



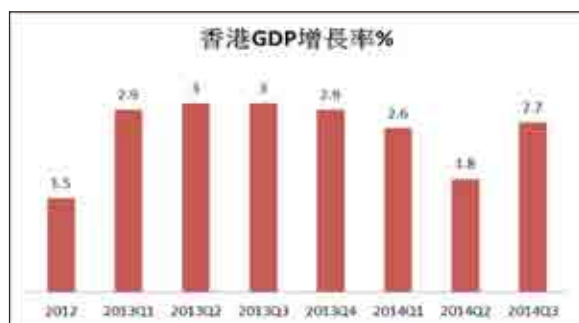
2015 年香港經濟前景展望

高級經濟研究員 王春新

一. 今年經濟表現未如預期

今年以來，香港經濟整體表現遜於預期，首三個季度 GDP 平均增長 2.4%，比去年同期的 2.9% 為低，也與台灣、新加坡和南韓分別增長 3.3-3.5% 差距甚大。第四季度受“佔領事件”影響，增速可能進一步下滑。預計全年 GDP 僅上升 2.2% 左右，大幅低於市場一般預測的 3% 以上，更低於過去十年平均增長 4.5%。主要原因包括：

一是外部需求復甦緩慢。由於歐洲經濟在弱勢復甦後欲振乏力、日本經濟重陷衰退、中國經濟放緩壓力加大以及俄羅斯、巴西等新興經濟體相繼陷入困境，



資料來源：香港統計處



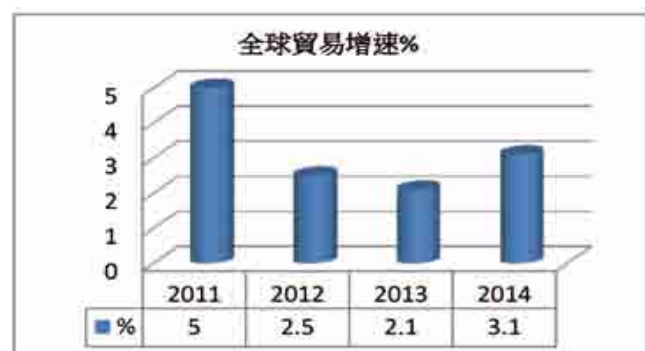
資料來源：各國 / 地區統計局

全球經濟增長動力受到削弱，最近 IMF 把今年全球經濟增長預測下調至 3.3%，低於今年初預期的 3.7%。WTO 最新發表的報告也把今年全球貿易增速從原先估計的 4.7% 大幅調低至 3.1%，遠低於過去二十年平均的 5.3%，說明全球外需不足情況沒有得到改變。

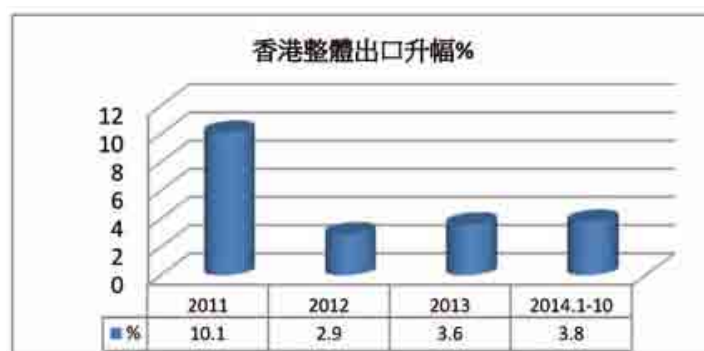
在此背景下，今年首十月香港整體貨物出口僅增長 3.8%，與去年同期持平，大大低於過去四年平均的 9.9%。其中對中國內地出口只輕微上升 2.5%，對歐盟出口也僅增長 3.0%，對日本出口更下跌 0.8%，反映這些大型經濟體需求放緩帶

* 本刊所持觀點，不一定代表中國銀行(香港)有限公司意見

來的影響。值得一提的是，由於今年黃金和金幣出口增長急劇放慢，使得首三季列入 GDP 統計的貨品出口實際升幅只為 1.4%，而去年同期卻勁升 7%，按生產法計算，僅這一項就拉低 GDP 增長 1.4 個百分點。與此同時，受來港遊客購物消費大幅放緩影響，1-9 月服務輸出同比實質升幅也只有 1.1%，遠低於去年同期的 5.8%，令整體外需對香港經濟的拉動力進一步減弱。



資料來源：WTO (2014 年為預測數)



資料來源：香港統計處

二是內部需求放緩程度超過預期。今年以來，本港私人消費開支和固定資本投資增速同告下降，首三季零售業總銷貨值和銷貨量同比分別收縮 0.4% 和 0.3%，比遭受金融海嘯的 2009 年還要遜色（當年總銷貨值仍輕微上升 0.6%），更難以比肩過去四年平均勁升 16.0% 和 12.9%。扣除遊客購物大跌等因素的影響，本地消費也是疲弱不振，首三季私人消費開支實質升幅僅為 2%，去年同期則上升 4.6%；拉動 GDP 增長 1.33 個百分點，比去年同期的三個百分點為低。與此同時，本地固定資本投資實質下降 2.3%，而去年同期仍上升 2.4%，過去四年平均升幅更高達 7%。綜合計算，今年內部需求對經濟增長的拉動力呈逐季放緩之勢，首三季平均拉動 1.8 個百分點，不及去年同期的一半。

內需表現欠佳的一個重要原因，是持續數年的正面財富效應見頂回落。大量研究表明，香港內部需求與樓價變動密切相關，財富效應如影隨形。2010-2013 年私人住宅價急升 82%，帶動內部需求每年上升 5.3%，高於同期 GDP 增速；今年上半年受雙辣招影響，樓價停滯不前，成交量大減，下半年雖因政府減辣，樓價開始重拾升軌，但前九個月總升幅仍不如過去四年平均水準，加上美國加息在即，財富效應便大打折扣。另一個原因是私人部門的機器和設備投資在過去幾年強勁增長後，今年首三季大幅下降 7.5%，僅此項就影響本港 GDP 大約兩個百分點。

三是“佔領事件”帶來的影響。9 月 28 日爆發的“佔領事件”，對本港的零售、



資料來源：香港統計處

香港房地產價格升幅 %

類 型	2010	2011	2012	2013	2014.1-9	合計
私人住宅	21.0	11.1	25.7	7.7	8.4	153.6
寫字樓	24.8	18.1	24.8	9.1	2.7	182.3
商 舖	27.4	19.9	40.6	4.1	2.0	223.6
工廠大廈	31.6	24.5	45.9	9.8	4.1	239.5

資料來源：政府差餉物業估價署，合計為 2014 年 9 月與 2009 年金融危機最低點對比的數字

旅遊、酒店、運輸等行業以及金融活動都帶來衝擊，波及到本港經濟社會多個層面。預計本港第四季度經濟增長率將被拉低 1.5 個百分點左右，全年 GDP 增長率將下滑 0.4 個百分點。

二 . 明年外需將輕微改善

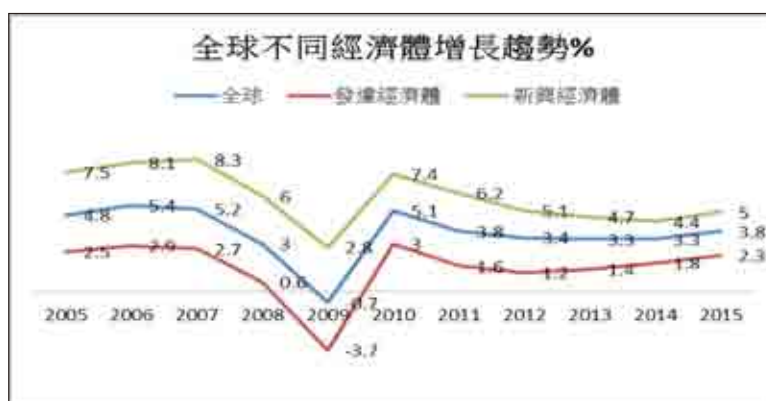
2015 年香港經濟的走勢，首先取決於外部需求的發展變化。總體而言，當前全球疲弱且不均衡的經濟復甦，將會延續到明年，外需不足的大環境難以改變，但也會出現一些新的特點：

一是全球經濟和貿易在脆弱復甦中將略有改善。IMF 預測明年全球經濟將增長 3.8%，雖高於過去三年的平均增速，但由於潛在增長率下降以及需要處理債務急升和失業高企等問題，全球經濟陷入 IMF 總裁拉加德所說的“新平庸”（New Mediocre）增長狀態，增速達不到 2000-2007 年正常時期平均的 4.7%，更低於 2004-2007 年繁榮時期平均的 5.2%。正因如此，國際貿易增長也難以“正常化”，WTO 預期明年全球貿易額將上升 4%，略高於今年的 3.1%，但與過去二十年平均的 5.3% 相比尚有不小距離。

不過也要看到，儘管總體表現仍屬“平庸”，但來年全球經濟增速將較接近 4-5% 正常增長區間的下限；同時貿易升幅不僅比今年為高，還將略快於經濟增速，從而可能改變過去幾年全球貿易增速持續低於經濟增速的非常態走勢。由於近期 WTO 成員就貿易便利化問題取得歷史性突破，加上以貿易和投資自由化為核心的區域經濟合作浪潮正在席捲全球，相信有利於擴大世界貿易的總體規模，為香港外需的改善帶來新動力。

二是發達經濟體與新興經濟體的增長差距將進一步縮小，形成雙軌拉動經濟的

格局，外需不平均狀況將有所緩和。根據 IMF 的預測，明年發達經濟體 GDP 將上升 2.3%，比今年高出 0.5 個百分點；新興經濟體 GDP 將上升 5%，也略高於今年的 4.4%。兩者的增速比率將從 2012 年歐債危機時的 4.25 倍，降至明年的 2.17 倍，這是十多年來的低位，說明來年全球增長動力將較為均衡，決定香港經濟增長的外部需求將趨向多元化。



資料來源：IMF

美國經濟將是發達經濟體中的一大亮點。今年第二、三季度該國 GDP 環比升幅高達 4.9% 和 3.9%，是多年來難得一見的高速度；近期美國 PMI 指數均保持在 56 點以上，消費者信心指數創下七年新高，失業率降至 5.8% 的金融海嘯後低位，新能源、互聯網、生物醫藥、3D 打印等新產業正在崛起，顯示經濟復甦步伐將有所加快。但由於美國需要進一步平衡財政，就業質量下降和收入增長緩慢在短期內難以改變，加上明年開始利率正常化將降低財富效應，因而整體經濟表現仍達不到正常水準。估計明年美國 GDP 將增長 2.6%，略高於 2009 年經濟復甦以來的平均水平。香港對美國出口已由去年的下跌 2.1%，轉為今年首十月的上升 1.9%，預計明年將加速至 4% 左右，有助於改善香港的外部需求。

歐元區經濟仍在蹣跚前行。今年前三季度同比增長 0.8%，雖比去年的收縮 0.4% 已有所好轉，但區內各國經濟復甦仍不平衡，影響了增長動力的整體提升。近期歐元區綜合 PMI 指數又創下十六個月新低，加上 CPI 一路向下，增添了陷入新一輪衰退的風險。預計未來歐元區將採取更多措施去對抗通縮壓力及刺激經濟增長，包括 ECB 將加大 QE 力度、歐盟委員會推出為期三年、總額逾三千億歐元的“刺激計劃”，總體上應有利於經濟穩定。估計明年歐元區經濟將增長 1.2%，略高於今年。值得注意的是，雖然近年來歐洲經濟表現不如美國，但香港對歐洲的出口增幅仍比對美國出口為佳；如果這一情況持續，明年歐元區需求增長仍可給香港帶來機會。

今年新興經濟體的 GDP 增長率估計只有 4.4%，是全球金融危機以來的最差表現，主要是俄羅斯和巴西等國經濟一路下滑至衰退邊緣。IMF 預期明年新興經濟體將回升至 5% 左右，主要是印度經濟增長可望加速，巴西經濟也將有所反彈，但俄羅斯由於烏克蘭危機和油價大跌，經濟已失去動力，短期內難言走出困境。整體而言，明年新興市場對香港外部需求只能帶來輕微改善。

三是中國內地加快經濟結構調整步伐，對香港經濟的影響將進一步加大。今年以來，在外需不足、房地產投資增長下滑以及加快淘汰過剩產能等多重壓力下，首三季 GDP 增速降至 7.4%，低於去年同期的 7.7%。首十個月全社會固定資產投資增長 15.9%，較去年同期下降 4.2 個百分點，直接拉低 GDP 增長約 0.7 個百分點，說明投資放緩是經濟降速的主因；其中房地產開發投資增速大幅下調 6.8 個百分點，拉低全部固定投資 1.8 個百分點，影響 GDP 增長 0.3 個百分點。社會消費零售總額同比上升 12%，也低於去年同期的 13%，但扣除物價因素後，實際升幅與於去年同期相差不大，加上服務消費正在擴大，整體內部消費對經濟增長的拉動作用反而有所加強。出口同比增長 5.8%，比去年同期低兩個百分點，今年外貿增長預期指標恐難完成；但也要看到，去年發生的虛假貿易並不能帶來真正的經濟動力，若扣除這一因素，今年外貿出口對經濟增長的拉動力應不弱於去年。

為了穩定經濟增長，中國內地採取了擴大基建投資、加快新型城鎮化建設、貨幣定向寬鬆以及降低利率等措施，試圖把經濟增速維持在 7.5% 左右。明年內地將加強穩增長、調結構的力度，包括進一步加大基建投資規模、通過擴大保障房建設和加快棚戶區改造以穩定房地產投資、加快推進戶籍改革以增加內部消費、加快自貿園區建設及推廣以促進貿易和投資、鼓勵企業擴大對外投資以消化過剩產能等等，同時不排除再次降息及調低銀行準備金率，借此擴大社會融資規模及降低融資成本。與此同時，目前中國經濟正在悄然發生的一些結構性變化，諸如三產比重超過二產使服務業成為主要發展動力、城鎮常住人口超越農村使城鄉結構發生巨變、高新技術和文化創意產業迅速崛起成為新增長動力、較高附加值的一般貿易已替代加工貿易而成為出口主體等等，都將影響明年的經濟表現。估計明年內地消費將保持穩定，投資增速將繼續下調，出口增長率有機會回升至 7% 以上，全年 GDP 上升 7.2% 左右。雖然目前 CPI 和 PPI 仍處在下降通道，但明年應不虞陷入通縮。

三．對明年經濟增長的估計

明年香港經濟表現還將受內需放緩的制約。影響香港內需的關鍵因素是樓價變動。由於美國即將進入加息週期，聯匯制下香港必定跟隨美國加息，對息口極

為敏感的香港樓市有機會正式進入調整週期，這無疑會影響消費和投資意欲，削弱內需增長動力。另一項因素是政府工程撥款申請問題。據政府公佈的資料，上一個立法年度政府原計劃向立法會提交總額約 430 億元的新工程項目，但立法會批准的項目涉及金額僅 36 億元。這個立法年度政府預計向立法會申請撥款的項目八十多個，總額約為 710 億元，若有關撥款申請受阻，基建支出將大幅減少，進而影響公共部門投資增長。當然，由於本港仍處在接近全民就業水準，加上居民收入狀況良好，尤其是基層員工收入增長較快，加上住宅施工量正在擴大，明年內部需求仍會維持小幅擴張。

總體上看，2015 年如果香港經濟可排除非經濟因素干擾，在外需回升以及較低基數等作用下，全年 GDP 將增長 2.8% 左右，略高於今年的 2.2%，但仍低於 4% 的趨勢增長率。

香港基本通脹率從 2011 年高峰期的 5.3% 降至去年的 4%，今年首十個月再降至 3.5%。隨著樓價可能向下調整和油價急跌，明年下半年香港通脹率將降至 3% 以下，這一輪由樓價急升帶動的通脹週期將進入尾聲。由於目前甲類物價漲幅比丙類高出逾一個百分點，顯示通脹對基層民眾的影響相對較大，但明年這種情況將有所改變，如果小型住宅樓價和租金出現調整的話。

附：2015 年香港 GDP 增長估計 (%)

項 目	2014 年	2015 年
私人消費開支	1.8	1.6
政府消費開支	2.9	2.5
本地固定資本形成總額	-2.0	-1.8
整體出口	4.1	5.2
服務輸出	1.3	3.0
本地生產總值 (GDP)	2.2	2.8
基本消費價格	3.4	3.2
失業率 (年底)	3.3	3.4

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2012	2013	2014/Q2	2014/Q3
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	19,644	20,372	5,179	5,765
升幅 (%) Change(%)	1.5	2.9	1.8	2.7
二. 對外貿易 External Trade	2012	2013	2014/10	2014/1-10
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	588	544	44	465
轉口 Re-exports	33,755	35,053	3,273	29,874
總出口 Total exports	34,343	35,597	3,317	30,339
進口 Total imports	39,122	40,607	3,816	34,691
貿易差額 Trade balance	-4,778	-5,010	-498	-4,351
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-10.4	-7.6	-1.5	3
轉口 Re-exports	3.2	3.8	2.7	3.8
總出口 Total exports	2.9	3.6	2.7	3.8
進口 Imports	3.9	3.8	5.6	4.3
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.1	4.3	5.2	4.3
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2014/11	2014/1-11
合約宗數 (宗) No. of agreements	115,533	70,503	6,457	73,911
年升幅 (%) Change(%)	6.2	-29.9	27.6	14.6
五. 勞動就業 Employment	2012	2013	2014/7-2014/9	2014/8-2014/10
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	12.45	11.84	13.3	12.9
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.2	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.4	1.5	1.5
六. 零售市場 Retail Market	2012	2013	2014/10	2014/1-10
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	9.8	11.0	1.4	-0.2
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	7.2	10.6	4.3	0.1
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	4,862	5,430	521	4,987
年升幅 (%) Change(%)	16	11.7	12.6	12.1
八. 金融市場 Financial Market	2012	2013	2014/9	2014/10
港幣匯價 (US\$100=HK\$)	775.05	775.4	776.4	775
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	22.2	9.7	13.1	16.5
M2	11.1	12.3	12.2	12.1
M3	11	12.4	12.3	12.2
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	9.3	10.6	11.4	11.9
港元存款 In HK\$	11.7	5.1	9.9	10.7
外幣存款 In foreign currency	7	16.2	12.8	12.9
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	9.6	16.0	12.7	13.7
當地放款 use in HK	7.1	13.8	12.5	13.7
海外放款 use outside HK	16.5	21.4	13.1	13.5
貿易有關放款 Trade financing	10.2	43.8	3.9	3.8
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	22,933	23,998