



香港经济月报

林俊泓, CFA

高级经济师

ryancwlam@hangseng.com

寻找贸易活动低迷的根本原因

经济研究

2015年3月

- 自2008年环球金融危机后，香港贸易增长显著下跌。在2011年至2014年期间，香港贸易量年均增长率仅为3.5%，与2002年至2008年金融危机发生前年均上升9.2%相距甚远。
- 周期性因素难以解释外贸活动为何持续低迷。纵使香港主要伙伴未有出现周期性回落，据我们估算，香港出口增幅亦只会较目前水平高出1.8个百分点。
- 结构性因素对推动香港贸易担当重要角色。有意见认为，亚洲各国出口竞争力减退，对区内贸易表现造成影响。然而，此观点却欠缺实证支持。事实上，与十年前比较，亚太经济合作组织(APEC)输往美国及欧盟的出口，占当地进口市场份额大致相若。
- 我们认为，唯有了解厂商对强化生产过程监控的要求，方能更准确及全面掌握区内贸易之转变。
- 随着亚洲各国产业升级，买家需求更趋严格，而厂商必须满足相关的产品规格要求。在此阶段，厂商更重视对生产过程的质量监控，而非只考虑劳动成本高低。
- 为了减低不确定性，厂商更倾向把生产工序集中于同一地点。生产流程集中化，无可避免减低了半制成品的往来运输和贸易需求。
- 鉴于区内贸易模式正在发生结构性变化，未来数年亚洲各国的贸易增长幅恐将逊于过往的平均水平。

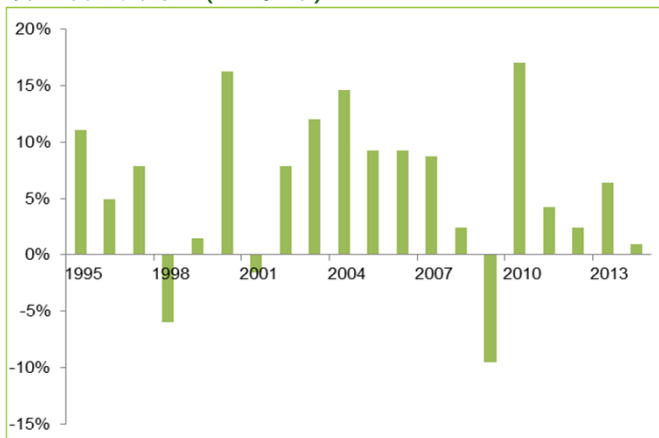


贸易表现欠佳

虽然亚洲各国已经采取非常规性货币政策及扩张性财政政策等行动，但最近数月利用政策工具刺激内部需求愈趋困难，市场只能寄望美国经济年内复苏步伐加快可以弥补中国经济放缓之影响，惜最新贸易数据显示，这预测可能过于乐观。

以高度开放见称的香港一向被视作美国经济强劲复苏的主要得益者，但2014年香港的贸易量仅录得低于1%¹的增幅(表1)。2014年的疲弱表现并非个别例子。自2008年环球金融危机后，香港贸易增长显著下跌。在2011年至2014年期间，香港贸易量年均增长率仅为3.5%，与2002年至2008年金融危机前年均上升9.2%相距甚远。

表 1: 香港贸易量 (%、按年)



资料来源: 香港政府统计处、恒生银行

表 2: 全球贸易量 (%、按年)



资料来源: 国际货币基金组织、恒生银行

环顾亚洲各地，不论其产业结构及政策方向如何，亦同样面对着出口增长乏力的困窘。到底甚么因素导致区内贸易环境恶化，引来各方猜想。倘贸易环境发生了结构性变化，会永久改变原来贸易及经济发展之间的关系，贸易增速双倍于经济增速的传统预测法则可能不再适用。

周期性因素起主导作用?

有意见认为，香港出口增长动力减退，主要受香港贸易伙伴经济出现周期性回落影响。毕竟，在2010年经历短暂反弹后，香港主要贸易伙伴整体经济表现放缓而未能回复金融危机前之势头(表3)。以贸易加权计算，在环球金融危机过后，香港主要贸易伙伴本地生产总值总年均增长5.1%，较2002年至2008年6.3%的年均增幅倒退1.2个百分点。

¹ 除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



表 3: 香港主要贸易伙伴

	双边贸易额 (10亿港元、2014年)	本地生产总值增长率 (年均、2002年至2008年)	本地生产总值增长率 (年均、2011年至2013年)
中国内地	3,969.1	11.0%	8.8%
美国	562.1	2.3%	2.2%
日本	421.1	1.2%	1.9%
台湾	380.3	4.9%	4.6%
新加坡	321.5	6.5%	6.8%
南韩	238.2	4.7%	3.8%
印度	190.5	7.4%	6.6%
泰国	137.4	5.1%	4.3%
马来西亚	132.1	5.7%	5.7%
德国	131.2	1.3%	2.0%
贸易加权平均	—	6.3%	5.1%

资料来源: 香港政府统计处、CEIC、恒生银行

不过，在尚未准确把握贸易量与经济增长率的关系前，难以断定周期性因素对区内贸易产生甚么影响。譬如说，若香港作为中国内地贸易中介枢纽的地位得以提升，其贸易量变化便可能不再与主要贸易伙伴的周期性状况直接挂钩。

为了填补这方面的讯息空隙，笔者运用误差修正模型(error correction model)，估算香港主要贸易伙伴的贸易量与经济增长率之间的关系²。通过计量模型，我们可以量化收入变化在长、短期内对贸易的作用(「贸易弹性」)。这结果可协助研究者判断周期性因素的影响，以至趋势变化。举例说，我们的研究发现，中国内地经济每增长1%，其进口货量在短期内将增加1.8%，而长期则上升1.2%(见表4中栏2及4)。主要分析结果如下：

² *Global Trade Slowdown: Cyclical Or Structural?*, IMF Working Paper WP/15/6, January 2015



表 4: 短期及长期贸易弹性

	短期贸易弹性		长期贸易弹性	
	1981年至2000年	2001年至2013年	1981年至2000年	2001年至2013年
	(1)	(2)	(3)	(4)
中国内地	3.1	1.8	1.3	1.2
美国	2.6	3.4	2.3	1.9
日本	2.3	2.7	3.0	3.0
台湾	2.8	2.7	1.5	0.9
新加坡	1.7	1.6	1.5	1.0
南韩	2.8	2.6	2.8	2.1
印度	2.4	2.0	1.8	1.9
泰国	0.0	0.9	2.6	1.1
马来西亚	3.3	3.7	0.2	1.0
德国	1.5	2.2	5.0	2.3

资料来源: CEIC、恒生银行

我们认为，周期性因素并非香港外贸活动持续低迷的主导因素。这结果并不代表香港贸易表现已与贸易伙伴的周期性状况脱钩，只是周期性因素影响并未起决定性作用。纵使香港主要伙伴未有遇上周期性回落，经济增长率维持于6%，我们估算香港出口增幅亦只会较目前水平高出1.8个百分点。这是因为包括中国内地、印度及亚洲新兴工业经济体等地区对进口需求下降(见表4中栏1及2)，部份抵销了全球消费动力回稳的正面贡献。

换言之，周期性因素未能有效解释外贸活动持续低迷的现象。区内贸易活动骤然降温，很可能与结构性因素发生变化有关。亚洲各国的长期贸易弹性变化大致呈现相同特点，除了马来西亚及印度外，所有亚洲经济体的长期贸易弹性均见下滑(见表4中栏3及4)。以贸易加权计算，香港主要贸易伙伴的长期贸易弹性较过去二十年下跌接近三成。可以推断，某些过去推动区内贸易扩张的结构性因素，其支持作用正逐步减弱。

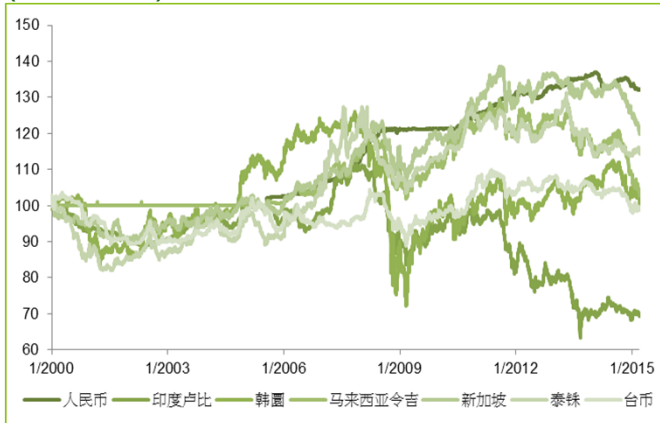
理解转变中的贸易模式

由于近年亚洲货币始终保持强势(表5)，加上各国在拓展多边贸易协议上进度缓慢，不少市场参与者把贸易活动降温归咎于亚洲出口竞争力倒退。若此推断属实，亚洲出口市场所占份额理应显著萎缩。然而，事实并非如此。从表6可见，亚太经济合作组织输往美国及欧盟的出口，占当地进口总额比重与十年前比较大致相若。事实



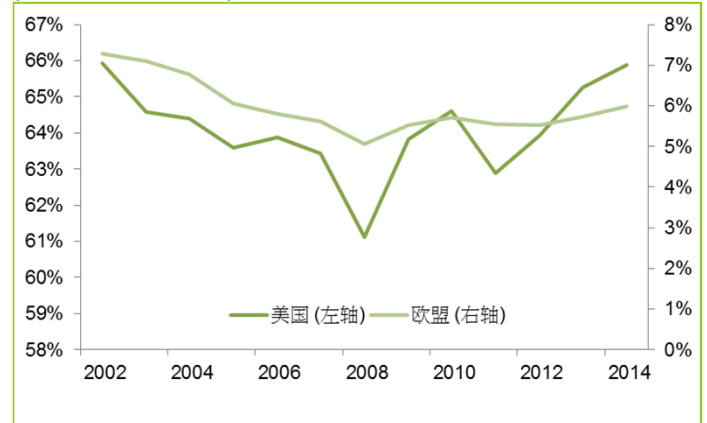
上，亚洲各国迟迟未能在进一步开放贸易上达成共识，未必反映保护主义抬头的结果。更可能的是，在各国大幅削减关税后，贸易自由化的各种好处已大致得到实现，相反继续降低贸易壁垒的潜在利益变得不再吸引，令决策者对进一步开放感到迟疑。

表 5: 亚洲货币兑美元汇价
(2000 = 100)



资料来源: CEIC、恒生银行

表 6: 美国及欧盟从亚太经济合作组织进口比重
(占总进口额百分比)



资料来源: CEIC、恒生银行

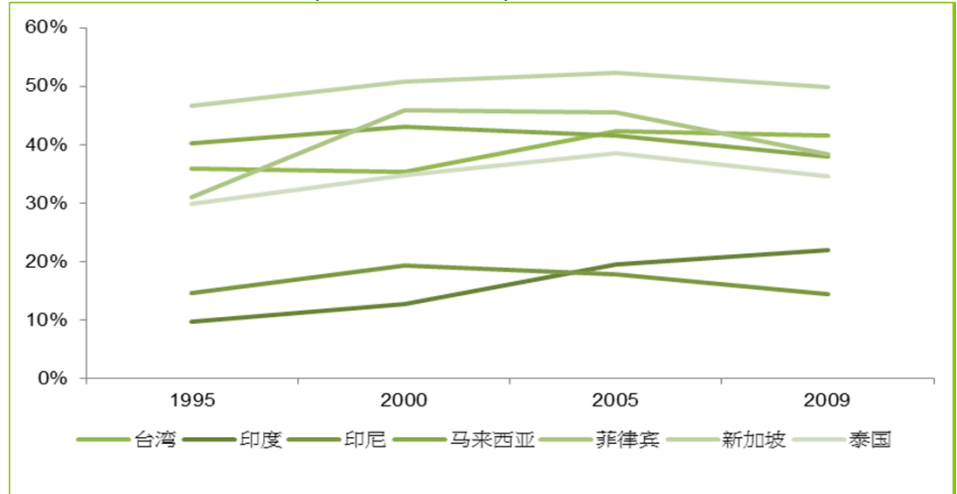
我们尝试从新的角度，去理解亚洲区内正在转变的贸易模式。首先，我们必须了解跨国企业设厂涉及那些考虑。在制订全球采购策略时，厂商主要考虑包括两方面：首先，是不同国家的制造成本比较；其次，是厂方对不同工序的可监控程度³。一般市场观点只着眼于成本比较，完全忽略产品质量监控的重要性。

对质量监控的忽略并未阻碍我们了解亚洲区内的贸易趋势。在1990年至2000年中期，区内厂商大多选择把生产流程分散在不同国家(亦被称为「垂直专业化」)。这结果与传统贸易理论中分工专业化的预测相同。有趣的是，垂直专业化的趋势在过去数年似乎有所逆转。就大部分亚洲经济体而言，外来材料附加值占出口货值比重持续攀升，直至在2000年代中期见顶后，该比率便开始下滑(表7)。该比率为衡量垂直专业化程度的重要指标，因为该比率越高，代表进口材料对出口货品越为重要。外来材料占比下降，即显示近年区内垂直专业化程度减退。这现象有悖于被普遍接受的观点，认为只要对外开放便可达到刺激贸易增长的目标，而毋须顾及经济体本身的发展阶段。

³ Offshoring and the Role of Trade Agreements, American Economic Review, 102(7): 3140-83, Antràs and Staiger (2012)



表 7: 外来材料所占附加值 (占出口货值比重)



资料来源: 经济合作与发展组织、恒生银行

仅着眼于劳动成本差距，往往会忽略亚洲贸易模式的其他重要特征。随着亚洲各国产业升级，买家需求更为严格，厂商必须满足相关的产品规格要求。在此阶段，厂商更重视对生产过程的质量监控，而非只考虑劳动成本高低。为了减低不确定性，厂商更倾向把工序集中于同一地点。这同时解释了为何亚洲区内出现 1) 垂直专业化程度下降和 2) 半制成品的贸易需求下降。我们相信，唯有理解区内厂商对强化生产过程监控的需求，方能更准确、全面掌握区内贸易的转变状况。

结语

受众多利好因素推动，以往亚洲贸易扩张的速度令人刮目相看，惜部份因素的支持作用正逐渐淡退。我们特别指出，由于厂商对生产过程监控要求较以往为高，区内垂直专业化程度减退的现象可能持续下去。区内贸易模式正发生结构性变化，亚洲各国未来数年的贸易增幅恐将逊于过往的平均水平。鉴于外贸形势不明朗，我们对今年香港经济前景仍持审慎态度。



香港经济统计数据

2015年3月

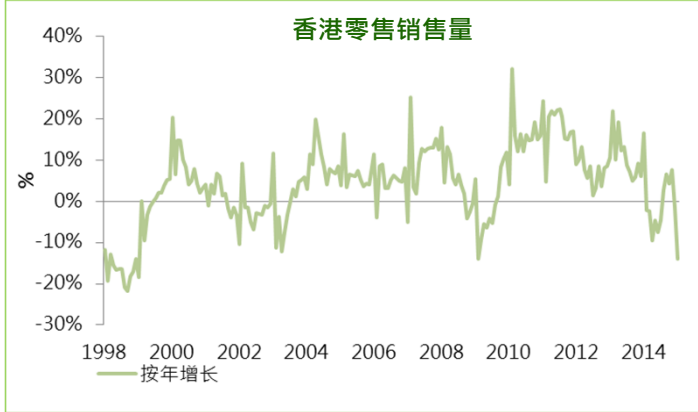
	本地生产总值		零售	零售	对外贸易					失业率	消费物价
	名义(10亿港元)	实质按年增长(%)	按年增长(%)	销售量按年增长(%)	整体出口		入口		贸易差额	%	按年增长(%)
					10亿港元	按年增长(%)	10亿港元	按年增长(%)			
2006年	1,503	7.0	7.2	5.7	2,461	9.4	2,600	11.6	-138.8	4.8	2.0
2007年	1,651	6.5	12.8	10.1	2,688	9.2	2,868	10.3	-180.5	4.0	2.0
2008年	1,707	2.1	10.6	5.0	2,824	5.1	3,025	5.5	-201.1	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	9.0	7.0	3,434	2.9	3,912	3.9	-478.0	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	2,246	2.3	-0.2	0.6	3,675	3.2	4,225	3.9	-550.0	3.2	4.4
2015年预测	2,360	2.6	5.0	4.0	3,859	5.0	4,479	6.0	-619.8	3.5	3.5
2016年预测	2,506	3.2	6.0	5.0	4,052	5.0	4,747	6.0	-695.5	3.7	4.0
2014年第1季	532	2.6	4.2	4.0	818	0.7	942	2.1	-124.0	3.1	4.1
第2季	522	1.8	-7.0	-7.2	901	4.8	1,042	4.6	-140.7	3.2	3.7
第3季	580	2.7	1.6	1.6	985	5.9	1,109	5.7	-124.0	3.3	4.8
第4季	612	2.2	0.2	3.5	971	1.2	1,133	3.3	-161.3	3.3	5.1
2014年1月	不适用	不适用	14.4	16.7	303	-0.4	323	-2.7	-20.0	3.1	4.6
2月	不适用	不适用	-2.2	-2.2	213	-1.3	267	6.8	-53.7	3.1	3.9
3月	不适用	不适用	-1.5	-2.5	302	3.4	352	3.2	-50.4	3.1	3.9
4月	不适用	不适用	-9.9	-9.6	286	-1.6	341	2.4	-55.3	3.1	3.7
5月	不适用	不适用	-3.9	-4.6	306	4.9	348	3.7	-42.4	3.1	3.7
6月	不适用	不适用	-6.9	-7.5	309	11.4	352	7.6	-43.1	3.2	3.6
7月	不适用	不适用	-3.2	-4.6	326	6.8	368	7.5	-42.1	3.3	4.0
8月	不适用	不适用	3.5	2.8	327	6.4	359	3.4	-31.5	3.3	3.9
9月	不适用	不适用	4.8	6.6	332	4.5	382	6.3	-50.4	3.3	6.6
10月	不适用	不适用	1.4	4.3	332	2.7	382	5.6	-49.8	3.3	5.2
11月	不适用	不适用	4.2	7.6	327	0.4	379	2.4	-52.2	3.3	5.1
12月	不适用	不适用	-4.0	-1.4	313	0.6	372	1.9	-59.3	3.3	4.9
2015年1月	不适用	不适用	-14.6	-13.9	312	2.8	349	7.9	-37.0	3.3	4.1
2月	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	3.3	4.6
年初至今	1,625	2.4	-14.6	-13.9	312	2.8	349	7.9	-37.0	3.3	4.4

	存款总额		人民币存款总额		贷款总额		货币供应	住宅物业	写字楼	抵港旅客	
	10亿港元	按年增长(%)	10亿人民币	按年增长(%)	10亿港元	按年增长(%)	(总M3)	价格指数	租金指数	千人	按年增长(%)
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年预测	11,182	11.0	不适用	不适用	8,149	12.0	12.0	0.0	0.0	66,315	9.0
2016年预测	12,468	11.5	不适用	不适用	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	5,481	10.1	698	25.1	6,098	14.7	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	13.5	4.4	16,180	12.1
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	3.9	4,747	10.2
10月	10,037	11.9	944	20.7	7,282	13.7	12.2	10.4	3.9	5,214	12.6
11月	10,075	11.1	974	17.8	7,287	12.8	11.2	11.9	4.2	5,300	15.7
12月	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.5	4.4	5,666	8.5
2015年1月	10,186	10.9	981	9.9	7,366	10.0	10.3	2.2	0.3	5,610	2.8
2月	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
年初至今	10,186	10.9	981	9.9	7,366	10.0	10.3	2.2	0.3	5,610	2.8

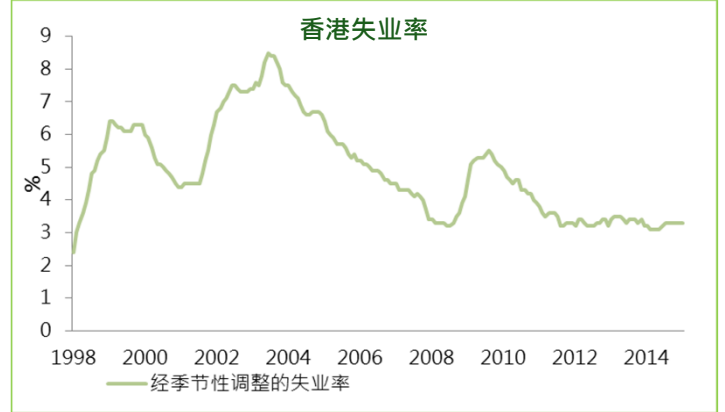
资料来源: 香港政府统计处, 金管局, 差饷物业估价署, 旅发局, CEIC, 恒生银行



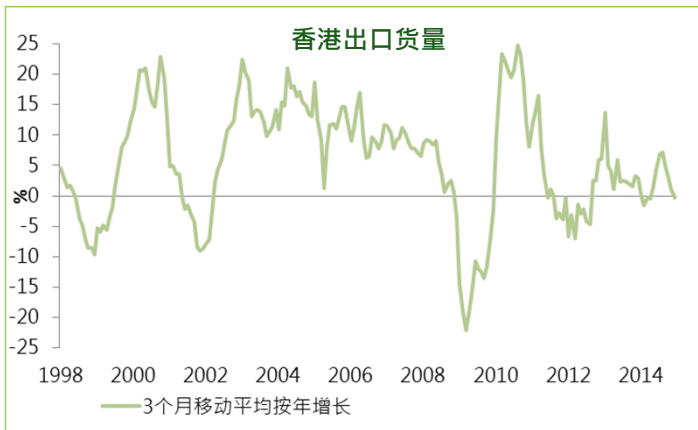
香港经济月报



资料来源：CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



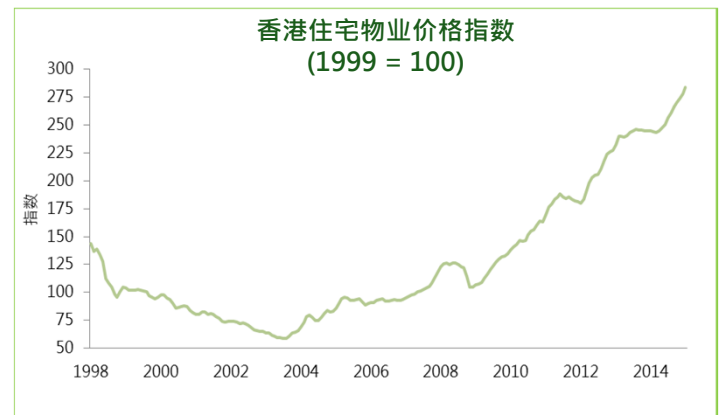
资料来源: CEIC, 恒生银行



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。