



## 曙光初現 挑戰仍多 ——2021年香港經濟展望

經濟研究員 陳蔣輝

作為高度依賴服務業的開放型經濟體，香港在2020年遭受新冠疫情重創，GDP跌幅為六十年來之最，失業率快速上升。展望2021年，有效疫苗大規模推廣使用將使香港經濟迎來曙光，國家“十四五”也將為香港帶來巨大發展機遇，預計2021年香港經濟可望錄得5%左右的增幅，而失業率也將迎來拐點。

### 一、2020年香港經濟回顧

在中美貿易摩擦、全球經濟放緩和香港本地社會事件的三重利空疊加下，香港經濟在2019年陷入全球金融危機之後首次負增長。進入2020年，新冠疫情在全球迅速傳播蔓延讓本已衰弱的香港經濟雪上加霜，並呈現出如下幾個重要特點：

#### （一）經濟活動急劇減少

受新冠疫情的影響，香港經濟陷入深度衰退。為應對新冠病毒的蔓延，全球多個經濟體持續實施限制跨境活動及社交距離措施，令全球經濟遭受重創，IMF最新預測2020年全球經濟將收縮4.4%，是自二戰以來最低增速。作為高度依賴服務業的開放型經濟體，香港受疫情的影響更大，上半年GDP實質收縮約9%，創有紀錄以來最大半年跌幅；由於前期基數較低，下半年經濟同比跌幅有所收窄，但全年經濟收縮幅度仍將達到6%左右，超過2009年全球金融海嘯期間的2.5%和1998年亞洲金融危機期間的5.9%。

居民消費和社會投資顯著下降。新冠疫情衝擊下，特區政府頒佈了一系列限制跨境人流、社交距離、檢疫、對食肆和多類娛樂場所設限等措施，令私人消費開支急劇收縮，2020年前三季度累計下跌11.1%；前10個月本地零售銷售累計下跌27%。社會整體投資開支也在不利的營商氣氛下急速下降，前三季度同比大跌16.2%。為緩解疫情衝擊，特區政府推出總額超過3,000億港元的經濟刺激，避免了更為深度的衰退。

#### （二）失業率快速上升

新冠疫情下百業蕭條，失業率大幅上升。香港季調失業率從2019年10-12月的

3.3% 快速上升到 2020 年 9-11 月的 6.3%；目前實際失業人數已達到 24.4 萬人，相比於 2019 年底的 12.4 萬人多出近 1 倍。不過，失業率和失業人數還不能完全反映疫情對香港勞動就業的整體影響，因為許多勞工受到疫情影響而退出勞動市場，致使香港總勞動人口減少了 5.4 萬人。若在正常年景，過去 11 個月香港總勞動人口應當增加 2-3 萬人。這一加一減合共影響 7-8 萬人，說明疫情使香港失去了近 20 萬個就業崗位。

疫情對就業市場和居民收入的影響存在明顯的結構性特徵。分行業的就業市場數據顯示，零售、住宿及膳食服務業和建造業失業較嚴重，2020 年 9-11 月的失業率分別為 10.1% 和 10.9%，失業人數合計約 9.6 萬人，佔全社會失業人數的四成。按收入水平來分析，香港各行業的失業率和收入中位數呈現較為顯著的負相關關係：高收入群體的失業率較低，其中經理及行政人員和專業人員最新的失業率僅為 3.1% 和 2.7%；而低收入者多數靠“打零工”謀生，在疫情引發的停工潮中無法居家辦公，面臨較大的就業障礙和收入受損風險。

圖 1：香港經濟增速與失業率 (%)

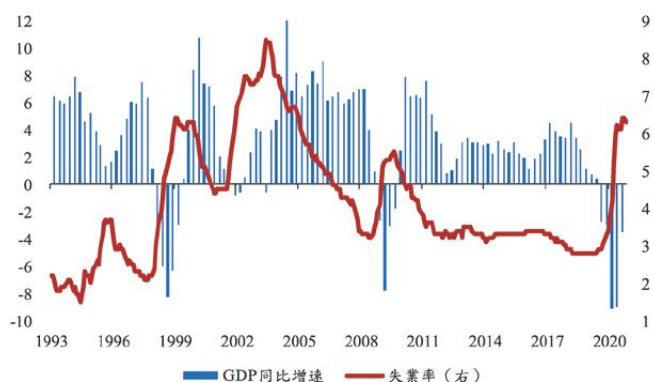
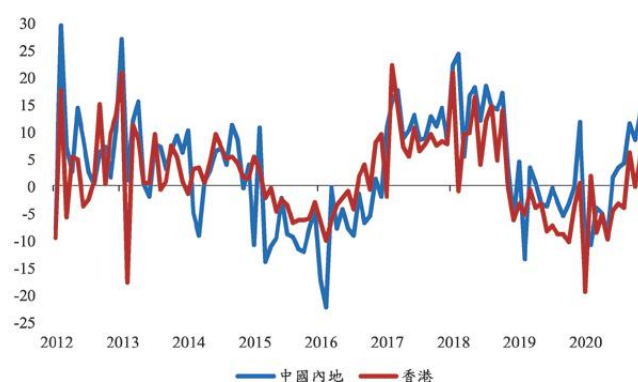


圖 2：香港和中國內地外貿增速 (%)



資料來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

### (三) 對外商品貿易開始復甦

香港對外商品貿易已開始復甦。中國內地通過採取強有力措施，最早控制住疫情，並率先開始復工復產；其他很多國家受疫情影響生產能力受限，加大了對中國生產的依賴，促使內地對外貿易從二季度開始觸底回升，到四季度已錄得兩位數增長。得益於內地強勁的外貿活動，香港商品貿易活動也在 2020 年下半年開始復甦。根據政府統計處的資料，2020 年第三季度香港商品進出口已由跌轉升，其中整體出口貨值同比增長 3.9%，進口貨值同比增長 1.8%。

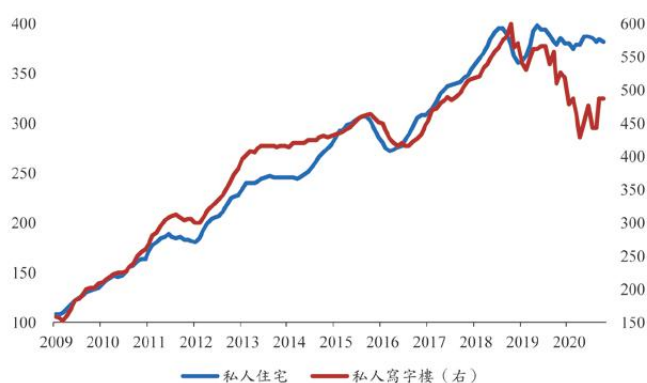
相比於商品貿易，服務貿易仍然較弱。新冠疫情令跨境人流持續受到限制，香港旅遊業跌入冰點，2020 年前 11 個月訪港旅客人數同比下跌 93.2%；內地訪客來港投保的新造保單保費也急劇下滑，前三季度累計下跌 81.9%；運輸服務方面，新冠疫情下全球經濟停滯，運輸活動大幅減弱。這些都拖累了整體服務貿易的增速。當下香港已爆發第四波疫情，新增病例居高不下，預計貨物貿易表現好於服務貿易的局面在第四季度將會持續。

#### (四) 金融地產市場基本穩定

相對來說，金融市場受疫情影響較小。面對新冠疫情的衝擊，香港金融監管部門和金融業積極協調，推出一系列支援措施，金融系統和市場運作基本暢順。聯繫匯率機制運行有序，港元匯率自4月份轉強至接近強方兌換保證水平，至10月底共被觸發50次，香港金管局合共售出超3,800億港元，反映港元需求強勁。存款總額首10個月增長了14.1%，表明市場對香港金融前景持樂觀態度。此外，資本市場也保持穩定，港交所年內IPO集資預估接近3,900億港元，居全球第二位，相比2019年勁升24%。

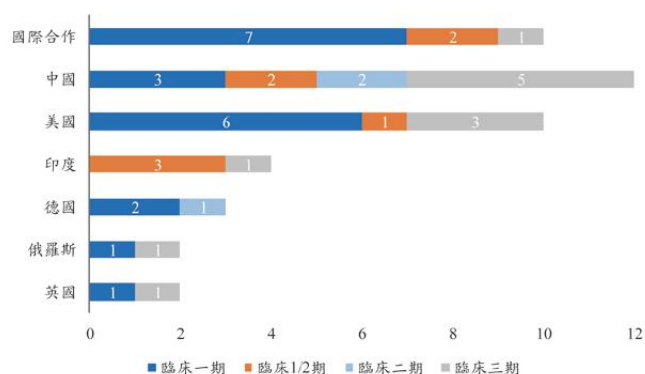
房地產市場表現則出現分化。住宅價格基本保持穩定，10月份私人住宅樓價比2019年底還輕微上升0.45%。非住宅物業，包括寫字樓、分層工廠大廈及零售業樓宇的價格及成交量則顯著下跌。以私人寫字樓為例，前10個月樓價下跌6.1%，其中乙類寫字樓跌幅最大，勁挫15.8%。空置率方面，根據中原地產的統計資料，香港五大核心消費區商舖空置率全線上升，中環區最為嚴重，空置率高達兩成。經濟環境欠佳，企業致力縮減營運成本，令核心區甲廈空置率也屢創新高。

圖3：香港房價指數



資料來源：Wind，WHO，中國銀行香港金融研究

圖4：部分國家新冠疫苗研發進展(支數)<sup>1</sup>



<sup>1</sup>截至2020年12月2日

## 二、機遇雙至，挑戰仍多

展望2021，風險與機遇並存。一方面，有效疫苗何時能大規模推廣使用是影響香港經濟最關鍵的因素，同時拜登當選總統後中美關係的走勢，後疫情時代全球金融市場的穩定性等都會對2021年香港經濟表現產生影響。另一方面，2021年是國家“十四五”的開局之年，倘若香港能融入國家發展大局，並作出全面配合，將會贏得巨大發展空間。

### (一) 存在三大風險

風險之一，是新冠疫情仍會反覆。目前疫情仍在全球多地蔓延，在有效疫苗廣泛使用之前，疫情仍是香港經濟的最主要下行風險。WHO統計資料顯示，截止12月初，全球已有51支疫苗進入臨床試驗階段，其中13支進入臨床三期。香港已積極參與疫苗購

買計劃，目前已訂購 2,250 萬劑疫苗，其中由內地生產的首批 100 萬劑滅活疫苗最快在 2021 年 1 月份抵港，由美德聯合生產的 100 萬劑 mRNA 疫苗也將於 2021 年第一季度到港，香港有望在 2021 年上半年實現全面接種新冠疫苗。但是疫苗的真實有效性尚待確認，且病毒也存在變異的可能。鑒於新冠病毒高傳染性的特點，在有效疫苗推廣使用之前，各項限制措施仍會繼續。從全球角度來看，疫苗大批量生產、分發和注射依然需要一定時日，香港 2021 年的外部環境不能過於樂觀。

**風險之二，是中美關係前景不明。**拜登當選新一任美國總統，可能保持對中國強硬的態度。拜登勝選後，首要任務是控制美國國內疫情、重啟經濟；中美經貿摩擦或有機會緩和，雙邊對話可望加強。但美國對華遏制打壓的態勢估計很難扭轉，在短期內取消之前加徵的關稅和限制措施難度依然較大。同時，拜登政府會更強調價值觀的作用，注重修復與盟友的關係，借助盟友的力量對華施壓，並塑造從環境到勞動力、貿易、技術，以及透明度的規則，防止中國主導未來的技術和產業發展。在中美衝突加劇的大背景下，2020 年美國已取消香港獨立關稅地位，並實施多項制裁措施。拜登主政後，中美關係是否轉向，美國對港政策如何轉變仍需觀察。

圖 5：全球和香港每日新增確診

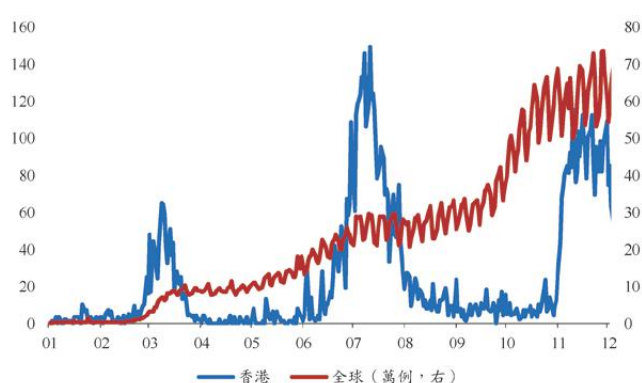
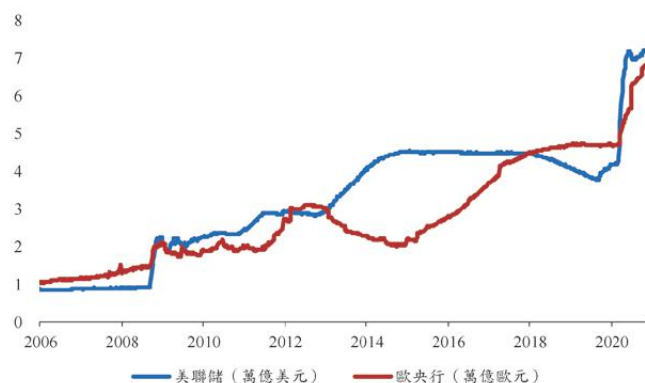


圖 6：美聯儲與歐央行總資產



資料來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

**風險之三，是全球金融市場的脆弱性。**全球金融市場的脆弱性已成為威脅經濟穩定發展的一大隱患。為應對疫情，各國紛紛採取大規模量寬政策，導致金融市場與實體經濟嚴重脫節。隨著全球零利率與負利率格局的加深，全球機構投資者不斷提升風險偏好，從而加劇資產價格泡沫風險，成為香港金融穩定的一大問題。此外，發達國家政府債務水平已再創歷史新高，未來如何實現去槓桿面臨著巨大不確定性。倘若歐美在 2021 年通脹抬升，導致央行不得不收縮貨幣政策，或引致資產泡沫的破滅，進而引發金融危機。另一方面，疫情之後，發達國家與新興市場國家之間的發展差距很可能進一步拉大，部分較為脆弱的新興經濟體也不排除爆發經濟危機的可能性。

## （二）面對兩大機遇

**機遇之一，是“十四五”規劃帶來良機。**2021 年是國家“十四五”規劃開局之年，

將給香港帶來更好發展機會。“十四五”規劃建議把“高品質發展”和構建“雙循環”新發展格局作為未來五年的重要指導思想，並把強化國家戰略科技力量、提升企業技術創新能力、激發人才創新活力、實行高水平對外開放、推動貿易投資自由化便利化、以及推動共建“一帶一路”高質量發展等作為落實規劃的重要抓手。香港是國際金融中心和貿易中心，在科創研發、先進服務業等諸多方面優勢顯著，若能融入國家發展大局，並作出全面配合，將會贏得先機，獲得更大發展空間。

**機遇之二，是東亞區域合作不斷強化。**經過8年、31輪的談判，東亞太平洋地區的15個國家近期正式簽署了《區域全面經濟夥伴關係協定》(RCEP)，標誌著世界上人口最多、經濟規模最大、最具發展潛力的自由貿易區正式啟航。香港與RCEP各成員國關係密切，雙邊貿易額佔香港貿易總額近四分之三。在東亞經濟一體化的大背景下，香港可以利用自身的獨特優勢，在服務貿易、金融投資等領域發力，協助區域內重建供應鏈，同時也可借機拓展新的供應鏈，擴大新的貿易金融版圖，為2021年及之後的經濟發展打開增量空間。

### 三、2021年經濟展望

根據IMF的最新估算，2021年，全球經濟有望迎來衰退後的“共振”復甦，經濟增速將回升至5.2%。我們預期香港經濟將在2021年恢復正增長，失業率也將迎來拐點，具體預測如下：

#### (一) 經濟反彈，呈前低後高走勢

首先，2021年香港經濟將迎來復甦。目前新冠疫情在海外仍在快速擴散且尚未受控，全球感染人數遠高於半年之前，但疫情對經濟活動和市場情緒的衝擊卻已大為減弱。參照2020年第三季度的情況，香港疫情形勢比上半年要嚴重得多，但扣除基數效應後，第三季度香港私人消費、投資、貿易等數據的同比增速都有不同程度的改善，經濟衰退步伐已出現緩和跡象。估計疫情對香港經濟的負面影響在2021年還將延續，但只要新冠病毒不發生惡性變異，其對經濟的影響已比較可控。疊加有效疫苗推廣使用後對經濟的提振效果，2021年香港經濟將迎來復甦。

同時，從季環比看，2021年下半年香港經濟表現將優於上半年。按照目前全球疫苗研發和香港採購安排進度，本地有望在2021年上半年實現全面接種新冠疫苗，之後將逐漸放開疫情防控措施，帶動經濟復甦，所以下半年經濟總體表現將優於上半年。不過，估計香港經濟在2021年很難出現報復性反彈，因本地服務業佔比極高，即使全民接種有效疫苗，實體經濟的復甦進程在供給端和需求端仍會明顯滯後。我們的模型顯示，在較樂觀情況下，2021年香港經濟可望錄得5%左右的增幅；但考慮到2020年的極低基數，新的一年香港經濟總量仍無法回到2019年的水平。

#### (二) 失業率先升後降，升速快於降速

香港失業率高點還未到來，2021年上半年將繼續走高。過去經驗表明，失業率為

滯後數字，在經濟增速觸底後的 2-3 個季度，才能迎來失業率的拐點；香港經濟增速已於 2020 年第二季度觸底，但失業率的高峰還沒有出現。政府第二輪保就業計劃目前已宣告結束，多項過渡性支援措施，例如稅款延期寬限，員工薪金補貼等措施已經完結，在沒有第三輪保就業計劃安排的大背景下，2021 年上半年香港的失業率有可能進一步走高，高點有機會超過 7%。

在有效疫苗推廣應用之後，失業率有望迎來緩慢下降。失業率是慢變數，危機過後企業重新招人開展經濟生產活動是一個非常漫長的過程，即使有效疫苗在 2021 年上半年能在香港大範圍推廣使用，失業率也很難立刻下降。此外，從全球角度來看，疫苗的大批量生產、分發和注射都需要一定時間，全球性的抗疫防疫很難在 2021 年終結，外部環境依然較為嚴峻，這將使得香港零售業、住宿服務業、航空業等行業的失業情況無法在 2021 年獲得大幅改善。預計到 2021 年底，香港失業率仍將維持在 5%-6% 之間。若要失業率回到疫前水平，或許需要數年時間。

### （三）外貿穩中向好，增速前高後低

內地外貿增長強勁，將帶動香港外貿整體穩中向好。從出口角度看，目前疫情依然在很多國家蔓延，未來一段時間海外市場產需缺口依然存在，2021 年中國出口大概率將繼續保持較高增長。從進口角度看，內地零售市場規模已經逼近全球最大的美國，隨著“雙循環”新發展格局的確立，內地商品進口在 2021 年可能提速。這些都將使香港直接受惠，預計香港外貿在 2021 年將穩中向好，全年有望錄得低個位數的增長。

在增速走勢上，目前內地和香港進出口復甦勢頭將延續到 2021 年初，一是部分行業訂單有延續性，二是疫苗在全球大範圍使用也需要一定的時間，部分較晚獲取疫苗的地區會制約訂單回流速度。2021 年隨著疫苗逐步推廣使用，全球終端消費需求、以及資本開支都會進一步打開，經濟修復將帶來全球貿易修復。但與此同時，世界經濟逐漸正常化，防疫物資需求減少和供給替代減弱可能導致內地出口增速回落，進而令香港進出口增速下降，預計 2021 年香港外貿增速會出現前高後低走勢。

#### 附：2021 年香港 GDP 增長初步估計

本地生產總值與其主要開支組成項目及主要價格指數 (與一年前比較的增減百分率)						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
私人消費開支	2.0	5.5	5.3	-1.1	-10.5	7.5
政府消費開支	3.4	2.8	4.2	5.1	7.9	-2.1
本地固定資產形成總額	-0.1	3.1	1.7	-12.3	-13.1	8.5
整體貨物出口	1.6	6.5	3.5	-4.6	-0.8	3.7
貨物進口	0.7	7.3	4.7	-7.3	-3.3	4.0
服務輸出	-3.5	2.8	4.6	-10.2	-36.4	10.5
服務輸入	2.0	2.0	2.8	-2.4	-35.6	9.8
本地生產總值	2.2	3.8	2.8	-1.2	-6.0	5.0
基本綜合消費物價指數	2.3	1.7	2.6	3.0	1.3	1.1

資料來源：政府統計處，中國銀行香港金融研究院

# 主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2018	2019	2020/Q2	2020/Q3
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	27,355	27,030	6,176	6,736
升幅 (%) Change(%)	2.9	-1.2	-9.0	-3.5
二. 對外貿易 External Trade			2020/11	2020/1-11
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	41,581	40,961	3,796	35,356
進口 Total imports	47,214	45,714	4,052	38,322
貿易差額 Trade balance	-5,633	-4,753	-256	-2,966
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	7.3	-5.6	5.6	-2.8
進口 Imports	8.4	-8.1	5.1	-5.0
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	2.4	2.9	-0.2	0.4
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	79,193	74,804	7,241	65,726
年升幅 (%) Change(%)	-5.5	-5.5	8.1	-7.3
五. 勞動就業 Employment			2020/8-2020/10	2020/9-2020/11
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	10.5	12.4	25.8	24.4
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.8	3.3	6.4	6.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	1.2	3.8	3.4
六. 零售市場 Retail Market			2020/10	2020/1-10
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	8.8	-11.1	-8.8	-27.0
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	7.6	-12.3	-9.3	-28.3
七. 訪港遊客 Visitors			2020/11	2020/1-11
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	6,515	5,590	0.6	356.4
年升幅 (%) Change(%)	11.4	-14.2	-99.8	-93.2
八. 金融市場 Financial Market			2020/9	2020/10
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	783.6	779.3	775.2	775.2
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	-0.4	2.6	44.9	71.1
M2	4.3	2.8	9.2	14.4
M3	4.3	2.7	9.2	14.3
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	5.0	2.9	8.7	14.5
港元存款 In HK\$	3.6	2.5	11.1	21.5
外幣存款 In foreign currency	6.4	3.2	6.2	7.3
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	4.4	6.7	7.0	11.6
當地放款 use in HK	4.0	7.1	8.0	15.6
海外放款 use outside HK	5.3	5.8	4.7	2.3
貿易有關放款 Trade financing	-7.7	-0.7	-7.4	-5.7
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.1250	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	25,846	28,189	23,459	24,107