

# 本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

全球經濟狀況進一步惡化，主要經濟體系在2008年第4季突然加快收縮步伐。美國方面，儘管已制定財政刺激方案以支持經濟，但經濟活動指標顯示2009年整體需求將會進一步疲弱。主要歐洲國家普遍經濟下滑，日本亦面臨近期史上最嚴重的經濟萎縮。香港經濟活動在2008年第4季顯著收縮，原因是內部及外部需求均大幅減弱。市場普遍相信全球經濟在2009年上半年仍然處於衰退局面，在下半年能否回升仍存在很大的不明朗因素。

## 外圍環境

初步估計數字顯示，按季(以年率計)美國實質國內生產總值在2008年第4季下跌6.2%，第3季的跌幅為0.5%，反映經濟衰退加深。私人消費減少4.3%，商業投資急挫21.1%，住宅投資跌勢加劇。由於金融危機對全球經濟的擴散作用加深，淨出口對經濟增長的貢獻亦由正轉為負。按月經濟指標顯示，踏入2009年經濟持續疲弱。隨着消費信心由去年11月的44.7急跌至2月的25，成為歷來最低紀錄，按3個月比較的零售貨值於1月減少6.7%。勞工需求跌勢未止，非農業職位就業人數在截至2月份的3個月內減少接近200萬名，失業率由去年11月的6.8%上升至2月的8.1%。住屋市場仍未回穩，按3個月比較的現成住屋銷量於1月下跌8.0%，美國20個主要城市住屋價格於去年12月的按年跌幅擴大至18.6%。商業投資呆滯，按3個月比較不計飛機在內的非國防資本貨品訂單於1月減少10.0%，ISM製造業及非製造業採購經理指數均處於收縮狀況。信貸狀況仍然收緊；根據聯儲局1月份的高級信貸人員調查，頗大比重的美國銀行表示在過去3個月曾收緊貸款政策。面對經濟嚴重下滑，當局推出7,870億元的財政刺激方案以支持經濟。

通脹方面，反映能源價格持續回落及整體需求急速下跌，通脹壓力顯著減少。1月份整體消費物價指數按年沒有錄得升幅，較3個月前的3.7%升幅顯著放緩；核心通脹由2.2%回落至1.7%。聯邦公開市場委員會於1月28日的會議上將聯邦基金目標利率維持於0至0.25厘，並在會後聲明中表示有意在未來一段時間內仍會維持低息。聲明亦指出聯儲局財政將會被用作支持信貸市場及經濟活動，如有需要，聯邦公開市場委員會亦準備購入較長年期的國庫券。

歐元區方面，初步估計數字顯示按季年率計區內生產總值在第4季負增長5.7%，對上兩季均錄得1.0%的負增長。德國及法國經濟產值分別減少8.2%及4.6%，是20多年來最惡劣的季度表現；意大利經濟產值則下跌7.1%。其他泛歐元區指標在第4季亦顯著疲弱。以年率計零售量減少3.9%，而由於歐洲委員會消費信心指標在近幾個月進一步下跌，相信零售量會續降。私營環節投資受到前景黯淡、建築活動萎縮及金融市場動盪等因素影響。工業生產按季下跌5.2%，新訂單大減13.4%。失業率在12月升至2年來最高的8.0%。儘管有回穩跡象，但市場氣氛指標仍顯示未來形勢將會顯著惡化。曾於去年7月高達4%的整體消費物價通脹，已由12月按年計的1.6%降至

1月的1.1%。歐洲央行於3月的會議上決定將基準利率下調50基點至1.5厘。自去年10月份起，合計減息幅度275基點。在英國，實質國內生產總值繼在第3季減少2.8%後，在第4季再降6.0%（按季年率計）。一系列指標在第4季跌至前所未有的低水平，前瞻性調查顯示跌勢將可能加劇。部分受寬減增值稅措施影響，整體消費物價通脹由9月的5.2%高位，回落至12月按年計的3.1%；核心消費物價通脹則回落至1.1%。在此形勢下，並考慮到金融市場波動及實體經濟急速收縮，英倫銀行於3月的會議上將政策利率再下調50基點，至0.5厘的歷史低位。自10月份起，合計減息幅度450基點。

日本經濟在第4季跌幅加深。實質國內生產總值按季年度下跌12.1%，較第3季1.4%及第2季4.5%的跌幅為大。經濟轉差的原因包括私營非住宅投資驟降（負19.8%），以及淨出口對經濟產值的負面影響。整體消費減少1.8%，耐用品銷售量減少14.3%。商品出口急跌20.6%，反映全球需求呆滯下主要市場普遍萎縮。工廠活動減速，第4季工業生產跌幅達到破紀錄的12.0%，汽車、電子產品及機械均顯著減產。反映經濟狀況轉差，失業率於12月上升至4.3%，成為3年來最高水平。前瞻指標仍然一致疲弱，營商氣氛及消費信心降至或接近歷史低位。隨着內部需求減少及石油降價，通脹壓力持續回落。整體按年消費物價通脹率12月降至0.4%，核心消費物價通脹（撇除新鮮食品及能源）的按年升幅只有0.2%。鑑於通縮風險增加，日本央行於12月中將政策利率調低至0.1厘，並決定透過直接買入日本政府債券及企業金融票據加大放寬貨幣的力度。

在中國內地，經濟增長勢頭繼續減弱。2008年第4季實質國內生產總值按年增長降至6.8%，是7年來最小的增幅。2008年全年計實質國內生產總值增長9.0%，較2007年少4個百分點。經濟增長減慢，主

要是由於出口急降及工業生產萎縮。在外部需求減少的影響下，出口增長由2008年第3季的23%大幅降至第4季的4.3%；而由於中國內地加工貿易收縮，進口增長由25.8%挫至負8.9%。進出口放緩的情況在2009年1月持續，按年出口減少17.5%，進口減少43.1%。按年固定資產投資增長由2008年第3季的28.7%降至第4季的23.1%；第4季電力生產減少6.0%。2009年1月部分經濟指標顯示有復甦的跡象，可能是由於近期財政刺激方案及大幅度放寬信貸所造成。採購經理指數由2008年12月的41.2回升至2009年1月的45.3。2009年1月新貸款增長激增至1.62萬億元人民幣，較2008年1月上升超過一倍。廣義貨幣供應量(M2)按年增長由2008年第3季的15.3%，上升至第4季的17.8%，並於2009年1月再升至18.8%。人民幣各項貸款餘額按年增長由2008年第3季的14.5%，加快至第4季的18.8%，並於2009年1月再升至21.3%。然而，信貸擴張會否迅速及強勁地滲透至投資及消費環節，仍未可知；有觀察家已注意到一大部分的信貸擴張是短期商業票據貼現增加所造成，反映在經濟前景極度不明朗下銀行對批出新貸款仍保持審慎。

整體消費物價通脹由2008年第3季的5.3%迅速回落至第4季的2.6%。2月份消費物價指數按年下跌1.6%，顯示通縮已經出現。由於商品價格下跌，生產物價通脹由2008年第3季的9.7%急跌至第4季的2.5%，在2009年2月更錄得負4.5%。展望未來，若在全球經濟不振下整體需求持續萎縮，持續通縮的風險可能成為內地決策當局的主要關注事項。內地當局會繼續施行擴張性貨幣及財政政策，以抗衡經濟逆境。過去幾個月信貸供應已獲放寬，以鼓勵國內投資及生產；而在財政刺激方案下亦公布具體政策以紓緩部分行業的壓力。儘管其他新興市場貨幣相繼貶值及內地出口減少，人民幣在近幾個月仍大致保持穩定。內地當局已清楚表明不會利用匯率政策來幫助出口。

東亞其他經濟體系方面，最新經濟指標持續向下，反映近幾個月整個地區的經濟活動可能放緩。韓國、新加坡及台灣實質國內／本地生產總值在2008年第4季平均減少22.5%（按季年率計），是第3季以來第2個錄得負增長的季度，亦是1997至98年亞洲金融危機以來最惡劣的表現。東盟四國(ASEAN-4)實質國內生產總值平均減少5.9%。來自所有先進國家以及中國內地的出口需求急跌，繼續對區內經濟體系造成衝擊。出口帶動的生產活動驟降，削減區內就業機會；韓國、新加坡及台灣最新失業率升勢加速。內部需求呆滯加上勞工市場轉差，將會在未來幾季對區內經濟體系造成影響。韓國、新加坡及台灣按季工業生產在第4季急跌14.7%，高科技及非高科技工業均告下跌；區內其他經濟體系在第4季的工業生產亦錄得負增長。工業減產大致反映全球經濟轉差下出口顯著減少。三個新興工業化經濟體系(NIE-3)及東盟四國的出口額在第4季錄得雙位數字按季跌幅。鑑於經濟活動呆滯，區內通脹壓力持續減少，核心消費物價通脹保持平穩。在韓國、新加坡及台灣，整體消費物價通脹於2009年1月按年平均下跌至

2.7%，相比2008年7月的高峰水平為6.1%。東盟四國在此期間的整體消費物價通脹亦降至4.9%。近幾個月通脹壓力減少，為決策當局營造更大放寬貨幣政策的空間，以支援經濟增長。印尼、馬來西亞、菲律賓及台灣央行於1月大幅度調低政策利率，減幅由0.5厘至0.75厘不等。市場廣泛相信，由於經濟急速轉差，區內將會繼續減息。

## 本地經濟活動

由於全球經濟逆轉透過貿易及金融環節對本港經濟造成打擊，香港經濟在2008年下半年收縮，是6年來首次出現。受到私人需求顯著疲弱影響，實質本地生產總值在2008年下半年按年下跌0.5%（圖1及表1），與上半年經濟仍然相當穩健，錄得5.8%增長相比甚為懸殊。經季節因素調整與對上季度比較，實質本地生產總值在第2季及第3季分別下跌0.9%及0.7%，在第4季更下滑2.0%，反映經濟衰退正在加深。

表 1

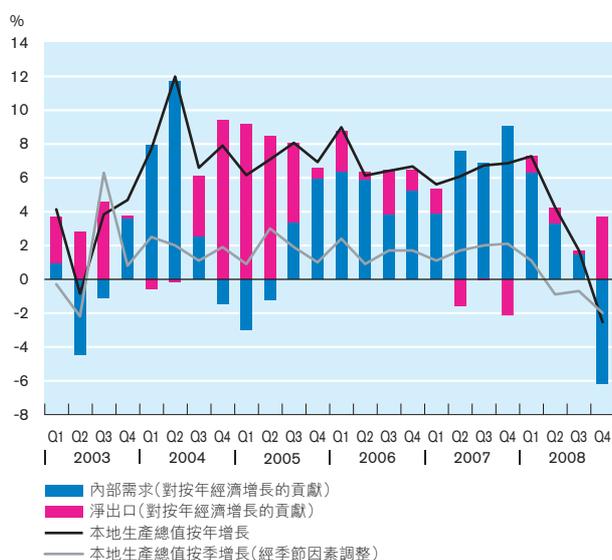
按開支項目劃分的實質本地生產總值增長

(按年%)	2007	2008	2008			
			Q1	Q2	Q3	Q4
本地生產總值	6.4	2.5	7.3	4.3	1.7	-2.5
(按季增長)			1.1	-0.9	-0.7	-2.0
內部需求	7.9	1.1	7.0	3.5	1.7	-6.9
私人消費支出	8.5	1.8	7.6	3.5	0.0	-3.2
政府消費支出	3.0	2.0	0.6	3.2	2.0	2.6
本地固定資本形成總額	3.4	-0.3	10.1	4.9	3.2	-17.3
其中：						
樓宇及建造	-0.2	0.3	9.1	-0.4	-4.1	-3.6
機器及設備	3.0	0.6	5.9	6.9	10.6	-18.7
存貨變動 <sup>1</sup>	1.0	-0.2	-0.4	-0.2	0.7	-0.9
出口淨值 <sup>1</sup>	-0.6	1.5	1.0	0.9	0.2	3.7
其中：						
商品出口	7.0	2.0	8.3	4.4	1.4	-4.9
服務輸出	14.1	5.6	10.2	8.2	5.1	-0.2

<sup>1</sup> 以百分點表示對本地生產總值增長率的貢獻。

資料來源：政府統計處。

圖 1  
經濟活動



資料來源：政府統計處。

第4季內部需求較上年同期大幅下跌6.9%，扭轉第3季錄得的1.7%溫和升幅。隨着全球金融危機加劇及本地勞工市場狀況轉差，私人消費支出繼在第3季停留不動後，於第4季按年減少3.2%，是2003年第3季以來首次錄得跌幅，其中金融服務及巨額項目支出銳減尤為顯著。受到信貸緊縮及營商前景不明朗遏抑，整體投資支出在第3季僅按年增升3.2%，至第4季時更急跌17.3%，其中私營環節建造活動及設備支出驟減，公共投資則依然靠穩。

表 2

主要市場商品出口<sup>1</sup>

(按年%)	所佔比重 <sup>2</sup> (%)	2007	2008	2008			
				Q1	Q2	Q3	Q4
中國內地	48	13	5	11	8	4	-2
美國	13	-1	-2	-1	-1	1	-7
歐盟	14	6	6	8	8	10	-1
東盟五國 <sup>3</sup> + 韓國	7	9	9	15	9	3	11
日本	4	-1	1	-2	-1	3	4
台灣	2	2	4	3	7	5	0
其他	12	18	14	30	24	17	-9
<b>總額</b>	<b>100</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>-2</b>

<sup>1</sup> 2008年轉口佔總額的97%。

<sup>2</sup> 在2008年所佔比重。

<sup>3</sup> 東盟五國指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。

資料來源：政府統計處及CEIC資料庫。

近期新聞及經濟數據普遍顯示形勢欠佳，短期內經濟狀況可能進一步惡化。最新《業務展望按季統計調查》顯示，企業僱主對2009年第1季營商狀況的看法急速轉差。另一方面，採購經理指數自去年7月起已跌破50升跌分界線，主要反映產值及新訂單減少造成的顯著影響。零售量在2009年1月回穩，較3個月前上升0.2%，但仍未能抵銷2008年12月錄得2.9%的顯著跌幅。

## 對外貿易

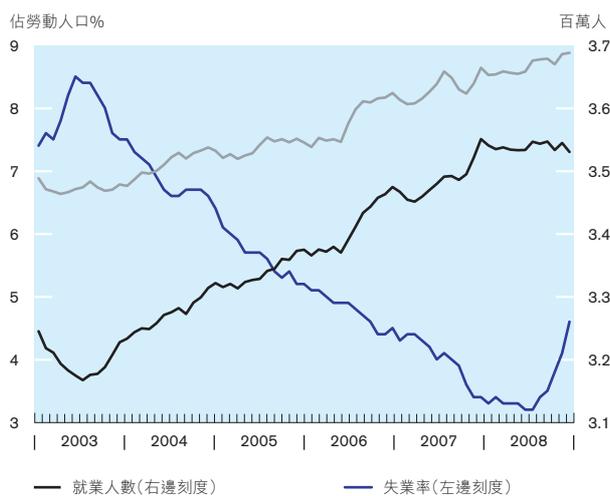
全球經濟放緩導致主要貿易夥伴需求減少，對香港第4季出口表現造成影響。商品出口貨值繼在2008年第3季上升5.5%後，在第4季下跌2.1%，是6年多以來首次按年下跌(表2)。出口表現轉差包括本地出口下跌31.1%及轉口下跌0.9%，跌勢普遍出現於主要市場，包括內地、美國及其他工業化經濟體系。經季節因素調整的出口在第3季及第4季相繼下跌，而且按季跌幅擴大，分別為0.5%及4.2%，清楚反映出口動力疲弱。由於金融服務外部需求明顯減少，以及訪港旅遊業增長停滯不前，服務輸出值按年僅上升0.7%。另一方面，貨品及服務輸入在第4季下跌3.5%。綜合而言，第4季整體貿易帳錄得691億港元順差額，相當於本地生產總值的15.8%，相比上年同期的數字為分別499億港元及11.1%。

## 勞工市場及通脹

經濟活動放緩，導致勞工市場狀況明顯轉差。2008年第四季整體勞動人口持續增加，按年增幅1.3%，但創造職位的速度約為5年來最慢，總就業人數升幅只有0.7%。因此，經季節因素調整的失業率由第三季的3.4%升至第四季的4.1%（圖2）。分組數據進一步顯示，職位減少的情況遍及各環節，其中建造、零售、進出口貿易及運輸受最大影響。另一方面，勞工收入繼續上升，人均名義薪金繼對上一季按年增長4.6%後，在第3季再增加5.2%。然而，若經通脹因素調整，實質薪金只稍升0.5%。

圖 2

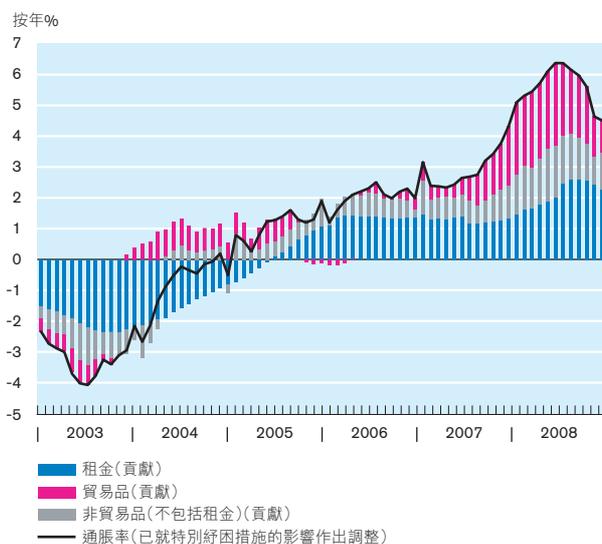
### 勞工市場狀況



與此同時，第四季通脹壓力減退，大致反映食品價格通脹下降、住宅租金下調及內部需求疲弱。經扣除各項政府紓困措施的影響後，綜合消費物價指數在第四季按年上升5.4%，承接第三季的6.3%升幅（圖3）。事實上，按季通脹動力明顯減弱，期內以年率計綜合消費物價通脹由5.3%降至1.8%。按照同一比較基礎，不包括基本食品及能源的以年率計核心通脹降至2.8%，相比第三季為4.7%。

圖 3

### 消費物價通脹



## 資產市場

由於近幾個月信貸市場收緊及全球經濟下滑，本港股市仍然呆滯（圖4）。繼2008年第三季雷曼兄弟倒閉及全球金融資產在連鎖效應下被拋售，香港特區政府公布有關流動資金支援及存款擔保的臨時措施，中國內地亦公布4萬億元人民幣的財政方案。本港股市在第四季回升，恒生指數由2008年10月的谷底上

圖 4

### 資產價格



升35%，至12月底收市時報14,387點。然而，經濟前景的憂慮及金融市場持續受壓，導致恒生指數跌勢重現，於2月底收市時報12,812點，跌幅11%。平均每日成交額由2008年第4季的510億港元進一步降至2009年首兩個月的440億港元。

由於全球金融危機及經濟迅速轉差，令市場氣氛受到遏抑，物業價格亦於2008年第4季面對顯著的下調壓力。住宅物業價格繼在第3季下跌2.1%後，在第4季再跌12.4%。由於批核信貸收緊及勞工市場狀況轉差影響住宅物業需求，物業成交量於10月減少22.3%後，在11月再跌30.8%。隨着接近2008年底時信貸市場改善，住宅物業交投轉趨活躍，12月的住宅物業價格維持穩定，成交量則激增44.2%。交投增加部分是由於置業負擔能力維持穩健及購入成本與租金存在負差距帶來支持。商用物業方面，寫字樓價格在第4季按季急跌14.5%，反映在信貸市場收緊下業務擴展步伐放緩及非流動資產被迅速拋售。零售店舖及廠廈價格於同期內亦錄得雙位跌幅。

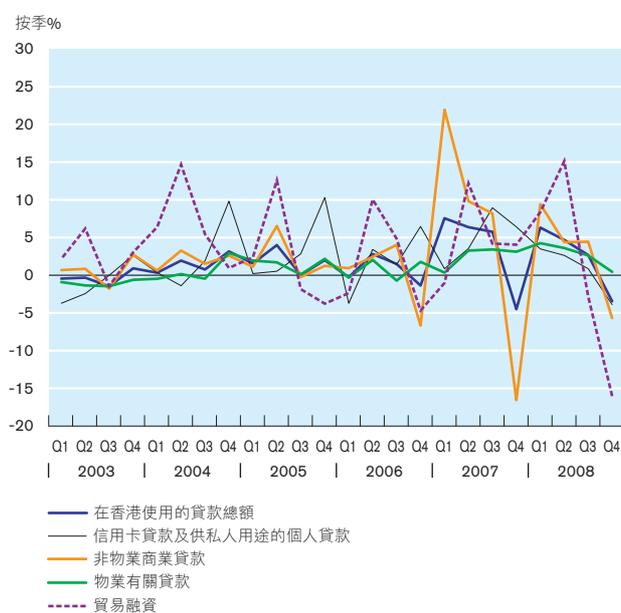
## 貨幣供應及本地貸款

港元狹義及廣義貨幣在第4季均告上升。由於活期存款及公眾所持貨幣上升，經季節因素調整的狹義貨幣在第4季回升4.5%，扭轉第3季的1.3%跌幅。狹義貨幣回升，部分是由於定期存款利率下調，降低持有不計息貨幣資產的機會成本。廣義貨幣繼在第3季增加2.6%後，在第4季再增2.9%，可能是受到資金流入港元所帶動；市場消息指自9月中全球金融危機惡化以來，有本港公司基於業務或流動性需要將海外資金調返換作港元。在2008年，廣義貨幣下跌1.2%，與經濟活動疲弱及股市交投淡靜的情況相符。

存款總額在第4季加快增長，港元及外幣存款均錄得較大增幅。在港元存款中，流動存款(活期及儲蓄存款)增加，定期存款則減少，因此流動存款佔港元存款的比例由2008年9月的46%上升至12月的52%。外幣存款方面，第4季美元存款顯著上升9.2%。然而，香港人民幣存款繼在第3季減少9.9%後，在第4季再減19.9%。<sup>1</sup> 人民幣存款需求減少，部分是由於人民幣存款利率下調，以及有關人民幣匯價短期走勢的不明朗因素增加。

隨着經濟加深向下，第4季本地貸款減少。在香港使用的貸款<sup>2</sup> 在第4季減少3.5%後，扭轉對上3季的增長。按經濟用途分析，貿易融資貸款因受貿易流向萎縮影響而減少16.1%(圖5)。<sup>3</sup> 信用卡墊款及供私人用途的個人貸款減少3.9%，非物業商業貸款亦普遍減少。由於住宅及商用物業投資貸款增長超過未

圖 5  
在香港使用的貸款



註：非物業商業貸款指除物業有關貸款、供私人用途的個人貸款、信用卡貸款及貿易融資貸款以外的在香港使用的貸款。

資料來源：金管局。

<sup>1</sup> 以人民幣計。

<sup>2</sup> 包括貿易融資貸款。

<sup>3</sup> 按經濟行業分類的貸款只有季度數據。

償還的住宅按揭貸款，物業有關貸款稍升。在港元貸款減少而存款增加的形勢下，港元貸存比率於12月底續跌至77.6%。

## 短期前景

受到出口需求疲弱、金融市場陰霾揮之不去及內部支出減少拖累，預期本港經濟仍然表現呆滯。隨着香港主要貿易夥伴經濟急速轉差，轉口貿易及服務輸出可能進一步萎縮。由於失業率上升及營商環境轉差將會遏抑個人及商業支出，內部需求或會進一步減少。在此情況下，政府預測2009年經濟跌幅將為2%至3%，與市場共識估計的2%跌幅大致相符。經濟前景能否扭轉頹勢，關鍵在於美國及其他先進國家的發展，以及全球金融危機將如何繼續演變。

隨着整體需求減少令本港成本壓力下降，預期消費物價通脹會進一步回落。能源價格下跌及食品價格較穩定，將對進口價格通脹造成遏抑。面對2008年物業價格大跌，作為經濟逆轉前通脹主因的住宅租金，將於2009年趨向下調。官方預測顯示基本綜合消費物價通脹將由2008年的5.6%回落至2009年的1.5%。

短期經濟前景面對的不利風險仍然持續，原因是全球金融危機對本港實體經濟的影響仍在擴散，以及主要工業化國家衰退局面有多嚴重及維持多久仍存在很大的不明朗因素。美國歐洲衰退較預期嚴重及全球金融市場繼續受壓等因素，可能加深及延長香港的經濟下滑期。儘管外圍環境極度不明朗，但基於幾個原因，本港經濟抵禦當前全球金融危機的能力或能超過亞洲金融危機的時候：(1) 亞洲區尤其中國內地經濟基本因素遠較10年前穩固，決策者有空間作出適當的施政部署，內地當局推出4萬億元人民幣財政方案已可證明；(2) 在聯繫匯率制度下，美國極度寬鬆的貨幣政策為香港經濟提供緩衝應付當前

的經濟逆轉；以及(3) 2008至09年度財政預算案提出的政策，以及行政長官於2008年7月公布的補充紓困措施，為實體經濟帶來及時的財政刺激作用。2009至10年度財政預算案提出的政策，將再為2009年本地需求帶來一定的刺激作用。