



香港经济月报

黄咏诗

高级经济师

jackitwswong@hangseng.com

薛俊升

署理首席经济师

thomasshik@hangseng.com

香港经济的挑战与展望

- 由于美国货币政策回复正常化的时间和步伐存在不确定性，加上内地经济持续进行结构性改革，令增长前景不明朗，都为外围经济环境增添挑战。
- 预期外围环境欠佳会增加环球市场波动，借贷成本亦将稍为提高，而外贸需求将进一步疲弱。
- 这些因素都令外部需求放缓，并减少内部需求反弹带来的利好影响。因此，我们下调香港2015年全年经济增长预测至2.3%，并预料下行风险仍持续。
- 展望明年，香港经济增长的速度大致与2015年相若，周期性的不利因素可能会持续到明年初。



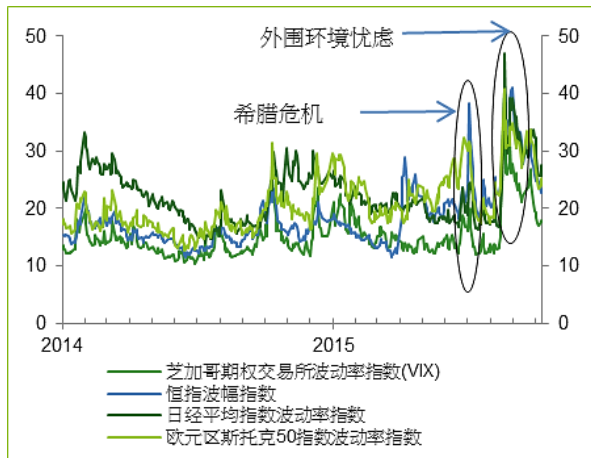
香港经济的挑战与展望

2015年上半年，香港经济有温和增长，实质本地生产总值录得2.6%的按年增幅，主要由内部需求所带动，并抵销了外部需求疲弱带来的影响。

今年7月，希腊危机又再令投资者关注，加上市场对美国及内地经济的忧虑，令环球市场的波动性大幅上升。表1显示环球金融市场波幅指数在2015年第三季大幅飙升，所幸是在第三季数据发表后，指数已有轻微回落趋势。

香港最新发布的经济统计数据显示今年下半年的增长前景可能稍逊预期（表2）。第三季的零售销售无论是货额或货量，平均表现均较上半年差。同时，对外商品贸易的出口及进口于第三季持续下跌，跌幅比上半年为大。此外，作为香港领先商业景气指标的日经香港采购经理指数¹（PMI），其第三季的平均值继续低于50水平，并进一步下跌，显示香港经济活动出现放缓迹象。

表 1：环球金融市场波幅指数



数据源：彭博

表 2：香港每月经济指标

	上半年 (平均值)	7月	8月	9月
零售销售：货量 (按年变动百分率)	2.8%	1.8%	-0.1%	-3.1%
零售销售：货额 (按年变动百分率)	-0.9%	-2.9%	-5.4%	-6.4%
对外商品贸易：出口 (按年变动百分率)	0.4%	-1.6%	-6.1%	-4.6%
对外商品贸易：进口 (按年变动百分率)	-0.9%	-5.2%	-7.4%	-7.6%
日经采购经理指数 (经季节性调整)	49.2	48.2	44.4	45.7

数据源：政府统计处，彭博，CEIC，恒生银行

¹ 日经香港采购经理指数每月向逾 300 家公司的采购主管发出问卷，然后根据回收的资料编制指数。指数高于 50，表明整体上升；低于 50，则表明整体下降；而 50 则表示整体不变。



挑战

目前香港的经济阻力主要受外围因素影响，包括美国货币政策回复正常化的时间和步伐存在不确定性，以及内地经济增长放缓。

美国货币政策正常化

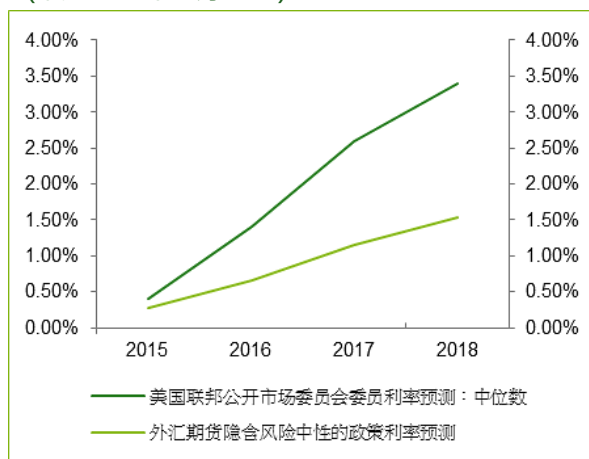
美国货币政策回复正常化的时间和步伐仍然不明朗。美国联邦储备局（联储局）联邦公开市场委员会成员对于美国何时开始加息周期的看法存在分歧，部分成员曾在公开表示联储局可能于今年内加息，但部分则说可能推迟到会明年才加息。市场投资者倾向认为后者的机会略高。联邦公开市场委员会在10月27至28日货币政策会议后，利率期货市场对2015年12月15至16日会议议息结果维持不变的隐含风险中性概率为50%，而2016年1月26至27日会议议息结果维持不变的概率则只有43%（表3）。这表示市场投资者认为联储局有一半机会于2015年继续维持现时为0至0.25%的联邦基金利率目标范围不变，而有57%机会联邦公开市场委员会在明年初1月26至27日首次会议后才开始加息。

表 3：外汇期货的隐含风险中性概率
(截至2015年10月30日)

联邦公开市场委员会会议时间	外汇期货对议息结果维持不变的隐含风险中性概率
2015年12月15至16日	50.0%
2016年1月26至27日	43.0%
2016年3月15至16日	28.4%
2016年4月26至27日	25.0%
2016年6月14至15日	16.5%

数据源：彭博

表 4：市场与联邦公开市场委员会的政策利率预期对比
(截至2015年10月30日)



数据源：联邦公开市场委员会，彭博

联储局成员和市场投资者不仅对加息时间的预期存在分歧，对货币政策正常化的速度亦有不同看法（表4）。倘若市场投资者重新评估美国的经济增长和通胀前景，并对预测调高，将会触发新一轮环球市场波动²。

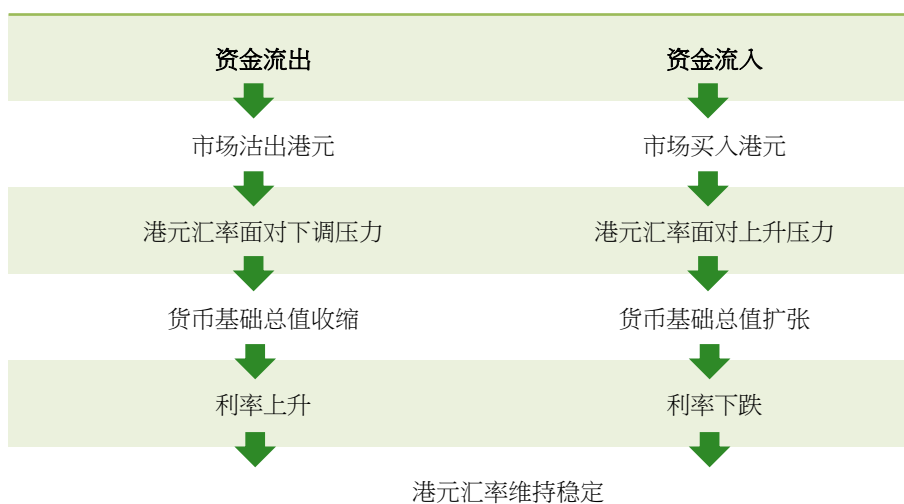
² 世界银行集团. 2015. *Global Economic Prospects, June 2015: The Global Economy in Transition*. Washington, DC: World Bank. doi: 10.1596/978-1-4648-0483-0. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO (官方只有英文版本)



鉴于香港的联系汇率制度将港元以7.80港元兑1美元的汇率与美元挂钩，并可在兑换范围³内浮动，故美国加息，除了有机会增加环球市场波动的风险外，更会直接从资本流动和借贷成本两方面影响香港。

在联系汇率制度下，利率随市场的供求而改变。当联储局宣布加息，资金将因为美国与香港的利息差异而从香港流出，从而对港元资产的需求下降。当港元汇率走弱至7.85港元兑1美元的弱方兑换保证，香港金融管理局（金管局）将从银行买入港元，此举将导致基础货币总值收缩，香港利率最终会因而上升（表5），令借贷成本增加。

表5：联系汇率制度的利率调节机制



数据源：香港金融管理局

从美国过去加息周期来看，香港一个月期银行同业拆息利率（HIBOR）和联邦基金利率目标范围的中间点有非常密切的关系（表6）。

截至2015年10月，金管局基础货币总值已积累至15,790亿港元，其中总结余⁴更创历史新高至4,244亿港元（表7）。这显示香港银行同业市场的资金现时非常充裕，从联系汇率制度的利率调节机制及历史数据看来，香港银行同业拆息尤其是短期拆息跟随美国加息的步伐可能会有所推迟。

³ 香港金融管理局在2005年5月18日推出强方兑换保证，在7.75的水平向持牌银行买入美元，并宣布将现行金管局在7.80水平出售美元予持牌银行的弱方兑换保证移至7.85的水平。兑换范围在强方及弱方兑换保证之间，并在中心汇率每美元兑7.80港元左右。

⁴ 总结余即持牌银行在金管局的结算户口结余总额。在规范化的货币发行局制度下，总结余会因应资金流入及流出港元而增加或减少。

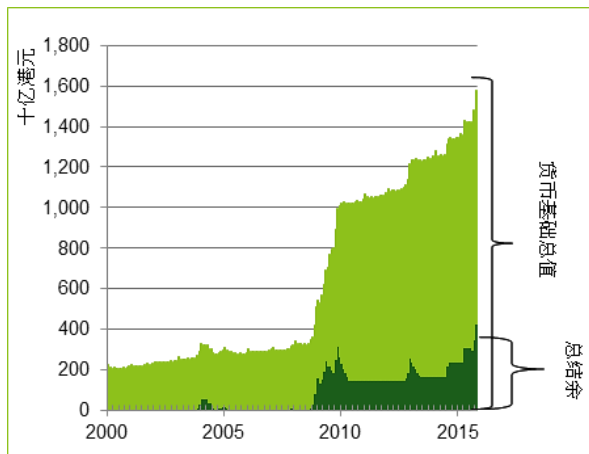


表 6：香港银行同业拆息与联邦基金目标利率



数据源：彭博

表 7：香港货币基础总值



数据源：香港金融管理局

据此，我们预期香港的借贷成本将在明年慢慢地逐步上升。若外部需求持续疲弱或内部需求增长放缓，借贷成本上升及资金外流将导致银行收紧信贷，令香港这个小型开放经济体明年的经济增长面对下行压力。

内地经济增长放缓

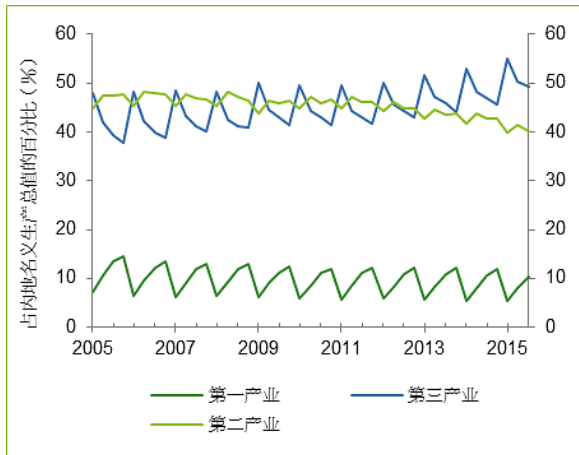
随着内地政府继续推行结构性改革，内地经济增长放缓的迹象逐渐浮现。长远而言，内地政府所推行的改革措施，例如经济转型升级至由第三产业（即消费和服务行业）所驱动、推动人民币国际化、加快开放资本账目、深化国有企业改革来提高营运效率及资产配置效益等，将可引领内地走向一个稳定而可持续发展的经济道路。

最新公布的2015年第三季内地本地生产总值数据显示，第三产业占名义本地生产总值的百分比稳步上升（表8），可见其经济增长模式的转型已经开始渐入佳境。今年首九个月第三产业占名义本地生产总值为51.4%，较去年同期的49.1%为高，并远高于十年前同期的43.1%。反观，第二产业占名义本地生产总值的百分比在今年首九个月为40.6%，稍低于去年的42.7%，亦远逊于十年前的47.3%。

此外，内地利率改革的速度近期显着加快，已步上一个更为市场化的利率体制崭新时代。今年8月25日，中国人民银行（央行）宣布取消一年期以上定期存款利率浮动上限。另外，10月下旬时，央行宣布全面取消存款利率上限⁵，即央行对商业银行、农村合作金融机构、村镇银行、财务公司等金融机构不再硬性规定存款利率。央行解释现时市场利率呈下行趋势，为取消存款利率上限提供了较好的外部环境和时间窗口。

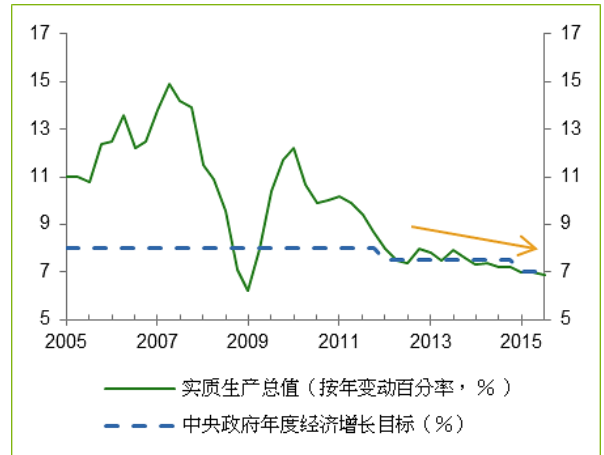


表 8：内地各产业占国内名义生产总值的百分比



数据源：CEIC

表 9：内地经济增长与政府经济增长目标的对比



数据源：CEIC

尽管存款利率上限已取消，央行仍将会在一段时期内继续公布存贷款基准利率。最终，央行将以短期回购利率和常备借贷便利 (SLF) 利率来引导短期市场利率，而中长期市场利率则以中期借贷便利 (MLF)、抵押补充贷款 (PSL) 等工具来引导。

从内地政府推行结构性改革的深度及广度来看，其经济增长速度将可能放缓是不难理解的 (表9)。过去，内地经济不但录得双位数的平均增速，并远高于政府经济增长目标。展望中短期，相对「温和」的6%至7%经济增长将可能成为新「常态」，而政府可能为经济增长设定一个「软目标」，即以相对宽松态度来对待或以一个范围来表示，从而为改革带来更大空间。

由于香港与内地商业经贸合作愈趋紧密，内地的经济「震荡」将会为香港经济带来一定的影响。

香港金管局在一份专题中研究香港的经济增长与中国内地及美国的同步程度⁶，其结果或有助评估内地的经济「震荡」为香港经济带来的影响程度。专题分析了香港经济周期及趋势如何受内地经济震荡所影响，以及有关影响如何随着时间演变。

⁵ 根据同一份新闻稿，央行还宣布降息25个基点，将从2015年10月24日起，1年期贷款利率由为4.60%降至4.35%，而1年期存款利率则由1.75%减至1.50%，亦宣布下调金融机构人民币存款准备金率 (即RRR) 0.5个百分点，而对支持「三农」和小微企业并符合标准的金融机构再额外降低存款准备金率0.5个百分点。

央行出台政策的新闻稿 (2015年10月23日): <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2968725/index.html>

央行就出台政策答问的新闻稿1 (2015年10月23日): <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2968751/index.html>

央行就出台政策答问的新闻稿2 (2015年10月26日): <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2968759/index.html>



研究发现在2003年第4季至2013年第2季期间，内地经济震荡对香港周期性波动在一个季度中只有8.6%的影响，而在四个季度中亦只有18.0%的影响。长远来看，内地的经济持续震荡对香港五年趋势波幅的影响为65.3%。换句话说，该研究结果显示，内地经济震荡对香港短期经济波动的影响相对温和，而中长期的影响较为显著。

综合上述研究结果及上一期月报的估算⁷，我们预计内地经济增长放缓对香港的影响将不会在中短期内构成重大威胁。再者，倘若内地成功实施经济转型及改革，经济将可持续及稳定地增长，对香港长远的经济发展更为有利。

挑战的启示

总括而言，当前外围经济的不利因素主要带来三个启示：

- (1) 美国联邦公开市场委员会和市场投资者对加息时间及步伐的预期存在分歧，加上市场普遍担忧内地经济前景，将可能加剧环球市场波动。
- (2) 美国一旦加息及香港的联系汇率制度将令香港的借贷成本轻微增加。
- (3) 尽管美国经济逐渐复苏，可是其进口需求模式的改变⁸，将使外部需求回升乏力。同时，内地工业产能持续过剩⁹及经济增长放缓，将可能进一步拖累外部需求。

⁶ 香港金融管理局，*货币与金融稳定情况半年度报告*，2014年9月

⁷ 恒生银行，*香港经济月报*，2015年9/10月

⁸ 香港金融管理局，*货币与金融稳定情况半年度报告*·专题2 在美国进口需求模式改变下的亚洲地区的出口表现，2015年3月

⁹ 中国生产者物价指数，即是工业品出厂价格，在今年10月已连续下跌了44个月。

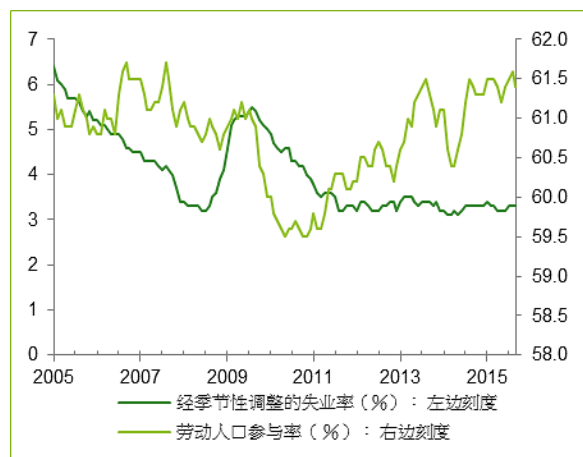


香港经济展望

今年下半年，香港经济增长将较预期温和。美国及内地的不明朗因素已经拖累外部需求，短期内将难见起色。

内部需求的增长虽然将稍为放缓，可幸的是劳工市场稳定（表10）、通胀温和（表11）及基础设施的投资将继续支持内部需求成为香港经济增长的主要动力。香港通胀继续缓和，由第二季的3.0%回落至第三季的2.3%。同时，劳工市场仍然紧张，经季节性调整的失业率由第二季的3.2%微升至第三季的3.3%，而劳动人口参与率则继续稳定，由第二季的61.3%微升至第三季的61.5%。

表 10：香港劳工市场



数据源：CEIC

表 11：香港消费物价指数



数据源：CEIC

由于外部需求受国际不利因素的影响比预期大，并减少了内部需求反弹带来的利好影响。我们因此将香港2015年全年经济增长预测由2.5%下调至2.3%，并预料下行风险仍持续。

展望2016年，香港经济增长将与2015年增长速度大致相若，周期性的不利因素将可能会持续到明年初。



	本地生产总值		零售销售		对外商品贸易					失业率 (经季节性 调整, 平均值)	通胀率 (平均值)
	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	15.4	3,033	22.7	3,368	25.0	-335	4.4	2.3
2011	1,934	4.8	24.9	18.4	3,341	10.2	3,767	11.9	-426	3.5	5.3
2012	2,037	1.7	9.8	7.2	3,437	2.9	3,915	3.9	-478	3.3	4.1
2013	2,139	3.1	11.0	10.6	3,562	3.6	4,065	3.8	-503	3.4	4.3
2014	2,256	2.5	-0.2	0.6	3,675	3.2	4,225	3.9	-550	3.2	4.4
2015 预测	NA	2.3	-3.2	0.3	3,610	-1.8	4,057	-4.0	-447	3.3	3.0
2016 预测	NA	2.4	0.2	1.5	3,683	2.0	4,137.1	2.0	-454	3.7	2.5
2014 第1季	536	2.7	4.2	4.7	818	0.7	942	2.1	-124	3.1	4.1
第2季	526	2.0	-7.0	-7.3	901	4.8	1,042	4.6	-141	3.2	3.7
第3季	581	2.9	1.6	1.4	985	5.9	1,109	5.7	-124	3.3	4.8
第4季	613	2.4	0.2	3.1	971	1.2	1,133	3.3	-161	3.3	5.1
2015 第1季	574	2.4	-2.3	0.0	836	2.3	955	1.4	-119	3.3	4.4
第2季	566	2.8	-0.9	3.9	883	-2.0	1,008	-3.2	-125	3.2	3.0
第3季	NA	NA	-4.8	-0.5	945	-4.1	1,035	-6.7	-90	3.3	2.3
2015 5月	NA	NA	-0.1	4.7	292	-4.6	332	-4.7	-40	3.2	3.0
6月	NA	NA	-0.4	4.4	300	-3.1	345	-2.0	-46	3.2	3.1
7月	NA	NA	-2.9	1.8	321	-1.6	349	-5.2	-28	3.3	2.5
8月	NA	NA	-5.3	-0.1	307	-6.1	332	-7.4	-25	3.3	2.4
9月	NA	NA	-6.4	-3.2	317	-4.6	353	-7.6	-36	3.3	2.0
年初至今	1,140	2.6	-2.7	1.0	2,664	-1.5	2,999	-3.1	-334	3.3	3.2

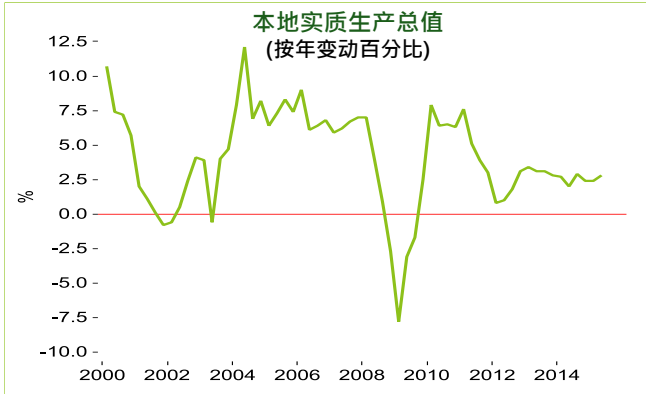
	存款总额 (期末)		人民币存款总额 (期末)		贷款总额 (期末)		货币供应 (M3, 期末)	住宅物业价格指数 (期末)		访港旅客人次	
	10亿港元	按年(%)	10亿人民币	按年(%)	10亿港元	按年(%)	按年(%)	指数	年初至今 (%)	'000	按年(%)
2010	6,862	7.5	315	402.1	4,228	28.6	8.0	163.0	21.0	36,030	21.8
2011	7,591	10.6	589	86.9	5,081	20.2	12.9	181.1	11.1	41,921	16.4
2012	8,296	9.3	603	2.5	5,567	9.6	11.0	227.6	25.7	48,615	16.0
2013	9,180	10.7	860	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	944	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	301.3	8.3	13,907	0.5
第3季	10,659	7.5	895	-5.2	7,560	4.9	4.9	305.9	9.9	15,097	-6.4
2015 5月	10,562	10.9	972	1.7	7,471	7.3	9.1	298.8	7.4	4,756	3.6
6月	10,552	9.8	993	7.2	7,676	8.5	7.9	301.3	8.3	4,361	-2.9
7月	10,534	7.0	994	6.1	7,630	6.9	5.0	304.0	9.2	4,923	-8.4
8月	10,662	8.2	979	4.5	7,597	6.4	5.9	305.2	9.7	5,615	-6.6
9月	10,659	7.5	895	-5.2	7,560	4.9	4.9	305.9	9.9	4,559	-4.0
年初至今	10,659	7.5	895	-5.2	7,560	4.9	4.9	305.2	9.7	44,424	-0.5

NA: 不详

数据来源: 政府统计处, 香港金融管理局, 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



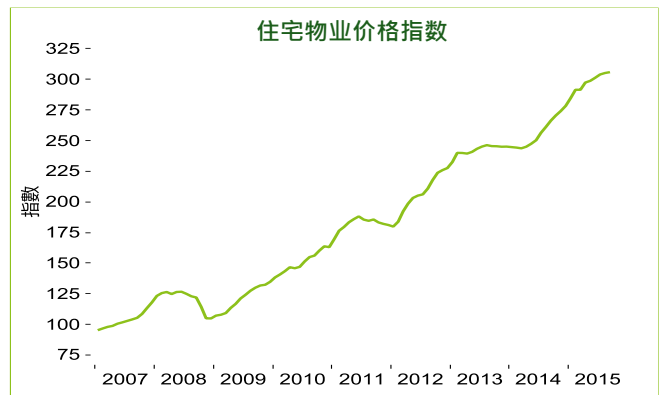
数据源：Macrobond, 恒生银行



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。