

本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

環球股市在2013年首5個月顯著上升，然而在市場憂慮美國聯邦儲備局在短期內退市，以及日本金融市場動盪的影響下，環球股市在6月顯著下跌。與此同時，主要先進經濟體系復甦步伐依然疲弱，極端下行風險雖已減少但仍未完全消退。歐洲方面，歐元區經濟仍然處於持久衰退狀態。美國方面，雖然私營部門近期的表現出乎意料地穩健，但財政整固將繼續拖累經濟復甦。日本方面，大刀闊斧的政策措施能否在中長期恢復經濟增長及克服通縮，仍是未知之數。東亞地區經濟增長普遍溫和，中國內地增長則明顯較預期為慢。香港方面，儘管本地消費需求暢旺帶來支持，但增長動力仍然受到外圍環境拖累。除非全球經濟能維持復甦勢頭，否則預期香港經濟疲弱的情況會持續多一段時間。

外圍環境

隨着各主要央行繼續推行極寬鬆的貨幣政策，再加上歐美有關當局在短期內成功減低了歐元解體及美國跌入「財政懸崖」的威脅，環球股市在2013年首5個月大幅回升。然而在市場憂慮美國聯邦儲備局在短期內退市及日本金融市場動盪的影響下，市場氣氛在5月底開始轉差，環球股市大幅下滑。與此同時，主要先進經濟體系復甦仍然疲弱，極端下行風險雖已減少但仍未完全消退。歐洲方面，**歐元區**經濟仍處於衰退，實質區內生產總值連續6個季度收縮，繼在2012年第4季收縮0.6%後，在2013年首季按季再下跌0.2%。失業率在4月份亦升至12.2%的歷史高位，青年失業率更攀升至24.4%。雖然為救助塞浦路斯而達成的100億歐元援助方案及意大利組成大聯盟政府等消息，有助緩和對歐元解體的憂慮，但連串事件亦突顯了在區內成立銀行聯盟的迫切需要，以及未來會否繼續推行緊縮政策與結構性改革所構成的政治不明朗因素。**美國**方面，增長前景相對較好，實質國內生產總值在

2013年首3個月按季(年率計)增長2.4%，較上一季0.4%的增幅為高。雖然在1月調高收入及工資稅減少了實質可支配收入及自動削赤機制持續地構成不明朗因素，但國內私營部門表現卻出乎意料地穩健。儘管如此，財政整固將繼續對經濟復甦構成阻力，若要維持較強的復甦動力，就業及收入增長速度必須加快。**英國**方面，實質國內生產總值繼對上一季收縮0.3%後，在2013年首3個月恢復增長按季上升0.3%，避過三底衰退。經濟回升主要受到服務業增長強勁及北海石油與天然氣產出回升所帶動，但工資增長緩慢及建造業不景，預示未來一段時間增長難以轉強。**日本**方面，首相安倍晉三大刀闊斧推行刺激經濟及克服通縮的政策方案，當中包括財政刺激措施、非常規貨幣寬鬆政策及結構性改革。金融市場及實質經濟至今反應正面，雖然股市近期有所調整，但仍相比去年年底大幅上升，而實質國內生產總值增長在2013年第1季按季(年率計)亦加快至4.1%，高於2012年第4季的1.2%。然而，由於政策方案涉及重大的主權債務風險及銀行風險，安倍式經濟政策在中長期而言能否振興經濟及克服通縮仍是未知之數。

由於復甦疲弱、通脹放緩及失業率持續高企，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6月的聯邦公開市場委員會會議決定維持政策不變，繼續每月購入400億美元按揭證券及450億美元美國長期國庫券，但表示失業率繼續下跌便可能會開始減少購買債券，若失業率最終跌至7%，則會完全停止買債。歐洲方面，歐洲中央銀行在5月將主要再融資利率調低25基點至0.5厘的歷史新低，並暗示未來可能會進一步放寬貨幣政策。英國方面，英倫銀行將「融資換貸款計劃」延長1年至2015年1月止，並在6月份的貨幣政策會議上宣布維持量化寬鬆政策規模於3,750億英鎊。日本方面，日本央行在4月推出量化與質化並重的寬鬆貨幣政策，目的是在兩年內將日本國債持有量及貨幣基礎總額增加一倍，並於2014年底前達致2%的通脹目標。

公共財政方面，雖然美國避過「財政懸崖」及政府被迫停止運作的風險，但民主共和兩黨仍需制訂一個中期的財政整固計劃及提高債務上限。事實上，雖然國會預算辦公室在5月下調財政赤字的預測，可能有助減低短期內需要推行更多財政整固的政治壓力，但由於預計財政預算將在接近2020年逐漸轉差，突顯有需要在中長期而言處理好人口老化、醫療服務成本增加及聯邦債務利息支出上升所帶來的壓力。無論如何，1月份議定調高收入及工資稅及由3月起開始實行的自動削赤機制，將於短期內繼續拖累經濟復甦。歐洲方面情況亦然：金融市場對歐元解體的憂慮稍減，讓歐元區多國政府可重新調整財政整固與經濟增長之間的微妙平衡，但有關當局仍可能無法掌握好時機，落實必要的結構性改革及深化財政、政治及銀行整合。

東亞¹ 整體經濟增長步伐溫和，但不同地區的增速持續有明顯差距。受制於環球經濟復甦乏力及本地家庭

開支增速放緩，新興工業化經濟體系增長低於趨勢水平。另一方面，在內部需求暢旺支持下，區內部分經濟體增長穩健，儘管增幅略為減慢。就整體地區而言，2013年第1季實質區內生產總值按年增長6.4%，較上一季的增幅7.2%為慢，主要是泰國水災相關破壞所涉及的基數效應逐漸減退，以致該國產出按年增幅明顯下降。中國內地方面，由於內部及外部需求減少，2013年第1季按年經濟增長由上一季的7.9%回落至7.7%。區內通脹壓力持續受到遏抑，平均按年增長於5月進一步下降0.1個百分點至2.2%，明顯低於約3.5%的5年平均通脹率。其中，由於中國內地增長溫和，按年消費物價通脹自2012年中以來大致維持於約2%的水平，短期內亦可能受到遏抑。另一方面，由於增長放緩及通脹溫和，區內央行大致維持寬鬆的貨幣政策，但亦對物價壓力持續及匯率波動增加保持警惕。韓國央行及泰國央行於5月調低基準利率25個基點至2.5厘，印尼央行則於6月提高政策利率25個基點至6.0厘。中國人民銀行將繼續維持審慎的貨幣政策，以管理銀行體系的流動性。儘管日本推行大規模的財政及貨幣寬鬆政策，資金大舉流入區內的跡象仍不明顯。區內匯率波動，大部分貨幣兌美元匯價於4月錄得廣泛升幅後有所轉弱。然而，由於中國國內銀行相關資金流入增加，人民幣兌美元匯率自3月底起升幅超過1%，但匯價最近有所回穩，並有跡象顯示資金流入有所放緩。展望未來，歐元區債務危機重現及聯儲局退出量化寬鬆貨幣政策時間的不確定性，仍然是區內面對的主要風險。地緣政治形勢緊張及日本新推政策能否有效振興經濟，亦帶來更多的不明朗因素。另一方面，內部需求將繼續為區內經濟帶來一定支持，而充足的政策空間使當局在有需要時有能力推出刺激措施提振經濟。根據最新共識預測，東亞地區整體經濟預期於2013年將有6.7%的穩健增長，而2012年的增幅為6.6%。

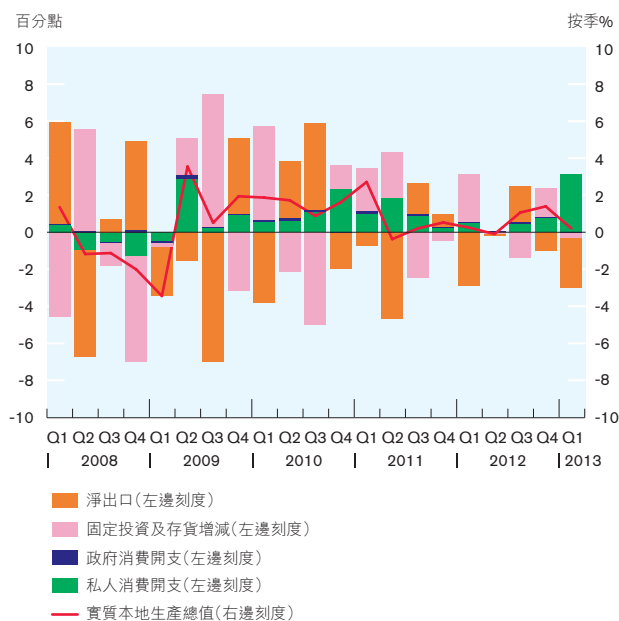
¹ 東亞地區包括中國內地、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

本地經濟

香港經濟增長動力有所放緩，經季節因素調整的實質本地生產總值在2013年第1季按季微升0.2%，較對上一季的1.4%增幅為慢(圖1)。受到收入增加、勞工市場穩健及正面財富效應支持，私人消費仍然暢旺，按季增長4.9%。但另一方面，整體投資支出受到私營機構建造活動及資本投資減少影響，公共基建工程經過幾年高速增長後亦告減慢。雖然出口錄得輕微增長，卻被留用進口的強勁增幅所抵銷，因此淨出口進一步轉弱。在季度增長整體偏弱的情况下，按年計實質本地生產總值的增長率在2013年第1季為2.8%，與2012年第4季的增幅相同。

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。

勞工市場仍大致緊絀。由於本地需求主導的經濟活動及訪港旅遊業表現蓬勃，總就業人數增長穩健。與此同時，重投勞工市場的人數增加，帶動勞動人口參與率以較快速度上升。然而，就業增長仍無法完全吸納勞動人口的升幅，導致失業率由2012年第4季的3.3%微升至2013年第1季的3.5%。此外，全職僱員平均每月名義收入在第1季的按年增長率減慢至2.5%，實質收入則下降1.2%。

通脹

雖然經濟增長減慢，通脹壓力在近幾個月卻上升。按年基本通脹率由2012年底的3.8%微升至4月的3.9%，不過以3個月比較，4月的基本通脹達到年率5.3%，為15個月以來的新高水平，因此通脹壓力其實升勢加快，主要反映食品價格上揚及較早時住屋租金上升的傳遞效應。

資產市場

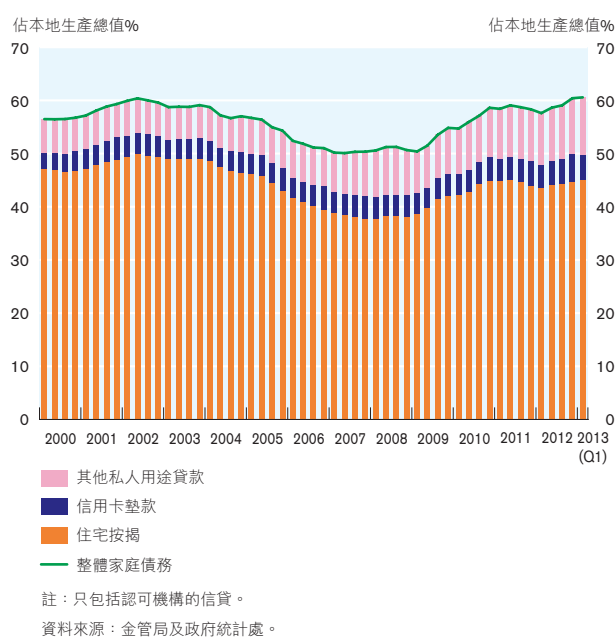
本港股市表現波動。股票價格於1月及2月初表現強勁，其後因歐元區債務危機再度引起關注而出現調整。不過在4月中至5月大部份時間，股票價格面對歐元區情況略為回穩及美國經濟有較廣泛改善的跡象而回升。但到了近期，由於美國聯儲局退市安排存在不確定性、日本金融市場大幅波動以及中國內地經濟有放緩跡象，市場情緒隨着新興市場的拋售潮受到遏抑。整體而言，恒生指數在2013年第1季下跌1.6%，其後再下跌8.6%至6月20日收報的20,383點。股市每日成交量由2013年第1季平均744億港元跌至4、5月間的595億港元，於6月初仍維持呆滯。本年度截至5月止，股市總集資額為1,146億港元，與去年同期相比無甚變動。

2013年初物業市場情緒仍相對高漲，但金管局及政府當局於2月底推出審慎監管及印花稅措施後市場有所冷卻。住屋價格回軟，中原城市領先指數與3月高峰相比下跌3.0%。與此同時，土地註冊處紀錄顯示物業成交量下跌超過40%。不過住宅價格與經濟基本因素脫節的風險繼續存在。置業負擔能力進一步惡化，樓價與收入比率只略低於1997年的14.6高峰水平，收入槓桿比率也上升至大約63%，為13年來的新高。而且現時租金回報率偏低，反映就用家成本和資產定價而言，住屋價格可能存在超前經濟基本因素的風險。

貨幣供應及本地貸款²

信貸方面，2013年第1季按年率計貸款總額增長12.3%，略快於2012年全年的9.6%。然而，隨着經濟活動減慢，本地貸款整體增長維持疲弱，當中港元貸款及在香港使用的貸款(不包括貿易融資)按年率計分別上升3.1%及4.7%。繼推出審慎監管及稅務措施後，按揭貸款及其他物業相關貸款的增長有所放緩。消費信貸³亦溫和增長，但經過之前幾年的累積升幅，已令整體家庭債務與本地生產總值比率在2013年第1季推升至61%的歷史高位(圖2)。以外部為主的貸款方面，貿易融資經過2012年第4季急跌後已見回升，外幣貸款及在香港境外使用的貸款繼續穩健增長。踏入第2季，上述信貸市場的整體形勢大致不變，本地貸款則有上升跡象。

圖 2
家庭債務與本地生產總值比率



相比之下，按年率計存款總額增長由2012年的9.3%減慢至2013年第1季只有2.7%。當中港元存款按年率計下跌1.0%，部分反映一些資金隨着本地股市調整流出港元。外幣存款按年率計上升6.6%，與2012年的升幅接近。季內香港人民幣存款增加651億元人民幣至6,681億元人民幣，跨境貿易結算的人民幣匯款總額增加1,285億元人民幣至8,310億元人民幣。貨幣總額方面，港元廣義貨幣供應在2013年第1季僅微升0.1%（按年率計上升0.3%），而經季節因素調整的港元狹義貨幣供應(M1)穩步上升3.8%（按年率計上升15.3%）。4月份港元存款及貨幣總額再度上升，外幣存款升幅加快，人民幣存款亦進一步增至6,772億元人民幣。

² 本節內所有按年率計變動都是根據本年度截至3月止的數字按比例計出。

³ 消費信貸指信用卡墊款及其他私人用途貸款的總和。

面對美國持續實施寬鬆的貨幣政策，港元息率維持於低水平。在2013年首4個月內，隔夜及3個月香港銀行同業拆息定價均微跌2個基點，分別報0.08厘及0.38厘。反映銀行平均資金成本的綜合利率亦由2012年12月的0.32厘跌至4月的0.25厘。另一方面，平均按揭貸款利率由2012年12月的2.30厘微升至4月的2.35厘，部分反映上調住宅按揭監管風險權數的影響。整體而言，港元流動資金狀況維持穩定，港元貸存比率徘徊於80%附近水平，而2012年的平均水平為82%。

短期前景

本港經濟雖然在2013年第1季按季增長轉弱，但預期年內其餘時間會略為加快。然而，整體增長將維持偏軟及低於趨勢水平。外部需求的阻遏應該會逐漸消減，但由於全球經濟仍然疲弱，要維持復甦動力仍面對困難，因此外部需求的改善步伐會較早前預期的稍慢。本地方面，由於勞工市場穩健及家庭收入增加，私人消費將繼續成為推動經濟增長的主要引擎。儘管大型基建工程及私營機構建造活動在第1季表現欠佳，但預計未來一段時間會穩步增長。然而，在營商氣氛較為多變的情況下，資本投資及存貨累積的前景仍然不明朗。因應第1季經濟表現呆滯，私營機構分析員已將2013年本地生產總值增長預測由年初時的平均3.5%下調至3.2%。金管局內部編製的綜合領先經濟指標亦預示未來數月經濟增長仍將溫和。

預期通脹壓力於短期內持續，但之後會減弱。去年住屋租金急增的滯後影響，將會在未來幾個月內逐漸傳遞至消費物價通脹。此外，5月起調高法定最低工資亦將會間接為通脹帶來一定壓力。但再往前看，由於經濟增長仍低於趨勢水平，加上近期新訂租約住屋租金下調，以及進口與商品價格回軟，應有助遏抑通脹上升，並於明年展現較明顯的緩和作用。