

本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

先進經濟體系持續復甦，但前景仍存在多項不明朗因素。美國首季的經濟增長放緩，而失業率高企、住屋市場疲弱及公共債務龐大繼續為增長構成不明朗因素。歐元區方面，德法兩國出口及存貨投資表現強勁，繼續帶動區內經濟增長，但周邊國家的經濟仍處於困境。日本方面，地震及核危機令經濟活動大受影響。相反，在亞洲其他經濟體系，尤其是中國內地，經濟繼續強勁增長，但通脹壓力升溫。香港經濟在第1季亦快速增長，失業率處於低水平而通脹則上升。

外圍環境

美國的按季年率計實質國內生產總值在2011年第1季增長1.8%，較2010年第4季所錄得的3.1%明顯減慢。經濟增長放慢，主要是受到如惡劣天氣及能源價格高企等多項暫時性因素影響。當中實質消費支出的增長因為食品及能源價格上漲導致整體通脹上升而被削弱，而商業投資增長則局部受到惡劣天氣影響而停頓下來。與此同時，住屋市場仍然呆滯，銷情欠佳。根據美國20個主要城市住屋價格的S&P/Case-Shiller指數，3月份住屋價格連續第9個月下跌。儘管私營環節就業人數近期增長強勁，但5月份失業率仍然高企於9.1%。公共財政方面，美國兩黨不久前就削減380億美元財赤的方案達成協議，聯邦政府得以避免停止運作。聯邦公開市場委員會在4月份的會議上決定維持聯邦基金目標利率不變。聯儲局宣布6,000億美元的大規模購買資產計劃將如期於6月結束，並會維持與到期國庫券及按揭證券有關的再投資策略。

歐元區的經濟增長步伐在第1季加快，實質經濟活動按季上升0.8%，上一季的升幅則為0.3%。德法兩國的出口及存貨投資表現強勁，是帶動增長加快的主

要原因，而近月歐元區的零售銷售增長放緩，則反映個人消費疲弱。歐元區經濟體系仍存在巨大落差，周邊國家在持續實施緊縮政策下經濟仍然處於困境，信心處於極低水平。繼希臘及愛爾蘭後，葡萄牙成為第3個要求財政援助的歐元區國家，而希臘又因未能達到其援助方案的減赤目標而醞釀進行「溫和重組債務」（涉及債權人延長貸款期限）的說法，加深市場對主權債務問題的憂慮。物價方面，4月份的整體通脹率升至2.8%，核心通脹率則升至1.6%。面對通脹上升，歐洲中央銀行在4月份的會議上調高主要再融資利率25基點至1.25厘。

英國實質國內生產總值在上一季出乎意料地按季收縮0.5%後，於第1季恢復增長，錄得0.5%的增幅。消費信心偏低令零售銷售增長疲弱，而工業生產與製造業則持續呆滯。失業率維持在高水平，而整體消費物價通脹率則連續第17個月遠高於英倫銀行所定2%的目標水平。

日本3月份的大地震及隨後的核輻射危機嚴重影響日本經濟。3月份的主要經濟指標顯示實質經濟活動，包括工業生產、出口及零售銷售在這場大災難後均大幅下跌，令2011年首3個月的按季年率計實質國內

生產總值增長率下跌3.5%。鑑於與災難相關的開支引致財政前景惡化，信貸評級機構標準普爾及惠譽近日把日本的主權債務評級展望由「穩定」調低至「負面」。與此同時，日本銀行在最近的政策會議上決定維持寬鬆的貨幣政策立場，並表示地震後經濟面對「極大的下調壓力」。

中國內地的實質國內生產總值增長由上一季的按年9.8%微降至第1季的9.7%。實質固定資產投資增長按年反彈，零售銷售的實質增長則明顯下跌，反映通脹上升的影響。第1季的出口增長按年上升26.5%，進口總值則以更快速度擴張，部分反映了大宗商品價格急升。內地第1季錄得11.4億美元的貿易赤字，這是自2004年第2季以來首次錄得季度赤字。由於出口增長超過進口，4月份貿易餘額回復順差，為114億美元。

4月份廣義貨幣供應M2按年增長下跌至15.3%。金融機構貸款增長儘管呈現下跌趨勢，但仍明顯高於金融危機前1998至2008年間的10年平均水平，與此同時，銀行貸款以外的其他渠道的融資也整體表現穩健。通脹壓力加劇，食品價格及居住成本仍然是引致通脹升溫的主要因素。中國人民銀行(人行)繼2010年第4季兩度調高利率後，分別在今年2月及4月再調高1年期基準存貸款利率，幅度均為25基點。人行今年亦已5度調高存款準備金率，每次50基點，使存款準備金率總體上升至20.5%的創紀錄高位。物業價格漲勢近期有放緩跡象，而成交量也在今年早期加強相關緊縮措施之後出現下降。自今年初以來，人民幣兌美元累計上升約2.1%，5月底不交收遠期匯率反映市場預期人民幣在12個月內將升值約1.9%。

東亞地區的經濟體系在第1季按季年率計平均增長9.0%，其中新加坡及台灣均錄得兩位數的增幅。¹出口繼續帶動區內的經濟增長，季內私人消費則保

持穩健。然而，日本3月發生的災難導致日本的需求轉弱，並影響供應鏈，使區內的短期增長前景面對下行風險。物價方面，由於食品及燃料價格急升，整體消費物價指數在4月份按年平均上升4.0%，而3個月前為3.8%。鑑於通脹風險上升，近月區內中央銀行繼續貨幣政策正常化進程。例如新加坡金融管理局在4月份的半年度會議上調高新加坡元的名義有效匯率政策波動範圍中心點；馬來西亞、菲律賓、南韓、台灣及泰國的中央銀行亦分別在過去3個月調高政策利率。

本地經濟活動

香港經濟在2011年第1季快速增長，按季計實質本地生產總值增長由上一季的1.5%增加至2.8%。強勁的增長是受到穩健的消費增長及外部需求顯著上升所帶動，而整體投資支出則成為拖慢經濟增長的因素。

由於家庭收入上升、勞工市場狀況理想及資產價格上升帶來的財富效應，私人消費支出在第1季繼續錄得穩健的按季增長。政府消費亦扭轉上一季的跌勢。隨着大型基建項目持續進行，公共投資繼續上升，同時由於預期本地需求強勁，庫存回補增加。然而，整體投資支出因為私人投資減少而下跌。

外部需求在去年第4季轉弱後，在今年第1季轉強。區內貿易表現蓬勃及先進經濟體系持續復甦，帶動商品出口按季急升。服務輸出亦快速增長，而其中貿易有關服務跟隨商品出口擴張。穩健的消費增長及庫存增加促使留用進口大幅上升，帶動商品進口快速增加。但由於外訪旅客減少，服務輸入微跌。整體淨出口在上一季拖慢經濟增長，但在第1季變為顯著的推動因素。名義貿易餘額在第1季錄得278億港元(相當於本地生產總值的6.2%)的順差，略少於上一季的332億港元(相當於本地生產總值的7%)。

¹ 包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國，並按以購買力平價計值的國內生產總值加權。

受惠於經濟增長，勞工市場狀況保持良好。3個月移動平均失業率在3月份下跌至30個月低位的3.4%後，在4月份微升至3.5%，而就業不足率亦由上一個月的1.8%升至1.9%。在本地需求強勁及企業招聘意欲積極的情況下，勞工市場前景大致保持樂觀。

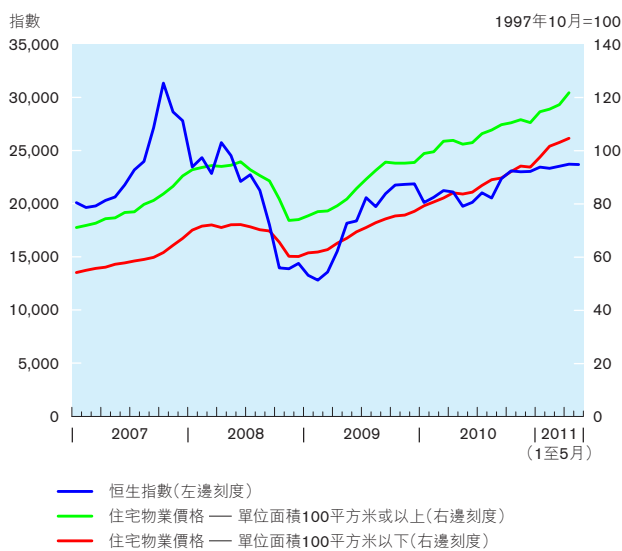
通脹

通脹壓力進一步加劇，按年計基本通脹率在4月達到4.4%。按3個月以年率計通脹率亦由3月的7.3%上升至4月的8.1%。過去幾個月大部分綜合消費物價指數組成項目的價格均有所上升，其中住屋租金及食品項目對通脹上升的貢獻非常顯著。在租金成本上升的持續影響及全球食品及大宗商品價格居高不下的情況下，通脹壓力在未來幾個月料將加劇。

資產市場

香港股票市場在2011年首5個月表現波動。年初企業盈利前景樂觀及有跡象顯示全球經濟復甦動力增強，帶動股票價格上升，但日本發生地震及核危機，促使全球及香港股市下挫。到4月初由於內地企業盈利理想，股價再度攀升，但其後由於歐洲債務危機再度引起市場憂慮，以及先進經濟體系的復甦速度可能會減慢，股價反覆向下。然而股價在5月底又告短暫反彈。恒生指數在5月底收市報23,684點，較2010年底上升2.8%(圖1)。由於企業盈利較股價增長迅速，同期市盈率由17.1跌至12.7。交投大致保持活躍。首5個月的股市平均每日成交量較1年前上升12.3%至743億港元，但低於2010年下半年。另一方面，集資活動在去年底表現暢旺後，到今年初則冷卻下來。

圖 1
資產價格



資料來源：差餉物業估價署及恒生指數有限公司。

過去幾個月物業市道大致保持暢旺。整體住宅物業價格在首4個月上升11.5%，中小型單位價格的上升速度稍高於大型單位。在去年後期當局公布新一輪宏觀審慎監管措施及額外印花稅之後，物業交投放緩。近期確認人交易及短期轉售交易大減，反映投機活動減退。未償還按揭貸款的增幅亦稍為放緩。近期住宅物業價格似乎出現整固，隨着按揭條款收緊及利率上升，交投亦進一步下降。由於物業價格升幅繼續超過收入的升幅，置業負擔能力進一步惡化。租務市場方面，整體租金在首4個月上升3.8%。住宅物業市場租金收益率在歷史低位徘徊(例如，處於40至69.9平方米之間的物業4月份租金收益年率為3.3%)。隨着主要銀行自3月以來紛紛調高以香港銀行同業拆息為基準的按揭貸款利率差價多達1個百分點，新造按揭貸款的供款負擔有所增加。由於各個經濟環節的貸款需求強勁，銀行貸款利息的上升壓力應會持續。工商物業市場方面，價格急升、交投暢旺及投機活動十分活躍，顯示市場過熱的風險仍然存在。

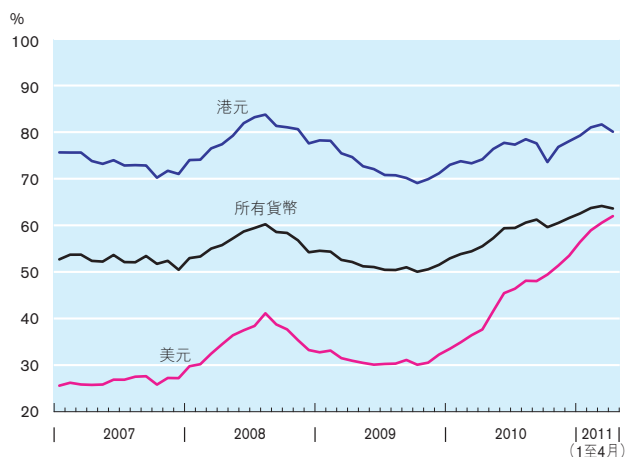
本地貸款及貨幣供應

在經濟穩健增長、物業市道蓬勃及內地有關貸款需求的刺激下，貸款於2011年第1季繼續強勁增長。貸款及墊款總額繼2010年增長28.6%後，在2011年3月底再以年率計上升29.6%。部分由於內地有關貸款增加，而這類貸款多以美元為主，外幣貸款升勢較港元貸款快。在香港境外使用的貸款同比上升42.7%，在香港使用的貸款則同比上升27.9%。按經濟用途分析，物業相關貸款、貿易融資及提供予批發及零售業的貸款繼續是在香港使用的貸款的主要增長來源。按揭貸款方面，調查結果顯示新批貸款及新取用貸款在3月均顯著反彈。與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭貸款計劃繼續受到借款人歡迎，第1季以香港銀行同業拆息作為定價參考的新批按揭貸款所佔比率變化不大，維持於約92%。4月份貸款總額進一步上升，但增長率有放緩跡象。

3月底存款總額上升至70,735億港元，較1年前升11.0%，其中外幣存款的升幅超過港元存款。在各類港元存款中，定期存款所佔比例略為上升，而期限為1個月以上的定期存款所佔比率亦有所增加。這部分反映有效定期存款利率（尤其期限較長的大額存款利率）稍升所造成的影響。主要受到自人民幣貿易結算收到的款額帶動，人民幣存款在3月底升至4,514億元人民幣，佔存款總額的7.6%。用作跨境貿易結算的人民幣匯款總額在2011年第1季進一步增加至3,108億元人民幣，上一季則為2,632億元人民幣。貨幣總額在3月底亦上升，港元廣義貨幣總額(M3)較1年前增長7.1%，外幣廣義貨幣總額則增長17.1%。與貸款增長格局一致，貨幣供應與存款4月份繼續上行，而人民幣存款則上升至5,107億元人民幣。

由於貸款增長較存款快，港元及美元貸存比率同告上升(圖2)。貸存比率上升令銀行的資金成本壓力增加，推高有效貸存利率。有報導指1家主要零售銀行於2月基本上暫停向新客戶提供與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭貸款計劃。在隨後的幾個月裏，亦有報導指主要零售銀行相繼調高與香港銀行同業拆息掛鈎的按揭貸款利率。儘管全球流動資金仍然充裕，但鑑於貸款需求強勁，本港利率的上調速度可能會較預期快。由於信貸增長急速，金管局在4月11日發出通告，要求銀行再評估及提交年內餘下時間的業務計劃及資金策略。

圖 2
貸存比率



資料來源：金管局。

短期前景

展望2011年下半年，本港經濟有望持續向好。收入及就業前景樂觀，將繼續支持私人消費增長。政府消費亦有望按政府預算案的計劃穩步增長。公共樓宇及建造投資將會繼續支持整體固定投資，私人資本投資則可能會受惠於樂觀的營商氣氛而上升。外圍方面，新興亞洲經濟體系表現蓬勃，將會支持香港的對外貿易。但出口增長有可能放緩，因為區域性供應鏈被日本地震及核危機破壞，而全球庫存重建周期亦將結束。

經濟前景仍存在多項風險及不明朗因素。外圍方面，日本的地震及核危機、中東及北非地區緊張的地緣政治局勢，以及美國政府將削減支出等因素的影響，均意味着全球經濟復甦面臨下行風險。儘管在解決受到債務困擾的歐洲國家所面對的問題上取得進展，歐洲主權債務危機繼續挑戰全球金融市場穩定。歐洲為應付通脹壓力升溫而逐步恢復貨幣政策正常化，以及美國的量化寬鬆政策於6月底結束，將會為港元資金流向帶來不明朗因素。

本地方面，物業市場過熱的風險仍然令人憂慮。一方面，住宅物業價格居高不下，而非住宅物業市道暢旺，投機活動持續熾熱。另一方面，新訂租約的租金持續上升，加上食品價格及本地成本上漲，通脹壓力將會繼續加劇。信貸需求在第1季保持強勁。有見及此，金管局會繼續密切留意本地銀行的業務發展、加強現場審查，以及與銀行保持緊密聯繫，以防範信貸過度增長的風險。