

# 經濟專題

財資處



范婉兒  
高級經濟師  
[irinafan@hangseng.com](mailto:irinafan@hangseng.com)

嚴愛群  
首席經濟師  
[joanneyim@hangseng.com](mailto:joanneyim@hangseng.com)

2009年9月16日

## 香港金融海嘯一週年：衰退重現非無可能

在政府的大力支持下，環球經濟正從大蕭條以來最嚴峻的衰退中復甦，而香港經濟亦於第二季強勁反彈。

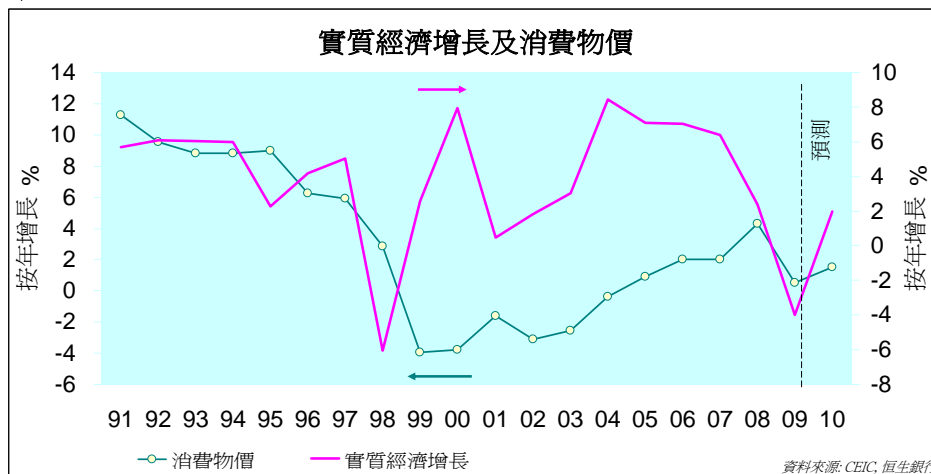
在各國政府應對金融危機而採取的大規模挽救經濟措施下，歷史可能不會重演。然而，復甦是否得以持續，並不能單靠政府政策的支持，還須有賴私人消費及商業開支的帶動。

雖然經濟最惡劣的時刻可能已過去，但難望回升的勢頭能持續強勁。預料本港經濟下半年按年計仍會收縮，全年收縮幅度或會達 4%。不過，明年的情況會較佳，估計經濟會有 2.0% 的增長。

各國政府及央行相繼推出的大規模財政刺激方案及史無前例的寬鬆貨幣政策，並非全無負面影響。在過多流動資金充斥下，資產市場升勢之快，已遠非疲弱的經濟基礎所能解釋。

由於賴以增長的基礎仍未穩固，政府短期內不大可能會收緊政策。鑑於流動資金可能會持續高企，資產市場出現泡沫的機會正在增加。如果泡沫爆破，經濟重現衰退的可能性不能抹煞。

表 1



恒生銀行

滙豐集團成員

# 經濟專題

財資處



## 最惡劣的時刻已過去

2008年9月雷曼兄弟倒閉後，香港經濟出現了10年來最嚴重的衰退，不過衰退到了今年首季末終於結束。按年計，本地生產總值的跌幅從第一季的7.8%收窄至第二季的3.8%。經季節性調整後的數據顯示，香港經濟已從首季回升，第二季按季增長3.3%，是見底回升的明顯跡象。

各國最新的經濟數據亦顯示環球經濟收縮的步伐正緩和。反映香港經濟增長的主要領先指標——美國供應及管理協會製造業指數，亦預示未來情況好轉。

表2

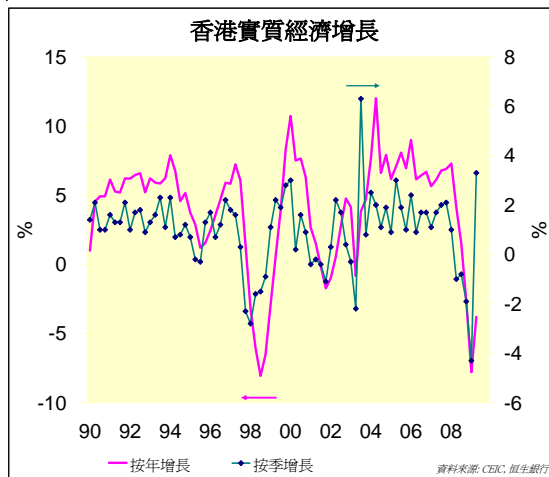
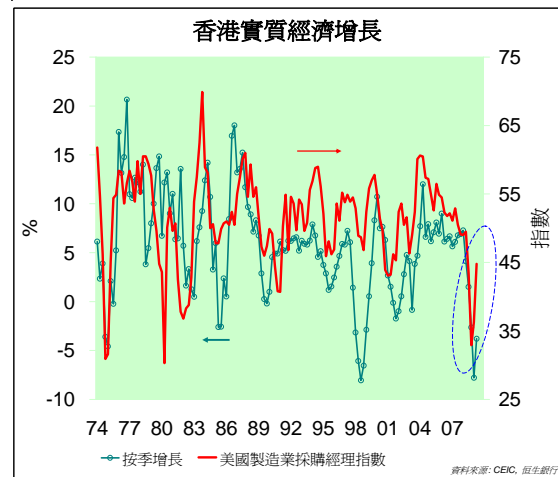


表3



## 歷史可能不會重演

雖然是次危機既深且廣，但經濟回升的速度卻似乎較預期為快。問題是，目前經濟是否在蘊釀強勁復甦？抑或重蹈亞洲金融危機的覆轍，踏入長達6年的放緩期？

至現時為止，出口下跌的幅度遠大於亞洲金融危機首年所見；當時危機的規模遠較目前小，亞洲以外國家仍保持增長勢頭。

不過，目前的內部需求較上次危機時暢旺，在退稅及其他財政刺激措施下，消費開支所受影響較少，且由於政府基建項目及就業計劃有助舒緩建造業的部份壓力，失業率上升的步伐亦較慢。

在政府積極實行刺激經濟的措施下，歷史可能不會重演。問題是，各國推出的大型財政刺激方案及前所未見的寬鬆貨幣政策，是否可以抵消私人財富的巨大損失對經濟所帶來的衝擊。



恒生銀行

滙豐集團成員

# 經濟專題

財資處

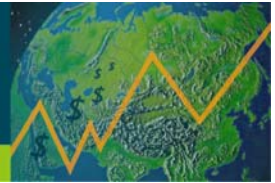


表 4

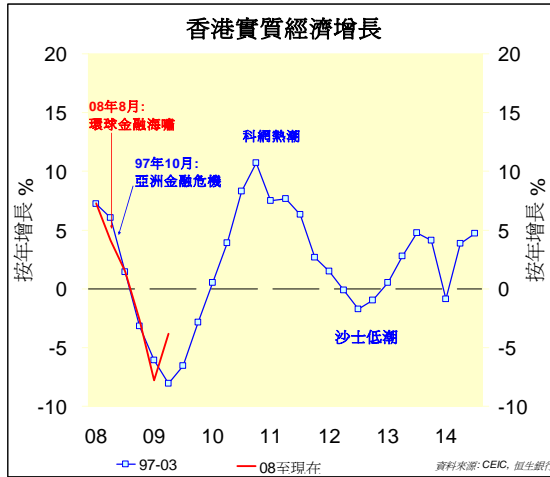


表 5



表 6

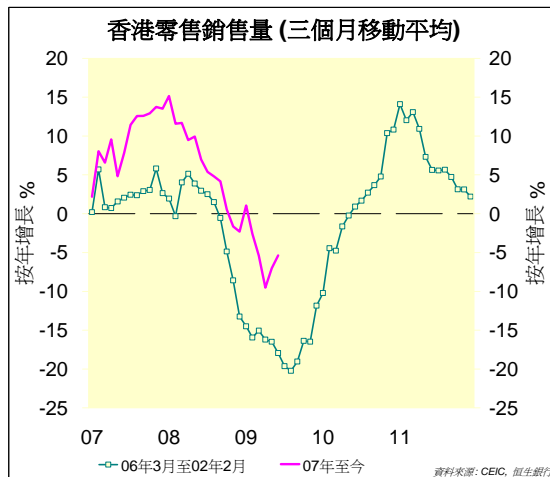
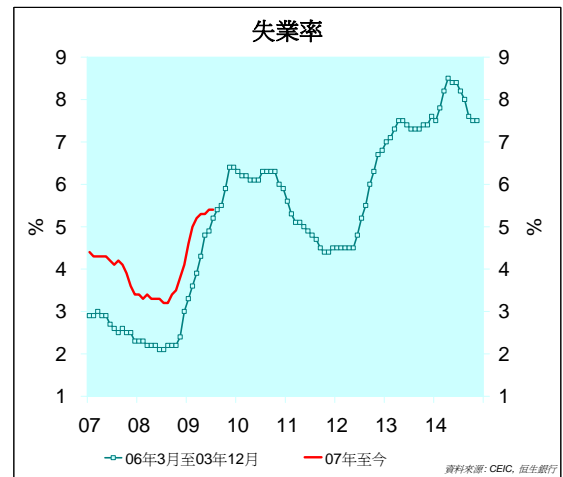


表 7



## 流動資金的影响力

大規模的財政刺激措施及寬鬆的貨幣政策並非全無負面影響。是次經濟衰退既深且廣，促使各國央行推出極度寬鬆的貨幣政策，令刻下環球經濟充斥著流動資金。為舒緩信貸市場壓力，聯儲局一方面將利率減至近零，同時將資金注入金融體系，並採取前所未見的量化寬鬆的貨幣政策。

在聯繫匯率制度下，流動資金過剩令本地銀行同業拆息跌至近零。此外，外資湧入亦使到過去一段時間港元走勢強勁，港元兌美元一直徘徊於金融管理局的強方兌換保證水平。因此，本地銀行體系總結餘及貨幣基礎的總額一直節節上升。



恒生銀行

滙豐集團成員

# 經濟專題

財資處



表 8

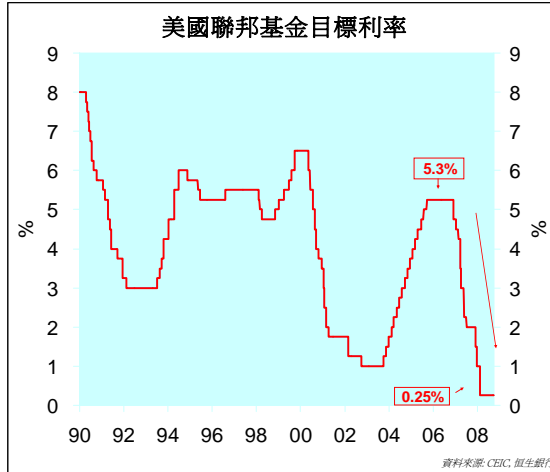


表 9

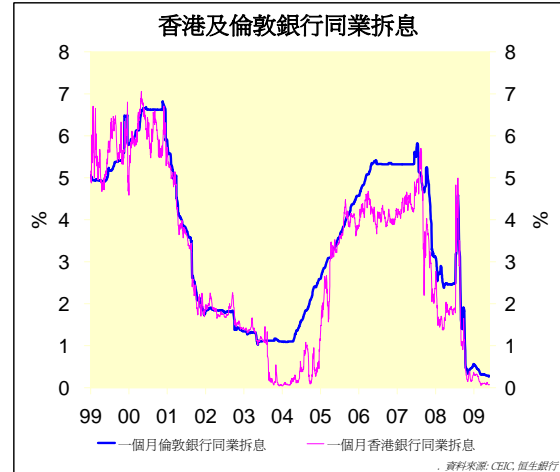
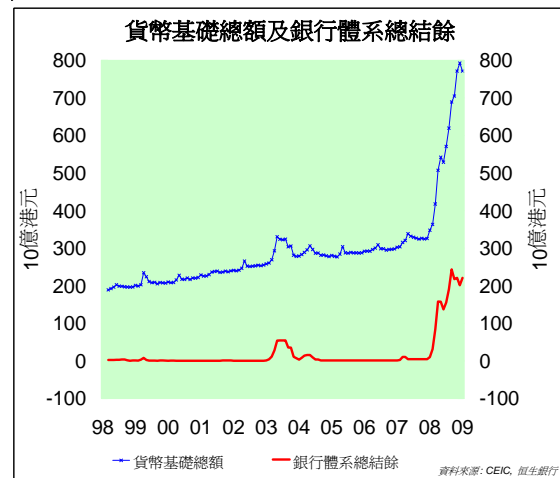


表 10



表 11



## 資產市場走在經濟之前

流動資金湧入，令香港股票及物業市場持續上揚。近月，物業市場交投急增，由底部反彈達 3 倍，而股票市場的交投量亦從底部躍升逾 80%。恒生指數由 2008 年 10 月的低位大幅反彈約 80%，而地產市場亦收復了去年 9 月雷曼倒閉後蒙受的大部份損失。



恒生銀行

滙豐集團成員

# 經濟專題

財資處

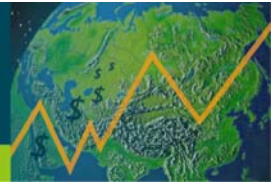


表 12

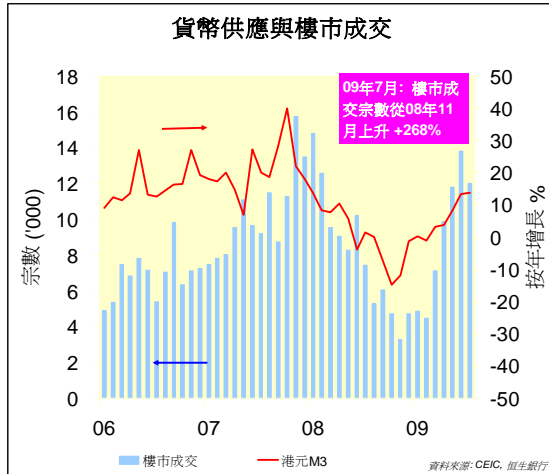


表 13

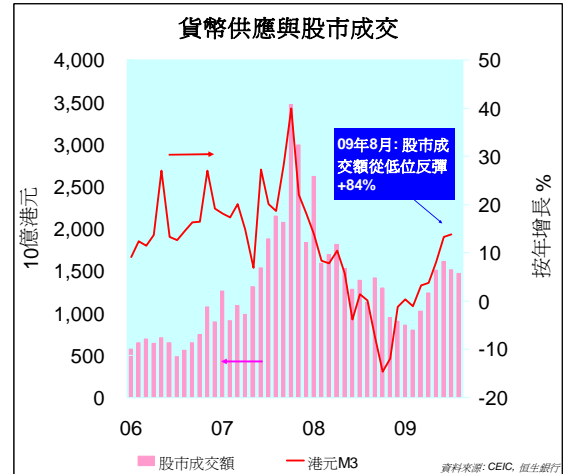
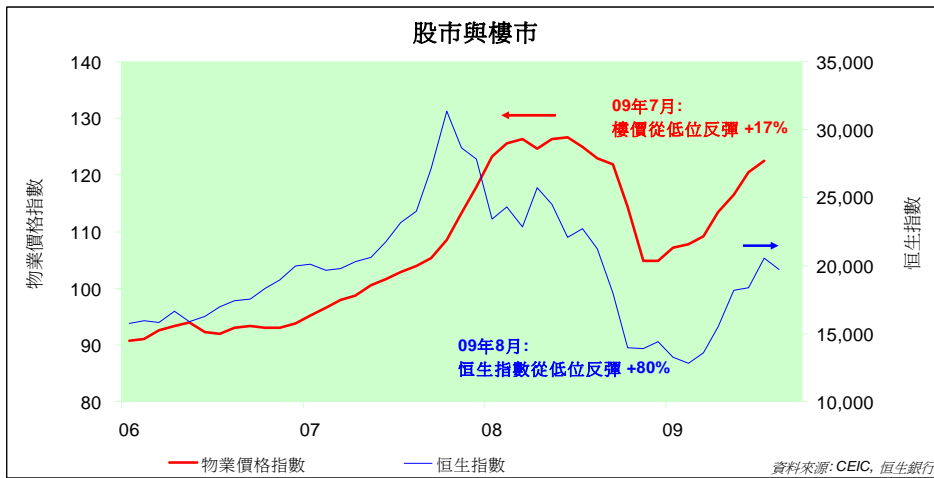


表 14



資產市場升勢之快，已非疲弱的經濟基礎所能解釋。近期，在前所未見的刺激經濟措施襄助下，各地市場於第二季出現強勁反彈，大部份國家均將國內生產總值預測上調。然而，世界銀行、經濟合作及發展組織及國際貨幣基金會均認為環球經濟復甦仍然偏軟及乏力。



恒生銀行

滙豐集團成員

# 經濟專題

財資處



表 15: 世界經濟展望

按年增長 %	2009 預測	2010 預測
美國	-3.0	1.8
歐羅區	-4.5	0.5
日本	-6.8	1.0
中國內地	7.2	7.7
全球	-2.9	2.0

資料來源: 世界銀行

表 16

## 格林斯潘 (前聯儲局主席)

- 「我認為股票價格對經濟的影響，比傳統智慧所指的更為深遠…股票價格不但是環球商業活動的重要領先指標，更是環球商業活動的主要推動力。」
- 「股票價值上漲，可帶動環球資產負債表增值，更可為銀行帶來新資金，讓他們增加信貸。」
- 「股價上升亦會使到人們的財富和消費增加。」

資料來源: 金融時報, 2009 年 6 月 25 日

有言論指資產價格上升由於有助重建私人財富，其實可能會刺激消費及企業投資。雖然此一論調尚有待引證，但可以肯定的是，貨幣供應如長期急速增長，可能會增加通脹風險。

關鍵問題在於到底過剩的流動資金何時會撤離？換言之，各國央行何時會將政策由寬鬆改為從緊？收緊的幅度又如何？

## 各國央行尚未計劃退出量化寬鬆政策

由於賴以增長的基礎仍未穩固，所以短期內各國不大可能會收緊政策，但或會停止放鬆銀根。鑑於流動資金可能會持續高企，資產市場出現泡沫的機會正在增加。



恒生銀行

滙豐集團成員

# 經濟專題

財資處



表 17: 並無急需退出寬鬆政策

## 美國

聯儲局在 8 月份的公開市場操作委員會會議後決定將利率維持於接近零的水平，並表示利率將會在一段「較長時間」內處於「極度偏低」的水平，但當局不會擴大其債務購買計劃的規模。

## 歐洲

歐洲中央銀行及英倫銀行於 9 月份各自召開政策會議後，亦表示將維持利率不變，同時沒有退出寬鬆貨幣政策的意圖。英倫銀行將其基準利率維持於 0.5% 的水平不變，亦無提高其 1,750 億英鎊的資產購買目標。至於歐洲央行則於其例行會議後，決定維持其主要利率於 1%，行長特里謝表示，並無急需退出其非常寬鬆的貨幣政策，而央行更會繼續以 1% 的固定利率提供一年期無上限融資。

## 可能會出現雙底衰退

當貨幣供應增長快於經濟需要，股市便會出現泡沫。1997 年、2000 年及 2007 年所見的股市泡沫，便是由於貨幣供應增長遠遠拋離名義本地生產總值的增長。較長遠而言，物業價格亦傾向隨著經濟表現上落，而不可能過於偏離經濟基礎因素。若借鑑歷史，目前資產市場出現泡沫的風險正在增加。

表 18

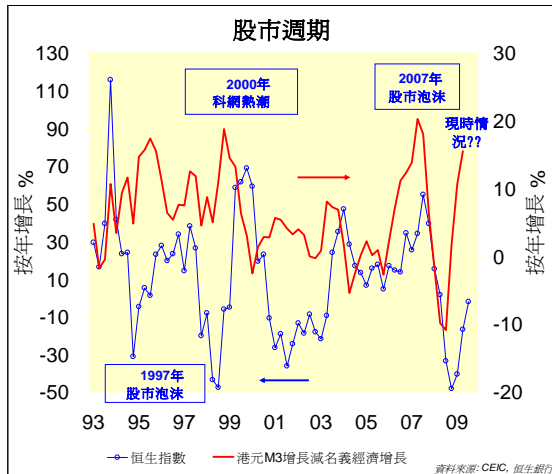
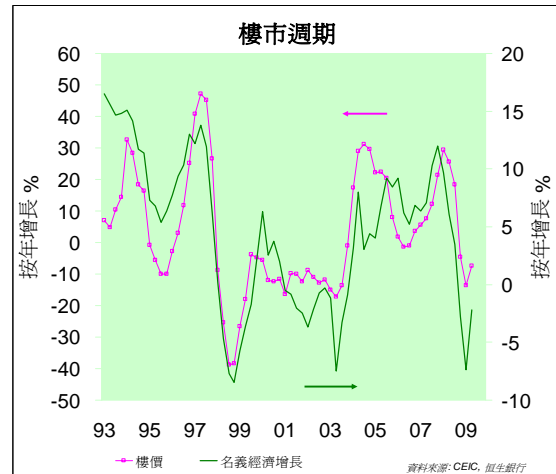


表 19



恒生銀行

滙豐集團成員

# 經濟專題

財資處



## 經濟預測

在各國政府及央行施行積極的政策以舒緩金融市場的壓力和推動經濟增長後，環球經濟衰退的最壞時刻大抵已過去。然而，復甦能否持續，並不能單靠政府的政策支持，還須有賴消費及企業投資的帶動。不過，由於新增職位難求，消費前路依然崎嶇，而經濟前景不明朗亦會令商業投資遲疑不決。

因此，我們認為本港經濟只會緩慢增長，並預期在下半年的收縮情況改善下，全年經濟收縮幅度將為 4%。然而，直至明年下半年之前，預期本地經濟將難以出現較強反彈。因此，我們預料 2010 年本港經濟全年僅輕微增長 2.0%。我們的預測如有偏差，最大的原因可能是各國央行繼續推行超寬鬆的貨幣政策，因為屆時因泡沫爆破而令衰退重現的情況並非全無可能。

表 20: 香港經濟展望

	實質本地生產總值 (按年增長 %)	消費物價 (按年增長 %)	失業率 (季節性調整 %)
2007	6.4	2.0	4.0
2008	2.4	4.3	3.6
2009 預測	-4.0	0.5	5.5
2010 預測	2.0	1.5	6.0

資料來源: CEIC, 恆生銀行



恆生銀行

滙豐集團成員



## 免責聲明

本檔由恒生銀行有限公司（「恒生」）提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表「恒生」之見解。撰寫本檔之分析員證明于本檔內所發表之意見，乃準確反映分析員就有關金融工具或投資項目之個人意見，而有關分析員過去、現在或未來之報酬，并無任何部份直接或間接與本文件內之特定建議或意見有關。本文件的內容並非(亦不可作為)買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本檔的任何部份均嚴禁以任何方式再分發。

本檔所載之資料或只屬指示性，并且未經獨立核對。「恒生」對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性并無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何資料、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對本文件所載資料及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，并就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等資料、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

「恒生」及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉于所有或任何于本檔中提及的證券或投資項目。「恒生」及其聯繫公司可能就其于本檔所提及的所有或任何證券或投資項目的交易收取經紀佣金或費用。

本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，并在有需要時諮詢獨立投資顧問。本檔并不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本文件並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔并不擬指出本檔內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。

