



## 探討香港經濟復甦步伐偏慢之謎

過去幾年，特區政府在每年的財政預算案進行來年或中期香港經濟增長預測時，多指出有關預測低於過去十年平均水平，顯示香港經濟復甦在近年的表現差強人意。探討其成因尤具意義，因為如果主因為外因，則香港的選擇不多；如果主因為內因，則香港有必要積極發掘新的增長引擎。

回顧香港的 GDP 數據，香港經濟和全球一樣在 2008 年末至 2009 年第 3 季期間陷入衰退，2008 年得益上半年的高增長，全年來計香港經濟仍能錄得 2.1% 的實質增幅，但 2009 年就倒退 2.5%。自 2010 年跟隨全球走向復甦至 2016 年期間，香港經濟年均實質增長率為 3.4%，其實不算慢，因為自 1997 年至 2016 年回歸 20 年，香港年均實質經濟增長率恰好也是 3.4%，真正的問題是該復甦具前置性，即 2010 年和 2011 年的高速復甦（GDP 分別增長 6.8% 和 4.8%）無以為繼，從 2012 年至 2016 年香港實質 GDP 遽降至 1.7%、3.1%、2.8%、2.4% 和 2.0%，期間年均增幅只有 2.4%，而且每一年的增長步伐均低於過去十年移動平均水平，顯示出香港經濟復甦差強人意、步伐偏慢。

從經濟結構上看，香港與其他發達經濟體相若，例如 2016 年其以固定價格計算的國內生產總值有三分之二為私人消費開支；由於奉行小政府，政府消費開支佔比不到一成；另外固定資本形成佔比為 22%，剩下不到 2% 為商品和服務淨出口。但是，香港與眾不同之處是其為高度外向型的小型經濟體，同時也是貨物和資金的自由港，其商品和服務有大進大出的特點。在 2016 年，儘管淨出口的總額和比例很小，但單獨來看香港的貨物出口、進口、服務出口、進口相當於 GDP 的比率分別高達 162%、32%、168% 和 24%，遠高於美、

戴道華  
高級經濟研究員  
Tel: 28266187  
michaeldai@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

**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。

歐、日發達經濟體，也遠高於商品貿易大國的中國。這就是說商品和服務貿易對香港 GDP 有牽一髮而動全身的影響力。

香港經濟的復甦步伐從 2010-11 年平均的 5.8% 放緩至 2012-16 年平均的 2.4%，從各個開支組成部份而言，僅政府消費開支在持續盈餘下不跌反微升，其餘均錄得不同程度的放緩，其中私人消費開支放緩程度是相對最小的，從 7.3% 放緩至 3.7%；私人投資增幅則從 9.0% 放緩至 1.2%，存貨從年均增長 316 億港元逆轉為年均減少 23 億港元；商品和服務出口增長從年均增長 11.3% 和 10.5% 放緩至 2.5% 和 1.5%。這就是說在內，香港經濟增長欠理想主要源於私人企業投資信心不足，在外則主要源於商品和服務出口增長顯著減速，以其總量和相互影響的角度來看，出口放緩的影響應是凌駕於內部投資之上的。

之所以這樣說是因為香港是高度外向型經濟體，以產值計算其四大支柱產業分別是貿易及物流業、金融服務業、專業服務及其他工商業支援服務業、旅遊業，它們可說是無一不大量涉及商品和服務貿易。由於香港只是一個城市型經濟體，其經濟規模在全球排在第三十三位，但香港同時卻是全球第七大的商品貿易體，可想而知其商品和服務貿易需求主要來自外圍，這從香港龐大的商品進口裏面只有約一成多一點為留用進口、而服務出口差不多相當於 GDP 的三分之一就可以看出。在此結構下，私人企業的投資決定乃至製造商及分銷商決定持有多少半製成品、原料及各類貨品的存貨，除了要考慮本地需求以外，更多地可能還要考慮外圍需求。商品和服務出口的減速最終會影響企業的投資信心和行爲。

既然如此，接下來就要看看香港各主要商品和服務出口市場近年來的需求是否亦告放緩及其放緩的程度。在商品出口領域，香港首三大出口市場多年以來一直是中國、美國和日本，其佔香港整體商品出口的比重在 2016 年分別為 54.2%、9.0% 和 3.3%，對歐盟的最大經濟體德國的出口佔比低至 1.9%，尤不及許多亞洲市場（如印度、臺灣、越南等），故歐盟經濟規模雖大，卻非影響香港出口的主要市場。在服務出口領域，香港首三大出口市場多年以來則一直是中國、美

國和英國，其佔比別為 39.8%、15.0%和 7.6%(統計截至 2015 年)，日本則是第四大市場。衆所週知，美國、歐洲、日本等發達經濟體從次按危機、金融海嘯和主權債務危機中復甦的步伐亦一直欠理想，中國經濟增長步伐近年來亦處於持續放緩當中，在這種環境之下，香港商品和服務出口的減速也就不足為奇了。

以觀察香港經濟增長的角度來看中國、美國和日本這三大出口市場，美國經濟的表現這些年來出乎意外地穩定，無論是復甦首兩年 2010-11 年，還是之後的五年 2012-16 年，其年均實質 GDP 增長率皆為 2.1%，雖然較危機前的約 3.2% 趨勢性增長水平為慢，但本身沒有再明顯滑坡，似乎與香港出口表現無關。而中國經濟的放緩就較為明顯，年均增長率從復甦首兩年的 10.1% 放緩至後五年的 7.3%。日本亦然，其年均增長率從復甦首兩年的 2.1% 放緩至後五年的 1.2%。但是，若再看這些年香港的商品出口表現，就會發現美國並不能置身事外，香港對美國的商品出口年均增長率從復甦首兩年的 8.0% 逆轉為後五年的 -0.4%；對中國則從 17.9% 放緩至 3.4%，但尚能保持正增長；對日本則從 11.6% 逆轉為後五年的 -1.3%。究其原因，是因為全球貿易進入了調整期。根據世界貿易組織 (WTO) 的統計，全球商品出口和進口在復甦首兩年年均增長率分別高達 20.9% 和 20.3%，但在後五年就大幅放緩至 -2.6% 和 -2.4%，無論是發達經濟體還是新興市場無一倖免，結果是香港出口滑坡，從而影響經濟復甦步伐。

另一反面例子是今年首季，在商品出口和服務出口分別錄得 9.2% 和 2.6% 的實質增長的支持下，香港經濟也錄得了 4.3% 的六年來最快的季度增長。回歸 20 年，香港鮮有出口增長理想但 GDP 卻欠佳的例子，唯一的例外是 2002 年和 2003 年，當時香港的商品和服務出口分別實質增長 8.4%/9.7% 和 14.9%/3.4%，但 GDP 卻只錄得 1.7% 和 3.1% 的實質增長。惟當時的情況是香港住宅樓市連跌第六年，平均樓價跌幅達六成，2003 年上半年還受到 SARS 疫症衝擊，故內部的負面表現未能為外需理想所能彌補。

對此結果，一個啓示是對於發掘新的內部增長引擎，香港在有資源的情況下應該大膽一試，成功的話可以在外圍需



求處於下行週期時提供有用的緩衝。但需要認識到香港經濟的高度外向型是既成事實，商品和服務貿易總量是 GDP 的 3.9 倍，在逆週期下內部新增長引擎提供的緩衝是否足夠，還要視實際情況而定。

## 近期報告

- |     |                            |         |       |
|-----|----------------------------|---------|-------|
| 1.  | 從“擴表”經驗看縮表影響               | 卓亮      | 07.13 |
| 2.  | CEPA新協議支持香港金融業發展           | 應堅      | 07.10 |
| 3.  | 粵港澳大灣區《框架協議》透露出的重要信息       | 應堅      | 07.06 |
| 4.  | 債券通上綫推動中國資本市場對外聯通          | 鄂志寰     | 07.03 |
| 5.  | 回歸 20 年香港資產管理行業的發展         | 戴道華     | 06.30 |
| 6.  | 回歸 20 週年，香港經濟實力明顯提升        | 蔡永雄     | 06.22 |
| 7.  | 回歸 20 年香港國際投資頭寸的變化         | 戴道華     | 06.22 |
| 8.  | 縮表討論難改環球寬鬆格局               | 卓亮      | 06.19 |
| 9.  | 聯儲局縮表計劃要點及影響評估             | 鄂志寰、蔡永雄 | 06.15 |
| 10. | 近期人民幣匯率回升受基本面因素支撐          | 劉雅莹     | 06.09 |
| 11. | 《人民幣 SDR 時代與香港離岸人民幣中心》正式出版 | 應堅      | 06.06 |
| 12. | 換個角度看加息                    | 卓亮      | 05.31 |
| 13. | 為何近日 CNH 匯率及拆息雙雙反彈？        | 應堅      | 05.29 |
| 14. | 加強金融科技發展頂層規劃 推動香港成為區域樞紐    | 關振球     | 05.16 |
| 15. | 中國外貿回穩向好對人民幣匯率影響幾何？        | 柳洪      | 05.15 |
| 16. | 一季度香港經濟增長再勝預期              | 蔡永雄     | 05.12 |
| 17. | 新落成物業投資需求分析                | 蔡永雄     | 05.10 |
| 18. | 評估特朗普的稅務改革大計               | 戴道華     | 05.05 |
| 19. | 美國 6 月“九成機會”加息背後的變數        | 卓亮      | 05.04 |
| 20. | 如何看待人民幣作為全球儲備資產的地位？        | 戴道華     | 04.27 |