

本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

先進經濟體的主權債券市場經過一段錄得負收益率的非常時期後，在近期出現拋售，突顯了在政策主導的環境下金融市場錯誤定價的風險。在美國，市場已延後對聯儲局首次加息的預期，但聯儲局更早及更快地收緊貨幣政策的風險仍然存在。歐元區方面，歐洲央行的量化寬鬆政策似乎已取得初步成效，但由於去槓桿化的過程及結構性改革將會持續，近期經濟改善的步伐能否持續仍是未知之數。日本方面，經濟繼續從去年4月調高消費稅所引發的衰退回升，但工資升幅呆滯對經濟前景仍然構成主要憂慮。東亞地區整體增長動力維持溫和，中國內地經濟增長減慢，主要由於房地產市場疲弱以及生產價格下跌遏抑資本支出。香港方面，由於本地需求轉弱及出口表現欠佳，第1季經濟增長緩慢。主要受到股市相關流入資金帶動，強方兌換保證於4月多次被觸發。金管局推出新一輪審慎監管措施後，樓市有整固跡象，但市場氣氛於近期似乎正逐漸改善。

外圍環境

受惠於歐洲央行新推出的資產購買計劃、日本央行持續推行量化寬鬆措施，以及預期美國聯儲局加息步伐會較慢等的因素，主要先進經濟體的主權債券市場在2015年年初上升。面對主要央行繼續推行寬鬆貨幣政策，市場人士似乎一面倒地以美元上升、歐元下跌，以及歐洲國債與股票上升的預期大量建立倉位。部分歐洲國債收益率降至負數水平，而美國國庫券收益率亦受遏抑。然而，債市異常的情況並沒有維持多久，歐美國債於5月初出現大幅拋售，投資者紛紛減少持倉，令收益率躍升。這新一輪的債市波動突顯了在政策主導的環境下金融市場錯誤定價的風險，而自全球金融危機以來債券市場的結構的變動（包括市場莊家活動減少及交易所買賣債券基金迅速發展）亦可能擴大了市場波幅。

在美國，聯儲局調低息率預測中位數，加上首季實質國內生產總值按季（以年率計）收縮0.2%，令市場把聯儲局首次加息時間的預期推遲至2016年1月¹。然而，聯儲局更早及更快地收緊貨幣政策的風險仍然存在，尤其是拖累首季增長的過渡因素（例如嚴冬天氣及西岸港口勞資糾紛）可能會回穩，加上就業人數持續增加及汽油價格下降，預期將會推動實質消費穩健增長，導致美國經濟在2015年下半年轉強。與此同時，在失業率持續降至接近長期均衡水平的情况下，僱用成本指數顯示私營部門工資在2015年首季按年顯著上升2.8%。展望未來，工資升幅加快，加上勞動生產力持續緩慢增長，將會導致單位勞工成本在首季錄得1.8%的按年增長後繼續上升。

¹ 按照2015年6月23日聯邦基金期貨概率超過50%。

單位勞工成本顯著增加，可能引起工資增長更強有力地傳遞至價格通脹的憂慮，亦增加聯儲局提早及加快調高美國息率的可能性。

歐元區方面，歐洲央行實施的量化寬鬆政策推高了資產價格、增加了經濟信心及通脹預期，及有助減弱了歐元匯價。受惠於上述情況，歐元區首季實質區內生產總值從上季按季升幅0.3%微升至0.4%，令人憧憬期待已久的歐元區經濟復甦終於來臨。然而，近期的經濟改善能否持續仍是未知之數，尤其是公營及私營部門在去槓桿化及結構性改革方面尚未完成的情況下，將會繼續遏抑歐元區經濟增長。事實上，根據美國首兩輪量化寬鬆的經驗，由於資產負債表調整的過程仍然持續，量寬對刺激實質經濟只能起到短暫的作用。因此，歐元區可能仍會在未來一段頗長時間內維持極寬鬆的貨幣政策，加深歐美兩地貨幣政策背馳的局面。同樣地，日本經濟繼續從去年4月份調高消費稅所引發的衰退回升，2015年首季實質國內生產總值增長穩健地加快至1%，較上季0.3%的升幅快。然而，日本經濟仍面對重重挑戰，其中工資增長呆滯是主要隱憂。短期而言，由於超過半數參與年度春季工資談判的工會成員均來自較小的製造業，而且談判所得的工資上調主要適用於年資工資而非基本工資部分，前者對刺激消費的作用應會較小，因此已預計的工資增長能否轉化成為更廣泛及更大幅度的工資增長從而刺激私人消費仍不確定。與此同時，隨着經濟增長潛力繼續受制於人口老化，日本若要達致中長期而言較快及可持續的經濟增長，仍須推行勞工市場改革。

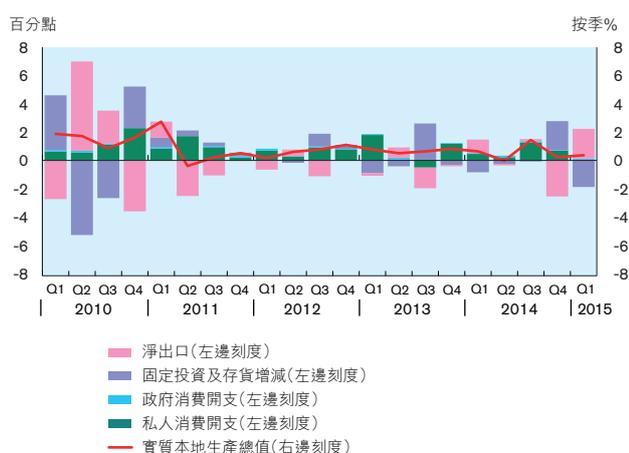
東亞方面²，由於對外環節繼續受到全球需求呆滯遏抑，內需增長亦好壞參半，區內整體經濟只能維持溫和增長。面對全球商品需求疲弱，區內商品出口國家增長尤其乏力。中國內地首季國內生產總值按年增長減慢至7.0%，主要由於房地產市場交投放緩以及生產價格下跌令資本開支受壓。就地區整體而言，實質生產總值按年增幅由對上兩季的6.2%進一步減慢至2015年首季的5.9%。價格方面，區內自2014年底起出現通脹下調壓力，消費物價指數通脹率由2014年下半年按年平均2.3%水平降至今年首季平均1.2%。整體通脹回落主要是全球商品價格下降所致，但區內部分經濟體系核心通脹亦已開始回落。中國內地消費物價通脹跌勢有回穩跡象，消費物價指數通脹率繼在1月按年錄得0.8%的5年來低位後，在5月回穩至1.2%。因應增長動力疲弱及低通脹，區內部分央行放寬貨幣政策。例如，印尼、南韓及泰國央行於近月調低政策利率，新加坡金融管理局亦於1月減少匯率政策波動區間的斜率。中國內地方面，中國人民銀行於4月調低所有存款類金融機構的存款準備金率100個基點，以支持廣義貨幣增長。在通脹回落下維持實質借貸成本穩定，人民銀行於5月調低基準貸款和存款利率各25個基點，是6個月內第三次減息。該行亦將銀行存款利率上限由基準利率的1.3倍調高至1.5倍。與此同時，區內金融市場經過2014年底及今年年初幾個月面對的資金外流壓力後，於近幾個月似已恢復穩定。區內大部分貨幣於4月起從首季低位回升，MSCI亞洲指數（日本除外）亦於近幾個月上揚。展望未來，美國貨幣政策正常化的時間及步伐，以及希臘債務問題涉及的風險所引起的不明朗因素，依然會是觸發亞洲新興市場另一輪波動的隱憂。

² 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

香港經濟增長於2015年第1季依然疲弱。經季節性調整的實質本地生產總值按季稍升0.4%，而2014年第4季的升幅為0.2%（圖1）。受到整體投資支出減少及私人消費增長呆滯影響，本地需求放緩。由於全球需求狀況仍然低迷，香港貨物出口收縮。服務輸出增長亦受訪港旅遊業轉差而減慢。面對本地及出口相關需求回落，貨物進口及服務輸入明顯下降。在此情況下，淨出口對第1季本地生產總值增長仍然帶來正面貢獻。此外，實質本地生產總值按年增幅由上年第4季的2.4%略為減慢至今年第1季的2.1%。

圖1
對實質本地生產總值按季變動百分比的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

最新數據顯示最近數個月本地經濟增長動力持續疲弱。採購經理指數於4月及5月處於50點以下，顯示業務前景仍然審慎。最新的業務展望按季統計調查亦顯示前景樂觀程度下降。此外，香港中文大學消費信心指數及就業信心指數均顯著轉差。金管局編製的綜合領先經濟指標也預示經濟增長動力在短期內（至第3季）仍將溫和。

儘管經濟活動回軟，勞工市場狀況大致保持穩健。經季節性調整的失業率經過一段時間停留在3.3%後，於4月及5月微跌至3.2%。整體勞工需求依然強韌，私營機構仍存在大量職位空缺。然而，部分受到零售及旅遊相關行業轉差影響，最近數季低技術行業的就業收入增長減慢。

通脹

香港通脹壓力持續回落，主要反映本地成本壓力稍降及進口價格升幅減慢。近期新訂住宅租約對消費物價通脹的傳遞作用略為減少，服務行業通脹亦保持於低位。國際食品及商品價格回軟，主要進口來源地的通脹放緩，以及美元兌多種貨幣轉強所帶來的影響，均有助遏抑進口成本壓力。按年基本消費物價通脹率由去年12月的3.1%降至5月份的2.6%，而通脹動力亦進一步下降，按3個月以年率計通脹率於5月份降至2.3%。³

³ 基本通脹率指在剔除所有政府一次性舒緩措施的影響後的綜合消費物價通脹率。

資產市場

本港股市自2015年初以來轉趨暢旺，受惠於本港息率預計短期內依然低企，歐元區進一步推行寬鬆貨幣政策及中國內地推行穩增長措施，市場氣氛向好。尤其是「滬港通」機制相關的股票需求急增及資金再度流入股市，支持本港股市於4月及5月間的表現。恒生指數在4月28日創出28,443點的8年來新高，並於今年首5個月錄得超過15%的升幅，但隨後於6月有整固跡象。此外，4月及5月股市平均每日成交量達到1,777億港元，較第1季的864億港元增加超過一倍。股市集資活動在第1季比較沉寂，近月再度活躍。

繼金管局於2月底及3月初宣布第7輪審慎監管措施後⁴，住宅物業市場有整固跡象，但市場氣氛於近期似乎正逐漸改善。措施推出後，平均每月整體成交量由1月及2月錄得的6,220宗降至3月及4月的4,439宗，之後受到一手市場銷售強勁支持，以及二手市場交投有回升跡象，整體成交量於5月回升至5,168宗。住宅物業價格在今年首4個月累計上升6.8%，其中3月及4月的升幅略為減慢。然而，中原城市領先指數顯示近幾個星期樓價有跡象重現上升動力。鑑於市場最新發展，置業負擔能力仍然偏緊，樓價與收入比率於2015年第1季升至15.4的歷史高位，

收入槓桿比率亦升至68.7%⁵。另一方面，繼推出最新一輪審慎監管措施後，3月及4月新造按揭貸款的平均按揭成數降至52.6%，平均供款與入息比率亦降至34.8%。

貨幣供應及本地貸款

香港的貨幣環境在2015年初大致維持寬鬆。由於股票相關需求急升，以及一定程度上受到商業活動（如分派股息及收購合併等）帶動，強方兌換保證於4月多次被觸發，涉及715億港元流入資金，導致總結餘上升。主要由於這個原因，港元貨幣基礎在2015年首4個月累計上升6.0%。同期港元廣義貨幣供應（M3）增加8.6%，其中港元存款增長9.1%。然而，由於外幣存款輕微減少，存款總額只錄得4.3%升幅。

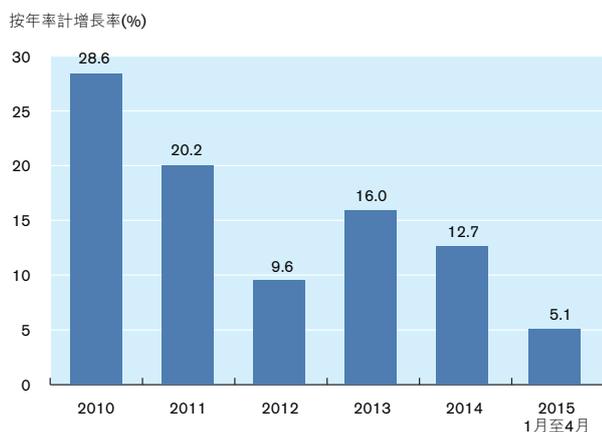
由於流動資金充裕，港元息率持續處於低水平。隔夜及3個月香港銀行同業拆息於今年首5個月分別在0.06厘及0.39厘左右徘徊，僅因新股認購及股市交投活動而偶有波動。同期港元收益率曲線趨於平坦，於5月底10年期政府債券收益率下跌35基點至1.70%。反映零售銀行平均資金成本的綜合利率由去年12月的0.39厘降至5月的0.31厘。貸款方面，銀行按揭業務競爭激烈，新批按揭貸款的平均利率維持低企在1.95厘。

⁴ 金管局於2015年3月2日向認可機構發出進一步指引，收緊涉及二按或按揭保險計劃的按揭融資的供款與入息比率上限，並就向從事按揭融資業務的放債機構提供借貸的認可機構實施更嚴格的審慎監管規定。

⁵ 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶全年家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。這兩個指標均從準置業人士的角度出發，並參考現行住宅價格計算。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

由於信貸需求回軟以及受到金管局的審慎監管措施影響，貸款增長率由2014年全年的12.7%減慢至2015年首4個月按年率計5.1%(圖2)。在香港境內使用的貸款增長緩慢，當中貿易融資明顯下跌；在香港境外使用的貸款則繼續以相對較快速度增長。家庭債務方面，按揭貸款穩步上升，然而其他個人貸款升幅明顯加快，令家庭負債佔本地生產總值比率於第1季上升至65.8%。銀行資金狀況大致穩定，4月份港元貸存比率降至78.1%，外幣貸存比率則維持平穩於大約63%的水平。

圖2
整體貸款增長



資料來源：金管局。

香港離岸人民幣業務方面，經香港銀行處理的人民幣貿易結算總額由2014年第4季的17,229億元人民幣，降至2015年第1季的16,261億元人民幣。人民幣客戶存款及存款證總額於3月底減少8.4%至10,612億元人民幣，部分反映貿易結算交易錄得支付淨流出。至於首季的人民幣融資活動方面，人民幣銀行貸款保持強勁，未償還人民幣銀行貸款急增

19.0%至2,237億元人民幣。踏入第2季，人民幣貿易結算額於4月下跌，人民幣存款及存款證總額則回升。中國證券監督管理委員會(中國證監會)與香港證券及期貨事務監察委員會(香港證監會)於5月22日公布中國內地與香港基金互認安排。預期兩地基金互認可拓闊兩地市場提供的基金產品類別，並且促進中國內地透過香港在世界各地作出跨境投資。

短期前景

預計香港經濟增長動力於短期內仍將溫和。鑑於歐元區及日本的需求依然疲軟，中國內地及其他新興市場經濟增長亦正在減慢，香港的實質貿易表現難望迅速扭轉。此外，美國雖然穩步復甦，但至今對香港出口表現改善幫助不大。跨境金融活動更頻繁應可惠及金融服務輸出，但訪港旅遊業則因中國內地經濟增長減慢及美元轉強而受到打擊。本地方面，勞工市場狀況仍然大致良好，加上財政紓緩措施的溫和提振作用，預期會為私人消費帶來一定的支持。預料年內較後時間大型公共基建工程及私營部門建造活動會重拾動力，至於企業資本開支，或許會受到業務前景樂觀程度下降及日後可能加息的影響而受到拖累。私人機構分析員已將2015年香港本地生產總值增長預測下調至平均2.4%，政府則維持其增長預測介乎1至3%。

鑑於全球通脹溫和、能源價格下降、美元轉強及本地增長動力疲軟，預計年內其餘時間通脹壓力仍然受到遏抑。因應第1季通脹率較預期低，政府已將整體及基本通脹率預測分別下調至3.2%及2.7%。