

本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

主要經濟體系的增長步伐不一致及貨幣政策路向分歧，對全球經濟前景構成重大不明朗因素。美國方面，經濟繼續穩步增長，勞工市場持續改善，反映基本復甦動力強勁，以及經濟與勞工市場閒置的情況正在緩和。相反，歐元區面對通縮風險，促使歐洲中央銀行推出更多貨幣寬鬆措施。日本的情況亦相若，隨着經濟收縮及通脹持續放緩，日本央行出乎意料地擴大其量化及質化貨幣寬鬆計劃，日本政府亦推遲實施第二輪調高消費稅措施。東亞方面，增長動力普遍減弱，而中國內地在房地產市場下滑的情況下，內部需求轉趨疲弱，第3季的國內生產總值增長有所放緩。香港方面，雖然之前有抗議活動，但本港銀行體系及金融市場一直如常運作，沒有出現無序調整。在外貿表現改善及私人消費增長帶動下，實體經濟活動在第3季有所擴張。然而，營商氣氛轉弱，預示未來經濟增長溫和。

外圍環境

全球經濟增長步伐繼續存在分歧，英國及美國的基本復甦動力保持強勁，歐洲及日本的經濟動力則進一步轉弱。美國聯邦儲備局將展開貨幣政策正常化的過程，但步伐尚未明朗。加上歐洲及日本央行進一步的貨幣寬鬆政策，令全球貨幣狀況前景更為複雜。美國方面，實質國內生產總值增長強勁，繼第2季按季以年率計顯著增長4.6%後，在第3季再強勁增長3.9%。經濟穩步增長的勢頭似乎在第4季持續，就業職位在第11月份連續第10個月增長超過20萬份，是1995年以來持續時間最長的一次。因此，勞工市場閒置的情況繼續減退，失業率下降至5.8%，接近聯儲局估計的長期均衡率5.2%至5.5%。英國的情況亦相若，經濟持續復甦，實質國內生產總值承接第2季按季大幅增長0.9%後，在第3季錄得0.7%的穩健增幅。相反，歐元區經濟仍然疲弱，實質區內生產總值增長緩慢，在第3季按季增長0.2%，第2季則僅增長0.1%。區內去積

積化過程持續，繼續為通脹率構成重大的下行壓力，通脹率在近兩年來一直遠低於歐洲中央銀行所訂2%的目標水平，加劇歐元區陷入通縮的風險。日本方面，經濟陷入衰退，實質國內生產總值繼第2季按季下跌1.9%後，出乎意料地在第3季收縮0.5%。與此同時，通脹似乎亦放緩，年度通脹率(撇除消費稅上調的影響)從4月的近期高位1.5%降至10月份的0.9%。

先進經濟體系增長步伐分歧，意味着主要中央銀行會採取不同的貨幣政策路向。美國方面，聯儲局在10月份的聯邦公開市場委員會會議上結束資產購買計劃。就業人數持續穩步增長及失業率下降較預期快，促使聯儲局在其政策聲明中確認勞工市場前景「顯著改善」，以及勞動力資源利用不足情況減退。絕大部分委員會成員均預期聯儲局將於2015年內加息。英國的情況亦相若，失業率下跌速度較預期快，反映勞工市場閒置的情況正在改善，市場現時預期英倫銀行於2015年開始提高基準利率。相反，為支持日漸乏力

的經濟增長及對抗通脹率進一步下跌的壓力，歐洲央行在9月份理事會會議上調低其主要政策利率，並宣布兩項新的資產購買計劃，包括購買抵押證券及擔保債券。然而，這些措施連同較早前於6月份公布的定向長期再融資操作(LTRO)，是否能幫助歐洲央行達致其擴大資產負債表規模1萬億歐元的目標，則仍是個未知數，特別是在9月份及12月份的定向長期再融資操作計劃出現低參與率後，情況令人擔憂。日本方面，隨着通脹率與政策目標差距擴闊，日本央行在10月出乎意料地擴大其量化及質化的貨幣寬鬆計劃，調高貨幣基礎的增長目標，由每年60萬億至70萬億日圓，增加至每年80萬億日圓。

公共財政方面，主要經濟體的財政整固步代不一。美國方面，隨着經濟復甦力度持續加強，公共財政赤字有望在本財政年度(2015財政年度)進一步下降至佔國內生產總值2.6%。公共財政狀況進一步改善，意味着即使在中期選舉後共和黨掌控國會參眾兩院，在短期內再次出現民主共和兩黨就財政整固問題僵持不下的局面的風險正在減退。歐元區方面，經濟增長疲弱，令財政整固步伐減慢，因此，區內主要國家，尤其法國及意大利未能達到其財政整固目標。日本的情況亦相若，面對經濟狀況急速惡化，政府延遲18個月推出第二輪提高消費稅的計劃。

東亞方面¹，由於多個經濟體系內需減弱，而出口只能維持溫和增長，區內增長動力普遍放緩。特別是中國內地在房地產市場下滑的情況下，內部需求轉趨疲弱，實質國內生產總值從第2季按年增長7.5%放緩至第3季的7.3%。就地區整體而言，實質生產總值按年

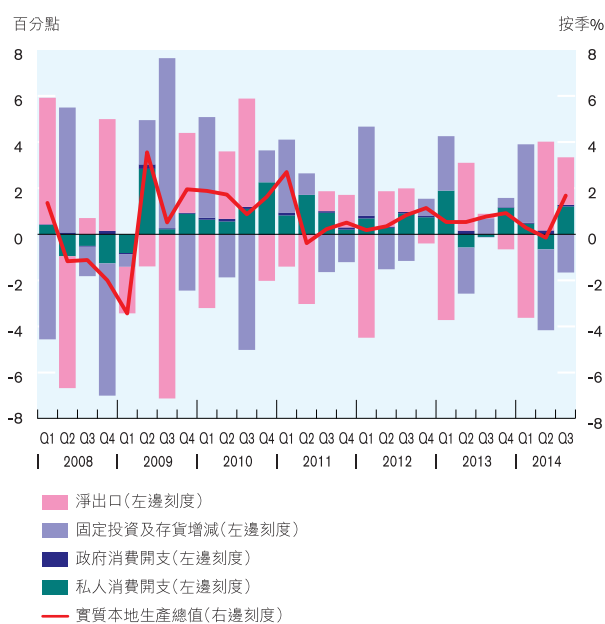
增幅由2014年第2季的6.4%稍為放緩至第3季的6.1%。主要受到全球商品價格下調帶動，區內通脹壓力似乎有所紓緩。中國內地方面，通脹壓力仍然溫和，10月份的按年整體消費物價指數通脹率保持在1.6%的低位。整體而言，區內的平均消費物價指數通脹率從首3季的平均2.8%降至10月份的2.2%。因應增長放緩及通脹壓力減退，區內大部分中央銀行都維持寬鬆貨幣政策立場，其中韓國中央銀行更在其8月及10月的會議上分別調低政策利率25基點至2%。中國內地方面，中國人民銀行分別調低基準貸款及存款利率40基點及25基點，是自2012年7月以來首次減息。中國人民銀行亦進一步推進利率市場化，在11月將存款利率的上限由基準利率的1.1倍調高至1.2倍。菲律賓及印尼在區內則屬例外情況。菲律賓中央銀行在第3季舉行的兩次會議上調高其政策利率共50基點，以遏抑通脹預期；印尼央行亦在11月的一次臨時會議上調高政策利率25基點，以控制通脹預期及確保在減少補貼燃油價格後通脹壓力繼續受控。區內金融市場在年中經過一段異常平靜的期間後，在9月及10月再現波動，主要反映市場憂慮全球增長前景轉壞。儘管近月人民幣兌美元大致保持穩定，自9月以來區內大部分貨幣兌美元貶值，MSCI亞洲指數(日本除外)亦於9月初從多年高位回落。展望未來，美國貨幣政策正常化的時間及步伐引起的不明朗因素，會繼續主導區內的短期增長前景。尤其美元顯著轉強，加上對美國加息的預期及區內增長前景轉弱，令區內資金流向逆轉的風險加劇。與此同時，中國內地的增長可能較預期慢，亦對區內增長前景構成不利影響。最新的共識預測預計東亞地區在2014年及2015年分別增長6.4%及6.3%，略低於2013年。

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

香港的經濟活動在第3季有所擴張。經季節因素調整的實質本地生產總值繼第2季微跌0.1%後，於第3季彈升1.7%（圖1）。經濟回復增長，部分受惠於香港對外貿易表現持續改善。本港貨品出口隨着區內加工貿易表現穩健而進一步上升，服務輸出亦部分因為金融市場暢旺而恢復增長。另外，本地需求仍對本地生產總值增長造成輕微拖累，其中私人消費顯著回升被投資支出持續下跌所抵銷。至於實質本地生產總值的按年增長率，亦由第2季的1.8%加快至第3季的2.7%。

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。

踏入第4季，經濟活動似乎有減慢跡象，商品出口及零售銷售增長放緩，採購經理指數亦繼續處於盛衰分界綫之下。此外，本地抗議活動亦可能對若干行業造成拖累，例如在受影響地區的零售業、餐飲及運輸服務等，但金融服務及進出口貿易等其他主要經濟環節應大致上沒有受太大影響。

勞工市場仍然相對緊絀，但近期有緩和跡象。由於勞動人口參與率一度顯著上升，但總就業人數增速較慢，因此失業率由第1季的3.1%及第2季的3.2%微升至第3季的3.3%。根據最新的業務展望按季統計調查及其他類似調查，招聘意欲維持正面，但已稍為轉弱。第3季實質家庭收入中位數較一年前輕微上升0.6%。

通脹

香港的通脹壓力在第3季保持溫和，反映食品價格、租金及工資升幅緩和。輸入通脹亦隨着美元轉強及油價近期下跌而有所減弱。因此，按季以年率計的基本通脹率由第2季的2.8%輕微下降至第3季的2.7%。²按年基本通脹率亦由第2季的3.5%逐步回落至第3季的3.3%。

資產市場

本港股市近月較為波動，主要受全球及本地宏觀金融諸多因素影響。藍籌企業盈利較預期佳以及股票資金流強勁，帶動恒生指數於9月初升上六年高位。然而，由於市場憂慮全球增長前景轉弱、地緣政治緊張局勢升溫，以及本地抗議活動，恒生指數於10月初顯著下跌至低位。其後恒生指數收復部分失地，於11月底收報23,987點。滬港股票交易機制（又稱「滬港通」）於11月17日正式推出，「滬港通」標誌着中國內地資本帳開放邁進新的里程，該機制允許香港及內地的投資者，透過雙方當地市場的交易及結算所，買賣及交收在對方市場上市的股票。近月股市的平均每日成交量有所增加，在「滬港通」推出後尤其顯著。此外，股市集資及併購活動於第3季及近期仍然活躍。

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。

住宅物業市場在第3季保持活躍，受到低息環境及房屋供應偏緊支持。二手市場物業價格於第2季上升2.7%後，在第3季繼續上升6.3%，當中中小型單位的價格升幅較大。中原城市領先指數顯示最近數月樓價保持堅挺。在一手市場成交帶動下，總成交宗數較第2季增加25%，至每月平均6,654宗。置業負擔能力仍然偏緊，樓價與收入比率於第3季升至14.8，略高於1997年的高峰水平。收入槓桿比率亦升至65.9%，高於50%的長期平均水平。³

貨幣供應及本地貸款

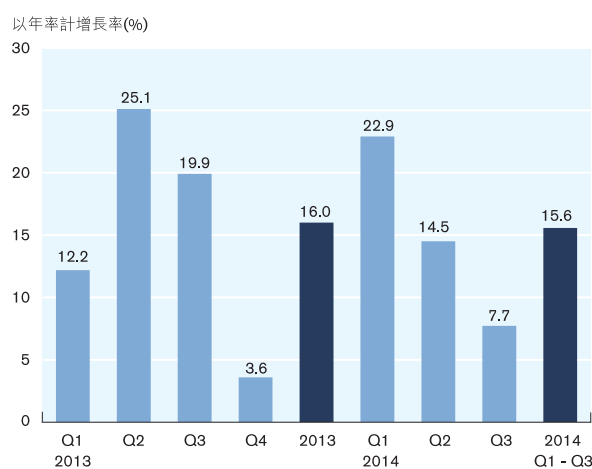
香港的貨幣環境在第3季以至近月大致保持寬鬆。此外，雖然之前有抗議活動，香港的銀行體系及金融市場一直如常運作，沒有出現無序調整。隔夜及3個月香港銀行同業拆息分別維持於0.05厘及0.37厘的低位，只是受到季節因素及季末流動資金需求影響而偶有上升壓力。港元收益率曲線跟隨美元收益率曲線下移及變得平坦。反映零售銀行平均資金成本的綜合利率由6月的0.47厘降至10月的0.39厘。貸款方面，新批按揭貸款的平均利率在10月稍微下降至1.95厘。

強方兌換保證於7月及8月被觸發，金管局因應銀行要求買入合共97億美元，總結餘因此相應增加753億港元，港元貨幣基礎繼而於第3季上升6.7%。儘管如此，港元廣義貨幣供應增速仍然由第2季的5.7%，減慢至第3季的1.4%。按對應資產分析，港元廣義貨幣供應增速放慢主要受9月銀行的淨外幣資產下跌拖累，反映非銀行私人部門有淨港元資金外流，這可能與當時本地股市調整有關。港元存款在第3季溫和增長1.5%，外幣存款則在美元存款帶動下錄得4.8%的較大增幅。整體而言，銀行存款總額於第3季溫和上升3.2%。

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。

近月貸款增長有所放緩，但總體上仍屬較快增長。按季整體貸款增長率在第3季減慢至1.9% (以年率計7.7%) (圖2)，主要反映本地貸款(包括貿易融資)放緩，以年率計，今年首9個月的整體貸款增長輕微回落至15.6%，對比2013年則為16.0%。在本地貸款中，對製造業以及批發及零售業的貸款繼續穩步增長，然而貿易融資以及其他主要商業貸款增速則有所減慢。住宅按揭貸款以稍快速度增長，令整體家庭債務佔本地生產總值比率微升至64.2%。由於貸款增長較存款增長慢，港元及外幣貸存比率在第3季分別微跌至81.8%及64.2%。金管局於11月宣布對穩定資金要求推出優化措施，將於2015年1月生效，包括修訂檢視門檻(貸款增長率)，以及檢視與提交報告的次數。

圖 2
整體貸款增長



香港的離岸人民幣業務繼續穩健發展。人民幣存款及存款證總額由6月底的11,249億元人民幣，上升至9月底的11,276億元人民幣。香港銀行處理的人民幣跨境貿易結算總額由第2季的14,373億元人民幣，增加至第3季的16,093億元人民幣。「滬港通」於11月17日正式推出，香港居民兌換人民幣的每日限額亦於同日撤銷。為協助銀行管理人民幣流動資金，金管局由11月10日起為參與香港人民幣業務的銀行提供最多

100億元人民幣的日間流動資金。金管局亦委任7間銀行作為香港離岸人民幣市場的一級流動性提供行，並向它們提供人民幣回購協議設施。這些發展將有助於進一步鞏固香港作為主要離岸人民幣業務中心的地位。

短期前景

儘管實體經濟活動在第3季有所改善，但預料短期內整體經濟增長動力仍將溫和。全球經濟增長前景回軟，將對香港的貨品出口表現構成壓力，但區內貿易表現穩定將繼續為本港的貨品出口提供一定程度的支持。最新的調查(包括有關貿易環節的業務展望按季統計調查及香港貿易發展局出口指數)也反映受訪者對出口前景的信心轉弱。香港的金融服務將會受惠於滬港通的推出，但旅客人均消費下降將繼續不利於訪港旅遊業。

本地需求方面，因為勞工市場狀況仍然大致穩定，預期私人消費會穩步增長。由於營商氣氛較為審慎令資本開支偏軟，對整體固定投資可能構成壓力，但有關負面影響部分會被基建項目及私營部門的建造活動所抵銷。整體而言，金管局編製的綜合領先經濟指標顯示短期內香港經濟的增長動力仍將溫和。政府已修訂2014年的本地生產總值增長預測至2.2%，接近其較早前2至3%的預測範圍的下限。私人機構分析員亦已調低2014及2015年的本地生產總值增長預測分別至平均2.2%及2.7%。

預期在經濟增長動力偏軟、工資增長溫和及外圍價格壓力受到抑制的情況下，本港通脹壓力將繼續保持溫和。政府亦已下調基本通脹率的預測至3.4%。預料未來幾個月勞工市場狀況應會稍為緩和，失業率及收入增長亦會面對一定程度的壓力。