

# 評估歐美經濟體系衝擊對香港經濟的潛在影響

本文由經濟研究部提供

由於市場對主要經濟體系的復甦能否持續有所疑慮，以及歐洲主權債務問題繼續困擾及威脅全球金融市場，全球經濟前景轉壞。本研究是在此背景下評估來自美國及歐元區（G2經濟體系）的重大衝擊對香港經濟造成的潛在影響。先假設歐洲最終能勉強應付債務危機，在此基準情況下，以預測模型來量化經由貿易連繫而對香港經濟造成的潛在影響。接着會分析一個惡劣情況，就是歐洲主權債務問題若擴散為全球金融危機，其有關衝擊將如何通過各種金融渠道被擴大，加劇香港經濟衰退。

## 引言

過去幾個月市場對全球經濟前景的憂慮加深，G2經濟體系的復甦速度遠遜預期，經濟增長預測因此多次被調低。至於美國主權評級被降，以及歐元區債務危機不斷加深而解決進程停滯不前，也導致市場信心虛怯。

目前全球經濟前景主要受歐洲能否妥善解決主權債務問題所牽動。從現時的情況看來，全球經濟極可能出現以下兩種情況之一：

1. 在基準情況下，歐洲決策者最終通過在10月底歐盟峰會後公布的挽救方案，勉強應付歐債危機，避免全球經濟陷入衰退。然而，面對財政整固及持續減低槓桿比率的行動，G2經濟體系的增長會繼續表現呆滯。

2. 在惡劣情況下，有關措施未能發揮作用，歐洲主權債務問題進一步惡化，演變為全球金融危機，全球經濟陷入大衰退。

無論出現哪種情況，香港經濟都難免受到影響。在第一種情況下，G2經濟體系增長放緩，主要會通過貿易渠道對本港經濟造成影響，但本地需求應能為經濟增長提供一定支持。然而，在第二種情況下，外圍經濟放緩相信會對香港經濟有顯著影響。2008年全球金融危機的經驗顯示，金融危機會擴大由貿易渠道傳遞的影響。

本專題文章會研究上述兩種情況。

## 基準情況：影響主要通過貿易渠道傳遞

為了研究G2經濟體系增長放緩對香港經濟增長的潛在影響，我們運用內部小型經濟預測模型的預測數字，以反映通過貿易連繫造成的外溢效應。一直以

來，我們不斷改良這個經濟預測模型，使這個模型能更全面進行情境分析（詳情見附件）。在模型設定的環境下，G2經濟體系在基準情況中放緩，初期對香港經濟造成的影響主要是出口減少，其後按照模型所設定的連繫，影響會擴散至經濟其他環節，牽連其他主要組成項目，例如物業價格、本地需求以至產出增長（圖1）。

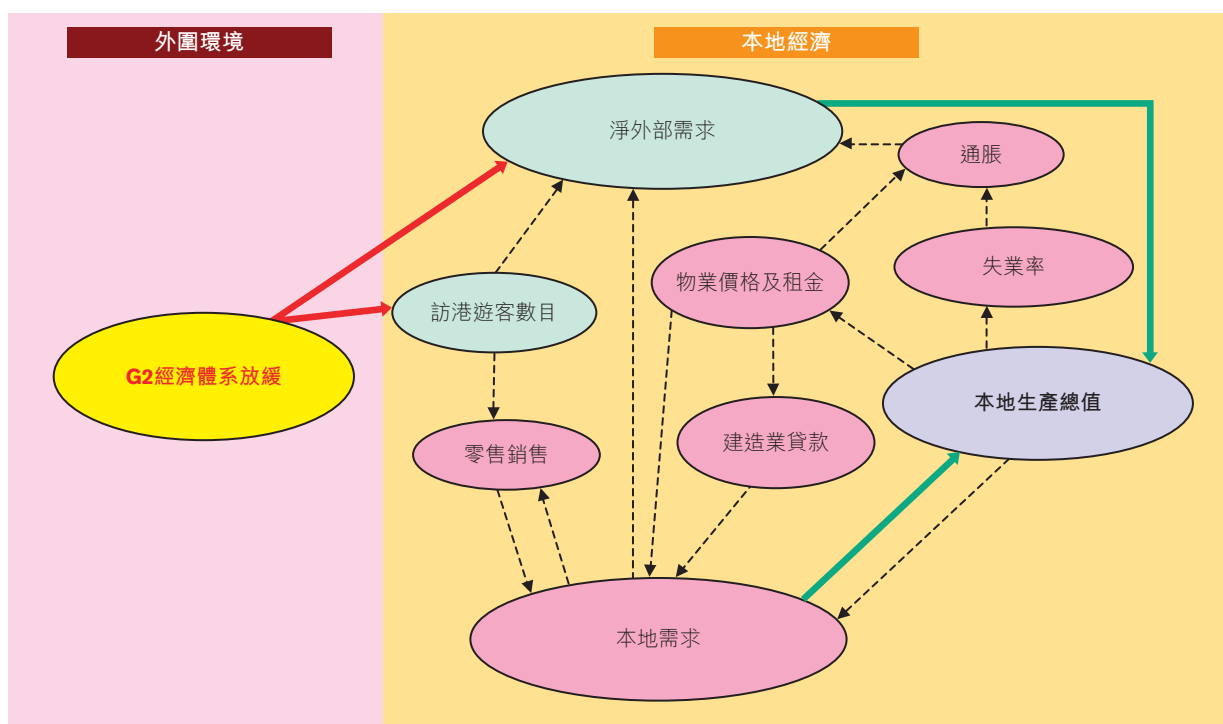
模擬測試顯示按比例計算，G2經濟體系的增長放緩會引致香港經濟增長減慢。通過模擬G2經濟體系出現不同程度的放緩，我們從小型經濟預測模型得出一個頗為穩定的關係：G2經濟體系的產出增長率每下

跌1個百分點，就會引致香港的產出增長率下跌0.3個百分點，緊貼G2經濟體系在香港的貿易籃子中所佔的貿易權數（約為29%）。<sup>1</sup> 單從以上的幅度來衡量，香港作為小型開放經濟體系，與全球環境有緊密的互動關係，因此容易受到外圍經濟放緩的影響。<sup>2</sup>

### 惡劣情況：衝擊通過金融渠道被擴大

在惡劣情況下，經濟及金融危機將直接導致G2經濟體系陷入衰退，進而透過實體及金融環節的互動關係對本港經濟造成巨大的影響。然而，鑑於小型經濟預測模型尚未將金融渠道的影響完全納入，因此推算出

圖 1  
G2經濟體系衝擊通過貿易連繫傳遞至本地經濟



→ 初始傳遞      - - - -> 內部擴散      → 最終影響

資料來源：金管局。

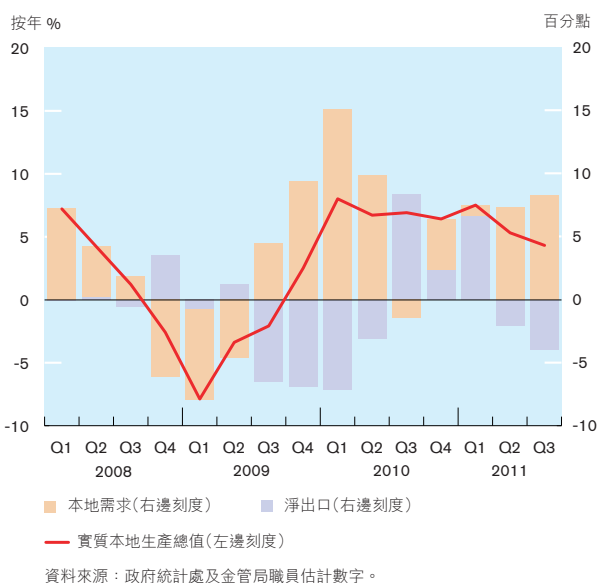
<sup>1</sup> 貿易夥伴在香港的貿易籃子中所佔的貿易權數，根據香港與其貿易夥伴之間的直接商品及服務貿易的數據計算而得。

<sup>2</sup> 我們發覺在其他貿易夥伴出現經濟放緩的情況下也存在這種關係，因此，我們可以以較為概括的方式來表示這種關係：香港主要貿易夥伴的貿易加權產出增長每下跌1個百分點，會引致本港經濟增長出現大致相若的百分點減幅。

來的影響若僅來自貿易渠道，可能低估了在全球經濟大幅放緩的情況下香港經濟所受的總體衝擊。<sup>3</sup>

事實上，2008至09年的全球金融危機充分突顯了金融渠道傳遞衝擊所造成的巨大影響。根據這次經驗來推算，G2經濟體系大幅放緩對香港的影響可能達到香港主要貿易夥伴的貿易加權產出增長每下跌1個百分點，香港的產出增長便會下跌1.7個百分點。<sup>4</sup> 香港在2008至09年間陷入經濟衰退，主要是由消費及投資減少而非淨出口減少帶動(圖2)。由此看來，在異常的外圍衝擊下，主導本地需求的宏觀金融因素，可能與貿易渠道對香港經濟有同樣重要的影響。接下來的部分我們會討論幾個對香港影響特別顯著的金融渠道。

圖 2  
全球金融危機期間本地需求拖累經濟陷入深度衰退



### 資金流向壓力

在全球經濟處於嚴峻的環境下，國際投資者及銀行將會紛紛減低風險，增持流動資金。這些行動往往會引致跨境資金流向出現迅速及大規模的逆轉。香港在關係日益緊密的全球市場中作為主要金融中心，這種資金流向的壓力會對本地貨幣及金融狀況以至資產市場造成影響。

大體上，G2經濟體系衝擊引致全球經濟問題加劇，會促使避險情緒擴散，以致投資基金面對的贖回壓力大增。在這種情況下，國際資本市場面對巨大的拆倉壓力，資金一窩蜂地尋求安全及高流動性的資產。假如投資者瞬間把2008至09年全球金融危機後經濟復甦起所累積的持倉平倉，可能會引致香港的資金流向突然逆轉。流入香港及許多其他新興市場經濟體系的境外資金具擴大經濟周期性，往往會在有跡象顯示全球經濟出現問題時，使資產市場的波動加劇，跌幅擴大。在2008至09年的危機中，香港金融帳的某些環節出現大規模資金流出，特別是本港居民大手買入包括美國國庫券在內的外幣債券。本港的股票市場也因為境外投資者拆倉而承受巨大的拋售壓力。在2008年末曾有一段時間，恒生指數在不足3個月內蒸發超過50%。即使如此，在這段期間香港的整體投資淨流入仍有所上升，部分反映本港公司把資金調回香港以

<sup>3</sup> 雖然模型充分涵蓋了實體環節，但並未明確勾劃金融與實體環節之間的傳遞渠道。由於實體及金融環節兩者間存在着非線性及結構上不穩定的關係，以致要在模型中加上兩者間的渠道殊不容易(見Bank of Settlements, 2011)。例如在一般及危機情況中，兩個環節的傳遞渠道及其互動影響似有不同的運作方式，表示兩者之間是一種非線性的關係(見Balke, 2000; Calza and Sousa, 2006; and Levin et al., 2004)。這種特性令金融環節難以併入小型經濟預測模型。

<sup>4</sup> 在國際貨幣基金組織的模型(International Monetary Fund, 2011)中，其中一個推算情況是全球增長下跌3個百分點，估計香港的增長會下跌4至4 $\frac{1}{2}$ 個百分點。隱含彈性為1.3至1.5，與2008至09年全球金融危機期間相若。

應付其流動資金需求，而政府為銀行存款提供百分百擔保亦吸引資金流入(圖3)。

展望未來，境外投資者爭相撤出本港市場的風險仍然存在。<sup>5</sup>投資者對歐洲主權債務問題的憂慮加深，已促使亞洲及其他新興市場經濟體系的股票市場在今年8至11月間同時急挫(圖4)，正是警告大家若歐洲的問題演變為全面的金融危機，可能觸發的資金流向逆轉的潛在規模。

### 資金成本上升及信貸供應減少

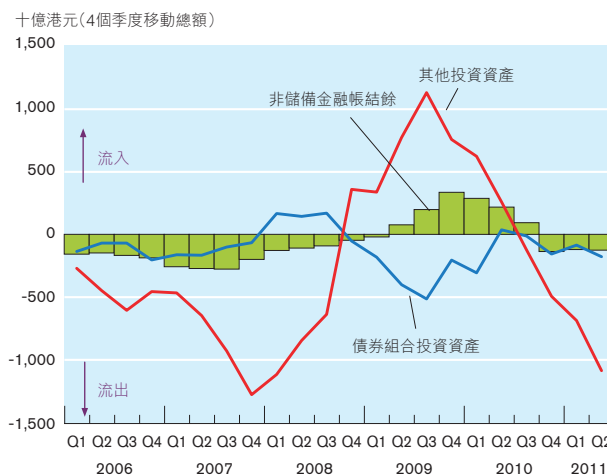
與全球經濟衰退加劇相關的各種情況，例如資金從港元市場流走、境外銀行抽調資金回國，以及信貸風險溢價上升等，都有可能對本地信貸狀況(即資金成本及信貸供應)造成不利影響。

首先，若資金流向突然逆轉，港元同業拆息可能會上升，而港元存款基礎亦可能會收縮，繼而引致零售利息成本上升。<sup>6</sup>然而，多年來推出的各項加強貨幣發行局運作架構的技術性優化措施會確保銀行同業市場的運作保持暢順<sup>7</sup>，原因是一旦有資金流出，有關數額會由貨幣基礎內的總結餘及外匯基金票據及債券釋出相應數額的資金所抵銷。

第二，在本國蒙受重大虧損的歐洲銀行可能會減少其跨境資金供應(包括對香港的供應)，以保存流動資金及盡量減少對總行業務的干擾。<sup>8</sup>歐洲銀行抽調資金的方法可能是在香港出售資產、不把到期債務續期或削減信貸額度。雖然香港銀行體系的淨對外債權人地位<sup>9</sup>，以及金管局採取的監管措施都能減低假若歐洲

圖 3

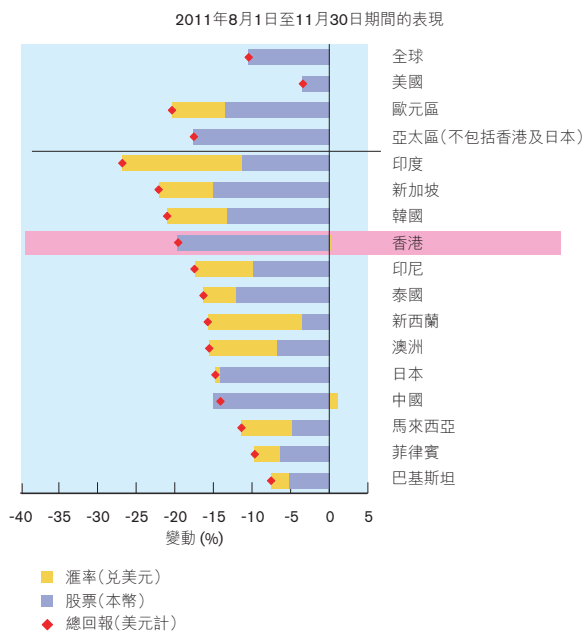
2008至09年間雖然出現資金大量流向境外債券的情況，但由於本港企業由境外抽調資金回港，資金淨流入總額有所上升



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 4

8至11月間亞洲區股市出現拋售潮，反映本地市場對全球投資氣氛的敏感反應



資料來源：彭博及CEIC。

<sup>5</sup> 由於境外人士在香港持有規模相當龐大的股票投資組合(根據2011年第2季「國際投資頭寸」統計數據，有關數額約為3萬億港元)，他們的組合分配決定會對香港的股市表現造成重大影響。

<sup>6</sup> 有關貸存比率上升會如何推高零售存款利息的分析，見Wong and Wong (2011)

<sup>7</sup> 有關措施包括正式設立雙向的兌換保證及兌換範圍，以及推出貼現窗。

<sup>8</sup> 香港銀行對希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙及西班牙的資產風險承擔甚低，不足其總資產的1%。

<sup>9</sup> 香港銀行體系的境外債權很多都享有高流動性，可迅速變現，有助應付境外銀行撤資的情況。

銀行撤資對本港銀行體系的資金成本造成的影響，但一旦影響觸及本地信貸供應，本港家庭及企業面對的借款條件便有可能惡化。

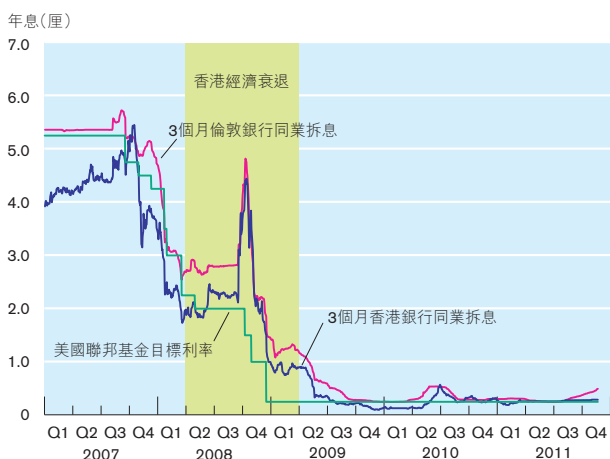
第三，在全球危機中，往往會推高資金成本的渠道是全球銀行體系的交易對手風險急升。這種情況會使銀

行減低槓桿比率的壓力增加。同時，在不利的經濟環境中，銀行可能會因信貸風險溢價上升而收緊貸款條件。例如在2008至09年的金融危機中，面對銀行同業拆息急升及經濟前景惡化，香港銀行減低貸款風險承擔，並收緊信貸額及條款以保存資金及資產負債實力(圖5A至5D)。

## G2經濟體系衝擊通過金融渠道對香港的潛在影響

圖 5A

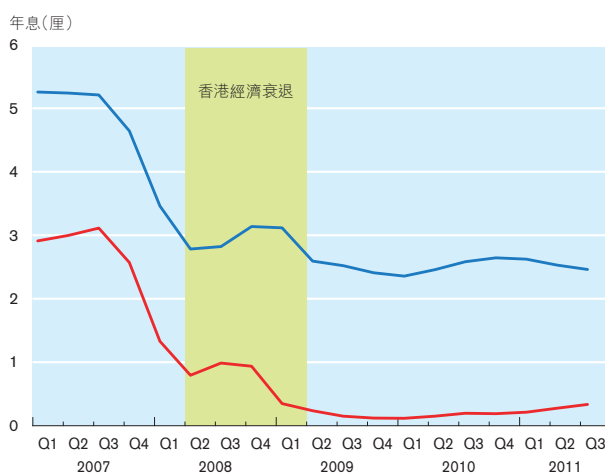
在2008至09年危機期間交易對手風險急升推高資金成本…



資料來源：彭博。

圖 5B

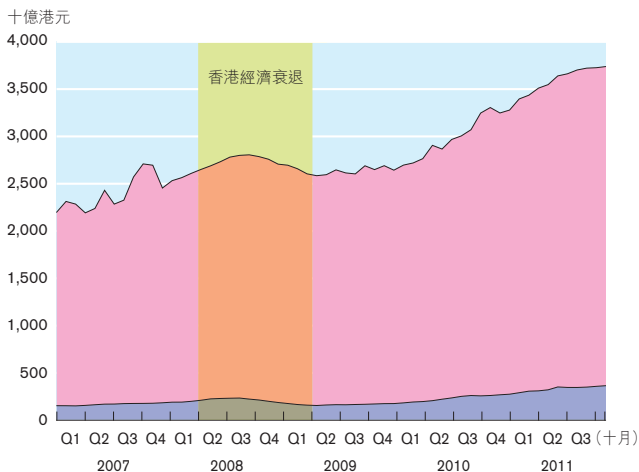
…帶動零售層面的利息成本上升



資料來源：金管局。

圖 5C

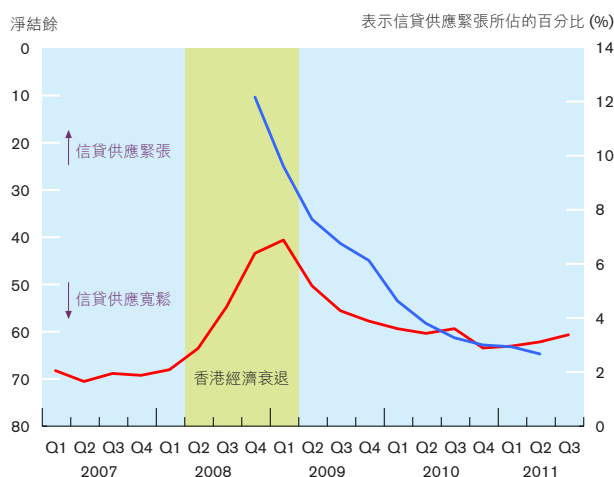
在2008至09年危機期間未償還本地貸款減少…



資料來源：金管局。

圖 5D

…原因是貸款需求疲弱及信貸供應緊張



資料來源：政府統計處。

### 物業價格調整

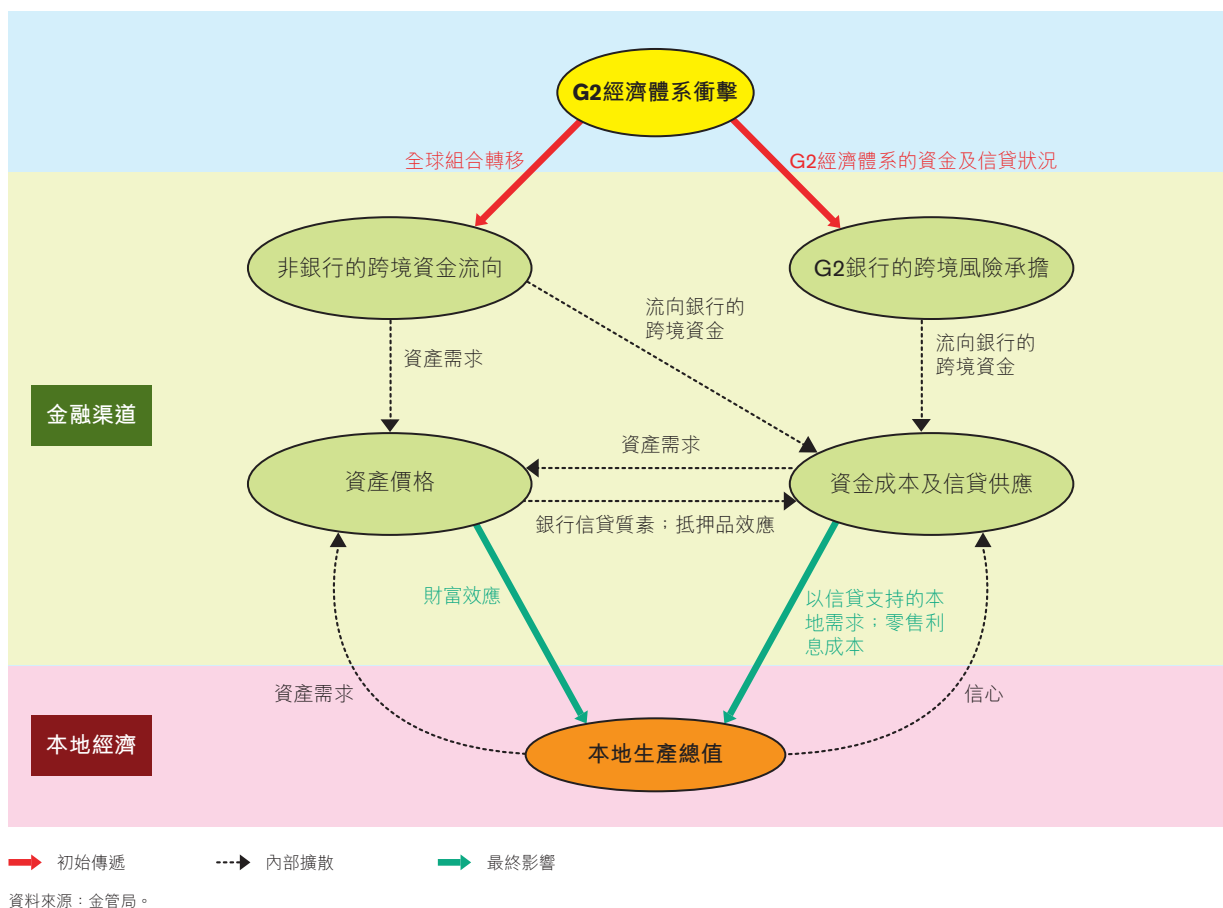
在惡劣情況下，經濟前景與金融狀況惡化，會削弱投資者信心，導致資產價格調整。同時，收入增長下降、勞工市場狀況轉壞及借貸成本上升，都會使對物業資產的需求進一步受壓。

物業價格下調對實體經濟的影響主要通過負面財富效應影響消費來體現。由於物業投資的槓桿比率較高，而且是家庭資產的主要部分，因此相對於股價下跌，

物業價格下調對香港實體經濟會造成更大及更深遠的影響——這一點從1997年物業泡沫爆破後的情況可見一斑。此外，金融加速器可能會引起「抵押品效應」，進一步妨礙信貸活動。家庭及企業持有的物業價值下跌，會減低它們用以獲取信貸的抵押品的價值，使它們在融資方面面對更大的限制。最終可能會形成惡性循環：資產價格下跌、資產負債狀況惡化、信貸條件收緊，以及實體經濟活動減少，令經濟面對更大壓力(圖6)。

圖 6

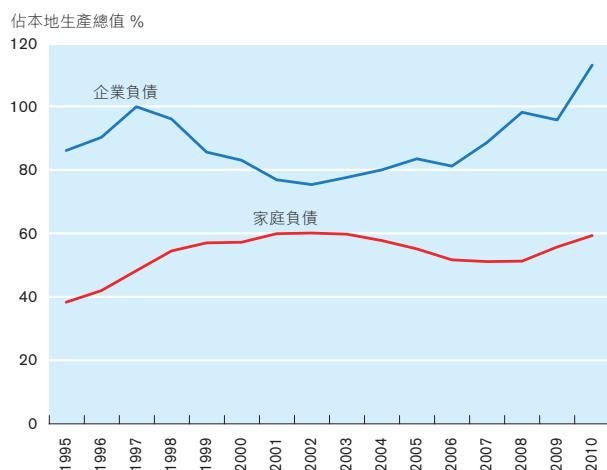
G2經濟體系衝擊的影響通過部分主要金融渠道傳遞



需要注意的是，現時家庭及企業的資產負債表可能累積了較多不穩定因素。雖然過去3年極低利率環境提高了家庭的按揭供款能力，但他們的借貸水平高企，而物業價格相對收入而言處於很高水平。事實上，主要由住屋貸款組成的香港家庭負債在2010年底升至佔本地生產總值的60%，接近2002年的紀錄高位，而且在今年以來可能已進一步上升(圖7)。然而，低利率環境不會永遠持續下去。<sup>10</sup> 假如家庭的還款負擔加重，將無可避免地進一步影響消費、資產價格及實體經濟活動。

圖 7

過去3年家庭及企業的槓桿比率上升可能令他們更容易受衝擊的影響



註：只包括來自銀行體系的貸款。

資料來源：政府統計處、金管局及金管局職員統計數字。

## 為下行風險增加作好準備

根據我們的預測模型，在基準情況下，G2經濟體系放緩會通過貿易連繫引致香港經濟增長出現相若的跌幅。然而，在惡劣情況下，衝擊也會通過金融渠道打擊實體經濟，令本港經濟可能出現更嚴重的衰退。從歐洲主權債務問題近期的發展來判斷，我們不可以完全忽略出現惡劣情況的可能性，而且全球經濟及金融市場陷入嚴峻困境的風險亦已大大增加。

然而，我們可以從2008至09年的危機汲取教訓，作好準備，以及適當管理一旦有關風險實現的情況。在那次危機期間，香港經濟及金融狀況面對壓力，引致經濟大幅下滑。然而，香港的金融體系維持穩健，勞工市場所受的影響亦不及亞洲金融危機期間的嚴峻，原因是在該危機爆發前，區內金融機構及私營部門財政穩健。相反，在亞洲金融危機爆發前夕，香港的物業市場出現泡沫，私營部門亦存在舉債過度的問題。因此，當香港受到外來的衝擊時，企業及個人破產個案急升，不良貸款顯著增加。

面對下行風險增加，以往的經驗提醒我們必須避免香港金融風險進一步累積，並需要加強家庭及企業的財政穩健程度，以抵禦可能出現的新衝擊。在市場受壓期間，特區政府及金管局也會作好準備，在有需時主動採取具公信力的措施維持信心，以及防止本地金融狀況出現螺旋式下滑。

<sup>10</sup> 由於銀行面對資金壓力，今年新批貸款的按揭利率已上升至少140基點。

## 附件

### 現時的內部小型經濟預測模型簡介

現時的內部小型經濟預測模型是來自Kong and Leung (2004)的季度宏觀經濟計量學模型。<sup>11</sup> 這個模型根據以下8項變量來設定行為方程式：(1) 私人消費；(2) 私人投資；(3) 本地貨物出口；(4) 貨物轉口；(5) 服務輸出；(6) 留用進口減存貨累積；(7) 通脹，以及(8) 失業率。這些行為方程式涵蓋廣泛的宏觀經濟變數，包括本地及外部需求、通脹及勞工市場就業人數等，並顧及香港經濟不同環節的主要活動。另一方面，模型把物業價格、存貨累積及恒生指數等變量設定為外在變數，即是說這些變數的走勢並不是由模型內部推動，而是倚賴對模型來說完全是外在的假設而定。接着，我們運用多項恆等式來得出整全的小型經濟預測模型，藉以了解上文沒有提及的其他變數，如實質產量及實質有效匯率等。

雖然Kong and Leung (2004)的模型過去曾協助我們評估經濟狀況，但我們明白需要不時改良模型，從而能有效掌握香港經濟結構內的最新發展。因此，近年我們作出多項延伸及提升，以改進模型的結構：

1. 為能更詳細研究本地通脹的傳遞過程，我們現在分別就基本食品、租金及綜合消費物價指數的其他組成項目建立模型。能夠更詳細掌握有關通脹的傳遞過程，有助我們加深了解基本通脹的來源及走勢。
2. 物業價格及租金現時按照行為方程式演變，使它們能夠在模型內與其他價格及宏觀經濟變量同步決定，而無需倚賴特別假設。
3. 現在遊客消費對本地零售銷售及服務輸出的影響也計算在內，反映近年內地遊客增加對本港經濟的重要性。
4. 現在分開建立私人物業相關投資及私人機構及設備投資的模型，其中私人物業相關投資更明確地與建造業方面的貸款增長有關。這樣把私人投資分類可賦予更大靈活性，能更準確地反映個別項目的具體變化。
5. 現在存貨累積及恒生指數被視為內生變數。然而，這些變數的行為方程式仍在原始開發階段，而且這些變數的潛在波幅偏高，令建立模型的工作遇到困難，因此我們還需要再作仔細研究。
6. 現行的模型明確地就燃料及其他商品的進口價格變化及與匯率的關係建立模型，這有助了解匯率變化如何影響本地經濟。

<sup>11</sup> 見Kong and Leung (2004)。



經過這些修訂後，小型經濟預測模型現在包含20項行為方程式，涉及以下變數：(1) 私人消費；(2) 私人機器及設備消費；(3) 私人物業相關消費；(4) 本地貨物出口；(5) 貨物轉口；(6) 服務輸出；(7) 貨物及服務留用進口；(8) 存貨累積；(9) 綜合消費物價指數的基本食品組成項目通脹；(10) 綜合消費物價指數的租金組成項目通脹；(11) 綜合消費物價指數的其他組成項目通脹；(12) 訪港遊客數目；(13) 零售銷售；(14) 物業價格；(15) 物業租金；(16) 恒生指數；(17) 燃料進口價格；(18) 其他商品進口價格；(19) 建造業貸款；以及(20) 失業率，並輔之以多項恆等式，讓模型變得完整。

儘管作出了上述修訂，現行版本的小型經濟預測模型的基本建立模型方法仍與Kong and Leung (2004) 的方法相近，就每項行為方程式進行獨立估算，而不是用一個系統來估算。另一方面，模型內的大部分行為方程式都是以最近期的季度數據作出估計，並以誤差修正格式表達，涵蓋這些經濟變數的短期及長期變化。

經過改進後，現行的模型結構更充實地讓我們能以模型進行更全面的情境分析，有助提升我們分析香港經濟的能力。

(參考資料見英文版。)