

## 實質負利率重臨

在 2007 年首 8 個月期間，綜合消費物價指數以平均年率 1.5% 的幅度溫和增長。多項政府措施包括差餉及公屋租金方面的寬減，令佔消費物價指數三成的住屋類別自今年 4 月以來平均只上升 0.9%，遠低於之前約 4.8% 的水平。然而，當差餉寬減的影響消失，住屋類別的增幅相信會返回正常水平，帶動綜合消費物價指數的按年增長超越 3%。

通脹壓力再度升溫的可能性引起不少關注，尤其是市場預期美國聯邦儲備局會在未來繼續減息，在聯繫匯率下，本港利率亦同時面臨下調的壓力。由於港元儲蓄利率將降至 2% 或以下水平，加上通脹趨升，負利率將再度出現。



### 負利率的情況在 1990 年代相當嚴峻...

對很多香港人來說，1990 年代實質負利率帶來的衝擊仍然記憶猶新。負利率不僅大大蠶食了購買力，亦導致資產泡沫的產生。然而，現時的情況跟以往有所不同，因為 1990 年代的負利率環境主要是由結構性因素所引起。

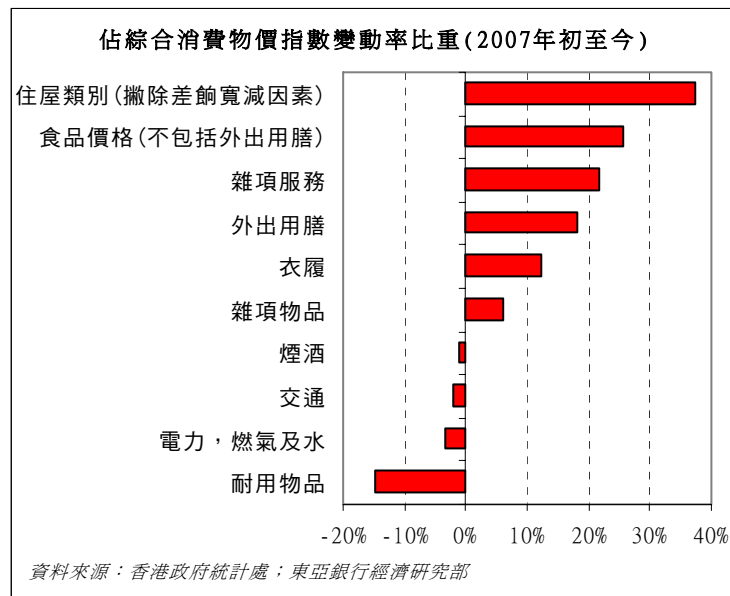
1990 年代初期，香港經濟增長強勁，失業率一直維持在 2% 以下的偏低水平。《中英聯合聲明》後的高地價政策限制了土地供應，刺激房地產價格飆升。樓市的空前繁榮，令建造業和其他房地產相關行業對勞工的需求大大增加，隨後更影響至整個勞工市場。

長時間的經濟高增長和全民就業讓當時的名義薪金以雙位數幅度上漲。薪金急劇增長帶動通脹持續攀升。在 1990 年代初期，消費物價指數的按年增長一直高企在 9% 的水平。同時，美國一連串的減息行動卻令港元存款利率隨之大幅削減至 1.5%，故此實質利率在 1990 年代初期跌至 -6% 至 -8% 之間。

實質利率長期處於極低水平，令市民爲了保存購買力而紛紛將資金從現金存款轉往其他投資類別，如股票和房地產等，部分人更大舉借貸投資。熾熱的資產投資氣氛最終令當時的經濟泡沫進一步惡化。

### ...負利率將再度出現，但幅度溫和

目前的經濟環境已很不一樣。受到內地和美國經濟持續增長的帶動，本港經濟強勁復甦，步出長期通縮的低谷。



在今年首 8 個月期間，消費物價指數的升幅中約有 40%來自住屋類別（撇除差餉寬減因素）的上升，26%來自食品價格（不包括外出用膳）的上漲。本港食品價格迅速上升，主要是因爲內地食品價格在近月均錄得雙位數的強勁升勢。而本港外出用膳成本亦隨之增加，對整體物價升幅有 18%的貢獻。

然而，目前高企的食品價格應難以長時間維持。事實上，內地的食品價格甚爲波動。譬如，內地食品價格在 2004 年期間亦曾錄得雙位數的按年升幅，但一年內便急劇回落至 1%以內。另外，近期豬肉和其他肉類價格的飆升，最主要是受「藍耳」瘟疫的爆發以及飼料價格迅速上升所帶動。鑒於食品是必需品，對民生影響重大，內地政府必定會努力採取措施抑制價格的大幅上揚。因此，長遠而言食品價格將不會成爲推動本港通脹上升的主要因素。

未來本港通脹仍然會由強勁的需求帶動。蓬勃的股票市場所帶來的正面財富效應，以及薪金上升，將會繼續支持內部需求。故此，批發商和零售商的議價能力將進一步提升，推動整體價格的上揚。另一方面，由於住屋類別佔綜合消費物價指數的比重較大，其租金的持續上升亦將加劇通脹的壓力。

不過，整體而言，物價的上升幅度應該仍算溫和。由於美國經濟預期將顯著放緩，令本港出口前景蒙上陰影，因此通脹上升的壓力應會有所緩和。

此外，相比 1990 年代，本港經濟與全民就業的水平仍有一段距離。目前的失業率處於 4%以上，仍有下調空間。所以，薪金帶動的通脹上升壓力應較爲有限。

由此預計，2008 年的通脹水平應會徘徊於 3-4%附近，遠低於 1990 年代初 9%的水平。與此同時，由於美國聯儲局仍然憂慮通脹，未來 12 個月的減息幅度應會在 100 點子以內。故此，香港儲蓄利率或會隨之下調最多 1%，令實質利率跌至-2%至-3%範圍。

### 負利率對樓市的刺激大於股市

爲了保存購買力，負利率的出現往往令資產投資增加。然而，是次負利率對樓市的推動力會較股市大。這是由於在負利率出現之前，股票市場經已屢創新高，成交亦保持強勁。現時股市投資份外活躍，主要是被可觀的回報吸引，多於保值的需要。因此，負利率對於已經飆升的股票市場來說，幫助是有限的。

不過，負利率將會帶旺房地產市場。在過去 12 個月，平均每月按揭供款下跌 2%，反觀租金卻大幅上升 13%。這種情況理應有利於刺激樓宇銷售。然而，用家及投資者經歷 97 年樓市泡沫爆破後餘悸猶在。

展望未來，經濟持續向好，推動股票市場及工資上升，正面的財富效應有助用家恢復對買樓的信心，爲樓市帶來支持。鑒於利率有下調壓力，按揭支出將進一步回落。此外，繼過去 3 個月錄得 11.4%漲幅後，預期租金在未來仍有上升空間，這些因素將誘使更多現有租客及用家選擇置業。因此預期樓宇買賣在 2008 年將會轉趨活躍。

### 結語

雖然實質負利率將會重現，但由於預期通脹趨向溫和，負利率應該大約在-2%至-3%之間。相比 1990 年代對經濟帶來的衝擊，是次溫和的負利率對本地消費以及投資活動只會帶來正面推動作用。因此，在目前環球信貸緊縮和美國經濟放緩的憂慮下，負利率適時出現，將有利香港保持穩步的經濟增長。

經濟分析所表達的論點，並不一定反映本銀行管理層的立場。各方如有轉載本報告的全部或部份內容，均須註明資料來源。如有任何查詢，請電：3608-5020，傳真：3608-6171，或郵寄香港郵政總局信箱 31 號經濟研究部。