

本地及外圍環境

本文由經濟研究部提供

在市場預期主要先進經濟體系的貨幣政策路向的分歧將進一步擴大，以及新興市場波動有可能反過來對先進經濟體造成負面影響的情況下，全球經濟及金融市場前景仍不明朗。美國方面，復甦步伐增強，最終令美國聯邦儲備局在近十年以來首次上調聯邦基金目標利率。相反，歐元區復甦步伐呆滯，通脹持續低迷，促使歐洲央行進一步放寬其貨幣政策。日本的情況亦相若，在經濟復甦溫和及基本工資和通脹壓力疲弱下，市場一直預期日本央行會進一步放寬其貨幣政策。東亞方面，增長動力保持溫和，中國內地面對外部需求疲弱及私人投資疲軟的情況，國內生產總值於第3季略為放緩。香港方面，受到本地需求放緩及出口表現欠佳拖累，經濟增長動力於第3季減弱。另一方面，港元兌美元繼續貼近7.75的水平。強方兌換保證於9月及10月期間多次被觸發，主要是離岸人民幣兌換港元的活動增加所致。然而，由於企業信貸需求放緩，信貸增長進一步減慢。本港股市轉趨穩定，在第3季大幅下滑後，於近期收復部分失地。住宅物業市場於近期則出現整固跡象。

外圍環境

美國聯儲局在9年半以來首次加息，標誌着美國進入加息週期。同時間歐洲央行亦剛剛進一步放寬其貨幣政策，而市場亦預期日本央行在可見的將來會跟隨歐洲央行進一步放寬貨幣政策。在這情況下，市場再次預期主要先進經濟體系的貨幣政策路向的分歧會進一步擴大。此外，金融市場在今年8月份出現大幅沽售的情況，突出了新興市場波動反過來對先進經濟體造成負面影響的風險，繼續為全球經濟及金融市場前景帶來不明朗因素。美國方面，儘管全球增長放緩、美元轉強及早前金融市場動盪，但基本國內需求仍然強勁，對本地採購商的最終銷售額（扣除庫存及淨出口）在第3季按季以年率計增長2.8%。11月份的就業職位繼續穩健增長211,000份，失業率亦降至近8年低位的5%，貼近聯儲局估

計的長期均衡失業率4.9%。因此，工資增長（以平均時薪的按年增長率計）在10月份一度錄得6年高位2.5%，而核心消費物價指數的按年增長率（扣除食品及能源）亦於11月份微升至2%。英國的情況亦相若，經濟繼續穩步復甦，實質國內生產總值繼第2季穩健增長0.7%後，於第3季錄得0.5%的按季增長。英國失業率於截至10月為止的3個月內降至7年低位的5.2%。相反，歐元區的復甦步伐仍然呆滯，實質區內生產總值繼第2季增長0.4%後，在第3季放緩至按季增長0.3%。早前油價下跌及歐元轉弱對經濟帶來的刺激可能會開始減退，加上失業率在10月份仍然錄得10.7%的高位，而區內需求則繼續因私營部門去槓桿化而受壓，11月份核心消費物價指數通脹仍低企於0.9%的水平，因此市場繼續憂

慮歐洲央行可能無法達到其2%的中期通脹目標。同樣，雖然日本的實質國內生產總值由第2季經向上修訂的按季收縮0.1%，反彈至第3季的按季增長0.3%，但復甦步伐仍然溫和。儘管勞工市場緊張，10月份職位與申請人比率達到23年來高位的1.24，但工資增長呆滯仍然是主要隱憂，第3季以時薪計的工資按年僅增長0.1%。「新核心通脹」(扣除食品及能源)按年增長疲弱，維持在10月份的1.2%。

先進經濟體系的經濟增長及通脹前景不一，意味着主要央行的貨幣政策路向亦會出現分歧。在美國，復甦步伐持續增強最終令聯儲局於12月份的聯邦公開市場委員會會議上將聯邦基金利率的目標範圍上調至0.25%至0.5%，是9年半以來的首次加息。雖然聯儲局預期隨後的加息步伐將會是循序漸進的，但實際的加息步伐仍要視乎整體經濟特別是通脹方面的前景。同樣，英國經濟穩步復甦，失業率下降，意味英倫銀行會逐步邁向貨幣政策正常化，不過時間方面則較不明朗。然而，歐洲央行在12月份進一步放寬其貨幣政策，將其資產購買計劃延長多6個月至2017年3月，並將購買範圍擴展至地區及地方政府債務。歐洲央行同時調低央行存款利率10個基點至負0.3%。日本方面，雖然日本央行在11月的議息會議上維持其貨幣政策不變，但疲弱的經濟前景及通脹意味市場對日本央行進一步放寬貨幣政策的預期持續。

公共財政方面，主要先進經濟體系繼續在財政整固方面取得進展。在美國，隨着復甦力度繼續增強，美國國會預算辦公室預測今個財政年度(2015年財政年度)的財政赤字將進一步下降至佔國內生產總值的2.4%，是2007年財政年度以來的低位。同時，美國國會在12月中達成的新預算案協議避免了另一場政治僵局。歐元區方面，財政狀況繼續改善，但在復甦乏力的影響下改善速度緩慢。歐盟委員會預測的整體政府赤字由2014年財政年度佔區內生產總值的2.6%，降至2015年財政年度的2.0%。日本的情況亦相若，財政赤字自2014年4月上調消費稅以來一直逐步下降，國際貨幣基金組織預測其財政赤字會由2014年財政年度佔國內生產總值的7.3%，下降至今個財政年度的5.9%。

東亞方面¹，增長動力仍然呆滯，區內需求表現平淡，出口增長維持疲態。全球需求疲弱及商品價格下挫，對商品出口國造成的打擊最大。中國內地方面，由於外部需求疲弱及私人投資疲軟，實質國內生產總值的按年增幅由對上一季的7.0%，略為放緩至第3季的6.9%，這是6年半以來的最低水平。就地區整體而言，區內實質生產總值的按年增幅由對上兩季的5.8%，放緩至第3季的5.6%。物價方面，由於全球需求不振及商品價格疲弱，地區整體面對通脹下調壓力，但隨着去年油價下跌對通脹下降的影響開始逐步減退，近月出現通脹回穩的跡象。區內平均消費物價通脹率由今年上半年的平均按年1.3%，微升至第3季的1.4%。中國內地的消費物通脹率部分受到豬肉價格上升帶動，亦於同期由按年1.3%升至1.7%。因應增長放緩，區內多個經濟體系已採取措施放寬其貨幣政策。例如中國人民銀行在10月分別進一步調低基準利率及存款儲備金率25基點及50基點，而向中小企及農業環節提供貸款支持

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。

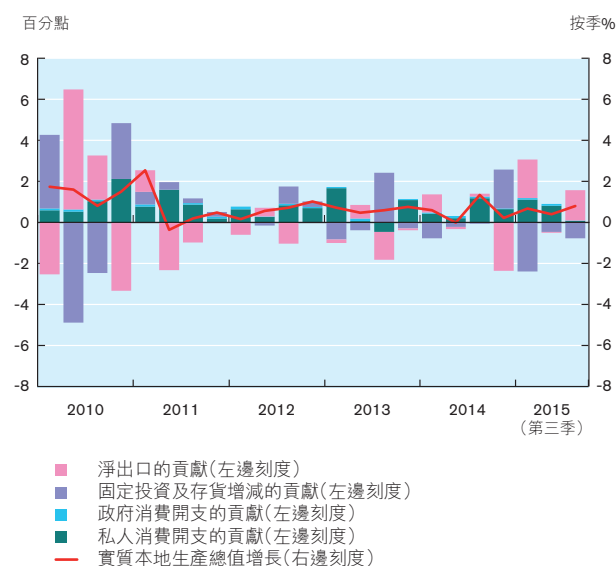
的金融機構的存款儲備金率再額外下調50基點。²新加坡及台灣的央行最近亦放寬貨幣政策。³另一方面，貨幣政策在支持經濟增長及緩減資金外流間取得平衡變得日益困難，故區內其他中央銀行暫時維持政策利率不變。與此同時，隨着聯儲局在9月及10月決定維持政策利率不變，讓面對資金外流壓力的東亞地區有喘息的機會，區內金融市場經過夏季大幅波動後趨於穩定。區內多種貨幣及股票在5月至9月間的拋售潮後，雖然仍然疲弱，但已穩定下來。展望未來，區內前景仍然主要視乎美國貨幣政策正常化的步伐及時間而定。如美國貨幣政策正常化令貨幣狀況收緊，再加上資金外流壓力，會對早已露出疲態的經濟造成重大影響。

本地經濟

香港方面，經季節性因素調整的實質本地生產總值在2015年第3季按季增長0.9%，而第2季的增幅則為0.4%（圖1）。儘管實質本地生產總值按季增長加快，但基本增長動力實際上有所減弱，大部分本地生產總值組成項目增幅輕微，甚至收縮（表1）。私人消費變動不大，整體固定投資仍然較弱。面對全球及區內貿易表現呆滯，以及本地旅遊業持續疲弱，本港出口表現亦欠佳。部分由於本地需求轉弱，貨物進口及服務輸入亦下跌。然而，由於出口總額的跌幅少於進口總額的下降，淨出口對實質本地生產總值有溫和的支持作用。同時，存貨下跌的速度放慢，亦有助增加實質本地生產總值的增長。以按年增幅計算，實質本地生產總值則由第2季的2.8%減慢至2.3%。

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。

表1

按組成項目分析的實質本地生產總值

	2014 年度變動 (%)*	2015 第1季	2015 第2季	2015 第3季	2015 第1季	2015 第2季	2015 第3季
		按年變動(%)*			按季變動(%)*		
實質本地生產總值	+2.5	+2.4	+2.8	+2.3	+0.7	+0.4	+0.9
私人消費開支	+3.2	+5.3	+6.1	+4.3	+1.8	+1.3	+0.1
政府消費開支	+3.0	+3.4	+3.3	+2.6	+0.8	+1.1	+0.2
本地固定資本形成總額	-0.2	+7.5	+5.2	-6.5	-	-	-
樓宇及建造	+6.5	-3.3	+13.4	+4.2	-	-	-
機器及設備	-6.5	+14.4	-1.3	-10.5	-	-	-
存貨變動 (以十億港元計)	+7.9	-6.6	-9.0	-5.5	-	-	-
出口：貨物	+0.8	+0.4	-3.6	-3.2	-1.4	-3.2	+0.5
出口：服務	+0.9	+0.0	+0.9	-1.3	+0.9	-0.8	-1.9
進口：貨物	+0.9	+0.1	-3.2	-4.1	-2.1	-3.1	-0.9
進口：服務	+1.9	+6.1	+3.6	+4.1	+0.8	+1.5	-0.3

*另有註明除外。
- 不適用

資料來源：政府統計處。

主要指標亦顯示香港經濟增長動力減弱。商品貿易及零售在10月份的表現仍然呆滯。採購經理指數在11月連續第9個月停留在50的水平以下，而最新的業務展望按季統計調查亦顯示企業對營商環境變得審慎。與此同時，金管局內部編製的綜合領先經濟指標顯示增長動力疲弱的情況相信會持續至明年初。

² 為推進利率開放進程，中國人民銀行亦撤銷銀行的存款利率上限。

³ 新加坡金融管理局於10月份稍為調低新加坡元名義有效匯率政策區間的斜率，台灣中央銀行亦在9月及12月下調政策利率共25基點。

整體勞工市場狀況在第3季維持穩定，失業率繼續停留在3.3%的低位。然而，隨着經濟增長動力減弱，整體就業人數增長減慢，有初步跡象顯示勞工需求放緩。其中進出口貿易以及零售、住宿及膳食服務業的就業人數連續兩季下跌是主要拖累因素，而其他商業服務環節的招聘步伐則保持平穩。

通脹

本地成本壓力大致受控及輸入通脹維持溫和，通脹走勢有緩和跡象。本地方面，工資壓力維持穩定，在本地經濟增長放緩的情況下，零售及其他服務行業的通脹壓力轉弱。對外方面，由於香港的主要進口來源地的通脹放緩，以及國際商品價格回軟，輸入通脹受控。整體而言，按年基本消費物價通脹率由第1季的2.6%及第2季的2.5%，放緩至第3季的2.4%。⁴

資產市場

本港股市在第3季因連串的全球金融市場事件而遭受衝擊。在內地A股市場的拋售潮、全球外匯市場波幅擴大以及全球商品價格下跌的影響下，恒生指數由4月份的8年高位下挫28%至9月份20,557點的低位。其後，全球及內地金融市場轉趨穩定，恒生指數亦收復部分失地，於11月底升至21,996點。然而，股票市場平均每日成交量持續收縮，由第3季的1,015億港元減少至10月及11月的774億港元。另一方面，股票集資活動雖然在第3季表現遜色，但於近月有所回升。

在股市波動加劇及經濟增長動力放緩的情況下，住宅物業市場自8月以來呈現整固跡象。由於二手市

場明顯轉趨淡靜，住宅物業成交量由今年首7個月平均每月的5,379宗，減少至8至11月期間的3,571宗。雖然一手市場交投仍然穩健，但銷售情況於近月亦有所回軟。同時，二手樓價在第3季略為上升後，在10月下跌，而中原城市領先指數亦顯示樓價跌勢在11和12月份持續。然而，置業負擔能力仍然偏緊，樓價與收入比率於第3季維持在15.8的高位，收入槓桿比率亦升至70.9%。另一方面，在推出7輪審慎監管措施後，10月份新造按揭貸款的平均按揭成數降至49.3%，而平均供款與入息比率亦降至低於35%的水平。

貨幣供應及本地貸款

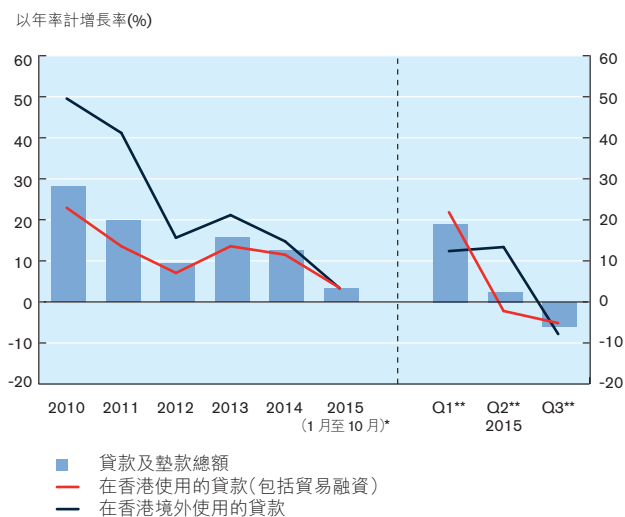
香港銀行同業流動資金在第3季以至近月維持充裕，儘管金融市場狀況轉差，但利率仍然保持在低位。受到離岸人民幣兌換港元的活動增加以及對港元的商業需求上升所帶動，強方兌換保證在9月1日至10月30日期間多次被觸發，令總結餘進一步擴張，港元貨幣基礎因此在6月底至10月底期間上升10.8%。隔夜及3個月香港銀行同業拆息維持在低位，於7至10月期間大致在0.05厘及0.39厘左右徘徊，僅在8月時略有波動。同期，港元收益率曲線較長年期的部分變得平坦，其中港元政府債券10年期收益率於10月底下降26基點至1.53%。反映零售銀行平均資金成本的綜合利率降至近期低位的0.25厘。新批按揭貸款的平均利率亦低企在2厘左右。

儘管貨幣基礎顯著上升，但港元廣義貨幣供應(M3)於第3季按季微跌0.7%。這主要是由於港元存款減少0.6%。外幣存款方面，美元存款在第3季顯著上升6.5%，但其他外幣存款則下跌3.0%，主要反映人民幣存款下跌。整體而言，銀行存款總額在第3季穩步上升1.0%。

⁴ 基本通脹率指在剔除所有政府一次性紓緩措施的影響後的綜合消費物價通脹率。

由於企業信貸需求放緩，貸款增長速度進一步減慢。今年首10個月，整體銀行貸款增長以年率計下降至3.4%，而2014全年增長為12.7%（圖2）。如按季比較，整體貸款自2009年以來首次錄得下跌，於第2季輕微增長0.6%（以年率計2.5%）後，在第3季下跌1.5%（以年率計6.0%）。在香港境外使用的貸款經過連續幾季顯著上升後，在第3季錄得2.0%（以年率計7.9%）的跌幅；在香港境內使用的貸款（包括貿易融資）則進一步下跌1.3%（以年率計5.2%），主要受貿易融資、以及與股票經紀和批發及零售業相關的貸款減弱所拖累。家庭債務方面，負債佔本地生產總值比率於第3季微升至66.3%，反映住宅按揭貸款增長較快，抵銷了個人貸款的輕微跌幅。由於港元貸款下跌而港元存款增加，因此港元貸存比率於10月份降至77.4%，外幣貸存比率亦降至63.1%。

圖2
貸款增長



註：*1月至10月期間以年率計增長率。

**以年率計的按季增長率。

資料來源：金管局。

香港人民幣流動資金池於第3季收縮，部分反映在市場預期人民幣貶值及貿易結算交易錄得支付淨流出下，客戶存款有所減少。人民幣客戶存款及存款

證總額自6月底下跌13.4%至10月底的9,604億人民幣。然而，整體來說，香港的人民幣銀行業務繼續穩健增長。例如與4個月前比較，未償還人民幣銀行貸款總額增長24.3%，截至10月底達2,936億人民幣。經香港銀行處理的人民幣貿易結算總額在第3季升至20,501億人民幣，較第2季的15,697億人民幣上升30.6%。人民幣即時支付結算系統平均每日交易額在10月份亦進一步上升至10,667億人民幣，而2014年全年為7,327億人民幣。國際貨幣基金組織在11月30日的執行董事會議上，決定將人民幣納入特別提款權貨幣籃子之內，新的貨幣籃子於2016年10月1日起生效，展望未來，香港將繼續在推動人民幣國際化過程中發揮重要角色，並且繼續受惠於內地資本帳開放的進程。

短期前景

香港經濟增長動力預計於短期內將會較為緩和。鑑於全球經濟前景仍然充滿挑戰，相信香港的對外貿易表現將繼續受制於全球貿易表現呆滯、本地旅遊業疲軟以及金融服務輸出因市場波幅擴大而略為轉弱的影響。本地方面，由於勞工市場狀況放緩以及資產價格波動造成的負財富效應，私人消費增長將會略為放緩。此外，營商氣氛轉弱以及利率上行將繼續對資本投資構成壓力，但建造活動相信會保持活躍。根據最新的共識預測，私人機構分析員預測2015年的實質本地生產總值增長率為2.4%，而2016年則為2.0%。

然而，宏觀經濟前景面對一些下行風險，包括全球增長前景較預期差，美國利率正常化，相對歐元區和日本的貨幣政策路向分歧可能會引起預期以外的衝擊，以及地緣政治風險可能加劇。這些風險因素可能引致國際資金流及環球金融狀況更為波動，會透過金融及信貸渠道對香港經濟造成潛在的負面連鎖影響。本地方面，物業市場估值偏高，同時在美國加息和住屋供需差距逐步收窄的情況下，物業價格的下調壓力將有可能增加。