

# 本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

雖然歐洲主權債務危機在今年年初略為回穩，但由於市場擔心希臘可能脫離歐元區及西班牙金融狀況轉差，令債務危機爆發的憂慮重現。美國方面，近期有跡象顯示早前經濟復甦的動力可能正逐漸減退。中國內地增長亦減慢，東亞其他地區的經濟表現則較參差。香港於首季錄得溫和增長，通脹逐漸紓緩。不明朗外圍環境將繼續對經濟增長構成下行風險，但由於全球貨幣環境非常寬鬆，本港物業市場過熱的威脅依然存在。

## 外圍環境

在今年年初，由於歐洲主權債務危機全面爆發的風險有所緩和，加上有跡象顯示美國經濟復甦步伐加快，刺激全球金融市場。但由於最近歐洲主權債務問題再度備受市場關注，而美國就業增長速度亦停滯不前，市場積極情緒因此逐漸減退。歐洲當局推行了多項措施，尤其透過3年期再融資操作注入1萬億歐元流動性及同意建立公共財政聯盟等，初步看似穩住全球金融市場，但不久市場再度憂慮多個受債務危機困擾的國家可能會陷入衰退加劇、更多財政緊縮措施，以及銀行體系虧損增加的惡性循環之中。社會上反對財政緊縮措施的情緒已遍及整個歐洲，這從近期希臘、法國及德國的選舉結果中已清楚反映出來。事實上，希臘現時陷入選舉過後的困局之中，大大增加該國出現債務違約及脫離歐元區的風險。另一方面，西班牙金融體系脆弱不穩的情況亦日趨明顯。儘管西班牙政府已將全國其中一間最大的銀行國有化及收緊銀行準備金撥備規定，但仍無法恢復公眾對其銀行體系的信心。因此，西班牙政府於6月的歐盟財長會議向歐盟尋求財政援助，用以注資西班牙的銀行體系。以上對債務危機的疑

慮導致歐元兌美元匯價於5月尾下挫至3個月來的最低水平，而歐洲周邊國家國債息差亦急速回升。

美國方面，第1季實質國內生產總值繼續溫和增長，按季年率計增幅為1.9%，較對上一季的3%增長為慢。增長動力於接近第1季末時似乎已逐漸減弱。房屋市場活動有回穩跡象，而就業增長速度卻在3月至5月間連續3個月份大幅減少。歐元區方面，經濟持續疲弱，區內實質生產總值在對上一季收縮0.3%後，在第1季錄得零增長。3月份工業生產總值按月減少0.3%，而失業率亦上升至11%的歷史高位，當中西班牙及希臘青年失業率極高，分別達51.5%及52.7%（2月數據）。英國經濟再度陷入衰退，繼上一季經濟按季收縮0.3%後，在第1季再跌0.3%。經濟疲弱主要是受到建造業產值急跌拖累。日本方面，內需穩健，在消費支出強勁及地震過後重建活動的支持下，第1季實質國內生產總值按季上升1.2%，扭轉2011年第4季的零增長。

在美國經濟增長動力轉弱及歐洲不少國家再次陷入經濟衰退及失業率居高不下的情況下，主要先進國家繼續維持寬鬆貨幣政策。然而，由於多個先進國

家核心通脹率已大致接近或已高於目標水平，各主要央行亦暫緩施行進一步寬鬆貨幣政策。雖然美國「扭曲操作」即將於6月底屆滿，但聯邦公開市場委員會仍未明確表示會否延長操作期限或推行其他寬鬆措施。歐洲央行亦表示無計劃推出第三輪長期再融資操作。英倫銀行貨幣政策委員會於6月會議上通過維持資產購買計劃規模於3,250億英鎊。日本方面，由於通縮壓力稍降及按年消費物價通脹率回升至接近百分之零的水平，日本央行於4月決定將資產購買計劃規模再擴大5萬億日圓，至70萬億日圓。

公共財政方面，美國無法達成政治共識繼續拖延財政整固的步伐。雖然這亦支持經濟持續溫和復甦，但大規模的財政緊縮措施將可能需要在短期內實行，由2013年1月起實施的削減措施規模最高可達國內生產總值的5%。因此，今年年底的總統及國會選舉結果將對美國財政整固及經濟增長今後的去向起著非常關鍵性的作用。相比之下，歐洲已普遍實施大規模緊縮措施及結構性改革，當中不少國家正陷入衰退或僅取得輕微增長。經濟環境將可能變得越來越困難，進一步的政治反彈更可能導致多國政府更替，不單影響有關當局如何貫徹落實議定的公共財政聯盟，甚至對加強彼此間危機處理的協調及邁向長期公共財政融合等都構成重大挑戰。

東亞地區<sup>1</sup>經濟增長大致保持溫和，但不同經濟體系之間表現差異有所上升。有些經濟體因內需減少而增長放緩，另有一些則因年初時美國經濟回升及歐洲債務危機尾部風險下降而未受衝擊。中國內地方面，實質國內生產總值由2011年第4季的按年增長8.9%，進一步降至2012年首季的8.1%，按季增長亦微跌。相比之下，新加坡及泰國在首季的按季實質國內生產總值增長從上季的偏低水平明顯回升。就整個地區而言，實質區內生產總值在首季按季年率計平均上升8.4%，較上季的4.7%加快，主要反映泰

國水災後經濟回升。通脹壓力進一步緩和，區內整體消費物價指數在4月平均按年上升3.1%，而1月的升幅為3.6%。中國內地整體消費物價指數通脹率按年計由1月的4.5%回落至5月的3.0%，主要是由於食品價格通脹下降。區內央行自3月以來基本維持偏鬆的貨幣政策，但政策立場依然審慎，反映尤其在油價高企下通脹風險仍受關注。菲律賓央行於3月將政策利率再調低25基點，中國人民銀行（人行）亦於5月下調存款準備金率50基點，是今年以來第二次，並於6月將基準利率調低25基點。另一方面，新加坡金融管理局於4月收緊貨幣政策，提高新加坡元名義有效匯率政策波動區間的斜率。鑑於歐洲債務危機不明朗因素再現，區內多個股市基準指數自3月以來顯著下挫，扭轉年初首兩個月錄得的大部分升幅。區內貨幣兌美元亦普遍回軟。人民幣兌美元匯率自3月以來有升有跌，但期內累計略為貶值。與此同時，人行於4月將人民幣兌美元匯價每日交易區間，由中間價上下0.5%擴大至1.0%，以增加人民幣匯價的靈活性。展望未來，主要由於歐洲主權債務危機尚未解決，加上全球經濟前景欠佳及油價高企，區內增長仍面臨下行風險。

## 本地經濟

香港經濟在第1季再度錄得溫和增長，經季節因素調整的實質本地生產總值連續第2個季度按季上升0.4%。淨出口對經濟增長的支持被疲軟的內部需求稍為抵銷。與按季增長疲弱的情況一致，按年經濟增長由上一季的3.0%減慢至第1季的0.4%。

有跡象顯示內部需求逐漸失去動力，公營部門支出則維持穩健。私人消費在去年因家庭收入上升及勞工市場狀況理想而顯著上升後，在第1季輕微收縮。私人投資及庫存量方面的變動，亦對經濟造成一定拖累。政府消費穩步增加，為按季經濟增長帶來支持。大型基建項目的開展，亦繼續帶動公營部門的

<sup>1</sup> 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。

建造開支，進而可能刺激未來幾個季度的公營部門機器及設備購置開支。

貨物出口在去年第2季急跌後已逐步回升，但仍面對很多不利因素的影響。先進國家經濟放緩令亞洲主要國家於季內生產下降及貿易放緩，以致香港輸往各主要亞洲市場的原材料及半製成品出口顯著減少。另一方面，受到訪港旅遊業暢旺刺激，服務輸出仍然穩步增長。由於貿易條件略為轉差（即出口價格與入口價格的比率下降），整體名義貿易順差由去年同期的246億港元（相當於本地生產總值的5.4%），減少至第1季的13億港元（相當於本地生產總值的0.3%）。

部分由於訪港旅遊業興旺，惠及零售與個人服務等勞工密集型行業，因此勞工市場依然緊絀。第1季總就業人數上升至365萬的歷史高位。經季節性調整（3個月移動平均）的失業率維持於偏低水平，於第1季及4月份分別為3.4%及3.3%，與2011年下半年水平相近。然而，外圍環境充滿挑戰，加上本地經濟增長乏力，可能降低企業招聘意欲以及對失業率構成上升壓力。

## 通脹

通脹壓力漸轉緩和，按年基本通脹率由上一季的6.4%降至第1季的5.9%。消費物價指數主要組成項目的升幅都有減慢，而租金項目依然是帶動通脹的主要因素。短期而言，由於基數較大的效應、增長動力減弱及去年租金上升的影響逐漸減退，通脹可能進一步回落，但近期租金上升趨勢若然持續，則可能拖慢通脹緩和的步伐。

## 資產市場

香港股市經過1月及2月回升後，於3月及4月失去動力，主要反映歐洲債務危機反覆不利全球經濟前景。

恒生指數在2月底創出21,680點的近期高位，但於3月及4月回穩（圖1）。接近5月時，由於預期中國內地增長減速，加上歐洲多個選舉結果令市場情緒變得負面，因此股市受到重大的下調壓力。恒生指數跟隨區內股市下挫，於5月底收市時報18,630點。香港股市平均每日成交額由2011年下半年的660億港元，減少至1月至5月期間的584億港元；每月平均集資額亦由去年下半年的310億港元降至1月至5月期間的227億港元。

圖 1  
資產價格



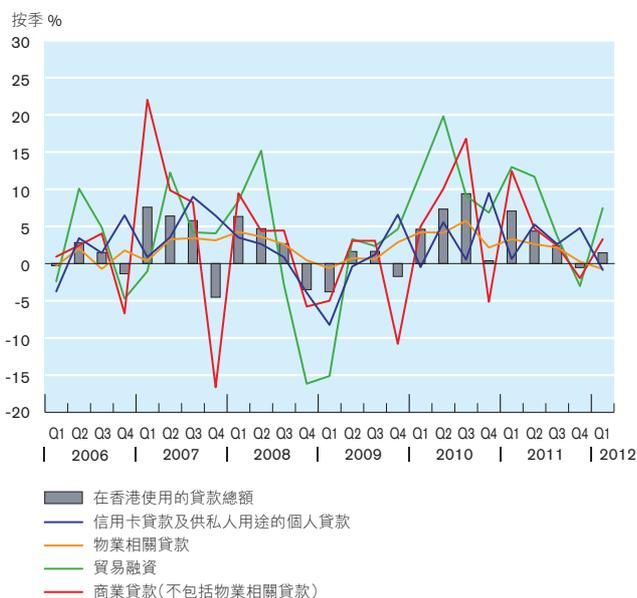
資料來源：差餉物業估價署及恒生指數有限公司。

農曆新年假期後本港住宅物業市場恢復暢旺，物業價格於1月至4月期間上升9.0%。中原城市領先指數亦顯示5月及6月初價格升勢持續。從不同市場環節來看，中小型單位價格升幅高於大型單位（實用面積100平方米以上）。3月的物業成交量升至16個月以來的高位，共有11,358宗，其後於4月及5月稍降，但成交量依然相當可觀。另一方面，確認人交易及短期轉售交易（持有不足12個月即出售）與過往水平相比仍屬少量。近期住宅租金亦有上升，但仍不及物業價格升幅，因此租金收益率仍處於低水平。參考供款與收入比率及價格與收入比率，置業負擔能力在近幾個月因物業價格上升而進一步下降。

## 貨幣供應及本地貸款

隨着本港經濟活動減慢，在香港使用的貸款於2011年第4季減少0.5%後，在第1季只上升1.5%（圖2）。其中貿易融資及非物業相關行業貸款回升，但在物業市場於2011年未出現整固下卻被物業相關貸款略為抵銷。由於私人消費減弱，信用卡貸款及供私人用途的個人貸款微跌。然而，在香港境外使用的貸款需求持續穩健，在第1季上升4.5%。按貨幣分析，港元貸款減少0.2%，外幣貸款升幅則加快至6.3%。整體貸款在第1季上升2.3%，較上一季1.0%加快。踏入第2季的總體情況大致不變，4月整體貸款較1月上升2.4%。從調查數據可見，物業交投轉旺，帶動近幾個月新批出按揭貸款急增，物業相關貸款可能再度上升。

圖 2  
貸款增長



資料來源：金管局。

存款總額增長由2011年第4季的3.7%放緩至第1季的1.0%，是由於港元存款增長減慢及外幣存款稍降所致，後者主要反映香港人民幣存款減少，由2011年底的5,885億元人民幣降至3月底的5,543億元人民幣。但與此同時，人民幣存款證則由730億元人民幣

增加至1,180億元人民幣。季內跨境貿易結算的人民幣匯款總額減少117億元人民幣，至2,273億元人民幣。貨幣總額只錄得溫和增長，港元廣義貨幣供應受到港元貸款呆滯影響而上升2.7%。狹義貨幣供應在第1季僅升1.1%，部分反映首次發售新股活動減少。4月存款總額及貨幣總額持續溫和上升，人民幣存款則略為減少至5,524億元人民幣。

年初以來銀行港元資金壓力略告舒緩，貸存比率由2011年底的84.5%降至4月底的82.4%。與此同時，反映銀行平均港元資金成本的綜合利率於4月為0.39厘，較2011年底下降14基點。貸款方面，有跡象顯示銀行已調低零售層面的有效貸款利率。例如，以最優惠利率為基準的貸款息率估計自年初以來平均回落32基點，至現時約2.34厘；以香港銀行同業拆息為基準的按揭息率亦微跌。另一方面，由於外幣貸款持續強勁，外幣貸存比率於4月底進一步上升至53.1%，是10年來最高水平。

## 短期前景

全球前景仍然極不明朗，短期內香港經濟繼續面對雙重風險。首先，歐洲主權債務危機再度升溫，加上內地增長減慢，可能令金融市場狀況及資金流大幅波動，並為短期增長前景蒙上陰霾。出口增幅可能繼續受到全球增長減慢影響。私人消費已見緩和，尤其是如果勞工市場從現時週期強勢中逆轉，放緩趨勢將愈加明顯。現時政府預測2012年實質經濟增長為1至3%。私人機構分析員平均預測增長率為2.7%，但個別預測相當懸殊，反映前景存在多項不明朗因素。

其次，儘管存在經濟下行風險，但面對極度寬鬆的全球貨幣環境，本港物業市場過熱的風險仍在。由於先進經濟體系增長乏力，有關當局仍有可能進一步推行量化寬鬆政策，物業市場過熱的風險亦有可能因此而加劇。