

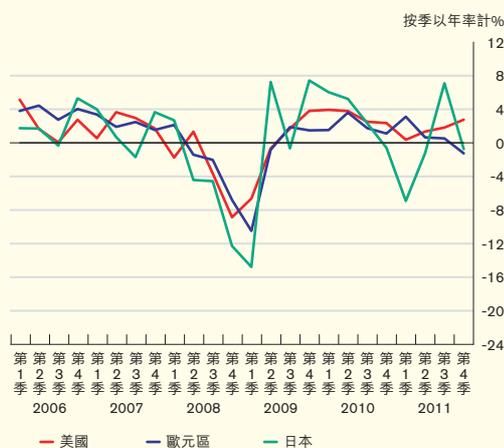
## 2. 全球環境及展望

### 外圍環境

在歐洲主權債務危機加劇的情況下，主要發達經濟體系的增長步伐緩慢。踏入2012年，雖然歐債局勢似乎已暫時穩定下來，但在多項結構性問題的困擾下，發達經濟體系的復甦力度將很可能持續疲弱。這將增加各大央行推出進一步量化寬鬆措施的誘因，而這些措施一旦實行，可能會加劇經濟及金融市場的失衡，令全球經濟環境更加不明朗。在外部需求萎靡不振的情況下，大多數東亞經濟體系的經濟增長於2011年下半年顯著放緩，而未來經濟前景在很大程度上，將取決於歐洲情況如何發展。

### 2.1 實體經濟活動

圖 2.1  
美國、歐元區及日本：實質本地生產總值



資料來源：美國經濟分析局、歐盟統計局及日本內閣府。

隨著歐洲主權債務危機升級，為經濟帶來巨大的不確定性及引致全球金融市場動盪不安，發達經濟體系於2011年下半年的增速普遍放緩。最新實質本地生產總值數字顯示，於2011年第4季，美國錄得3%經濟增長，而日本及歐元區則分別收縮0.7%及1.3% (圖2.1)。<sup>1</sup>

鑑於歐洲主權債務危機一直未能解決，市場對債務危機的憂慮最終蔓延至意大利及西班牙；兩國的借貸成本一度升至普遍認為無法持續的水平。主權債務違約的憂慮增加，導致全球金融市場劇烈波動。部份由於營商及消費氣氛轉弱，歐元區經濟在第4季出現收縮。與此相比，儘管美國經濟的恢復速度仍然溫和，但大致上仍處升軌，經濟活動大多未受歐債危機所影響。日本方面，經濟活動自地震災難後逐漸恢復，

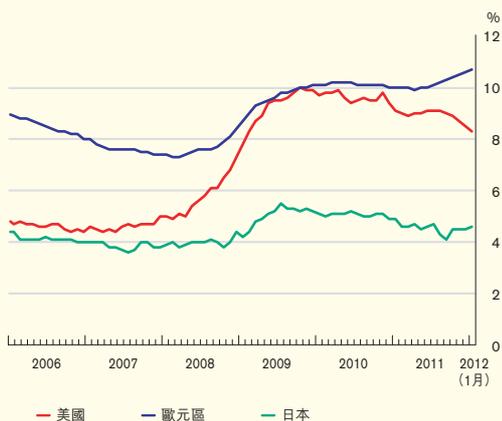
<sup>1</sup> 除另有說明外，美國、歐元區、日本及不計日本在內的亞洲區(不包括中國內地)的按季實質本地(區內)生產總值變動百分比是經季節性因素調整以年率計的數字。

**圖 2.2**  
美國、歐元區及日本：採購經理指數



資料來源：彭博。

**圖 2.3**  
美國、歐元區及日本：失業率



資料來源：彭博。

**圖 2.4**  
美國、歐元區及日本：整體通脹



資料來源：美國勞工部、歐盟統計局及日本內務省。

第3季的經濟增長出現強勁反彈，但之後於第4季經濟又再次收縮。各個發達經濟體系的採購經理指數數值最近仍然處於低迷水平，顯示未來增長將持續溫和(圖2.2)。

由於經濟增長受到抑制，大部份發達經濟體系的職位增長步伐依然遲緩，失業率高踞不下：美國的失業率約為8.3%，歐元區已超過10%，而日本則為4.6%(圖2.3)。高失業率及產能過剩，加上全球商品價格下降，使發達經濟體系的整體消費物價通脹得以緩和，市場預期核心通脹在2012年內亦會隨之而下降(圖2.4)。

儘管歐洲當局及國際貨幣基金組織不斷努力試圖解決債務危機，但歐洲仍可能陷入超過預期的深度衰退之中，而此衰退或會因銀行信貸緊縮而加劇或延續一段更長的時間。直到決策者能就全面的解決方案達成一致意見，從而既可滿足歐元區短期再融資需求，又能解決其長期缺乏競爭力的問題，否則全球金融市場將一直受市場不安情緒及不穩定因素所影響。因此，全球經濟衰退風險繼續存在。即使全球經濟衰退得以避免，但在多項結構性問題的困擾下，發達經濟體系可能會經歷一段既漫長又緩慢的復甦。此情況連同現時廣泛及大規模的財政整頓措施，意味著各發達經濟體系的央行更有可能在不久將來推行進一步量化寬鬆措施，以刺激增長及提高就業率。進一步的量化寬鬆措施可能會令金融市場及宏觀經濟失衡加劇，令全球經濟環境更加不明朗。

**表2.A**  
亞洲：實質本地生產總值增長

(按季以年率計%)	2010 第3季	2010 第4季	2011 第1季	2011 第2季	2011 第3季	2011 第4季
<b>新興工業化經濟體系</b>						
三國： <sup>1</sup>	<b>0.8</b>	<b>2.7</b>	<b>8.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>0.3</b>
韓國	2.6	2.0	5.4	3.6	3.3	1.4
新加坡	-15.9	6.9	19.7	-3.0	2.0	-2.5
台灣	3.7	2.3	10.0	1.0	-0.2	-0.6
東盟四國： <sup>1</sup>	<b>2.2</b>	<b>7.5</b>	<b>6.3</b>	<b>2.8</b>	<b>4.4</b>	<b>-3.5</b>
印尼 <sup>2</sup>	5.5	9.1	5.1	6.1	5.6	8.9
馬來西亞 <sup>2</sup>	-2.2	8.8	8.0	2.8	3.9	6.2
菲律賓	1.0	1.9	8.1	1.1	3.3	3.5
泰國	0.1	7.2	6.1	-1.9	3.4	-36.4
東亞： <sup>1</sup>	<b>1.5</b>	<b>5.0</b>	<b>7.4</b>	<b>2.4</b>	<b>3.2</b>	<b>-1.5</b>

註：

1. 加權平均（以按購買力平價的本地生產總值對全球的貢獻作為加權基準）。

2. 金管局職員作出季節調整。

資料來源：國際貨幣基金組織、CEIC及金管局職員估計數字。

**表 2.B**  
亞洲：政策利率

	政策利率 <sup>1</sup>		
	2012年3月15日 年利率 (%)	2011年近期高位 年利率 (%)	利率累計降幅 百分點
印尼	5.750	6.750	1.000
韓國	3.250	3.250	—
馬來西亞	3.000	3.000	—
菲律賓	4.000	4.500	0.500
台灣	1.875	1.875	—
泰國	3.000	3.500	0.500

註：

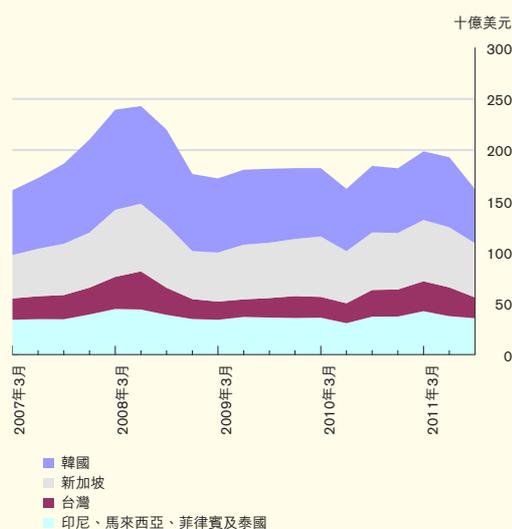
1. 印尼：印尼央行利率；韓國：基準利率；馬來西亞：隔夜政策利率；菲律賓：隔夜反向回購利率；台灣：重貼現率；泰國：政策利率。

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

大多數東亞經濟體系的經濟增長於第4季明顯轉弱，這主要是由於外部需求縮減所致(表2.A)。<sup>2</sup> 通脹壓力似乎已有所紓緩。區內平均按年消費物價指數通脹率已從2011年6月的4.3%高峰降至2012年1月的3.5%。有見經濟增長下行風險加大，區內一些央行已於回顧期間放寬貨幣政策，但此政策立場的轉變一直相當審慎(表2.B)。2011年9月歐債危機加劇時，區內股價跌幅超過了美國股市，而且許多區內貨幣兌美元匯率亦錄得自雷曼兄弟破產以來最大的單月跌幅。該情況自2012年初以來似乎已有所逆轉，匯率及股價均顯著回升。

雖然穩健的本地需求及充足的政策刺激空間將會支持經濟增長，但外部需求放緩，加上歐洲銀行大規模去槓桿化可能會引發信貸緊縮，對區內經濟構成一些下行風險。事實上，歐洲一些銀行近期已從亞洲抽回貸款(圖2.5)，而隨著2012年6月資本重整的最後期限的臨近，此情況可能更加明顯。不過，倘若歐債問題穩定下來，全球經濟的雙速復甦可能令資金重新流入新興亞洲，進而對資產及消費價格重新帶來上升壓力。3月中旬的共識預測顯示，該區域的本地生產總值增長率將由2011年的4.1%輕微放緩至2012年的4.0%。通脹預測為3.3%，2011年通脹率則為3.9%。

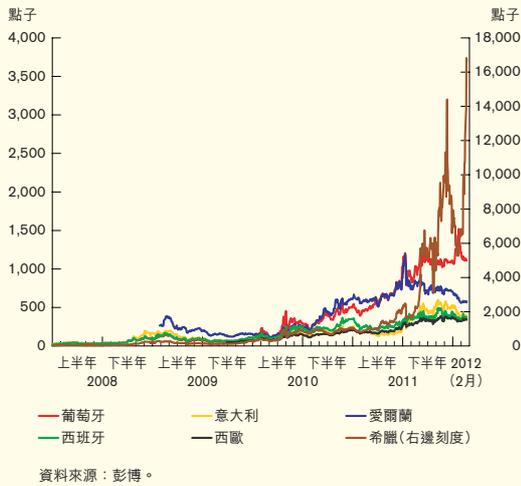
**圖 2.5**  
亞洲：對歐元區銀行的負債



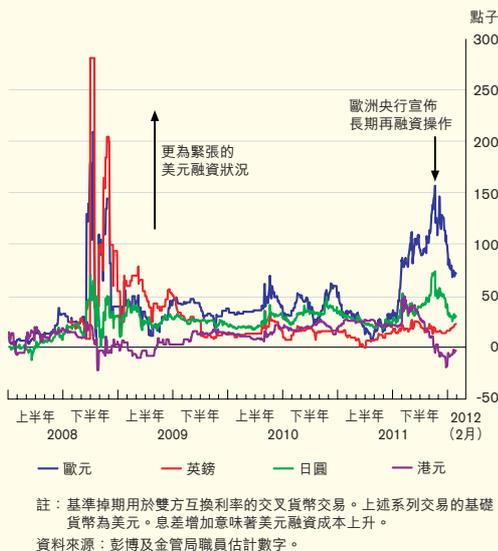
資料來源：國際清算銀行及金管局職員估計數字。

<sup>2</sup> 泰國的本地生產總值於2011年第4季大幅下降，這主要是由於泰國發生嚴重水災，令製造業生產及出口一度受阻。

**圖 2.6**  
歐洲國家5年期主權信貸違約掉期息差



**圖 2.7**  
主要貨幣對美元的基準掉期息差



**圖 2.8**  
歐洲大國5年期政府債券收益率



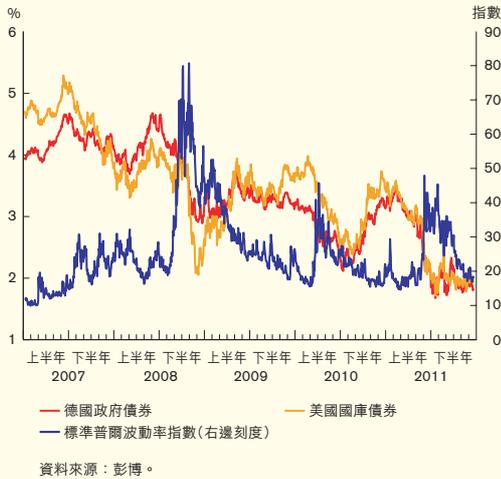
## 2.2 環球金融狀況

過去6個月，主要受歐洲局勢的影響，全球金融市場大幅波動。歐洲主權債務危機由周邊小國（希臘、葡萄牙及愛爾蘭）迅速蔓延至較大國家（西班牙及意大利），最終蔓延至歐元區核心成員國（包括法國），嚴重動搖去年底投資者的信心。周邊國家的信貸違約掉期息差及貸款成本急升至歐元推出以來的高位（圖2.6），而避險需求增加，令德國及美國債券收益率均錄得歷史低位。

除對主權債務市場造成影響外，這場危機亦對歐洲銀行體系產生深遠影響。周邊國家債券價格暴跌，引發人們對歐洲銀行資產質素的憂慮，從而令全球銀行體系的交易對手風險顯著上升。由於離岸貸款人收緊信貸並減少對歐洲銀行的貸款，歐洲銀行的美元融資息差於去年下半年飆升至自雷曼兄弟破產以來最高的水平（圖2.7）。

面對此不斷惡化的情況，決策者推出多項支持措施，包括擴大歐洲金融穩定基金、提高銀行資本充足率，以及簽訂財政契約。然而，這些措施均未能令市場持續紓緩，直至歐洲央行推出長期回購操作，以遠低於市場的利率為銀行提供3年的歐元資金。自12月份操作以來，融資狀況大幅改善，同時貨幣市場息差收窄，且銀行發行活動日益增多。由於銀行購買國債可從可觀的息差中獲利，意大利及西班牙的主權債券收益率於注資後亦隨之降低（圖2.8）。貨幣市場方面，歐元兌美元的匯率自今年初已強勁反彈，而其他風險敏感型貨幣亦因風險胃納增強而得益。

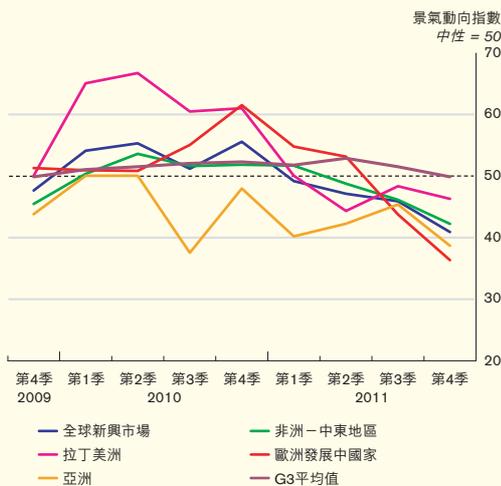
**圖 2.9**  
發達經濟體系的長期政府債券收益率及  
標準普爾500波動率指數



受歐洲局勢好轉所鼓舞，全球股市自12月底以來強勁反彈。此外，美國經濟數據持續改善，加上發達及發展中國家有望實行新一輪寬鬆的貨幣政策，為此利好氛圍錦上添花。尤其是儘管風險胃納大幅回升，但美國聯儲局承諾在2014年前會一直保持低利率，使美國國庫債券收益率降至接近於歷史低位(圖2.9)。

儘管過去數月情況逐漸向好，全球金融市場的前景依然非常不明朗。歐洲央行的支持措施雖令近期發生重大流動性危機的風險明顯降低，但源於歐洲周邊主權國家債務過重的根深蒂固的結構性問題仍未解決。與此同時，面對為滿足資本要求所帶來的挑戰，歐洲銀行日後可能需要經歷一段去槓桿化期。此情況可能使全球信貸狀況持續緊縮，而根據近期經驗，新興市場可能再次受到嚴重衝擊(圖2.10)。由於全球經濟前景將持續欠明朗，在未來一段時間，金融市場可能依然動盪。

**圖 2.10**  
G3及新興市場的銀行信貸狀況



## 中國內地

由於外部需求放緩，內地經濟增長呈下降走勢，通脹壓力亦有所舒緩。貿易盈餘顯著減少，部份原因是實質匯率顯著上升所致。在全球避險情緒升高的情況下，2011年最後一季出現資本外流及人民幣兌美元匯率貶值壓力。鑑於當局積極管理與地方政府債務、非正規借貸及物業市場有關的風險，市場對經濟硬著陸的擔憂有所緩解。展望未來，國內需求預期仍將穩固，但面臨與物業相關的投資支出縮減的下行風險。

**圖 2.11**  
中國內地：國內需求與淨出口對  
國內生產總值增長的貢獻



**圖 2.12**  
中國內地：對消費物價指數通脹的貢獻



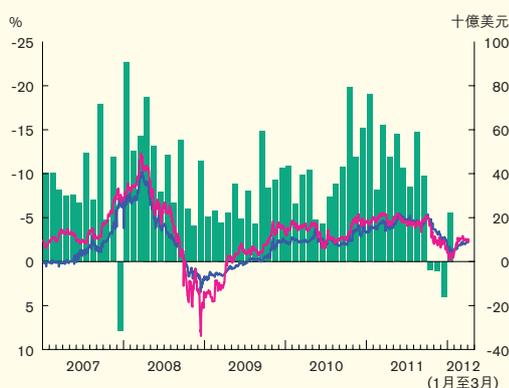
### 2.3 產出增長及通脹

2011年下半年，內地經濟增長動力減弱，這主要是由於外部需求放緩，令淨出口進一步拖累經濟增長(圖2.11)。消費按年增長加快，而投資增長大致穩定。貿易盈餘持續下降，由2010年佔國內生產總值的3.9%下降至2011年的2.6%。鑑於人民幣實質匯率於2011年下半年大幅升值，以及外部需求可能持續疲弱，預計貿易盈餘較小的現象在未來一、兩年或會持續。

出口疲弱，加上房地產市場的進一步放緩，將使投資活動減弱，但內地經濟增長率將貼近其長期增長趨勢。儘管中國增長趨勢將比過去10年有所減慢，但仍將顯著高於其主要貿易夥伴。根據最新的共識預測，2012年的經濟增長率大約為8.4%。歐元區債務危機的不確定性依舊是經濟前景的一大風險。儘管在過去10年，歐美市場對中國出口總額的相對重要程度一直下降，但向這兩個經濟體系的出口對中國的經濟增長依然重要。這在很大程度上是由於普通出口對中國增加值的貢獻遠大於加工出口，而普通出口在總出口中所佔比重一直上升，並對歐美地區的增長依然敏感。

通脹壓力於回顧期內出現緩和，預計近期將大致處於受控狀態。按年整體消費物價指數通脹率由2011年7月6.5%的高點下降至2012年2月的3.2%(圖2.12)。展望未來，隨著中東地區的地緣政治風險增大，加上發達經濟體系持續採取量化寬鬆政策，全球石油及大宗商品價格可能上升，而食品價格亦

**圖 2.13**  
中國內地：金融機構外匯購買及  
拋補利率平價偏離



■ 外匯購買(右邊刻度)  
— 基於遠期不交收合約匯率計算的拋補利率平價偏離程度(左邊刻度)  
— 基於在岸遠期匯率計算的拋補利率平價偏離程度(左邊刻度)

註：拋補利率平價負偏離顯示資金流入的誘因增加，反之則誘因降低。

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

**圖 2.14**  
中國內地：人民幣兌美元的升值預期



— 12個月在岸人民幣遠期交收合約匯率  
— 12個月離岸人民幣遠期交收合約匯率  
— 12個月離岸人民幣遠期不交收合約匯率

註：人民幣的預期匯率升值是以現貨匯率與遠期匯率之間的百分比差距來計算。負數表示人民幣兌美元升值。

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

可能受到如惡劣天氣狀況等供給方面的衝擊。不過，國內審慎的貨幣政策、需求壓力減弱，以及居住成本通脹降溫，將有助紓緩通脹壓力。最新的共識預測顯示，2012年整體消費物價指數通脹率將為3.3%，2011年的通脹率則為5.4%。

## 2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行風險

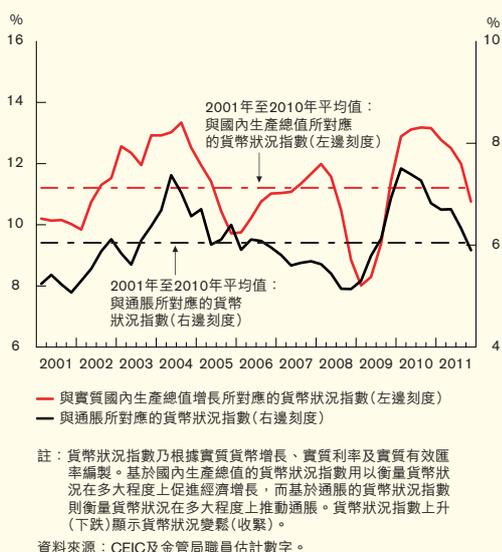
市場對內地經濟急劇放緩的憂慮，加上國際投資者的避險情緒於歐元區債務危機加劇期間上升，導致了一些資本外流壓力與人民幣兌美元匯率下行壓力。舉例而言，金融機構外匯購買於第4季發生逆轉，而外匯儲備自亞洲金融危機以來首次錄得季度跌幅。人民幣對美元匯率的雙向波動於第4季更為顯著。在岸及離岸人民幣兌美元匯率的差距於第4季擴闊，部份反映了國內及國際投資者對經濟基本面的看法不一，但之後於1月份及2月份收窄。由於美元對其他主要貨幣明顯走強，人民幣兌美元的名義與實質有效匯率於2011年9月至2012年1月期間分別顯著升值6.6%及5.1%。

我們估計的拋補利率平價的偏離程度顯示，資金流出的誘因於2011年後期的確有所上升，但與2008年至2009年全球金融危機爆發時相比較弱，而到近期已趨緩和(圖2.13)。於中期而言，隨著國內金融市場深化及中國資本帳戶的逐步開放，國際資本流動將更加平衡。遠期匯率反映人民幣兌美元匯率仍面臨一些下行壓力(圖2.14)。然而，中期方面，人民幣匯率的貶值壓力不大可能會持續。中國相對強勁的增長潛力，加上預期穩定的淨國外資產狀況，將繼續支持人民幣匯率。

**圖 2.15**  
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻



**圖 2.16**  
中國內地：貨幣狀況指數



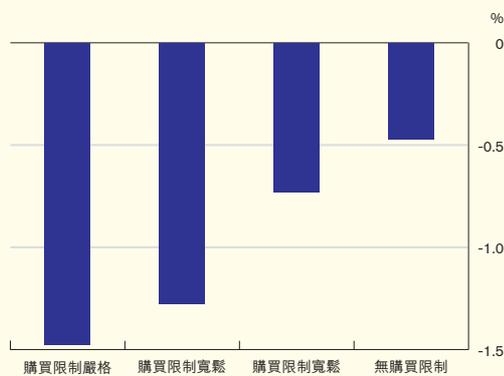
繼2011年下半年採取大致從緊的貨幣政策後，鑑於通脹下降、經濟增長步伐放緩及資本淨流入減少，中國人民銀行在年底開始微調其貨幣政策立場。儲備貨幣增長持續減慢（圖2.15），而廣義貨幣及貸款的按年增長亦有着類似的走勢。存款準備金率於2011年12月及2012年2月兩次下調，下調幅度累計為100個基點。根據我們的分析，部份由於人民幣實質有效匯率的升值，整體貨幣狀況進一步收緊，但基本上仍繼續支持經濟增長。如圖2.16所示，當前貨幣狀況與大約11%的按年產出增長率（引伸的10年平均增長率為11.2%）及大約6%的消費物價通脹率（接近引伸的10年平均通脹率6.1%）相一致。通脹壓力進一步舒緩，將為有需要時放寬政策提供更多的空間，但除非經濟前景驟然惡化，否則政策立場預期不會有重大轉變。

經濟增長步伐放緩的同時，股市依然低迷。2011年下半年中國股市表現落後於大多數的主要股市，但由於市場猜測信貸調控有望放鬆，加上對歐債問題的擔憂下降，基準指數於2012年初反彈。上海A股整體市盈率持續下跌，於2月份才輕微上升至15左右的水平，但仍遠低於過往10年平均的30的水平。由於房地產市場的下行風險，以及全球金融市場種種不確定性因素將繼續籠罩着股市，預料近期股票價格將仍波動不定。

房屋市場於回顧期內持續走弱，其中一線及二線城市的房價下降幅度普遍大於三線城市。自2011年中以來，各大城市的交易量亦一直滑落。這使市場持續憂慮內地房屋市場有可能大幅調整。

房屋市場還可能於近期進一步疲弱。尤其對房地產過熱風險較為嚴重的大城市而言，下跌風險可能更加明顯。持續的行政管制可能削弱房地產發展商的財務狀況，影響它們的定價能力，為市場增添下行壓力。根據中國人民銀行於2011年第4季進行的調查，20.8%的存戶預計未來兩個季度的物業價格將會下降，而第3季的調查中此人數比例為8%。特別是在北京和上海等大城市，預期物業價格將會下降的存戶比例上升更顯著。

**圖 2.17**  
中國內地：主要城市2011年6月至  
2012年1月的房價平均變動



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

即使如此，房屋市場大幅調整的可能性仍相對較低。事實上，目前房屋市場放緩，部份可歸因於行政管制，包括限購措施及信貸緊縮，因為在實施較寬鬆的行政管制的城市，均普遍錄得較小的房價跌幅(圖2.17)。

包括城市化等結構性因素依然有利於房地產市場。儘管房地產發展商的財務狀況有所削弱，但擁有大部份市場份額的大型發展商由於過往數年盈利豐厚，流動資金狀況普遍良好。大型發展商的流動比率(流動資產對流動負債的比率)及純利對資產的比率與過往相比仍處於較高水平(圖2.18)。這表明不應過於高估發展商將大規模拋售物業的風險。

**圖 2.18**  
中國內地：大型房地產發展商的  
流動資金狀況



註：

1. 上海及深圳證券交易所112家上市公司的平均值。
2. 純利是四個季度的移動總和，而總資產為季度末的數字。

資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

雖然中國銀行業近年來一直保持穩健，有充裕的流動資金、優良的資產質素及良好的資本狀況，但市場仍然擔憂銀行業的資產質素會急劇下滑，部份因為房地產市場惡化將持續對土地價格構成壓力，令地方政府償還貸款的能力降低。不過，當局已積極管理有關風險。<sup>3</sup> 地方政府債務主要用於支持基建工程，這些工程在發展初期可能難以產生現金流，但於中期一般會帶來可觀的回報。因此，地方政府債務隱含的主要是流動性風險而非債務償還風險。同時，良好的資產狀況及穩健的財政狀況，使中央政府有能力防止地方政府的流動性問題升級成為系統性銀行危機。

<sup>3</sup> 最近有報告稱，大型銀行被要求向地方政府延長貸款期。