



香港经济月报

林俊泓, CFA

高级经济师

ryancwlam@hangseng.com

财政预算案聚焦长远议题

经济研究

2015年2月

- 香港财政司司长曾俊华先生将在2月25日发表新一份财政预算案。我们估算，2014至2015年度将再次出现大额的财政盈余。
- 去年上市公司业绩稳健，加上本地失业率维持于低位，年内直接税项收入料相当可观。我们估算在2014至2015年度，单是利得税及薪俸税便可为库房贡献1,800亿港元。另一方面，政府开支则远低于原来预期。综合计算，本港2014至2015年度综合账目财政盈余估计高达423亿港元，远超政府原来预测的91亿港元。
- 虽然公共财政账目再度录得巨额盈余，但这并未为政府带来太大的财政空间。我们认为新一份财政预算案将以重整开支项目的优先次序为重点，而非大幅改变财政政策立场。
- 鉴于通胀压力已见纾缓，政府缩减纾困措施规模的可能性亦随之增加。
- 去年预算案着重提高长者生活水平，而今年的预算案，其重点则可能在于支持劳动年龄人口。我们相信，今年预算案可能推出一系列支持措施，提高劳动人口参与率、鼓励劳工技能发展及促进劳工流动性。
- 此外，子女免税额有望再度调高。此举可提振经济增长，但相信刺激作用有限，并不足以改变我们对香港经济增长之预测。我们估算税务宽减涉及开支约5亿港元，只占本地生产总值不足0.1%。
- 港府将在宣读预算案的同时，亦会公布2014年第4季本地生产总值数字。受去年第4季贸易赤字扩大影响，本港去季经济增长步伐料显著放缓，从第3季的2.7%大幅下降至第4季的1.6%。



聚焦结构性问题

香港财政司司长曾俊华先生将在2月25日发表2015至2016年度财政预算案。鉴于本港经济逐渐复苏，政府或倾向持审慎态度，在宏观经济政策上难见重大举措。我们预期，新一份预算案将较多着墨于微观经济政策，集中探讨如何应对中期及长期的结构性挑战，而并非周期性的波动。向市民提供可负担居所、为人口老化作绸缪，以至纾缓劳工及租金成本攀升等，将会是新一份预算案的讨论重心。

公共财政收支平衡再超预期

为了建立讨论基础，下文先对本年度本港财政收支项目进行分析，好让读者掌握当前的公共财政状况。由于过去一年资产市场交投畅旺，加上政府开支远低于预算水平，本年度政府财政收支平衡有望再度超出预期。虽然政府估算2014至2015年度财政盈余将缩减至91亿港元，但以目前情况看来，政府很可能在公布预算案时往大幅修订财政盈余预测。表 1 分别展示了港府和我们对各公共收支项目情况之预测。我们估计2014至2015年度综合账目财政盈余可达423亿港元，较政府原来预测高出332亿港元。

表 1: 政府收入及开支预测 (10亿港元)

	2013至14财政年度 (实际水平)	2014至15财政年度 (港府估算)	2014至15财政年度 (恒生银行估算)
政府收入	455.3	430.1	443.0
利得税及薪俸税	176.5	170.5	180.0
地价收入	84.3	70.0	64.0
印花税	41.5	43.8	52.3
投资收入	30.1	27.0	28.0
政府开支	433.5	411.2	391.0
综合账目财政盈余/(赤字)	21.8	9.1	42.3

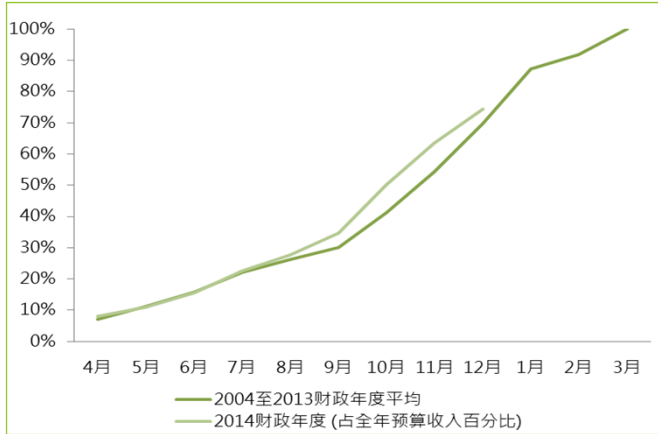
资料来源: 香港政府统计处、「2014至2015年度财政预算案」、恒生银行



收入较预期乐观

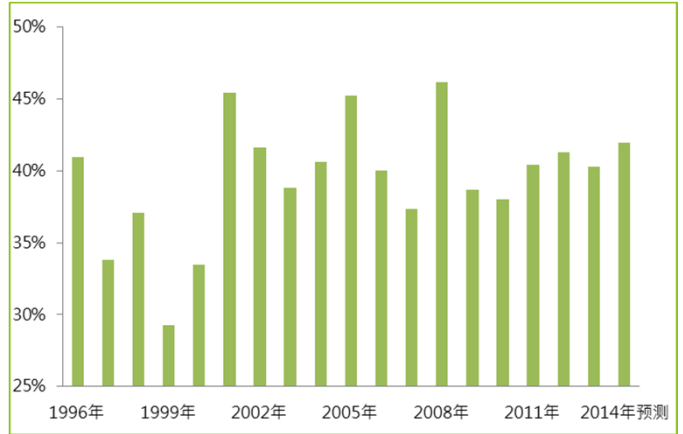
2014至2015财政年度接近尾声，港府亦已公布首9个月政府的收支状况。我们把有关数字与政府预测作一比照，藉以评估年内财政盈余的最终水平。在收入方面，政府实际收入持续领先过往平均水平。在本财政年度的首9个月，政府收入已达全年预测的74%（表2），显著高于10年平均的70%。

表 2: 政府收入 (占全年政府收入百分比)



资料来源: 香港政府统计处、恒生银行

表 3: 直接税收 (占政府收入百分比)



资料来源: 香港政府统计处、恒生银行

按我们的推算，政府全年总收入很可能高于原来预测的4,301亿港元，而其中直接税项收入的贡献将见增加（表3）。

有别于其他成熟经济体较依赖间接税项的情况，直接税收对本港公共财政的重要性正逐渐加强。在本财政年度，估计逾42%的政府收入源自直接税项。在直接税项中，利得税及薪俸税之贡献尤其显著。去年上市公司业绩稳健，加上本地失业率维持于低位，皆为社会创造了更大的税基。

至于间接税项方面，去年股市及楼市交投畅旺，估计可带动印花税收入由415亿港元涨升至523亿港元（表4）。若非卖地成绩逊于预期，政府收入应可达至更高水平。在本财政年度首10个月，港府共卖出32幅土地，涉及金额427亿港元，仅及前一个财政年度地价收入的51%。因此，我们预料全年地价收入逊于预期，由原来目标的700亿港元减少60亿港元。综合上述因素，我们估计全年政府收入为4,430亿港元，较原来预期的4,301亿港元高出约130亿港元。

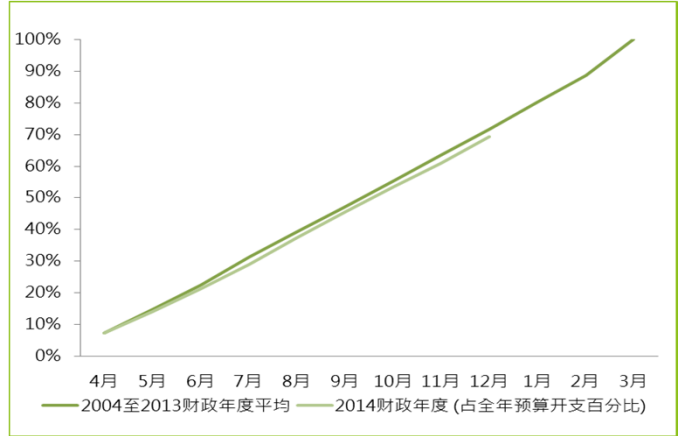


表 4: 股市及楼市成交量 (10亿港元)



资料来源: 差饷及物业估价署、CEIC、恒生银行

表 5: 政府开支(占全年开支百分比)



资料来源: 香港政府统计处、恒生银行

开支维持于审慎水平

再分析开支状况，截止去年12月，政府开支约为全年预测开支的69%，同样低于10年平均的72% (表 5)。若参考过往历史，政府开支在各月分布相当平均。而目前我们亦不察觉存在特殊原因，足令往后数月开支走势偏离常态。事实上，在过去数年港府皆在公布预算案后大幅调低开支预测。倘余下数月政府开支变化与过往趋势相约，则今年政府开支可望缩减至3,910亿港元，较预测减少200亿港元。

财政盈余进一步扩大

正如上文所述，政府一方面收入较预期乐观，而另一方面开支则低于预期。此消彼长，政府综合账目有望连续十一年录得财政盈余。我们估计2014至2015年度财政盈余高达423亿港元，远超政府原来预测的91亿港元 (表 6)。相应地，财政储备在本财政年度末将扩大至7,710亿港元，约占本地生产总值的35% (表 7)。



表 6: 综合账目财政盈余/赤字 (10亿港元)



资料来源: 香港政府统计处、恒生银行

表 7: 财政储备 (10亿港元)



资料来源: 香港政府统计处、恒生银行

其他焦点

传统上，1月份公布的施政报告是政府阐释施政理念及宣布重要政策的主要平台。因此，我们并不预期财政预算案会包括此前从未讨论的重要政策。尽管如此，预算案仍存在若干关注点：

公共财政立场不会发生明显变化。 期内财政账目虽然录得巨额盈余，但这并不代表政府存在空间大幅增加开支。一旦偏离审慎理财的原则，港府得来不易的财政信用或会受损，继而动摇海外投资者及评级机构的信心。事实上，香港特别行政区行政长官及财政司司长均曾在不同场合强调维持审慎理财的重要。在目前情况下，相信政府不会摒弃其审慎处理开支的一贯立场，转为全面实施福利社会政策。不过同样需要指出，在经济活动未有太大起色、增长率仍低于潜在趋势性增长率的背景下，政府大幅缩减财政开支的可能性不高。总括而言，我们预期新一份财政预算案将聚焦重整不同开支项目的优先次序，而非显著改变公共财政政策立场。

缩减一次性宽减措施。 过去数年推出的多项一次性宽减措施，其设计原意旨在纾缓本地家庭面对的物价压力。鉴于通胀压力已得到一定程度的纾缓，政府缩减一次性纾困措施规模的可能性亦随之增加。此外，政府亦须在刺激复苏及避免结构性财政赤字之间取得平衡。政府需要理性整合现有的财政资源，把资源分配予有利经济发展的项目。当然，就短期效果而言，财政资源整合未必能够带来最大的提振作用；但长远而言，这应能有效纾缓财政资源不足的压力。



促进经济发展。只有经济持续发展，方能给予小区额外资源，用作改善市民福祉，保证小区福利体系持续运作。政府早已在不同政策文件，解释推出各项提振经济措施的目的。我们相信，如何提升劳动力市场活力，包括人口结构、劳动人口参与率及生产力等方面之考虑，已成为政府发展蓝图中的重要一环。往年预算案较着重提高长者生活水平，而今年预算案，则可能重点支持劳动年龄人口。我们预期今年预算案将推出一系列支持措施，提高劳动人口参与率、鼓励劳工技能发展及促进劳工流动性。

税务政策或作调整。随伴人口老化而来的福利开支需求日增，政府需增加收入以维持财政平衡的问题亦引起关注。不过，由于当前经济环境仍不明朗，且社会对调高利得税及薪俸税的意见分歧，我们预期直接税项安排短期内不会出现重大调整。

不过，这并未否定财政司司长对税制安排作适当调整的可能，其中子女免税额有望再度调高(表 8)。此等税务宽减固然有望提振经济增长，惟预期刺激作用有限，不足以改变我们对香港经济增长之预测。我们估算，税务宽减涉及开支约5亿港元，占本地生产总值不足0.1%。

表 8: 税务安排变动

2012至2013年度财政预算案	2013至2014年度财政预算案	2014至2015年度财政预算案
<ul style="list-style-type: none"> 增加个人基本免税额至12万港元，增加已婚人士基本免税额至24万港元 提高供养父母、祖父母、兄弟姊妹、子女及伤残受养人免税额 	<ul style="list-style-type: none"> 提高基本及额外子女免税额至7万港元 	<ul style="list-style-type: none"> 提高供养父母、祖父母免税额至4万港元(60岁或以上)及2万港元(55至59岁) 提高供养父母、祖父母住宿照顾开支的扣除上限

资料来源: 恒生银行

经济增长动力于2014年底放缓。财政司司长在宣读预算案的同时，亦会公布2014年第4季本地生产总值数字及对2015年的经济预测。据我们估算，香港经济增长动力于2014年底显著放缓。虽然私人消费意欲信心未受太大影响，惟季内出口表现大幅倒退。受去年底贸易赤字扩张拖累，本港去年第4季经济增长将由第3季的2.7%，大幅放缓至第4季的1.6%¹。全年计，2014年本港经济增幅为2.2%，较2013年的2.9%略为下降。

展望2015年，即将公布的官方预测或与我们的预测相近。我们预期2015年本港实质经济增长将提高至2.6%，而港府预测的2015年经济增长率则可能为2至3%，低于潜在增长水平。更值得注意的是，港府会否调整长期名义经济增长预测。若政府调低其5.5%的中长期增长预测，这可能反映内地经济出现结构性放缓的具体影响。

¹ 除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



香港经济统计数据

2015年2月

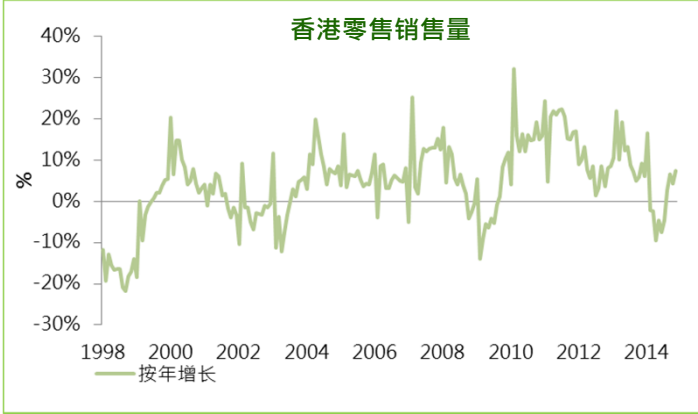
	本地生產總值		零售銷售額		零售銷售量		對外貿易			失業率	消費物價指數
	名義(10億港元)	實質按年增長(%)	按年增長(%)	按年增長(%)	整體出口		入口		貿易差額	%	按年增長(%)
					10億港元	按年增長(%)	10億港元	按年增長(%)			
2006年	1,503	7.0	7.2	5.7	2,461	9.4	2,600	11.6	-138.8	4.8	2.0
2007年	1,651	6.5	12.8	10.1	2,688	9.2	2,868	10.3	-180.5	4.0	2.0
2008年	1,707	2.1	10.6	5.0	2,824	5.1	3,025	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	1.5	9.8	7.2	3,434	2.9	3,912	3.9	-477.8	3.3	4.1
2013年	2,125	2.9	11.0	10.8	3,562	3.6	4,065	3.8	-502.9	3.3	4.3
2014年	不適用	不適用	-0.2	0.6	3,675	3.2	4,225	3.9	-550.0	3.2	4.4
2015年預測	2,345	2.6	6.0	5.0	3,859	5.0	4,479	6.0	-619.8	3.5	3.5
2016年預測	2,471	3.2	7.0	6.0	4,052	5.0	4,747	6.0	-695.5	3.7	4.0
2013年第1季	507	2.9	13.9	14.1	813	3.9	923	4.9	-110.6	3.5	3.7
第2季	491	3.0	16.1	15.0	859	2.4	996	3.5	-136.6	3.3	4.0
第3季	548	3.0	7.5	6.9	931	3.3	1,049	2.7	-118.7	3.3	5.3
第4季	580	2.9	6.8	7.0	960	4.8	1,097	4.4	-137.0	3.2	4.3
2014年第1季	531	2.6	4.2	4.0	818	0.7	942	2.1	-124.0	3.1	4.1
第2季	518	1.8	-7.0	-7.2	901	4.8	1,042	4.6	-140.7	3.2	3.7
第3季	576	2.7	1.6	1.6	985	5.9	1,109	5.7	-124.0	3.3	4.8
第4季	不適用	不適用	0.2	3.5	971	1.2	1,133	3.3	-161.3	3.3	5.1
2013年1月	不適用	不適用	10.5	10.4	305	17.6	332	23.9	-27.5	3.4	3.0
2月	不適用	不適用	22.7	21.9	216	-16.9	250	-18.3	-34.0	3.4	4.0
3月	不適用	不適用	9.8	10.1	292	11.2	341	11.3	-49.2	3.5	3.6
4月	不適用	不適用	20.7	19.4	290	9.0	333	7.7	-42.7	3.5	4.0
5月	不適用	不適用	12.9	12.2	292	-1.0	336	1.7	-44.3	3.4	3.9
6月	不適用	不適用	14.7	13.3	278	-0.2	327	1.4	-49.7	3.3	4.1
7月	不適用	不適用	9.3	8.7	305	10.6	343	8.3	-37.2	3.3	6.9
8月	不適用	不適用	8.1	7.2	307	-1.3	347	-0.2	-39.6	3.3	4.5
9月	不適用	不適用	5.0	4.9	318	1.5	360	0.4	-42.0	3.3	4.6
10月	不適用	不適用	6.3	5.8	323	8.8	361	6.3	-38.1	3.3	4.3
11月	不適用	不適用	8.5	9.1	326	5.8	370	5.2	-44.6	3.3	4.3
12月	不適用	不適用	5.7	6.1	311	0.0	365	1.8	-54.4	3.2	4.3
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	-3.9	-1.3	313	0.6	372	1.9	-59.3	3.3	4.9
年初至今	1,625	2.4	-0.2	0.6	3,675	3.2	4,225	3.9	-550.0	3.3	4.4

	存款總額		人民幣存款總額		貸款總額		貨幣供應(總M3)	住宅物業價格指數	寫字樓租金指數	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(%)	按年增長(%)	年初至今(%)	年初至今(%)	千人	按年增長(%)
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	13.3	4.3	60,839	12.0
2015年預測	11,182	11.0	不適用	不適用	8,149	12.0	12.0	-4.0	-4.0	66,315	9.0
2016年預測	12,468	11.5	不適用	不適用	9,168	12.5	12.5	-3.0	-3.0	71,620	8.0
2013年第1季	8,353	8.9	668	20.5	5,738	10.4	9.6	5.4	3.0	12,742	13.5
第2季	8,481	10.1	698	25.1	6,096	14.6	10.9	6.9	6.0	12,624	13.7
第3季	8,906	12.2	730	33.8	6,399	18.1	13.4	7.9	7.5	14,499	11.1
第4季	9,180	10.7	860	42.7	6,457	16.0	12.4	7.7	7.6	14,434	9.0
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	3.8	16,130	11.2
第4季	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.3	4.3	16,180	12.1
2013年1月	8,535	11.2	624	8.3	5,685	11.1	12.4	2.2	0.4	4,633	11.9
2月	8,436	9.0	651	15.1	5,671	10.4	9.8	5.4	1.7	4,022	19.3
3月	8,353	8.9	668	20.5	5,736	10.5	9.6	5.4	3.0	4,087	10.2
4月	8,475	9.4	677	22.6	5,804	10.7	10.3	5.2	4.5	4,280	11.5
5月	8,577	12.8	698	26.1	5,903	12.3	13.5	5.8	4.9	4,142	13.8
6月	8,481	10.1	698	25.1	6,096	14.6	10.9	6.9	6.0	4,201	16.0
7月	8,607	10.8	695	23.4	6,181	15.1	11.6	7.7	6.7	4,832	10.6
8月	8,652	10.3	709	28.5	6,263	16.9	11.3	8.2	8.0	5,358	9.4
9月	8,906	12.2	730	33.8	6,399	18.1	13.4	7.9	7.5	4,309	13.9
10月	8,973	10.9	782	40.9	6,406	17.8	12.4	7.8	7.1	4,632	9.1
11月	9,065	11.2	827	44.8	6,460	17.7	12.6	7.6	7.7	4,580	8.6
12月	9,180	10.7	860	42.7	6,457	16.0	12.4	7.7	7.6	5,222	9.3
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	3.2	5,374	11.2
8月	9,855	13.9	937	32.0	7,142	14.0	15.4	6.6	3.5	6,010	12.2
9月	9,920	11.4	944	29.4	7,210	12.7	12.3	8.6	3.8	4,747	10.2
10月	10,037	11.9	944	20.7	7,282	13.7	12.2	10.3	3.8	5,214	12.6
11月	10,075	11.1	974	17.8	7,287	12.8	11.2	11.8	4.1	5,300	15.7
12月	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.3	4.3	5,666	8.5
年初至今	10,075	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.3	4.3	60,839	12.0

资料来源: 香港政府统计处, 金管局, 差饷物业估价署, 旅发局, CEIC, 恒生银行



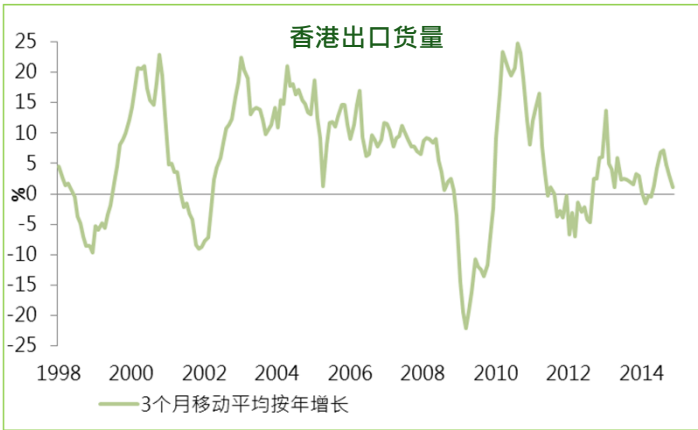
香港经济月报



资料来源：CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



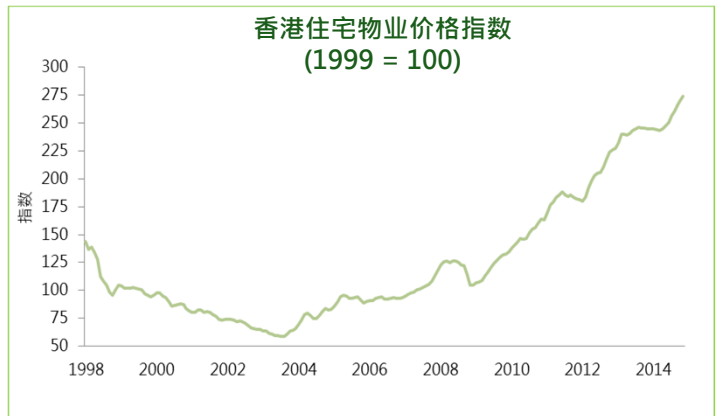
资料来源: CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



资料来源：CEIC, 恒生银行



免责声明

本档由恒生银行有限公司（「恒生」）提供，内含之资料，乃从相信属可靠之来源搜集，而当中之意见仅供参考之用，意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见，乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见，而有关分析员过去、现在或未来之报酬，并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性，并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见，或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺，亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估，并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定，并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见，因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。