

# 本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

全球經濟復甦的步伐在第1季度進一步加快，儘管各地增長速度更加參差。歐洲經濟增長落後於美國，而且與主權債務相關的不明朗因素令其增長前景蒙上陰霾。日本經濟增長動力在第1季有所增強，但仍面對通縮的憂慮。相反，亞洲其餘地區經濟增長強勁，更開始浮現通脹跡象。內地經濟在過去幾個月進一步擴張，但未來可能面對通脹壓力及與物業市場有關的不明朗因素帶來的挑戰。香港經濟在第1季繼續強勁增長，通脹壓力開始顯現，失業率則略為回落。

## 外圍環境

美國經濟持續復甦，按季年率計實質國內生產總值在2009年第4季增長5.6%，表現較預期為佳，並於2010年第1季增長3.2%。儘管2010年第1季的增長速度放緩，但最終內部需求顯著上升，經濟擴張的基礎亦更為廣泛，由消費支出及商業投資（設備購買）帶動，反觀對上一季的增長主要由補充存貨所帶動。消費支出、商業投資及住屋市場繼續改善，同時前瞻性調查與市場氣氛指標顯示消費者及企業的信心均達到危機以來的高位。尤其消費支出並未受到疲弱的勞工市場、溫和的收入增長及較低的房產價值所影響，4月份零售銷售按3個月比較增長2.4%，增速較預期快，美國會議局的消費信心指數亦在4月份連續第2個月顯著上升，達57.9的水平。另一方面，儘管失業率由1月份的9.7%升至4月份的9.9%，但非農業就業職位全面增加，且增幅較預期大；在截至4月止的3個月共增加559,000個職位，相比對上3個月減少31,000個職位。失業率上升的實際原因是工人對就業前景感到樂觀，促使再次開始尋找工作的

人數增加。反映商業前景持續改善，3月份耐用品訂單按3個月比較增加5.8%，其中不計飛機在內的非國防資本貨品訂單上升1.9%。至於較具前瞻性的調查，ISM製造業指數由1月份的58.4升至4月份的60.4，ISM非製造業指數則在4月份由3個月前的50.5升至55.4。

住屋市場亦出現止跌回穩的跡象。涵蓋美國20個主要城市的S&P/Case-Shiller房屋價格指數在2月份上升0.6%，這是2006年12月以來首次錄得的按年增長。雖然3月份按3個月比較的成屋銷售下跌1.7%，但該月的銷量實際上按月增加6.8%。銷售量上升，是因為置業人士希望趕及在首次或再次購房稅務優惠期滿前置業以申請有關優惠，以及享受低按揭息率與仍屬偏低的房價（已下降至2003年的水平）。物價方面，美國的通脹仍屬溫和，4月份的整體消費物價指數按年上升2.2%，核心消費物價指數上升1.0%。聯邦公開市場委員會於4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**的按季年率計實質區內生產總值增幅在2009年第4季下調至僅僅0.04%後，在2010年第1季微升0.2%，反映復甦基調仍然脆弱，經濟仍然面對重重困難。勞工市場疲弱，失業率在3月份由3個月前的9.9%升至10%，這是1998年以來的高位，因此零售銷售變動不大，按3個月比較僅上升0.03%。3月份工業生產按3個月比較上升3.8%，工業訂單錄得4.0%的增幅。儘管經濟數據欠佳，加上市場對歐洲主權債務問題的憂慮有所加深，但市場氣氛及其他前瞻性的指標顯示經濟前景持續改善，其中歐洲委員會的經濟信心指標及德國的IFO營商信心指標均升至2008年5月以來的最高位，而綜合採購經理指數更在4月份升至2007年8月以來最高的57.3。由於產能過剩，因此通脹壓力保持溫和。雖然4月份的整體消費物價指數按年上升1.5%，但核心消費物價指數僅上升0.8%。歐洲央行於4月的會議上維持基準利率於1.0厘，並預期物價走勢應會保持溫和，通脹預期仍然受控。

**英國**方面，按季年率計國內生產總值在第1季增長0.2%，低於對上一季的0.4%。顯示復甦基調仍然脆弱，4月份零售銷售按3個月比較的增幅由3個月前的0.7%降至0.2%。勞工市場仍然疲弱，失業率在截至3月份止的3個月內升至8%，這是1996年以來的高位。物價方面，按年計整體消費物價指數增幅由1月份的3.4%，升至4月份的3.7%。英倫銀行在4月的會議上維持政策利率在0.5厘的水平，並將現已完成的資產購買計劃的規模維持在2,000億英鎊。

**日本**的復甦力度增強，且更趨廣泛。按季年率計實質國內生產總值在第1季增長4.9%，對上一季的增幅則為4.2%。除了亞洲其他經濟體系急速復甦帶動需求上升刺激日本出口外，季內日本的內部消費及投資亦有所增加。外部需求強勁亦刺激生產環節，帶

動勞工需求溫和增長。失業率由2009年12月的5.2%，微降至2010年4月的5.1%。隨着勞工市場狀況改善，家庭支出及零售銷售等最新的私人消費指標均穩步上升。市場氣氛指標顯示企業的悲觀情緒稍為緩和，反映對經濟可持續復甦的信心增強。與此同時，物價繼續下跌，整體及核心(不包括食品及能源)消費物價指數在4月份分別下跌1.2%及1.6%，促使日本銀行在其近期發表的政策聲明中重申對抗通縮的決心。然而，由於預期產值差距不會在短期內顯著收窄，因此通縮或會持續一段時間。第1季日圓匯價在每美元兌88至93日圓的水平徘徊，較上一季略為回軟。展望未來，日圓偏強，以及有關通縮的強度與持續期的不明朗因素會繼續拖慢復甦速度。

**內地經濟**在過去幾個月進一步擴張。部分由於基數效應，按年計實質國內生產總值增長在第1季加快至11.9%。同期私人固定資產投資按年增長超過30%，較國有環節的投資增長多9個百分點左右。對外貿易繼續改善，第1季出口按年增長28.7%，進口則由於內需轉強及進口價格上升而增長更為強勁，達64.6%。因此第1季的貿易順差由上一季的614億美元，顯著收窄至145億美元。

廣義貨幣供應M2及金融機構貸款的按年增長在過去幾個月都持續下跌，但與歷史水平比較仍屬於高位，4月份分別為21.5%及22.0%。部分由於基數效應，第1季的按年整體消費物價指數通脹率觸及2.2%的水平，並於4月份升至2.8%。與此同時，主要受到大宗商品價格上升帶動，按年計生產物價指數通脹率不斷上升，於4月份達到6.8%。強勁的經濟增長、寬鬆的貨幣環境，以及持續上升的上游物價表示未來通脹將面臨上升壓力。為吸納銀行體系內過剩的流動性，中國人民銀行一直積極進行市場操作，並自5月10日起再度調高存款準備金率50基點，這已是今年

第3次調高該比率。房屋價格持續攀升，引起對潛在資產泡沫的憂慮，促使政府於4月中旬推出連串新政策，以遏抑物業市場的投機活動。繼當局公布有關措施後，主要城市的物業交投量大減，但有關措施能否穩定房屋價格仍有待觀察。鑑於房地產環節與其他行業關係密切，若房屋價格突然大幅調整，將令投資增長前景蒙上陰霾。

東亞地區其他經濟體系持續強勁復甦，增長步伐更在第1季有所加快。就整個地區而言<sup>1</sup>，實質區內生產總值在第1季按季年率計上升11.0%，高於2009年第4季的7.8%。韓國第1季的實質國內生產總值繼對上一季停滯不前，按季年率計上升8.8%。在強勁的外部需求刺激下，製造業成為帶動經濟增長的主要因素。新加坡方面，在海外需求帶動下，製造業（特別是電子業和藥物業）在第1季強勁復甦，使實質國內生產總值按季年率計上升38.6%。台灣方面，私人投資大幅增長，促使經濟按季年率計上升11.3%。泰國方面，實質國內生產總值按季年率計上升16%。從第1季的數字看來，反政府示威行動尚未對經濟造成影響，但預期第2季經濟將會受到損害。至於區內其餘地區，第1季出口顯著上升，工業生產及消費支出亦穩步增長。實體經濟表現活躍，刺激韓國及新加坡的勞工需求，韓國4月份的失業率降至3.7%，新加坡3月份的失業率則為2.2%。展望未來，市場普遍認為全球各地補充庫存的活動短期內將會繼續支持區內的出口，但有關的效應會日漸減弱。與此同時，財政措施對經濟的刺激作用亦會減退。

物價方面，需求增長已帶動區內通脹升溫。在2009年消費物價錄得按年下跌的經濟體系，均在2009年末或2010年初出現物價上漲的情況。4月份區內經濟體系的消費物價按年平均上升2.8%，其中印尼與菲律賓的增幅均高於3.5%。最近全球食品及商品價格上升，應會令區內的通脹風險上升，使中央銀行在調整貨幣與財政政策使其回復常態的壓力有所增加。馬來西亞中央銀行分別在3月及5月調高其政策利率；新加坡金融管理局亦在4月收緊貨幣政策，容許其貨幣升值。區內其他央行也逐步撤回在全球金融危機期間推出的各項特別流動資金措施。外匯市場方面，在之前的幾個月，亞洲貨幣兌美元普遍上升，但近幾週卻有所轉弱。股市方面，鑑於歐洲主權債務問題加劇，投資者都採取觀望態度。

---

<sup>1</sup> 包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、韓國、台灣及泰國，並按以購買力平價計值的國內生產總值加權。

---

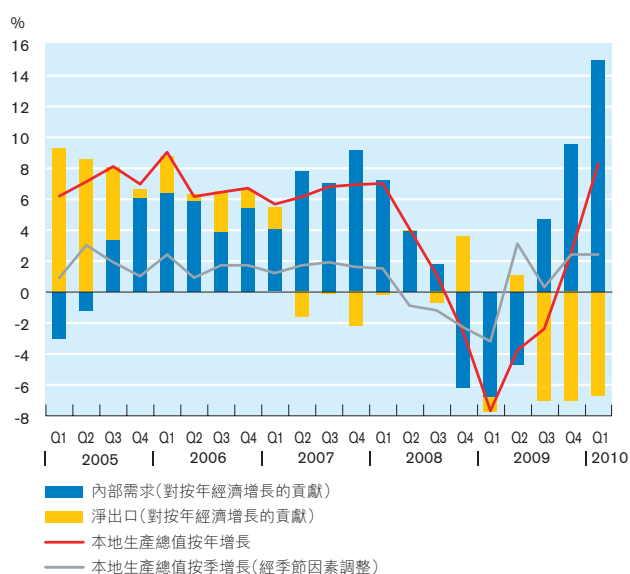
## 本地經濟活動

香港經濟在第1季再次錄得強勁增長，經季節因素調整的實質本地生產總值錄得按季2.4%的理想增幅，與對上一季的表現相若。按年計的增長速度更由2009年第4季的2.5%及第3季的負2.4%，顯著加快至第1季的8.2%（圖1及表1）；強勁的內部需求繼續是經濟增長的主要動力。在活躍的私人消費、存貨累積、固定資本形成大幅上升及政府消費增加等因素刺激下，內部需求對第1季按年計實質本地生產總值增長的貢獻達14.9個百分點。對外貿易方面，商品淨出口繼續拖慢經濟增長，亦抵銷了服務輸出對經濟增長帶來的刺激。因此，整體淨出口令第1季按年計實質本地生產總值增長減少6.7個百分點。

內部需求在第1季繼續成為焦點，增長速度亦由對上兩季的11.1%及5.3%大幅加快至16.4%（表1）。對相關數字的更詳盡分析顯示，內部需求全面增強。隨着勞工市場狀況改善及消費者信心轉強，私人消費支出在第1季顯著上升6.5%，2009年第4季的升幅則為4.8%。然而，經季節因素調整後所作出的比較顯

示第1季私人消費並沒有錄得按季增長。固定資本形成方面，受惠於經濟前景及營商氣氛改善，私人投資在2010年第1季按年計上升8.4%。與此同時，隨着多項基建項目動工，公共投資按年計亦大幅增加22.7%。強勁的政府投資及同期錄得的3.5%政府消費增長，反映政府繼續支持經濟增長。

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%)             | 2008 | 2009  | 2009  |       |      | 2010 |
|-------------------|------|-------|-------|-------|------|------|
|                   |      |       | Q2    | Q3    | Q4   | Q1   |
| 本地生產總值            | 2.2  | -2.8  | -3.8  | -2.4  | 2.5  | 8.2  |
| (按季增長)            |      |       | 3.1   | 0.3   | 2.4  | 2.4  |
| 內部需求              | 1.6  | 0.9   | -5.0  | 5.3   | 11.1 | 16.4 |
| 私人消費支出            | 2.4  | -0.4  | -0.6  | 0.6   | 4.8  | 6.5  |
| 政府消費支出            | 1.8  | 2.4   | 2.6   | 3.4   | 2.0  | 3.5  |
| 本地固定資本形成總額        | 0.8  | -1.8  | -11.8 | 3.2   | 14.1 | 10.5 |
| 其中：               |      |       |       |       |      |      |
| 樓宇及建造             | 6.1  | -0.5  | -2.4  | 5.4   | 1.3  | -2.1 |
| 機器及設備             | -0.8 | -2.6  | -16.6 | -2.1  | 16.2 | 12.1 |
| 存貨變動 <sup>1</sup> | -0.3 | 1.2   | -2.1  | 3.4   | 4.2  | 8.4  |
| 出口淨值 <sup>1</sup> | 0.7  | -3.6  | 1.1   | -7.0  | -7.0 | -6.7 |
| 其中：               |      |       |       |       |      |      |
| 商品出口              | 1.9  | -12.7 | -12.8 | -13.2 | -2.9 | 21.6 |
| 服務輸出              | 5.0  | 0.3   | -3.8  | 0.8   | 8.9  | 17.9 |

<sup>1</sup> 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。

最新公布的經濟指標顯示，本地經濟在第2季繼續表現強勁。採購經理指數連續第10個月維持於50以上，表示短期內本地經濟活動會繼續擴張。最新一輪《業務展望按季統計調查》顯示，所有受訪環節對第2季的營商前景均較第1季更為樂觀，表示私營部門的營商氣氛保持積極。在消費者情緒轉強及訪港旅客增加帶動下，按3個月比較的零售量在4月份亦增加0.1%。

## 對外貿易

全球經濟持續向好，促使商品貿易亦有所改善。實質商品出口量的按年增長率連續5季處於負數水平後，於2010年第1季回復至正數21.6%。經季節因素調整後的增長動力亦由對上一季的7.3%轉強至第1季的8.4%。按出口目的地分析，亞洲區內貿易表現強勁，是第1季出口增長的主要動力，其中對內地、台灣、東盟及韓國的出口貨值均錄得顯著增長，增幅亦遠高於對美國及歐盟地區錄得的增幅(表2)。儘管如此，由於內部需求強勁，所以即使第1季商品出口貨值增長強勁，但仍不及商品進口貨值的增幅；第1季商品進口貨值的按年計及經季節因素調整後按季計的增長率分別為28.0%及10.3%的較高水平。

外圍環境改善亦惠及服務輸出。服務輸出繼2009年第4季按年增長8.9%後，在2010年第1季的增長速度進一步加快至17.9%，其中各主要組成項目均錄得雙位數字增長。尤其受到全球商品貿易復甦刺激，商貿服務及貿易相關服務輸出在第1季上升18.8%。運輸服務輸出在第1季亦上升15.8%。訪港旅遊業表現蓬勃，帶動旅遊服務輸出顯著上升20.0%。另一方面，隨着經濟基本因素及經濟前景改善，全球金融市場轉趨活躍，金融、商業及其他服務輸出亦因此按年上升17.8%。第1季的服務輸入帳亦顯示類似走勢，但整體服務輸入及各主要組成項目的增長速度則相對較輸出為慢。

整體而言，第1季的名義貿易順差由對上一季的323億港元(相當於本地生產總值的7.3%)，收窄至72億港元(相當於本地生產總值的1.7%)。

表 2

主要市場商品出口貨值<sup>1</sup>

| (按年%)                  | 所佔比重 <sup>2</sup><br>(%) | 2008 | 2009 | 2009 |     |     | 2010 |
|------------------------|--------------------------|------|------|------|-----|-----|------|
|                        |                          |      |      | Q2   | Q3  | Q4  | Q1   |
| 中國內地                   | 51                       | 5    | -8   | -5   | -8  | 4   | 40   |
| 美國                     | 12                       | -2   | -21  | -21  | -24 | -16 | 4    |
| 歐盟                     | 12                       | 6    | -20  | -22  | -26 | -15 | -1   |
| 東盟五國 <sup>3</sup> + 韓國 | 7                        | 4    | -20  | -25  | -18 | -3  | 33   |
| 日本                     | 4                        | 1    | -10  | -18  | -8  | -2  | 13   |
| 台灣                     | 2                        | 4    | -1   | -6   | 3   | 25  | 72   |
| 其他                     | 12                       | 18   | -13  | -18  | -18 | 0   | 19   |
| 總額                     | 100                      | 5    | -13  | -13  | -14 | -2  | 26   |

<sup>1</sup> 2009年轉口佔總額的98%。

<sup>2</sup> 在2009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。

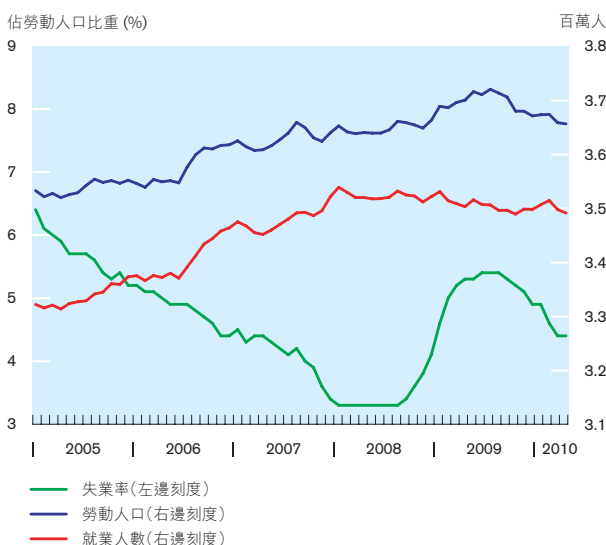
資料來源：政府統計處及CEIC資料庫。

## 勞工市場及通脹

勞工市場近期的發展走勢大致向好。經季節因素調整的3個月移動平均失業率在2009年6月上升至5.4%的高位後逐步回落，並於2010年4月降至4.4%(圖2)。根據最新一期的Manpower就業展望，企業增聘人手的意欲在第2季轉強，而根據就業及空缺按季統計調查，私營企業空缺在2009年第4季按年增長7.5%。儘管如此，職位增長的步伐在過去幾個月比較緩慢，整體就業人數(未經季節因素調整)與勞動人口在2月往後均有所下跌。另一方面，勞工市場狀況改善帶動勞工收入略為增加，人均名義薪金於2009年第3季上升2.1%後，在2009年第4季按年微升0.9%。

圖 2

### 勞工市場狀況

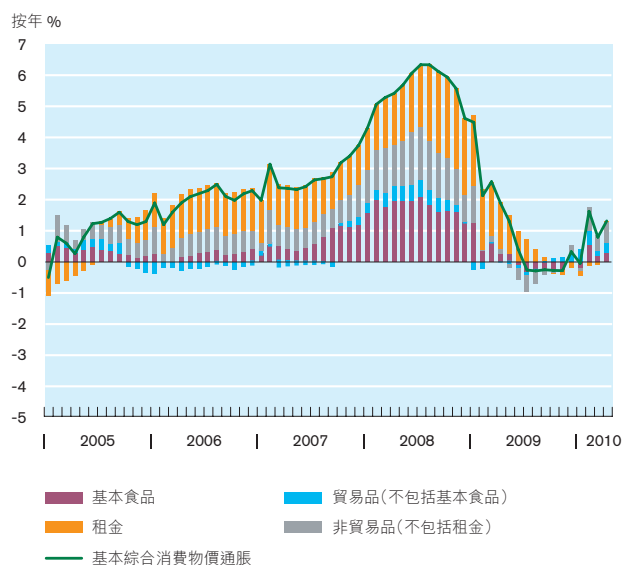


資料來源：政府統計處。

由於經濟活動轉趨活躍及勞工市場狀況改善，本港通脹壓力亦重現。按年計基本通脹率由2009年7月至11月期間負0.3%的低位，反覆升至2010年4月的1.3%(圖3)。按3個月比較並以年率計的基本通脹率亦呈上升趨勢，由2009年8月負1.4%的近期低位，升至2010年4月的3.1%。按組成項目分析，租金部分近月有所上升，但與食品等其他綜合消費物價指數組成項目比較，升幅尚算溫和。然而，由於新租約租金自2009年第2季以來大幅上升，因此預期租金組成項目會在2010年餘下時間顯著上升。

圖 3

### 消費物價通脹

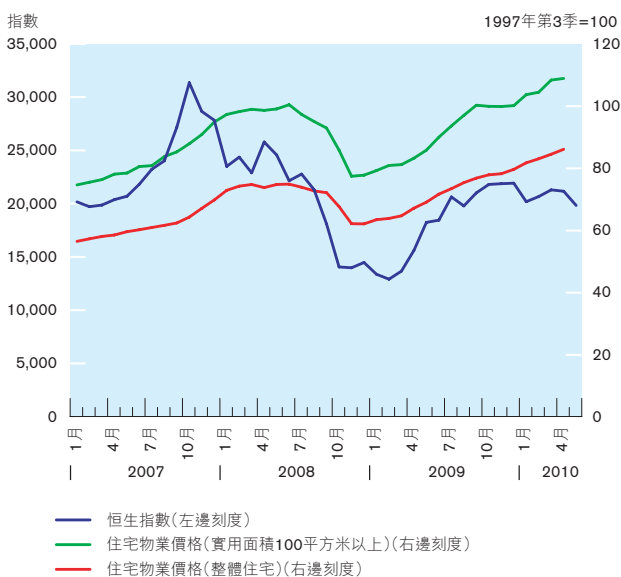


資料來源：政府統計處及職員估計數字。

## 資產市場

過去幾個月股市大幅波動。股價在2010年初略為調整後，在3月及4月初受到美國經濟數據理想及預期人民幣升值刺激而一度上升，恒生指數於4月9日升至22,208點的4個月高位(圖4)。其後由於香港與內地相繼推出政策措施遏抑樓市，以及有關控告高盛詐騙的消息傳出，股票投資者承受風險的意欲逐漸減弱，希臘的財政危機惡化亦進一步打擊投資者信心，因此恒生指數於5月底降至19,765點。另一方面，股市的平均每日成交量由2010年第1季的642億元，增至4月及5月的677億元。

圖 4  
資產價格



資料來源：差餉物業估價署及CEIC資料庫。

物業市場大致保持活躍。為促進住宅物業市場健康發展，政府在2010至2011年財政預算案中公布推出連串有關物業市場的措施。然而，物業市場並沒有因此而降溫，第1季住宅物業價格按季上升5.8%。其中高檔住宅及豪宅(實用面積為100平方米及以上的單位)的價格繼續攀升，並創下新紀錄。第1季的成交量亦按季增加20.0%。鑑於物業市場仍然非常活躍，政府在4月及5月再推出新措施，以提高一手住宅樓宇銷售透明度。據報在新指引推出後，成交量錄得頗為顯著的跌幅，中原城市領先指數亦顯示5月份物業市場價格有所整固。

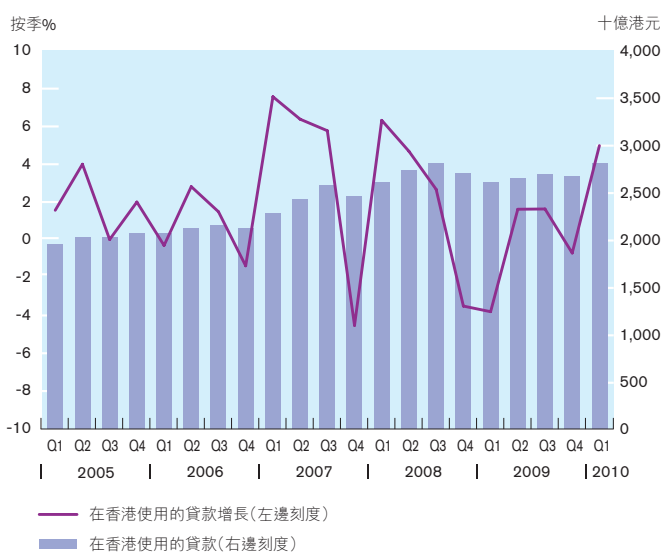
## 貨幣供應及本地貸款

在經濟轉趨活躍及貸款回升帶動下，貨幣總額在第1季擴張。廣義貨幣在第1季上升0.5%，對上一季則減少0.3%。就港元貨幣供應M3對應資產所進行的分析顯示，廣義貨幣增加，主要由本地貸款帶動。狹義貨幣的增長速度較快，在第1季為4.8%。由於定期存款利率處於極低水平，所以存戶較願意持有作為狹義貨幣主要組成部分的活期存款。

由於外幣存款的跌幅超過港元存款的增幅，存款總額在第1季略為減少0.2%。港元存款微升0.2%，對上一季則減少0.5%。在低息環境下，3月底流動存款(即活期及儲蓄存款)佔港元存款的66.7%。儘管外幣存款收縮，香港的人民幣存款在第1季顯著增加12.8%，在3月底增至708億元人民幣。對人民幣存款的需求，部分是由市場再度揣測人民幣升值及香港的人民幣業務範圍持續擴張所帶動。

貸款及墊款總額在第1季繼續上升。隨着名義本地生產總值增長速度加快，在香港使用的貸款<sup>2</sup>在第1季增加5.0% (圖5)。本地貸款亦回升至全球金融危機前約28,000億元的高位。按經濟用途分析，在香港使用的貸款全面上升，並主要由建造業及物業發展與投資的貸款帶動<sup>3</sup>。按揭貸款的增長勢頭持續，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。新批貸款的實質按揭利率可低至1個月銀行同業拆息加0.65厘，並以最優惠貸款利率減2.5厘為上限。調查數據亦顯示，3月份以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3個月前的61.6%增至76.5%的紀錄高位。事實上，物業有關貸款是帶動本地貸款回升的主要因素。由於港元貸款的增幅超過港元存款，港元貸存比率由2009年12月底的71.2%，升至2010年3月底的73.3%。

圖 5  
在香港使用的貸款



資料來源：金管局。

## 短期前景

短期經濟前景保持正面。私人消費需求會受惠於政府的紓困措施、持續改善的勞工市場狀況以及較佳的收入前景。隨着營商環境改善，私人投資亦會有所增加，公共投資亦會因為基建項目的推行而保持強勁。與此同時，全球經濟及貿易前景理想(國際貨幣基金組織(基金組織)預測2010年的全球產值及貿易增長分別為4.2%及7.0%)，尤其是強勁的亞洲區內貿易，將會為外部需求提供支持。

預期2010年本港經濟將會錄得顯著增長。根據最新的市場共識預測，2010年本港的實質產值增長為5.2%，與亞洲開發銀行(亞行)的預測相同，略高於基金組織5.0%的預測。政府亦維持其早前對2010年實質產值增長為4至5%的預測。物價方面，市場共識顯示2010年整體通脹率為2.5%，與亞行(2.2%)、基金組織(2.0%)及政府(2.3%)的預測接近。

<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。



香港的短期經濟前景仍存在風險。

外圍環境方面，希臘的財政危機引致國際金融及貨幣市場大幅波動。受到危機牽連，其他財政狀況欠佳的歐元區成員國的收益率差距顯著擴大，主權債務評級亦被下調。儘管規模龐大的歐洲金融穩定機制已經推出，以及歐洲央行前所未有地承諾購買成員國的政府債券，但市場暫時仍表現緊張，相關措施的成效仍有待觀察。內地方面，有關當局採取一系列收緊措施，例如3次調高存款準備金率及對物業市場實施嚴格的調控措施，以防範經濟過熱。然而，由於通脹壓力繼續升溫，經濟活動亦異常蓬勃，因此即使面對希臘危機的不利影響，內地當局亦可能要繼續其正常化的調整政策。內地收緊政策可能會對香港的金融及資產市場的情緒造成影響。

本港方面，住宅物業市場仍存在過熱的風險。在政府及市區重建局分別於4月21日及5月3日宣布多項新措施後，物業市場有稍為降溫的跡象，但擴張性的貨幣環境及強勁的本地經濟活動會繼續營造一個容易衍生泡沫的環境。通脹升溫的風險亦有所增加。預期強勁的經濟增長應會抵銷經濟體系內的過剩產能，再加上自2009年第2季以來新租約租金顯著上升，通脹壓力或會繼續增加，在年底前可能達到顯著水平。