

本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

先進經濟體系的復甦動力逐漸減弱。美國及歐洲經濟增長持續落後於要令高企的失業率回落的幅度。日本方面，日圓強勁及通縮持續，繼續拖累整體經濟。相比之下，亞洲其他地區尤其中國內地增長維持穩健，並逐漸形成通脹壓力。香港經濟增長在第3季持續減慢，失業率處於低水平，通脹仍然溫和。然而，東亞與主要經濟體系之間的增長及政策情況持續懸殊，將會吸引資金流入，並對區內通脹及資產價格構成壓力。

外圍環境

美國經濟繼續緩慢復甦。按季年率計實質國內生產總值在第3季增長2.5%，增幅較第2季1.7%上升。儘管經濟增長受到消費上升所帶動，但由於只是個人儲蓄率下降為消費帶來支持，因此升勢未必可以持續。事實上，季內年率計實質個人可動用收入增幅由第2季的5.6%減慢至0.9%。商業投資增幅亦迅速減慢，原因是企業在衰退期間押後的資本投資至今已大部分落實。住屋市場仍然低迷，銷情呆滯。反映美國20個主要城市住屋價格的S&P/Case-Shiller指數持續向下，住屋市場不景相信會繼續遏抑家庭消費。此外，美國經濟增長仍未達到創造足夠職位，以扭轉失業率居高不下的情況；11月份失業率上升至9.8%。私營環節就業人數增長亦緩慢。通脹壓力仍然受到抑制，物價持續輕微向下。面對失業率趨升及通縮風險，聯邦公開市場委員會宣布擴大聯邦儲備局的持債量，在2011年第2季末前增購6,000億美元長期國庫券。

歐元區在第3季的復甦進度亦顯著減慢，實質經濟活動按季略升0.4%，而第2季的升幅則為1%。歐元疲弱造就了核心成員國尤其法德兩國在第2季的工業及

出口表現極其強勁，因此到了第3季經濟活動無可避免出現減速。歐洲核心與周邊成員國之間仍存在巨大落差，後者每況愈下，信心低沉。在愛爾蘭及葡萄牙等國減赤成效持續未能達標的情況下，負債沉重的周邊國家的主權債務問題及緊縮財政政策更加令人關注。有關在有序地重整主權債務的情況下私人投資者會如何受到影響，亦引起投資者不安。然而，由於產能過剩，通脹壓力保持溫和。儘管10月份整體消費物價通脹率按年達到1.9%，已接近歐洲中央銀行所定的2%物價穩定上限，但這很可能是食品及能源價格上升造成的短期影響，相信不足以造成憂慮。

英國經濟穩步復甦，在第3季按季上升0.8%，承接第2季錄得按季1.2%的增長。勞工市場仍然疲弱，10月份整體消費物價指數連續第11個月保持於英倫銀行所定的2%目標水平之上。

日本第3季實質國內生產總值按季年率計增長4.5%，主要受私人消費增長帶動，當中以趕及在政府刺激方案結束及調高煙草稅前購買汽車及煙草為主要推動力。在日圓升值影響下，第3季出口(以日圓計)按季減少5.0%；工業生產亦錄得跌幅。為遏抑日圓升

勢，日本政府在9月份干預外匯市場，但成效似乎不持久，干預行動後幾日內日圓再度上升。失業率由6月份的5.3%微跌至10月的5.1%，但仍較2008年第3季金融危機爆發前的水平高出約1個百分點。消費物價通脹仍然受到遏抑。10月份整體消費物價指數回復至正數(按年上升0.2%)，核心指數(撇除食品及能源)則繼續向下。由於消費物價受制，並為回應美國聯儲局進一步的量化寬鬆貨幣政策，日本銀行最近亦宣布推出量化寬鬆政策。

內地按年計實質國內生產總值在第3季增長9.6%，較第2季的10.3%減慢，但中國人民銀行分析顯示環比增長微升。第3季固定資產投資按年增長減慢至23.1%，主要由於公共部門的投資減少。然而，由於經濟適用房投資蓬勃，房地產的固定資產投資維持穩健。在收入增長穩定支持下，第3季私人消費亦保持良好。由於先進經濟體系需求回軟，按年及按季出口增長均減慢，內需增長減速亦令進口放慢。第3季貿易餘額達到655億美元，較第2季410億美元為高，部分反映貿易條件改善。

8月份廣義貨幣供應M2按年增長扭轉8個月以來的跌勢，在8月至10月期間徘徊於19%附近；金融機構貸款在10月份亦有回升跡象。過去幾個月通脹壓力加劇，按年消費物價指數通脹率由第2季的2.9%上升至第3季的3.5%，並於10月躍升至4.4%。食品價格及住房支出仍然是整體通脹的主要成因。9月份按年計生產物價指數通脹率亦扭轉跌勢，並於10月份升至5.0%。儘管當局在9月底推出更嚴厲的措施以穩定物業市場，但物業價格進一步上升，其中70個主要城市的物業平均價格在9月及10月分別按月上升0.5%及0.2%。為吸納銀行體系過剩的流動性及遏抑通脹，中國人民銀行將1年存貸款基準利率調高25基點，於10月20日生效，另亦於11月中及月底兩次調高所有商業銀行的存款準備金率50基點。在此之前，國內

6間最大商業銀行的存款準備金率已於10月中被臨時調高50基點，為期兩個月。自6月恢復匯率改革以來，人民幣兌美元已累計上升約3%，每日波幅亦相應增加。11月底不交收遠期匯率反映市場預期人民幣在12個月內將升值約2%。

東亞地區其他經濟體系在第3季持續增長，但步伐大幅減慢。就整個地區而言¹，實質區內生產總值按季年率計上升0.5%，較第2季的5.4%明顯回落。增長放緩主要是受到新加坡產值下降所拖累。工業生產及出口似乎失去增長動力；勞工市場狀況則繼續逐步改善，區內大部分經濟體系的失業率在第3季均稍跌。區內消費物價通脹繼續加快上升，主要受到多個經濟體系的新鮮食品漲價所致。2010年5月起，區內大部分貨幣兌美元明顯上升。在全球流動資金充裕的情況下，資產泡沫及經濟過熱的風險增加引起關注，因此區內央行紛紛推出規管措施維持經濟穩定。例如，新加坡政府於8月份加強行政措施以冷卻物業市場，南韓、印尼及泰國當局亦實施資本帳管制措施，以減少大量資金流入帶來的影響。

本地經濟活動

香港按季計實質本地生產總值增長在第3季減慢至0.7%，相比第1季及第2季的增幅分別為2.1%及1.4%。增速下降主要是由於本地存貨下滑，而本地需求及淨出口仍平穩增長。

受到經濟復甦強勁、家庭收入上升及勞工市場改善支持，按季私人消費增長進一步加快。政府消費亦普遍上升。固定投資經過2010年上半年顯著改善後，在第3季下跌。公共投資大幅增加，主要由大型基建項目帶動；私營投資則在第3季扭轉升勢，主要是由於機械及設備購買量減少，以及建設與建造工程放緩。與此同時，本地存貨週期在第3季漸告結束。整體而言，投資支出總額顯著拖慢第3季的經濟增長。

¹ 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。

由於亞洲地區需求回軟及美國復甦仍然呆滯，外部需求經過上半年強勁回升後，在第3季增長減速。按季商品出口增長顯著減慢，服務輸出增長亦微跌。商品進口收縮，主要是由於存貨週期告終令消費貨品及中間產品留用進口減少。服務輸入亦漸減，原因是與商品進口密切相關的運輸服務輸入減少。在過去兩季，整體淨出口對經濟增長均帶來重大的貢獻。名義貿易餘額在第3季錄得571億港元(相當於本地生產總值的12.6%)的順差，相對於第2季的27億港元(相當於本地生產總值的0.6%)的逆差。

受惠於穩健的經濟增長，進入下半年的勞工市場狀況繼續改善。繼歐洲主權債務危機一度增加外圍環境的不明朗因素，導致第2季3個月移動平均失業率短暫上升後，該數字已告下降，在10月份已連續3個月維持於4.2%。第3季就業不足率亦持續回落，於10月維持不變，仍為1.9%。

通脹

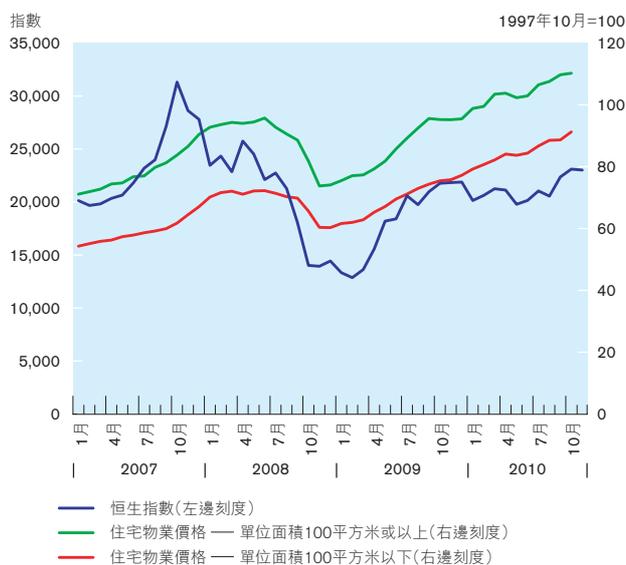
本港通脹壓力逐漸增強。按年計基本通脹率由9月的2.2%微升至10月的2.3%。過去幾個月租金及基本食品價格遞升令通脹加快，而期內扣除租金的非貿易貨品價格對通脹的貢獻仍然持續。按3個月以年率計的基本通脹率由9月的1.5%上升至10月的2.1%，主要是食品價格急升所致。展望未來，有關指標顯示私人住宅租金及食品價格上升，將增加本港通脹壓力的上行壓力。

資產市場

經過今年較早時經歷一段頗長時間的整固，本港股市在9月跟隨外圍主要市場重拾動力。由於預期人民幣升值、歐元區宏觀金融形勢回穩、美國實施進一步的量化寬鬆貨幣政策，以及本港藍籌公司盈利穩健，投資者氣氛越漸改善。恒生指數由8月底起上升12.5%，至10月底的23,096點(圖1)，其後由於本港

住宅物業市場前景不明朗，加上南北韓關係緊張、歐洲主權債務危問題再度引起關注，以及市場擔心內地進一步收緊貨幣政策，恒生指數在11月反覆波動，於11月底微跌至23,008點。恒生指數成分股市盈率由8月的15.8顯著上升至11月的16.9，較長期平均數字14.9為高。股市平均每日成交量由第3季的618億港元上升至10月及11月的985億港元。集資活動及首次公開招股活動頻繁，主板及創業板總集資額由第2季的808億港元，上升至第3季的1,679億港元以及10月、11月的3,407億港元總和。

圖1
資產價格



資料來源：政府統計處及職員估計數字。

過去幾個月住宅物業市道蓬勃，樓價進一步上升，交投維持暢旺。以二手市場為例，樓價在第3季按季上升5.0%，年初至9月累計升幅達15.3%，新增按揭貸款在第3季亦顯著上升。政府及金管局在8月中推出一系列措施，以確保樓市平穩健全發展。結果，樓價增長放慢，交投稍降，但以過去標準計仍處於較高水平(在10月約有9,500宗)。物業市場自10月中再度上升，主要物業代理商的數字顯示樓價及成交量均加快增長。短期轉售交易(即買入後持有不足12個月再轉售)增加，說明投機活動似乎出現。由於家庭收入未能跟上樓價的升幅，置業負擔能力進一步

下降。有見及此，當局於11月中推出新一輪措施以遏抑投機活動及防範過度的按揭借貸。措施公布後有初步跡象顯示市場稍告降溫。當局正在時刻注視住宅物業市場的最新發展，並表明會因應需要加推新措施，維繫銀行及金融體系穩定。

貨幣供應及本地貸款

受到穩固的經濟復甦帶動，港元貨幣總額在第3季上升。狹義貨幣迅速上升，主要由於9月底首次公開招股活動令信貸需求大增。廣義貨幣總額繼上半年大致持平後錄得8.9%的增幅。

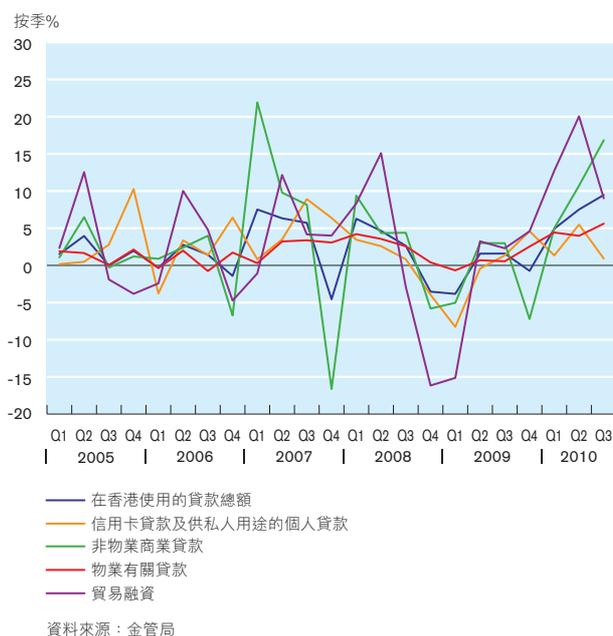
存款總額在第3季增加，當中港元存款上升9.2%，而外幣存款則錄得2.5%的較慢升幅。港元存款增加，主要來自流動存款(即活期及儲蓄存款)上升，反映股市集資活動令需求增加。香港人民幣存款由6月份的897億元人民幣增加至10月底的2,171億元人民幣。人民幣存款需求上升，是受到香港人民幣業務迅速發展及人民幣本身的升值壓力所帶動。

由於息率低企及本港經濟增長前景樂觀，第3季貸款需求穩健。貸款及墊款總額增加，而港元及外幣貸款均快速增長。第3季在香港使用的貸款增加9.5%，相比第2季7.6%的增長有所上升(圖2)²。按經濟用途分析，證券經紀貸款對第3季在香港使用貸款的增長有2.7個百分點的貢獻，其中新股認購活動令相關的孖展貸款急增³。物業相關貸款是另一主要增長來源，其按季增長由第2季的4.0%加快至第3季的5.7%。由於香港銀行同業拆息持續低企，個人客戶繼續選取以香港銀行同業拆息為基準的按揭產品。調查數據顯示，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6月的83.9%增至9月的90.5%的紀錄高位。由於港元貸款及存款增幅相若，港元貸存比率無大變動，於9月底錄得77.6%。

² 包括貿易融資貸款。

³ 按經濟行業分類的貸款只有季度數據。

圖 2
在香港使用的貸款



短期前景

預期本港經濟在第4季及2011年會穩步向前。勞工市場狀況改善及消費信心穩固，將會繼續支持私人消費。公共投資將可保持強勁，私人投資則可能減慢，存貨減少的情況亦可能持續。對外方面，由於先進經濟體系增長欠佳，貿易餘額有可能收窄。亞洲區內貿易預期會繼續支持本港出口。

然而，短期經濟前景仍存在風險及不明朗因素。由於美國第二輪量化寬鬆貨幣政策的影響仍未明朗，以及環球經濟與金融體系依然不穩定，經濟實際表現若與預期有任何落差，都可能引致全球金融市場大幅波動。香港方面，物業市場過熱的風險依然是隱憂，當局過去幾個月推出的措施已產生一些影響，但在現時的低息環境下，導致物業市場過熱的因素依然存在。尤其美國聯儲局公布新一輪的量化寬鬆貨幣政策或會引起資金再度流入，助長本港原來已急速向上的貸款及資產市場上升的風險。物業價格及新簽租約租金上升，連同食品價格向上，最終可能令通脹壓力升溫。