



恒生銀行  
HANG SENG BANK

## 香港经济月报

薛俊升

署理首席经济师

thomasshik@hangseng.com

# 人民币贬值与香港经济

- 假若近期人民币贬值的趋势持续，或对香港经济有正面的直接影响。
- 但这对香港经济的间接影响则较难估计。人民币贬值或有利本港对外贸易，导致香港经济增长加快。虽然来自内地的旅客或会减少消费，但 2014 年旅游服务的净输出仅占香港本地生产总值 5.6%。
- 然而，内地经济进一步放缓及近期股市调整，却为本港经济增添不明朗因素。
- 上述的不明朗因素为我们的预测带来下行风险，我们预计 2015 年香港经济增长为 2.5%。

经济研究

2015年9/10月



## 人民币贬值的影响

一直以来，人民币可于中国人民银行（「人行」）订定的中间价上下 2% 自由浮动。在 8 月 11 日，人行完善中间价的定价方式，改为参考前一日银行间外汇市场收市价来制定人民币中间价。在人行发出声明后，人民币兑美元于两日内急跌 3%。其后人行于 8 月 13 日指出人民币并无持续贬值的基础，人民币汇价才见回稳（表 1）。

### 对零售销售的影响

假若人民币贬值的趋势持续，香港向来自内地旅客出售的商品将会变得较为昂贵，这将不利于本港的零售业。今年首 7 个月，内地旅客占访港旅客总人次的 78%（表 2）。去年内地旅客访港消费金额亦占总旅客消费近 80%（表 3）。

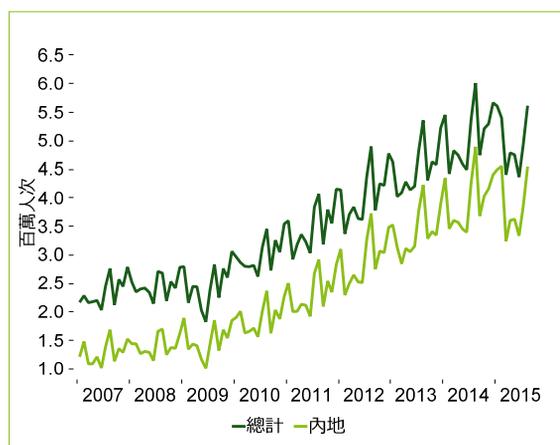
零售销售数据仅包括消费者在商品方面的开支，并不包括娱乐、交通等服务方面的开支。因此，零售销售包括旅客用于购物的消费，但不包括旅客用于娱乐、观光等方面的开支。我们的计算显示，2014 年被纳入零售销售的内地旅客消费占本港零售销售货额约 38%（表 4）。

表 1：人民币中间价及即期汇率



数据源：Macrobond，恒生银行

表 2：访港旅客人次



数据源：Macrobond，恒生银行



表 3 : 2014 年访港旅客消费

	百万港元	百万港元
不过夜旅客总消费		
总计 (1)	79,744	
内地 (2)	76,076	
% 占比	95%	
过夜旅客总消费		
总计 (3)	221,048	
内地 (4)	166,027	
% 占比	75%	
旅客总消费		
总计 (1) + (3)		300,792
内地 (2) + (4)		242,103
% 占比		80%

数据源：香港旅游发展局，恒生银行

表 4 : 2014 年内地旅客消费与零售销售

	百万港元	百万港元
零售销售货额		493,236
旅客总消费	300,792	
- 不过夜旅客总消费	79,744	
- 内地旅客消费	76,076	
- 购物消费 (包括在零售销售之内) (1)	70,293	
- 过夜旅客总消费	221,048	
- 内地旅客消费	166,027	
- 购物消费 (包括在零售销售之内) (2)	119,270	
内地旅客消费占零售销售货额 (1)+(2)		189,563
- % 占比		38%

数据源：香港旅游发展局，恒生银行



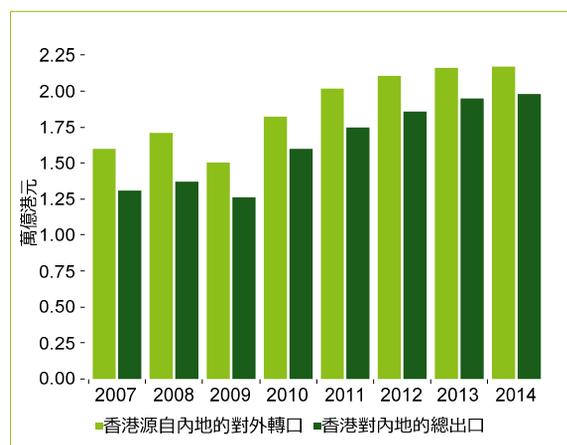
按此推算，假若人民币在人行 8 月 11 日公布的一年后下跌 5%，而内地访港旅客同时减少 5% 的消费，本港零售销售货额增长便会下降 1.9 个百分点。从这角度看，人民币贬值对香港经济的直接影响似乎不大，但是，内地旅客减少在港消费，或会导致本地居民消费信心减弱，连带亦会减少消费，而这间接影响的程度则较难准确估计。

### 对贸易的影响

人民币弱势持续亦可以透过贸易渠道影响本港经济。<sup>1</sup> 人民币贬值或增加内地对外的净出口，这会导致香港源自内地的对外转口增加，但本港对内地的产品出口及转口则下降。两者相抵的结果难料，但考虑到近年香港源自内地的对外转口金额大于本港对内地的总出口，人民币贬值对香港整体贸易带来正面影响的机会较高（表 5）。

假若计及香港源自内地的对外转口所产生的毛利率大于香港转口至内地的毛利率，则人民币贬值对香港整体贸易的经济效益或会更高。虽然未能取得近年的相关数据，但早年数据显示，香港源自内地的对外转口所产生的毛利率，一直为香港转口至内地的毛利率两倍或以上，因此我们估计现时这情况仍然持续（表 6）。

表 5：香港与内地之间的贸易



数据源：Macrobond，恒生银行

表 6：香港转口贸易毛利率（按来源地划分）



数据源：统计处，金管局，恒生银行

<sup>1</sup> 香港金融管理局，季报，2010年6月。

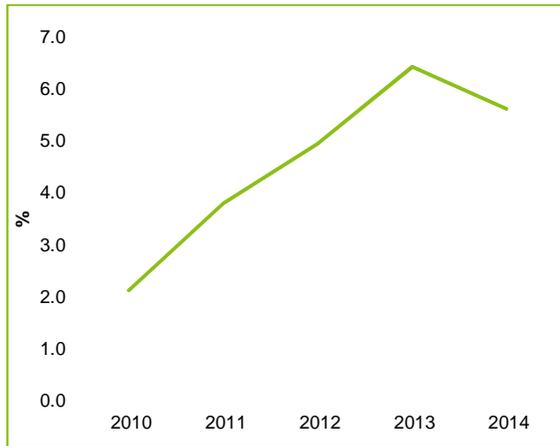


### 总结

人民币贬值有利于本港对外贸易但不利于零售销售。前者或会带动本地生产总值增长加快，但后者的影响却未可知，因为香港大部分的商品来自进口，换言之，人民币贬值会导致香港的零售销售及商品进口同样下跌。旅客消费是以旅游服务净输出的数额计入本地生产总值之中，而 2014 年有关项目仅占本地生产总值 5.6%（表 7）。因此，旅客消费由于人民币下跌而对本地生产总值所造成的影响可能有限。

总体而言，上述分析意味人民币贬值可为本港经济带来正面的直接影响，但我们同时强调其间接影响不易估算。譬如，内地访港旅客减少消费或同时削弱本地消费信心。另一方面，本地居民亦可能由于持有的人民币资产价值下挫而减少本地消费。

表 7：旅游服务净输出（占本地生产总值的百分比）



数据来源：Macrobond，恒生银行

### 香港经济前景

人行完善中间价定价方式后的一个月，每美元兑人民币仅于 6.37 至 6.40 之间窄幅上落，即人民币贬值幅度只约为 2.7 – 3.1%。考虑到短期内人民币大幅贬值的机会不高，人民币汇率的调整将不会对香港整体经济带来显著影响。

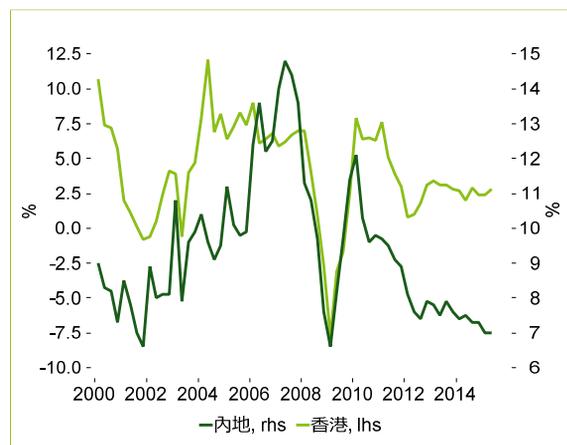
但另一方面，我们认为内地经济进一步放缓及近期股市下滑会增加香港经济的下行风险。



8 月份内地固定资产投资增长跌至 10.9% 的近年低位。鉴于近年香港经济周期与内地经济周期步伐接近（表 8），我们相信内地经济调整对本港经济的风险正在上升。

我们的计算显示，近年香港经济与内地经济的关联日趋紧密，甚至较与美国的关联程度更高，虽然这可能是由于周期性的因素或经济学上所谓的不规则变动（irregular variations）所致（表 9）<sup>2</sup>。但从其他迹象亦可见香港与内地的经济关系日益密切。内地占香港对外贸易的份额由 1998 年的 38% 升至目前的 50% 以上。同期，内地旅客占访港旅客总人次的百分比亦由大约 25% 升至 78%。此外，恒生中国企业指数的成交额亦由 3 年前占恒生指数的 61% 升至目前约 74%。

表 8：经济增长



数据源：Macrobond，恒生银行

表 9：经济关联程度（相关系数）

	香港与：	
	内地	美国
1998 – 2005	0.50	-0.07
2006 – 2015	0.68	0.48

数据源：CEIC，恒生银行

问题是内地经济放缓对香港经济的影响有多大。去年我们曾就此进行研究，指出内地经济增长减慢或会影响香港的对外贸易、物价及金融活动。研究的结果显示内地经济增长减少 0.2 至 0.7 个百分点或会导致香港经济增长放缓 0.3 至 0.5 个百分点，而对投资的影响亦会较消费或贸易为大（表 10）<sup>3</sup>。我们相信去年的研究结果仍然可作为现时的参考。

<sup>2</sup> 香港金融管理局，季报，2006 年 9 月。

<sup>3</sup> 恒生银行，香港经济月报，2014 年 4 月。



表 10：估算内地经济放缓对香港的影响

对香港的影响：	假设内地经济增长：	
	减少 0.2 个百分点	减少 0.7 个百分点
本地生产总值	- 0.3 百分点	- 0.5 百分点
私人消费	- 0.6 百分点	- 1.0 百分点
投资	- 1.6 百分点	- 2.8 百分点
总出口	- 1.4 百分点	- 2.4 百分点
通胀	- 0.5 百分点	- 1.0 百分点

数据源：恒生银行

近期本港股市下滑是香港经济下行风险增加的另一原因。恒生指数由 7 月初至今已下跌约 4,500 点，跌幅逾 17%。由于恒生指数普遍被视为香港经济的领先指标（表 11），指数下跌或导致居民财富减少，从而令居民的消费亦可能下降。

要估算股市下滑对财富的负面影响并不容易，但我们仍可从两个角度看这一课题。首先，内地股市上涨，带动上半年金融业产出上升 17.4%，亦普遍被视为内地上半年维持 7% 经济增长的主要原因。至于香港，金融及保险服务占本地生产总值约 16.4%。我们的计算显示，上半年金融及保险服务产出平均上升 6%，为本港上半年 2.6% 的经济增长贡献 1.1 个百分点。

上一次恒生指数跌幅逾 17% 约为 4 年前。当时恒生指数于 2011 年 8 至 9 月份下挫约 4,800 点，跌幅达 22%。在紧接的一个季度，即 2011 年第 4 季，金融及保险服务产出收缩 0.8%，拖累当季经济增长减慢 0.2 个百分点（表 12）。按此而论，今年第 3 或第 4 季，金融及保险服务对经济增长的贡献可能只有零甚或轻微负数。



表 11：经济增长与恒生指数



数据源：Macrobond，恒生银行

表 12：经济增长与金融及保险服务活动



数据源：Macrobond，恒生银行

其次，随着近期股市下滑，香港股市总市值由 7 月初至今已下跌约 4.7 万亿港元至 24 万亿港元。香港交易所现货市场交易研究调查及个人投资者调查显示，本地个人投资者为数约 226.5 万人，相当于香港成年人口的 36.4%，而 2013/2014 年本地个人投资者占香港股市成交份额约 20%（表 13、14）。按此推算，近期股市调整，本地个人投资者平均每人损失金额约 415,000 港元。相比目前每月家庭收入中位数 24,500 港元及 2014 年人均本地生产总值 311,000 港元，本地个人投资者人均损失金额并不低。

因应股市上的损失，未来数月本地个人投资者或会减少消费。或许更重要的是，当每三个人当中，多于一个减少消费，其余的人或会作出同样举措，整体消费可能下降，意味经济增长亦然。

### 结语

假若人民币持续贬值，这或有利于香港对外贸易但却不利于零售销售。总体上，人民币持续贬值对香港经济具有正面的直接影响，因为贸易增加会带动经济增长加快，即使零售销售下降，但香港的进口同样会下跌。



但人民币跌势持续对香港经济的间接影响则不易估算。考虑到人民币已经回稳，大幅贬值的机会不高，按理近期人民币汇率的调整难以对香港整体经济带来显著影响。不过，我们认为内地经济进一步放缓及近期本港股市下滑会增加香港经济的下行风险。我们早前的研究结果显示，内地经济增长减少 0.2 至 0.7 个百分点或会导致香港经济增长放缓 0.3 至 0.5 个百分点。香港金融及保险服务占本地生产总值约 16.4%，香港股市调整或意味今年第 3 或第 4 季金融及保险服务对经济增长的贡献可能只有零甚或轻微负数。股市下挫亦可能会削弱消费意欲。这些因素皆为我们 2015 年 2.5% 的香港经济增长预测带来下行风险。

表 13：股市交投占比（按投资者类别划分）

(2013 年 10 月至 2014 年 9 月)	%
海外机构投资者	33.8
本地机构投资者	24.4
本地个人投资者	20.5
交易所参与者本身的交易	16.4
海外个人投资者	4.9

数据源：Macrobond，恒生银行

表 14：本地个人投资者占本港成年人口的比重



数据源：Macrobond，恒生银行



#### 香港经济统计资料

2015年9月

	本地生产总值		零售销售		对外贸易					失业率 (经季节性调整)	通胀率
	名义 10亿港元	实质 按年(%)	货额 按年(%)	货量 按年(%)	出口		进口		贸易差额 10亿港元		
					10亿港元	按年(%)	10亿港元	按年(%)			
2010	1,776	6.8	18.3	15.5	3,033	22.7	3,368	25.0	-335.2	4.4	2.4
2011	1,934	4.8	24.9	18.4	3,341	10.2	3,768	11.9	-426.4	3.5	5.3
2012	2,037	1.7	9.8	7.2	3,437	2.9	3,915	3.9	-477.7	3.3	4.1
2013	2,139	3.1	11.0	10.6	3,562	3.6	4,065	3.8	-502.9	3.4	4.3
2014	2,256	2.5	-0.2	0.6	3,675	3.2	4,225	3.9	-550.0	3.2	4.4
<b>2015 预测</b>	<b>2,358</b>	<b>2.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>3,749</b>	<b>2.0</b>	<b>4,310</b>	<b>2.0</b>	<b>-561.0</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>
2014 第1季	536	2.7	4.2	4.7	818	0.7	942	2.1	-124.0	3.1	4.1
第2季	526	2.0	-7.0	-7.3	901	4.8	1,042	4.6	-140.7	3.2	3.7
第3季	581	2.9	1.6	1.4	985	5.9	1,109	5.7	-124.0	3.3	4.8
第4季	613	2.4	0.2	3.1	971	1.2	1,133	3.3	-161.3	3.3	5.1
2015 第1季	574	2.4	-2.3	0.0	836	2.3	955	1.4	-119.1	3.3	4.4
第2季	566	2.8	-0.9	3.9	883	-2.0	1,008	-3.2	-125.1	3.2	3.0
第3季	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2015 5月	NA	NA	-0.1	4.7	292	-4.6	332	-4.7	-40.1	3.2	3.0
6月	NA	NA	-0.4	4.3	300	-3.1	345	-2.0	-45.8	3.2	3.1
7月	NA	NA	-2.9	1.8	321	-1.6	349	-5.2	-28.4	3.3	2.5
8月	NA	NA	-5.4	-0.2	307	-6.1	332	-7.4	-25.1	3.3	2.4
9月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
年初至今	1,140	7.0	-2.2	1.5	2,348	-1.0	2,645	-2.4	-297.7	3.3	3.4

	存款总额		人民币存款总额		贷款总额		货币供应 (M3)	住宅物业价格指数		访港旅客人次	
	10亿港元	按年(%)	10亿人民币	按年(%)	10亿港元	按年(%)	按年(%)	指数	年初至今 (%)	'000	按年(%)
2010	6,862	7.5	315	402.1	4,228	28.6	8.0	163.0	21.0	36,030	21.8
2011	7,591	10.6	589	86.9	5,081	20.2	12.9	181.1	11.1	41,921	16.4
2012	8,296	9.3	603	2.5	5,567	9.6	11.0	227.6	25.7	48,615	16.0
2013	9,180	10.7	861	42.7	6,457	16.0	12.4	245.1	7.7	54,299	11.7
2014	10,073	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	278.3	13.5	60,839	12.0
2014 第1季	9,189	10.0	945	41.4	6,826	19.0	12.2	243.7	-0.6	14,698	15.3
第2季	9,612	13.3	926	32.7	7,074	16.0	15.0	250.3	2.1	13,831	9.6
第3季	9,920	11.4	945	29.4	7,210	12.7	12.3	266.3	8.6	16,130	11.2
第4季	10,073	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	278.3	13.5	16,180	12.1
2015 第1季	10,403	13.2	952	0.7	7,627	11.7	11.8	291.5	4.7	15,421	4.9
第2季	10,552	9.8	993	7.2	7,676	8.5	7.9	301.1	8.2	13,907	0.5
第3季	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2015 5月	10,562	10.9	972	1.7	7,471	7.3	9.1	298.7	7.3	4,756	3.6
6月	10,552	9.8	993	7.2	7,676	8.5	7.9	301.1	8.2	4,361	-2.9
7月	10,534	7.0	994	6.1	7,630	6.9	5.0	303.6	9.1	4,923	-8.4
8月	10,662	8.2	979	4.5	7,597	6.4	5.9	NA	NA	5,615	-6.6
9月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
年初至今	10,662	8.2	979	4.5	7,597	6.4	5.9	303.6	9.1	39,866	-0.1

NA: 不详; (A)= 实际数字; (F)= 恒生预测数字; yoy= 按年变幅; ytd= 累计年初至今变幅  
 数据来源: 统计处, 金管局, 差饷物业估价署, 香港旅游发展局, Macrobond, CEIC, 恒生银行



香港经济月报



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：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。