

香港經濟低速增長 外貿陷結構性減速

香港經濟在 2015 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第二季度按年增長 2.8%，稍快於首季度 2.4% 的增幅；上半年 GDP 錄得同比增長 2.6%，與去年全年 2.5% 的增速相若（見附件圖 1）。經季節性調整後按季比較，實質本地生產總值在第二季增長 0.4%，低於第一季的 0.7%。

內部需求堅挺 出口表現仍欠佳

今年初以來，香港經濟增長的主動力繼續來自私人消費和投資增長，內部需求的堅挺表現紓緩了出口環節低迷不振所造成的拖累。上半年私人消費開支實質增長 5.6%，整體投資開支同比上升 7%；內需拉動經濟增長 3.2 個百分點。

在訪港旅遊業增速放緩的情況下，本港上半年整體服務出口的實質升幅跌至 0.5%；貨物貿易的表現更顯呆滯，上半年貨物出口額下跌 1.7%，比起去年同期的 1% 及全年的 0.8% 升幅，已進一步轉差（見附件圖 2）。從出口地區來看，雖然香港輸往美國的貨物貿易有所起色，上半年同比增長 5.1%，但對其他主要市場的出口則可用「四面楚歌」來形容。其中，對內地的出口出現了 1.2% 負增長，對歐盟和日本錄得不同程度的萎縮，分別較去年同期下降 7.1% 和 2.4%；對亞洲其他地區的出口增速亦減慢至 3.3%。

發達國家復甦 內地經濟續探底

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 年首兩季分別錄得 0.6% 和 3.7% 的環比年化增長率；歐元區雖在首兩季分別按年增長 1.2% 和 1.5%，但區內就業市場仍舊乏善可陳；日本經濟在今年首季錄得 3.9% 的增長，第二季隨即墜入 1.2% 的負增長。在未來一段時間，雖然主要發達國家仍將繼續處於溫和復蘇的上升軌道，但料難有突破性的改善。

內地經濟增長率在今年頭兩季放緩至 7%，較去年同期回落 0.3%；「三架馬車」均出現不同程度的減速，投資、消費和出口的按年增速分別放緩至 11.4%、10.4% 和 0.9%。作為全球的貨物貿易大國，內地的外貿增長在 2008 年全球金融危機之後持續減速，在 2012-2014 年期間的年均出口增速僅為 5.3%，而 2015 年上半年的更進一步下滑至 0.9%。今年上半年的進出口貿易總額同比下降 6.9%，與政府設定的 6% 預期增長目標相去甚遠。

在外圍市場萎靡不振的大環境下，即便近期人民幣匯率形成機制在推行進一步的市場化改革後出現了輕微貶值，但對出口的刺激作用相當有限。為確保經濟運行處於合理區間，預料中央將更多從提振內需的角度推出各項穩增長的

加碼措施，力求從優化貨幣環境、加大財政刺激以及釋放改革紅利等方面多管齊下，加強對實體經濟的支撐；並加緊推動「一帶一路」、「互聯網+」、「大眾創業、萬眾創新」等戰略落地實施，來提升經濟增長的內生動力。

全球貿易減速 凸顯結構性困境

值得注意的是，近年貨物出口表現低迷已成為一個全球性問題；許多貿易依存度較高的發展中國家以及新興工業化經濟體，紛紛出現了外貿增速顯著下滑的現象。以美元計算，全球商品出口的實質增速在 2012-2014 年平均僅為 0.9%，遠低於 2001-2007 年期間 12% 的平均增速；中國、印度、韓國、台灣和墨西哥等國家在最近三年分別錄得 7.2%、2.1%、1%、0.6%、4.4% 的平均出口增長，比起 2008 年金融危機爆發前七年間所創下的 25.8%、20.2%、12.3%、7.9%、7.5% 的年均增速，下挫的慘烈程度堪比「滑鐵盧」。

究其根源，拖低全球出口貿易增長的「罪魁禍首」當屬發達國家經濟復甦乏力等週期性因素。作為全球商品出口的主要「終極」市場之一，美歐日等發達國家在經歷 2008 年全球金融危機之後，至今尚未走出積弱的困局。根據國際貨幣基金組織（IMF）的統計，發達經濟體的實質 GDP 在 2012-2014 年間錄得 1.5% 的年均同比增速，仍明顯遜於 2001-2007 年間 2.5% 的平均水平。國際市場需求不足的態勢尚未發生根本性改觀，難免會導致中國、台灣、韓國及印度等為代表的新興經濟體的生產和貿易活動亦同告放緩。

然而，造成全球出口貿易低迷的另一個關鍵因素則是全球出口貿易的收入彈性（即出口貿易增速與 GDP 增速之比）近年出現了不同尋常的大幅下滑。數據顯示，全球出口貿易彈性在 2001-2007 年間維持在平均 2.4 倍的水平，但在 2012-2014 年間卻跌至低於 1 倍。換言之，以往一個百分點的全球經濟增速就能帶動 2.4 個百分點的出口貿易增速，但現在只能帶動不足一個百分點的出口增長。誠然，貿易彈性在不同的經濟週期會有所波動，但出現如此劇烈下滑或意味著全球出口失速的成因並不僅僅限於週期性因素。

國際貨幣基金組織在 2015 年初的一項研究結果證實了，當前全球貨物出口增長弱化在更大程度上是由於種種結構性因素所導致；進一步統計分析發現，全球產業分工合作所形成之垂直供應鏈（Vertical Supply Chain）的擴張速度減慢，乃造成全球貿易增長陷入困境的「元兇」之一。

進口替代抬頭 垂直供應鏈受壓

IMF 的研究認為，在經濟全球化和信息技術進步的推動之下，發達國家自 1990 年代開始加快在全球範圍進行資源優化配置，透過垂直式的專業化（International Vertical Specialisation）國際分工，不斷延伸產業鏈佈局，以追求企業的整體利益最大化。國際間產業分工的不斷細化和深化催谷了全球產業鏈的急速膨脹，亦刺激了中間產品的貿易需求，導致大量的生產原材料和零部件成為進口貨物；特別是新興經濟體紛紛從事加工貿易和轉口貿易，衍生了數額龐大的「一來一往」式的國際貿易（Back-and-Forth Trade）。然而，這種由產業鏈內部分工細化帶動貿易增長的促進效應在近年已如「強弩之末」。以亞洲為例，東

亞及東南亞國家之間的貿易活動隨著各國積極融入全球供應鏈並在國際產業分工體系中各司其職而趨於活躍，區內貿易佔地區整體貿易額的比重從 1990 年的 45.8% 攀升至 2004 年的 56.4%，但相關比重在隨後幾年已步入停滯不前的「平台期」，一直徘徊在 55-57% 之間。

近些年，中國和美國為代表的經濟體在生產及貿易型態上均發生結構性改變，在某種程度上反而成為導致全球垂直供應鏈規模增長停滯甚至縮減的反向力量。在亞洲區內，中國長期擔當出口商品的最後加工及組裝角色，從東南亞以及歐洲和日本等地進口原料和零部件，經整裝和增值後再將成品輸往先進市場，成為首屈一指的「世界工廠」。但隨著國內的生產成本快速上漲、技術水平提高以及產業體系日趨完整，中國對進口中間品的內部替代率顯著上升，而部分原材料的國產化亦相應減縮了這一環節的進出口規模。據統計，進口中間品增加值佔中國最終製成品出口總額的比重已從 1990 年代約 60% 的頂峰逐漸下滑至目前的 35% 左右。

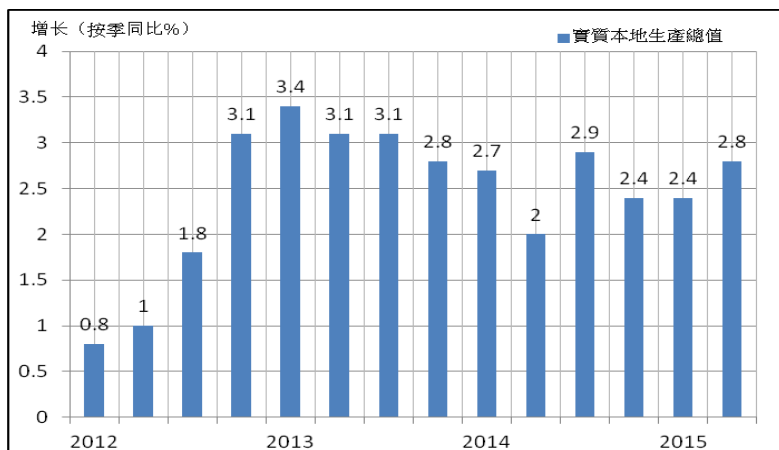
2008 年「金融海嘯」之後，發達經濟體紛紛提出「再工業化」戰略，積極引導部分供應鏈環節特別是高增值的製造工序回流本土，在海外的整體供應鏈佈局相應地有所收縮。加之發達國家紛紛進入「去槓桿化」的經濟調整階段，國內居民的消費模式和消費習慣亦產生微妙的變化。一方面，發達國家居民減少或推遲非必需耐用消費品的消費，不利於全球貿易增長。發達國家 2014 年的整體耐用消費品消費額較 2007 年減少 7.4%，「歐豬國家」如希臘、愛爾蘭、葡萄牙、西班牙等的跌幅更超過四成；美國、加拿大、德國和英國等的情況雖相對為佳，但亦未完全恢復到金融危機前的水平（見附件圖 3）。另一方面，節儉之風盛行，消費者對商品的價格敏感度亦明顯提高，亦迫使一些跨國企業出於成本控制的考量，決定壓縮或整合海外供應鏈體系中的部分環節。

港難獨善其身 出口前景添陰霾

作為全球舉足輕重的轉口貿易港，香港與內地、亞洲乃至全球的貿易實績唇齒相依；在全球供應鏈擴張動力減退以及結構性困境揮之不去的背景下，未來一段時間國際商品貿易勢必「不復當年勇」，香港相信亦難以獨善其身，每年維持單位數字的增長或會成為香港貨物貿易的「新常態」。

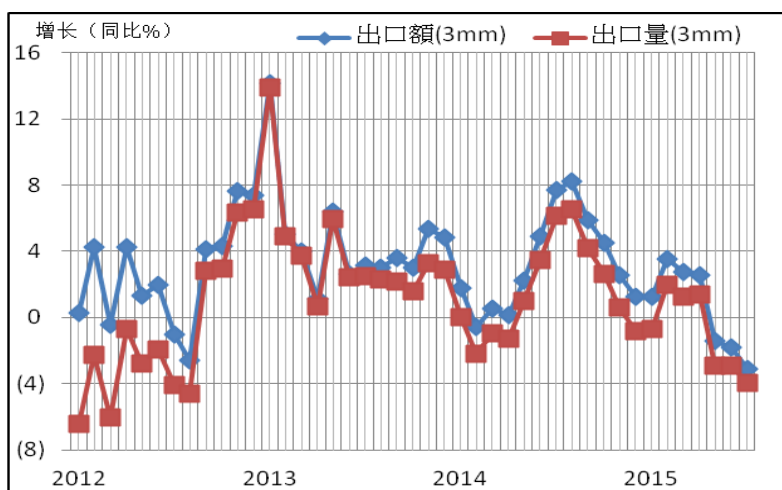
短期來看，隨著聯儲加息漸行漸近，加之近期人民幣匯率調整的影響餘波難平，環球金融市場充斥著不確定性；或會令國際資金的流動更加飄忽，加劇資產價格的異常波動，甚至衝擊全球經濟特別是新興經濟體的穩定。儘管由此引爆全球性經濟和金融危機的可能性不大，但流動性收緊以及金融震盪難免會壓抑新興市場短期內的經濟增長；加上港元將跟隨美元走強，亦會對本港出口的改善構成一定阻礙。儘管 2016 年香港貨物出口的表現或比今年略有改善，但預料仍只會錄得 3% 以下的低度增長。

附圖 1：2012 年至今香港的實質 GDP 按年增速



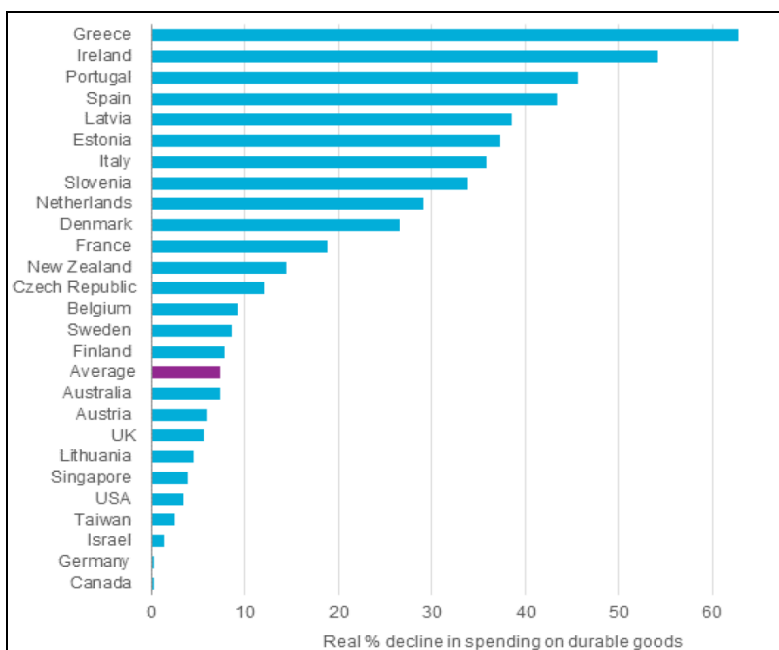
資料來源：香港政府統計處

附圖 2：2012 年至今香港的商品出口表現(3 個月移動平均值)



資料來源：香港政府統計處

附圖 3：2014 年發達國家耐用品消費的跌幅(以 2007 年為基數)



資料來源：Euromonitor International