

# 本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

儘管在歐洲中央銀行推出新的國債購買計劃後，歐元解體的風險有所減退，但歐元區經濟在基本因素持續惡化的情況下，在第3季步入技術性衰退。美國方面，公共財政的不明朗因素持續，同時有跡象顯示企業不願意增聘人手及增加投資。東亞地區，包括中國內地的增長普遍放緩，但不同經濟體系之間出現顯著差異。香港隨着商品貿易轉趨穩定，經濟在第3季重現增長，但增速緩慢。然而，本港經濟將面對外圍環境帶來的下行風險，而在全球貨幣環境寬鬆的情況下，通脹及物業價格繼續面對上行風險。

## 外圍環境

在2012年下半年，主要先進經濟體系的增長仍然疲弱，而歐元解體及美國「財政懸崖」的相關風險亦繼續令市場及經濟信心受壓。歐洲方面，歐洲中央銀行公布名為「直接貨幣交易」(OMT)的新國債購買計劃，似乎已令市場穩定下來。然而，有關計劃能否實行的先決條件，是受援助國家必須貫徹實行議定的緊縮及改革目標，但隨着經濟衰退的情況不斷加深，未能達標的風險仍然相當高。事實上，整個**歐元區**已步入技術性衰退；實質區內生產總值在第2季按季收縮0.2%後，在第3季再收縮0.1%。失業率在10月升至11.7%的歷史高位，青年失業率更攀上23.9%的水平。**美國**方面，公共財政的不明朗因素持續，同時有跡象顯示企業不願意增聘人手及增加投資。實質國內生產總值在第3季按季年率計增長2.7%，高於第2季的1.3%。然而，有關增長主要是由於企業庫存累積遠高於預期及受到政府支出突然以難以持續的速度增加所帶動。否則，美國經濟的基本增長勢頭仍然疲弱。儘管有初步跡象顯示美國經濟在進入第4季後，在住屋市場持續改善及最近失業率持續下

降至11月的7.7%支持下，復甦力度逐漸增強，但最近美國東岸大部分地區的經濟活動卻因為颶風桑迪而受到影響。**英國**方面，經濟經過連續3季收縮後，在第3季走出衰退，按季增長1%。然而，經濟出現反彈，主要受到一次性的利好因素所帶動，如倫敦奧運會，以及由於第2季的天氣異常惡劣及額外的英女皇鑽禧公眾假期令經濟活動減少，令第3季的經濟情況相比之下顯得較為理想。**日本**方面，受到出口及私營部門消費疲弱影響，經濟顯著放緩，實質國內生產總值在第3季按季收縮0.9%。

由於增長緩慢、通脹溫和及失業率持續高企，各主要先進經濟體系的中央銀行繼續放鬆貨幣政策。美國聯邦儲備局在9月宣布推出無限量的量化寬鬆政策(QE3)，目標是每月購入400億美元按揭證券，直至勞工市場「明顯」改善為止。在12月，聯儲局宣布進一步擴大量化寬鬆的規模，在「扭曲操作」於2012年底屆滿時，額外每月購買450億美元的美國國庫券。另外，聯儲局亦改變其對超低利率環境的前瞻性指引方法，首次訂出兩個量化數據指標(包括失業率高於6.5%及一至兩年內的通脹預測不高於2.5%)作為維

持超低利率的條件，以取代之前以2015年年中前會一直維持超低利率的時間性指引。歐洲中央銀行亦宣布推出名為「直接貨幣交易」的新一輪國債購買計劃。雖然計劃所帶來的額外流動性將會被沖銷，但在紓緩出現危機的經濟體系的貨幣狀況方面，該計劃仍能發揮顯著作用。英國財政部及英倫銀行在7月宣布推出「融資換貸款計劃」，以鼓勵銀行增加對家庭及企業的貸款。日本方面，由於通縮在第3季仍然持續，日本央行在9月及10月兩度擴大其資產購買計劃至91萬億日圓。

公共財政方面，美國經濟繼續面對「財政懸崖」的風險。有跡象顯示公共財政的不明朗因素持續，已引致企業投資持續萎縮。目前面對的危機是，除非民主及共和兩黨能盡快就財政整固計劃達成協議，否則繼續遲疑不決，只會損害經濟信心，以及可能引來評級機構進一步調低美國的主權信貸評級，令全球金融市場波動。無論美國短期內是否能避免跌入「財政懸崖」，中期來說，財政整固計劃都會顯著拖慢美國經濟復甦。歐洲的情況亦相若，大規模的緊縮措施及結構性改革已使區內瀰漫廣泛的反緊縮情緒。隨着歐元區經濟陷入更深的衰退，危機國家可能無法達到緊縮目標，而政府為重拾競爭力而推行必要的結構性改革時，亦會遇到更大的阻力。

東亞<sup>1</sup>地區的增長普遍放緩，但不同經濟體系之間出現顯著差異。先進經濟體系的需求放緩，仍然是拖累區內經濟增長的主要原因，而大部分區內的經濟體系的消費在勞工市場緊張的情況下維持穩健。在政府致力推行長期基建投資計劃的經濟體(如印尼及馬來西亞)中，投資增長強勁。中國內地的投資增長則較溫和，部分反映政府當局致力遏抑物業市場過熱的風險，以及維持經濟可持續增長。中國內地的

國內生產總值增長由第2季按年計7.6%，進一步放緩至第3季的7.4%，而印尼、馬來西亞及菲律賓的增長則大致保持平穩。整體而言，東亞地區的區內生產總值增長由第2季平均按年計的6.3%，降至第3季的6.1%。整體通脹壓力隨着增長減慢而有所紓緩，通脹率由第2季平均按年計2.9%下降至第3季的2.7%，但內需穩健的經濟體系(如印尼及菲律賓)則仍然面對相對較強的通脹壓力。區內部分中央銀行為應對增長放緩，在10月推出寬鬆貨幣政策<sup>2</sup>，而中國人民銀行則維持穩健的政策立場，並繼續運用逆回購來管理銀行同業市場流動性的短期波動。美國新一輪的量化寬鬆政策為區內帶來一些資金流入的壓力。自8月底以來，區內大部分貨幣兌美元累計升值。部分反映投資者對中國內地經濟前景的信心改善，人民幣兌美元匯率扭轉弱勢，自8月底以來累計升值約2%。儘管外部需求疲弱會在近期繼續對區內經濟前景造成挑戰，但寬鬆的貨幣政策環境，加上部分區內經濟體系實施長期基建投資計劃，將為內需提供支持。最新的共識預測預期區內的實質本地生產總值在2012年增長6.5%，明年增長6.9%。

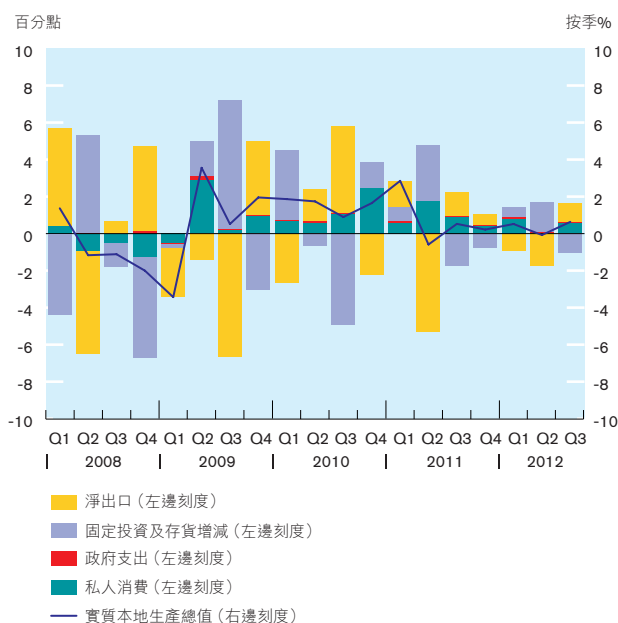
## 本地經濟

香港經濟增長仍低於趨勢水平，經季節因素調整的實質本地生產總值在第2季按季微跌0.1%後，在第3季增長0.6%(圖1)。實質本地生產總值錄得溫和增長，主要是受到淨出口支持，尤其淨出口經過兩季明顯轉弱後，已稍為穩定下來，在第3季為本地生產總值增長貢獻約1個百分點。然而，除商品出口有所增加外，服務出口增長已明顯減慢，部分原因是運輸需求轉弱及訪港旅客消費放緩。本地需求仍然疲軟，只有私人消費及固定投資穩步增長，但有關增幅被存貨減少所抵銷。在增長動力相對疲弱的情況下，本地生產總值按年增長在第3季為1.3%，僅稍高於第2季的1.2%。

<sup>1</sup> 東亞地區包括中國內地、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

<sup>2</sup> 韓國中央銀行、菲律賓中央銀行及泰國中央銀行均在10月將政策利率調低25基點。

圖 1  
對實質本地生產總值的貢獻的按季變動百分比



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

勞工市場表現頗為理想，10月份的失業率為3.4%，仍然非常貼近周期低位。儘管企業招聘意欲變得較為審慎，但大致保持正面。然而，接近第3季末時，勞工市場出現轉弱的跡象，職位增長及工資增加速度減慢。雖然年底節慶消費會為勞工需求提供一定支持，但外圍環境持續不明朗，會遏抑經濟增長，對勞工市場構成壓力，因而令失業率面對一定的上升壓力。

## 通脹

按年基本通脹率由6月的4.5%降至10月的3.8%，顯示通脹壓力得到進一步紓緩。按3個月比較，基本通脹率降至年率3.1%，反映食品價格通脹減退，以及綜合消費物價指數其他主要組成項目的價格增幅放緩。整體來說，預期緩慢的經濟增長將繼續在短期內遏抑通脹壓力。但隨着物業價格及新訂租約租金上升的影響逐步傳遞，來自租金組成項目的通脹壓力應會增加。同時，美國進一步實施量化寬鬆政策對全球商品及本地物業價格的潛在影響，也會令通脹風險上升。

## 資產市場

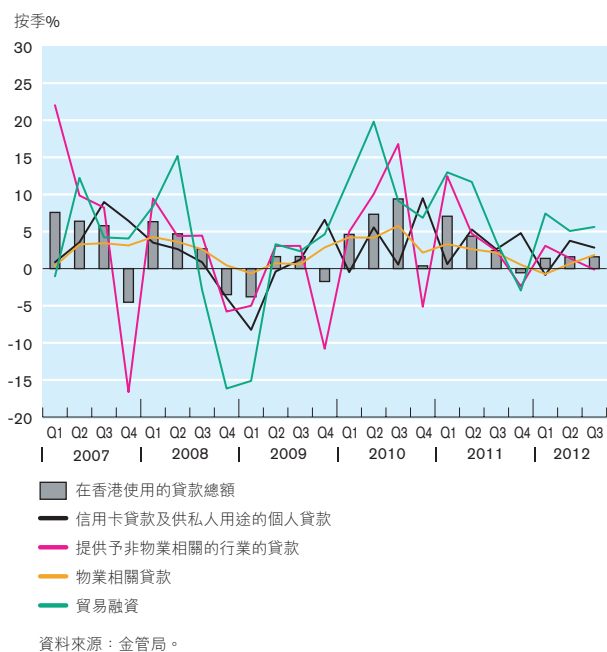
隨着歐洲市況的壓力略為緩和，本地股票價格在7、8月間再現上升動力。在美國宣布進一步實施量化寬鬆政策，以及內地經濟表現較預期理想的刺激下，在9月中以後繼續攀升。儘管面對美國「財政懸崖」的困擾，投資氣氛仍大致樂觀，部分原因是受到中國內地可能會推出更多刺激經濟政策的預期帶動。截至12月14日，恒生指數為22,606點，較7月初上升14.5%。股票市場的平均每日成交量在今年上半年為567億港元，在7至11月間卻處於492億港元的相對低位。全年截至11月止，股票市場的總集資額為2,287億港元，低於去年同期的4,172億港元。

物業市場方面，房屋價格與經濟基本因素脫軌的情況似乎更趨嚴重。與收入增長輕微的情況相反，本年度截至10月止，房屋價格累計飆升23.2%。置業負擔能力因而下降，樓價與收入比率及按揭供款與收入比率均升至1997年後的高位。有見及此，金管局於9月中推出審慎監管措施後，政府於10月26日將額外印花稅由5至15%提高至10至20%，以及將有關的限制期由2年延長至3年。此外，政府對公司及非本地人士購買住宅物業實施15%的買家印花稅。根據市場資料，樓價及交投因此略為回軟。

## 貨幣供應及本地貸款

信貸方面，貸款增長率由去年的雙位數水平，放慢至2012年首9個月的年率8.8%。按季比較，第3季的增幅為1.9%，反映增長動力仍然疲弱，其中本地信貸只錄得輕微增幅，但在香港境外使用的貸款則增長較快。本地貸款方面，對各主要經濟行業的貸款增長表現參差(圖2)。貿易融資、批發及零售業貸款，以及用作購買住宅物業的貸款及其他物業相關貸款穩步增長，而信用卡貸款及供私人用途的個人貸款的增長略為放緩。然而，提供予金融企業、股票經紀及其他經濟行業的貸款則下跌。踏入第4季，

圖 2  
貸款增長



信貸總體情況大致相同，10月整體貸款按月輕微上升0.4%。

存款總額增長由第2季的0.5%加快至第3季的3.0%，其中港元存款及外幣存款分別上升4.5%及1.6%。香港人民幣存款減少120億元人民幣，至5,457億元人民幣，跨境貿易結算的人民幣匯款總額則增加750億元人民幣，至7,169億元人民幣。貨幣總額方面，港元廣義貨幣供應在第2季微跌0.3%後，在第3季上升4.6%。經季節因素調整的港元狹義貨幣供應(M1)亦穩步增長2.9%。10月存款總額及廣義貨幣繼續穩步上升，人民幣存款增加至5,548億元人民幣。

由於美國繼續實施寬鬆的貨幣政策，香港的低息環境持續。港元銀行同業拆息在低位徘徊，10月隔夜及3個月香港銀行同業拆息定價分別為0.13厘及0.40厘。反映銀行平均港元資金成本的綜合利率於10月為0.36厘，較6月微降6基點。貸款方面，10月份平均按揭貸款利率處於2.29厘左右的低位，部分反映按揭市場競爭激烈。港元貸存比率由6月底的84.0%降至10月底的80.4%，顯示港元流動資金狀況有所紓

緩。另一方面，由於外幣貸款穩步增長，外幣貸存比率繼續在54.0%的高位徘徊。

## 短期前景

香港經濟的短期前景仍然相對疲弱。儘管有跡象顯示外圍環境轉趨穩定，但疲弱的境外需求仍將繼續遏抑香港的出口表現。事實上，最新一期的季度業務展望統計調查及香港貿發局出口指數均顯示貿易相關行業對短期業務前景仍然表示審慎。本地方面，由於勞工市場保持穩定，以及過去幾年收入增加，消費支出將繼續為實質經濟活動提供一定支持。此外，預期大規模的基建工程及私營機構建造活動會維持活躍，但資本投資及存貨累積的前景則欠明朗。本局內部編製的綜合領先經濟指標預示未來數月經濟增長仍將溫和。政府預測2012年的經濟增長率為1.2%，私人機構分析員平均預測增長率為1.4%。至於2013年，國際貨幣基金組織預期隨着淨出口對經濟增長的拖累進一步減退，香港的增長會回升至3%，而私人機構分析員亦預期增長率為3.4%。

香港經濟仍然面對下行風險，特別是外圍環境方面。一旦歐元區的危機進一步升級或美國的公共財政衝擊引發全球經濟大幅下滑，香港的出口便會面對重大壓力，甚至令整體經濟陷入衰退。本地方面，樓市過熱對經濟造成宏觀金融風險。寬鬆的全球貨幣環境，加上對負實質利率會維持一段長時間的預期，可能會促使家庭置業時過度舉債，並增加樓價的上行風險，進而加劇樓價與經濟基本因素脫軌的情況。超低利率的環境亦表示日後當利率回復至正常水平時，按揭供款負擔會大為加重，可能令按揭借款人陷入困境。