中銀 經濟月刊 2015年6月
中國銀行(香港)有限公司 發展規劃部 http://www.bochk.com

香港經濟將延續溫和增長趨勢

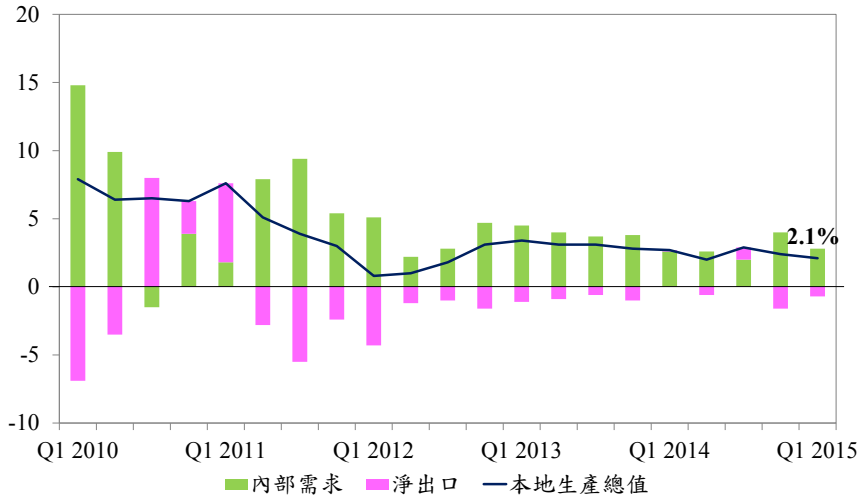
高級經濟研究員 蔡永雄

今年一季度，香港經濟按年實質增長 2.1%，稍慢於去年四季度 2.4%，再次低於過去十年平均增長率 3.9%，並延續自 2012 年以來本港經濟平均增長 2.4% 的趨勢，這是環球經濟尚未完全復蘇，貿易相關的活動表現疲弱，加上內地經濟持續放緩以及本港內部(勞工和土地)生產要素制約的結果，故經濟未能重返以往 4% 左右的增速，2%-3% 的增長或已成為本港經濟的新常態。

上半年外冷內暖格局未變

一季度本港經濟主要受到內部需求所支持，外部需求依然疲弱。在一季度按年實質增長 2.1% 中，內部需求貢獻了 2.8 個百分點，與去年全年的水平相若，而淨出口則拖累了 0.7 個百分點，較去年全年淨出口僅拖累 0.3 個百分點表現為差。淨出口的表現欠佳不單反映於貨物出口，也反映於服務輸出。扣除價格因素後，

香港經濟保持溫和增長(按年%)



資料來源：政府統計處，中銀香港經濟研究

聲明：本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

4 月份實質貨物出口僅增長 1% 左右，與過去三個季度的水平相若，主要是受到外圍環境尚未完全復蘇，以及強美元的影響。一季度實質貨物出口往歐盟 (-3.5%)、日本 (-5.8%) 和內地 (-0.2%) 仍然下跌，只有輸往經濟表現較為穩固的美國才錄得增長 (3.3%)。

相比貨物出口，一季度實質服務輸出的表現更弱。在過去四個季度中有三個季度錄得按年下跌，這是受到旅遊服務輸出和與貿易相關的服務輸出所拖累。旅遊業方面，訪港旅客人數增幅放緩及消費模式轉變，令旅遊服務輸出連續四個季度錄得按年實質收縮，今年首四個月整體和內地訪港旅客人次增幅分別從去年全年的 12.0% 及 16.0% 大幅放緩至 3.9% 及 6.1%，當中消費較高的整體和內地過夜旅客人次更分別錄得 3.6% 及 3.7% 的負增長。然而，四月中才實施的深圳居民一週一行政策的影響尚未浮現，反映本港旅遊業在強美元、租金高企和缺乏新旅遊景點下，競爭力正在減弱。此外，與貿易相關的服務輸出於一季度亦錄得按年 1.1% 的實質跌幅，與貨物出口疲弱和全球貿易表現欠佳的情況一致。

可幸的是，就業市場穩定、資產市場表現向好，支持內部環節表現強韌，減輕外圍環境對經濟的衝擊。雖然香港經濟維持較低增長已一段時間，但就業市場保持穩定，3 月至 5 月份經季節性調整的失業率維持於 3.2%，處於 2011 年下半年以來 3.1% 至 3.5% 的低端，使得市民收入有所改善。再者，資產市場表現持續向好，今年 4 月份本港住宅樓價按年上升 21.3%，加上股市突破了自金融海嘯以來 25,000 點的阻力位，對私人消費開支帶來一定的支持，一季度按年實質增長 3.5%。另一方面，政府消費開支維持穩步增長，增幅同為 3.5%。投資開支則明顯加快，按年增長 7.3%，主要受惠於機器及設備購置的顯著回升，而樓宇和建築則繼續穩健增長，惟外圍環境仍具不確定性，企業對投資的取態或維持審慎。

通脹壓力則有所緩和。隨著環球通脹降溫，國際能源及食品價格偏軟，以及經濟增長步伐溫和，通脹在短期內應依然受控。今年首四個月基本綜合消費物價指數為 2.6%，低於 2014 年全年的 3.5%。

下半年環球經濟前景將略為復蘇

今年餘下時間香港的經濟表現，將取決於環球經濟及金融形勢。外圍方面，雖然國際貨幣基金組織等預期下半年環球經濟將逐漸復蘇，但美國、內地和日本等主要經濟體表現仍然較弱。世界銀行及經合組織於 6 月份分別下調了其全球經濟增長預測至 2.8% 及 3.1%，主要是反映一季度經濟表現疲弱，但預期低油價、寬鬆貨幣政策和財政緊縮力度減弱將會支持下半年全球經濟逐步回升。此外，國際貨幣基金組織將於 7 月份更新其世界經濟展望的預測，相信該組織亦會下調其對全球經濟增長的預測，主要是鑒於他們近日已將美國今年的經濟增長預測由原先 3.1% 下調至 2.5%。因此，即使下半年美國、內地和歐元區等主要經濟體能如預期復蘇，預料本港外貿表現亦難以大幅改善。

美國經濟可在二季度後溫和改善。美國一季度經濟按年率計收縮 0.7%，遠低於去年第四季 2.2% 的增長，主要是受到多項短期因素 (石油相關投資下降、寒冷天氣、港口罷工) 及強美元影響，其經濟表現於二季度起逐步改善。過去一年新增非農職位數目每月平均達 25.5 萬個，失業率跌至 5.5%，與聯儲局認為美國長期失業率約 5.1% 相距不遠，且近月實質個人可支配收入的增幅和儲蓄率均有所加快，加上股市樓市保持穩定，料可對私人消費等帶來支持。另外，港口罷工的負面影響亦已大致過去，相信經濟再受淨出口大幅拖累的概率不高。製造業和非製造業採購經理指數亦顯示商業活動於二季度持續擴張，故在持續低油價、財政緊縮步伐放慢，以及寬鬆貨幣政策等支持下，全年經濟增長有望達到 2.4% 左右，成為先進經濟體中表現最佳的地區，惟仍需注意強美元和頁岩氣投資減少對經濟帶來的負面影響。

歐元區經濟復蘇力度略爲增強。一季度，歐元區經濟分別按季和按年增長 0.4% 及 1.0%，主要是受油價下跌、低利率、歐央行量化寬鬆、歐元趨弱所支持，而經濟復蘇的範圍亦由德國和西班牙擴大至法國和意大利等國家，且是 2011 年以來四大成員國首次一同增長，顯示國與國之間的分歧有所改善。近月，各項數據，如零售、經濟信心、採購經理指數以及貸款增長等均表現較佳，預期今年歐元區經

濟將加速至 1.2% 左右，創下自歐債危機以來的最佳表現。然而，希臘債務問題尚未解決，達成解決方案的變數仍多。目前希臘債務佔本地生產總值的比例高達 177%，救助方案的談判涉及削債、國際貨幣基金組織的角色、財政緊縮及改革措施等。因此，希臘問題將在未來一段時間內繼續困擾歐元區的表現。

內地經濟下行壓力仍大。內地經濟正面對世界經濟復蘇乏力、人民幣實際匯率上升，以及產能過剩、內生動力不足等問題困擾。繼一季度放緩至 7.0% 後，5 月份外貿、工業增加值、投資和消費等顯示內地經濟於低位略為穩定，當中工業增加值連續小幅回升兩個月，固定資產投資的增速較 4 月份輕微回升 0.3 個百分點。然而，除了一線城市表現較佳外，內地房市仍在低位整固，加上國內外市場需求仍然偏弱，對房地產投資、製造業投資和工業增加值有所制約，只有基建投資表現相對較佳。社會消費品零售也轉趨穩定，並回升 0.1 個百分點至 10.1%，且大部份消費品的表現保持穩定，令消費仍是“三駕馬車”中貢獻最大的。此外，5 月份新增人民幣貸款和社會融資規模增量較上月有所回升，而在三次降息和兩次降準後，內地當局仍有較大的政策空間來支持未來經濟穩定增長，預計今年經濟增長能達到 7% 左右的目標。

在這個背景下，下半年香港經濟表現將取決於美國、內地和歐元區等主要經濟體是否真的能如預期般復蘇，而強美元亦難免會影響本港出口的競爭力。不過，假如美國經濟增長較預期快，而內地經濟增長亦逐步回穩，亞洲區內的出口前景將會較佳。

旅遊輸出難以樂觀，對服務出口構成制約。服務輸出方面，今年首四個月訪港旅客人次增幅大幅放緩，而消費力較強的過夜旅客表現更差。此外，訪港旅客的消費模式有所改變、國務院決定部署完善消費品進出口相關政策、深圳居民一週一行的影響逐步浮現，加上港元匯率強勢，以及缺乏新的旅遊景點等，均會對旅遊服務輸出產生一些負面影響，惟其對就業市場的影響仍然有限。

就業和資產市場支持內部穩定擴張

就業市場料將維持較佳表現。過去兩、三年間，本港就業市場一直處於全民就業水平。雖然近日旅遊業放緩或會對基層就業構成壓力，但暫未對就業市場帶來實質的衝擊。今年 2 月至 4 月份的失業率較上月下跌 0.1 個百分點至 3.2%，處於 2011 年下半年以來 3.1% 至 3.5% 之間的低端。

股市樓市向好，支持內部穩定擴張。自 4 月份以來，本港股市表現暢旺，恒生指數 (截至 6 月 17 日) 較 3 月份低位上升 13%，日均成交每日維持於 1,000 億港元以上水平。目前，大部份上市企業仍具備較佳的盈利基礎，加上全球寬鬆的資金環境，以及內地金融開放 (如滬港通擴容、深港通開通等) 將繼續利好港股，未來將吸引內地、香港和國際資金前來投資，令港股表現可看高一線。

樓市方面，香港住宅樓市已累積了龐大的升幅，即使特區政府和金管局過去已推出多輪需求管理和按揭貸款的審慎監管措施，但住宅樓市在供求緊絀和低息的支持下持續上升。再者，供應增加需時和美國加息時間仍未確定，預料今年本港樓市將錄得溫和升幅。本港資產市場表現較佳將帶動金融及商用服務業的直接需求，亦會造成財富效應，支持下半年私人消費開支的表現。此外，本港建造工程將繼續擴張，基建工程、公屋、居屋等公營房屋，以至私人房屋工程在政府積極推動下亦會隨之增加，將持續為本港整體投資提供增長動力。

總體而言，在外圍環境逐步復蘇和內需穩定的環境下，今年香港的經濟增長料將達到 2.5% 左右。通脹壓力則維持溫和，預計全年基本綜合消費物價指數平均升幅 2.8%，低於去年的 3.5%，升幅連續第四年減慢。最後，仍需注意美國聯儲局貨幣政策正常化的時間和步伐，各大主要央行貨幣政策走向分歧，以及利率和資金流向的變化對金融市場的影響。而希臘問題、地緣政治和南韓爆發中東呼吸綜合症等對世界和香港經濟亦會帶來新的不確定性。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2013	2014	2014/Q4	2015/Q1
總量 (億元) GDP($100 Million)	20,961	21,446	6,127	5,724
升幅 (%) Change(%)	2.9	2.3	2.4	2.1
二. 對外貿易 External Trade	**2013**	**2014**	**2015/4**	**2015/1-4**
外貿總值 (億元) Total trade($100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	544	553	42	156
轉口 Re-exports	35,053	36,175	2,877	11,125
總出口 Total exports	35,597	36,728	2,919	11,281
進口 Total imports	40,607	42,190	3,311	12,851
貿易差額 Trade balance	-5,010	-5,463	-392	-1,569
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-7.6	1.7	-13.7	-11.0
轉口 Re-exports	3.8	3.2	2.5	2.5
總出口 Total exports	3.6	3.2	2.2	2.3
進口 Imports	3.8	3.9	-2.9	0.3
三. 消費物價 Consumer Price	**2013**	**2014**	**2015/4**	**2015/1-4**
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.3	4.4	2.8	4.0
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			**2015/5**	**2015/1-5**
合約宗數 (宗) No. of agreements	70,503	81,489	6,785	28,804
年升幅 (%) Change(%)	-29.9	15.6	0.8	33.1
五. 勞動就業 Employment			**2015/1-2015/3**	**2015/2-2015/4**
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.84	14.95	12.73	12.75
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	3.2	3.3	3.2
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.5	1.4	1.3
六. 零售市場 Retail Market			**2015/4**	**2015/1-4**
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	11.0	-0.2	-2.2	-2.3
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	10.6	0.6	2.4	0.5
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,430	6,077	479	2,021
年升幅 (%) Change(%)	11.7	11.9	0.9	3.9
八. 金融市場 Financial Market			**2015/4**	**2015/5**
港幣匯價 (US$100=HK$) H.K. Dollar Exchange Rate (US$100 = HK$)	775.4	775.6	775	775.2
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)			**2015/3**	**2015/4**
M1	9.7	13.0	27.5	18.0
M2	12.3	9.5	11.9	10.3
M3	12.4	9.6	11.8	10.3
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	10.6	9.7	13.3	11.8
港元存款 In HK$	5.1	9.3	16.0	15.1
外幣存款 In foreign currency	16.2	10.1	10.7	8.8
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.0	12.7	11.7	8.0
當地放款 use in HK	13.8	12.1	13.8	8.0
海外放款 use outside HK	21.4	14.2	13.6	14.3
貿易有關放款 Trade financing	43.8	-1.4	-8.5	-9.4
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	24,901	28,133