



2016 年香港經濟展望：沐風櫛雨

香港經濟在 2015 年維持溫和增長。根據政府統計處的數據，本地實質生產總值在去年第三季按年增長 2.3%，較第二季的 2.8% 略為放緩；首三季的 GDP 同比增長 2.5%，與 2014 年全年的增速持平。

內部需求仍堅挺 出口貿易低迷

香港經濟增長的主動力繼續來自內部環節特別是私人消費的增長，內需的堅挺表現紓緩了出口環節低迷不振所造成的拖累。在 2015 年首三季，私人消費開支實質同比增長 5.2%，高於 2012 至 2014 年期間 4% 左右的年均增速；整體投資開支雖在第三季驟降 6.5%，頭三季合計仍錄得 1.8% 的升幅。

與此同時，本港的外貿情況顯著轉差，2015 年首三季的貨物出口和服務輸出均出現負增長。在訪港旅遊業增速放緩的情況下，前 9 個月的旅遊服務輸出同比下跌 3.9%，拖累整體服務出口錄得 0.1% 的按年跌幅；貨物出口表現則差強人意，首三季按年下跌 2.2%，比起 2014 年 0.8% 的微弱升幅更顯呆滯。

從主要出口市場來看，本港對內地、歐盟和日本的出口額均出現負增長，在去年頭三季分別同比下滑 2.3%、3.3% 和 6.8%；輸往美國和亞洲其他地區的貨物出口額雖續有增長，但增速卻減慢至 2.3% 和 3.4%（見附件圖 1）。

發達國家復甦慢 新興經濟減速

香港的出口表現疲弱影射出外圍市場的改善依舊步履蹣跚。在發達國家中，美國經濟的表現相對為佳，2015 年首三季的 GDP 同比增長 2.6%；就業市場持續改善，失業率跌至 11 月的 5%，居民收入續有增加。但近月製造業增速在強美元以及全球經濟增長放緩的制約下有所轉弱；美國供應管理協會（ISM）公佈的製造業 PMI 指數已連續六個月下滑，11 月的 48.6 和 12 月的 48.2 更跌破 50 榮枯分界線，預示未來一段時間的經濟復甦力度將有所減弱。

歐元區經濟在去年首三季按年增長 1.4%，但就業市場仍乏善可陳，失業率僅輕微改善至 10 月的 10.7%，通縮的陰影揮之不去。日本經濟在 2015 年首季錄得 4.4% 的強勁增長之後，第二、三季的增速大幅放緩至 -0.5% 和 1%，未能擺脫積弱的困局。由於國際市場需求不足的態勢難以改觀，新興經濟體的生產和貿易活動亦同告放緩。IMF 估計，以中國、印度及東南亞為代表的亞洲新興經濟體的 GDP 平均增長率從 2014 年的 6.8% 減至去年的 6.5%，預測 2016 年進一步回落至 6.4%。

作為亞洲乃至全球新興經濟體的「火車頭」，中國內地的經濟增長率在

去年放緩至 6.9%，投資、消費和出口均出現不同程度的下滑，名義增速分別為 10%、10.7%和-1.8%。第四季度以來，內地經濟的下行壓力未見明顯改善，GDP 的同比增速進一步回落至 6.8%，而 12 月的官方和財新製造業 PMI 指數則繼續雙雙處於 50 榮枯分界線以下。在此情況下，**預料中央將會適時加碼宏觀調控力度，從優化貨幣環境和加大財政刺激等方面著手，確保經濟增速維持在既定的合理區間。**

2015 年底召開的中央經濟工作會議提出，要在適度擴大總需求的同時，更注重供給側結構性改革，並以「去產能、去庫存、去杠杆、降成本、補短板」作為今年的重點工作。預計內地將會更有系統地加快結構性改革，特別是從產業結構轉型、激勵「供給創新」、落實國企改革、簡政放權和減輕企業負擔等方面著手，提高供給體系的質量和效率，培育發展新動能。但短期內，內地經濟受制於結構性調整帶來的陣痛，2016 年的 GDP 增長率或會進一步放緩至 6.8% 或以下。

聯儲局啟動加息 美匯續保強勢

因應各自國內經濟增長的不同情況，全球主要央行的貨幣政策取態繼續趨於分化。有見於國內勞動力市場持續改善和通貨膨脹率呈輕微上揚，美國聯邦儲備局在時隔近十年之後正式啟動加息，去年底標誌性地上調聯邦基準利率 0.25%；但歐洲和日本的央行為加大力度刺激經濟和應對趨於嚴峻的通縮風險，將繼續維持相對寬鬆的貨幣政策；而中國人民銀行在維持「穩健」的貨幣政策基調下，亦有進一步放鬆銀根的空間和需要，一方面確保市場具備足夠流動性，另一方面亦防範經濟增長失速的風險。

在過去兩年，美聯儲已逐步部署「退市」，從縮減量化寬鬆規模到停止向市場注資，以至隨後反反覆覆將近一年的加息醞釀期，每一個階段均牽動國際資本的流向，令環球外匯市場波瀾起伏。期間美元兌全球主要貨幣出現了不同程度的升勢，美匯指數繼 2014 年上升 13.2% 之後，2015 年再上揚 8.3%（見附件圖 2）。與此同時，隨著美元加息的預期愈演愈烈，國際資金已紛紛回流美國等發達國家，令許多新興經濟體面臨沉重的本幣貶值壓力。例如，馬來西亞、印度尼西亞、泰國的貨幣兌美元在 2015 年分別貶值 23%、11.5% 和 9.6%，而巴西、俄羅斯等資源輸出國更因國內經濟陷入衰退，其貨幣兌美元大幅貶值 49.1% 和 29.5%。

預計 2016 年美聯儲的加息步調將相當謹慎和緩慢，加之加息的部分影響已被市場提前消化，美元匯率雖會保持堅挺，但未來一段時間的升勢料已不如過往凌厲。全球主要貨幣兌美元仍將難改弱勢；人民幣亦不例外，兌美元或會進一步小幅走貶，惟在保持兌一籃子貨幣匯率的基本穩定的機制下，人民幣相對其他貨幣尤其是新興市場國家的貨幣仍可能會普遍升值。

港出口壓力未減 內部動能弱化

香港實行貨幣與美元掛鈎的聯繫匯率制。儘管近期港元匯率因為全球

及本地金融市場劇烈波動而向弱方兌換保證水平靠攏，年初至今兌美元貶值約 0.76%；但在貨幣發行局制度下，港匯兌大多數貨幣的基本走勢仍可能跟隨美元偏強，這將會令原已羸弱的港產品出口更形困難。香港作為背靠中國內地的轉口貿易港，出口貿易的貨值絕大部分源於轉口貿易，其表現則與內地以及亞洲乃至全球的貿易實績唇齒相依。美元兌人民幣升值在一定程度上有利內地對美國的貨物出口以及內地經香港的轉口貿易；但人民幣在美元強勢下相對其他主要貨幣仍有可能升值，故整體上匯率變動對內地出口以及經香港轉口貿易的影響可能流於中性甚至負面。同時，人民幣匯率、港元波幅增大，國際金融市場更趨動盪，亦會令營商的匯兌風險上升，令香港的貿易前景再添陰霾。

港元匯率在過去兩年走強已削弱本港服務出口的價格競爭力，尤其是令近期已顯著放緩的旅遊服務輸出雪上加霜。在去年頭 11 個月，訪港旅客數量按年下降 1.7%；本地零售市道表現急轉直下，零售業總銷貨值同比下跌 3.1%。旅遊服務出口的大幅放緩既與當前內地經濟下滑、中央反腐及嚴控「三公」消費、遊客境外遊的選擇日漸豐富的大環境有關，亦凸顯了本港在推動客源多元化、增加景點和配套設施、擴大酒店供應等方面成效未彰。但不可否認，港元匯率高企在一定程度上影響了本港對外地旅客的吸引力，亦減低了旅客在港消費的意欲；近期赴日本、韓國、台灣甚至歐洲等地旅遊的內地人士繼續大幅上升，便與當地貨幣貶值的刺激效應不無關係。恒生銀行的研究亦指出，港元實質匯率在過去每上升 10%，就會導致本港整體服務出口收縮 4.4 個百分點。

另一方面，在聯繫匯率制度下，港元利率一般須緊貼美元的走勢。目前香港銀行體系的資金充裕，香港銀行暫未跟隨美國同步加息。但如果美國與香港兩地息差進一步擴大，加上短期內港元相對美元走弱，加大資金流出本地市場的壓力，本港的息口遲早會亦步亦趨地追隨美元利率向上調整。屆時借貸成本上升，難免會削弱企業和個人的投資意欲；銀行按揭利率上調還會增加市民的供樓負擔，加上本地樓宇供應已陸續增加，樓市的調整壓力將會增大。自 2015 年末季以來，香港樓價已開始掉頭向下，政府差餉物業估價署的住宅樓價指數在 10 月由升轉跌，而中原城市領先指數亦顯示樓價在第四季下挫約 7.8%（見附件圖 3）。

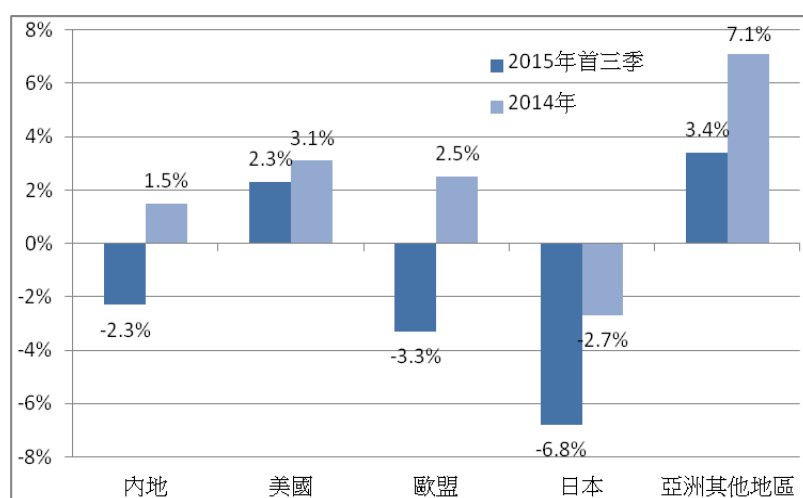
經濟前景欠樂觀 增長稍遜去年

概括而言，在未來一段時間，發達國家仍處於溫和復蘇的上升軌道，但亦難有突破性的改善；新興市場國家雖然出現全面性經濟和金融危機的風險不大，但國內流動性收緊及金融震盪亦難免會繼續壓抑其經濟增長。鑑於外圍環境改善緩慢，預計 2016 年香港的出口前景僅會與去年大致持平。

內需方面，影響本地消費和投資前景的一些負面因素正在浮現。居民收入在經歷數年顯著增長後，今年的加薪幅度料會不及往年；地產市道轉向以及近期股市的激烈波動或會令財富效應減弱；訪港旅遊業由熱轉冷除

了拖累零售市道和影響本地居民消費意欲外，亦為就業市場敲響了警鐘。再考慮到內需在前幾年保持擴張和累積了較高基數的情況下，其增長難免會有後繼乏力之虞；預計 2016 年實質本地 GDP 增長率將略遜於去年，介乎 2%至 2.5%之間。綜合物價指數方面，由於原油等國際商品價格低迷，輸入型通脹將進一步紓緩，而本地成本壓力趨於溫和，香港 2016 年的整體通脹率預計將維持在 3%以下。

附圖 1：2015 年首三季香港整體貨物出口增速



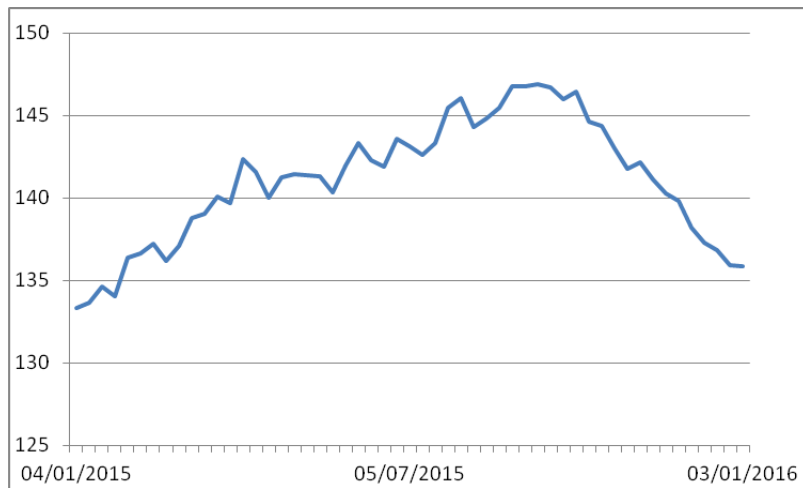
資料來源：香港政府統計處

附圖 2：美匯指數在 2013 年至 2015 年的走勢



資料來源：世界銀行數據庫

附圖 3：2015 年中原城市領先指數的全年走勢



註：中原城市領先指數是一個反映香港私人住宅物業價格的指數；於 1997 年 7 月定為 100 點。
資料來源：中原數據