

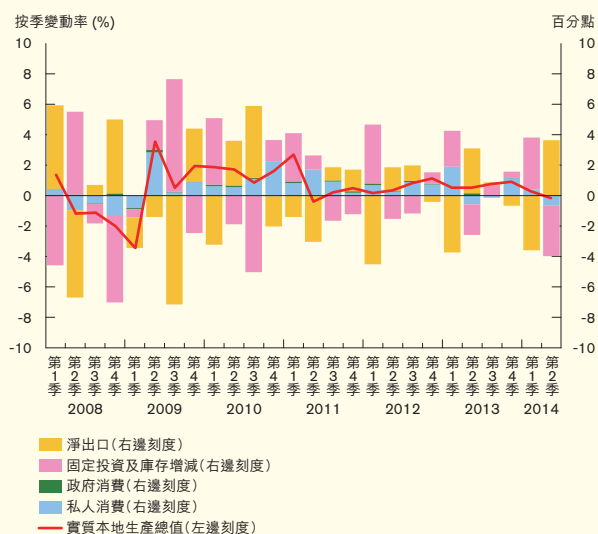
3. 本港經濟

香港經濟於2014年上半年僅錄得輕微增長，本地需求及旅客消費減弱，抵銷了貨物出口的溫和上升。外部需求向好預計會帶動經濟增長，但由於全球貨幣、宏觀經濟及金融環境仍不明朗，加上地緣政治局勢緊張，下行風險仍然存在。受惠於和緩的租金增長及企業成本壓力，本地通脹有望保持溫和。

3.1 實體經濟活動

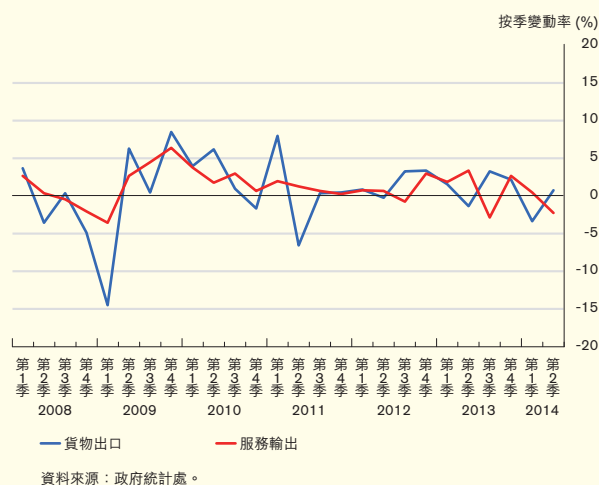
受本地需求欠佳及入境旅遊收入下降影響，香港的經濟活動於2014年上半年有所減弱。經季節性因素調整的按季實質本地生產總值於第1季輕微增長0.3%後，第2季微跌0.1%。與第1季情況相反，本地需求在第2季明顯萎縮，令實質本地生產總值增長率削減3.8個百分點（圖3.1）。投資支出是拖累本地需求的主要因素，其中機器及設備購置急劇下降。私人消費亦有所減弱，主要是經濟增長前景轉弱及房屋財富效應減退所導致。同時，服務出口主要受旅客消費轉弱所拖累，其次是金融市場活動偏軟（圖3.2）。貨物出口表現較佳，得益於外部需求增加而輕微上升。

圖 3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支部分的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.2
實質貨物出口及服務輸出



資料來源：政府統計處。

至於實質本地生產總值的按年增長率，於第1及第2季分別放緩至2.6%及1.8%，是自2012年下半年以來最慢的增長速度，也遠低於過往10年的平均年增長率4.5%。勞工市場狀況也隨著本港經濟增長減慢而稍為緩和（圖3.3），經季節性因素調整的失業率由第1季3.1%的16年新低，輕微上升至第2季的3.2%，其中零售、酒店及餐飲服務行業的失業率上升幅度相對較大。較低技術環節的失業率於上半年回升，而較高技術環節則保持穩定。

圖 3.3
失業率



預期香港的經濟活動於今年下半年將重拾環比增長動力，但速度仍將溫和，並且會略低於長期平均水平。隨著美國經濟繼續復蘇，而中國內地經濟在推出一些針對性的刺激措施後，亦呈現企穩的跡象，預計貨物貿易將逐步改善。貿易相關服務及金融服務輸出亦將帶來一定支持，後者在一定程度上因為即將啟動的「滬港股票市場交易互聯互通機制」而得到提振。然而，內地旅客消費轉弱，可能會繼續拖累本港服務輸出。專題3研究中國內地及美國在推動香港的經濟週期及趨勢增長方面的相對重要性。本地需求方面，主要受惠於相對穩定的勞動市場（雖然輕微緩和），私人消費預計將緩慢上升。基建項目及其他樓宇和建造活動持續，將繼續支撐整體固定資本投資，但資本開支表現則傾向反覆。金管局內部編製的綜合領先經濟指標追蹤本地貨幣和金融狀況、住宅施工量、景氣指標和全球增長前景，其最新數據顯示經濟活動將於下半年溫和回升（表3.A）。總的來說，考慮到上半年的疲弱數據，政府已將其於5月公佈的2014年實質本地生產總值增長率區間預測由3-4%下調至2-3%。私人部門分析師亦於近期將他們的經濟增長預測下調至平均2.4%。

表 3.A
同步經濟指標及領先經濟指標的近期走勢

	1個月變動百分比		6個月變動百分比	
	同步經濟指標	領先經濟指標	同步經濟指標	領先經濟指標
2013年				
7月	-1.3	0.3	0.3	1.6
8月	0.1	0.3	0.2	1.6
9月	0.3	0.4	-0.4	1.7
10月	0.5	0.2	-1.2	1.4
11月	2.0	0.8	1.7	1.9
12月	0.6	0.5	2.2	2.5
2014年				
1月	2.5	0.5	6.1	2.7
2月	-2.7	0.4	3.2	2.7
3月	-0.3	-0.3	2.6	2.0
4月	-2.2	0.3	-0.2	2.1
5月	0.0	0.6	-2.1	1.9
6月	-1.1	0.6	-3.8	2.0
7月	0.9	0.5	-5.3	2.0
8月	不適用	0.4	不適用	2.0

註：領先經濟指標的6個月變動率常用於檢測經濟週期轉折點。

資料來源：金管局職員估計數字。

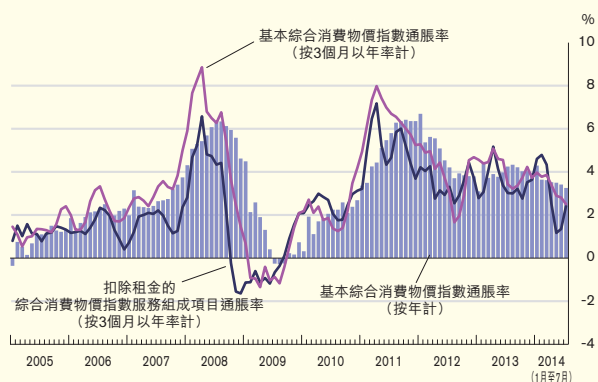
雖然展望香港經濟將恢復溫和環比增長，但若干不明朗因素及風險仍然存在。不利因素方面，如果美國經濟復蘇步伐放慢，歐元區經濟未能恢復增長，以及中國內地的宏觀經濟及金融狀況方面的擔憂持續，則外部需求可能會比預期弱。此外，對先進經濟體系未來貨幣政策路向及近期風險溢價和波動性低企可能突然逆轉的憂慮，或會給全球金融市場帶來重大下行風險，並引致國際資本流動出現波動，繼而可能對香港經濟造成負面影響。一旦地緣政治緊張局勢造成市場波動幅度驟升或貿易障礙，香港實體經濟活動亦可能透過貿易及金融渠道而受到拖累。本港方面，物業市場失衡可能會持續一段時間，為香港的宏觀經濟及金融穩定帶來更多風險。

利好因素方面，如果先進經濟體系及中國內地經濟表現比預期好，會提振全球經濟增長及國際貿易，或可為香港帶來更強勁的外部需求。這一因素加上資產價格的上揚，或會增強消費者及企業信心，從而使本港私人消費及固定資本投資受惠。

3.2 消費物價

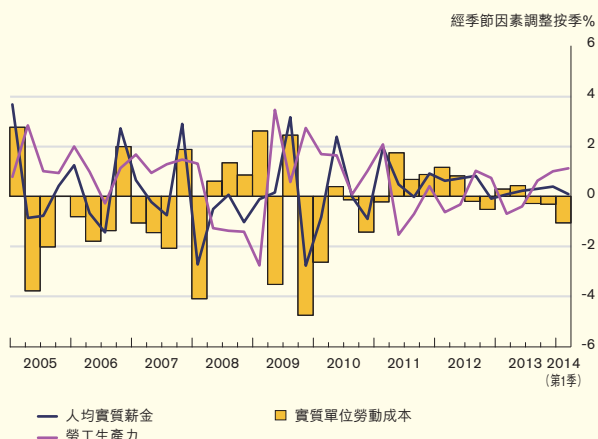
本地通脹壓力於2014年首7個月有所放緩，按年基本通脹率由1月的4.3%下降至7月的3.3%。按3個月以年率計的基本通脹率亦隨著服務項目通脹放緩，由1月的4.0%下降至7月的2.5%（圖3.4）。其中勞動成本的上升趨勢已受到抑制，人均實質薪金於2014年第1季溫和增長0.1%（圖3.5）。勞動成本壓力溫和上升，是由於負產出缺口於2014年上半年進一步擴大，反映本港經濟需求壓力減弱。同時，在零售銷售放緩的環境下，近幾個月零售物業租金以低於2%的按年增長率緩慢上升，亦有助舒緩通脹壓力。

圖 3.4
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

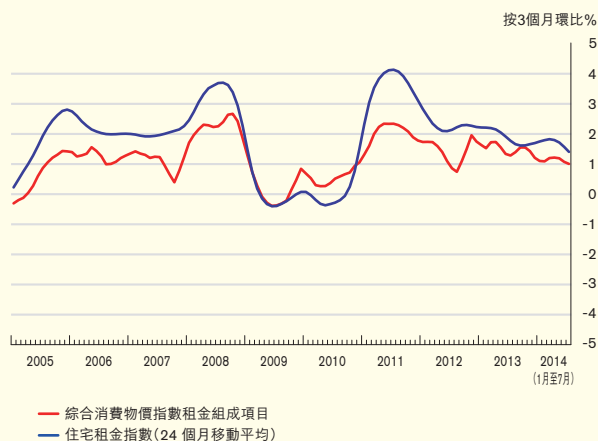
圖 3.5
單位勞動成本及勞工生產力



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

按季通脹動力將可能保持溫和，主要由於近幾個月的房屋租金增長和緩，有助抑制短期內租金對消費物價通脹所帶來的壓力（圖3.6）。此外，由於整體勞工需求有所放緩，以及零售部門表現疲弱，工資壓力將有所舒緩，再加上預期商用物業租金只有溫和增長，預料將抑制企業成本上升壓力。企業成本壓力舒緩，將有助抑制服務通脹上升，從而緩解今年下半年的消費物價通脹壓力。整體來看，2014年的按年通脹率很可能會較2013年有所下降。政府最新的基本通脹率預測已由3.7%下調至3.5%。

圖 3.6
綜合消費物價指數租金組成項目及市場租金



註：綜合消費物價指數租金組成項目已扣除一次性特別舒緩措施的影響。
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

通脹前景面臨上行及下行兩方面的風險。在下行風險方面，內地經濟放緩幅度有可能超出預期，而美國貨幣政策正常化的時間及步伐並不明朗，有可能帶來金融市場震盪或貨幣及財務緊絀狀況，減弱香港的經濟增長動力，進而抑制通脹。尤其內地遊客在港消費若顯著減少，可影響本港勞動市場及商用物業租金，進而對服務項目通脹構成下行壓力。

在上行風險方面，發達經濟體系的增長若超乎預期，將導致本地需求壓力上升，而地緣政治緊張局勢惡化帶來的風險，亦會促使能源價格上漲，推動輸入通脹上升。

專題 3

香港的經濟增長與中國內地及美國的同步程度¹⁸

香港與中國內地的經濟持續融合，可能令兩地經濟增長的協同性增加。貿易及資金流動的整體數字顯示，中國內地經濟可能對本港經濟有著主導地位；這情況在過往十年間尤為顯著。舉例而言，在2012年，香港出口至中國內地的商品及服務佔香港出口總額的51%，而出口至美國的則佔21%，遠低於十年前的佔比。然而，以上數字未能顯示貿易流動背後最終需求的源頭。事實上，有很大部份出口至中國內地的貨品乃作轉口用途，藉以滿足先進經濟體系的最終需求，當中以美國尤甚。

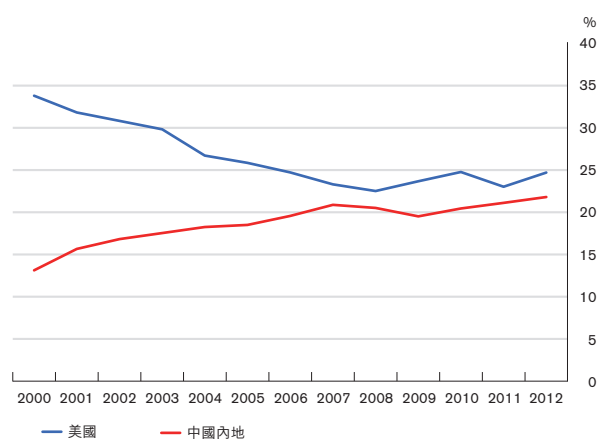
本專題旨在探討中國內地及美國對推動香港經濟增長的相對重要性。香港與中國內地的經濟融合可增強兩地的貿易及金融聯繫，使產出協同性增加。另一方面，美國依然是影響香港經濟的重要源頭，尤其是從最終需求的角度考慮，而聯繫匯率制度亦強化了美國對香港帶來的經濟震盪傳遞。我們首先會從供求角度提供一些香港貿易及資金流動的觀察結果，然後正式分析香港經濟週期及趨勢如何受中國內地及美國經濟所影響，以及有關影響如何隨著時間演變。

香港經濟與中國內地及美國融合的觀察

原則上，香港產出增長的週期及趨勢可能是由不同外來因素帶動。從供應角度而言，香港於過去20年一直擴大服務型經濟，把握中國內地崛起帶來的契機。尤其香港金融業的生產力與日俱增，並持續擴張其金融產品的供應，如首次公開招股，及隨著近年香港發展成為主要人民幣離岸中心，發行離岸人民幣債券等。

從需求角度看，香港主要擔當中國內地與世界各地貿易及資金流動的大門，以海外需求為目標。因此，香港的經濟週期與中國內地及其主要合作夥伴之間的貨品、服務及資金流動的波動息息相關。為了更清晰地從最終需求的角度分析香港的商品出口，我們對商品出口的附加值作出估計，當中撇除進口含量，並對加工貿易數據作出調整。我們估計，2012年香港出口至中國內地的商品附加值佔香港商品出口總附加值的22%左右（圖B3.1）。出口至美國的附加值份額雖然較十年前有所下降，但於2012年仍佔約25%。假如我們將美國對香港其他出口市場（例如歐元區）的影響計算在內，美國的份額將會更高。從以上觀察而言，美國的最終需求可能依然是帶動香港商品外部需求波動的主要因素。

圖 B3.1
香港商品出口(附加值)份額

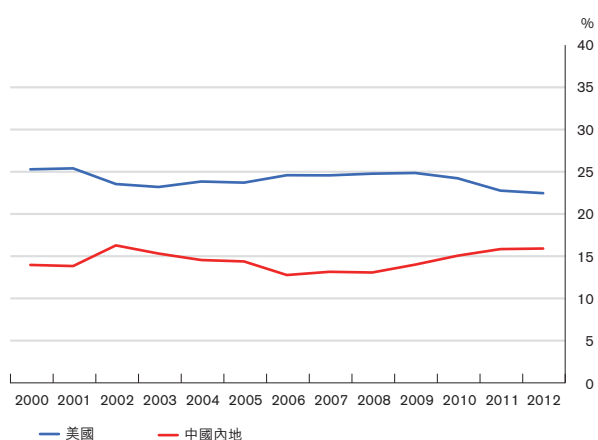


資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

¹⁸ 本專題改編自D. He, W. Liao and T. Wu (2014)的論文「Hong Kong's growth synchronisation with China and the U.S.: a trend and cycle analysis」，香港金融研究中心工作論文15/2014號。

雖然中國內地旅客消費對香港旅遊服務出口擔當主導角色，但美國對香港非旅遊服務出口的最終需求仍較中國內地為高（圖 B3.2）。¹⁹ 當中，美國需求佔 2012 年香港金融服務出口的 33%，而中國內地需求則佔 4%。這些數字反映海外投資者對與中國內地相關的金融資產的需求。換言之，海外投資者一直推動透過香港所供應與中國內地相關的金融產品的需求，而並非像市場普遍以為由中國內地需求所帶動。

圖 B3.2
香港服務出口（附加值）份額（撇除旅遊業）



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

經濟週期及趨勢的協動性

為了正式探討中國內地及美國對推動香港經濟的相對重要性，我們把香港、中國內地及美國的實質本地／國內生產總值分拆成週期（過渡性收入）及趨勢（永久

性收入）兩個組成部份，並運用遞階結構向量自迴歸（SVAR）模型來分析源自中國內地及美國的經濟震盪如何影響香港經濟週期及趨勢。²⁰及²¹ 具體而言，用以研究經濟週期協動性的結構向量自迴歸模型包含三個經濟體系的週期性產出及通脹率，以及3個月美國國債息率。有關變量須遵照特定分級，從而令來自中國內地及美國的經濟震盪能夠互相影響之餘，亦對香港造成影響，而基於香港屬小型開放經濟體系，來自香港的經濟震盪僅可影響本地的經濟。我們的樣本涵蓋 1985 年第 1 季至 1997 年第 2 季（時期 1），以及 2003 年第 4 季至 2013 年第 2 季（時期 2）。研究並不包括亞洲金融危機至非典型肺炎爆發的一段期間，是由於當時香港經濟正經歷長時間的通縮。

我們的研究結果顯示，源自香港的經濟震盪於樣本涵蓋的兩段時期對本港的週期性產出及通脹波動的短期影響最為明顯。然而，源自美國的經濟震盪對香港的經濟週期波動造成長期影響。以 20 個季度的時段為例，於時期 1 約 57% 的香港週期性波動是源自美國的經濟震盪，而於時期 2 則佔約 48%。美國經濟對香港的影響於兩個時期均大於源自中國內地及香港的經濟震盪（表 B3.A）。另一方面，源自中國內地及美國的經濟震盪均於時期 2 對香港通脹造成長遠的影響，而於時期 1 則由源自美國的震盪造成的影響所主導。

表 B3.A
對香港週期性產出波動的貢獻

時期	週期性產出			通脹		
	美國	中國內地	香港	美國	中國內地	香港
1985 年第 1 季至 1997 年第 2 季 (按季)						
1	13.562	16.346	70.092	33.387	1.737	64.877
4	31.646	17.629	50.725	49.719	7.331	42.950
10	52.055	13.300	34.645	58.304	7.590	34.106
20	57.084	13.680	29.237	59.266	7.795	32.938
2003 年第 4 季至 2013 年第 2 季						
1	16.500	8.574	74.926	36.998	9.709	53.293
4	37.856	18.007	44.137	34.778	36.291	28.931
10	52.416	18.104	29.481	36.855	35.910	27.234
20	47.622	28.657	23.721	37.012	35.992	26.996

資料來源：金管局職員估計數字。

¹⁹ 撇除進口含量，2012 年中國內地需求佔香港旅遊服務總出口的 66%，2000 年則佔 28%，而美國的份額於同期由 11% 下跌至 4%。

²⁰ 我們根據 Aguiar, M. and G. Gopinath (2007) 所發表「Emerging market business cycles: the cycle is the trend」，《Journal of Political Economy》，第 115 期，第 69 至 102 頁，採用永久性收入假設，分拆過渡性及永久性收入。具體而言，按照上述假設，由於消費只會對永久性收入變化有反應，實質本地／國內生產總值與消費之間共同趨勢可用作代表永久性收入。我們對香港及中國內地的數據作出此假設並進行測試，當中消費與實質本地／國內生產總值數據之間出現的共同趨勢已通過協整檢驗 (co-integration test) 驗證。

²¹ 我們運用消費及實質本地／國內生產總值數據，並使用一個簡單的状态空間模型，估計各經濟體系的永久性收入。實質本地／國內生產總值與永久性收入估計數字的差為過渡性收入。

要探討跨地域趨勢協動性，我們估算一個結構向量自迴歸模型，當中包括香港、中國內地及美國的產出趨勢，並假設源自香港的經濟震盪因為其規模有限而不能影響其他兩個經濟體系。結果顯示，中國內地對於香港趨勢波動的影響較美國變得更重要。源自美國的經濟趨勢震盪對香港的趨勢波幅的長遠貢獻由時期1的約36%下降至時期2的30%。另一方面，源自中國內地的經濟趨勢震盪對香港趨勢波幅的長遠貢獻由約15%大幅增加至時期2的65%左右(表B3.B)。

表 B3.B
對香港產出趨勢波動的貢獻

1985年第1季至 1997年第2季	美國	中國內地	香港
1	2.766	7.558	89.676
4	11.757	14.539	73.704
10	26.385	19.767	53.848
20	35.779	14.702	49.520
2003年第4季至 2013年第2季			
1	4.935	4.735	90.330
4	15.650	42.683	41.667
10	31.818	58.990	9.192
20	29.808	65.270	4.922

資料來源：金管局職員估計數字。

結論

我們的研究結果顯示，按經濟週期頻率而言，香港經濟增長與美國經濟增長的協動程度，仍然較與中國內地經濟為高。由於週期性震盪的相似度是選擇匯率制度最重要的關鍵，香港的聯繫匯率制度在可見未來繼續適用於香港市場。另一方面，中國內地現時對香港趨勢增長的影響較美國為大。受惠於中國內地崛起成為貿易大國以及兩地經濟持續融合，香港已從製造型經濟轉型至生產力較高的服務型經濟。