



香港經濟可持續溫和增長

高級經濟研究員 蔡永雄

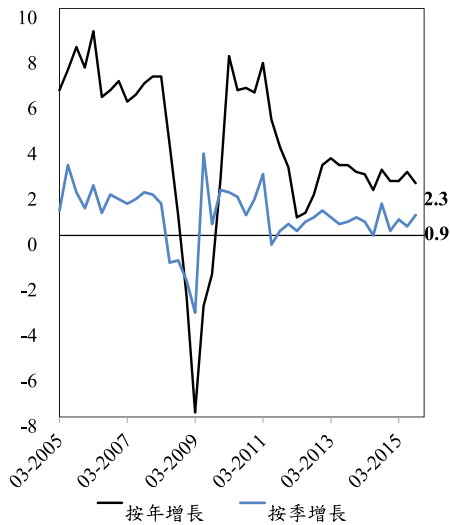
2015 年延續溫和增長

今年首三季，香港經濟實質增長 2.5%，總體上延續了自 2012 年來平均 2.4% 的溫和增長趨勢，低於過去十年平均增長率 3.9%。這是環球經濟尚未完全復蘇、內地經濟持續放緩、貿易相關的活動表現疲弱、訪港旅遊業大不如前，以及香港內部（勞工和土地）生產要素制約的結果，而 2-3% 的實質增長已成為新常態。今年香港經濟增長的特點如下：

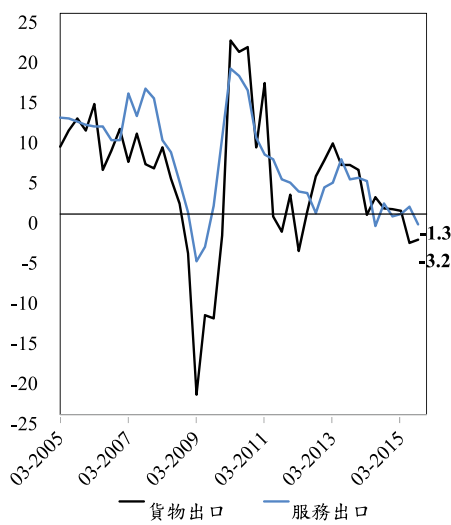
一、外圍表現持續欠佳，美元強勢削弱香港競爭力。今年全球經濟表現再次遜於預期，先進經濟體尚未擺脫金融海嘯以來的弱復蘇，美國經濟增長動力不如過往週期；歐元區持續受到債務危機的後續影響，各成員國表現參差，距經濟回復正常仍遠；日本更於二、三季度陷入停滯。新興市場和發展中經濟體更面對較大的下行壓力，不單是內地經濟仍在轉型之中，而在大宗商品價格疲弱下，俄羅斯和巴西等商品出口大國更陷入經濟衰退。因此，市場加深了對環球和內地經濟前景的憂慮，而美國加息預期升溫，亦曾觸發環球金融市場大幅波動，新興市場資金外流，對區內出口構成嚴重影響，加上港元匯率跟隨美元顯著升值，拖累香港整體貨物出口於首三季錄得 2.2% 的實質按年跌幅。

二、旅遊業放緩，拖累服務出口。受到全球經濟表現欠佳、港元匯率高企、香港新旅遊景點不多、「個人遊」等政策未有進一步放寬，以及經濟條件較佳的內地居民更多選擇到世界各地旅遊等影響，今年以來訪港旅遊業表現不振。首 10 個月訪港旅客人次較去年同期下跌 0.8%，而消費力較高的過夜旅客更減少 4.0%，當中長途市場（如：美洲、歐洲、非洲、中東和澳洲等）、短途市場（不包括中國內地）及內地的過夜旅客分別錄得 1.6%、2.7% 及 4.7% 的跌幅，今年首三季旅遊服務輸出實質按年大跌 3.9%，拖累整體服務出口錄得 0.1% 的跌幅。

香港經濟維持溫和增長(%)



貨物和服务出口表現欠佳(按年%)



資料來源：政府統計處，中銀香港經濟研究

三、全民就業支持內需。在外圍環境不振下，過去數年香港經濟一直依賴內需所推動，而自 2011 年下半年起，就業市場一直處於全民就業狀態成為了香港經濟主要支撐。即使近月市場對內地和全球經濟增長放緩的憂慮有所加深，加上港元強勢削弱了香港的對外競爭力，擔心旅遊業和零售業放緩對基層就業構成較大壓力。但最新的統計數字顯示，香港今年 8 月至 10 月的失業率維持於 3.3%，繼續處於 2011 年下半年以來 3.1% 至 3.5% 的低水平。再者，市民收入續見增長，法定最低工資水平自 2015 年 5 月起再次上調，加上通脹壓力持續緩和，住戶每月入息中位數錄得顯著實質升幅，有利於內部消費。今年首三季香港私人消費開支錄得 5.2% 的實質增長，較 2012-2014 年三年平均增長約 4% 有所增強。

四、資產市場較佳亦有助支持內需，惟高位調整壓力增。本輪住宅樓市上升至今接近十二年，升幅近 4.2 倍。在供應不足、低利率環境和就業市場持續向好下，單是今年首 10 個月，香港住宅樓價較去年底再上升 8.7%。另外，今年二季度，香港股市亦曾跟隨內地股市轉趨活躍，港股日均成交額曾升上 2,000 億港元以上的歷史新高，股市樓市表現較佳對私人消費帶來支持。然而，香港股市於三季度已跟隨內地和外圍金融市場大幅調整，加上對全球經濟放緩和加息的憂慮升溫，住宅樓市亦面對一定的壓力。可幸的是，現時樓市以用家為主，大幅減價的個案在全港住宅樓宇買賣所佔的比例不高，地產代理數據顯示截至 11 月底香港住宅樓價較 9 月初的高位下跌了約 4.8% (政府最新數據則顯示 10 月份住宅樓價下跌 1.1%)，相比以往錄得的升幅，樓價調整尚未對經濟構成顯著影響。

明年環球經濟料略勝今年

香港作為小型開放的經濟體，對外貨物和服务貿易佔本地生產總值的比例高達 4.4 倍，經濟一直深受外圍環境所主宰。國際貨幣基金組織預期

明年環球經濟表現將略優於今年，增幅達 3.6%，是 2011 年以來環球經濟錄得 4.2% 增幅以來的最高水平。該組織預期明年經濟增長加快主要是由於先進經濟體的增長將加快 0.2 個百分點至 2.2%，其中美國經濟增長可達 2.8%，歐元區和日本分別為 1.5% 及 1.0%。而新興市場和發展中經濟體則從今年的經濟不景中復蘇，明年經濟增長將加快 0.5 個百分點至 4.5%，特別是今年俄羅斯和巴西等商品出口大國的經濟陷入衰退，其經濟明年將略為改善，減低對環球經濟的拖累。然而，以其往績看，該組織傾向樂觀，其經濟預測以下調居多。

實質增減百分率	與2015年7月預測比較					
	2013	2014	2015	2016	2015	2016
全球經濟	3.3	3.4	3.1	3.6	-0.2	-0.2
先進經濟體	1.1	1.8	2.0	2.2	-0.1	-0.2
美國	1.5	2.4	2.6	2.8	0.1	-0.2
歐元區	-0.3	0.9	1.5	1.6	0.0	-0.1
日本	1.6	-0.1	0.6	1.0	-0.2	-0.2
香港	3.1	2.5	2.5	2.7	-0.3	-0.4
新興及發展中經濟體	5.0	4.6	4.0	4.5	-0.2	-0.2
中國	7.7	7.3	6.8	6.3	0.0	0.0

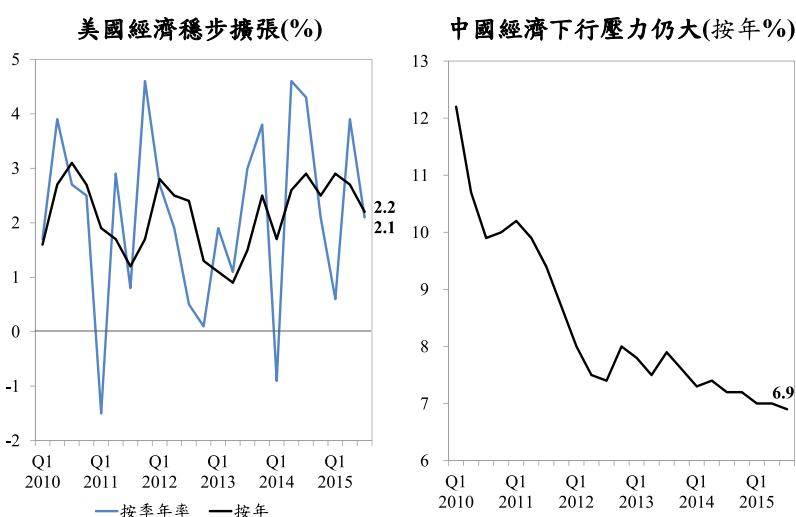
*香港數據是與 2015 年 4 月預測比較
資料來源：國際貨幣基金組織，中銀香港經濟研究

美國經濟穩步擴張，今年首三季經濟平均增長 2.6%。就業市場亦續有改善，失業率跌至 5.0%。實質個人可支配收入的增幅加快，加上樓市穩定，為私人消費等帶來支持，但強美元和全球經濟放緩則對製造業構成制約。展望未來，雖然美國聯儲局有較大機會於 12 月份加息，但面對環球經濟的高度不確定性，加上其他主要央行仍在推行寬鬆的貨幣政策，未來聯儲局加息的步伐料將相當緩慢，預期明年加息的次數或不多於兩至三次，新一輪的加息週期將既淺且短，料對美國經濟的影響不大。再者，在低油價、財政調整步伐放慢，以及企業和個人財政狀況改善下，明年美國經濟增長將在先進經濟體中表現最佳。

歐元區經濟持續復蘇。受惠於低歐元匯率、低油價、低利率和歐央行量化寬鬆等，三季度實質經濟增長分別按季及按年增長 0.3% 及 1.6%。可是，歐元區不同成員國表現參差，部份仍受財政緊縮的影響，部份則受到失業率高企的困擾，且無論是經濟較好的德國、還是經濟相對較差的法國和意大利均受到通脹過低的困擾，故歐央行於 12 月份會議已再次下調存款利率及延長量化寬鬆政策，有利於支持明年溫和復蘇。再者，大批難民湧入，短期內將增加或會推高經濟增長，長遠則視乎難民能否融入當地社會，否則或會增加各國的財政負擔，而近日巴黎恐襲，短期內亦會打擊當地消費和旅遊業，亦會加深歐盟各國的意見分歧。

內地經濟下行壓力仍大，今年首三季經濟放緩至 6.9%，創下 2009 年一季度以來的新低。近月，出口、工業和固定資產投資表現仍然較弱，這

既有大宗商品價格下跌的因素，亦反映外圍經濟欠佳、房地產市場調整、製造業轉型和向外轉移、新產業發展的支撐力不足以抵銷傳統產業的調整。可幸的是內地經濟仍在合理區間運行，其基建和服務業投資，以及消費表現仍佳，經濟有望逐漸回穩。《十三五規劃》提出，要全面建成小康社會，實現2020年國內生產總值和城鄉居民人均可支配收入比2010年翻一番的目標，2016年至2020年經濟年均增長底線是6.5%以上。內地產業邁向中高端水準，消費對經濟增長貢獻明顯加大，戶籍人口城鎮化率提高將給經濟增長帶來新動力。未來，穩增長是內地的首要目標，預期內地政府仍有足夠的政策空間支持經濟穩步增長。



資料來源：美國經濟分析局，國家統計局，中銀香港經濟研究

鑒於全球各地的增長前景各異，明年主要中央銀行的貨幣政策措施料將出現分歧，令環球貨幣環境及宏觀經濟形勢更難捕捉。雖然美聯儲已為實現貨幣政策正常化作出準備，但是其未來加息的步伐仍是一大不確定性，市場至今仍未對其溫和加息的步伐有一致的演繹。另外，歐央行和日本銀行繼續或延長量化寬鬆的態度未變。倘若美國聯儲局真的在12月份開始加息，而歐央行在差不多同一時間宣佈減息或加大量化寬鬆，將有機會令全球金融市場（包括：匯率、股市、債市和大宗商品價格）以及全球資金流向出現大幅波動，甚至吸引資金流出一些基調較弱的經濟體，對全球經濟帶來下行風險。

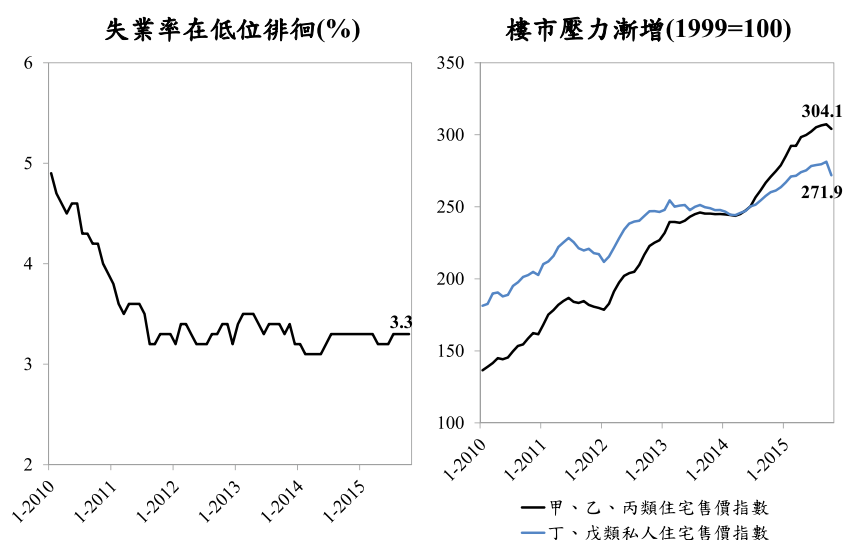
明年香港經濟料續溫和增長

如上所述，明年環球經濟料略勝今年，並在美國快將加息的背景下，美元以至港元匯率將持續高企，加上內地製造業持續轉型和向外轉移，香港的對外貿易表現仍難以改善。同時，訪港旅遊業的表現亦難以樂觀，除非內地有進一步放寬「個人遊」等政策出台，帶動過夜旅客增加，否則訪港旅遊業亦難以在短期內改善。可幸的是，經過今年的調整過後，比較基數降低或會緩和貨物及服務出口的跌勢。2016年香港經濟增長的動力仍需依賴內需。

有五大因素料可支持內部需求維持溫和增長。首先，明年香港有條件不跟隨美國加息。新一輪美國的加息週期將既淺且短，且在次按危機以來，聯儲局大幅下調聯邦基金利率5厘以上，但香港銀行則只把最優惠利率下調了3厘。此外，自2008年聯儲局實行量化寬鬆措施以來，香港共迎來了五輪的資金流入，以銀行體系總結餘和外匯基金票據及債券未償還總額的變化來衡量的資金流入規模達10,500億港元。在資金充裕下，香港銀行同業拆息將較長期維持於低水平，故即使美國正式開始加息，明年香港銀行仍有條件不跟隨，有助於紓緩加息對香港經濟、投資和樓市的負面影響。

第二，香港樓市料僅溫和調整。未來香港住宅樓價的走勢將取決於息率走勢、增加土地供應和經濟表現等因素。上述已對香港銀行有條件不跟隨美國加息作出討論，而增加土地供應亦不是短期內可以完成的，且過去十年住宅供應短缺情況嚴重，難以在短期內改善。再者，政府近年推出的需求管理措施亦可按不同情況而有所增減，故預期在沒有爆發全球性金融危機或經濟衰退的影響下，香港住宅樓市的調整應在單位數之內，出現大幅下跌的概率不大，相信不會對明年的私人消費帶來顯著的影響。

第三，就業市場料將保持穩定。無疑香港經濟正面對進出口貿易、旅遊和零售業不景等影響，相關行業的就業情況面對一定壓力，但香港過去四年多來一直處於全民就業狀態，不少行業如：飲食、安老服務、建築等持續出現人手短缺的問題，加上私營機構職位空缺數目仍達78,000個的較高水平，相信除非全球經濟明顯轉壞，繼而拖累香港的經濟情況，否則出現大規模裁員和失業率急升的概率不高。與此同時，香港的通脹壓力有所減弱，即使工薪階層明年的薪酬加幅或不及今年，但其實質放緩的程度應不會太大，有助於繼續支持內需的表現。



資料來源：政府統計處，差餉物業估價署，中銀香港經濟研究

最後，金融業和建造投資更可成為推動經濟增長的兩大亮點。金融業方面，在一國兩制的優勢下，香港將繼續擔當內地企業走出去和外國企業走進來的橋樑角色。並受惠於內地金融改革開放、內地與香港兩地金融市

場進一步互聯互通、人民幣國際化，以及一帶一路戰略和《十三五規劃》等商機。倘若明年再有新的金融開放措施，如：滬港通擴容、深港通開通、合格境內個人投資者等，將有利於內地、香港和國際資金前來投資，給香港金融市場和金融業的發展帶來益處。

特區政府的財政狀況十分穩健，沒有任何負債，且積累了巨額的財政儲備。香港是有條件可以加大未來的基建和建造投資，基本工程儲備基金預算將由本財年的754億港元逐年上升至2019/20財年的1,038億港元，按年平均增長6.6%。在政府積極推動下，基建工程、公屋及居屋等公營房屋，以至私人房屋工程將會隨之增加，為香港整體投資和經濟提供增長動力，並為香港經濟長遠的健康發展打下良好基礎。

總體而言，在外圍環境略為改善和內需穩定下，明年香港的經濟增長料達到2.5%左右，與今年的水平相若。通脹方面，由於環球通脹和緩、國際商品價格偏軟，以及本地成本（如租金）壓力溫和，通脹的上行風險在短期內料將受控，預計明年基本綜合消費物價指數平均升幅為2.2%，低於今年的2.6%。

本地生產總值與其主要開支組成項目及消費物價指標(與去年同期比較)

	2011	2012	2013	2014	2015 (估計)	2016 (預測)
<u>本地生產總值與其主要開支 組成項目的實質增減百分率</u>						
私人消費開支	8.4	4.1	4.6	3.2	4.7	2.8
政府消費開支	2.5	3.6	3.0	3.0	3.0	3.0
本地固定資本形成總額	10.2	6.8	2.6	-0.2	2.0	2.5
整體貨物出口	3.5	1.9	6.5	0.8	-2.4	1.1
貨物進口	4.7	3.0	7.2	0.9	-2.8	0.9
服務輸出	5.5	2.2	4.9	0.9	-0.5	0.3
服務輸入	3.5	1.9	1.5	1.9	4.5	3.8
本地生產總值	4.8	1.7	3.1	2.5	2.5	2.5
<u>消費物價指標的增減百分率</u>						
基本綜合消費物價指數	5.3	4.7	4.0	3.5	2.6	2.2

資料來源：政府統計處、中銀香港經濟研究

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2013	2014	2015/Q2	2015/Q3
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	20,961	21,446	5,332	5,717
升幅 (%) Change(%)	2.9	2.3	2.8	2.3
二. 對外貿易 External Trade	2013	2014	2015/10	2015/1-10
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	544	553	36	395
轉口 Re-exports	35,053	36,175	3,160	29,428
總出口 Total exports	35,597	36,728	3,196	29,823
進口 Total imports	40,607	42,190	3,492	33,438
貿易差額 Trade balance	-5,010	-5,463	-297	-3,616
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-7.6	1.7	-18.2	-15.2
轉口 Re-exports	3.8	3.2	-3.5	-1.5
總出口 Total exports	3.6	3.2	-3.7	-1.7
進口 Imports	3.8	3.9	-8.5	-3.6
三. 消費物價 Consumer Price			2015/10	2015/1-10
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.3	4.4	2.4	3.2
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2015/11	2015/1-11
合約宗數 (宗) No. of agreements	70,503	81,489	4,736	70,865
年升幅 (%) Change(%)	-29.9	15.6	-26.7	-4.1
五. 勞動就業 Employment			2015/7-9	2015/8-10
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.84	14.95	13.6	13.2
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.5	1.4	1.4
六. 零售市場 Retail Market			2015/10	2015/1-10
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	11.0	-0.2	-3.0	-2.7
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	10.6	0.6	1.2	1.1
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,430	6,077	507	4,950
年升幅 (%) Change(%)	11.7	11.9	-2.7	-0.6
八. 金融市場 Financial Market			2015/9	2015/10
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H. K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.4	775.6	775	775
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.7	13.0	20.3	15.3
M2	12.3	9.5	4.9	3.8
M3	12.4	9.6	4.9	3.8
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	10.6	9.7	7.5	6.2
港元存款 In HK\$	5.1	9.3	10.8	10.8
外幣存款 In foreign currency	16.2	10.1	4.3	1.9
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.0	12.7	4.9	2.8
當地放款 use in HK	13.8	12.1	2.6	1.1
海外放款 use outside HK	21.4	14.2	10.4	6.9
貿易有關放款 Trade financing	43.8	-1.4	-20.7	-18.5
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	23,306	23,605	20,846	22,640