

本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

經歷了二次大戰以來最嚴峻的衰退後，在財政及貨幣刺激政策支持下，全球經濟開始復甦。美國及歐元區等主要經濟體系在第3季反彈，但失業率仍然高企。新興亞洲經濟體的復甦動力較全球其他地區強勁；此外，由於有跡象顯示大量資金流入及內部信貸增長加快，資產價格大幅上揚。受到基建方面的公共投資及房地產市場轉趨活躍支持，內地第3季的國內生產總值增長較快。香港經濟在內部需求強勁帶動下於第3季進一步增長，勞工市場狀況亦似乎穩定下來。

外圍環境

美國經濟繼續呈現復甦跡象，但看來過程相當緩慢。經濟在第3季從衰退中回升，按季年率計實質國內生產總值上升2.8%，對上一季則下跌0.7%。在財政刺激政策支持下，個人消費對增長的貢獻為2.1個百分點。縮減存貨的過程似乎已告一段落，存貨調整對增長帶來0.9個百分點的貢獻。近期的月度指標顯示經濟活動繼續增加，但隨着「舊車換新車」補貼計劃帶來的刺激作用減退，消費支出回落。10月份零售銷售按3個月比較上升1.5%，而會議局的消費者信心指數由3個月前的54.5，降至11月份的49.5，部分反映勞工市場表現疲弱。失業率由3個月前的9.7%升至11月份的10.0%，但非農業職位就業人數減少的情況有所緩和，在截至11月止的3個月合共減少261,000名，而對上3個月則減少接近100萬名。另一方面，企業前景改善，10月份耐用品訂單按3個月比較上升1.1%，其中反映商業投資的不計飛機在內的非國防資本貨品訂單增長0.2%。ISM指數等較具前瞻性的調查在過去幾個月維持在50的分界線以上。住屋市場轉趨穩定，10月份成屋銷售按3個月比較上升12.7%，是2007年2月以來的最高水平。然而，鑑於存貨充斥市場，價格仍然受壓；美國20個主要城市

的S&P/Case-Shiller房屋價格指數在9月份按年下跌9.4%。物價方面，受到經濟體系內存在大量過剩生產能力影響，10月份的按年計整體通脹率維持在負0.2%的水平，核心消費物價指數則上升1.7%。聯邦公開市場委員會於11月的會議上將聯邦基金目標利率維持於0至0.25厘，並重申聯邦基金利率處於特低水平的情況可能會持續一段較長時間。

歐元區的經濟亦在第3季走出衰退，按季年率計實質區內生產總值上升1.5%。近期的月度指標顯示復甦更趨廣泛。按3個月比較的工業訂單在9月份上升2.2%，工業生產則下跌2.2%。雖然勞工市場仍然疲弱，失業率在10月份由3個月前的9.5%稍升至9.8%，但該月的零售銷售按3個月比較上升1.1%。市場氣氛及其他具前瞻性的指標顯示經濟前景改善。歐洲委員會的經濟信心指標及德國的IFO營商信心指標自3月以來均穩步改善，而綜合採購經理指數亦維持在50的分界線以上。由於生產能力過剩，因此通脹壓力有所紓緩，按年計整體消費物價指數在10月份錄得負0.1%，按年計核心消費物價指數亦在10月份由3個月前的1.3%微跌至1.2%。歐洲央行於12月會議上維持基準利率於1.0厘，並表示目前的利息水平恰當，通脹預期得到合理支持。英國方面，按年計實質國

內生產總值在第2季收縮2.3%後，在第3季下跌1.2%。勞工市場仍然疲弱，失業率在截至9月止的3個月維持於7.8%，是1996年以來的最高水平。由於內部需求疲弱，通脹壓力得到緩和。按年計整體消費物價指數由7月份的1.8%降至10月份的1.5%。英倫銀行在11月會議上維持政策利率在0.5厘的水平，並將資產購買計劃的規模由250億英鎊擴大至2,000億英鎊。

日本經濟的擴張力度較預期強勁，在第2季按季年率計增長2.7%後，在第3季再增長4.8%。經濟增長是由私人消費及資本開支帶動，按季年率計分別增長2.8%及6.6%。經濟狀況改善，內閣府編製的消費者信心指數在10月份升至兩年高位，而日本央行的最新一輪「短觀」調查亦反映企業前景轉為比較樂觀。對外方面，其他亞洲經濟體系需求回升，帶動出口量在第3季繼續增長。與此同時，勞工市場狀況好轉，10月份的失業率下降至5.1%的水平。主要受到消費需求疲弱影響，10月份整體消費物價指數按年下跌2.5%。雖然能源成本自去年高位回落對整體物價水平繼續構成壓力，但撇除能源及食品價格的核心指數顯示通縮壓力增強。核心消費物價指數(撇除能源及食品價格)在10月份按年下跌1.1%。季內股票價格變動不大，日圓匯價則在11月下旬升至約每美元兌87日圓的水平。

內地經濟在基建方面的公共投資及房地產市場轉趨活躍支持下繼續顯著復甦。按年計實質國內生產總值由第2季的7.9%，增長至第3季的8.9%，但按季環比增長則略為放緩。固定資產投資在第3季按年增長32.9%，主要貢獻來自基建及房地產環節。自第1季以來基建投資一直表現強勁，房屋價格漲升則帶動新建築項目增加，促使房地產環節對固定資產投資的貢獻幾乎達第1季的3倍。對外貿易方面，第3季出口按年減幅放緩至20.5%，進口減幅則放緩至11.8%。按季環比出口及進口繼續增長強勁，不過進

口增長經過第2季強勁反彈後有所緩和。中國出口在主要市場所佔比重大致沒有變動，其中內地出口至美國的非石油產品所佔比重自2008年第3季以來一直保持穩定，約為22%。由於過去兩季進口回升速度較出口快，因此貿易順差由第1季的625億美元收窄至第3季的393億美元。

投資者對內地的經濟前景普遍感到樂觀，但對通脹風險表示憂慮，原因是銀行貸款及貨幣供應量強勁增長，自7月以來按3個月環比的消費物價指數及生產物價指數通脹率均錄得正數。然而，有市場分析員認為內地貨幣與通脹的關係並不穩定，加上多個行業生產能力過剩應可減輕通脹壓力。資產價格方面，內地股市經過年初穩步回升後，過去幾個月走勢略為穩定。上海證券交易所綜合指數在8月初升上3,500點的近期高位後，一直在3,000點左右的水平徘徊。另一方面，物業市場的上升動力加強。整體房屋價格指數在按年增幅連續6個月處於負數水平後，於6月份轉為正數，並在報告期內穩步上升。同時，每月售出的新建樓面面積增幅繼續擴大，按年計在10月份更達到3年高位。自2008年下半年以來，人民幣兌美元的現貨匯率大致保持穩定，而過去幾個月人民幣的實質匯率繼續貶值，但與危機前的水平相若。

三個新興工業化經濟體系(NIE-3)方面，最新數據顯示第3季經濟增長動力保持強勁。韓國經濟在第3季按季年率計增長13.4%。尤其私人消費連續3季上升，投資則連續兩季增加，反映基本增長動力強勁。新加坡的實質國內生產總值在第3季按季年率計上升14.2%，對增長的貢獻主要來自製造業。受惠於外部需求回升，台灣經濟按季年率計擴張8.3%。對外方面，包括中國、日本及美國在內的主要市場需求回升，亦為三個新興工業化經濟體系的復甦提供支持。通脹壓力大致溫和。然而，對資產泡沫可能形成的憂慮增加，促使各央行在制訂貨幣政策方面轉趨審慎，同時市場普遍預期韓國央行快將加息。

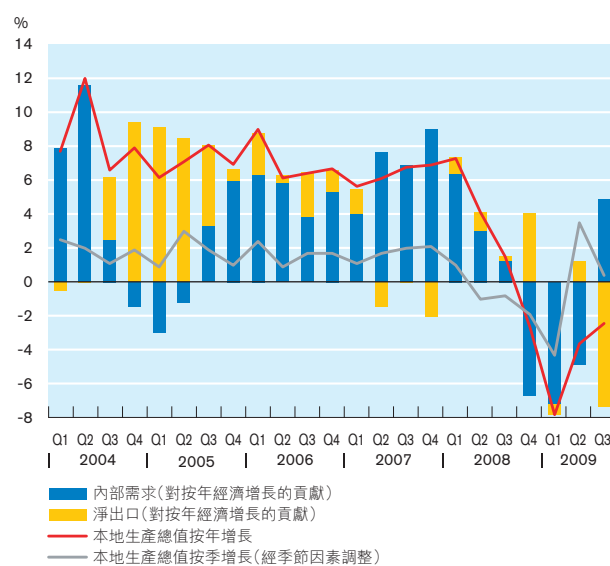
東盟四國經濟繼第2季強勁反彈後，在第3季持續溫和增長。¹按季年率計的整體國內生產總值繼第2季上升7.8%後，在第3季上升6.1%。內部需求受到財政刺激方案、信心回升及股市造好的正面財富效應支持。對外方面，區內貿易急增及全球補充存貨，帶動出口自第2季起顯著回升。通脹大致保持溫和，但部分經濟體浮現通脹上升壓力增加的初步跡象。菲律賓的消費物價按年升幅由3個月前的0.2%，升至10月份的1.6%。泰國10月份的按年通脹率今年以來首次轉為正數。金融市場方面，由於資金持續流入，股價繼續顯著上升，區內貨幣兌美元亦進一步升值。區內央行在其最近舉行的貨幣政策會議上，一致保持政策利率不變。

本地經濟活動

香港的整體經濟活動在2009年第3季明顯有改善的跡象。經季節因素調整的實質本地生產總值在第2季按季回升3.5%後，在第3季以比較溫和的幅度進一步上升0.4%。按年計實質本地生產總值跌幅繼續收窄，由第1季的7.8%及第2季的3.6%收窄至2.4%（圖1及

表1）。在私人消費及固定投資略為上升、政府大幅增加開支及存貨得到大量補充的情況下，內部需求經過連續3季收縮後恢復按年增長，反映衰退的力度正在減弱。內部需求對第3季實質本地生產總值按年變動率的貢獻為4.9個百分點。

圖 1
經濟活動



資料來源：政府統計處。

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		2009	
			Q4	Q1	Q2	Q3
本地生產總值	6.4	2.4	-2.6	-7.8	-3.6	-2.4
(按季增長)			-1.9	-4.3	3.5	0.4
內部需求	7.9	0.8	-7.5	-8.1	-5.2	5.7
私人消費支出	8.5	1.5	-4.1	-6.0	-1.1	0.2
政府消費支出	3.0	1.7	1.8	1.4	1.7	3.3
本地固定資本形成總額	3.4	-0.5	-17.8	-13.7	-13.6	1.4
其中：						
樓宇及建造	-0.3	1.6	0.1	-10.9	-4.7	3.4
機器及設備	3.0	-0.3	-21.1	-6.6	-18.0	-4.0
存貨變動 ¹	1.0	-0.2	-0.8	-0.9	-1.3	4.3
出口淨值 ¹	-0.6	1.6	4.0	-0.6	1.2	-7.3
其中：						
商品出口	7.0	1.9	-4.9	-22.7	-12.4	13.2
服務輸出	14.1	5.7	0.4	-6.3	-5.2	-0.9

¹ 以百分點表示對本地生產總值按年增長率的貢獻。

資料來源：政府統計處。

¹ 東盟四國為印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國。

經季節因素調整後，約佔本地生產總值六成的私人消費支出較第2季略為增長0.5%。與去年同期比較，私人消費支出亦回升0.2%，扭轉連續4季下跌的勢頭。服務消費已逐步回升，但食品及商品的支出仍錄得溫和跌幅。政府消費支出在第3季按年上升3.3%，反映擴張性財政刺激計劃的影響。整體投資支出在過去3季以兩位數字的速度顯著下跌後，在第3季按年回升1.4%。增長動力主要來自公共投資，私人投資則由於閒置的生產能力及審慎的營商氣氛而仍然呆滯。

近期經濟指標顯示本地經濟活動在第4季繼續保持暢旺。按3個月比較的零售量在10月份大幅增長6.9%，由於家庭財政狀況及經濟前景改善，中文大學編製的消費者情緒指數進一步上升。根據政府統計署在9月及10月初進行的最新一輪《業務展望按季統計調查》，營商氣氛亦轉趨積極。此外，隨着產量與訂單顯著上升，作為領先指標的採購經理指數在11月連續第4個月升穿50的增長與收縮分界線。

對外貿易

由於全球經濟依然低迷，香港的外部需求持續疲弱。商品出口繼續下跌，商品出口量在第3季按年實質下跌13.2%，與第2季的跌幅相若，第1季的跌幅則為22.7%。與此同時，商品出口的環比增長動力亦減弱，經季節因素調整後按季下跌2.8%，扭轉第2季強勁反彈的情況。按主要市場分析，對美國及歐盟的商品出口貨值在第3季繼續大幅下跌，幅度遠遠大於對內地、日本及亞洲其他地區的跌幅(表2)。另一方面，內地經濟進一步增強，亞洲區的工業活動亦普遍回升，支持香港作為區內貿易中介渠道的角色。

因為離岸貿易活動及運輸服務減少，所以服務輸出跌勢持續，不過按年實質跌幅已由第2季的5.2%，收窄至第3季的0.9%。然而，其他服務類別的輸出則隨着訪港旅遊業及金融活動顯著回升而錄得增長。受到運輸服務下跌影響，整體服務輸入在第3季實質下跌3.8%，但較第2季5.6%的跌幅已略為改善。綜合而言，第3季的名義貿易順差由上年度同期的568億港元(相當於本地生產總值的13.2%)，收窄至248億港元(相當於本地生產總值的5.9%)。至於對經濟增長的貢獻，淨出口使第3季的實質本地生產總值增長按年變動幅度減少7.3個百分點。

表 2

主要市場商品出口貨值¹

(按年%)	所佔比重 ² (%)	2007	2008	2008	2009		
				Q4	Q1	Q2	Q3
中國內地	48	13	5	-2	-24	-5	-8
美國	13	-1	-2	-7	-21	-21	-24
歐盟	14	6	6	-1	-18	-22	-26
東盟五國 ³ + 韓國	7	9	4	-8	-32	-25	-18
日本	4	-1	1	4	-13	-18	-8
台灣	2	2	4	0	-26	-6	3
其他	12	18	18	4	-17	-18	-18
總額	100	9	5	-2	-22	-13	-14

¹ 2008年轉口佔總額的97%。

² 在2008年所佔比重。

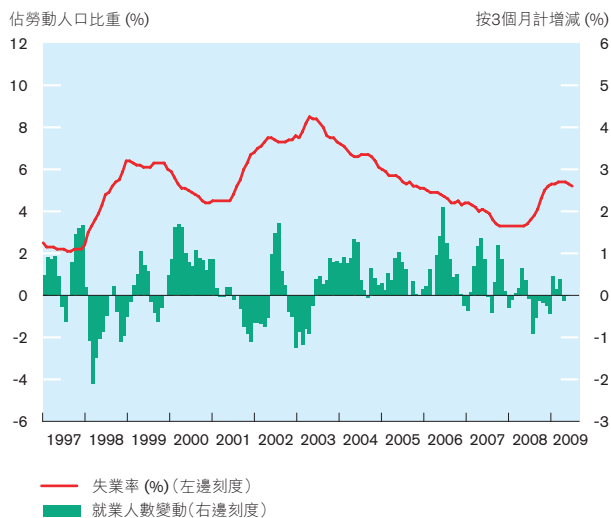
³ 東盟五國指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。

資料來源：政府統計處及CEIC資料庫。

勞工市場及通脹

2009年下半年勞工市場狀況好轉(圖2)。經季節因素調整的3個月移動平均失業率由9月份的5.3%及8月份的3年高位5.4%回落至10月份的5.2%。此外，第3季高技術環節的失業率維持在3.1%的水平，低技術環節的失業率則降至5.8%。根據行業細分的資料顯示，各環節的失業率普遍有所緩和，尤其在政府致力推動公共工程項目的刺激下，建造業的失業率跌幅最為顯著。另一方面，不論與一年前同期比較，還是經季節因素調整後按季比較，整體就業人數仍然向下。經濟疲弱及勞工市場疲軟繼續對勞工收入構成壓力，名義薪金總額(以人均計)在第2季按年減少0.7%。

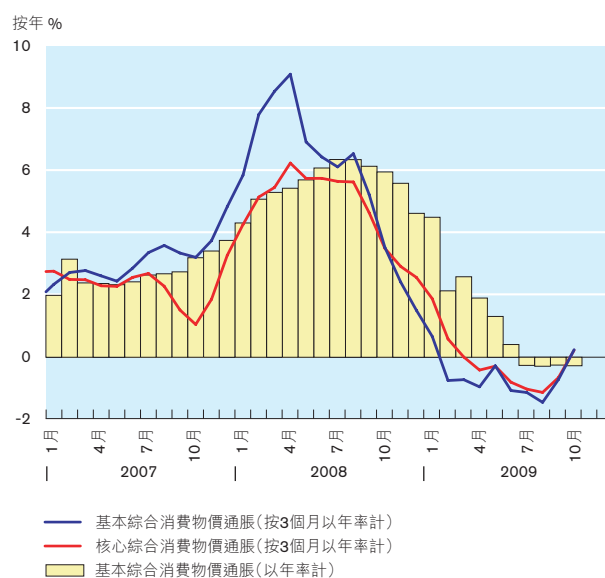
圖 2
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

通脹壓力連續幾季緩和後仍然偏軟。尤其按年計基本通脹率在7至10月的4個月內降至負0.3%，主要原因是食品及租金成本壓力減少(圖3)。然而，經季節因素調整後，物價下調壓力在接近第3季末時緩和。事實上，按3個月比較並以年率計的基本通脹率於10月份為0.2%，扭轉之前連續8個月處於負數水平的情況。撇除基本食品及能源的核心通脹率亦升至0.2% (以年率計)。由於本地成本壓力溫和及進口價格通脹輕微，因此預期未來幾個月基本物價壓力會受到遏抑。然而，在過去12個月內訂立的租約導致住屋租金下調從而拖累通脹向下的效應會減弱，因此租金以至通脹的上升壓力將會再現。

圖 3
消費物價通脹

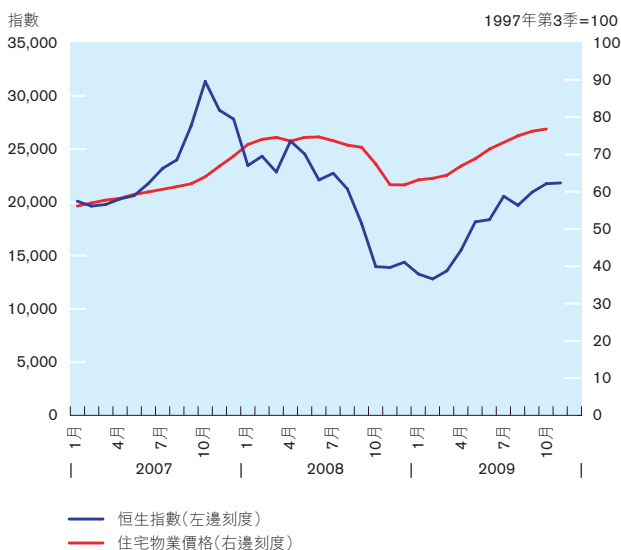


資料來源：政府統計處及職員估計數字。

資產市場

本港股市升勢持續，恒生指數在雷曼兄弟倒閉以來的15個月高位徘徊。繼7月下旬升穿20,000點後，恒生指數進一步上升，在11月30日收市時報21,822點（圖4）。10月份平均每日成交量達到660億港元，略低於第3季的水平，而首次公開招股活動在第3季開始亦顯著回升。股市大幅上揚，是因為香港與內地的經濟前景改善令市場信心增加，吸引大量資金流入並促使市場人士的風險偏好情緒升溫。

圖 4
資產價格



資料來源：差餉物業估價署及路透社。

住宅物業市場轉趨活躍，價格及成交量均在1年內回復至危機前的水平。整體物業價格在2008年12月跌至低位後，至今連升10個月，累計升幅24.2%。豪宅（實用面積在100平方米及以上的單位）市場升勢最為顯著，同期樓價上升29.4%。總成交量直至9月份連

續5個月都突破1萬個單位，反映市場表現蓬勃。然而，鑑於市場憂慮樓價飆升的情況，踏入10月交投有所減少。在金管局收緊對高價單位的按揭貸款的按揭成數指引後，市場氣氛亦更為審慎。² 10月份總成交量減少，但一般住宅市場（實用面積為100平方米以下的單位）的平均成交價保持平穩，豪宅市場方面則微跌。根據中原城市領先指數及美聯樓價走勢圖，這個趨勢在11月及12月持續。

貨幣供應及本地貸款

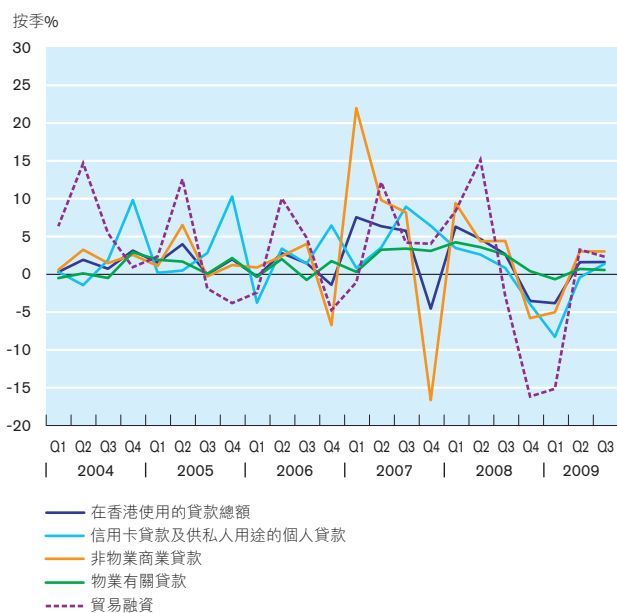
在經濟逐步復甦及資金流入港元帶動下，貨幣總額在第3季繼續擴張。港元狹義貨幣供應M1的增長在第3季加快至19.2%，第2季則為13.9%。狹義貨幣大幅增長，部分反映股市表現蓬勃及首次公開招股活動暢旺涉及的交易需求上升。由於定期存款利率處於極低水平，存戶亦較願意持有活期存款。港元廣義貨幣供應M3在第3季增長3.3%，低於第2季的6.0%。廣義貨幣增加，主要原因是資金流入，而並非信貸增加。

由於港元存款及外幣存款同告增加，存款總額在第3季上升2.4%。港元存款亦因為資金流入在第2季上升6.6%後，在第3季再升3.4%。低息環境持續，促使定期存款繼續被轉作流動存款（即活期及儲蓄存款）。於2009年9月底，流動存款佔港元存款的比重為66.0%，是1981年以來的紀錄高位。本港的人民幣存款在第3季亦錄得7.0%的增長，在9月底增至582億元人民幣。對人民幣存款的需求部分是由7月推出的人民幣貿易結算試驗計劃所帶動。

² 金管局於10月23日向認可機構發出通告，要求它們調低價值2,000萬港元或以上物業的按揭成數上限至六成，2,000萬港元以下物業的按揭成數上限則仍然為七成，但實際貸款額不可高於1,200萬港元。

貸款及墊款總額在第3季繼續上升。隨着本地生產總值錄得增長，在香港使用的貸款³，在第3季增加1.6%，是連續第2季錄得升幅。按經濟用途分析，貿易融資貸款上升2.3%，反映外貿表現逐步改善（圖5）。⁴由於銀行在批出新按揭貸款方面轉趨積極，按揭貸款亦上升。調查數據亦顯示，更多客戶因同業拆息低企而選擇與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭產品。以最優惠貸款利率以外的利率（主要為香港銀行同業拆息）作為定價參考的新批按揭貸款所佔比例由6月的39.8%增至9月的54.5%。由於港元貸款上升速度較存款慢，港元貸存比率由6月底的72.1%進一步降至9月底的70.2%。

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。

短期前景

預期本地及外圍經濟環節在第4季及明年會進一步改善。勞工市場狀況逐步穩定、資產價格上揚，再加上政府的紓困措施，應有助支持消費支出。由於企業仍然面對生產能力過剩的情況，相信在一段時間內私人

資本支出會繼續表現疲弱。另一方面，由於政府繼續推行措施支持經濟，因此公共建造工程的步伐會加快。同時，預期外部需求會隨着外圍環境回復正常而逐漸回升。有跡象顯示由於海外買家補充存貨，近月訂單回升。隨着全球經濟逐漸復甦，以及內地經濟大幅反彈，區內貿易流向的動力應會加強。

市場分析員已調高對經濟增長的預測。最新的市場共識預測顯示實質本地生產總值在2009年收縮2.8%後，在2010年會增長4.2%。此外，基金組織上調對香港經濟增長的預測，2009年上調至負2%，2010年則為正5%。

物價方面，由於全球生產能力過剩，因此預期2010年的基本通脹壓力溫和。物業價格及涉及新租約的私人住屋租金在2009年大幅回升，有關增幅的影響最終會傳遞至綜合消費物價指數的租金組成部分。另一方面，非租金組成部分的通脹率短期內應會保持溫和。整體而言，預期消費物價通脹在2010年上半年保持平穩，其後的升勢會比較明顯。最新的市場共識預測整體綜合消費物價指數在2010年平均上升1.7%。

短期經濟前景仍存在若干風險。近期實質經濟指標仍顯示全球經濟復甦步伐將會相對溫和，而且經濟復甦主要倚賴各地政府的大規模財政刺激政策。然而，若退出貨幣及財政刺激政策的策略施行不適時，或會觸發不良的市場反應，以致影響復甦進程。此外，實體經濟環節與金融環節之間互相造成不利影響的情況可能會再度出現。本地方面，強方兌換保證多次被觸發，總結餘因此大幅增加，顯示有大量資金流入港元。由此形成的寬鬆貨幣環境，可能透過市場預期及信貸渠道增加資產價格及消費物價通脹的風險。日後資金流向一旦逆轉亦可能引致資產市場急劇調整及實體經濟波動。鑑於資金流向多變，因此金管局會密切留意資金流動的情況，以及其對貨幣與金融穩定所構成的風險。

³ 包括貿易融資貸款。

⁴ 按經濟行業分類的貸款只有季度數據。