



香港經濟月報

林俊泓, CFA

高級經濟師

ryancwlam@hangseng.com

次季經濟增長率回升

- 香港政府將於8月14日公佈第二季本地生產總值。我們預計香港第二季經濟增長率，會從首季的2.1%溫和上升至2.4%。
- 私人消費及投資是組成內部需求的兩大部份，但卻表現不一。
- 受惠於市民擁有之財富升值，以及政府擴大紓困措施規模，令消費活動持續表現向好。
- 香港的投資增速卻顯著放緩。不過，投資冷卻並非香港獨有的現象，其他成熟經濟體也出現類似情況。
- 展望未來，私人消費將為年內推動香港經濟增長的重要支柱。物業價格穩步攀升，加上就業市場保持穩定，皆有助提高消費者的購買力。
- 然而，希臘經濟局勢不穩，加上內地股市波動，或會窒礙香港出口增長。
- 香港經濟未來數個季度仍須面對眾多挑戰，預計經濟增長率約維持於2.5%的水平。我們預測2015年全年香港經濟增長為2.4%，與2015年的2.5%相約。

經濟增速攀升

2015年初香港經濟以較慢步伐擴張，首季僅錄得2.1%的增幅¹。我們認為首季經濟表現遜於預期，一定程度是受暫時性不利因素拖累，而隨着其影響逐漸消退，第二季經濟增速將再次加快²。分析最新公佈的數據，第二季整體發展雖仍不乏挑戰，期內經濟活動卻展現相當活力。香港政府將在8月14日公佈第二季本地生產總值，我們估計香港經濟增長率將從首季的2.1%溫和上升至2.4%(表1)。這意味着經濟按季增速加快，預期本地生產總值按季增速由首季的0.4%加快至0.6%。

表 1: 實質本地生產總值 (%、按年、按開支組成部分劃分)

	2014年 第1季	2014年 第2季	2014年 第3季	2014年 第4季	2015年 第1季	2015年 第2季預測
私人消費開支	2.1	1.8	4.7	4.1	3.5	4.0
政府消費開支	2.7	2.6	3.6	3.3	3.5	3.0
本地固定資本形成總額	3.9	-6.0	-1.7	3.4	7.3	3.0
貨品及服務出口	0.9	1.3	0.8	0.4	0.2	-2.6
貨品及服務進口	0.8	1.5	0.5	1.1	0.5	-2.4
實質本地生產總值	2.7	2.0	2.9	2.4	2.1	2.4

資料來源：香港政府統計處、恒生銀行

本港經濟加快復甦雖符合預期，惟各經濟增長組成部份之表現卻出乎意料。就首季經濟形勢而言，投資擴張為最重要的發展主題。如表1所示，除了投資以外，香港本地生產總值其他主要組成部份的增長率紛紛下滑。香港第二季經濟表現卻又截然不同，作為內部需求兩大組成部份的私人消費及投資表現不一。期內，私人消費似已成為推動經濟增長的主要動力，反觀來自投資的支持作用卻在減退。次季出口表現疲弱也引起了我們的注意，但由於進口同時出現收縮，外貿項目不至對次季經濟增長構成負面影響。

不同開支項目表現參差

消費為次季經濟亮點。回顧首季表現，私人消費降溫速度高於市場預期。與首季形勢不同，第二季消費者似已重拾信心。在第二季，零售銷售貨量平均上升3.9%，升幅遠高於首季不足0.1%的增幅(表2)。當中以耐用消費品銷情最為矚目，該類產品銷售量在4月至5月間平均升幅逾30%。

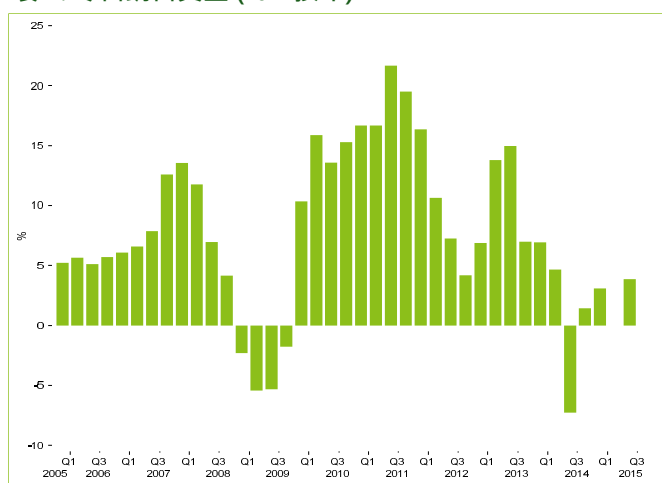
惟須指出，香港居民目前用於服務的開支，佔總開支比重逾半，而服務開支卻未有包括在零售銷售調查。固然，零售銷售數據並不能夠描繪本地消費的全部狀況，但

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

² A Challenging Start To The Year, Hang Seng Economic Insight, May 2015

在一般情況下，零售銷售數字仍能有效反映整體消費趨勢走向。在現有數據的基礎上，我們估計第二季私人消費開支增幅有望升至約4%。倘該預測得以實現，這組數字將支持我們早前判斷，在農曆新年出現波動後，本地消費重拾動力。本地家庭擁有的財富升值(表3)，以及香港政府在2015至16財政年度財政預算案中宣佈擴大紓困措施規模，均有助推動本地消費需求。

表 2: 零售銷售貨量 (%、按年)



資料來源: Macrobond, 恒生銀行

表 3: 恒生指數



資料來源: Macrobond, 恒生銀行

投資正在降溫。與消費開支表現不同，作為內部需求另一重要組成部份的投資，料難對經濟增長作出重大貢獻。我們預期固定資本形成在首季大幅漲升7.3%後，在第二季增速回落至3%。事實上，投資冷卻並非香港獨有的現象，其他成熟經濟體也出現類似情況。這趨勢亦引起了國際貨幣基金組織(IMF)的注意，該組織在其最新一期的旗艦刊物《世界經濟展望報告》中，特別把私人投資表現疲弱列作宏觀經濟發展主題之一。

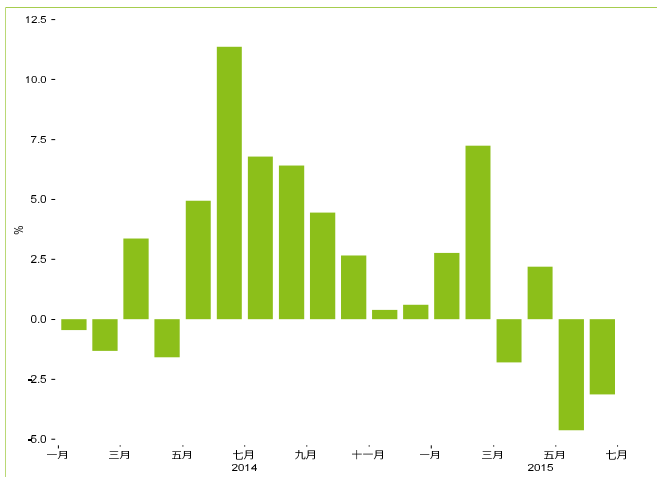
在香港，用於購買機械及設備的投資開支放緩幅度更為顯著。採購經理指數已經連續四個月低於50點，表示私人投資倒退。這發展較令人意外，因為高度寬鬆的貨幣環境及油價回落理應有利於提振投資氣氛。我們認為，商家對固定投資的需求低迷，可能與出口活動遲遲未有起色及經濟前景再趨不明朗有關。即使住宅投資得以保持動力，建築開支增加仍難完全抵銷機械及設備投資下滑帶來的影響。

出口表現持續低迷。迄今，香港出口表現尚未見顯著反彈。儘管去年同期貿易需求疲弱，比較基數較低，第二季香港出口貨值卻現倒退，在第二季下跌了2%(表4)。較令人鼓舞的是，美國消費需求年初表現雖未如理想，但有跡象顯示當地消費動力正在增強。有別於數月前的評估，美國需求已經不再為主要憂慮所在。



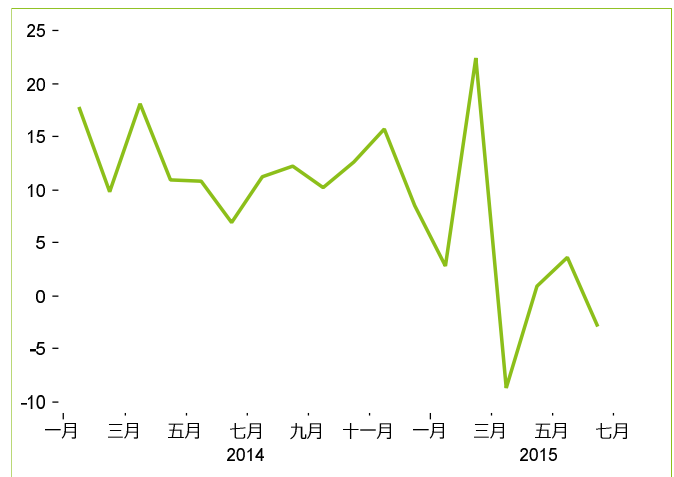
儘管如此，香港外貿前景仍難言樂觀。美國需求增加的支持作用被亞洲區需求轉弱所抵銷。亞洲區內部需求降溫，以及消費電子產品存貨累積，兩者皆對區內的出口貿易活動構成壓力。

表 4: 商品出口總貨值 (%、按年)



資料來源: Macrobond, 恒生銀行

表 5: 訪港旅客數目 (%、按年)



資料來源: Macrobond, 恒生銀行

此外，服務貿易數據也未如理想。訪港旅客表現至今未有太大起色。不僅訪港旅客人數增幅遠遜於以往(表5)，消費力較強的過夜旅客數目更錄得顯著跌幅。這結果反映，不僅針對不過夜旅客的自由行簽證安排改變正發揮作用，其他因素也影響到香港旅遊業的發展。在2015年5月份發表的恒生香港經濟月報中³，我們詳述了香港服務出口對匯率變化高度敏感。港元強勢令其他亞洲城市作為旅遊目的地的吸引力增加，這或能解釋訪港旅遊消費開支為何出現倒退。

進口貿易表現同樣令人失望。訪港旅客人數遜於預期，加上投資開支增長下降，導致期內進口貨值縮減。不過，由於香港進口貨值跌幅高於出口跌幅，第二季香港貿易平衡反而得到改善。從衡量經濟增長的角度來看，外貿對經濟增長的負面影響不再。首季淨出口使香港經濟增長率降低0.7個百分點，我們預期淨出口對第二季經濟可望有正面貢獻。

下半年經濟環境不乏挑戰

在過去五年，香港經濟上半年平均增長率達4%。與之比較，今年上半年經濟表現難以突出，令投資者關注今後發展形勢。我們預測若非出現以下兩種情況，包括(1)消費增長大幅提升或(2)出口動力顯著增強，否則在今年餘下兩個季度，香港經濟擴張步伐將很可能仍低於趨勢性增長率。

³ 詳見2015年5月發表的恒生香港經濟月報《分析有關香港經濟前景的三個問題》



消費將成為年內香港經濟發展的主要支柱。物業價格穩步上揚，加上就業市場穩定，均有助提升消費者的購買力。近期香港股市出現調整，負財富效應的潛在影響再次成為焦點。基於下列理由，我們認為對此不必過慮。首先，即使近期港股經歷深度調整，其市值仍高於年初水平。其次，來自本地零售投資者的成交量僅佔香港股市總成交量約25%，故股市波動引發的財富效應未必如想像般顯著。再者，觸發股市調整的原因亦屬關鍵。近期股市調整主要反映內地資金環境有變，而這卻與香港市民收入前景無關。香港市民的收入前景相對穩定，意味着本地消費者未必因為股市升跌而顯著改變消費行為。綜合各項因素，我們估計近期港股下滑將不會對香港經濟造成沉重打擊。

然而，這並不代表私人消費增速可持續加快。由於去年下半年耐用消費品銷情理想，造成較高的比較基數，無可避免將對第三季及第四季的消費增長率構成壓力。另外，貿易相關收入減少，也可能限制消費升幅。我們目前預期今年全年私人消費升幅約為3.5%，較去年3.2%的升幅溫和攀升。

香港未來需要面對的挑戰並不限於內部需求。另一焦點在於上半年出口表現失望，到底反映了貿易數據反覆波動的特點，還是反映亞洲地區貿易鏈正在發生結構性變化？市場人士傾向把香港出口表現與其重要貿易夥伴的週期性表現掛鉤，但正如我們早前報告所提及，香港出口增速下滑主要受結構性因素所影響⁴。經濟學家對貿易活動出現的結構性障礙有不同解讀，我們認為製造商旨在加強對生產流程的控制，繼而對區內貿易活動造成影響。廠商對質量控制要求日高，令生產流程集中於特定地點。地區分工化(regional fragmentation)發展意味着即使最終商品及服務需求數量不變，貿易數量也會隨之下降。

再者，希臘危機持續，加上內地股市仍然波動，亦可能對本港出口增長構成壓力。希臘危機近日雖得到緩和，但市場將繼續揣測希臘政府是否願意落實援助方案要求的改革措施。內地第二季經濟增幅高於預期，惟對未來數季能否保持增長存疑。即使美國復甦步伐進一步加快，料亦只會對香港出口帶來有限的貢獻。

總括而言，香港經濟未來數個季度仍須面對眾多挑戰，包括外圍需求疲弱、歐元區前景不明朗、港元強勢及美國可能上調息率等。在這背景下，要在未來兩季取得3%的經濟增長甚具挑戰。我們估計下半年經濟增長率約維持於2.5%的水平。預期今年香港全年經濟增長為2.4%，與2014年的2.5%相約。

⁴ 詳見2015年3月發表的恒生香港經濟月報《尋找貿易活動低迷的根本原因》



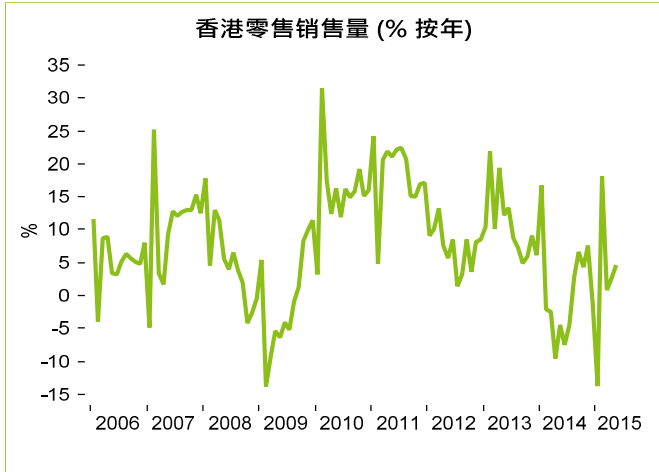
香港經濟統計數據

2015年8月

	本地生產總值		零售銷售額		零售銷售量		對外貿易				失業率	消費物價指數
	名義(10億港元)	實質按年增長(%)	按年增長(%)	按年增長(%)	整體出口		入口		貿易差額			
					10億港元	按年增長(%)	10億港元	按年增長(%)		10億港元	%	按年增長(%)
2006年	1,503	7.0	7.2	5.7	2,461	9.4	2,600	11.6	-138.8	4.8	2.0	
2007年	1,651	6.5	12.8	10.1	2,688	9.2	2,868	10.3	-180.5	4.0	2.0	
2008年	1,707	2.1	10.6	5.0	2,824	5.1	3,025	5.5	-201.1	3.5	4.3	
2009年	1,659	-2.5	0.6	-0.8	2,469	-12.6	2,692	-11.0	-223.3	5.2	0.5	
2010年	1,776	6.8	18.3	15.5	3,031	22.8	3,365	25.0	-333.8	4.3	2.4	
2011年	1,934	4.8	24.8	18.4	3,341	10.1	3,767	11.9	-426.4	3.4	5.3	
2012年	2,037	1.7	9.8	7.2	3,434	2.9	3,912	3.9	-477.8	3.3	4.1	
2013年	2,139	3.1	11.0	10.8	3,562	3.6	4,065	3.8	-502.9	3.3	4.3	
2014年	2,256	2.5	-0.2	0.6	3,675	3.2	4,225	3.9	-550.0	3.2	4.4	
2015年預測	2,356	2.4	1.0	1.0	3,749	2.0	4,310	2.0	-561.0	3.4	3.3	
2016年預測	2,471	3.0	4.0	3.0	3,898	4.0	4,525	5.0	-626.5	3.7	3.8	
2014年第1季	532	2.7	4.2	4.0	818	0.7	942	2.1	-124.0	3.1	4.1	
第2季	522	2.0	-7.0	-7.2	901	4.8	1,042	4.6	-140.7	3.2	3.7	
第3季	580	2.9	1.6	1.6	985	5.9	1,109	5.7	-124.0	3.3	4.8	
第4季	612	2.4	0.2	3.5	971	1.2	1,133	3.3	-161.3	3.3	5.1	
2015年第1季	572	2.1	-2.3	0.0	836	2.3	955	1.4	-119.1	3.3	4.4	
2014年1月	不適用	不適用	14.4	16.7	303	-0.4	323	-2.7	-20.0	3.1	4.6	
2月	不適用	不適用	-2.2	-2.2	213	-1.3	267	6.8	-53.7	3.1	3.9	
3月	不適用	不適用	-1.5	-2.5	302	3.4	352	3.2	-50.4	3.1	3.9	
4月	不適用	不適用	-9.9	-9.6	286	-1.6	341	2.4	-55.3	3.1	3.7	
5月	不適用	不適用	-3.9	-4.6	306	4.9	348	3.7	-42.4	3.1	3.7	
6月	不適用	不適用	-6.9	-7.5	309	11.4	352	7.6	-43.1	3.2	3.6	
7月	不適用	不適用	-3.2	-4.6	326	6.8	368	7.5	-42.1	3.3	4.0	
8月	不適用	不適用	3.5	2.8	327	6.4	359	3.4	-31.5	3.3	3.9	
9月	不適用	不適用	4.8	6.6	332	4.5	382	6.3	-50.4	3.3	6.6	
10月	不適用	不適用	1.4	4.3	332	2.7	382	5.6	-49.8	3.3	5.2	
11月	不適用	不適用	4.2	7.6	327	0.4	379	2.4	-52.2	3.3	5.1	
12月	不適用	不適用	-4.0	-1.4	313	0.6	372	1.9	-59.3	3.3	4.9	
2015年1月	不適用	不適用	-14.5	-13.8	312	2.8	349	7.9	-37.0	3.3	4.1	
2月	不適用	不適用	14.8	18.3	228	7.2	264	-0.9	-35.9	3.3	4.6	
3月	不適用	不適用	-2.9	0.8	296	-1.8	342	-2.7	-46.2	3.3	4.5	
4月	不適用	不適用	-2.1	2.5	292	2.2	331	-2.9	-39.2	3.2	2.8	
5月	不適用	不適用	-0.9	4.6	292	-4.6	332	-2.0	-40.1	3.2	3.0	
6月	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	
年初至今	572	2.1	-1.8	1.3	1,420	0.7	1,618	-0.8	-198.0	3.3	3.8	

	存款總額		人民幣存款總額		貸款總額		貨幣供應	住宅物業	寫字樓	抵港旅客	
	10億港元	按年增長(%)	10億人民幣	按年增長(%)	10億港元	按年增長(%)	(總M3)	價格指數	年初至今	年初至今	千人
2006年	4,757	17.0	23	3.6	2,468	6.7	15.5	4.1	15.0	25,251	8.1
2007年	5,869	23.4	33	42.7	2,962	20.0	20.6	25.7	14.6	28,169	11.6
2008年	6,060	3.2	56	67.8	3,284	10.9	2.6	-11.1	9.2	29,500	4.7
2009年	6,381	5.3	63	11.9	3,289	0.1	5.2	28.5	-9.8	29,590	0.3
2010年	6,862	7.5	315	402.2	4,227	28.6	8.0	21.0	12.5	36,030	21.8
2011年	7,591	10.6	589	86.9	5,081	20.2	12.9	11.1	15.5	41,921	16.4
2012年	8,297	9.3	603	2.5	5,569	9.6	11.0	25.7	7.7	48,615	16.0
2013年	9,180	10.7	860	42.7	6,457	16.0	12.4	7.7	7.1	54,299	11.7
2014年	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.5	4.8	60,839	12.0
2015年預測	10,830	7.5	不適用	不適用	7,894	8.5	12.0	0.0	0.0	65,706	8.0
2016年預測	11,804	9.0	不適用	不適用	8,684	10.0	12.5	0.0	0.0	70,306	7.0
2014年第1季	9,189	10.0	945	41.4	6,826	19.0	12.2	-0.6	1.0	14,698	15.3
第2季	9,612	13.3	926	32.7	7,074	16.0	15.0	2.1	2.3	13,831	9.6
第3季	9,920	11.4	944	29.4	7,210	12.7	12.3	8.6	4.0	16,130	11.2
第4季	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.5	4.8	16,180	12.1
2015年第1季	10,406	13.2	952	0.7	7,627	11.7	11.8	4.7	1.3	15,421	4.9
2014年1月	9,184	7.6	893	43.2	6,697	17.8	9.6	-0.2	-0.2	5,455	17.8
2月	9,330	10.6	920	41.2	6,908	21.8	12.9	-0.3	0.4	4,417	9.8
3月	9,189	10.0	945	41.4	6,826	19.0	12.2	-0.6	1.0	4,825	18.1
4月	9,392	10.8	960	41.8	6,852	18.1	12.5	0.0	1.3	4,748	10.9
5月	9,522	11.0	956	36.8	6,966	18.0	12.7	0.9	2.0	4,591	10.8
6月	9,612	13.3	926	32.7	7,074	16.0	15.0	2.1	2.3	4,493	6.9
7月	9,848	14.4	937	34.8	7,141	15.5	16.0	4.6	3.3	5,374	11.2
8月	9,855	13.9	937	32.0	7,142	14.0	15.4	6.6	3.6	6,010	12.2
9月	9,920	11.4	944	29.4	7,210	12.7	12.3	8.6	4.0	4,747	10.2
10月	10,037	11.9	944	20.7	7,282	13.7	12.2	10.4	4.1	5,214	12.6
11月	10,075	11.1	974	17.8	7,287	12.8	11.2	11.8	4.5	5,300	15.7
12月	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.5	4.8	5,666	8.5
2015年1月	10,186	10.9	981	9.9	7,366	10.0	10.4	2.3	0.2	5,610	2.8
2月	10,152	8.8	973	5.7	7,365	6.6	8.3	4.7	0.7	5,406	22.4
3月	10,406	13.2	952	0.7	7,627	11.7	11.8	4.7	1.3	4,405	-8.7
4月	10,504	11.8	955	-0.5	7,401	8.0	10.3	6.8	2.2	4,789	0.9
5月	10,562	10.9	972	1.7	7,471	7.3	9.1	7.2	2.6	4,756	3.6
6月	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
年初至今	10,562	10.9	972	1.7	7,471	7.3	9.1	7.2	2.6	24,966	3.9

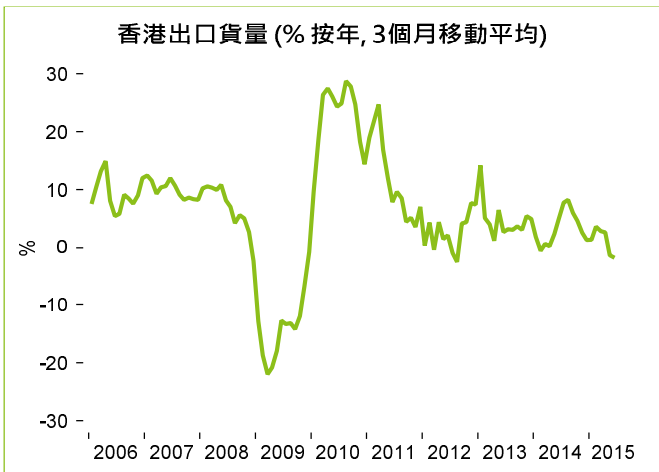
資料來源：香港政府統計處，金管局，差餉物業估價署，旅發局，CEIC，恒生銀行



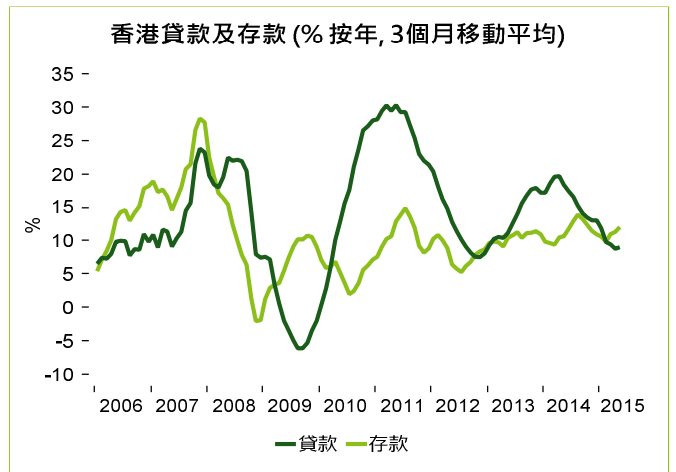
資料來源: Macrobond, 恒生銀行



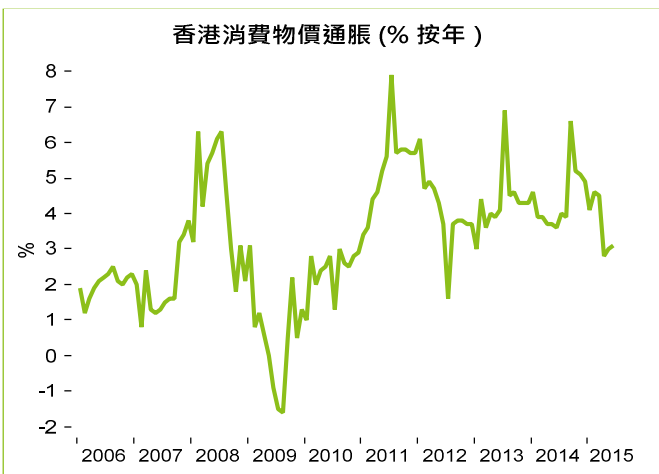
資料來源: Macrobond, 恒生銀行



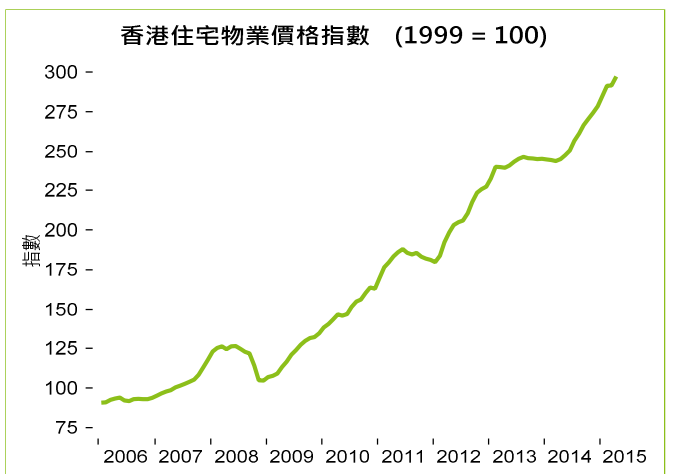
資料來源: Macrobond, 恒生銀行



資料來源: Macrobond, 恒生銀行



資料來源: Macrobond, 恒生銀行



資料來源: Macrobond, 恒生銀行



免責聲明

本檔由恒生銀行有限公司（「恒生」）提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表「恒生」之見解。撰寫本檔之分析員證明於本檔內所發表之意見，乃準確反映分析員就有關金融工具或投資專案之個人意見，而有關分析員過去、現在或未來之報酬，並無任何部分直接或間接與本文件內之特定建議或意見有關。本檔的內容並非(亦不可作為)買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本檔的任何部分均嚴禁以任何方式再分發。

本檔所載之資料或只屬指示性，並且未經獨立核對。「恒生」對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何資料、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對本檔所載資料及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等資料、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

「恒生」及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔中提及的證券或投資項目。「恒生」及其聯繫公司可能就其於本檔所提及的所有或任何證券或投資專案的交易收取經紀佣金或費用。

本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢獨立投資顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本檔並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔並不擬指出本檔內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。