

本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

雖然美國聯邦儲備局繼續縮減其龐大的購買資產計劃，但全球金融市場仍然保持平靜。主要先進經濟體系的貨幣政策路向看來會因應本身不同的經濟狀況而開始出現分歧。美國方面，受到惡劣的冬季天氣及庫存減少拖累，經濟增長短暫停頓，但基本復甦動力未受影響。歐元區方面，通脹率下降的壓力持續，經濟復甦速度緩慢。日本的內部需求在上調消費稅前急升帶動經濟強勁增長，但同時令經濟面對急劇逆轉的風險。東亞方面，多數經濟體系的增長動力放緩，中國內地第1季的實質國內生產總值增長因外部及國內需求同時放緩而下降。香港經濟在第1季增長緩慢，主要原因是貿易表現呆滯，最新的經濟指標大致上都顯示近期增長動力仍然溫和。近月貸款增長放緩，但仍需密切留意及監管信貸狀況，尤其銀行面對的資金風險及信貸風險。

外圍環境

在預期寬鬆的貨幣政策會維持一段長時間及先進經濟體系增長動力改善的情況下，全球金融市場保持平靜。在美國及英國的復甦增強令市場預期利率提前上升，以及日本增長存在放緩風險及歐元區通脹率持續低企令市場預期有關當局會進一步推出非常規貨幣寬鬆政策的情況下，主要先進經濟體系的貨幣政策路向似乎會開始出現分歧。美國方面，受到惡劣的冬季天氣及庫存減少拖累，經濟增長短暫停頓，但基本復甦動力未受影響。撇除庫存及淨出口，對國內買家的最終銷售額在第1季增長1.6%，與上季的增幅相同。5月份失業率由上年同期的7.5%大幅回落至6.3%，不過失業情況改善主要由勞動人口參與率下降所帶動。經濟活動指標近期回升及就業增長理想，意味第2季經濟應會顯著改善。英國的情況亦相若，經濟繼續轉強，第1季實質國內生產總值按季增長0.8%，承接上季0.7%的穩健增幅。復甦範圍亦擴大，季內生產、建造及服務環節均有所擴張。就業人數亦升上紀錄高

位，失業率在截至4月為止的3個月降至6.6%的5年低位。相反，歐元區的經濟復甦仍然疲弱，實質區內生產總值增長緩慢，第1季僅錄得0.2%的按季增長，上季增長則為0.3%。資產負債表調整仍在進行，失業率持續高企，繼續拖累經濟復甦。因此，歐元區繼續面對通脹率下降的壓力，5月份年通脹率降至0.5%，多個周邊國家出現通縮，令債務問題加劇。日本方面，國內需求在4月份上調消費稅前急升，帶動經濟在第1季按季大幅上升1.5%。然而，經濟現時面對需求在第2季急速逆轉的風險，而下半年經濟復甦的力度及可持續性仍未明朗。

面對不同的國內經濟狀況，主要央行的貨幣政策路向將很可能會出現分歧。美國經濟穩健復甦，促使聯儲局在6月份的聯邦公開市場委員會會議上繼續縮減其龐大的資產購買計劃，將每月的買債規模再減少100億美元至350億美元。聯儲局早前暗示資產購買計劃可能在秋季結束，並可能於大約6個月後首次加息。由於失業率下降至利率前瞻性指引下的政策門檻

的速度較預期快，因此聯儲局已由數量性的前瞻指引改為質量性的前瞻指引，並利用一籃子經濟及勞動力市場數據作為考慮加息的因素。英國的情況亦相若，失業率下降速度較預期快，促使英倫銀行由數量性指引，改為參考多項經濟指標的質量性前瞻指引。聯儲局與英倫銀行都表明即使失業率及通脹率回落至接近其政策目標水平，仍很可能繼續維持政策利率低於其長期水平。歐洲方面，歐洲中央銀行在6月理事會會議上宣布了一系列貨幣寬鬆措施，特別包括下調主要政策利率及推出針對性的長期再融資操作(TLTRO)。與此同時，歐洲央行行長德拉吉強調該央行並未有用盡所有貨幣寬鬆政策方案及表示：「如有需要時，在授權範圍內，我們不會就此作罷」。日本方面，日本央行至今仍然堅守其量化及質化並重的貨幣寬鬆計劃，在有關計劃實施首年內將日本國債持有量增加一倍及達到其貨幣基礎目標。日本央行行長黑田東彥多次表示若經濟在4月上調消費稅後的放緩速度較預期快，央行隨時會加大量化及質化寬鬆計劃的力度。

公共財政方面，先進經濟體系在財政整固方面看來取得一些進展。美國國會預算辦公室於4月份下調本年度(2014財政年度)的預算赤字，由2月份佔國內生產總值的3%，下調至2.8%，低於過去40年的平均數3.1%。歐元區國家繼續進行財政整固，但步伐開始放緩，因此仍須作出努力。日本政府終於在2014財政年度展開財政整固的工作，以達到其於2020財政年度取得基本財政平衡的長期目標。消費稅於2014年4月由5%調高至8%，日本政府正計劃於2015年10月將消費稅進一步調高至10%。

東亞方面¹，大部分經濟體系在經歷2013年下半年穩步增長後，增長動力有所放緩。由於外部及國內需求同告放緩，中國內地的經濟增長動力在第1季減慢，

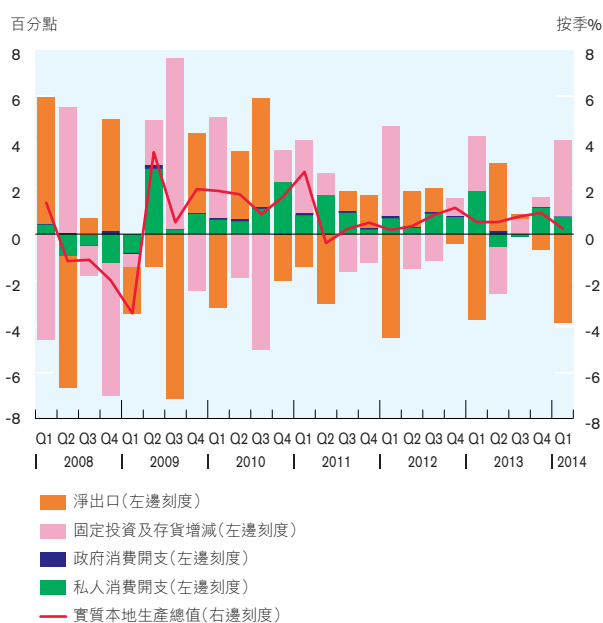
實質國內生產總值由上季按年上升7.7%，降至7.4%。至於區內其他經濟體系，由於其外部環節受到美國及中國內地經濟放緩影響而轉弱，在第1季的增長動力似乎亦有所減慢。就地區整體而言，實質生產總值按年增幅由去年第4季的6.5%微跌至第1季的6.3%。區內物價壓力大致保持溫和，但部分經濟體因為受到公用事業及房屋等內部成本上升而出現通脹升溫的跡象。中國內地方面，通脹壓力繼續受控，5月份的整體消費物價指數通脹率按年為2.5%。另一方面，4月份區內的平均消費物價通脹率由上月的2.9%微升至3.1%。由於通脹威脅普遍受控，區內大部分中央銀行都維持寬鬆的貨幣政策。泰國中央銀行在3月份調低政策利率25個基點，藉以在國家的政治緊張狀態持續對經濟造成損害的情況下為經濟增長提供支持。中國內地方面，中國人民銀行繼續實施穩健的貨幣政策，並採取定向措施以支持實體經濟活動(如對“三農”和小微企業貸款達到一定比例的商業銀行下調存款準備金率)。人民幣兌美元匯率在4月份進一步轉弱，但在近期大致保持穩定。另一方面，儘管在聯儲局於去年12月宣布縮減資產購買計劃規模及今年初阿根廷披索大幅下跌後，區內金融市場略有波動，但隨後仍保持平靜。自2月以來，大部分區內貨幣在經歷之前幾個月的一些拋售壓力後，隨着資金再度在去年夏季的拋售潮後流入區內，兌美元的匯率逐漸呈現強勢。展望未來，對於美國及其他主要先進經濟體系增長動力上升，會為區內出口帶來多大的支持仍存在不明朗因素。同時，由於近期中國內地已成為區內出口(特別是商品)的最終需求的較重要來源，因此中國內地經濟增長的潛在波動對東亞地區前景的影響亦可能會增加。最新的共識預測顯示東亞地區在2014年的整體經濟增長為6.3%，略低於2013年的6.6%。

¹ 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。

本地經濟

香港經濟增長在2014年第1季有所放緩，實質本地生產總值按季增長率由2013年第4季的0.9%降至0.2%（圖1）。在整體樓宇及建造開支急升及存貨累積帶動下，本地需求繼續為實質經濟增長提供支持。然而，機器及設備方面的私人投資似乎有所轉弱，私人消費支出的增長亦略為回軟。另一方面，淨出口對經濟的拖累大致上抵消了本地需求的增長。由於先進經濟體系需求偏弱及亞洲區內加工貿易流表現疲軟，第1季的貨品出口下跌。受到旅客消費增長放緩及貿易相關服務環節表現欠佳影響，服務輸出的增長動力亦減弱。實質本地生產總值按年增長率亦由2013年第4季的2.9%下降至2014年第1季的2.5%。

圖1
對實質本地生產總值按季變動百分比的貢獻



勞工市場情況仍然大致良好，但隨着本地經濟放緩而略為偏軟。總就業人數由高位回落，顯示勞工需求輕微減弱。不過由於勞動人口參與率同時下降，失業率於近月仍然維持在3.1%的16年低位。然而，細分數據顯示低技術環節的失業率輕微上升，高技術環節的失業率則維持在低位。

通脹

在本地生產總值增長略為回軟的影響下，今年以來通脹壓力大致趨於緩和，住屋租金及雜項服務成本增速減慢，抵銷了食品價格通脹的升勢。以3個月年率計的基本通脹率在第1季維持在3.9%左右的水平，然後於4月份降至3.4%。²按年基本通脹率亦逐步回落至4月份的3.5%。

資產市場

本港股市自今年以來頗為波動，主要是因為投資者憂慮美國貨幣政策正常化的進程和中國內地的宏觀經濟及金融前景。此外，科技股的走勢和併購活動也加劇大市波幅。有關當局於4月10日宣布在6個月內推行「滬港股票交易機制」（又稱「滬港通」）。這個試驗計劃是中國內地開放資本帳的重要一步，並預期可以加強香港作為國際金融中心的地位。在2014年首5個月，恒生指數在21,182點至23,340點之間上落，平均每日成交量微跌，股市集資活動亦略為減少。

物業市場方面，整體樓價變動不大，但住宅物業交投則由第1季每月平均3,600宗，升至4至5月時平均約5,000宗。地產代理提供的數據顯示近期樓價似乎有所上升。置業負擔能力於第一季仍然偏緊，樓價與收

² 基本通脹率是指在剔除所有政府一次性紓困措施的影響後的綜合消費物價通脹率。

入比率高企於14.2，僅略低於1997年的高峰水平，收入槓桿比率亦處於62.2%，高於50%的長期平均水平。³此外，租金回軟、較高的印花稅以及加息預期都令到物業投資吸引力下降。整體而言，物業市場風險仍然是香港宏觀經濟及金融穩定的一個關注點。

貨幣供應及本地貸款

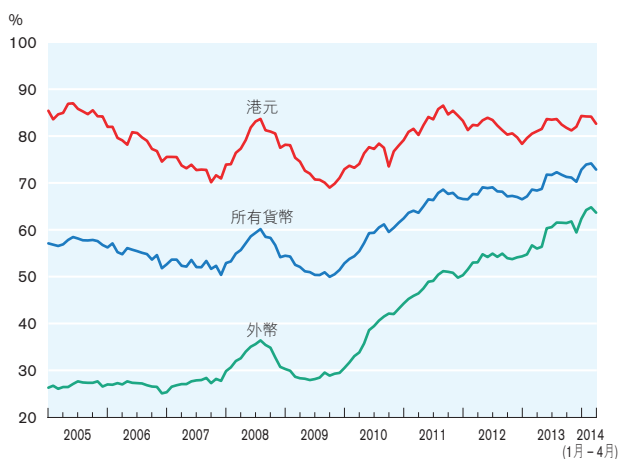
2014年首兩個月貸款總額增長較快，其後顯著放緩。但綜合而言，今年首4個月的貸款增長仍達到年率18.4%，略高於2013年的全年增長率16.0%。這主要由美元貸款帶動，其中部分涉及內地相關貸款。⁴貿易融資及香港境外使用貸款亦錄得顯著升幅。與此同時，主要在企業貸款需求支持下，本地貸款(不包括貿易融資)亦穩步增長。個人貸款的增速也有所加快，因而帶動家庭債務佔本地生產總值比率升至63%的高位。港元及外幣的貸存比率維持在高位，於4月底分別為82.7%及63.8%(圖2)。由於貸款增長急速，金管局提前檢討穩定資金要求，決定按銀行於2014年3月底的狀況而非6月底的狀況來釐定個別銀行適用的穩定資金要求。根據有關要求，貸款顯著增長的銀行須保持較長期的穩定資金以支持其貸款業務。這項措施亦有助確保銀行具有足夠能力應付資金可能大舉流出香港所引發的潛在風險。

存款總額在第1季沒有大變動，但於4月時顯著上升，帶動存款總額於今年首4個月以年率計上升6.9%。雖然美元存款減少，但港元存款大幅增長，以年率計達到10.8%。港元貨幣供應因此錄得強勁增長，港元狹義貨幣供應(M1)及港元廣義貨幣供應(M3)以年率計分

別上升13.3%及10.8%。按對應資產分析，廣義貨幣供應增長主要反映港元貸款上升，以及有些資金流入非銀行私營部門。離岸人民幣業務繼續穩健擴張，本港人民幣存款由2013年年底的8,605億元人民幣上升至4月底的9,599億元人民幣。跨境貿易結算人民幣匯款總額於第1季進一步上升至14,888億元人民幣，對比2013年第4季為12,243億元人民幣。

由於美國的貨幣環境持續寬鬆，港元利率繼續維持在低位。隔夜及3個月香港銀行同業拆息在今年首4個月分別維持於0.06厘及0.38厘附近水平。港元收益率曲線跟隨美元收益率曲線略為變得平坦，最近10年期外匯基金債券收益率降至大約2%的水平。然而，反映零售銀行平均資金成本的綜合利率上升數個基點，至5月的0.45厘。貸款方面，由於按揭貸款業務競爭加劇，新批貸款的平均按揭利率由去年12月的2.21厘降至今年4月的2.06%。

圖 2
貸存比率



資料來源：金管局。

³ 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。

⁴ 詳情可參考金管局《匯忠》文章：「香港銀行的內地貸款風險」(2014年4月15日)，有關網頁為 <http://www.hkma.gov.hk/chi/key-information/insight/20140415.shtml>。

短期前景

預期本港經濟短期內將溫和增長，但下行風險有所增加。本地需求可望繼續受到私人消費及固定投資穩步增長的支持，而隨着先進經濟體系復甦，預期貨品出口表現也會逐步改善。但由於旅客消費趨緩，旅遊業相關的服務出口將可能減弱，扭轉之前高增長的走勢。至於經濟增長的下行風險有所增加，主要是由於美國及中國內地經濟增長前景不明朗、對美國貨幣政策正常化的持續憂慮以及更為緊張的地緣政治局勢所致。樓市降溫亦可能削弱房屋財富效應對消費的正面影響。而且反映市場情緒的指標及私營部門分析員的經濟預測一般都顯示香港的增長前景有欠明朗。最新的業務展望按季統計調查顯示主要行業的短期業務前景只有輕微改善，而採購經理指數及香港貿易發展局出口指數均略低於擴張／收縮的分界線。金管局編製的綜合領先經濟指標亦顯示短期內本港的經濟增長動力仍將緩慢，該指標綜合反映了本地貨幣和金融狀況、住宅施工量、景氣指標和增長前景。私營部門分析員將2014年的實質本地生產總值增長預測由3月的3.5%下調至6月的3.3%，政府亦表示可能考慮將其預測的3-4%增長率下調。

由於進口通脹輕微及住屋租金升幅放緩，因此預期通脹壓力短期內仍將溫和。失業率預計會在低位徘徊，但隨着零售銷售放緩及經濟前景的不明朗因素增加，失業率或會面對一些上升壓力。