



香港經濟增長放慢，基調穩健

高級經濟研究員 王春新

今年以來，受中美經貿摩擦愈演愈烈嚴重影響外部需求，以及資產價格調整持續影響內部需求的雙重衝擊，香港經濟進一步放緩。雖然下半年存在美聯儲貨幣政策取態趨向寬鬆、正向資產效應，以及對比基數較低等有利因素，但由於經貿摩擦引發的諸多不確定性將帶來持續影響，今年香港經濟增長可能持續放緩。

一、上半年香港經濟現低增長

今年上半年香港經濟在運行中，呈現出如下幾個特點：

一是整體經濟出現超低速增長。繼去年第四季度GDP按年實質升幅降到1.2%之後，今年首季進一步跌至只有0.6%，為十年來的最差表現，且已接近衰退的邊緣。在過去三十年，如此之低的經濟增長，僅在1997年亞洲金融風暴猛擊香港、2001年全球資

香港 2009 年以來 GDP 升幅 (%)



資料來源：政府統計處、中銀香港經濟研究

訊科技泡沫破滅，以及2009年全球金融海嘯爆發期間出現過。進入第二季度，香港總體經濟表現並無明顯好轉的跡象，4月份貨物出口和市場零售分別下跌2.6%和4.5%，收縮程度更甚於第一季度的-2.4%和-1.2%，估計5-6月也難以迅速翻身，上半年香港經濟超低速增長似已成定局。

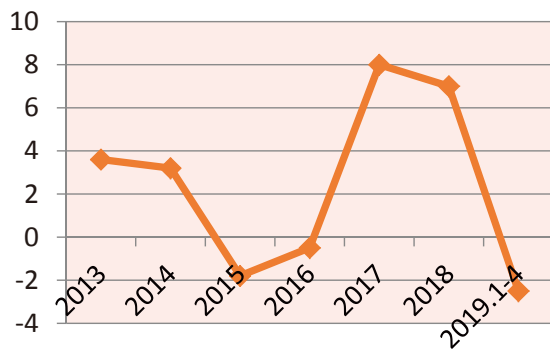
二是內外需求雙雙放緩。受到貿易保護主義升溫、外部需求放緩，以及部分產品避免關稅提早“搶出貨”等影響，今年1-4月本港整體出口按年下跌2.5%，較去年四季度的小幅上升2.2%進一步放慢，且是連續六個月出現負增

長。進口的跌幅則略大於出口，按年下跌 3.7%。從出口市場看，輸往美國、內地、日本和台灣四地的商品貨值合共佔到香港總出口的三分之二，對香港貿易中心至關重要，今年首四月卻分別錄得 11.0%、5.2%、5.5% 及 14.9% 的名義跌幅，拖累香港出口增長 4.3 個百分點，超過整體出口的全部跌幅，說明中美貿易摩擦帶來的影響已開始顯現。

服務輸出表現略好於貨物出口，但今年首季也僅實質增長 1.1%，遠低於去年全年的 4.9% 和四季度的 3.3%，主要是運輸和金融服務均出現負增長，雖然訪港旅遊業持續擴張（今年 1-4 月旅客人次大幅增長 13.9%）帶來支持，但因旅客消費模式有所改變，更多是不過夜或經香港轉往其他目的地的旅客，令訪港旅客人次對經濟增長的貢獻有所減弱，具體表現在本港首季以名義計算的旅遊服務輸出只增加 5.6%，大大低於同期訪港旅客勁增 16.8% 的水平。

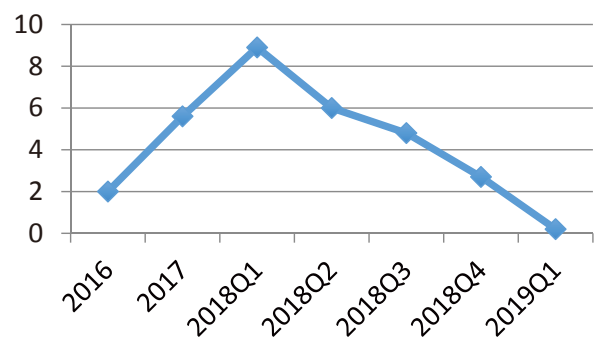
內需增長動力也明顯減弱。在內需三大支柱中，佔 GDP 近七成的私人消費急速下滑，因早前股市和樓市曾大幅波動，對本地消費信心構成明顯打擊，私人消費開支在去年全年及一季度分別按年實質增長 5.5% 及 8.9% 之後，今年首季大幅放緩至 0.2%，為 2016 年第二季度以來的最低升幅。投資表現似乎更為遜色，一季度本地固定資本形成總額大跌 7.1%，跌幅超過去年四季度的收縮 5.8%，主要是機器、設備及知識產權產品的增長受到貿易保護主義和投資信心轉趨審慎所影響，樓宇及建造亦受到部分大型基建工程完工的制約。只有佔 GDP 約一成的政府消費開支穩中向好，今年首季實質增長 4.5%，為經濟增長提供了穩定支持。

香港貨物出口增速 %



資料來源：政府統計處、中銀香港經濟研究

香港私人消費開支實質升幅 %



資料來源：政府統計處、中銀香港經濟研究

三是就業穩定樓價反彈。雖然經濟增速跌至十年低位，但就業市場仍維持平穩，今年 3-5 月經季節調整的失業率為 2.8%，與去年 10-12 月持平。不過，期間總就業人數反而減少數千人，說明失業率穩定與本港勞動力供應減少也有一定關連。資產價格卻在連續調整半年後迅速反彈，差餉物業估價署提供的數字顯示，私人住宅售價指數從去年 12 月的 359.4 上升至今年 4 月的 390.5，四

個月內共上 8.7%，接近去年 7 月創下 394.8 的歷史高位。中原城市領先指數於 5 月下旬報 189.42，比 1 月底的階段性低位更彈升了 11.5%，說明資產市場並沒有受到經濟下滑的影響，反而出現逆向回升，且再攀歷史新高，可見香港物業市場的韌性舉世無雙。

二、下半年香港經濟面臨挑戰

下半年香港經濟仍將受到諸多不確性因素的制約，尤其是全球經濟放緩和中美經貿爭端，令內外需求都難以迅速回升，經濟前景更具挑戰性。具體而言：

從國際因素看，主要是全球經濟和貿易維持低增長。鑑於歐美各國經濟增長動力減弱及中美貿易爭端持續，今年 4 月份，國際貨幣基金組織第 3 次下調 2019 年全球經濟增長預測至 3.3%，創下金融海嘯以來的最低增速，其中美國 GDP 增長率將從去年的 2.9% 降至 2.3%，歐元區從 1.8% 降至 1.3%，日本則從 0.7% 提升至 1.0%。與此同時，世界貿易組織不久前發佈最新一期《全球貿易數據與展望》報告，將今年全球貿易增長預測由 3.7% 大幅下調至 2.6%，遠低於去年的 3.8%，說明全球貿易增速從過去兩年的高於全球經濟增速，又回到低於全球經濟增速這一自 WTO 成立以來不多見的非正常發展狀態。

值得注意的是，IMF 和 WTO 下調全球經濟和貿易增長預測雖計及中美貿易爭端的影響，但 5 月份中美貿易談判觸礁的突發因素，仍未被考慮在預測之內。由於美國在談判中提出了諸多不合理要求遭受中方斷然拒絕，令貿易爭端愈演愈烈，隨後美國開始制裁中國華為等高科技公司，使貿易戰擴大到科技戰，美國總統特朗普還聲稱要向剩餘的 3,000 多億美元中國進口商品開徵關稅，中國也被迫出台了一些必要的反制措施。目前看來，在相當長時間內中美經貿摩擦將會成為常態，香港作為小型開放經濟體難免仍受到影響。

從內地因素看，今年以來，在中美貿易爭端不斷加劇的情況下，中國內地經濟呈現出極大的韌性，首季經濟開局良好，GDP 仍增長 6.4%，與去年第四季度持平，經濟增長品質也在穩定提升。1-5 月外貿出口增長 6.1%，接近去年的出口增速 (7.1%)，甚至高於中美貿易摩擦發生前五年平均 4.7% 的水平；固定資產投資和社會零售總額分別增長 5.6% 和 8.6%，略低於去年增長水平，主要是受 5 月份增長下滑的影響，顯示內地經濟仍面對不小的下行壓力。為了維持經濟增長，近期內地加大了刺激力度，允許將專項債券作為符合條件的重大項目資本金，主要用於國家重點支持的鐵路、國家高速公路和支持推進國家重大戰略的地方高速公路、供電、供氣項目。預計下半年將推出更多的刺激經濟

措施，包括進一步增加財政支出，以及針對性放寬信貸等等，不排除進一步降低銀行存款準備金率。估計今年內地 GDP 增速仍可達到 6.3% 左右，繼續為香港經濟穩定提供支持。

從內部因素看，比較有利的一面是全球低利率環境將會延續，令香港可以保持低息環境。由於美國時常出現長短期利率倒掛現象，警示着未來美國經濟有可能步入衰退，近期美聯儲局公開市場委員會大幅調整了其貨幣政策的取態，預期今年有機會減息 1-2 次，相信香港的低利率環境得以延續，這有利於樓市進一步回穩，所帶來的正向資產效應將為香港投資和私人消費帶來一些支持。

另一個有利因素是香港就業市場正處於全民就業狀態，客觀上有利於個人消費開支；財政司司長在財政預算案提出多項旨在發展經濟、投資未來、共享成果的措施，料將為下半年香港經濟帶來提振的作用。另據 2019 年二季度《業務展望按季統計調查》，香港不少行業對營商前景的負面情緒有所改變，將對機器、設備及知識產權產品等投資帶來支持。未來在政府努力增加土地供應下，公私營樓宇建造將有所增加，加上機場三跑道系統和東北新發展區的前期工程將逐步展開，預期整體內需表現有望逐漸改善。當然，我們也要留意修訂《逃犯條例》引發的社會衝突，對香港經濟、尤其是投資需求可能帶來的影響。

第三個有利因素是旅遊和跨境金融等服務輸出料維持穩健擴張。一方面，廣深港高鐵和港珠澳大橋的落成將持續帶來更多的旅客來源，儘管訪港旅客的消費模式已有所改變，但旅客數量大增也會對本港旅遊服務輸出帶來較大支持。另一方面，金融服務輸出料將維持較佳表現，即使環球和香港股市的波動性有所增加，但股市交投和上市活動趨於活躍，尤其是阿里巴巴來港第二上市將在資本市場掀起一股新熱潮，加上在大灣區規劃下內地和香港金融市場互聯互通可望進一步深化，區內跨境金融活動會持續增多，外國投資者對人民幣金融資產的興趣日趨濃厚，也可帶動金融市場和跨境金融活動的需求，對整體服務輸出也將帶來支持。

總體來看，全球需求不足和中美經濟及戰略關係的變化將持續帶來困擾，令今年香港外貿表現難以顯著改善，整體經濟將出現全球金融海嘯以來的最低增長，全年 GDP 升幅將維持在 1.7% 左右。可幸的是，上述多項正面因素，如全民就業、低息環境、樓市回穩、旅遊業和跨境金融服務需求較佳等，均有助於支持香港經濟表現。未來香港如能加快創新科技產業的發展，深化與內地、特別是大灣區的經濟合作，同時花大力氣改善民生，將有利於增添新的經濟增長動力。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2017	2018	2018/Q4	2019/Q1
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	26,628	28,429	7,549	7,140
升幅 (%) Change(%)	3.8	3.0	1.2	0.6
二. 對外貿易 External Trade			2019/4	2019/1-4
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	38,759	41,581	3,215	12,425
進口 Total imports	43,570	47,214	3,566	13,960
貿易差額 Trade balance	-4,811	-5,633	-351	-1,535
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	8.0	7.3	-2.6	-2.5
進口 Imports	8.7	8.4	-5.5	-3.8
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.5	2.4	2.9	2.4
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	83,815	79,193	9,911	26,927
年升幅 (%) Change(%)	14.8	-5.5	13.4	-9.7
五. 勞動就業 Employment			2019/2-2019/4	2019/3-2019/5
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11	10.5	11.2	11.4
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.9	2.8	2.8	2.8
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	1.1	1.0	1.0
六. 零售市場 Retail Market			2019/4	2019/1-4
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	2.2	8.8	-4.5	-2.0
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	1.9	7.6	-5.0	-2.3
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,847	6,515	557.7	2,381.2
年升幅 (%) Change(%)	3.2	11.4	5.2	13.9
八. 金融市場 Financial Market			2019/3	2019/4
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	781.4	783.6	784.9	784.7
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.8	-0.4	-2.2	-14.9
M2	10	4.3	3.9	2.1
M3	10	4.3	4.0	2.1
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	8.7	5.0	5.0	3.2
港元存款 In HK\$	11.6	3.6	3.0	-0.5
外幣存款 In foreign currency	5.9	6.4	7.2	7.3
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.1	4.4	3.1	0.5
當地放款 use in HK	15.5	4.0	3.9	0.5
海外放款 use outside HK	17.4	5.3	1.0	0.6
貿易有關放款 Trade financing	8.7	-7.7	-6.6	-7.7
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.1250	5.1250	5.1250
恆生指數 Hang Seng index	29,919	25,846	29,051	29,699