

# 本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

全球環境變得更具挑戰性。歐洲債務危機蔓延至意大利及西班牙，令市場波動加劇，並使全球金融體系受壓。美國方面，儘管第3季增長加快，但勞工及住屋市場仍受遏抑。受到對先進國家出口減慢影響，亞洲區大多數新興經濟體（包括中國內地）的增長動力亦有所減慢。與此同時，香港經濟雖然轉弱，但私人消費仍維持穩健，抵銷了部分影響。儘管主要先進國家承諾推出新措施以維持信心及防範經濟陷入衰退，其成效卻難斷定，全球前景仍面對相當大的下行風險。

## 外圍環境

全球經濟增長及金融穩定前景難以預料，最終結果將取決於歐洲主權債務危機如何演變。歐債危機現已從周邊小國蔓延至意大利及西班牙等核心國家，對歐洲銀行的流動性構成壓力。主權債務危機與銀行體系危機之間形成惡性循環的風險已經急劇增加。有見及此，歐洲當局於10月底歐盟峰會上宣布推出一個三管齊下的挽救方案，包括削減希臘債務負擔、重整歐洲銀行體系資本，以及通過槓桿化以增大歐洲金融穩定基金規模。在12月的歐盟峰會，當局進一步推出改革措施，當中包括推出「財政協議」，以及加快改革及推出新的救市穩定基金。

金融市場對措施的初步反應正面，但由於方案缺乏細節及有一定執行上的風險，正面反應只是曇花一現。挽救方案能否在歐洲經濟衰退機會增加的情況下遏抑下行風險，仍是未知之數。

儘管環球金融市場波動，但美國第3季的實質國內生產總值增長按季年率計加快至2%，高於第2季的1.3%。經濟增長加快普遍觸及各個經濟層面，並主要受到個人消費開支上升及商業投資強勁帶動。第

3季經濟增長速度回升雖有助緩和對經濟衰退臨近的憂慮，但亦有意見認為增長動力未必持久，其原因是第3季的增長主要是來自家庭減少儲蓄，而非穩固的收入增長所帶動。歐洲方面，經濟仍然疲弱，第3季實質區內生產總值按季上升0.2%，與上季相同。區內的經濟調查結果顯示，不但周邊地區情況將會進一步轉弱，核心國家亦如是。英國方面，經濟在第3季按季增長0.5%，較第2季的0.1%為佳。經濟增長加快，部分是來自多項只屬一次性的因素，整體經濟形勢依然嚴峻。日本方面，整體經濟活動已回復至地震前的水平，並處於溫和復甦的軌道。第3季實質國內生產總值增長按季上升1.4%，扭轉連續2個季度的跌勢。

先進國家增長動力仍然疲弱，失業率亦持續高居不下，令各央行進一步施行非常規性的貨幣寬鬆措施的意欲增加。其中，美國聯邦公開市場委員會於9月份的會議上宣布推出「扭曲操作」，其目標是於2012年6月底前透過出售4,000億美元短期國債的方式來買入相同金額的較長年期的國債。該委員會亦決定將到期的美國政府機構債券及按揭證券的本金再投資於同類機構的按揭證券。在英國，英倫銀行貨幣政策委員會於10月一致通過推行另一輪總值750億英

鎊的量化寬鬆貨幣政策。在日本，日本央行於8月及10月維持極度寬鬆的貨幣政策，並擴大資產購買計劃。另一方面，歐洲央行亦實施更多非常規性的貨幣措施，以防主權債務危機擴散，當中包括重新啟動證券市場計劃及擔保債券購買計劃，以支持債市；推出美元流動性操作及無限額的長期定息再融資操作，以處理銀行流動性短缺的問題；以及相繼於11月及12月會議將政策利率調低25基點等。此外，六大央行(包括美國聯邦儲備局、歐洲央行、日本央行、加拿大央行、英倫銀行及瑞士央行)亦聯合行動將美元流動性掉期利率下調50基點。

在先進國家維持極度寬鬆的貨幣政策的同時，緊縮的財政政策卻普遍拖累經濟增長。雖然美國國會在最後關頭才達成共識在未來10年將債務上限提高最少2.1萬億美元，但協商期間形勢險峻的政治角力已促使標準普爾在8月將美國的主權信貸評級調低。國會通過的削赤規模不久便會拖慢美國經濟增長，外界亦關注有關方案未必在支持經濟增長與達到可持續的公共財政之間取得適當的平衡。歐洲方面，財政狀況未見重大起色，並在一些區內的國家進一步惡化，尤其是希臘。整頓財政對經濟能回復平衡固然是必要的，但實行財政緊縮過急過嚴卻可能造成反效果，最終拖慢經濟增長及抵銷削赤成效。

包括中國內地的東亞地區增長有進一步減慢跡象，第3季實質區內生產總值按季年率計平均增長7.2%，較第2季7.6%下降。<sup>1</sup> 中國內地實質國內生產總值由第2季的按年增長9.5%下降至第3季的9.1%，第3季環比增長亦微跌。出口增長轉差是區內多個經濟體系增長減慢的普遍原因，內需方面尤其個人消費則大致維持暢旺。大宗商品價格及整體需求回落，導致通脹壓力下降。區內整體消費物價指數在10月按年平均上升4.2%，相比6月錄得4.5%的近期高位。內地整體消費物價指數通脹率由7月的高峰水平6.5%回

落至11月的4.2%。大部分央行因經濟增長風險增加而暫停加息，印尼央行及泰國央行則於10月至11月期間調低政策利率。新加坡金融管理局於10月下調新加坡元名義有效匯率政策波動區間的斜率。中國人民銀行於12月下調存款準備金率50基點。人民幣兌美元匯率於11月份之前繼續上升但近期有回軟迹象，區內其他貨幣則自8月以來持續疲弱，主要是受歐元區主權債務危機惡化影響。區內多個股市基準指數亦於期內顯著下挫。展望未來，先進國家增長前景欠佳，同時全球金融市場波動增加，將繼續對區內經濟前景造成陰霾，內需則可能相對保持穩健。

## 本地經濟

香港經濟在第3季略為增長，本地生產總值按季實質微升0.1%，相比第2季0.4%的跌幅稍為改善。主要增長動力來自私人消費及淨出口。按年計經濟增長由第2季的5.3%減慢至第3季的4.3%，與按季增長緩和的情況一致。

內需方面，私人消費持續增長穩健(第3季按季上升1.1%)，主要是收入及勞工市場情況理想帶來支持。機器及設備方面的私人投資支出承接第2季的顯著升勢，在第3季進一步上升。公營部門需求維持穩健，政府消費及基建投資保持升勢。另一方面，庫存量顯著下降，加上樓宇及建造方面的私人投資持續減少，拖累了本地經濟增長。

對外貿易方面，海外需求在第2季急降後，在第3季稍為回升。受惠於訪港旅遊業暢旺，服務輸出表現尤其突出，較第2季上升1.1%。商品出口在第2季急跌11.1%後，在第3季表現平穩，日本地震後亞洲供應鏈恢復正常帶來短暫刺激，抵銷了先進地區需求疲弱的影響。另一方面，商品進口及服務輸入分別減少1.0%及0.1%。整體淨出口對第3季經濟增長帶來

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

2.5個百分點的貢獻。名義貿易餘額在第3季回復正數，錄得360億港元(相當於本地生產總值的7.4%)的順差，相比第2季為逆差129億港元(相當於本地生產總值的2.9%)。

經濟增長步伐溫和，但勞工市場依然緊絀。3個月移動平均失業率由7月的3.4%進一步跌至9月的3.2%，是1998年以來最低水平，其後於10月微升至3.3%。10月就業不足率則徘徊於1.6%的低位。然而，近期勞工市場前景轉差，多項官方及私人機構的調查都顯示，由於全球經濟增長及業務前景不明朗，企業招聘意欲不如較早時樂觀。

## 通脹

最近幾個月的通脹壓力仍然高企，按年基本通脹率由6月的5.5%上升至10月的6.4%，主要受到食品及住屋租金項目帶動。然而，通脹形勢有緩和的跡象。按3個月以年率計通脹率由4月的8.0%高峰水平回落至10月的5.8%，部分反映繼今年較早時候全球食品價格不再飆升後，本地食品價格稍為回落。然而，住屋租金的傳遞效應仍繼續浮現，勞工及商用物業租金成本的上漲壓力亦持續。

## 資產市場

香港股票市場在2011年下半年經歷一段相當長的波動期。隨着全球經濟前景不明朗及歐洲債務危機惡化對金融市場造成連鎖效應的憂慮加深，導致全球各地風險定價驟升，進而令股價受壓。標準普爾於8月初調低美國主權債務評級，令市場波動加劇。恒生指數在第3季下跌21.5%(4,806點)，其後略為回升，至11月底收報17,989點，上升2.3%(397點)(圖1)。以美元計，港股的跌幅與歐洲主要股市及亞洲新興市場股市相若。股市整體成交量亦告減少，但沽空交易急增。此外，股市每月平均集資額由上半年的507億港元顯著降至7至10月的202億港元。

圖 1  
資產價格



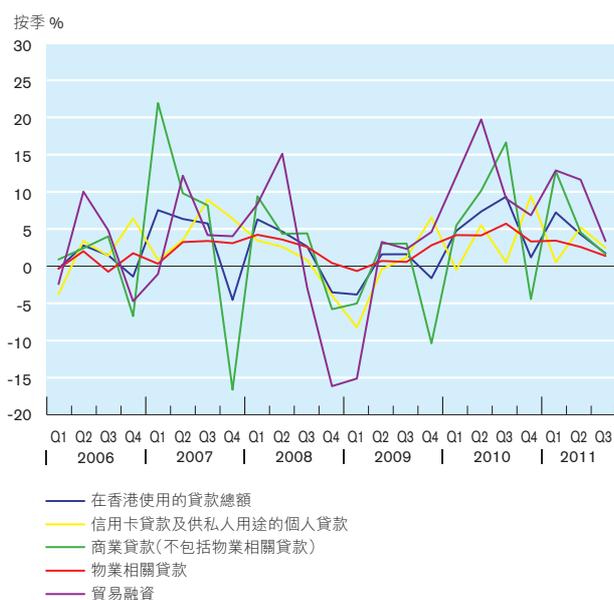
資料來源：差餉物業估價署及恒生指數有限公司。

下半年住宅物業市場降溫，反映全球經濟前景轉差、按揭息率上調及連番穩定樓市措施的綜合效應。10月份整體住宅物業價格較6月份略為下跌3.6%，中原城市領先指數顯示11月以至最近的樓價仍然偏軟。7至11月間物業成交量較去年同期減少接近六成，另根據美聯物業成交量指數，近幾個星期市況仍然呆滯。確認人交易及短期轉售交易(持有不足12個月即出售)亦顯著減少。然而，住屋租金仍呈現上升趨勢，令租金收益率稍升(以40至69.9平方米的一般物業為例，其收益率由第2季的3.2%上升至10月的3.4%)。由於年初以來各大銀行相繼調高按揭利率，令新造按揭貸款的供款負擔增加。

## 本地貸款及貨幣供應

第3季整體貸款增長減慢，反映貨物出口表現呆滯、增長前景轉差及本港住宅物業市場持續整固。隨着港元及外幣貸款上升步伐減慢，第3季貸款及墊款總額錄得4.4%的升幅，而第1季及第2季的升幅分別為7.4%及6.1%。第3季在香港境外使用的貸款持續穩健增長，但多種在香港使用的貸款則增長減慢(圖2)。按經濟用途分析，本地貸款季度增長減慢主要由貿易融資、住宅按揭、物業投資，以及批發與零售業貸款所帶動。10月整體貸款增長進一步下降，在香港使用的貸款較3個月前上升1.0%。

圖 2  
貸款增長



存款增長亦出現放緩，並落後於貸款增長。受到外幣存款增長減慢及港元存款略為下跌影響，第3季存款升幅減少至1.2%。外幣存款增長減慢，部分反映外幣貸款相近的走勢。季內人民幣存款仍是外幣存款增長的主要動力來源，於9月底達到6,222億元人民幣，約佔存款總額一成。用作跨境貿易結算的人民幣匯款總額由第2季的4,927億元人民幣增加至第3季的5,254億元人民幣。當中企業客戶透過跨境貿易結算收取的人民幣淨額亦增加，令企業部門人民幣存款進一步上升。另一方面，港元存款錄得季度跌幅。於9月底港元存款佔存款總額的比重亦微降至49%。港元存款在10月略為回升，較3個月前增加0.1%。在7月至10月期間，港元廣義貨幣供應增加，狹義貨幣供應亦隨着鈔票需求上升而增加。

港元貸存比率由6月底的84.2%升至9月底的86.6%，美元貸存比率亦穩步上升。貸存比率上升繼續增加銀行的資金成本壓力，進而推高有效貸存利率。反映銀行平均資金成本的綜合利率由6月底的0.31厘進一步升至9月底的0.36厘，但以過往標準計仍屬頗低水平。在銀行加強爭取存款的環境下，據悉部分銀行為新客戶提供特別優惠的存款利率。貸款市場方面，雖然最優惠貸款利率及香港銀行同業拆息維持穩定，但有跡象顯示零售層面的有效貸款利率已經上升，其中與香港銀行同業拆息掛鉤的新批按揭息率上調至2至3厘的水平，減少這類按揭計劃的吸引力。事實上，調查資料顯示與香港銀行同業拆息掛鉤的新批貸款所佔比重由6月底的80%降至9月底的46%。最新資料顯示10月貸款增長步伐較存款慢，扭轉貸存比率的升勢。

## 短期前景

香港短期經濟前景並不明朗。外圍環境惡化，包括先進國家增長前景呆滯、歐洲債務危機加深及全球市場波動持續等，可能繼續拖累香港的出口表現。然而，主要由私人消費帶動的內需仍可望維持較佳表現，能部分抵銷了出口轉弱帶來的影響。展望未來數季，香港實質本地生產總值增長預期會稍低於其長期趨勢平均增長率。政府當局現時預測香港經濟在2011年增長5%，是較早時預測5至6%範圍的下限；私營機構的分析則平均預測經濟增長5.0%。就2012年而言，國際貨幣基金組織預測香港經濟增長會減慢至4.0%，私營機構的分析則預期增長幅度為3.4%。

物價方面，由於市場租金早前飆升的滯後影響仍在陸續浮現，短期內通脹可能會進一步微升，但預期之後將逐漸減退，反映全球食品價格近期回落及經濟增長動力稍減的影響。

在基準預測情況中，歐元區預料可勉強渡過債務危機。面對財政整固及持續調低槓桿比率的行動，各先進經濟體系將繼續表現呆滯。若出現這情況，預期外部衝擊主要通過貿易渠道影響本港經濟。然而，在惡劣情況中，歐洲主權債務危機可能進一步惡化，並演變為全球金融危機，屆時香港的金融市場會受到顯著影響，經濟將陷入更嚴重衰退。本季季報的專題文章「評估歐美經濟體系衝擊對香港經濟的潛在影響」詳細討論在基準及惡劣情況中，外部衝擊會如何通過貿易以至金融渠道影響香港。