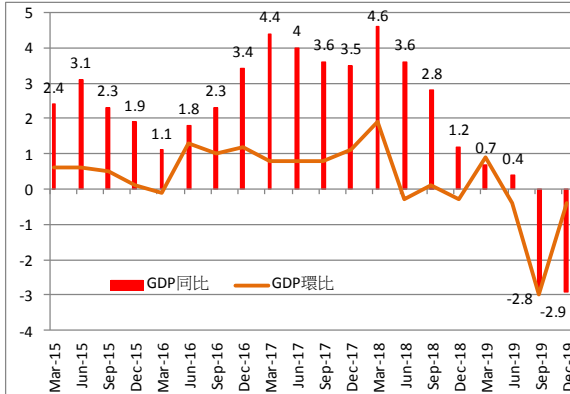


## 2020 年香港經濟展望：復元之路多崎嶇

圖 1: 香港實質 GDP 的同比增速

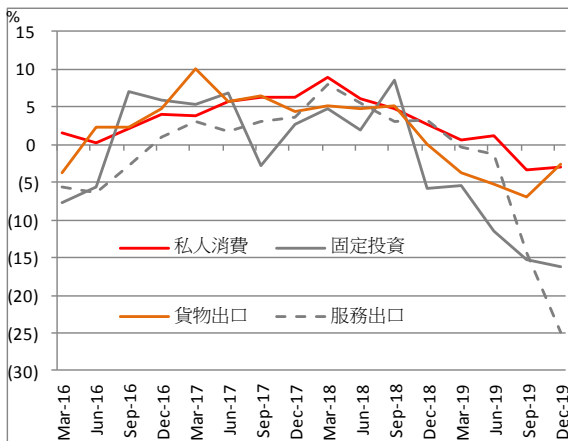


數據來源：特區政府統計處、廠商會研究部整理

2019 年香港的經濟表現黯然失色；根據政府統計處的數據，全年的本地生產總值實質收縮 1.2%，遠遜於 2018 年的 3% 實質增長率，亦是近十年來首次錄得全年經濟衰退。經季節性調整後按季比較，2019 年第二和第三季度的 GDP 分別環比收縮 0.4% 和 3%，步入了技術性衰退；第四季度 GDP 環比繼續下跌 0.4%，惟幅度較第三季有所收窄。

### 內外需全線下滑 香港經濟陷衰退

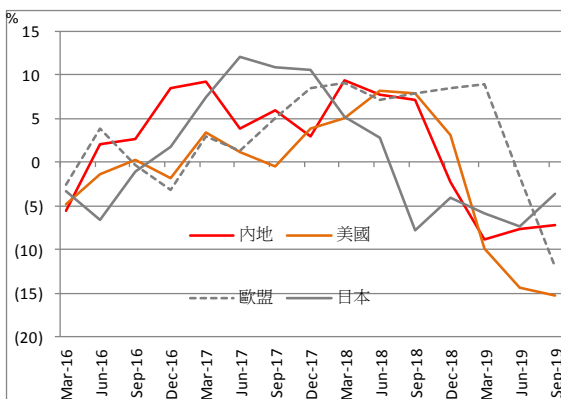
圖 2: 香港 GDP 主要開支的組成部分



數據來源：特區政府統計處、廠商會研究部整理

此輪香港經濟走弱具有全面性的特點；無論是內部私人消費、企業投資，還是對外貿易環節的表現均差強人意，可以說是全線「滑鐵盧」。從分項來看，近年一直擔當本港經濟增長主動力的私人消費開支全年下滑 1.1%，反映消費市道疲弱難興；企業投資信心更趨薄弱，整體投資開支的萎縮曠日持久，全年實質下跌 12.2%。服務輸出亦頹勢畢露，自去年下半年以來更急遽惡化，全年的增長率大幅放緩至 -10.4%。

圖 3: 香港對主要貿易夥伴的出口表現

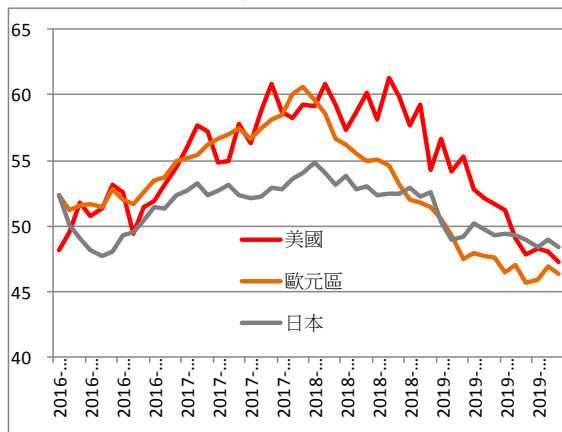


數據來源：特區政府統計處、廠商會研究部整理

另一方面，本港的貨物出口在去年四個季度均深陷負增長的泥沼，全年累計錄得 4.7% 的實質下跌。從出口目的地看，本港輸往主要海外市場的貨物均告減少；其中，對中國內地和美國這兩個最大貿易夥伴的出口(以名義貨值計)分別下降 3.3% 和 14.8%。

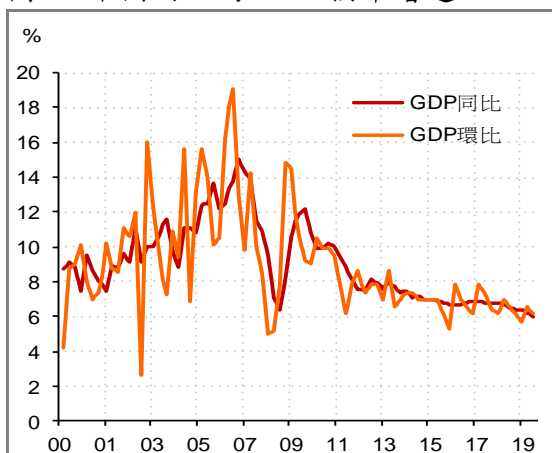
香港出口貿易形勢自去年初以來加速惡化，反映了中美貿易摩擦在此期間持續升級，不但直接影響兩國經香港的中轉貿易，更拖累環球經濟復甦，令香港對其他貿易夥伴的出口需求均出現不同程度的弱化。

圖 4: 美歐日的製造業 PMI 走勢



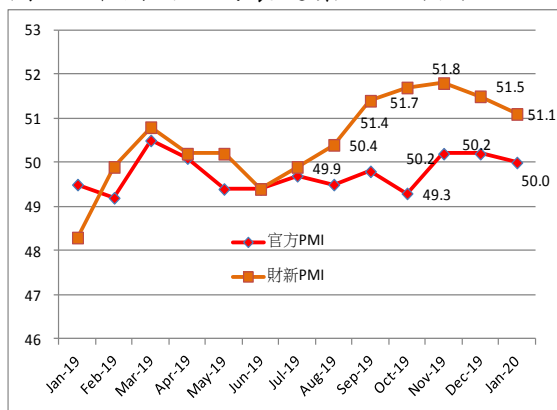
數據來源: wind 數據庫、廠商會研究部整理

圖 5: 中國內地的 GDP 按年增速



數據來源: 國家統計局、廠商會研究部整理

圖 6: 中國內地的製造業 PMI 指數



數據來源: wind 數據庫、廠商會研究部整理

## 環球經濟增長弱 疫情爆發添風險

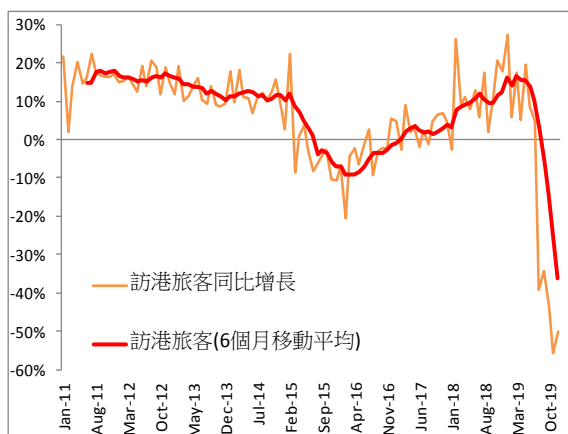
從外圍環境看，2019 年主要國家的經濟表現再次從增長分化回到了同步放緩的軌道。在發達經濟體中，美國受減稅效應減退以及對外經貿關係緊張的影響，企業投資和商品出口雙雙增速下滑，GDP 的同比增速從 2018 年的 2.9% 放緩至 2.3%。歐元區經濟的下滑勢頭更為明顯，全年 GDP 增長率僅錄得 1.2%，不只低於上一年的 1.9%，亦是 2014 年以來的最低增速；日本經濟於去年上半年維持 0.9% 的微弱增長，第三季度受國內消費稅上調誘發居民提前消費的影響而反彈至 1.7%，第四季度則隨著有關效應減退或會陷入負增長。

與此同時，中國內地的經濟增速在過去幾個季度亦拾級而下，2019 年全年的 GDP 同比增長率放緩至 6.1%，其中第三和第四季度更下跌至 6%，逼近官方的目標區間下限。進入第四季度之後，中國官方和財新的製造業 PMI 曾相繼反彈，連續多月企穩在 50 榮枯分界線以上，顯示製造業的增長動力有所轉強。在 12 月，內地工業增加值的同比增速達 6.9%，當月的出口強勁回升 7.6%，固定資產投資亦在製造業反彈的拉動下提速至 7.4% 的年內新高。

始料未及的是，2020 年新年伊始，武漢新型冠狀病毒肺炎疫情全面爆發，並迅速蔓延至全國甚至海外，對農曆新年期間的居民消費和服務行業造成嚴重打擊。隨著各地方政府祭出「封城」等一系列的嚴厲措施以阻止疫情蔓延，加上全國性延長春節假期，工業企業節後恢復生產活動亦受到阻礙。本次疫情屬難以預估的「黑天鵝」事件，不但打斷了內地經濟去年底剛剛醞釀成形的弱企穩局面，更對今年尤其是首季的經濟增長帶來巨大考驗；不少分析指，新型冠狀病毒疫情將拖低內地首季度的 GDP 增長達 1 至 2 個百分點。

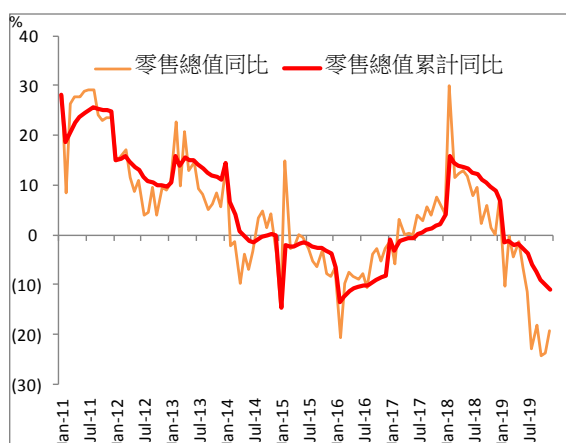
去年底召開的中央經濟工作會議指出，「保持經濟運行在合理區間，確保全面建成小康社會和『十三五』規劃圓滿收官」。在決策層「穩字當頭」的政策基調下，近期一些地方政府已陸續

圖 7: 訪港旅客人數的同比增長



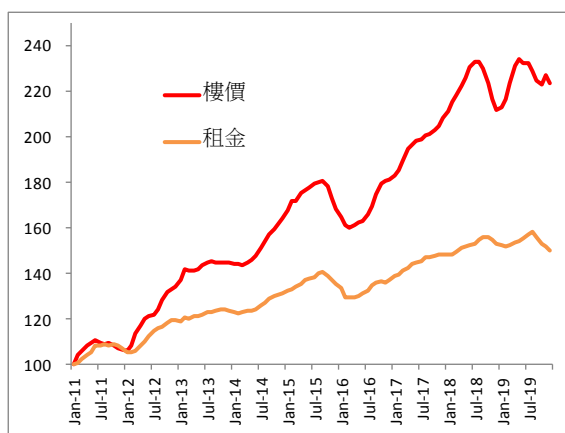
數據來源: 香港旅發局、廠商會研究部整理

圖 8: 香港零售業銷貨值的按年變化



數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

圖 9: 香港近年樓價和租金的累計升幅



註: 以差餉物業估價署公佈的 2011 年 1 月本港樓價和租金指數為基數, 數值為 100。

數據來源: 差餉物業估價署、廠商會研究部整理

推出支援企業的抗疫紓困措施, 中央多個部門的貨幣、財稅和產業政策有望「強力」加碼並在隨後幾個月陸續有來, 以抵禦經濟急速放緩的風險。在政府加大力度推出逆週期調控措施的政策「護航」下, 加上公共衛生事件的影響通常屬於「驟來快去」的短期衝擊; 新冠疫情若能在上半年受控, 內地經濟有望在下半年出現「V型」反彈。預計 2020 年內地全年的 GDP 增長率雖會繼續下滑, 但仍可維持在 5.5% 左右的較高水平。

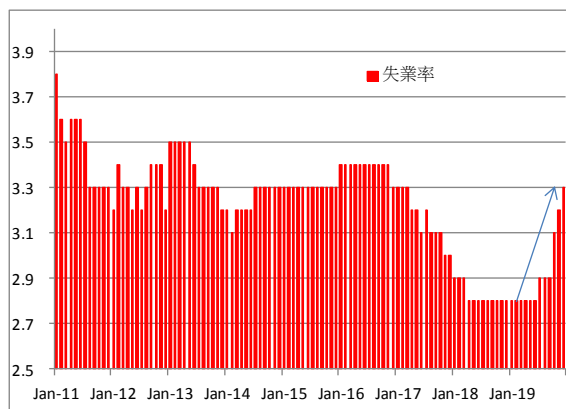
未來一段時間, 發達國家經濟勢難改變動能不足的弱勢, 新興市場國家料可維持較平穩增長, 環球經濟「弱復甦」的整體態勢仍會延續。因應經濟增長乏力以及前景欠缺明朗, 環球主要央行的貨幣政策自去年以來已紛紛轉向, 例如美聯儲暫停加息並在其後連續減息三次、歐洲央行下調存款利率並重啟新一輪買債計劃、中國央行透過貸款市場報價利率(LPR)的機制改革及配合全面降準來降低融資成本。近日, IMF 總裁亦公開呼籲各國央行在 2020 年繼續維持貨幣寬鬆政策, 為「保底」經濟增長營造較有利的金融環境。

值得一提的是, 儘管原先困擾世界經濟前景的兩大不確定性因素相繼露出曙光, 包括英國「硬脫歐」風險降低以及中美經貿關係好轉, 可對提振今年環球經濟增長發揮一定的正面作用; 但近期在內地迅速擴散的新冠疫情不只透過人員的跨境流動直接傳播到海外地區, 還可能因為中國經濟放緩而產生「外溢效應」(Spillover), 成為拖累全球經濟增長的一個潛在風險。在此背景下, 香港 2020 年貨物出口貿易或會有所改善, 下跌幅度有望收窄, 但全年仍難以實現正增長。

### 經濟復元挑戰多 全年難脫負增長

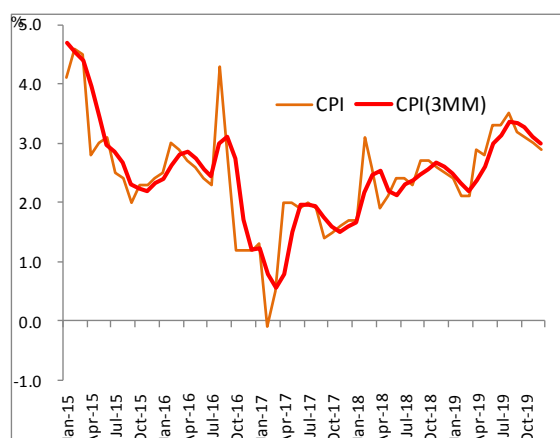
2019 年下半年, 香港因《逃犯條例》修訂觸發了回歸以來最大的社會動蕩和一連串的暴力事件, 更被環球多國發出旅遊警示。訪港旅客從去年 7 月份開始由升轉跌, 在第三和第四季度分別下挫 26% 和 50%, 旅遊相關的服務輸出驟減, 拖低下半年的經濟增長超過 2 個百分點。

圖 10: 香港近年來的失業率變化



數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

圖 11: 香港近年來的物價通脹變化



數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

今年初以來，本港社會秩序逐步恢復；但「屋漏兼逢連夜雨」，內地疫症的爆發令香港的經濟復甦之路再添坎坷。為管控疫症蔓延，特區政府近日宣布關閉大多數對外口岸，飽受重創的旅遊業經受又一輪衝擊。目前訪港旅遊業幾乎陷入停滯，令本已羸弱的零售市道雪上加霜；相關行業就業情況正急遽惡化，難免會進一步遏止本地居民的消費意慾。預計在今年上半年，訪港遊客數將同比銳減超過九成，經濟增長將因此而被拖低超過3個百分點；本地生產總值在頭兩季度或會出現3%至4%的負增長，經濟萎縮情況將進一步加劇。

倘若新冠疫情較快得以控制，本港的經濟活動料可逐步恢復，抗疫期間被壓抑的消費需求有可能會出現「追回」式的較快反彈。然而，鑑於反修例事件對香港與內地社會關係的負面影響仍有待修復，加之疫情對旅遊業的壓抑作用亦會延宕較長的時間，故訪港旅遊業未必能夠迎來迅速而強勁的反彈。

概括而言，今年香港經濟增長或會呈現前低後高的「L」型緩慢反彈；受較低基數效應的影響，下半年有望重回輕微的正增長，但仍不足以推動全年經濟擺脫負增長。估計香港將出現回歸以來首次連續兩年的經濟收縮；2020年全年GDP的增長率料為-1.5%左右，略低於2019年。

綜合物價指數方面，本港去年下半年以來的通脹率維持在3%以上，主要受到內地輸入豬肉價格飛漲所致。隨著內地豬肉價格上漲逐漸受控，加上本地樓宇租金逐步回落，以及旅遊業放緩對本地零售市場的商品價格帶來壓制作用，令短期內的整體通脹壓力趨於受控。惟須留意的是，近期本地抗疫物資短缺令相關商品價格遽升，食品類價格亦存在一定上漲壓力，估計2020年香港的整體通脹率會比去年的3%稍為緩和，輕微下滑至2.8%左右。

## 專題分析

### 2019 年港深澳經濟同步放緩的原因淺探

回顧剛剛過去的 2019 年，香港在「內憂外患」的多重利淡因素夾擊之下，全年經濟錄得負增長。無獨有偶，與香港鄰近的澳門和深圳去年的經濟表現亦非盡人意。澳門去年首季度實質 GDP 按年下跌 3.8%，中止了此前連續十個季度的擴張，在接下來的第二、第三季繼續萎縮 2.2% 及 4.5%。與香港一河之隔的深圳，去年首兩季度維持 7.6%、7.2% 的較快增長，但第三季度的 GDP 同比增速卻驟降 2 個百分點至 5.2%，首次低於同期的全國經濟增長率(去年第三季度為 6%)，亦創下近年來最慢的增長紀錄，引起外界對該市是否出現經濟增長失速的關注。

港深澳同屬粵港澳大灣區的四大中心城市之一；在地理位置上均位於中國華南地區，彼此之間只有約一個小時車程的距離，一直以來保持著緊密的經貿與社會往來。對於去年港深澳三地經濟同步放緩的特別現象，有觀點認為，內地赴港旅行團多數經深圳中轉，而訪港旅客又喜歡「港澳同遊」，故香港去年下半年因社會動盪而導致內地旅客人數銳減，澳門和深圳旅遊業以及相關行業難免遭受牽連。澳門和深圳兩地經濟走弱是否與源於香港的「池魚之殃」有關，抑或是另有原因？下文將對此作簡要分析。

表 1: 2017 年以來港深澳 GDP 同比增速的情況

		香港	深圳	澳門
2017	全年	3.8	8.8	9.9
2018	全年	3.0	7.6	5.4
2019	第一季	0.7	7.6	-3.8
	第二季	0.4	7.2	-2.2
	第三季	-2.8	5.2	-4.5

數據來源：深圳市統計局、香港政府統計處、澳門統計暨普查局、廠商會研究部整理。

按澳門政府的統計，博彩業佔澳門 GDP 比重約五成，當地經濟增長主要靠博彩等旅遊服務出口拉動。澳門經濟 2019 年首三季度連番下跌，主要是旅遊服務出口持續放緩所致；前三季整體服務出口金額較上年同期的變動率分別為 -0.3%、0.8% 和 -4.7%，對比 2018 年全年 9.4% 的強勁增長，跌幅相當「慘重」。

的確，澳門入境旅遊業的一個特點是許多訪澳旅客均會安排「港澳同程」，港澳入境遊客市場的增長呈現出一定程度的關聯性(以過去五年港澳入境旅客的月度數據測算，兩者變動率的相關係數高達 0.6)。訪港旅遊業自去年中以來受香港社會事件的影響而出現斷崖式下挫，連累傾向「港澳同遊」的旅客亦望而卻步，赴澳門人數自然受到波及。從表 2 中的數據可以看出，訪澳旅客人數在去年上半年實現了兩成以上的快速增長，但第三季度的增長速度明顯放慢，入境旅客人數同比增長 10.2%；第四季度則加速下滑至 -7.9%。

除了訪澳旅客人數增長放慢之外，旅客的人均消費水平自去年初亦出現雙位數的大幅下降。從旅客來源地看，除了韓國旅客的人均消費有所上升，其他國家與地區的旅客人均消費均大幅下跌，例如內地、新加坡、日本、香港與台

灣旅客人均消費分別減少 26.7%、17.4%、6.6%、16.2%和 21.7%。

也就是說，訪澳旅客人數固然因為香港修例風波的影響而自去年下半年開始放緩增長，但造成澳門旅客總消費和博彩業收入銳減的「罪魁禍首」卻是旅業「旺丁不旺財」，因為旅客人均消費水平在更早時間已經出現掉頭下墮；這亦是澳門經濟早於香港兩個季度跌入負增長的主要原因。

表 2: 澳門博彩收入和入境旅客消費的同比增長

	2018 年	19 年第一季	19 年第二季	19 年第三季
博彩收入	14	-0.5	-0.6	-4.2
旅客消費	13.6	3.1	-4.8	-17.2
旅客人數	9.8	21.2	20	10.2
人均消費	3.5	-14.9	-20.7	-24.9

數據來源: 澳門統計暨普查局、廠商會研究部整理

另一邊廂，深圳經濟去年的經濟增長呈現階梯式下降的走勢，上半年仍維持 7.4% 的平穩增長，第三季度突然放緩為 5.2%。從產出端看，工業和服務業在去年上半年分別同比增長 7.3% 和 7.5%，到第三季度分別下滑至 2.4% 和 7.2%；包括旅遊在內的服務業行業的放緩程度尚屬輕微，故工業生產大幅減速才是拖累深圳經濟減慢的主要原因。

從需求端的「三架馬車」來看，深圳去年上半年的消費、投資和出口增速分別為 7.7%、17.6% 和 5.1%。進入第三季之後，出口和消費環節雙雙轉弱，同比增速回落至 5.2% 和 3.8%；雖然投資增速仍維持著 18.4% 的高速增長，但主要是靠基建投資所拉動，在此期間民營企業投資的同比增速創下 3% 的新低。

結合供需兩端的數字，可以看出，深圳近期經濟放緩主要應歸咎於中美貿易摩擦所帶來的負面效應加快「浮出水面」，以及海外市場需求疲弱，造成了短期出口增速「降檔」和工業生產走弱；同時，出口為主的民營企業和中小企業的投資信心亦遭受打擊，進一步削弱經濟增長的動能。

表 3: 深圳經濟生產端和需求端的同比增長

	GDP	工業	服務業	消費	投資	出口
2019 年上半年	7.4	7.3	7.5	7.7	17.6	5.1
2019 年第三季	5.2	2.4	7.2	5.2	18.4	3.8

數據來源: 深圳市統計局、廠商會研究部整理

平情而言，香港作為區內重要的商貿中心和旅遊樞紐，近期本港經濟增長滑坡，特別是旅客人數銳減、涉外經貿活動所阻等，不可避免會對周邊城市產生一定的「外溢效應」；但「各人頭上一片天」，澳門和深圳經濟放緩的背後均有其各自的原因。看來，港深澳這三個「沙煲兄弟」要在經濟上勵精圖治，除了透過區域合作尋覓商機和締造協同效益之外，更重要的還是要自省自強，及時掃清當前阻礙各自前進的「門前雪」。