

3. 本港經濟

受貨物貿易拖累，加上本地需求放緩，香港經濟於上半年僅溫和增長。至於2013年餘下時間，預期環比增長動力仍屬緩和，雖然外部需求回穩，但私人消費可能因資產市場不明朗而轉弱。通脹壓力自5月以來已略為紓緩，並可能在今年餘下時間保持穩定。

勞工市場狀況良好，失業率維持在較低水平。輕微負數的產出缺口似乎對勞工需求並無影響。

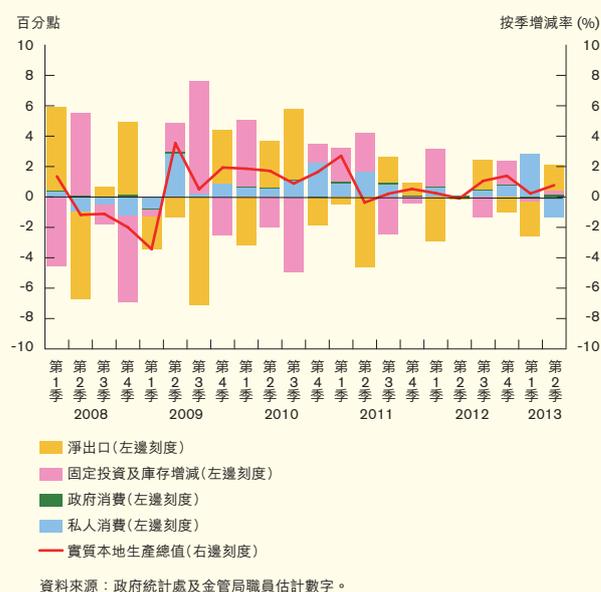
3.1 整體需求

2013年上半年，香港經濟增長步伐仍相對緩慢。經季節因素調整後，實質本地生產總值於第1季及第2季分別按季增長0.2%及0.8%（圖3.1）。雖然本地需求仍是上半年促進增長的主要動力，但部份由於宏觀經濟的不明朗因素增加以及金融市場狀況更加波動，第2季已出現私人消費轉弱的跡象（圖3.2）。由於先進經濟體系需求疲弱，且區內貿易轉弱，貨物出口持續拖累經濟增長，而服務輸出（尤其是訪港旅遊）仍為增長帶來一定支持。綜合來看，上半年淨出口仍拖累實質本地生產總值增長。環比增長動力稍弱，第1季實質本地生產總值的按年增長率亦停留於2.9%，第2季雖微升至3.3%，但這兩季的增長率仍低於過去10年4.6%的年均增長率。

圖 3.1
實質本地生產總值增長



圖 3.2
對實質本地生產總值按季變動百分比的貢獻



預期直至年底，香港的經濟增長率仍將低於長期趨勢水平。由於美國經濟穩步復甦，歐元區在第2季亦恢復緩慢增長，展望未來，外部需求可能會有所改善。然而，儘管消費信心仍然正面，且就業情況良好會繼續為私人消費的增長帶來支持，但實質收入增長放緩，加上資產市場表現轉差削弱財富效應，可能會導致本地私人消費增長放緩。大規模的基建工程及私營機構建造活動將維持溫和增長，但鑑於對利率及流動資金狀況的憂慮及審慎的營商氣氛，預期私營機構資本投資動力仍將疲弱。

經濟預測方面，私營機構分析員認為香港實質本地生產總值的向上動力減小，並紛紛調低2013年的增長預測，平均預測增長率降至2.9%，而較早前的預測曾經高達3.5%（圖3.3）。另外，政府於8月份將經濟增長預測收窄至2.5-3.5%，接近私營機構分析員預測的範圍。金管局職員編製的綜合領先經濟指標走勢放緩（以6個月變動率計），亦表明未來一段時期經濟趨向溫和增長（表3.A）。

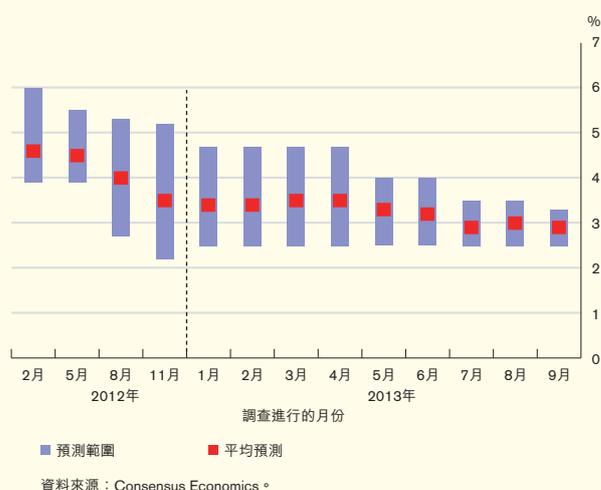
表 3.A
同步經濟指標及領先經濟指標的近期走勢

	1個月變動百分比		6個月變動百分比	
	同步經濟指標	領先經濟指標	同步經濟指標	領先經濟指標
2013年				
1月	1.6	0.9	8.1	3.9
2月	0.2	0.3	7.1	4.0
3月	1.3	0.3	7.4	3.9
4月	1.7	0.4	8.2	3.4
5月	-1.1	0.2	5.0	2.9
6月	0.3	0.0	4.1	2.1
7月		0.5		1.7

註：領先經濟指標的6個月變動率常用於檢測經濟週期轉折點。

資料來源：金管局職員估計數字。

圖 3.3
2013年實質本地生產總值增長的共識預測



本港的增長前景受諸多不明朗因素及風險所影響。不利因素方面，美國貨幣政策仍存在重大不明朗因素，內地經濟仍面臨潛在的宏觀經濟及金融風險，所有這些因素都可能導致金融市場波動加劇，資金流及流動性狀況惡化，並為香港的經濟增長前景蒙上陰影。本地方面，物業市場風險持續，若出現加息等外部衝擊，可能會引發廣泛的宏觀經濟及資產價格調整。專題2從1994年美國債市暴跌的經驗進一步討論美國加息對香港經濟的潛在影響。有利因素方面，先進經濟體系及內地的經濟表現優於預期，或會提振全球增長及國際貿易，從而令香港的外部需求增加，並有可能因消費情緒改善而促進消費支出。

專題 2

1994/95 年利率上升週期的經驗及其對香港的影響

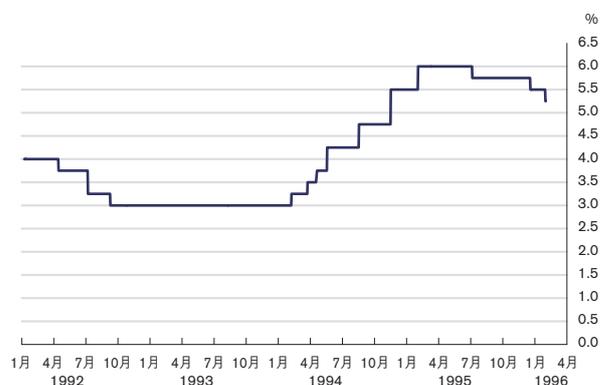
自 2008 年底以來，美國聯儲局將聯邦基金目標利率調低至 0-0.25%，並實施一系列量化寬鬆措施，令美國利率一直處於極低水平。近五年後，有跡象顯示美國經濟現正逐步復甦，因此市場上出現眾多有關聯儲局將會如何結束寬鬆貨幣政策的傳聞以及不同看法。總體而言，仍有很多政策不明朗因素，可能會輕易地擾亂金融市場，並對宏觀經濟造成重大影響。

在聯儲局的歷史上，也曾經發生政策緊縮的事件，或可提供指引，以便我們預測寬鬆貨幣政策結束後的情況。在本專題中，我們將回顧聯儲局於 1994-95 年貨幣政策正常化的過程，及其對香港經濟及金融環節的影響。

1994/95 年利率上升週期

1994 年 2 月，聯儲局開始收緊貨幣政策，而此前聯儲局已連續多於五個季度將政策利率維持於數十年來的低位 3%（圖 B2.1）。在其後的 12 個月中，聯儲局將政策利率合共調高 300 個基點至 6%。此次利率上升週期主要由於當時聯儲局擔憂通脹再次飆升，尤其是當時經濟在經歷 1990 年代初的衰退後已復甦近 2 年，且增長勢頭加速，以致負產出缺口縮小，其間聯儲局一直維持寬鬆貨幣政策，比根據泰勒規則 (Taylor rule) 所推算的更寬鬆，以刺激增長以及支持受儲貸危機重創的銀行業。儘管 1994 年初時通脹壓力仍不顯著，但聯儲局決定調高政策利率以防止通脹上升，以及將之前過度寬鬆的貨幣政策正常化。

圖 B2.1
1992-96 年美國聯邦基金目標利率



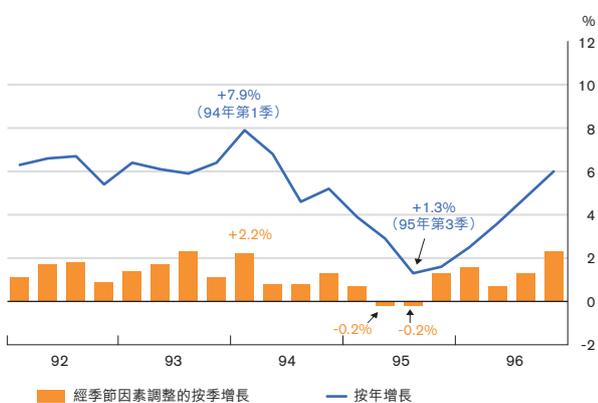
資料來源：美國聯邦儲備局。

利率快速上調卻打擊了美國金融市場，隨後國庫券市場出現拋售。其實在 1994 年 2 月初開始加息前，利率低且穩定，收益率曲線陡峭，助長了市場形成單向趨勢的看法。金融機構多以短期借款籌資，用作在債券市場建立大量長期固定收益證券的槓桿式持倉（即套利交易），而剛萌芽的衍生工具市場更為這個局面火上澆油。在加息後，基準固定年期 10 年國庫券的收益率由先前的 5.8% 飆升至同年 11 月 8% 的高位。短期國庫券收益率升幅更大，導致收益率曲線趨平。

隨著聯儲局收緊貨幣政策，市場才突然意識到流動性一直非常集中，並且普遍都做相同的交易。換言之，當時債券市場出現泡沫。聯儲局加息後，槓桿式持倉投資者同時平倉，泡沫即告爆破，導致美國債券市場湧現恐慌性拋售及暴跌。美國國庫券市場暴跌亦引發歐洲及亞洲出現大批債券拋售。但另一方面，就實體經濟活動而言，美國並無受到嚴重影響，在通脹穩定的環境下，實質經濟產值及失業率持續改善。

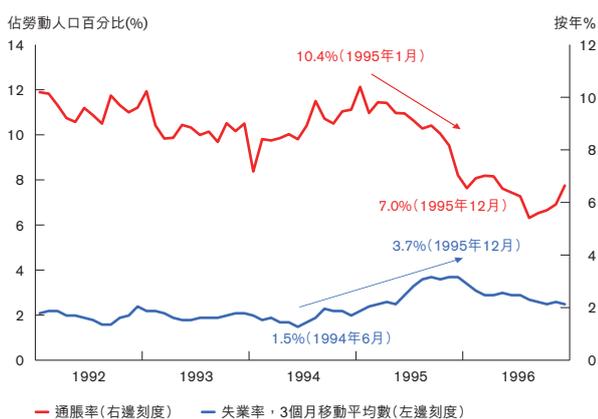
當時香港受到一定的負面影響，但沒有演化成全面的金融危機。自1994年第2季至1995年第3季的6個季度，香港實質本地生產總值增長放緩至低於趨勢水平（圖B2.2）。由於就業狀況惡化，消費者信心不足且資產價格調整產生負財富效應，導致私人消費減少，然而大規模的基建工程及私營部門資本開支仍支持固定資產投資。失業率由1994年6月的1.5%上升至1995年12月的3.7%，而通脹壓力自1995年初開始減弱（圖B2.3）。

圖 B2.2
1992-96年香港實質本地生產總值增長



資料來源：政府統計處。

圖 B2.3
1992-96年通脹及失業率

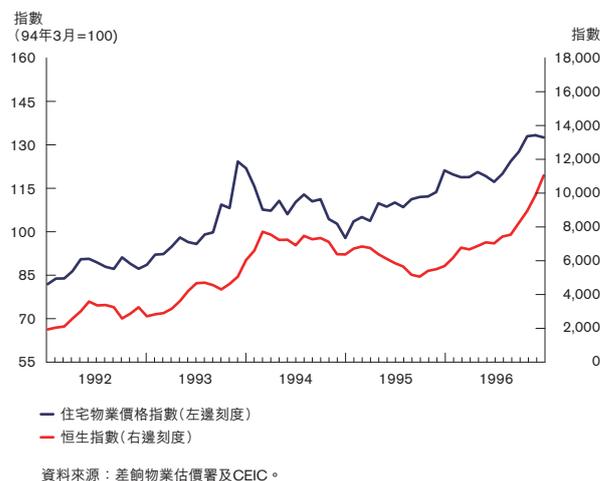


資料來源：政府統計處。

貨幣狀況明顯收緊，港元銀行同業拆息緊隨美元同業拆息上升，而貸款增長則放緩。1995年1月，3個月香港銀行同業拆息已升至約7.2%。聯邦基金目標利率累升300基點，而香港最優惠貸款利率也累升250基點至9.0%，平均按揭利率亦同幅度地升至10.75%。本地信貸增長整體趨緩，增幅由1994年的18.0%降至1995年的12.0%。

與此同時，股票市場遭遇重大拋售壓力，恒生指數在一年內急挫43%（圖B2.4）。儘管恒生指數於1995年有所反彈，但仍較市場調整前的高位低17%。據金管局粗略估算，香港資金淨流出約為240億港元（相當於本地生產總值的2%），但淨流出僅在1994年2月至5月間短暫發生，並很快被年內稍後時間的流入抵銷。¹⁷樓價下跌一段長時間，19個月內累計下跌16%，物業交易量亦減少三分之一。然而，整體而言，信貸緊絀及資產價格調整並沒有對香港宏觀經濟及金融穩定構成沉重壓力。

圖 B2.4
1992-96年股票價格及樓價



資料來源：差餉物業估價署及CEIC。

¹⁷ 估計數字基於認可機構即期淨外匯頭寸的綜合變動、銀行業的結餘及外匯基金債券計算。大致而言，估計數字反映非銀行私營部門的港元資金流入及流出淨額。

結論

由1994-95年貨幣政策正常化的事件可見，突然的政策變動可能會引發市場的激烈反應，在非正常政策環境長期持續導致形成失衡的情況下尤會如此。1994/95年的事件對香港的影響相對輕微，原因是受益於外部需求強勁，至少部份抵銷收益率曲綫重新定價所帶來的負面影響。然而，審視當前的形勢，聯儲局的貨幣政策正常化對香港的潛在影響可能較大，因為內部失衡正逐漸形成，尤其在物業市場方面。因此，我們應保持警覺，並作好準備，以應對聯儲局退市所可能帶來的衝擊和市場波動。

3.2 本地需求

消費

受到勞工市場穩健狀況所支持，上半年私人消費仍相對強勁。然而，環比走勢起落較大，第1季顯著增長4.4%，而第2季則收縮2.0%。消費回落似乎主要是因基數大而出現技術性下跌，但亦部份反映由於本地股票市場下跌及宏觀經濟和金融不明朗因素增加而拖累消費需求的影響（圖3.4）。不過，鑑於消費信心仍大致正面，且就業狀況依然良好，預期在今年餘下時間，私人消費將保持溫和增長。根據最新市場共識預測，2013年私人消費增長率為4.5%，而2012年的增幅則為3.0%。

另外，政府消費於第1季輕微縮減0.2%，而第2季則強勁反彈2.1%（圖3.4）。預期在今年餘下時間，政府消費將繼續穩步增長。參考2013/14年度政府財政預算案，經常公共開支預計於今個財政年度將實質增長8.4%，略高於2012/13年度6.8%的升幅。

圖 3.4
私人及政府消費



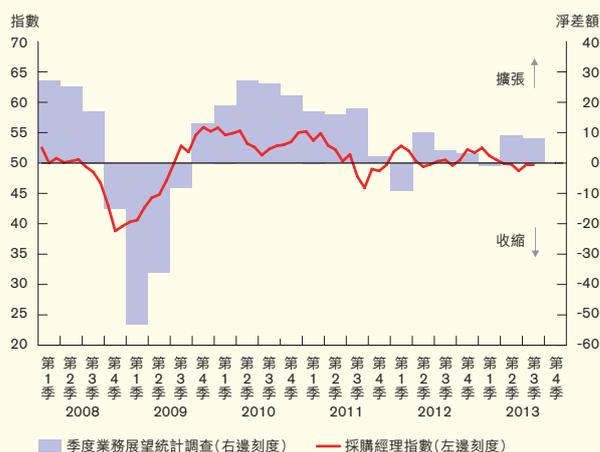
資料來源：政府統計處。

投資

整體投資支出疲軟，於第1季輕微下跌，而於第2季則錄得大致相同的升幅。尤其私營機構建造活動增加及企業資本開支回升（部份原因是購置更多飛機），帶動第2季固定資本形成總額環比改善。公共部門基建工程在多年強勁增長後持續放緩。庫存投資則相對穩定。

展望未來，由於私營機構獲批准建築項目呈大致上升趨勢，預期今年餘下時間建造活動會穩步發展。大規模的公共基建工程繼續進行，亦會促進建造活動增長，但由於過去幾年急速發展形成基數較大，對推動整體增長作用將會較少。就私營機構資本投資而言，由於股票市場波動產生不利影響，且有關利率和流動性的憂慮加劇，短期前景仍較不明朗。營商氣氛仍然審慎，季度業務展望統計調查及採購經理指數的數據好淡紛呈（圖3.5）。最新市場共識預測2013年固定資本形成總額增幅將由去年的9.4%降至今年的4.8%。

圖 3.5
營商氣氛

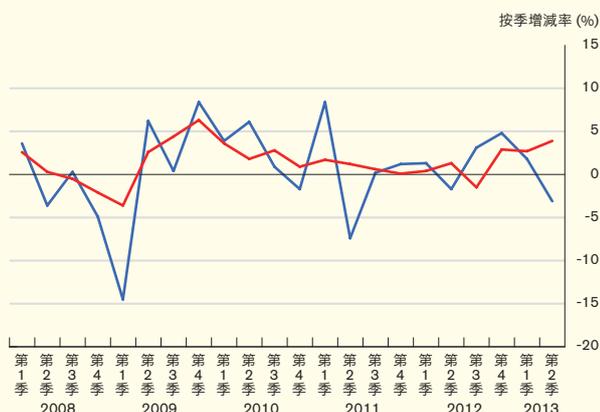


資料來源：政府統計處及Markit Economics。

3.3 對外貿易

由於先進經濟體系需求疲弱，區內貿易減少，香港上半年出口表現欠佳。第1季貨物出口按季微升1.8%，其後於第2季下跌3.1%（圖3.6）。上半年美國、歐盟及日本市場均一直低迷，而對中國內地的出口於第2季顯著放緩。相比之下，服務輸出於第1季增長2.7%，而於第2季增幅升至3.9%。雖然訪港旅遊持續支持服務輸出，但因商品貿易乏力，轉手商貿活動及金融服務輸出的貢獻疲弱。

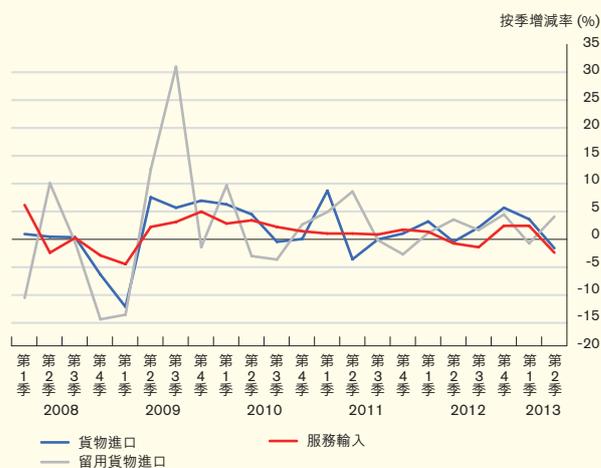
圖 3.6
貨物出口及服務輸出



資料來源：政府統計處。

貨物進口於第1季增長3.1%，但第2季錄得2.2%的跌幅（圖3.7）。這主要由於出口帶動的進口需求（反映於貨物轉口）再度成為拖累因素所致。另一方面，香港留用進口於第1季輕微下跌後，於第2季有所回升。同時，離港旅遊業以及專業及金融服務需求減低，導致服務輸入於第2季減少3.0%，抵銷了第1季1.9%的增幅。

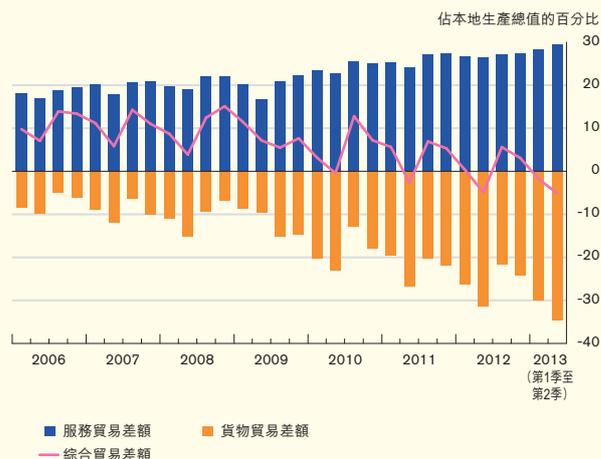
圖 3.7
貨物進口及服務輸入



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

淨出口於第2季對實質本地生產總值增長的貢獻為1.7個百分點，而此前連續兩個季度均為拖累因素。但此改善主要因進口表現比出口更為疲弱所致。未經季節因素調整的綜合貿易帳於2013年上半年錄得345億港元（相當於本地生產總值的3.5%）的逆差，而2012年上半年則錄得216億港元（相當於本地生產總值的2.3%）的逆差（圖3.8）。

圖 3.8
按組成項目劃分的貿易差額(以金額計)



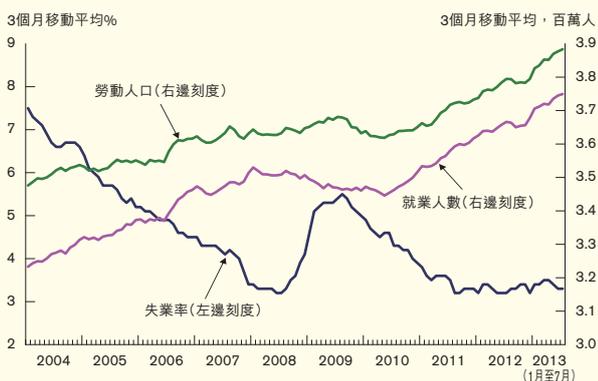
資料來源：政府統計處。

展望未來，雖然內地和區內經濟增長放緩，但由於先進經濟體系（尤其是美國）復甦步伐加快，總體上將有助帶動外部需求增長。最新的季度業務展望統計調查顯示，香港的貨物出口可能會稍為好轉。但另一方面，訪港旅遊有機會趨緩，專業及金融服務的外部需求也可能減弱，可能會對香港的服務輸出構成一定壓力。至於貨物進口及服務輸入，會隨著本地需求放緩而僅錄得溫和增長。

3.4 勞工市場狀況

儘管本地經濟增長動力減弱，但勞工市場仍表現良好。經季節因素調整後的3個月移動平均失業率於2013年3月及4月微升至3.5%，其後於7月回落至3.3%（圖3.9）。勞動人口參與率仍維持升勢，於2013年7月升至61.6%，創下2007年以來的新高。同時，就業人數亦於同月升至375萬人的歷史高位。勞工市場普遍緊絀，主要行業如金融業、保險業、地產業、專業及商用服務業、運輸、倉庫、郵政及速遞服務業以及資訊及通訊業的失業率於期內保持在較低水平。

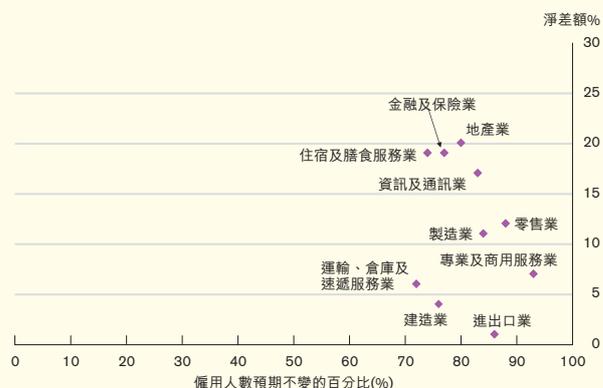
圖 3.9
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

短期內，穩健的本地需求將繼續支持勞工市場。在最新的2013年第3季度業務展望統計調查中，所有受訪行業的受訪者均預期短期內就業人數會有所增長，顯示勞工需求暢旺（圖3.10）。

圖 3.10
2013 年第 3 季業務展望統計調查－就業

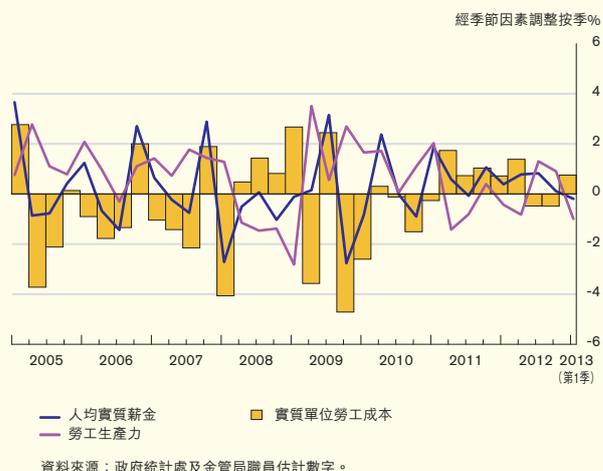


註：
1. 「淨差額」指預期「上升」的受訪者百分點減去預期「下降」的受訪者百分點。
2. 行業分類以最新的《香港標準行業分類 2.0 版》(HSIC V2.0) 為準。
資料來源：政府統計處。

雖然上半年潛在產出因勞動人口及其參與率上升而持續小幅增長，但實際經濟增長速度相對緩慢，令本地經濟運行水平略低於其潛力。儘管如此，窄幅負產出缺口似乎並未影響勞工市場，失業率仍維持在相對較低的水平。

2013年第1季勞工成本較去年第4季輕微上升。雖然人均實質薪金於第1季下降0.2%（圖3.11），但期內產出增長動力減弱，對勞工生產力構成較大壓力，促使實質單位勞工成本於2013年第1季上升0.8%。

圖 3.11
單位勞工成本及勞工生產力



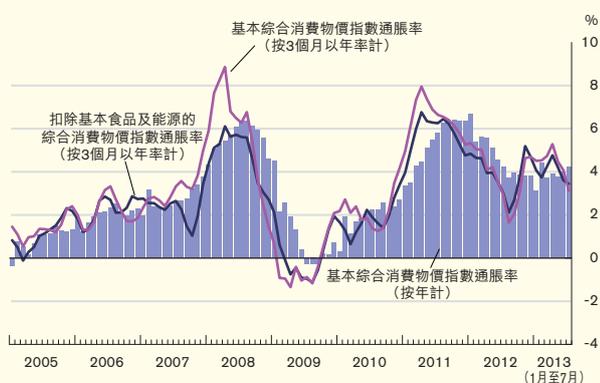
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，穩健的內部需求會持續支持就業增長，預期勞工市場整體狀況仍將緊絀。不過，招聘意欲可能趨於審慎，反映市場對聯儲局逐漸減少資產購買計劃以及中國內地經濟增長放緩的憂慮。

3.5 消費物價

2013年首4個月，本地通脹壓力仍然高企，但自5月份以來略有下降。按3個月以年率計，基本通脹率繼於2013年4月份升至5.3%後，於7月份降至3.1%（圖3.12）。撇除較為波動的基本食品及能源組成項目，基本核心通脹率亦呈現類似趨勢，表明價格上漲壓力或已有所緩和。儘管環比增長動力波動，但除因農曆新年時間差的影響而於1月份及2月份出現波動外，2013年首7個月的按年基本通脹率仍維持在約3.9%的穩定水平。

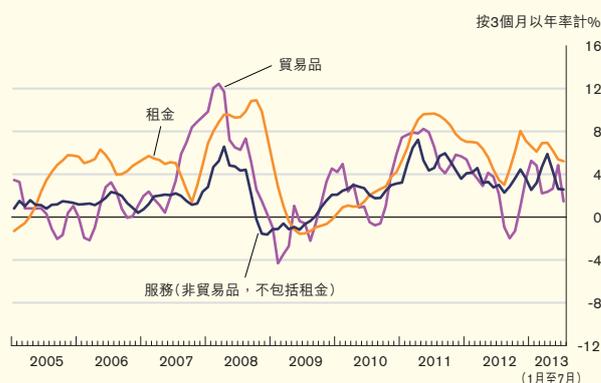
圖 3.12 反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

近期按季通脹動力減少主要受到非貿易品及租金的帶動（圖3.13）。其中，非貿易品組成項目通脹於4月份升至5.9%，隨後於7月份降至2.6%，其主要原因是其他服務組成項目呈現類似趨勢。租金組成項目通脹亦由4月份的6.9%降至7月份的5.2%。另一方面，受基本食品帶動，貿易品組成項目通脹自4月份至6月份上升後，到7月份稍為回落。

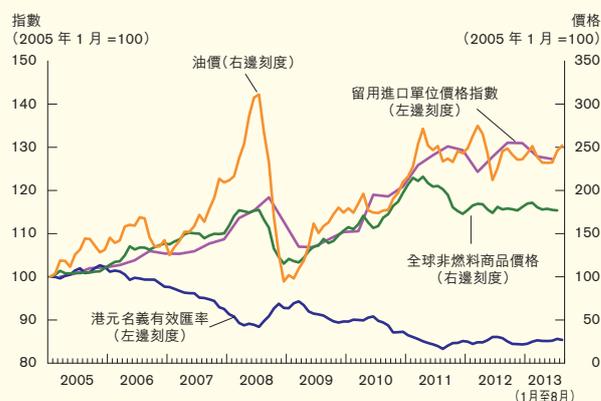
圖 3.13 按主要組成項目分析消費物價通脹



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

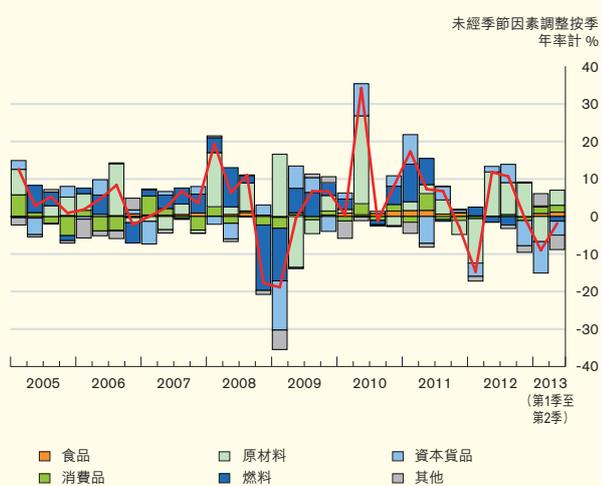
2013年上半年，全球商品價格回軟，進口價格通脹壓力亦隨之緩和。按季以年率計的通脹率於2013年第1季下降至-9.0%，而第2季緩和至-1.8%（圖3.14）。而按最終用途分類分析，資本貨品組成項目已成為進口價格下降的主要動力（圖3.15）。

圖 3.14 商品及進口價格



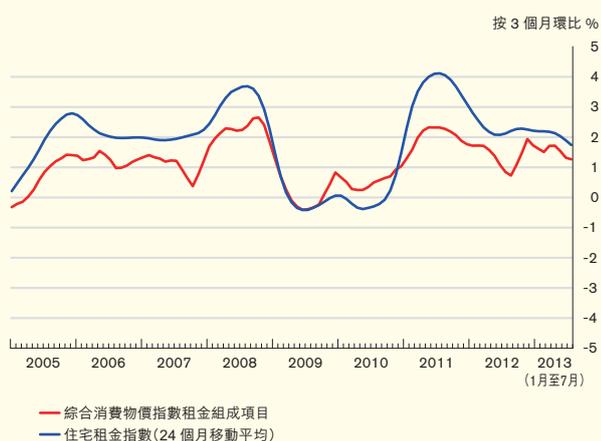
資料來源：政府統計處及國際貨幣基金組織。

圖 3.15
對進口價格通脹的貢獻



展望未來，隨著房屋租金下降，環比通脹動力或會略為紓緩（圖 3.16）。2013 年年度按年通脹率或會保持穩定。政府在最新預測中將基本通脹率預測由 4.2% 略為下調至 4%。而本地產出缺口於 2013 年上半年的估值為負數，令勞工成本壓力在短期內受到抑制。

圖 3.16
綜合消費物價指數租金組成項目及市場租金



通脹前景面臨兩方面的風險。在上行風險方面，中東地緣政治危機或會推高油價。至於導致通脹下行的因素，美國計劃逐漸縮減資產購買計劃，以及中國內地經濟放緩，或會為全球經濟活動，進而為本地通脹的壓力帶來負面風險。