

# 本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

環球金融市場在英國公投決定退出歐盟後大幅下挫。隨之而來的政治及經濟不確定性將困擾歐洲，加上市場持續憂慮全球經濟增長放緩，全球經濟及金融市場前景灰暗。美國方面，儘管經濟基調穩固及有跡象顯示通脹壓力正逐漸增加，但市場繼續預期美國聯邦儲備局只會採取非常緩慢的加息步伐。歐元區方面，雖然經濟增長略有改善，但復甦力度仍然疲弱。英國脫歐為歐元區經濟帶來變數，而市場亦繼續憂慮歐洲央行進一步放寬貨幣政策的空間及成效。日本的情況亦相若，經濟增長有所回升，但增長動力能否持續（特別是在日圓強勢的情況下）仍存在很大的不確定性，市場亦如歐洲的情況一樣憂慮負利率政策的成效及副作用。東亞方面，增長動力普遍維持溫和，中國內地內部和外部需求疲弱的情況下，經濟增長在2016年第1季略為放緩。香港方面，受本地需求減弱及出口表現呆滯拖累，經濟表現於第1季明顯轉差。面對疲弱的經濟狀況，失業率自去年7月以來首次微升。住宅物業市場於近月出現回穩跡象。面對本地經濟放緩及跨境融資活動減少，信貸需求仍然疲弱。

## 外圍環境

環球金融市場在英國公投決定退出歐盟後大幅下挫。歐洲經濟將可能在未來一段時間內面對更大的政治及經濟不確定性。英國脫歐，加上先進經濟體復甦仍然溫和及新興市場經濟持續放緩，或會令全球經濟及金融市場前景繼續蒙上陰影。美國方面，儘管實質國內生產總值增長在2016年第1季按季以年率計急跌至0.8%，較上季1.4%為低，以及近期就業職位增長遜於預期（在4月及5月每月平均增加8萬1千份），但經濟基調似乎仍然穩固，實質消費增長至今在第2季強勁回升。由於經濟及勞工市場的閒置情況正在緩和，平均時薪按年增長率維持在近6年高位位的2.5%，而核心消費物價指數的按年增長率（扣除食品及能源）亦升至5月份的2.2%。英國

的情況亦相若，儘管增長動力放緩，實質國內生產總值增長於第1季按季降至0.4%，較上季0.6%為低，但勞工市場持續改善，失業率於截至4月為止的3個月進一步降至近11年低位的5.0%。儘管如此，政治及經濟的不確定性現勢必令英國經濟前景蒙上陰影。歐元區方面，經濟增長加快，實質區內生產總值增長繼上一季按季上升0.4%後，在第1季錄得0.6%的穩健增長；然而，復甦依然疲弱，工資增長乏力，債務依然沉重，早前因商品價格回落及歐元貶值對經濟所帶來的支持逐漸減退，而英國脫歐的負面影響仍然不確定。失業率繼續輕微下跌，但在4月份仍處於10.2%的高位。由於整體經濟閒置情況仍然嚴重，5月份核心消費物價指數的按年增

長率仍處於0.8%的低水平。同樣，日本實質國內生產總值繼上一季錄得0.4%的收縮後，在第1季按季增長0.5%，主要受到私人消費強勁回升所帶動。然而，預期年度春季工資談判結果僅可達致溫和的工資增長，加上最近日圓顯著轉強，因此近期的私人消費改善情況能否持續仍然極不明朗。「新核心」通脹率（扣除新鮮食品及能源）維持溫和，並從2015年12月的近期高位1.3%回落至4月份的0.9%。

由於美國經濟增長及通脹前景較為樂觀，而歐元區及日本的前景則依然較為呆滯，因此預期主要央行的貨幣政策路向仍繼續存在分歧。美國方面，聯儲局在6月份議息會議上維持貨幣政策不變。然而，儘管在國內需求轉強及全球與外來不利因素逐漸減退帶動下，近期通脹壓力有上升跡象，但市場仍然預期美國加息步伐會非常緩慢。事實上，聯邦基金期貨現時顯示市場預期聯邦基金利率於2016年底升至0.4%，而在2017年底升至0.5%，仍遠低於聯儲局在6月份調低的預測中位數，因此存在通脹及利率上升速度均有可能較市場預期快的風險。歐元區方面，面對增長疲弱及通脹溫和，歐洲央行在3月份的政策會議上宣布推出較市場預期龐大及全面的寬鬆貨幣方案，包括新一輪成本較低的定向長期再融資操作、擴大資產購買計劃至800億歐元（涵蓋非銀行及屬於投資級別的公司債券）及把央行存款利率進一步調低至負0.4%。在歐洲央行強調進一步調低負利率的空間有限的情況下，市場正在質疑進一步放寬貨幣政策的空間及成效。同樣，日本方面，日本央行在1月份的政策會議上推出負利率政策。此舉對刺激增長及通脹的效用仍有待觀察，但市場至今一直批評其可能造成的副作用，尤其可能影響銀行盈利，並繼而令零售存款利率下降及貸款利率上升等。這些副作用的程度亦可能對負利率政策構成下限。

公共財政方面，主要先進經濟體在財政整固方面的進展似乎停滯不前。美國方面，儘管經濟復甦持續，但國會預算辦公室預測今個財政年度（2016財政年度）的財政赤字將會升至佔國內生產總值的2.9%，較上一財政年度的2.5%為高。預測上升部分主要是來自聯邦開支，尤其社會保障、醫療保障及聯邦債務利息的支出超過收入增長。歐洲方面，儘管歐元區整體政府預算赤字於2015年持續降至佔區內生產總值的2.1%（低於2014年的2.6%），財政緊縮的意欲似乎有所減弱。根據歐洲委員會春季預測，部分成員國（如葡萄牙及西班牙）可能無法達到2016年預算赤字目標，而預計歐元區的結構性預算赤字將會惡化至2016年的1.3%及2017年的1.4%（對比2014年及2015年的1.0%）。日本方面，為撥款重建熊本縣地震受災地區而通過的7,780億日圓補充預算，以及推遲增加消費稅（由2017年4月延至2019年10月），將增加日本政府的財政赤字。

東亞方面<sup>1</sup>，受到出口下跌及區內多個經濟體的金融狀況仍然偏緊令內部需求受過的拖累，增長動力仍然溫和。商品價格持續疲弱，亦繼續對區內商品出口國帶來挑戰。中國內地方面，實質國內生產總值按年增長在2016年第1季繼續輕微下降至6.7%，其中基建開支加快在一定程度上抵消了外部及內部需求疲弱的負面影響。就地區整體而言，區內實質生產總值在2016年第1季按年增長5.6%，增幅與2015年下半年相同。物價方面，區內通脹壓力仍然溫和，部分經濟體的整體消費物價通脹率徘徊於低位甚至輕微負水平，反映全球商品價格疲軟及內部增長動力減慢的影響。在中國內地，消費物價通脹在第1季仍然保持溫和，但在食品價格上漲帶動下較上一季輕微上升，消費物價按年升幅由2015年第4季的1.5%加快至2016年第1季的2.2%。區內平均消費物價通脹率亦仍然偏軟，於第1季按年上升1.6%，相比2015年下半年為1.3%。面對經濟下行

<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。

風險增加，區內部分央行開始稍為放寬貨幣政策。例如，台灣及南韓央行分別在3月及6月調低政策利率，而印尼央行在今年上半年亦減息4次。新加坡金融管理局於4月則將匯率政策區間的升值率定為零，取代過往的平緩升值路徑。在中國內地，央行決定由5月起透過發放抵押補充貸款，每月對在基建項目融資擔當主要角色的3間政策銀行提供定向流動性支持<sup>2</sup>。另一方面，區內金融市場在近月大幅波動。繼於1月出現資金外流壓力後，區內金融市場於3月及4月回穩，主要受惠於市場預期美國將會以更緩慢的步伐收緊貨幣政策，以及美國與中國內地經濟數據大致利好。當中，區內大部分貨幣於2月中開始從1月份低位回升，MSCI亞洲指數（日本除外）亦收復早前於1月份拋售潮中的大部分失地。然而，區內金融市場於5月及6月初再現反覆。展望未來，美國貨幣政策正常化的時間及步伐不明朗，將會繼續對區內金融穩定構成風險。

## 本港經濟

香港方面，2016年第1季經濟表現轉差。經季節因素調整的實質本地生產總值按季收縮0.4%，而2015年第4季亦僅錄得0.2%增幅（表1）。本地需求對第1季實質本地生產總值造成主要拖累（圖1），當中本地資產價格回落令私人消費進一步下跌。在營商氣氛薄弱及公共基建項目撥款批准延遲下，整體投資活動亦明顯減少。對外方面，服務輸出在訪港旅遊業轉差下繼續收縮，服務輸入增長亦減慢。面對全球需求疲弱，香港貨物出口亦減少，但由於貨物進口跌幅較快，淨貨物出口對實質本地生產總值增長仍帶來正面支持。與去年同期相比，第1季實質本地生產總值增幅只有0.8%，較上季1.9%為低。

表 1

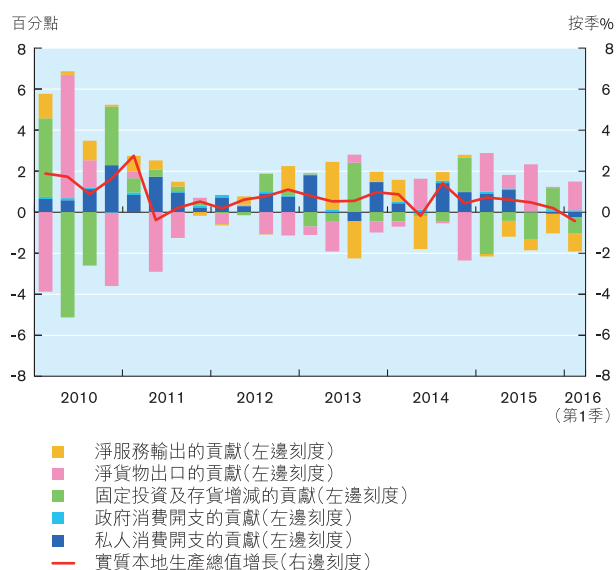
按組成項目分析的實質本地生產總值

	2014	2015	2015 第4季	2016 第1季	2015 第4季	2016 第1季
	變動(%)		按年變動(%)		經季節因素調整 按季變動(%)	
實質本地生產總值	2.7	2.4	1.9	0.8	0.2	-0.4
私人消費開支	3.3	4.7	2.7	1.1	-0.1	-0.4
政府消費開支	3.0	3.4	3.3	3.2	1.0	0.9
本地固定資本形成總額	-0.1	-2.0	-9.4	-10.1	不適用	不適用
樓宇及建造	9.3	2.9	-0.9	-0.8	不適用	不適用
機器及設備	-8.6	-5.8	-12.9	-11.9	不適用	不適用
出口：貨物出口	0.8	-1.9	-0.5	-3.6	2.3	-3.9
服務輸出	1.1	-0.2	-2.7	-4.9	-1.4	-1.8
進口：貨物進口	0.9	-2.7	-2.8	-5.4	2.0	-4.2
服務輸入	1.8	5.7	5.4	3.8	1.4	0.3

資料來源：政府統計處。

<sup>2</sup> 每月發放抵押補充貸款的額度視乎有關政策銀行上月提供的基建貸款額而定。

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。

最新數據顯示經濟動力持續疲弱。經季節因素調整按3個月計的貨物出口於4月份進一步下跌，零售銷量亦因本地需求及訪港旅遊業轉差而持續收縮。採購經理指數及最新的業務展望按季統計調查顯示，商界對短期前景的看法仍然悲觀。香港中文大學調查反映消費信心進一步減弱。金管局綜合領先經濟指標顯示經濟動力將持續呆滯至第3季。

整體勞工市場狀況隨着經濟動力放緩而轉弱。由於整體就業人數增長步伐較勞動人口為慢，經季節因素調整的失業率在兩年多以來維持於3.3%或以下水平後，於3至5月微升至3.4%。按行業分析，零售、住宿及膳食服務業和建造業的勞工需求轉弱，其他行業情況則大致穩定。

## 通脹

2016年首5個月的通脹壓力維持受控。按年計基本消費物價通脹率由2015年第4季的2.3%升至第1季的2.8%<sup>3</sup>，主要是較極端的寒冷天氣引發食品漲價所致。隨着食品價格通脹下降，基本消費物價通脹率於5月回落至2.2%。另一方面，由於全球通脹溫和，進口物價通脹率保持疲軟。在零售市道欠佳及經濟增長動力緩慢的情況下，本地成本壓力亦持續受控，住宅租金通脹率亦跟隨新訂租金水平回落而放緩。

## 資產市場

隨着全球金融市場波動加劇，以及亞洲貨幣與商品價格普遍疲弱，恒生指數於2月份跌至18,320點的3年低位，較2015年底下跌16.4%。其後由於市場氣氛回穩，加上預期美國加息步伐會較緩慢，以及對內地經濟硬着陸風險的憂慮降溫，恒生指數在2月底至5月份期間上升8.9%。受英國公投決定退出歐盟影響，股市於6月份大幅波動。另一方面，股市平均每日成交量從2015年的1,056億港元降至今年首5個月的686億港元。股市集資活動經過去年底的強勁表現後亦於近月放緩。

住宅物業市場在2016年首兩個月進一步回軟後，於近月出現回穩跡象。面對物業市場氣氛淡靜及金融市場波動，1月至2月期間的每月平均成交量降至1,926宗的歷史低位。隨着二手市場情況改善及農曆新年假期後一手市場加推新樓盤，3月至5月份期間的每月平均成交量增至3,816宗。樓價方面，中原

<sup>3</sup> 基本通脹率指在剔除所有政府一次性紓緩措施的影響後的消費物價通脹率。

城市領先指數顯示，二手市場樓價從去年9月高位下跌13.2%後，於3月中開始橫行。然而，置業負擔能力仍然偏緊，樓價與收入比率及收入槓桿比率於第1季分別處於14.7及65.5%的高水平。4月份新造按揭貸款的平均按揭成數及供款與入息比率分別維持於52.3%及33.9%的低水平。

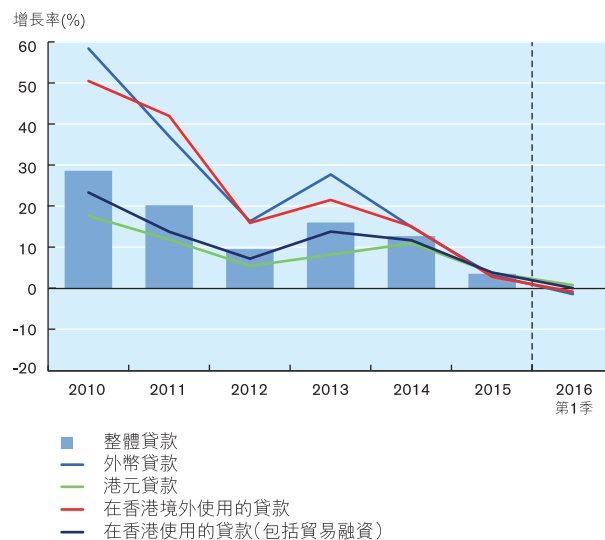
## 貨幣供應及本地貸款

儘管金融市場波動及美國加息，本港貨幣及外匯市場繼續正常運作，貨幣環境仍然寬鬆。港元貨幣基礎仍然龐大，於2016年首4個月稍升0.6%。港元廣義貨幣供應(M3)亦於2016年首4個月上升1.1%，其中港元存款錄得1.3%的增幅。與此同時，外幣存款顯著上升3.5%，主要受到強勁的美元存款增長所帶動。

港元利率繼續處於相對低的水平。3個月香港銀行同業拆息於1月面對一些上升壓力，其後在市場氣氛改善下逐漸回落，於4月底收報0.55厘的低水平。隔夜香港銀行同業拆息亦於2016年首4個月維持在0.05厘的低水平，並只在第1季末受銀行資金需求影響而略為波動。另一方面，港元收益率曲線變得平坦，其中10年期香港政府債券收益率下降34基點至4月底的1.32%。在零售層面，反映零售銀行平均資金成本的綜合利率保持穩定，在4月底報0.26厘。由於按揭業務競爭激烈，新批按揭貸款的平均息率繼續維持於2厘左右的低水平。

由於本地經濟放緩，以及跨境融資活動隨着人民幣貶值而收縮，信貸需求持續疲弱。2016年第1季整體貸款略為下降0.2%（圖2），是連續第3個季度錄得下跌。在香港使用的貸款微升0.1%，其中貿易融資受貿易表現呆滯影響持續下降，批發及零售業貸款的跌幅隨着零售市道疲弱而加快。住宅按揭貸款及個人貸款增長亦減慢，導致家庭負債佔本地生產總值比率於第1季降至66.0%。面對內地企業繼續減少外幣借貸，在香港境外使用的貸款進一步下降0.8%；受到美元貸款收縮影響，外幣貸款亦減少1.4%。反映貸款與存款的相對變動，港元及外幣貸存比率分別降至3月份的78.2%及59.4%。踏入第2季，在市場氣氛回穩下，4月份整體貸款較上月微升0.3%。

圖2  
貸款增長



香港離岸人民幣業務繼續整固，反映市場對人民幣匯率預期的轉變。人民幣資金池於2016年首4個月進一步收縮，人民幣客戶存款及存款證總額於4月底為8,303億元人民幣，較2015年底減少17.8%。與此同時，人民幣銀行貸款餘額減少5.2%至4月底的2,820億元人民幣。經香港銀行處理的人民幣貿易結算總額在第1季按年減少30.5%至11,306億元人民幣。香港人民幣即時支付結算系統平均每日交易額亦從2015年12月的9,627億元人民幣降至4月份的7,765億元人民幣。

## 短期前景

預計香港經濟動力在短期內仍然呆滯。在本港資產價格調整及勞工市場面對潛在不利因素下，私人消費可能持續疲弱。私營部門樓宇及建造活動在興建中的住宅數目增加下或會保持穩定，但不明朗的經濟形勢卻可能會繼續遏抑私人資本開支。對外方面，由於全球經濟及貿易增長欠佳，以及訪港旅遊業低迷，貨物出口及服務輸出可能維持偏軟。就2016年全年而言，政府預測實質本地生產總值增長將介乎1至2%之間，私人機構分析員預測的平均增幅則為1.3%。

香港經濟前景面對的風險仍然偏向下行。與美國加息、英國脫離歐盟及全球經濟前景相關的任何不利發展均可能引發金融市場再度波動及資金流向逆轉，並通過貿易及金融渠道對本港實體經濟帶來負面溢出效應；加上對市場氣氛的打擊，這可能引發本港物業市場更大幅度的調整，並進一步影響本港經濟。儘管如此，過去幾年實施的逆周期宏觀審慎監管措施及其他相關政策，已大幅提高本港銀行體系抵禦衝擊的能力。