

香港經濟緩步前行 低速增長恐成「新常態」

香港經濟在 2014 年維持低速增長。根據政府統計處的數據，本地實質生產總值在去年首三季按年增長 2.4%，遜於上一年全年的 2.9%；估計 2014 年全年的本地生產總值僅可錄得 2.2% 的實質增長。

內部需求回軟 出口改善仍緩慢

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蓬勃發展的訪港旅遊業。然而，2014 年來的情況卻發生了明顯的「轉勢」；首三季私人消費開支實質增長 2%，整體投資開支出現 2.3% 的負增長，內部需求拉動經濟增長 1.8 個百分點，不及上一年同期的一半。同時，本地零售市道形勢急轉直下，去年 2 至 7 月連續六個月出現同比負增長，頭 11 個月僅微升 0.2%。受餐飲、酒店等旅遊業相關行業拖累，整體服務出口實質升幅亦明顯放緩；2014 年首三季增長 1.1%，低於此前五年 5.7% 的平均水平。

在貨物貿易方面，本港 2014 年的整體出口表現未如預期，頭 11 個月同比增長 3.4%，低於上一年同期的 4%。從出口地區看，除了輸往美國的貨物貿易有所起色之外，本港對內地出口只上升 1.8%，對歐盟和日本出口的改善程度亦相當輕微（見附件圖 1）。

發達國家復甦 美歐日步調分化

香港對各主要貿易夥伴的出口表現參差，正正影射出這些國家 2014 年的經濟增長「榮辱互見」。在發達國家中，美國的經濟表現相對為佳；雖然 2014 年首季 GDP 按年增速下滑至負 2.1%，但隨後的兩個季度出現 4.6% 和 5% 的強勁反彈，失業率從年初的 6.6% 進一步減至 12 月的 5.6%。美國供應管理協會的製造業 PMI 指數在 11 月和 12 月分別達到 58.7 和 55.5，預示未來一段時間美國經濟有望持續較強勁的增長態勢。

相比之下，歐元區經濟則步履蹣跚，GDP 環比增長率繼第二季放緩至零增長之後，第三季僅恢復 0.2% 的微弱增長；12 月的 CPI 由正轉負，同比下跌 0.2%，為 2009 年 9 月以來的最低，通縮的陰影揮之不去。日本經濟在 2014 年首季錄得 6.7% 的強勁增長，但主要是國內消費稅即將上調所引發的提前消費所致；在隨後兩季，GDP 更墜入了負 7.1% 和 1.9% 的技術性衰退。

發達國家經濟增長的差異化現象預計仍將在 2015 年延續。國際貨幣基金組織預測，2015 年美國經濟有望再下一城，實現 3.1% 的較快增長；歐元區雖略為企穩，但估計只會錄得 1.3% 的低速增長；日本經濟難改弱勢，GDP 增長率或會從 2014 年的 0.9% 再度放緩至 0.8%。

內地經濟「換檔」 寬鬆政策穩增長

內地經濟的增長率在 2014 年首三季進一步放緩至 7.4%，仍接近中央年初定下的 7.5% 左右的目標；同期城鎮新增就業人數超過 1,000 萬，就業市場的表現超前達標。但 2014 年下半年以來，內地經濟下行的壓力增大；12 月的匯豐製造業 PMI 指數終值報 49.6，跌破了 50 榮枯分界線，官方指數則連續五個月下降，12 月的 50.1 更是去年初以來的最低值(見附件圖 2)。

2014 年底的中央經濟工作會議指出，內地經濟已進入新常態階段，其中一個重要特徵就是經濟從高速增長轉向中高速增長。但相比於上一年，會議亦明顯提高了對經濟增長的關注，將「穩增長」和「培育新增長點」擺在了今年經濟工作的頭兩位；反映中央擔憂經濟過度放緩會不利於社會穩定以及改革工作的推進。預計中央將在鼓勵創新和釋放市場潛力的同時，循著「積極的財政政策要有力度，貨幣政策要更加注重鬆緊適度」的思路，進行更強的逆週期的調控；2015 年內地的經濟增長率有望維持在 7% 左右的水平。

美匯指數走強 新興市場風險升

因應各自國內經濟的不同增長步調，美、歐、日、中的央行貨幣政策取態亦見分化。美聯儲在去年 10 月正式結束資產購買計劃後，正著手推動利率正常化，預料將於 2015 年中開啟加息週期，但幅度相信仍會溫和。相反，歐洲央行在去年全面下調了利率基準，並推出擔保債券和資產抵押證券的購買計劃，近期更打算進一步放鬆銀根；日本央行則把量化寬鬆的規模從每年 70 萬億日圓擴大到 80 萬億；中國人民銀行亦在去年底下調了存貸款利率，並透過調整銀行存款的統計口徑提高放貸額度，發揮「變相降準」的效果。

在上述背景下，美元兌全球主要貨幣均出現了不同程度的升勢。2014 年美匯指數累計升值超過一成，兌歐元和日圓分別升值約 13% 和 14%；人民幣對美元亦貶值 2.42%，打破了多年來人民幣單邊升值的預期(見附件圖 3)。伴隨著美元指數持續堅挺，歐元和日圓的匯率仍可能會相對走弱；另一方面，中國內地有望保持經常項目順差，加上中央大力推動人民幣國際化以及匯率市場化改革等因素，預計今年人民幣對美元的中間價將大致穩定，但多重因素交織或會令人民幣匯率的雙向波幅進一步擴大。

美聯儲加息漸行漸近，或會刺激國際資金從新興經濟體回流美國等發達國家。在歷史上，美元指數的幾次大幅上揚曾對世界經濟帶來衝擊，特別是引發了許多新興經濟體的金融動盪。然而，歐日繼續維持寬鬆貨幣環境畢竟會對全球流

動性的逆轉提供一定的緩衝；加之許多發展中國家經過近年的發展，經濟基本面已得到明顯改善，故新興經濟體今年面對的潛在風險雖不可忽視，但爆發全面性的經濟和金融危機的可能性並不大。

油價跌雙刃劍 港出口暫可受惠

除了全球流動性逆轉以及匯率變動的風險以外，影響 2015 年全球經濟前景的另一個突出因素將是國際原油價格的走勢。去年 6 月以來，國際石油價格呈現「雪崩式」急速下跌，紐約原油期貨價格和倫敦布蘭特期貨油價已從每桶超過 100 美元的高位回落到目前的 50 美元左右，累計下挫幅度逾五成。

油價下跌對於全球經濟具有「雙刃劍」的效應。對發達國家和同屬石油進口國的新興經濟體來說，油價下跌可發揮類似減稅般的提振效果，有助於降低企業的生產成本，亦可減少消費者的汽車和其他燃料成本，間接刺激企業投資和個人消費意欲。國際貨幣基金組織總裁拉加德（Lagarde）日前表示，當國際油價下跌 30%，可能會為主要發達國家帶來 0.8% 的額外經濟增長；美林證券則認為中國和印度同樣是油價下跌的「贏家」，預測國際油價每下跌 10%，兩國的經濟增長率可因此分別提高 0.15 和 0.25 個百分點。

但事物的發展往往會過猶不及。如果油價繼續大幅走低，將會跌破歐美國家的石油開採成本，迫使這些國家的石油開採公司特別是新興的頁岩氣生產商縮減投資規模，進而拖累經濟復甦。油價長期低迷亦會加劇美歐日等國墜入通縮的風險；而石油輸出國家的收入萎縮，更可能殃及全球的金融穩定。近期俄羅斯出現盧布暴跌、通脹惡化和資本外逃，已給全球經濟敲響了警鐘。

迄今為止，油價下跌的整體效應尚屬正面。本港主要的出口市場多屬於石油下跌的受益國，外圍環境的改善或可讓香港在一定程度上受惠。在未來的一段時間，預料全球經濟仍處於溫和復蘇的上升軌道，但難有突破性的改善；加上美元走強和油價下跌所帶來的潛在風險增加，香港未來幾個月的整體出口增速難免續有波動，2015 年全年的貨物出口增長率料為 4% 至 5% 左右，與 2014 年大致持平。

低增長成常態 港須促結構轉型

內需方面，本港基礎工程和公營樓宇建造全速推行，私營機構的樓宇建造活動保持活躍，有利於帶動未來投資支出的穩定增長。本港零售業銷售額已連續四個月恢復增長，消費意欲漸見回穩；目前本地勞工市場仍處於接近全民就業狀態，居民收入維持一定增長，均會對本地消費需求構成支撐。然而，香港的樓價指數在最近幾年已累積可觀的升幅，加上今年稍後本港銀行可能跟隨聯儲加息而上調按揭利率，樓市調整的壓力增大，其所能發揮的正面財富效應料將減弱。

概括而言，香港經濟在未來一段時間料可保持溫和增長；在外圍環境改善緩慢以及內部動能有所減退的態勢下，預計 2015 年實質本地生產總值的增長率介

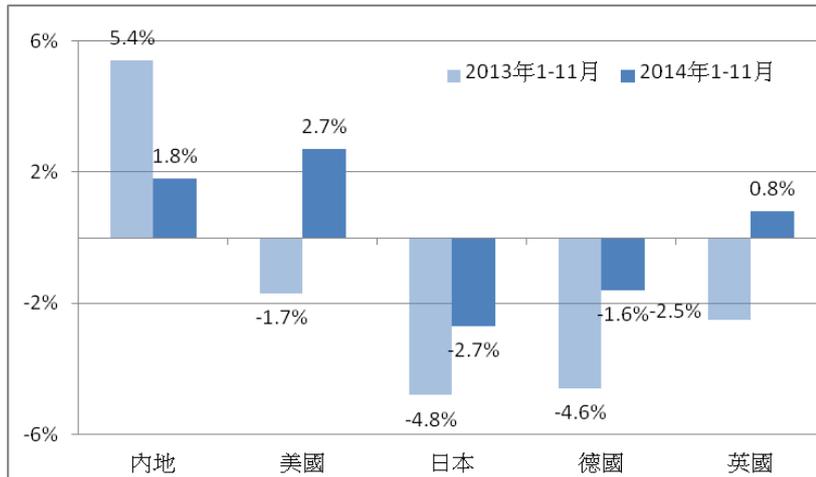
於 2.5%至 3%之間，略高於 2014 年的增幅。綜合物價指數方面，由於輸入型通脹進一步紓緩、本地成本壓力持續緩和，估計香港 2015 年整體通脹率將回落至 4%以下的水平。

值得注意的是，香港最近幾年的經濟實績平庸無奇，雖然大致保持溫和增長，但增速始終低於過去十年的趨勢增長率；除了受制於全球經濟復甦力度偏弱之外，內部長期累積的諸多結構性問題遲遲未能紓解相信亦是箇中主因。以旅遊業為例，近年來訪港旅客人數不斷攀升，但業界仍未擺脫粗放式的發展模式；在推動客源多元化、增加景點和配套設施、擴大酒店供應等方面成效未彰，對內地以及全球高端旅客的吸引力趨於下降。在當前內地經濟放緩、中央反腐及嚴控「三公」消費、遊客境外遊的選擇日漸豐富的环境下，訪港內地旅客的消費能力正在下滑；而面對內地訪客更趨「平民化」、其購物偏好從奢侈品轉向大眾消費品的市場轉變，香港又受制於接待能力不足的瓶頸，更因此而衍生了一系列的社會矛盾。

香港的產業結構轉型和升級進展緩慢，其負面影響正在顯現；加上未來幾年勞動力的增長勢將進一步放緩，低於 3%左右的 GDP 增幅有可能成為未來數年香港經濟的「新常態」，增長動力不足已是本港面臨的一項嚴峻考驗。同時，當前的國際政經形勢雲譎波詭，尤其是內地經濟正處於革故鼎新的「變速換檔期」；如何迎難而上，在外部與內部的急遽轉變中持盈保泰，求穩、求進和求發展，是香港各界必須直面和應對的迫切課題。

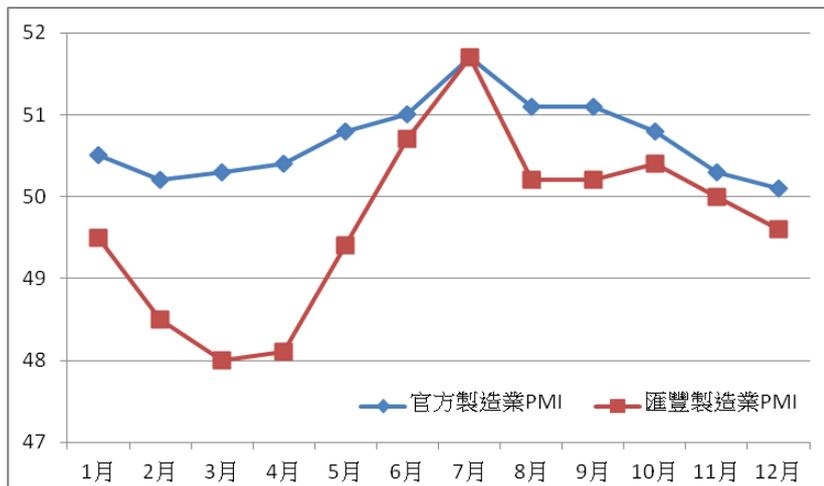
2015 年 1 月

附圖 1：2014 年頭 11 個月香港貨物出口的按年增速



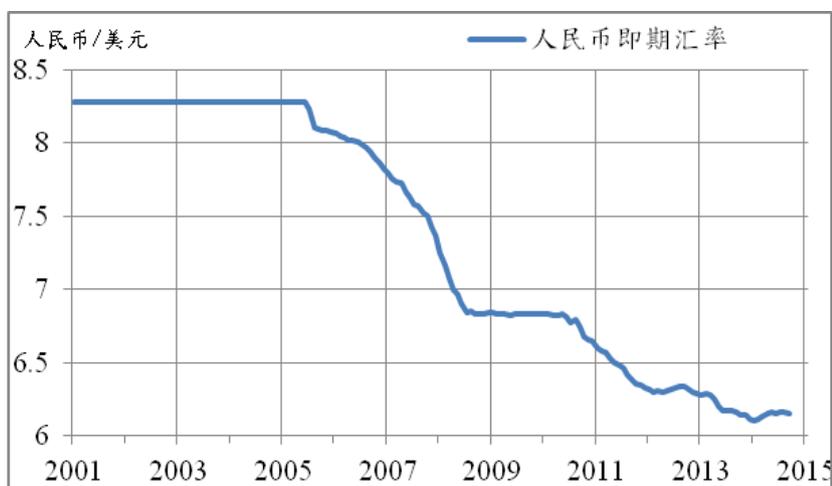
數據來源：香港政府統計處

附圖 2：2014 年中國製造業 PMI 指數的月度走勢



數據來源：中國國家統計局、匯豐銀行

附圖 3：2005 年中國匯率改革後的人民幣兌美元走勢



數據來源：中國宏觀數據庫