內的 6.4%（圖 3）。儘管就業人數增加使家庭收入上升，但由於失業率相對偏高遏抑工資增長，因此勞工收入仍然大致平穩。在 2004 年首 3 個季度內，平均名義薪金（包括薪酬、超時工作津貼、補薪及其他不定期津貼與花紅）略為減少 0.7%（按年計），相比 2003 年的減幅為 1.8%。

圖 3  
勞工市場狀況



通縮壓力顯著減少，以某些標準計更已消失。整體綜合消費物價指數在2004年下跌0.4%，相比2003年的跌幅為2.6%。指數由2004年7月開始錄得溫和的按年升幅，但這主要反映在2003年7月至11月期間政府採取紓困措施，使比較基數較低(圖4)。經季節因素調整後，綜合消費物價指數在2004年9月至12月期間按月平均上升0.1%，但在2005年1月下跌0.2%，這部分可能是由於農曆新年出現在2004年及2005年不同月份對季節因素調整的計算造成影響。

圖4  
整體通脹率



## 資產市場

物業市場在2004年5月至7月一度停滯不前，其後繼續復甦。大部分類別的物業價格較2003年中的谷底水平顯著上升(圖5)。差餉物業估價署編製的住宅物業價格指數繼於2004年激升27%，以及較2003年7月份谷底水平累計上升42%後，於2005年1月繼續上升。物業價格上升的同時，物業成交量亦增加，以豪宅交易尤其顯著。買賣協議數目在2004年增加至7年以來高位，但與1997年相比仍少四成。

圖5  
資產價格



本港股市亦上升，但波幅較物業價格大。由於市場關注中國內地收緊貨幣政策及美國加息的影響，本港股市在2004年第2季大幅下滑，到了2004年下半年強力回升。恒生指數於2004年底收市時較2003底上升13.2%。隨着物業價格在2004年持續回升，股市上升動力主要來自物業發展類股份。然而，由於市場關注內地經濟可能硬着陸，內地企業股份(H股)在年內下跌5%。在2005年初，市場關注港股股價可能過高，影響投資氣氛，恒生指數下跌約5%。其後由於主要上市公司公布盈利較預期佳，恒生指數在2月份回升至2004年底水平。在股市暢旺的環境下，首次發售新股的申請(尤其來自內地企業)增加。在2004年第4季有17間企業透過香港主板首次發售新股，合共集資380億港元，其中內地有關企業(紅籌或H股)佔七成以上。

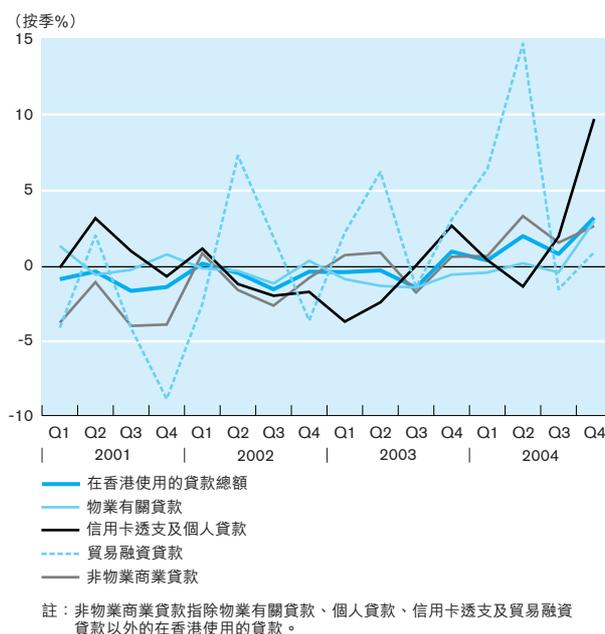
## 貨幣供應量及本地貸款

貨幣總體數字及銀行貸款持續增加。港元狹義貨幣供應量在2004年第4季顯著上升，主要原因是利率偏低及經濟轉好與股市交投暢旺帶動貨幣交易需求增強。廣義貨幣供應量增長在第4季加快，承接對上3季錄得溫和的變動，反映經濟持續復甦及通縮壓力逐漸消失。與2003年底相比，狹義及廣義貨幣供應量分別上升16.3%及4.6%。

外幣存款在第4季顯著增加，其中美元存款未受美元疲弱影響而顯著上升，其他外幣存款則稍為減少。由於港元存款增長較外幣存款快，12月底外幣存款佔總存款的比率較3個月前微跌至47.8%，但仍高於2003年底的數字。

本地貸款跟隨經濟復甦步伐增加，其中在香港使用的貸款在第4季的升幅較對上幾季高。若按經濟用途分析，貸款增加的趨勢相當全面，其中信用卡透支更錄得明顯的按季升幅(圖6)。<sup>1</sup> 在與物業有關貸款中，建造及物業發展與投資貸款錄得明顯的增長，而未償還住宅按揭貸款則輕微上升。

圖 6  
在香港使用的貸款



## 短期展望

預期經濟將會在2005年持續復甦，但增長步伐可能較2004年慢。預計寬鬆的貨幣政策(包括實質利率偏低及港匯指數疲弱)將會為經濟增長帶來支持。雖然預期出口增長將會因全球增長減慢而回落，但內地與香港經濟進一步融合，加上香港迪士尼樂園將會開幕，應有助刺激香港的出口收益。近期資產價格上升、勞工市場情況改善及收入增加，應可支持本地消費支出。預期消費物價將會在2005年略為上升，原因是正數的生產值差距，加上進口價格上升(部分與美元疲弱有關)以及市值租金在2004年上升可能對綜合消費物價指數的租金部分造成滯後效應等因素，對消費物價產生支持作用。另一方面，由於失業率仍然處於相對較高水平，預計勞工收入的上升壓力溫和。此外，中國內地增長及通脹逐漸減慢，預期亦有助遏抑本港的通脹壓力。

<sup>1</sup> 有關各經濟行業的貸款數據只會每季公布一次。