



恒生銀行
HANG SENG BANK

香港经济月报

黄咏诗

高级经济师

jackitwswong@hangseng.com

如何解读这个惊涛骇浪的一月？

- 今年年初，国际原油生产国未能就减产问题达成共识，加上环球股票特别是中国内地股票遭大幅抛售，以致环球金融市场表现异常动荡。
- 油价若因供应变化而下挫则利好香港，不但可推动经济增长，亦可减少通胀压力。
- 但另一方面，环球金融市场大幅波动，则可能使商业景气及消费信心转弱，因而令香港经济前景蒙上阴影。
- 鉴于外围环境存在极大的不确定性，一月的惊涛骇浪可能正暗示2016年的经济增长或会逊于2015年。虽然我们现时对香港2016年全年经济增长预测为2.4%，但下行风险正在增加。

经济研究

2016年1/2月

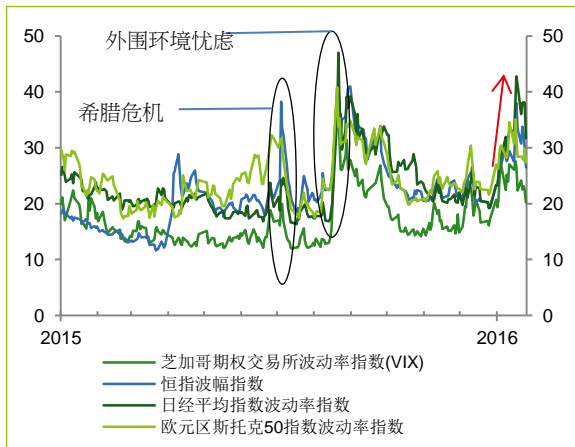


如何解读这个惊涛骇浪的一月？

去年7月，希腊危机令投资者关注，而市场对美国及内地经济的忧虑则于第三季浮现，触发环球金融市场两次大幅波动。2016年开始不足一个月，国际原油生产国未能就减产问题达成共识，加上环球股票特别是中国内地股票遭大幅抛售，以致环球金融市场表现再次异常动荡（表1）。

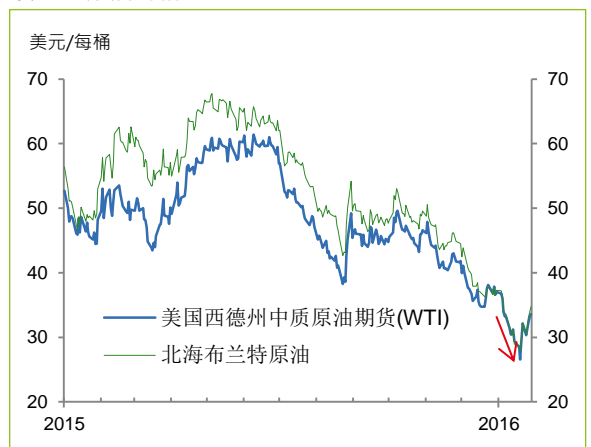
石油输出国家组织（OPEC）及非成员产油国未能就原油减产问题达成共识，导致国际原油价格自今年初以来大幅下跌。此外，国际原子能机构（IAEA）在1月16日发表报告，确认伊朗已完成了准备工作，履行与六国之间达成的核协议¹。联合国安全理事会、欧盟及美国随即宣布解除对伊朗的相关经济制裁²。伊朗在2012年受经济制裁前，曾是OPEC的第二大产油成员国。解除相关制裁令伊朗可以逐渐恢复产油，市场忧虑其生产过剩而令油价下跌（表2）。

表 1：环球金融市场波动率指数



资料来源：彭博

表 2：原油价格



资料来源：彭博

与此同时，内地股票市场大幅下挫，在2016年首个交易周已先后两次触发了新实施的熔断机制³。随后，内地三间交易所（上海证券交易所、深圳证券交易所及中国金融期货交易所）于1月7日联合宣布已获中国证券监督管理委员会批准暂停实施熔断

¹国际原子能机构总干事关于伊朗的新闻稿（2016年1月16日）- 只有英文版本：

<https://www.iaea.org/newscenter/news/iaea-director-general%E2%80%99s-statement-iran>

²相关新闻稿：

• 联合国安全理事会（2016年1月16日）- 只有英文版本： <http://www.un.org/en/sc>

• 欧盟理事会（2016年1月16日）- 只有英文版本： <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/01/16-iran-council-lifts-all-nuclear-related-eu-sanctions>

• 美国国务院（2016年1月16日）- 只有英文版本： <http://www.state.gov/secretary/remarks/2016/01/251332.htm>

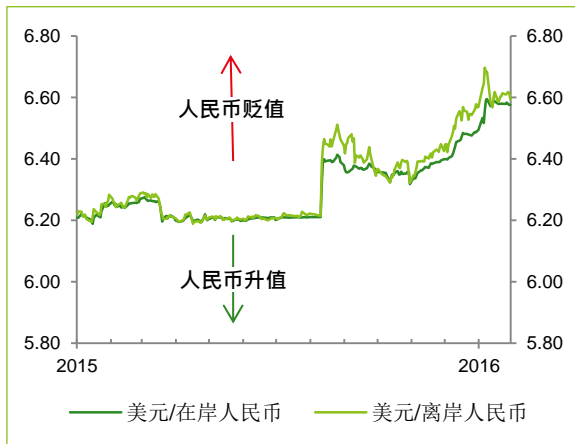
³熔断机制于2016年1月1日开始生效。如果沪深300指数（由上海证券交易所及深圳证券交易所联合发布的）跌幅或升幅达到5%，将触发熔断机制，停市15分钟。如果沪深300指数当天跌幅或升幅达到7%，则停市至当天收市。



机制，并于1月8日起生效⁴。在市场避险情绪高涨的情况下，令环球股票价格持续下跌趋势。

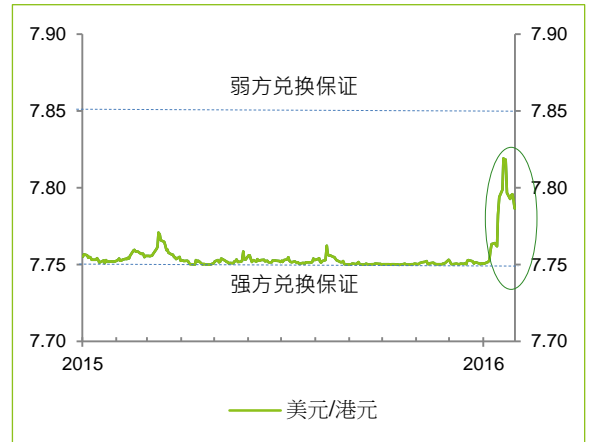
全球经济前景充斥着许多不明朗因素，包括人民币⁵对美元贬值（表3）及内地经济增长放缓的忧虑，为香港这个小型开放经济体带来不少挑战。近期，港元兑美元转弱（表4）引起市场讨论香港实施了超过三十年的联系汇率制度的可持续性，加上美国利率正常化和步伐仍然不明朗，为香港2016年的经济增长前景增添忧虑。

表 3：美元/在岸人民币 与美元/离岸人民币



资料来源：彭博

表 4：美元/港元



资料来源：彭博·香港金融管理局

我们早前的月报⁶已分析美国利率正常化不确定性，以及内地经济增长放缓将对香港经济的影响。本期月报则主力探讨以下两个关键问题：

1. 低油价：油价下挫怎样影响香港经济？
2. 环球市场动荡：环球市场波动性上升或股票大幅抛售对香港经济有何影响？

⁴ 相关新闻稿：

- 上海证券交易所（英文版本）：<http://english.sse.com.cn/aboutsse/news/newsrelease/c/4033661.shtml> 或（简体中文版本）：http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20160107_4033036.shtml
- 深圳证券交易所（只有简体中文版本）：<http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39758314.shtml>
- 中国金融期货交易所（只有简体中文版本）：http://www.cffex.com.cn/tzgg/jysgg/201601/t20160107_19584.html
- 中国证券监督管理委员会（只有简体中文版本）：http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201601/t20160107_289611.html

⁵ 人民币在此概括地表示在岸人民币（即CNY）及离岸人民币（即CNH）。

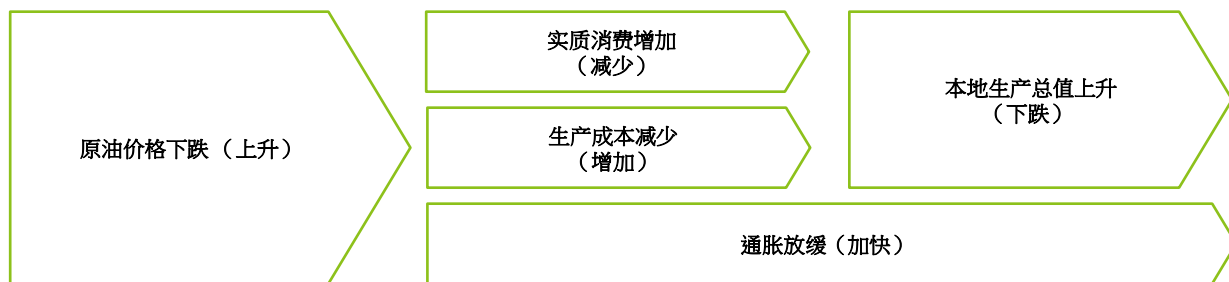
⁶ 恒生银行, 香港经济月报, 2015年11月



1. 低油价

一般情况下，油价的变化主要通过三个渠道，即实质消费、生产成本及通胀的相应变化影响原油净进口者，例如香港和内地（表5）。

表5：原油价格变化与影响



资料来源：恒生银行

根据国际货币基金组织（IMF）有关油价下跌影响的模型⁷，我们可估计低油价对香港的经济增长可能产生的影响。

了解近期油价下跌的背后原因对是次估计至为重要。从广义上来说，若供应因素导致油价下跌将有利于环球经济，但若主要源头是需求因素的话，则预示环球经济增长放缓。在2015年，美国西德州中质（WTI）原油价格全年平均下跌了47.5%，而北海布伦特原油价格亦下跌了47.1%⁸。去年油价下跌主要由于油产稳步增长，而美国增加采用先进的开采技术来采油，如水力压裂法（hydraulic fracturing）与水平钻探法（horizontal drilling），亦解释了油价下跌的部份原因。这表示油价整体下跌的主要源头应该是供应因素。然而，环球经济放缓以致对石油的需求量减少，亦在低油价中反映。表6显示自2014年起，世界原油供应量与需求量之间的每天差额迅速增加，形成了一个原油供过于求的环球局面。

自2014年起，供应因素对油价暴跌的影响略多于需求因素，故我们假设供应因素对2015年总油价下跌的影响力有60%，这意味着供应因素部份在油价下跌中约占28.3%至28.5%。2005年至2014年间，香港每年平均原油消费达1,670万公吨⁹，故石油消费占本地生产总值平均约为4.4%。在此基础上，假设2016年的平均油价与2015年相若，即每桶平均约45美元，我们估计香港2016年经济增长将增加0.3%至0.7%¹⁰。

⁶ 恒生银行, 香港经济月报, 2015年11月

⁷ iMFdirect · 关于近期石油价格暴跌的七个问题 · 2014年12月22日

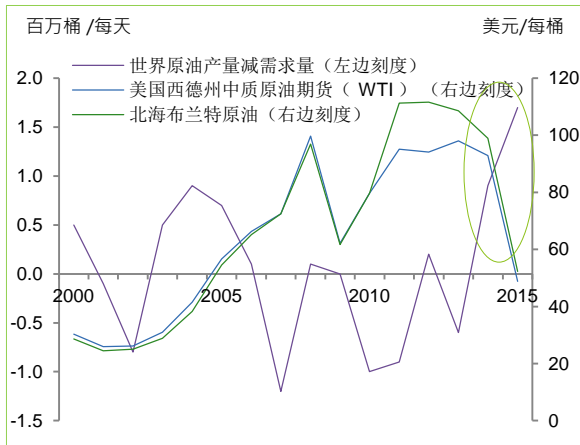
⁸ 数据来自是美国能源信息署及我们的计算。

⁹ 数据来自是BP世界能源统计年鉴（2015年6月）及我们的计算。

¹⁰ 我们的估计并没有考虑到美国利率正常化带来的潜在抵消。由于港元在联系汇率制度下与美元挂钩，尽管港元对美元转弱，但是以港元计价的油价下跌百分比应与以美元计价的油价下跌百分比非常接近。



表 6：世界原油的供应及需求



资料来源：国际能源署

表 7：原油相关组别占消费物价指数 (CPI) 的比重

原油相关组别	比重 (%)
电力	1.77
煤气	0.82
石油气及其他燃料	0.18
汽油	0.59
巴士车费	1.55
电车车费	0.01
公共小型巴士车费	0.54
的士车费	0.50
港铁车费	1.56
渡海小轮船费	0.06
其他本地交通工具	0.22
总和	7.80

资料来源：政府统计处·恒生银行

此外，油价下跌亦将影响香港通胀。在香港综合消费物价指数 (CPI) 篮子中，原油相关组别占整篮子的7.8% (表7)。在CPI篮子中，原油相关组别之间由于对油价变化的敏感度不同，故其消费价格亦有着不同程度的影响。煤气、汽油、石油气及其他燃料的价格对油价变动的敏感度相对较高，而公共交通工具则相对较低。由于我们预测香港通胀时已考虑了低油价这个因素，因此我们维持今年通胀率预测为2.5%，低于去年的3.0%。

2. 环球市场动荡

恒生指数 (恒指) 未能避过今年初的环球股票抛售潮。恒指继去年下跌7.2%后，尽管于今年一月最后一周上升3.2%，亦难扭转全月颓势，最终跌幅达到10.2%，是自去年8月以来表现最差的一个月。

由于金融服务业是香港经济的四大支柱产业之一，环球金融及信贷状况的波动，一般对实质经济表现有显著的连锁效应。恒指近期的表现 (表8) 已削弱了企业投资和消费信心。这将显著地增加了今年香港经济前景的下行风险。

我们早前的月报¹¹分析了恒指下跌对香港经济的影响。我们亦可追溯到2011年，当年第三季恒指跌幅达22.6%，而金融及保险服务产出则在随后一个季度收缩了0.8%，并降低了该季经济增长0.2%。历史可能不会准确地重演，但再次出现类似情况却是极有可能。因此，我们预料金融及保险服务产出对整体经济增长的贡献在今年上半年即使不拖累，亦可能只是轻微利好。

¹¹ 恒生银行, 香港经济月报, 2015年9/10月

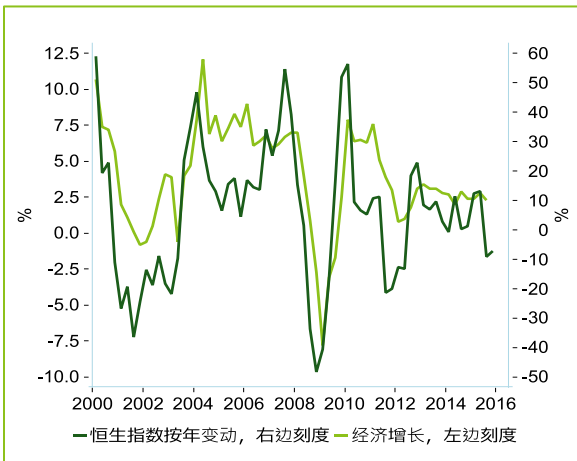


总结

本期月报中探讨的低油价及环球市场动荡两个因素，对香港经济的影响各异。如果是供应变化导致油价下挫，对香港（与内地）是一个好消息。然而，需求因素对低油价的影响力似乎正在增加，这将削弱低油价对香港经济带来的正面影响。此外，环球金融市场大幅波动可能会使香港商业景气及消费信心转弱，令香港今年经济前景蒙上阴影。

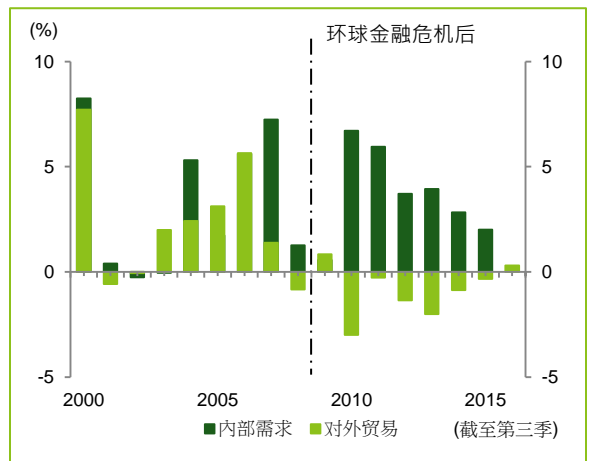
今年，外围环境的不确定性似乎相对较多，主要来自忧虑内地经济增长放缓、美国货币政策回复正常化的步伐及时间表的不确定性、环球市场波动性的上升、以及需求因素对低油价的影响增加。再者，若外围环境带来的负面溢出效应大于预期，这将拖累内部需求，亦即是自2009年环球金融危机结束后一直带领香港经济增长的火车头（表9）。

表 8：经济增长与恒生指数



资料来源：Macrobond·恒生银行

表 9：实质本地生产总值主要组成部分贡献



资料来源：CEIC

鉴于外围环境存在极大的不确定性，一月的惊涛骇浪可能正暗示2016年的经济增长或会逊于2015年。虽然我们现时对香港2016年全年经济增长预测为2.4%，但下行风险正在增加。



香港经济统计资料

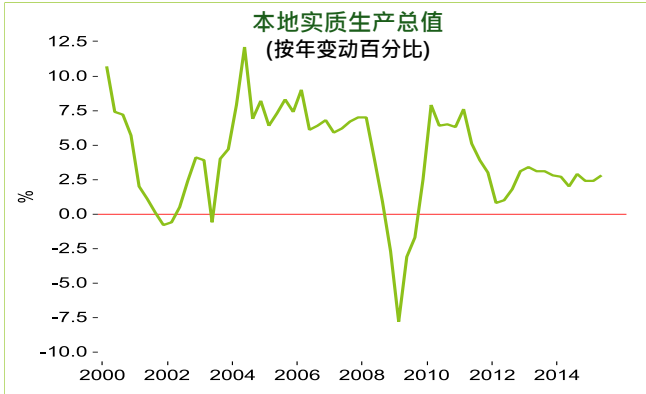
2016年1/2月

	本地生产总值		零售销售		对外贸易					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	-3.7	-0.2	3,609	-1.8	4,051	-4.1	-442	3.3	3.0
2016 预测	NA	2.4	0.2	1.2	3,682	2.0	4,131.9	2.0	-450	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	615	2.3	-4.8	-0.4	945	-4.1	1,035	-6.7	-90	3.3	2.3
2015 8月	NA	NA	-5.3	-0.1	307	-6.1	332	-7.4	-25	3.3	2.4
9月	NA	NA	-6.3	-3.0	317	-4.6	353	-7.6	-36	3.3	2.0
10月	NA	NA	-3.0	1.1	320	-3.7	349	-8.5	-30	3.3	2.4
11月	NA	NA	-7.8	-6.0	315	-3.5	348	-8.1	-33	3.3	2.4
12月	NA	NA	-8.5	-6.1	309	-1.1	355	-4.6	-46	3.3	2.5
年初至今	1,755	2.6	-3.7	-0.2	3,609	-1.8	4,051	-4.1	-442	3.3	3.0

	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	306.1	10.0	15,097	-6.4
2015 8月	10,662	8.2	979	4.5	7,597	6.4	5.9	305.3	9.7	5,615	-6.6
9月	10,659	7.5	895	-5.2	7,560	4.9	4.9	306.1	10.0	4,559	-4.0
10月	10,655	6.2	854	-9.5	7,484	2.8	3.8	302.5	8.7	5,073	-2.7
11月	10,678	6.0	864	-11.3	7,495	2.9	3.9	293.4	5.4	4,749	-10.4
12月	10,750	6.7	851	-15.2	7,535	3.5	5.5	NA	NA	5,061	-10.7
年初至今	10,750	6.7	851	-15.2	7,535	3.5	5.5	293.4	5.4	59,308	-2.5

NA: 不详

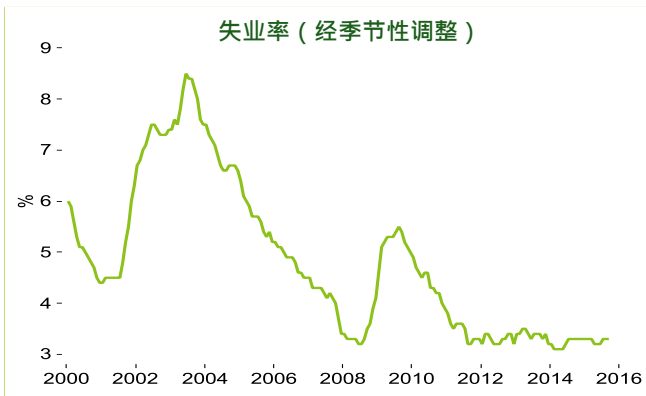
数据源: 政府统计处, 香港金融管理局, 差饷物业估价署, 香港旅游发展局, Macrobond, CEIC, 恒生银行



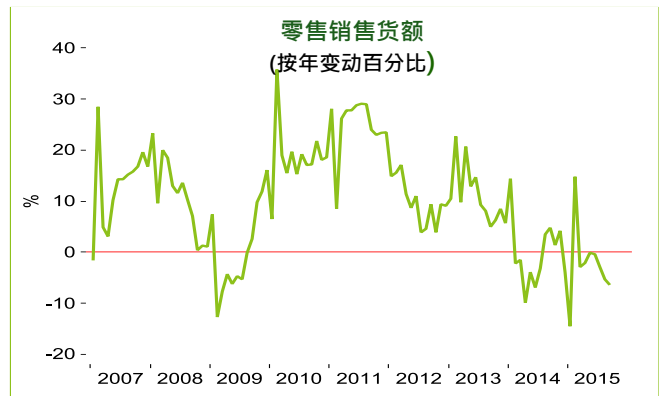
數據源：Macrobond, 恒生銀行



數據源：Macrobond, 恒生銀行



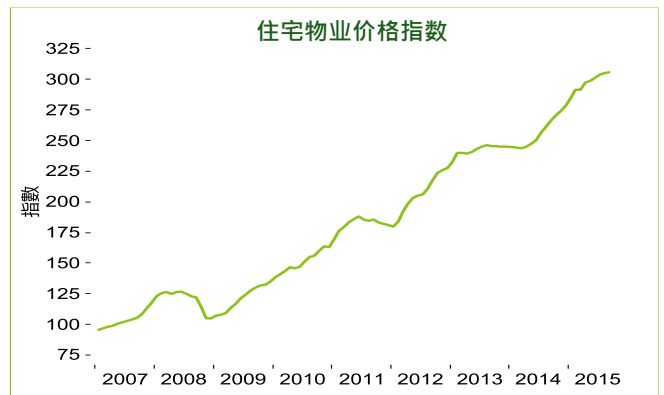
數據源：Macrobond, 恒生銀行



數據源：Macrobond, 恒生銀行



數據源：Macrobond, 恒生銀行



數據源：Macrobond, 恒生銀行



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。