



## 香港经济月报

林俊泓, CFA

高级经济师

ryancwlam@hangseng.com

# 分析有关香港经济前景的三个问题

- 本期月报会就我们认为在未来12个月对香港经济具有重要影响的问题进行分析。
- 港元强势对香港经济增速有何影响? 我们相信其对香港经济增速的影响纵然难以忽视, 却非不能承受。平均而言, 港元实质汇率上升10%, 在一年内可令服务出口收缩4.4个百分点, 并令香港经济增长率减少0.4个百分点。
- 近月港股急升能否为经济增长带来所需的重要支持? 据我们的估算, 由此产生的财富效应未必如部份市场人士所想般显着。财富的分布状况可能削弱财富效应。这是因为持有较多股票的富裕家庭, 其边际消费倾向往往较低。
- 事实上, 市民对收入的预期更能左右消费走向。财富并非提振消费的直接原因, 惟财富变化反映了市民对收入预测的变化, 而后者却是提振消费的直接原因。惜近期资金重新流入港股与本地劳工收入前景并无直接关系。我们估计近期港股的强势仅可推动今年香港经济增长0.8个百分点。
- 年内零售销售货值会否大幅收缩? 我们预期今年香港零售销售额仍会录得1%的温和升幅。尽管内地政府已宣布对「一签多行」设限, 「一签多行」签注持有人仍能透过提高每程消费额, 以抵销访港次数受限的影响。同样重要的是, 过夜旅客数目增幅仍然理想。此外, 本地居民消费回升, 亦有助弥补内地旅客增长放缓的损失。

经济研究

2015年5月

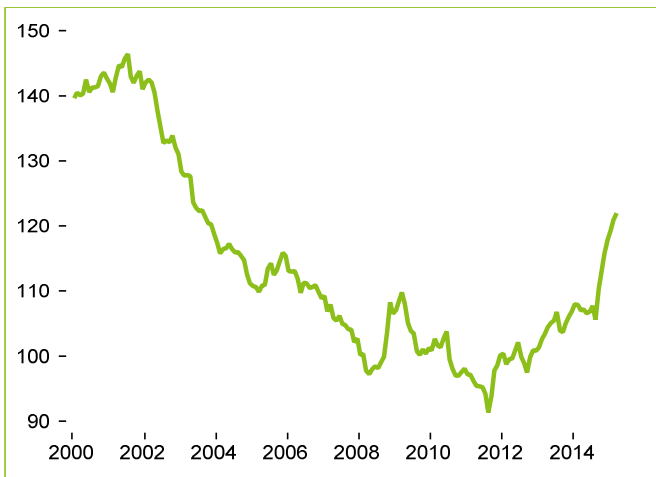


香港于2015年第1季的经济表现仍欠理想。季内本地生产总值升幅进一步放缓至2.1%，再次引发香港是否已陷入长期增长停滞期的讨论。本期月报会就几项我们认为在未来12个月对香港经济具重要影响的问题进行分析。

## 港元强势对经济增速有何影响？

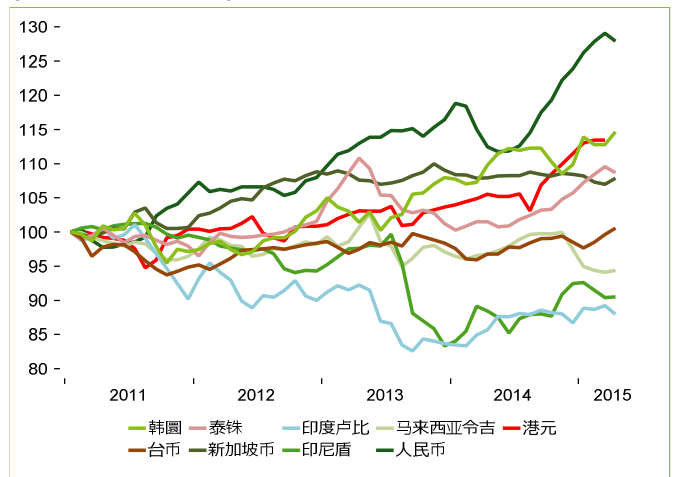
为了分析港元兑所有货币汇价变动的影响，我们把焦点集中于按贸易加权的港元实质有效汇率。港元自去年夏季触及低位后便保持强势，在过去1年升幅高达15.6%<sup>1</sup>，为亚洲区内表现最好的货币之一(表1及表2)。与此同时，市场人士亦对港元持续强势对经济的潜在影响更为关注。

表 1: 港元实质有效汇率



资料来源: 国际清算银行, Macrobond, 恒生银行

表 2: 亚洲货币实质有效汇率 (2011年1月为 100)



资料来源: 国际清算银行, Macrobond, 恒生银行

衡量货币升值的影响在概念上并不复杂，惟实际上如何量化有关影响却存在相当难度<sup>2</sup>。首先，研究者较难撇除高度相关因素之影响，如油价回落及新兴经济体需求冷却等。其次，贸易商品的进口强度(import intensity)也是决定汇率变化会否影响商品价格的重要因素。倘某商品进口强度较高，出口商可能因为货币升值减低了其进口成本而获得额外利润，并反映在出口价格之上。此外，出口商亦倾向调整自身利润，吸收货币升值的冲击。最后，出口订单中货币结算安排亦有影响。若华资厂商的出口订单选择以美元为结算货币，美元升值只会削减华资厂商的利润，而不会加重美国进口商的负担。

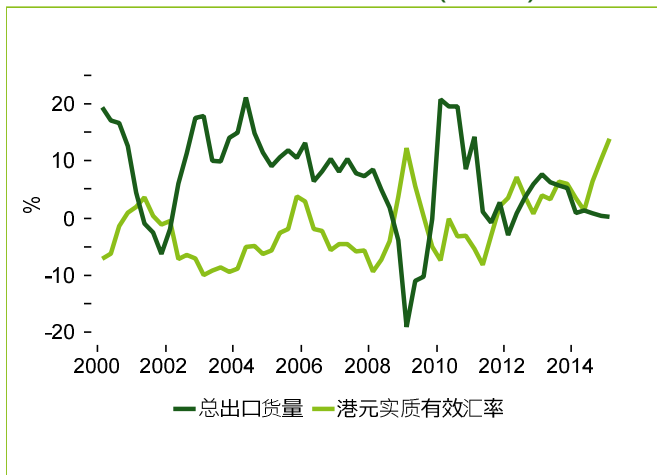
<sup>1</sup> 除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

<sup>2</sup> Amiti, Itskhoki, and Konings (2014), *Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect*, *American Economic Review*: Vol. 104(7): 1942-78



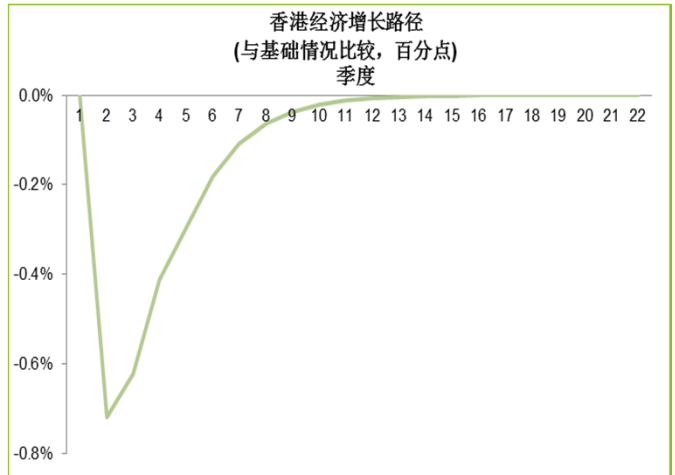
鉴于上述种种原因，我们不难理解为何香港出口货量与港元汇率走向似乎并无明显关系(表3)。为了掌握各因素的互相关系，我们改良了内部使用的一般均衡模型<sup>3</sup>，藉以判断港元汇率变化在一定时间内对出口表现的影响。在撇除了香港贸易伙伴需求变化的影响后，研究结果显示，港元实质有效汇率变化，对占了香港总出口额73%的商品转口贸易并甚影响。我们相信，其中一个原因是由于经香港转口的商品进口强度甚高，即使美元升值，转口商仍受益于进口材料价格下跌，导致出口表现与港元汇率走势脱钩这出人意表的结果。

表 3: 香港总出口货量及实质有效汇率 (% 按年)



资料来源: 国际清算银行, Macrobond, 恒生银行

表 4: 港元实质有效汇率升值10%之影响



资料来源: 恒生银行

不过，这并不代表香港经济表现完全不受港元汇率变化影响。我们发现，相较于商品贸易，汇率变化对服务贸易的影响要显著得多。平均而言，港元实质汇率上升10%，在1年内可令服务出口收缩4.4个百分点。香港金融管理局虽曾以不同模型进行分析，但其测算结果与我们的结果相近<sup>4</sup>。当然，港元走强不仅削弱了旅客访港的吸引力，连带本地居民的本地消费意欲亦可能下降。更全面的分析必须同时包括本地居民消费力外流的影响。计入各种影响，我们估算港元自去年夏季的累积升幅，将在1年内令香港经济增长率减少0.4个百分点(表4)。换言之，尽管港元升值对香港经济增速的影响难以忽视，但非不能承受。

### 近月港股急升能否为经济增长带来所需的重要支持？

内地投资者追捧估价较为吸引的港股，令资金大举涌入香港，带动港股全面造好，恒生指数在4月下旬创下七年新高。即使港股近日稍作调整，恒生指数今年至今升幅仍达17.4%(表5)。至4月底，港股市值首次突破30万亿港元，较2014年底高出20%(表6)。作简单换算的话，年内股市增值幅度高达香港本地生产总值的226%，望在庞

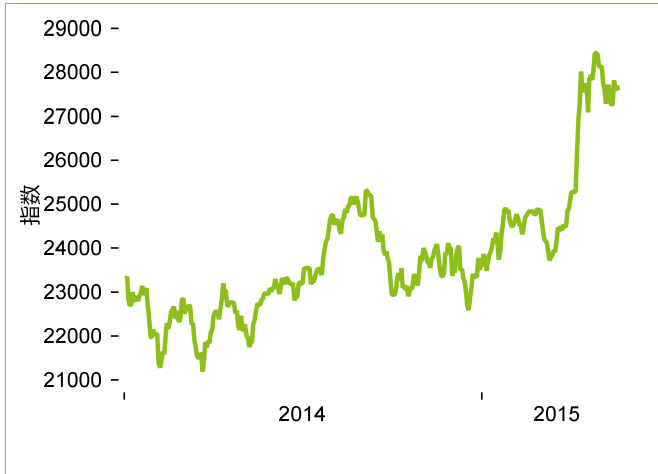
<sup>3</sup> Revised Small Forecasting Model For Hong Kong, HKMA Research Memorandum 13/2004, December 2004

<sup>4</sup> Hong Kong's Trade Patterns And Trade Elasticities, HKMA Working Papers 0618, March 2007



大财富效应的支持下，应可以令本地消费动力显著扩张。

表 5: 恒生指数



资料来源: Macrobond, 恒生银行

表 6: 在香港上市公司之总市值 (万亿港元)



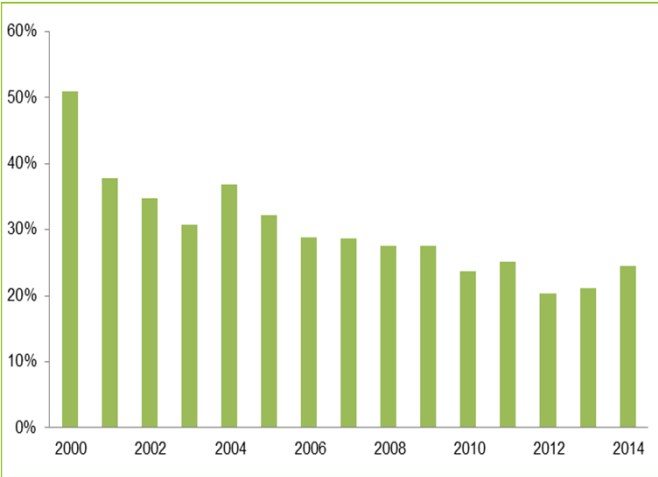
资料来源: Macrobond, 恒生银行

据我们推算，由此产生的财富效应未必如部份市场人士所想般显著。值得指出的是，本地家庭所持有股票的总值要远低于港股总市值。在2013/14年间，本地零售投资者只占香港股市总交易额的24.5%(表7)。而且，财富的分布状况可能削弱财富效应。这是因为持有较多股票的高收入家庭，其储蓄率往往较高，而边际消费倾向则相对较低。最后，市民对收入的预期更能左右消费走向。财富并非提振消费的直接原因，惟财富升跌反映了市民对收入预期的变化，而后者却是提振消费的直接原因。从此角度考虑，不难理解为何环球金融危机过后，香港居民的消费开支与股市表现同步攀升。这点却与目前状况截然不同，近期资金重新流入港股主要反映在港沪两地上市的企业估价存在差距，而与香港本地劳工收入前景改善并无直接关系。

惜目前有关港股涨升衍生的财富效应之研究寥寥可数。而在众多有关美国财富效应的研究文献中，一般得出结论是，当地市民愿意把财富增值部份的2%至3%用作消费。这些研究同时发现，当地居民更倾向把购买力在一定时间内持续释放。参考上述的研究结果，我们假设本地居民净财富每增值1港元，当季消费开支便会增加0.01港元，在未来一季消费开支增加0.005港元，在再接下来的两季消费开支则增加0.0025港元。表8显示了我们的测算结果。

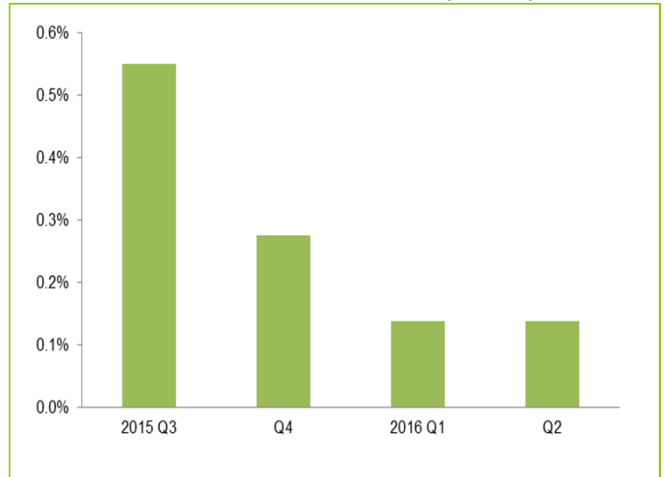


表 7: 本地零售投资者占香港股市总交易量比重 (%)



资料来源: 港交所, 恒生银行

表 8: 财富效应对香港经济增长之影响 (百分点)



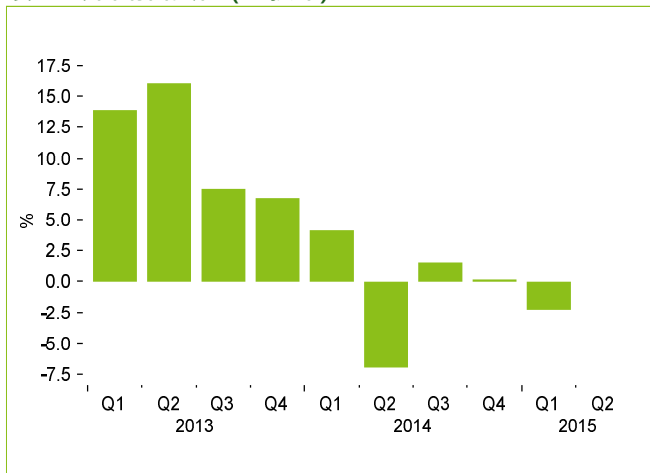
资料来源: 恒生银行

从上表中可以得出两个结论。首先，假设港股价值保持平稳，近期港股的强势估计可分别推高2015年香港私人消费及整体经济增长率1.3及0.8个百分点。其次，最近股市急升衍生的财富效应，可望在下半年为经济带来额外支持，有助抵御外围环境变化的冲击。换言之，即使我们认为未来数季香港私人消费增速加快，这并不意味着基础消费增长动力有所提升。总体而言，我们对本地居民的消费前景仍持较乐观评估。

## 零售销售额收缩恐难避免?

整体而言，香港零售市道在过去数季的表现令人失望。零售销售货值继在去年第4季仅录得0.2%的微弱升幅后，在今年首季更出现2.3%的跌幅(表9)。内地官方在4月份公布为「一签多行」设限后，市场信心更进一步受挫。

表 9: 零售销售货值 (% 按年)



资料来源: Macrobond, 恒生银行

表 10: 本地居民消费及旅客消费 (% 按年)



资料来源: CEIC, 恒生银行



在我们看来，本地居民与旅客消费动力趋同为2015年香港零售市场发展的主要特点之一(表10)。一直以来，内地旅客皆为香港零售市场的主要增长动力来源，但这局面已发生变化。虽然访港旅客数目持续增加，旅客人均消费能力却骤然倒退(表12)。另一方面，正如前文所述，受惠于财富效应，加上港府在新一份财政预算案中公布了总值340亿港元的纾困措施，本地居民消费力有望回升。

香港零售市场今后发展端视上述两股力量的净效果而定。迄今市场人士似乎只留意到不过夜旅客消费力下滑的负面影响。我们认为市场人士对零售业发展或过于悲观，因为新签证安排主要针对不过夜旅客，而过夜旅客消费需求仍然殷切。

表11及表12展示了我们对2015年及2016年香港零售市场发展的基本预测。为了让读者掌握本地居民及旅客对香港零售业发展之贡献，我们把零售数字再细化为来自本地居民及旅客消费两部分。尽管我们的预测有别于当前主流判断，但基于下列因素，我们预期今年香港零售销售额仍会录得1%的温和升幅：

- 持「一签多行」签注来港的深圳居民很可能透过提高每程消费额，以抵销访港次数受限的影响。此外，持有已批出「一签多行」签注的深圳居民仍可在1年期限届满前无限次访港，意味着新签证安排之影响在一年后方会全面浮现。若我们假设收紧「一签多行」导致年内访港旅客人数下跌100万，不过夜旅客之零售消费额亦只会下跌约1%。
- 同样重要的是，过夜旅客数目增幅仍然理想，在过去5年每年平均增加14.5%。再者，过夜旅客消费力较强，2014年其人均消费额达6,252港元，为不过夜旅客人均消费额的两倍多(表12)。据我们估算，去年过夜旅客总消费额达1,190亿港元，占访港内地旅客总消费额六成以上。只要香港能够吸引过夜旅客继续到访，来自内地旅客的消费额有望在2015年及2016年至少保持单位数增幅(表11)。
- 本地居民消费占了本地零售市场份额约58%，其消费动力回升，亦可部份弥补内地旅客增长放缓的损失。从我们的计算结果(表11)可以发现，去年零售销售额收缩的主要原因为本地居民消费大幅倒退。回顾当时的情况，负财富效应及政府缩减纾困措施均对本地居民消费信心造成打击。今年在正财富效应及政府增大纾困措施力度的支持下，这些因素在2015年可以为本地居民消费意欲带来正面支持，避免本地居民消费连续两年出现倒退。



表 11: 香港零售销售额

		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年 预测	2016年 预测
总零售销售	百万港元	324,968	405,733	445,498	494,449	493,238	497,834	517,838
	按年增幅	18.3%	24.9%	9.8%	11.0%	-0.2%	0.9%	4.0%
来自本地居民的零售销售	百万港元	215,377	272,160	287,367	305,104	284,355	298,573	310,516
	按年增幅	11.8%	26.4%	5.6%	6.2%	-6.8%	5.0%	4.0%
来自内地旅客的零售销售	百万港元	87,936	110,793	136,981	168,895	189,562	199,068	207,323
	按年增幅	32.0%	26.0%	23.6%	23.3%	12.2%	5.0%	4.1%

资料来源: CEIC, 恒生银行

表 12: 有关内地旅客消费状况的基本假设

		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年 预测	2016年 预测
过夜旅客	访港人次	11,678,035	13,599,768	15,110,372	17,089,509	19,077,014	20,317,020	21,637,626
	按年增幅	20.8%	16.5%	11.1%	13.1%	11.6%	6.5%	6.5%
	人均消费额	5,483港元	5,794港元	6,062港元	6,402港元	6,252港元	6,377港元	6,505港元
	按年增幅	8.6%	5.7%	4.6%	5.6%	-2.3%	2.0%	2.0%
不过夜旅客	访港人次	11,006,404	14,500,361	19,801,023	23,655,768	28,170,661	27,043,835	25,150,766
	按年增幅	32.7%	31.7%	36.6%	19.5%	19.1%	-4.0%	-7.0%
	人均消费额	2,172港元	2,207港元	2,292港元	2,515港元	2,495港元	2,570港元	2,647港元
	按年增幅	1.1%	1.6%	3.9%	9.7%	-0.8%	3.0%	3.0%

资料来源: CEIC, 恒生银行



香港经济统计数据

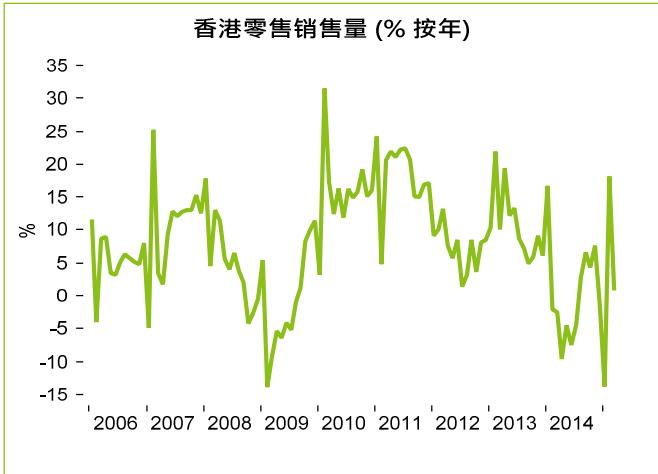
2015年5月

	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 (%)	销售额	销售量	整体出口		入口		贸易差额	%	按年增长 (%)
			按年增长 (%)	按年增长 (%)	10亿港元	按年增长 (%)	10亿港元	按年增长 (%)	10亿港元		
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	9.0	7.0	3,434	2.9	3,912	3.9	-478.0	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年预测	2,356	2.4	1.0	1.0	3,859	5.0	4,479	6.0	-619.8	3.5	3.5
2016年预测	2,471	3.0	4.0	3.0	4,052	5.0	4,747	6.0	-695.5	3.7	4.0
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	-14.5	-13.8	312	2.8	349	7.9	-37.0	3.3	4.1
2月	不适用	不适用	14.8	18.3	228	7.2	264	-0.9	-35.9	3.3	4.6
3月	不适用	不适用	-2.9	0.8	296	-1.8	342	-2.7	-46.2	3.3	4.5
4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	3.2	不适用
年初至今	572	2.1	-2.3	0.0	836	2.3	955	1.4	-119.1	3.3	4.4

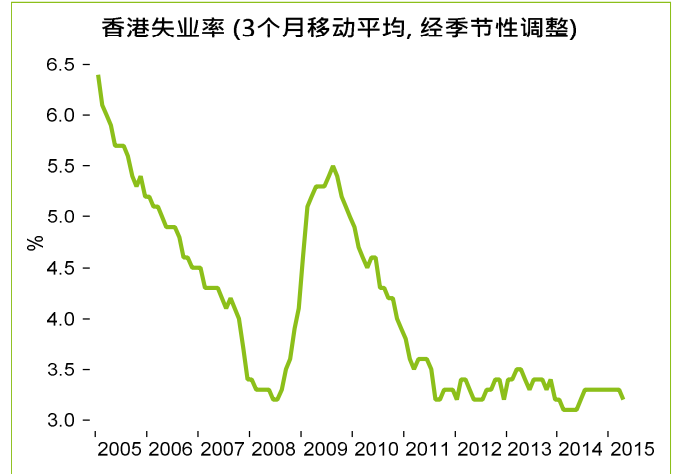
	存款总额		人民币存款总额		贷款总额		货币供应	住宅物业	写字楼	抵港旅客	
	10亿港元	按年增长 (%)	10亿人民币	按年增长 (%)	10亿港元	按年增长 (%)	(总M3)	价格指数	租金指数	千人	按年增长 (%)
2006年	4,757	17.0	23	3.6	2,468	6.7	15.5	4.1	15.0	25,251	8.1
2007年	5,869	23.4	33	42.7	2,962	20.0	20.6	25.7	14.6	28,169	11.6
2008年	6,060	3.2	56	67.8	3,284	10.9	2.6	-11.1	9.2	29,500	4.7
2009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
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
2015年第1季	10,406	13.2	952	0.7	7,627	11.7	11.9	4.7	1.4	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	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	11.8	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	10.4	2.3	0.3	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	11.9	4.7	1.4	4,405	-8.7
4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	10,406	13.2	952	0.7	7,627	11.7	11.9	4.7	1.4	15,421	4.9

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

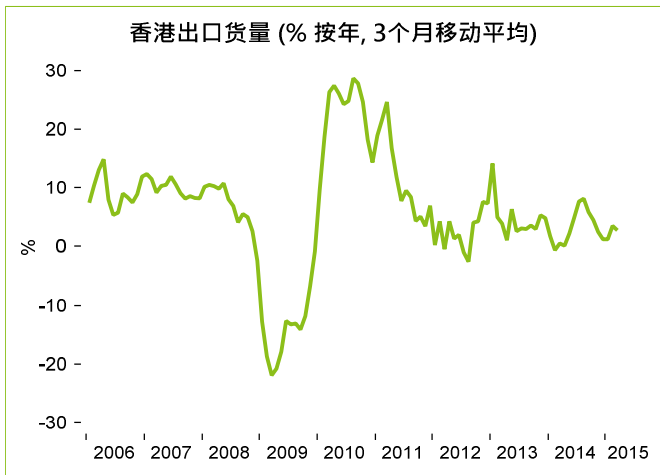




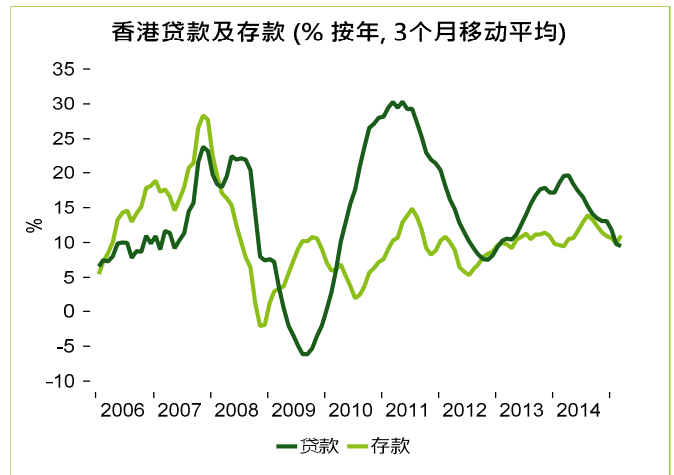
资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



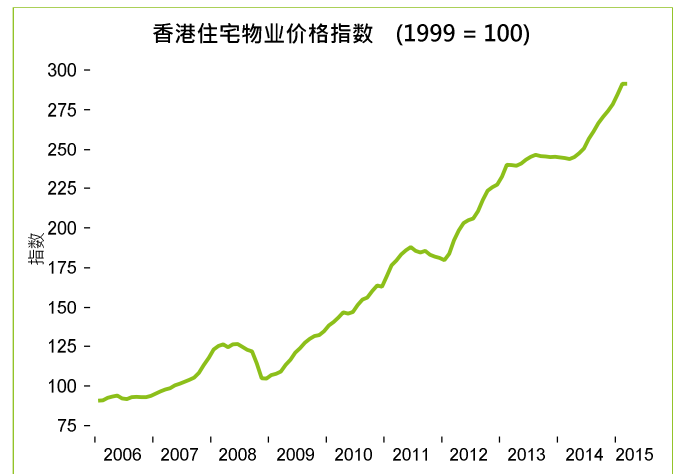
资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 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。