

# 本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

全球金融市場自5月底起波動。儘管股市大幅上落及環球債券收益率急升，但主要先進經濟體仍維持平穩而溫和的復甦步伐。美國增長前景稍勝於其他先進經濟體，但基本增長動力仍只屬溫和。歐洲方面，歐元區經濟已走出18個月以來的衰退局面，但復甦仍較疲弱。日本安倍政府的經濟政策對短期增長及通脹預期產生一定的正面效應，但增長動力能否持續仍有待觀察。東亞整體經濟仍錄得溫和增長，但區內成員表現參差的情況持續，中國內地第3季的增長則略為加快。香港方面，受到內部需求轉弱影響，增長動力仍然溫和。住宅物業市場有更多回軟跡象，但物業估值依然偏高。展望未來，預期本港經濟短期增長仍然溫和。

## 外圍環境

全球金融市場自5月底以來波動，市場就美國聯邦儲備局短期內退市時間及步伐的預期急速改變，受到新公布的美國經濟數據、貨幣政策及財政事件的影響變得反覆。儘管股市大幅上落及環球債券收益率急升，但主要先進經濟體仍維持平穩而溫和的復甦步伐。美國增長前景雖然持續較其他先進經濟體樂觀，但基本增長動力則只屬溫和。第3季經扣除庫存累積後經濟產值增長1.9%，略低於上季的2.1%。11月份失業率由上年同期的7.8%降至7.0%，儘管失業情況改善主要由勞動人口參與率下降所帶動。歐洲方面，**歐元區**經濟走出18個月以來的衰退局面，但資產負債表的調整仍在進行，復甦步伐仍然疲弱。第3季實質區內生產總值按季上升0.1%，承接上季的0.3%升幅。由於經濟持續放緩，10月份失業率維持於12.1%的紀錄高位，青年失業率更高達24.4%。**英國**方面有跡象顯示復甦可能加快，第3季實質國內生產總值錄得3年以來最大升幅，按季上升0.8%，承接上季穩健的0.7%按季升幅，主要受惠於服務及建造業的強勁增長，但經濟增長仍有待轉化成較持久而堅穩的就業增長。在日

本，初步跡象顯示安倍政府推行的政策對經濟發揮正面作用，增長維持穩固，實質及預期通脹率穩步上升。實質國內生產總值繼第2季錄得3.6%的強勁增長後，在第3季按季(以年率計)上升1.1%。然而，在工資增長疲弱、財政整固即將進行及國家債台高築的影響下，要維持增長動力將會是一項重大的挑戰。

由於美國復甦溫和，以及歐洲通脹減慢及失業率居高不下，先進經濟體央行繼續推行極寬鬆的貨幣政策。美國聯儲局於9月聯邦公開市場委員會會議上未如市場所料收縮量化寬鬆措施，甚至似已背離6月時勾勒的退市路線圖。所有這些因素有助遏抑長期利率。歐洲方面，歐洲央行於11月調低主要再融資利率25基點，至0.25厘的歷史新低，以防範通脹上升的風險。歐洲央行亦維持7月引入的前瞻指引，表示預期主要利率在較長時期內仍維持於目前或更低水平。英國情況亦然，英倫銀行繼續推行7月提出的明確前瞻指引，預先承諾除非失業率降至7%，否則既不會將銀行利率調高至0.5厘以上，亦不會縮減3,750億英鎊量寬計劃；與此同時，該前瞻指引須進一步符合以下條件：中期通脹預測低於2.5%、通脹預期平穩受控，以

及金融穩定風險充分受控。日本方面，日本央行繼續推行量化及質化寬鬆貨幣政策，預計可兩年內將日本國債持有量及貨幣基礎規模增加一倍，以及在2014年底前達致2%的通脹目標。

公共財政方面，雖然預計美國國會將在12月通過預算協議以確保未來兩年財政穩定，但民主共和兩黨對醫療改革及其他長期預算事項仍存在分歧。與此同時，歐洲方面財政整固仍會繼續影響區內復甦。雖然有關當局已作出一些艱難的財政決定，並就成立銀行聯盟取得進展，但當局仍需付出更大努力處理區內國債沉重及勞動市場結構僵化的問題。

相對於主要先進經濟體較穩定的市況，不少新興市場(尤其巴西、印度及印尼)出現嚴重拋售及大量資金外流，原因是市場擔心美國聯儲局一旦縮減量寬規模，新興市場的經濟及金融失衡情況可能會逆轉。其後受惠於中國內地公布數據較預期佳、新興市場本身推出多項措施，以及聯儲局延遲實施縮減量寬，金融市場及投資者對新興市場的信心趨於穩定。危機期間各區市況波動雖然存在一些差異，但即使宏觀基本因素較穩健的新興市場仍受到一定程度影響。因此未來美國貨幣政策正常化仍可能會凸顯一些不明顯但又普遍存在於新興市場的弱點。

東亞地區方面<sup>1</sup>，整體增長動力仍然溫和，但區內經濟持續表現不一。受到內需改善支持，第3季中國內地經濟增長按年上升7.8%，上季升幅為7.5%。受惠於消費暢旺，新興工業化經濟體增長穩健。另一方面，區內如泰國等國家因內需減少而呈現溫和下降趨勢。就地區整體而言，實質生產總值按年增幅由上季的6.3%上升至第3季的6.6%。區內通脹壓力大致上受到控制，而稍為例外的是印尼，其通脹自7月起主要由於燃料補貼減少而急升。中國內地近數個月消費物價通脹按年趨升，但仍低於3.5%的官方目標水平，而

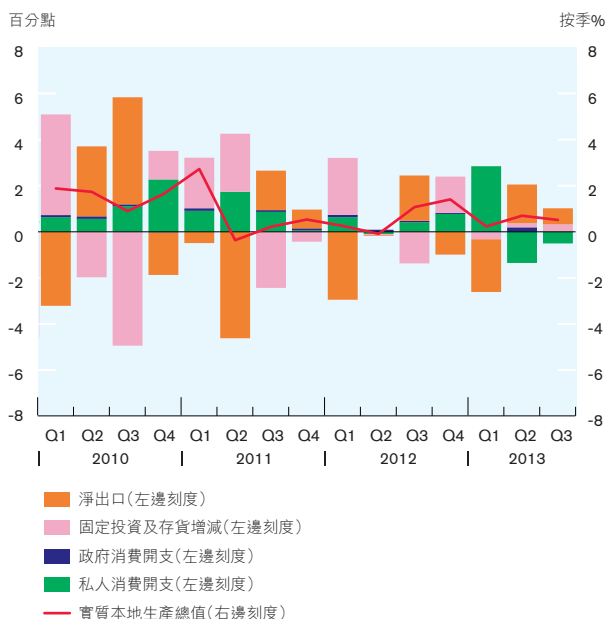
鑑於經濟增長溫和，短期通脹可能受到遏抑。整體區內平均消費物價通脹按年由6月的2.3%微升至10月的2.7%。區內大部分央行均維持寬鬆的貨幣政策，並密切注視外圍風險因素及金融市場波動。鑑於經濟下行風險增加，泰國央行於11月將政策利率調低25個基點至2.25厘；而部分為了對抗通脹壓力，印尼央行於11月將政策利率調高25個基點至7.5厘。中國人民銀行繼續維持審慎的貨幣政策，第3季整體貨幣狀況收緊。另一方面，受到市場預期聯儲局減少買債規模影響，東亞地區市場在5月至9月中期間出現資產拋售及資金外流，基本因素及對外收支狀況較差經濟體的拋售情況尤其明顯。近期區內金融市場回穩，有跡象顯示資金再度流入區內股市。大部分區內貨幣兌美元經過數個月下跌後，於9月起回升，而人民幣兌美元匯率自6月開始輕微轉強，累積升幅1.0%。展望未來，先進經濟體溫和復甦可能支持區內的外部需求，但這能否有助推動區內增長則難確定，原因是美國退市行動及財政狀況存在不明朗因素，可能增加金融市場波動及影響內需。日本即將進行財政整固，可能遏抑經濟增長，亦會對區內增長前景造成不利影響。最新共識預測顯示東亞地區在2013年經濟增長為6.5%，與2012年相同；2014年則為6.6%。

## 本地經濟

受到本地需求減弱影響，香港經濟增長維持溫和。經季節因素調整的實質本地生產總值在第3季按季僅上升0.5%，稍低於第2季的0.7%增幅(圖1)。由於住屋財富效應轉弱，私人消費連續兩季下跌。整體投資支出亦放緩，主要反映私營機構建造活動及資本投資減少。另一方面，淨出口成為支撐實質經濟增長的主要支柱，當中貨物出口回升較強，服務輸出則部分因訪港遊客支出轉弱而減少。隨着環比增長動力較弱，按年實質本地生產總值增長率亦由第2季的3.2%下降至第3季的2.9%。

<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。

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。

雖然經濟活動轉趨溫和，但招聘意欲仍屬正面，勞工市場狀況因此大致穩定。第3季總就業人數穩步上升，與勞動人口升幅相若。經扣除季節因素後的失業率維持於3.3%的低水平。部分受5月起生效的法定最低工資水平上調所影響，僱員每月名義收入中位數於第3季輕微上升。

## 通脹

由於輸入通脹受遏及新訂住屋租金升幅減慢，第3季按3個月比較的通脹壓力稍降。然而，食品價格因天氣狀況而波動，近期稍見回穩跡象。按季節因素調整的基本通脹率由第2季的年率4.6%回落至第3季的3.4%。按年基本通脹率持續在4%左右徘徊。

## 資產市場

本港股市自5月底起大幅波動。經過5月及6月大部分時間出現明顯拋售後，本港股市一度受中國內地經濟有改善跡象支持而回升。然而，於8月時新興經濟體的金融市場出現動盪，股市再度大幅波動。聯儲局於9月決定暫時不開始縮減買債，增加投資者風險意欲，本港股市再度回升。其後中國內地宏觀金融風險備受關注，本港股市於11月再度波動。儘管市況波動不定，恒生指數整體上升約15%，每日平均成交額微升。7月及8月股市集資活動較少，但9月起轉趨暢旺，7月至11月間股市總集資額為1,329億港元。

住宅物業市場在第3季及其後仍然沉靜。住宅物業市場交投於第2季急跌後仍維持在低位，大約每月只有3,600宗成交，相比2012年平均每月為6,800宗。近期一手市場成交有所上升，但與去年情況相比仍屬疲弱。投機活動亦持續低迷，確認人交易及短期轉售交易近乎絕迹。第3季整體樓價增幅放緩至0.9%，相比第1季及第2季增幅分別為5.4%及1.4%，而中原城市領先指數仍然大致持平。然而，物業估值依然偏高，樓價與收入比率在第3季達到14.6，相當於1997年的高峰水平；而收入槓桿比率亦遠高於50%的長期平均水平<sup>2</sup>。租金收入與利率差距亦已顯著收窄，令物業投資的吸引力下降。

<sup>2</sup> 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收入比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

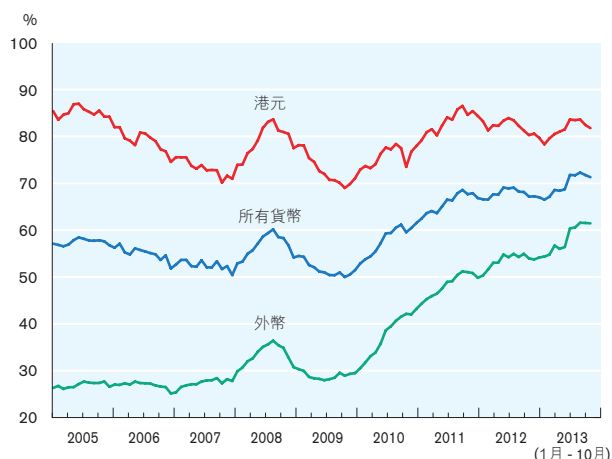
## 貨幣供應及本地貸款

第3季貸款總額按季增長5.0%，第1季及第2季的增幅分別為3.0%及6.3%，帶動本年度截至9月底貸款總額按年率計上升19.9%，較2012年全年上升9.6%為快。第3季香港境外使用貸款增長加快，外幣貸款亦繼續快速增長，部分反映全球美元流動性需求增加。相比之下，隨着香港經濟增長減慢，本地貸款及港元貸款升幅分別減慢至3.6%及3.0%，其中貿易融資增長大幅放緩，而對大部分行業的貸款也有增長減慢的情況。至於本港個人債務（以住宅按揭貸款及消費信貸合計），在第3季升幅輕微，但佔本地生產總值的比重仍維持在61%的較高水平。

經過上兩季的溫和增長後，認可機構存款總額在第3季增幅顯著加快至5.0%，其中港元及外幣存款分別上升4.5%及5.5%。在此情況下，第3季港元廣義貨幣供應（港元M3）上升4.6%，上兩季升幅則近乎零。按對應資產分析，廣義貨幣供應增長大致反映港元貸款的上升，以及流入非銀行私營部門的資金增加。離岸人民幣業務方面，本港人民幣存款由6月的6,980億元人民幣上升至9月的7,300億元人民幣，其間跨境貿易結算人民幣匯款總額由8,644億元人民幣增加至9,213億元人民幣。

本港低息環境持續。隔夜及3個月香港銀行同業拆息大致穩定，分別維持於0.09厘及0.38厘附近水平，到了9月底則部分由於股市集資活動頻密而一度稍升。反映零售銀行平均資金成本的綜合利率於第3季保持平穩於0.32厘，到了10月則微升至0.34厘。貸款方面，平均按揭利率亦維持於2.24厘的低水平。然而，港元與外幣貸存比率仍然較高，於9月底分別為82.6%及61.6%，這可能顯示銀行潛在融資風險增加（圖2）。金管局於10月中公布，計劃由2014年起推出穩定資金要求，以確保認可機構有穩定資金來源維持貸款業務。

圖 2  
貸存比率



資料來源：金管局。

## 短期前景

預期本港經濟增長短期內保持溫和。隨着先進經濟體形勢逐漸轉好及中國內地經濟大致保持穩健，外部需求將繼續支持香港出口表現。然而，全球增長的下行風險仍然不小，可能會阻礙香港出口增速加快。貿易部門的季度業務展望統計調查及香港貿易發展局出口指數的最新結果亦顯示出口前景審慎。內部需求方面，由於消費信心仍然正面、勞工市場狀況穩健及全球貿易復甦造成正面影響，私人消費連跌兩季後可能已見谷底，並再度溫和增長。然而，樓市冷卻或會令住屋財富效應轉弱甚至造成拖累。大型基建工程持續及私營建造活動增加將可支持經濟溫和增長，但由於市場關注未來加息及營商前景不明朗因素增加，資本投資及庫存變動前景仍然疲弱。金管局編製的綜合領先經濟指標反映短期內（在2014年初）香港整體經濟增速將會稍升。私營部門分析員於12月預測2013年實質本地生產總值增長3.0%，2014年增長3.5%。

預計短期內通脹壓力仍然持續，到了明年初則會緩和。輸入通脹受過及新訂住屋租金升幅緩慢，在未來一段時間將有助遏抑消費物價的上行壓力。