



香港經濟走弱 緩步回升可期

香港經濟在 2014 年上半年保持低速增長。根據政府統計處的數據，本地實質生產總值在頭兩季分別按年增長 2.6% 和 1.8%，遜於去年全年的 2.9%。事實上，本港最近三年的經濟增長型態迥然有異，並且可以用「先喜後憂」來形容：2012 年先是漸有起色，按年增長率從第一季的 0.7% 加快至第 4 季度的 2.9%；2013 年則進入一個「平台區」，增長率徘徊在 2.9% 至 3% 之間；但以 2013 年末季度為分界線，增長率轉為拾級而下（見附件圖 1）。經季節性調整後的按季比較亦顯示，2014 年第二季度的實質本地生產總值比上一季下跌 0.1%，為近三年以來首次落入收縮區間。

內部需求回軟 出口表現漸改善

近年外圍市場環境充滿挑戰，香港經濟增長的動力主要源自內部需求以及受惠於訪港旅遊業的蓬勃發展。然而，今年來的情況卻發生了明顯的「轉勢」；私人消費開支在上半年實質增長 1.4%，遠低於去年同期的 5.5% 以及全年的 4.3%；整體投資開支繼首季度同比上升 3.5% 之後，第二季驟然下跌 5.6%，令上半年出現 1.1% 的負增長。

在內地訪港旅客人數持續上升的支撐下，今年以來的入境旅客總數續有增長，但旅客的人均消費金額卻顯著下滑；加上本地居民消費放緩，導致零售市道形勢急轉直下。今年 2 至 7 月期間的零售銷貨值連續六個月出現負增長，上半年同比下跌 1.3%；其中，與旅客消費緊密相關的珠寶首飾、鐘錶及名貴禮物銳減 16.7%。同時，受餐飲、酒店等旅遊業相關行業的拖累，服務出口亦明顯放緩；上半年僅微弱增長 0.4%，遠低於過去五年 5.7% 的平均水平。

在貨物貿易方面，本港今年上半年整體出口表現未如預期般改善，按年同比上升 2.8%，略低於去年同期的 3.2%。從出口地區來看，這主要是輸往內地的貨物出口明顯減慢所致，但輸往美、歐、日等發達國家的出口貨值均錄得一定程度的改善（見附件圖 2）。值得注意的是，第二季出口增速有加快的跡象，按年實質上升 4.8%，顯著高於首季的 0.7%；而 6 至 8 月的表現尤為不俗，較去年同期分別上升 11.4%、6.8% 和 6.4%。在未來的一段時間，預料全球經濟將繼續處於溫和復蘇的上升軌道；本港今年下半年及明年的出口增速難免續有波動，但整體前景相信會略優於 2014 年上半年。

發達經濟復甦 美歐日步調分化

全球發達國家中，美國 2014 年以來的經濟表現相對為佳。雖受極端寒冷天氣影響，首季 GDP 按年增速下滑至負 2.1%，但第二季出現了 4.6% 的強勁反彈。勞動力市場方面，美國每月非農就業新增職位在今年的 2 至 7 月間連續 6 個月超過 20 萬份，8 月份雖回落至 14.2 萬份，但失業率仍進一步下降，從年初的 6.6% 減至 8 月的 6.1%。美國供應管理協會的製造業 PMI 指數從 7 月的 57.1 上升至 8 月的 59，創下 2011 年 3 月來新高；預示未來一段時間美國經濟有望繼續保持較為強勁的擴張。

相比之下，歐元區經濟今年來步履蹣跚；除了受到諸多結構性問題的困擾之外，俄羅斯與烏克蘭地緣政治局勢亦是主要影響因素之一。歐元區首季度 GDP 的環比增長率僅為 0.2%，第二季更放緩為零增長。在此期間，各國的就業市場雖有輕微改善，但整體仍不容樂觀；7 月份區內整體和青年失業率分別高達 11.5% 和 23.2%。同時，歐元區 9 月的製造業 PMI 指數滑落至 50.5，創下近 14 個月來的新低，其中德國和法國分別錄得 50.3 和 48.8；更為嚴峻的是，歐元區 8 月的 CPI 只輕微上升 0.4%，與上個月的數字持平，增幅處於近五年的低位，通縮的陰影揮之不去。

日本經濟在今年首季表面上是「旗開得勝」，GDP 錄得 6.7% 的強勁增長，但這主要是 4 月份國內消費稅即將上調所引發的提前消費所致。在隨後的第二季度，零售業銷售額連續三個月下跌，GDP 更驚現 7.1% 的負增長。雖然日本製造業 PMI 指數已於 6 月重回 50 榮枯線以上，但回升的基礎並不穩固，近三個月的表現反覆不定。鑒於日圓貶值的邊際效應正逐步減弱，而大規模財政支出又形同「飲鳩止渴」，難免令原本已債台高築的公共財政狀況更加惡化；加上消費稅上調的衝擊以及政府結構性改革面臨著重重阻力，「安倍經濟學」為提振日本經濟而射出的「三支箭」已顯露出「強弩之末」的頹勢。

因應各自國內經濟的不同復甦步調，美、歐、日的央行貨幣政策取態亦見分化。美聯儲按部就班地縮減每月資產購買規模，宣佈從 10 月起將每月買債規模從 250 億美元縮減至 150 億，並將在 10 月底正式結束資產購買計劃。但美聯儲亦強調，即使停止向市場注資，仍會在相當一段時間內保持超低利息，並視乎經濟復甦成效來決定未來的加息時點。相反，歐洲央行繼 9 月宣佈再度全面下調利率基準後，還決定從 10 月起推出資產抵押證券（ABS）購買計劃以增加流動性，而進一步放鬆銀根的方案亦已「箭在弦上」；日本央行則堅持每月購買 750 億美元的國債，更有可能會為量寬加碼，以應對銷售稅上調的負面衝擊。

內地經濟轉型 中速增長常態化

內地經濟的增長率在 2014 年上半年進一步放緩至 7.4%，但仍接近中央年初定下的 7.5% 左右的目標；其中，第二季錄得 7.5% 的按年增幅，較首季稍微加快 0.1%。上半年城鎮新增就業人數超過 700 萬；若參照中央設定 1,000 萬的全年目標，就業市場的表現已屬超前達標。事實上，內地經濟放緩除了是受環球市場復甦緩慢的拖累之外，在一定程度上亦是中央主動調控的結果，藉此為深化改革及加快經濟結構轉型創造空間。

國家統計局的數據顯示，2013 年最終消費和投資對內地 GDP 增長的貢獻率分別為 50% 和 54.4%，2014 年上半年的相應數字為 54.4% 和 48.5%；這種「此消彼長」的變化反映內需結構的調整正穩步推進。在中央大力反腐倡廉的背景下，內地自 2012 年底陸續出台規範和限制「三公消費」的規定，高檔消費市場由此步入寒冬；大眾消費卻悄然挑起大樑，抵銷了公款消費下降的部分影響。隨著居民收入持續增長和財富的積累，內地正醞釀新一輪消費升級；居民對生活品質日益重視，加上政府大力催谷，帶動信息消費、醫療、養老、文化等新消費熱點的興起。例如，信息消費已成為當前消費增長的一大亮點；今年上半年信息消費額達 1.34 萬億元人民幣，同比增長 20%，遠超社會消費品零售總額 12.1% 的增幅。隨著內地消費環境不斷優化，加上民生保障制度的改善亦有助於減少居民消費的後顧之憂，預料大眾消費的強勁增長可望得以延續，成為拉動內需的新引擎。

受經濟增長放緩、樓市庫存壓力增大、前景不明朗導致購房者延遲入市等因素的影響，內地主要城市的住宅市場進入階段性調整期；今年上半年，房產開發投資僅同比增長 14.1%，較去年同期及全年分別回落 6.2 和 5.7 個百分點。相應地，內地整體固定資產投資的增長動力亦明顯減退，同比增速 17.3% 顯著低於去年同期的 20.1%。雖然房地產市場調整將會令投資增長繼續面臨較大的下行壓力，但近期不少二、三線城市已陸續推出調整限購範圍、放鬆戶籍限制或限價政策、提供財稅支援及信貸鬆綁等措施，為樓市「鬆綁」；加上中央在必要時亦可透過推進鐵路建設、棚戶區改造等，主動調節基建投資的增速，以發揮投資「穩增長」的作用，故相信整體投資的增速在未來幾個月雖有可能繼續下滑，但整體風險仍處於可控範圍之內。

內地今年上半年整體貨物出口的表現差強人意，僅錄得 0.9% 的同比增長；背後的原因除了歐美經濟復甦緩慢以及新興市場增速回落之外，更大程度上是受去年同期內地往香港出口基數較高所拖累。在今年 1 至 6 月期間，內地輸往香港的出口按年下降 22.1%，但出口到美國、歐盟、日本和東盟則分別增長 5.1%、9.4%、4.1% 和 7.1%。近期內地的整體出口表現進

一步轉好，7月和8月較去年同期分別上升了14.5%和9.4%（見附件圖3），反映外圍環境持續改善以及中港貿易「水份」的影響已逐漸消除；加之早前出台的一系列促進外貿增長的措施陸續落實，內地的出口貿易可望保持穩定向好的勢頭。

近月來，內地官方和匯豐製造業PMI指數已企穩在50榮枯線以上，惟回升的動力尚欠穩固；兩項指數從6月的51和50.7雙雙反彈至7月的51.7後，8月又回落至51.1和50.2，而9月的匯豐製造業PMI初值報50.5。預料中央會繼續有針對性地實施「定向降準」和「定向降息」等創新的貨幣調控措施，再配合小微企業減稅等財稅手段，加強對實體經濟的支持。另一方面，新型城鎮化、棚戶區改造以及各類區域經濟帶建設的全面鋪開，將繼續為投資需求帶來支撐；加上當前居民消費企穩以及出口恢復增長等有利因素正在浮現，預計2014年和2015年內地的經濟增長率可維持在7.2%至7.5%的水平。

前景淡中靠穩 港經濟緩步回升

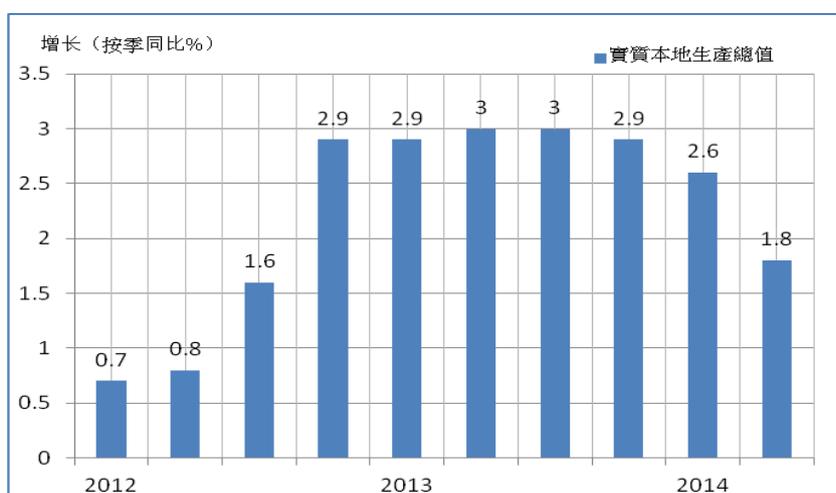
總的來看，美、歐、日溫和復甦的態勢雖已基本確立，惟其內在動力仍然脆弱，經濟波動性增大；主要的發達國家或難再現穩定同步復甦的局面。內地經濟處於GDP增速的換檔期，正朝著以擴大消費需求為中心、以優化投資結構和提升出口競爭力為動力的方向邁進；隨著多項經濟和社會制度的「改革紅利」的釋放，內地經濟相信「並不太冷」，在未來的一段時間仍可維持中速的較快增長。

同時，全球主要發達國家的寬鬆貨幣環境在短期內難以發生根本性轉變，全球流動性仍較寬鬆；加上新興市場的基本經濟因素亦未見惡化，故資金從新興市場大量撤離的風險應不大。但近期世界各地的地緣政治局勢趨緊，為本港出口前景增添了不明朗因素；預計香港未來幾個月的整體出口形勢將繼續緩慢改善，2014年全年料可實現4%左右的增長。

在內需方面，本港基建工程和公營樓宇建造全速推行，私營機構的樓宇建造活動恢復，將會帶動未來投資支出的穩定增長。本港零售業銷售額已連續多月收縮，短期內亦仍然存在下行風險，但目前本地勞工市場處於接近全民就業狀態，兼且居民收入維持一定增長，均會對本地消費需求構成支撐。此外，近期香港樓市買家的入市積極性提高，樓價指數在中小單位的帶動下續創歷史高位；而隨著「滬港通」的開通日期逐步接近，樓市和港股的向好表現亦可產生財富效應，為增強市民消費意欲發揮正面作用。

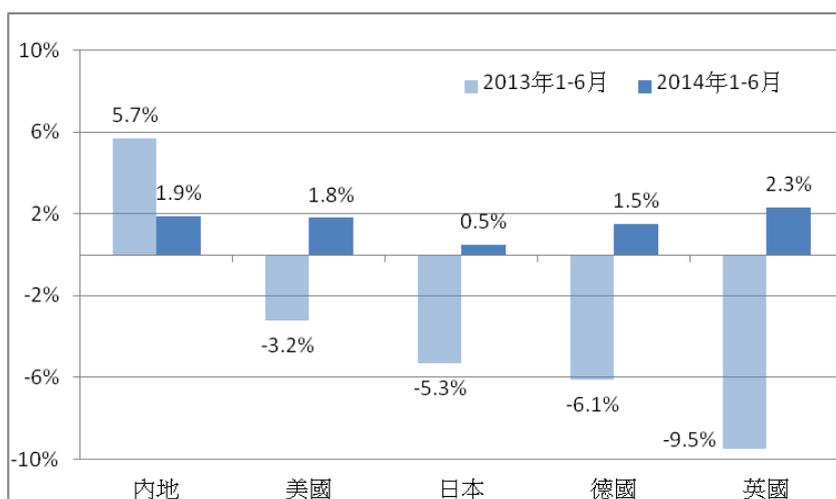
概括而言，香港經濟將在未來一段時間繼續保持溫和增長的態勢，但考慮到外部需求的改善步伐較為緩慢及內部需求增長放緩，2014年實質本地生產總值的增長率可能會低於3%，而2015年則有望略微加快至3.5%左右，低於過去十年的趨勢增長率。在綜合物價指數方面，由於輸入型通脹較為輕微及私人住宅租金的升勢暫為受控，估計本港2014和2015年整體通脹率將持續回落至4%甚至以下的水平。

附圖 1：2012 年以來香港實質本地生產總值的按年增速



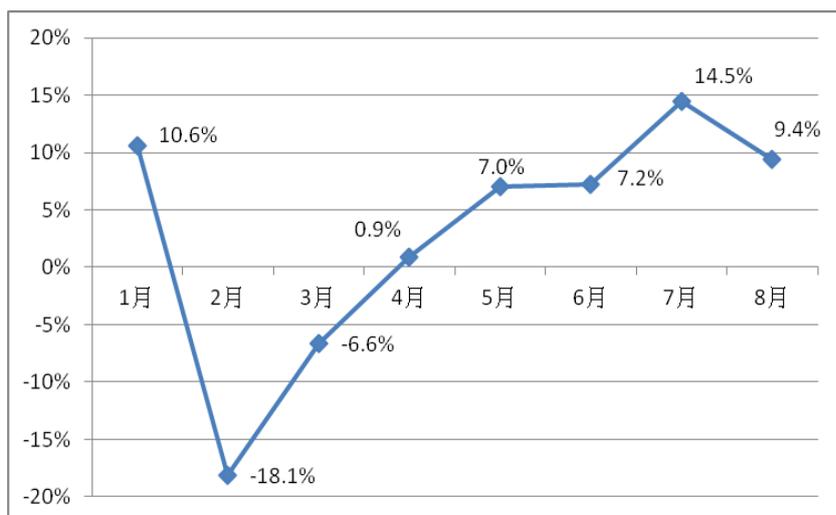
資料來源：香港政府統計處

附圖 2：2013 上半年和 2014 年上半年香港出口情況比較



資料來源：香港政府統計處

附圖 3：2014 年 1 至 8 月中國內地貨物出口的按年增速



數據來源：中國國家統計局

2014 年 9 月