



香港的私人消費開支為何出現疲態？

高級經濟研究員 戴道華

今年以來，香港經濟的增長步伐繼續放緩。繼去年錄得 2.9% 的實質 GDP 增長率以後，今年首兩季香港經濟的增長步伐分別放緩至 2.6% 和 1.8%，而更突出的是當中的私人消費開支分別只錄得 1.5% 和 1.2% 的增長，較 GDP 本身還要慢，一來是這一次復甦週期以來少見的，二來由於香港是成熟的經濟體，私人消費開支佔整個經濟約三分之二，其更低的增長率顯示私人消費開支不僅不能像以往一樣引領經濟增長，它在這兩個季度還拖慢了整體的增長步伐。目前，香港的失業率仍在十分接近本週期低位的 3.3% 徘徊，住宅樓價仍在歷史高位徘徊，零利率和充裕的流動性也沒有改變，在這些情景之下，私人消費開支增長欠理想的原因就值得探討。

私人消費開支的放緩

今年首兩季，私人消費開支分別只增長 1.5% 和 1.2%，令其對同期 GDP 增長率的貢獻就分別只有 1.0 和 0.8 個百分點，即只分別貢獻了 38% 和 44% 的增長動力，低於私人消費開支本身約三分之二的佔比。回顧歷史，這也是香港經濟自 2010 年復甦以來私人消費開支表現相對最弱的兩個季度。

在 2010 年首三季，私人消費開支同比分別增長 7.5%、3.8% 和 5.1%，也較同期 GDP 的 7.9%、6.4% 和 6.5% 為慢，但當時的整體經濟狀況卻樂觀得多，一來同期的經濟復甦更強勁主要是由於在低基數之下香港的貨物出口錄得逾兩成的增長，另外服務出口的增長也在接近兩成的水平，二來私人消費開支本身的增長並不算慢，因此就算其低於同期 GDP 增幅，其解

讀也並非負面。之後，私人消費開支增長低於 GDP 的情況就僅在 2013 年第三季出現過，兩者之差為 0.3 個百分點（2.7% 對 3.0%）。那麼今年上半年私人消費開支連續兩個季度無論是絕對還是相對而言都錄得低增長，就顯得格外突出。

在 2008 年第四季至 2009 年第三季期間，受次按危機和金融海嘯的影響，香港的私人消費開支先是急速放緩，後是陷入萎縮，連帶 GDP 也連續 4 個季度錄得同比下跌。2001 年和 2002 年交界以及 2003 年年中也是如此。這一模式顯示佔香港經濟最大比重的私人消費開支如果本身增長步伐持續顯著放緩，而且開始拖 GDP 後腿的話，如果沒有商品和服務出口更快的增長來加以彌補，香港整體經濟就遲早會陷入困境，甚至有衰退的風險。自回歸以來兩者的關係一直如此。

據此，展望未來，在美、歐、日經濟增長無法有效提速，中國經濟也在放緩的情況下，香港的商品出口預料只能維持單位數字增長，而服務出口因內地旅客消費的減少還有可能錄得跌幅，那麼萬一香港的私人消費開支在目前增長已不足 2.0% 的情況下繼續放緩，是有可能令香港經濟整體裹足不前的。在最壞的情況下，如果私人消費開支出現萎縮，香港經濟甚至會受到衰退的威脅。那麼接下來的問題便是香港的私人消費開支何出現疲態以及其未來將如何走。

消費者信心 / 情緒的放緩

目前，香港最新的失業率為 3.3%，非常接近本增長週期最低的 3.1%，被視是接近全民就業的水平，而且總就業人口在不斷創新高。與此同時，住宅樓價整體也處於歷史最高水平。今年 7、8 月期間，香港銀行體系還錄得逾 700 億港元的資金流入，令香港金融體系的流動性也處於紀錄高位。雖然港股還未能創出歷史新高，而且過去兩年以來的表現差強人意，但也只是處於一個上落市，而並非一個熊市，更不用說自 4 月份以來還有對滬港通的憧憬。在這種情況下，私人消費開支的疲態就頗為突出。

在美國，量度消費信心的主要有 Conference Board 的消費信心指數和

University of Michigan 的消費者情緒指數。而在香港，就以香港中文大學香港亞太研究所生活質素研究中心所編制的消費者信心指數和消費者情緒指數為量度香港消費者的最常用參考指標。其中消費者信心指數主要根據香港消費者對未來一年的家庭財政狀況、香港整體營商環境，以及對未來 5 年香港整體經濟表現的評估綜合編制而成，而消費者情緒指數就在其基礎上額外綜合目前家庭財政狀況，以及主要家庭消費決定而編制而成。該調查每個季度進行一次。

根據該中心 2014 年第三季的調查結果，香港消費者信心指數降至 72.3，消費者情緒指數則降至 81.9，雙雙處於今年以來的最低水平，前者十分接近本復甦週期以來低位的 70.9（在 2011 年第四季錄得），後者也較接近同期 75.2 的低點。在 2008 年次按危機及金融海嘯肆虐之前，兩個指數均高居 110 以上水平。在香港經濟從 2010 年起復甦以後，其高位均居於 97 以上，但自 2011 年中起，香港消費者信心指數就一直低於 80 的水平，而消費者情緒指數就一直低於 90 的水平。消費者信心和情緒與香港經濟中的私人消費開支的走勢是較吻合的，在消費信心相對較高的復甦首兩年即 2010 年和 2011 年，私人消費開支分別錄得 6.1% 和 8.4% 的實質增長，可媲美以往任何高增長年份。但在接下來的 2012 年和 2013 年，消費者信心和情緒放緩的同時，私人消費開支的實質增幅也放緩至 4.1% 和 4.3%，到了今年更是放緩至不足 2.0%。

在最新的調查中，對於未來一年家庭財務狀況、香港營商環境，以及未來 5 年整體經濟表現覺得好或樂觀的消費者一來佔比最低，二來其數目在減少，持負面看法的則有所增加。相反，目前家庭財政狀況改善和惡化的消費者均有增加。但無論如何，所有調查均顯示最樂觀的消費者在任何一項調查領域中均屬少數，尤其是涉及未來展望時，這就一定程度上制約了他們的消費意慾。

經濟前景及收入因素

香港消費者對於未來經濟前景的樂觀程度遞減是可以理解的。2014 年是香港經濟復甦的第五年，除了在 2010 年和 2011 年能夠錄得較快的 6.8% 和

4.8%的實質 GDP 增長以外，2012 年和 2013 年香港經濟的增長步伐已放緩至 1.5% 和 2.9%，今年首兩季進一步放緩至 2.6% 和 1.8%，復甦的步伐明顯慢於過去 10 年平均約 4.5% 的水平，也低於香港經濟的趨勢性增長水平。加上復甦進入第 5 年，參照以往的經濟週期，增長步伐今後要重新顯著加快，要有強大的刺激因素出現才行，惟目前看不到有這樣的利好因素。相反，還出現了“佔中”等新的不確定影響因素。

細小開放型的香港經濟過去幾年乃至未來的表現差強人意，與對我們影響最大的美國經濟和中國經濟的表現和走勢有關。美國經濟過去幾年的復甦儘管其貨幣政策用到了零利率和量化寬鬆，但同樣不如人意，2010 年至 2013 年年均增長率只有 2.2%，低於其約 3.0% 的趨勢性增長水平，而且沒有任何一年的增幅是達到和超過 3.0% 的。基於勞工市場的改善，美國聯儲局自 2013 年底開始削減量寬規模，到今年 10 月份正式結束 QE，市場還普遍預期到了 2015 年年中美國可能會展開加息週期。在聯繫匯率之下這就意味著香港經濟還沒有完全享受到一個強勁有力的美國經濟復甦就要或早或晚跟隨其加息，這一組合相信對香港的消費信心和情緒難有重大正面影響。

中國經濟的走勢過去幾年前高後低，2010 年和 2011 年的實質增長率還高居於 10.4% 和 9.3%，但到了 2012 年和 2013 年就降至 7.7% 和 7.7%，今年以來 3 個季度的增長率分別是 7.4%、7.5% 和 7.3%，呈繼續放緩之勢。這在沒有外圍重大危機的情況下是少見的。這樣，對香港影響最大的美國和中國經濟的增長軌跡，以及趨勢就決定了香港消費者對未來香港經濟的前景無論是短期（1 年之內）還是中期（5 年之內）都不可能十分樂觀。

除了經濟展望之外，影響消費信心和情緒的另外一個重要考慮是收入的前景。儘管 2013 年香港的人均 GDP 為 295701 港元，創下歷史新高，而且今年預料還將繼續增長，但其 2013 年 3.9% 增幅已是復甦以來最慢的，今年料將進一步放緩。以工資來量度，今年年中時香港各個行業名義工資水平按年增長 4.5%，較 2011 年高峰時期 9.9% 的增幅放緩過半，而經通脹調整的實質工資增長則只有 0.7%，遠低於 2011 年高峰期 4.4% 的增長水平，而且自 2012 年下半年起其增幅就不足 1.0%。這樣，儘管相關的家庭收入整體還在改善，但程度也同樣差強人意，連帶勞工市場處於接近全民就業的水平，

再改善的空間有限，相信也影響消費者對未來家庭收入的預期乃至消費決定。

樓市的因素

此外，對私人消費開支造成影響的還有樓市財富相應的遞減。這一評估表面上似乎與住宅樓價指數仍然處於歷史高位有矛盾，但實際上自政府於2010年推出額外印花稅、2012年推出買家印花稅以及2013年推出雙倍印花稅之後，香港住宅樓市熾熱的氣氛降溫，成交從2013年第二季度開始顯著萎縮，到了2013年底對2014年整體住宅樓價進行預測時，絕大部份市場參與者均預測樓價會調整，分歧只是在於調整幅度的大小。然而，整體樓價今年依然告升，到8月份時平均住宅樓價較2013年底上升6.4%。不過，與以往幾年飆升的情況不同，這是繼2013年上升7.7%以後香港住宅樓價連續第2年只以單位數字上升，而且自2013年第二季到今年年中，需求管理措施令住宅樓市成交在高樓價之下顯著萎縮，例如2013年整體樓市成交數目和金額較2012年下跌39%和30%，2014年上半年又比2013年同期再跌13%和14%。

這樣一來，樓價繼續創新高還能否創造正面的財富效應就存在疑問。首先，交易成本的提高令住宅樓市成交比起以往樓價處於高峰時期大幅萎縮，個別月份的同比減幅可達六、七成，與樓市相關的電器、家俱等消費也自然減少。其次，交易成本的上升令住宅樓市的成交以上車盤和提供優惠的新盤為主，例如從2013年第二季起到今年年中，樓價逾1000萬港元的住宅成交宗數只佔整體的10%，相信其中以新盤為主，樓價在500萬港元或以下的住宅成交宗數則佔整體的65%，其餘為500萬至1000萬港元的樓盤。就算是樓價創新高，但對上車盤的業主而言恐怕難以將之轉化為其他消費。由於交易成本高企，新盤的業主也較難把紙上的利潤套現進行消費。最後，需求管理措施令樓市投資者、投機者和外來買家的參與大幅減少。同理，如果他們不能很容易地套現，高樓價就難以實現其財富效應。綜上所述，香港私人消費開支的疲態恐怕不是短期能顯著改善的。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2012	2013	2014/Q1	2014/Q2
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	19,644	20,372	5,174	5,309
升幅 (%) Change(%)	1.5	2.9	1.8	2.6
二. 對外貿易 External Trade	2012	2013	2014/9	2014/1-9
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	588	544	42	422
轉口 Re-exports	33,755	35,053	3,278	26,603
總出口 Total exports	34,343	35,597	3,320	27,024
進口 Total imports	39,122	40,607	3,824	30,886
貿易差額 Trade balance	-4,778	-5,010	-504	-3,862
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-10.4	-7.6	-5.5	3.5
轉口 Re-exports	3.2	3.8	4.6	3.9
總出口 Total exports	2.9	3.6	4.5	3.9
進口 Imports	3.9	3.8	6.3	4.1
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.1	4.3	6.6	4.2
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2014/10	2014/1-10
合約宗數 (宗) No. of agreements	115,533	70,503	7,967	67,454
年升幅 (%) Change(%)	6.2	-29.9	71.4	13.5
五. 勞動就業 Employment	2012	2013	2014/6-2014/8	2014/7-2014/9
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	12.45	11.84	13.6	13.3
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.2	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.4	1.4	1.5
六. 零售市場 Retail Market	2012	2013	2014/9	2014/1-9
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	9.8	11.0	4.8	-0.4
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	7.2	10.6	6.6	-0.3
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	4,862	5,430	475	4,466
年升幅 (%) Change(%)	16	11.7	10.2	12
八. 金融市場 Financial Market	2012	2013	2014/8	2014/9
港幣匯價 (US\$100=HK\$)	775.05	775.4	775	776.4
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	22.2	9.7	14.8	13.1
M2	11.1	12.3	15.2	12.2
M3	11	12.4	15.4	12.3
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	9.3	10.6	13.9	11.4
港元存款 In HK\$	11.7	5.1	14.1	9.9
外幣存款 In foreign currency	7	16.2	13.7	12.8
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	9.6	16.0	14.1	12.7
當地放款 use in HK	7.1	13.8	13.5	12.5
海外放款 use outside HK	16.5	21.4	15.3	13.1
貿易有關放款 Trade financing	10.2	43.8	5.5	3.9
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	22,657	23,306	24,742	22,933