



當前香港經濟增長力度及前景評估

中銀香港首席經濟學家 鄧志寰博士

2021 年全球經濟強勁復蘇，主要經濟體 GDP 增長均超過潛在經濟增長水平。展望 2022 年，全球經濟仍然無法擺脫新冠疫情帶來的不確定性，先進經濟體與新興市場可能因疫情及疫苗接種及成效的差異而呈現經濟增長和通貨膨脹雙重分化的局面。香港作為典型的小規模開放經濟體，總體受益於中國內地經濟增長和美國寬鬆政策刺激，2021 年首三個季度，香港 GDP 同比增長 7%，雖然三季度略有放緩，預計全年仍將實現 6% 以上的增長水平，將收復 2019 年及 2020 年連續六季錄得收縮的失地，回到疫情此前的體量。

一、香港與全球主要經濟體同步復蘇

作為典型的小規模開放經濟體，香港經濟始終反映着環球經濟復甦的動力轉換，並受到中國內地和美國兩大經濟體的經濟增長動態和宏觀政策調整的直接影響。從全球範圍看，2021 年經濟增長的基本邏輯是 2020 年上半年經濟下行帶來的低基數和寬鬆財政和貨幣政策的刺激效應。

2021 年前三個季度，美國經濟同比增長 5.7%，經濟規模超出疫情前約 1.4%，反映經濟重開和寬鬆政策推動經濟復甦的影響。第三季度美國增長率有所放緩，同比年率回落至 4.9%，環比年率回落至 2%。受疫情反覆和部分行業供應鏈緊張的影響，供應鏈出現瓶頸，無法滿足經濟重開釋放的需求，汽車生產及銷售、存貨變化和住宅投資反應尤其強烈，並延續至四季度。考慮財政刺激和超寬鬆貨幣政策效果，預期全年美國經濟增長將達到 5.5%，低於國際貨幣基金組織 (IMF) 6% 的預測。

美國部分經濟環節仍保持增長，10 月供應管理協會製造業指數和全美住宅建築商協會房產市場指數分別從年內高位 64.7 及 84 回落，但仍處於 60.8 及 80 的較高水平，顯示美國經濟復甦動力未有顯著改變。受通脹和疫情反覆影響，11 月密西根大學消費者信心指數從今年 4 月高位 88.3 回落至 66.8。

美國就業市場續有改善，10 月新增非農職位數目符合市場預期，增加 53.1 萬，且 8、9 月份數字均被上調，過去 6 個月每月平均新增非農職位數目達 66.6 萬，失業率進一步回落 0.2 個百分點至 4.6%。目前，失業率較疫情前高 1.1 個百分點、非農職位數目減少 420 萬份、勞動參與率及就業與人口比率分別低 1.7 及 2.3 個百分點，以上勞工市場指標尚未返回疫情前水平，預期將於 2022 年內繼續趨向充份就業水平。

歐元區上半年經濟增長較快，受疫情反覆影響較預期為輕。近期國際貨幣基金組織 (IMF) 上調 2021 年歐元區增長預測 0.4 個百分點至 5%，2022 年則維持不變，仍為 4.3%，

均大大超出歐元區近年的平均經濟增長水平。2021年7月，歐洲中央銀行重檢貨幣政策框架，提出六項要點，在稍微提高通脹目標的同時，更加強調對稱性，以應對歐元區通脹率維持高企的新環境，並為其繼續實施超寬鬆貨幣政策提供政策基礎。

今年前三個季度，內地經濟平均增長9.8%，兩年累計平均5.2%。三季度以來，受到低基數效應減退、部分地區疫情爆發後收緊人員流動和經濟活動限制、能耗雙控限制用電，以及加強對多個行業監管約束等因素的綜合影響，內地商品出口、工業生產、固定資產投資及零售銷售等均有所放緩。預計四季度內地出口繼續受惠於外部因素持續改善，工業生產和製造業投資亦有增長，部分行業面臨原材料價格上升和能耗雙控的不利影響，固定資產投資則取決於財政、貨幣及房地產政策調整等因素，消費亦因疫情和就業市場復甦而有一定的不確定性。在宏觀政策寬鬆、低基數和經濟重開等因素支持下，2021年全年中國經濟將增長8%左右。

2021年以來，受益於全球主要經濟體對中國內地商品出口的依賴，香港出口表現良好，外需對經濟增長保持較大貢獻。同時，本地疫情受控，發放消費券和去年經濟增長低基數等因素，支持消費走強，亦提升了內需表現。

2021年前三個季度，香港經濟同比增長7%，三季度出現放緩跡象。從月度資料看，香港旅遊業持續冰封，服務出口無法改善，貨物進口增長高於出口，淨出口對經濟增長的貢獻降低，其部分原因是去年三季度香港經濟增長基數高於上半年，兩者差距達5.5個百分點。

二、香港就業市場明顯改善

2021年3月以來，受經濟復甦、本地疫情改善，以及市民適應社交距離措施等因素的影響，香港就業情況明顯改善，失業率快速回落，7月至9月平均失業率降至4.5%，較高位低2.7個百分點，建造、零售、住宿及膳食服務、以及運輸、倉庫、郵政及速遞服務、資訊及通訊等行業失業率亦從高位回落，分別為6.8%、7.2%及4.8%。8月至10月香港失業率進一步改善至4.3%，較7月至9月下降0.2個百分點，並較2020年12月至2021年2月本輪失業率高位7.2%，大幅回落2.9個百分點。

就業市場快速改善利好經濟穩定復蘇。同時，香港疫苗接種計劃於2021年2月底展開，至今約7成合資格人士接種疫苗，加上有效的防疫措施，令疫情逐步受控，本地經濟活動恢復正常，2021年8月起特區政府分階段發放消費券，進一步推動消費表現，帶動就業市場的改善。

香港零售、住宿及膳食服務、建造和製造等行業失業率已較年初高位有一定改善，但其8月至10月失業率仍分別高達6.9%、6.4%及6.1%，表明相關行業持續受到嚴格防疫措施、旅遊業持續停頓和國際出行尚未恢復等因素的困擾，較整體失業率高2.6個百分點，顯示部分基層市民就業情況持續嚴峻。

就業市場表現反應了疫情衝擊的動態演變，2020年12月至2021年2月香港整體失業率上升至7.2%，創2004年一季度以來新高，2019年年中僅為2.8%，短期增幅非常顯著。

最近以來，香港各項經濟活動逐漸恢復，部分早前失業人士再次加入勞動市場，2021年7月至9月勞動參與率為59.3%，較疫情前2019年同期低1.2個百分點，將推動就業市場邁向充分就業。

10月綜合消費物價指數溫和增長1.7%。經濟持續復甦和進口價格上升增加了短期通脹壓力，但是，香港經濟在低於生產容量水平運行可以有效控制通脹壓力，今年前10個月基本通脹率僅上升0.5%。

三、2022 年全球主要經濟體尋找新的經濟增長路徑

2022 年全球經濟總體上仍然無法擺脫新冠疫情帶來的不確定性，先進經濟體與新興市場可能因疫情及疫苗的差異而呈現出經濟增長和通貨膨脹雙重分化的局面。

1、病毒進一步變異與全球範圍疫苗普及程度及有效性的賽跑將重新界定 2022 年全球經濟增長的邏輯。

2022 年全球經濟可能因疫情及疫苗接種率的差異，而呈現先進經濟體與新興市場經濟增長和通貨膨脹雙重分化的局面。目前看來，儘管先進經濟體疫苗接種率較高，美國默克和輝瑞藥廠宣佈研發降低新冠重症住院或死亡風險的口服新藥，但尚未建立群體免疫，重症和死亡個案比率仍然遠遠高於普通流行感冒。歐美國家陸續放開社交距離，嘗試以較為寬鬆的方式處理疫情，疫情對經濟和服務業等的打擊力度仍需要觀察。

2、供應鏈受阻引發物價上升的影響時間可能較預期更長，加劇通脹壓力，促使先進經濟體重新評估其貨幣政策走向。

2021 年以來，美國通脹壓力上升，聯儲局慣常衡量通脹的個人消費開支物價及其核心指數，9 月分別按年上升 4.4% 及 3.6%，創 1991 年 1 月及 1991 年 5 月以來新高，而 10 月消費物價及其核心指數分別按年上升 6.2% 及 4.6%，創 1990 年 11 月及 1991 年 8 月以來新高，食物、二手車、能源和居所價格分別按年上升 5.3%、26.4%、30% 及 3.5%，與供應和交通受阻，以及就業勞動參與率下降等有關。

最近，聯儲局改變了通脹屬暫時性的判斷。此前通脹升幅集中於耐用品、能源和酒店機票價格等，與低基數、在家上課工作、供應受阻等短期因素有關，一些早前價格升幅較大的項目已有所放緩。目前，美債短期收益率已對加息預期做出反應，長端收益率上升幅度較少，美債十年和兩年期收益率差距收窄。但是，美國貨幣政策正常化道路漫長，寬鬆貨幣環境短期內不會明顯改變。

3、主要經濟體的寬鬆政策帶來高負債和巨額財政赤字，不具有持續性，貨幣政策轉向已經啟動，但其推進速度將繼續受到疫情發展的干擾。

11 月美國聯儲局會議維持聯邦基金利率於 0% 至 0.25%，並宣佈於 11 月中起縮減買債，每月縮減 100 億美元國債及 50 億美元按揭抵押證券，至 2022 年 6 月中將買債規模降至零，從 2021 年 11 月至 2022 年 6 月中期間，將合共買債 4,200 億美元，較未縮減前 8,400 億美元減少一半，聯儲局的資產負債表規模將繼續擴張，但擴張速度放慢，預期至 2022 年中其資產負債表規模將增至略高於 9 萬億美元，較疫情前約 4.15 萬億美元增加約 120%。縮表完成將進入聯邦基金利率加息週期。

歐洲主要經濟體通貨膨脹呈現上升壓力，2021 年 10 月歐元區通脹率同比升至 4.1%，較 9 月份 3.4% 明顯加速，創 2008 年 7 月以來新高。2022 年 3 月，歐洲央行將按計劃完成其緊急抗疫購債計劃，但可能延續每月買債 200 億歐元的資產買債計劃，並就兩者之間銜接做出新的安排。2022 年，歐元區通脹率可能繼續保持高位，在一定程度上限制歐

洲央行貨幣政策進一步寬鬆的空間，因此，預期歐洲央行將在中期內繼續保持現行貨幣政策，並視未來通脹表現，決定加息的時間和幅度，總體來看，歐洲的貨幣政策轉向將滯後於其他主要經濟體，並支持全球貨幣環境繼續保持寬鬆。

四、內地經濟增長繼續保持領先趨勢

2022年，中國經濟將延續增長態勢，能耗雙控、行業監管政策落實及穩增長政策等或會略為微調，加上疫情大致受控，經濟和社會活動復甦等均會對經濟帶來支持。一方面，內地出口續受惠於全球經濟復甦，歐美大規模刺激經濟措施和部份地區因疫情導致生產受阻等進一步提升對內地商品的需求，有利於工業生產和製造業投資的改善，但部分行業受到原材料價格上升及能耗雙控等因素的制約。固定資產投資將取決於財政、貨幣及房地產政策的調整等，消費則取決於個別地區疫情和就業市場復甦前景，以及居民整體收入水平的提升幅度。

內地穩增長仍有較大政策空間，貨幣政策更加強調靈活精準、合理適度，以我為主、穩字當頭，做好跨週期調節，統籌考慮今明兩年政策銜接，保持流動性合理充裕，增強信貸總量增長的穩定性。2021年10月，社會融資增速從2月份的同比增長13.3%高位回落至10%，貨幣供應量M2增長率亦從10.1%放緩至8.7%，保持貨幣供應量和社會融資規模增速同名義經濟增速基本匹配，助力中小企業和困難行業持續恢復，並要增強宏觀政策自主性，保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定。支持實體經濟仍是貨幣政策的主要目標，同時兼顧穩增長、保就業和防風險。7月內地再次降準是為防範經濟增長進一步放緩的預防措施，支持中小企業抵禦大宗商品價格上漲和抵消財政政策增速疲弱的影響，而非新一輪寬鬆措施的開始。

最近內地推出碳減排支援工具，向提供相關貸款的銀行提供資金，為短期內抵消下行壓力提供定向寬鬆支援，長期則有助實現碳減排的目標。同時，將進一步發揮好再貸款、再貼現和直達實體經濟貨幣政策工具等措施的牽引帶動作用，支援增加小微企業和個體工商戶貸款。將繼續保持信貸增長有序放緩和對個別行業和企業提供差異化信貸支持的政策組合，輔以審慎監管措施，以解決與住房、地方政府債務和影子銀行等一系列金融穩定的問題。繼續運用多種貨幣政策工具，如中期借貸便利和公開市場操作等，保持流動性合理充裕，預期今年餘下時間微調存款準備金率和輕微降息的概率較低。

2021年財政政策重點是恢復經濟、穩定就業和增加收入，赤字率3.2%左右和新增專項債規模與2020年相近等財政指標支持力度超出預期，下半年財政空間充裕。2021年首9個月財政支出同比僅增長2.3%，財政收入增長16.3%，而地方政府專項債的發行量使用了約84%，顯示財政政策仍有空間。2022年，財政政策的作用應繼續加大，推動信貸增長趨於穩定，保持基建等投資增長，確保內地經濟能於穩中過渡至正常化水平。

中國經濟進入新時代的突出特點是增長放緩、監管收緊和去槓桿化。負責調控經濟和風險管理的工作將落在宏觀政策上，而行業和監管政策則是為達到金融穩定、結構性調整，以至長遠經濟和社會發展需要服務。監管亦要適應新經濟領域的需要，並在平衡盈利與社會責任中實現共同富裕、國家利益和安全等多方面考慮。未來財政和貨幣政策將繼續擔當管理宏觀經濟表現和控制風險的主要作用。

面對百年未有之大變局，國家「十四五」規劃創造性地提出了以國內大循環為主體，

促進國內國際雙循環的構想。國內大循環將加強對內改革，推動生產要素的市場化改革，在生產領域補短板、鍛長板，在分配領域逐步縮小貧富差距，實現共同富裕。國際大循環則重點在於對外開放，加快從貿易佈局和制度開放等角度提升和擴大金融市場的對外開放，放寬市場准入，繼續提升人民幣的走出去和國際化的使用範圍。

五、2022 年香港經濟增長可期

長遠而言，香港在國家雙循環新格局中是內循環的參與者和外循環的促進者，將迎來源源不斷的經濟發展動力。「十四五」規劃明確提出，香港要鞏固傳統優勢，提升香港國際金融中心、國際航運中心、國際貿易中心、貿易及法律及爭議解決服務中心地位；同時香港要再創新優勢，大力建設創新科技中心，發展文化藝術交流中心、知識產權的貿易中心和鞏固國際航空樞紐地位，為香港融入國家發展提供了新的切入點。今年的《施政報告》重點強調要用好國家對香港四個傳統中心建設的支持，以及掌握好四個新興中心的定位，推動新措施和新突破，為香港發展佈局謀篇。

從中短期看，香港的經濟增長仍然要看週邊環境的變化。

國際貨幣基金組織（IMF）預計 2022 年全球經濟增長 4.9%，其隱含前提是先進經濟體受制於供應受阻，新興及發展中經濟體受到疫情打擊，變種病毒的傳播增加疫情發展的不確定性，全球經濟和跨境流動難以在短期內完全回復正常和實現平穩復甦，基本延續 2021 年實際運行軌跡。

2022 年，從全球範圍看，新冠疫情影響仍將持續，疫苗接種率提高和藥物研發取得突破，疫情反覆對全球經濟復甦影響仍需觀察，此外寬鬆貨幣政策常態化不會顯著轉變低息和流動性充裕的狀況，為全球和香港經濟帶來支持。

若未來先進經濟體通脹持續高企，美國聯儲局可能改變通脹屬暫時性的看法，繼而調整其縮減買債及加息時間和步伐，或會引發金融市場的新一輪波動，對於由此可能引發的外部風險應保持高度警惕。

在疫情控制較佳的時期，在有效控制風險的前提下，香港可以逐步擴大內地居民來港免檢疫的安排，促進旅遊業復甦，進一步改善服務出口，共同提升外需對香港經濟增長的貢獻。隨著全民接種疫苗的推進，限聚令等社交距離措施可根據疫情變化做出調整，減少圍封和強檢對消費和服務業的影響，及對實體經濟的衝擊。

目前，特區政府正努力爭取與內地通關，以提升跨境旅遊業、零售業對整體經濟復甦的推動力。特區政府於四季度繼續分階段發放消費券，將繼續推動消費表現，預期今明兩年香港經濟和就業市場將進一步復甦，2022 年失業率有望進一步回落。

特區政府預期 2021 年香港經濟增長將達到 6.4%，經濟規模回到 2019 水平。2022 年，香港經濟有能力保持一個相對穩健的增長，並為長遠經濟發展蘊蓄新的動力。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2019	2020	2021/Q2	2021/Q3
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	27,997	26,277	6,757	7,205
升幅 (%) Change(%)	-1.2	-6.1	7.6	5.4
二. 對外貿易 External Trade			2021/10	2021/1-10
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	40,961	39,275	4,183	39,988
進口 Total imports	45,714	42,698	4,487	43,005
貿易差額 Trade balance	-4,753	-3,422	-305	-3,017
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	-5.6	-1.5	21.4	26.7
進口 Imports	-8.1	-3.3	17.7	25.5
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	2.9	0.3	1.7	1.5
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2021/10	2021/1-10
合約宗數 (宗) No. of agreements	74,804	73,322	6,250	81,818
年升幅 (%) Change(%)	-5.5	-2.0	1.0	39.9
五. 勞動就業 Employment			2021/7-2021/9	2021/8-2021/10
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	139	259.1	18.1	17.2
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.9	5.5	4.5	4.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	3.1	2.1	1.9
六. 零售市場 Retail Market			2021/10	2021/1-10
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	-11.1	-24.3	12.0	8.5
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	-12.3	-25.5	9.4	7.1
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,590	356.9	0.9	7.2
年升幅 (%) Change(%)	-14.2	-93.6	19.6	-98.0
八. 金融市場 Financial Market			2021/9	2021/10
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	779.3	775.2	778.8	778.1
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	2.6	30.1	0.1	-15.6
M2	2.8	5.8	1.4	-4.3
M3	2.7	5.8	1.4	-4.2
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	2.9	5.4	1.6	-4.4
港元存款 In HK\$	2.5	6.2	-2.2	-11
外幣存款 In foreign currency	3.2	4.6	5.6	3.2
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	6.7	1.2	-0.1	-4.8
當地放款 use in HK	7.1	1.7	-0.1	-6.9
海外放款 use outside HK	5.8	0.1	0.1	0.8
貿易有關放款 Trade financing	-0.7	-6.2	25.3	18.8
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	28,189	27,231	24,576	25,377