

## 3. 本港經濟

受私人消費增長疲軟、資本投資疲弱及服務輸出持續下滑拖累，香港經濟增長動力於2015年底放緩。預計2016年的經濟增長仍然疲軟，前景也會受到全球宏觀經濟和金融環境的不明朗因素影響。鑒於本地經濟增長動力溫和，加上房屋租金放緩及進口價格通脹偏軟，通脹壓力仍然受控。

### 3.1 實體經濟活動

香港經濟增長動力於2015年底放緩，經季節性因素調整的實質本地生產總值按季增長由前三季約0.6%放緩至第4季的0.2%（圖3.1）。儘管就業和收入狀況大致穩定，為私人消費提供支持，但消費增長動力於最後兩季減弱，部分反映消費信心疲弱及金融服務需求下降。專題3探討加息如何通過不同渠道影響私人消費。固定投資方面，資本開支隨營商氣氛轉差而持續疲弱，樓宇及建造活動增長亦隨公共項目進展緩慢而放慢。去庫存持續但其速度已顯著放緩。對外方面，淨出口於第4季轉為拖累本地生產總值增長。特別是服務輸出因受入境旅遊轉弱及金融市場活動減少而繼續收縮，貨物輸出及整體進口則在2015年上半年下跌後有所回升（圖3.2）。

圖 3.1  
實質本地生產總值增長率及主要開支部分的貢獻

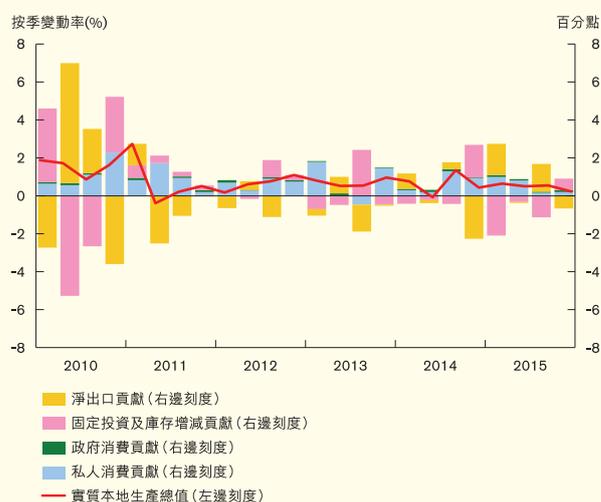
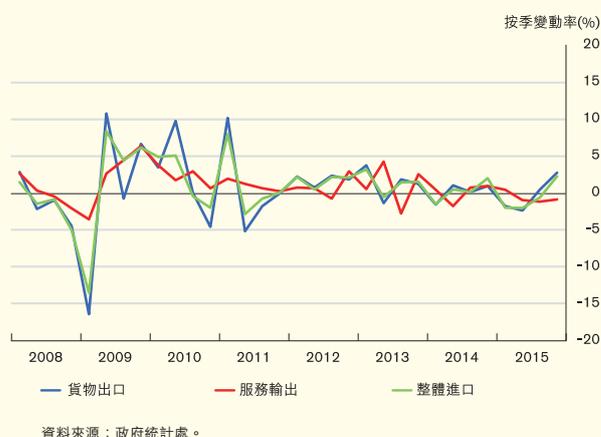


圖 3.2  
實質進出口



## 本港經濟

與去年同期比較，實質本地生產總值增長由2015年上半年的2.7%，放緩至第3季的2.2%及第4季的1.9%。2015年全年實質經濟增長亦由2014年的2.6%下降至2.4%。經濟表現轉弱主要是由於本地需求增長放緩所致，而整體進口下滑速度快於整體出口，令淨出口對本地生產總值增長恢復為正貢獻。儘管經濟狀況轉弱，但近月經季節性因素調整的失業率仍保持在3.3%的低位（圖3.3）。然而，總就業人數近乎持平，反映勞動力需求回軟。當中主要的拖累來自零售、住宿及膳食服務業。

**圖 3.3**  
失業率及總就業人數



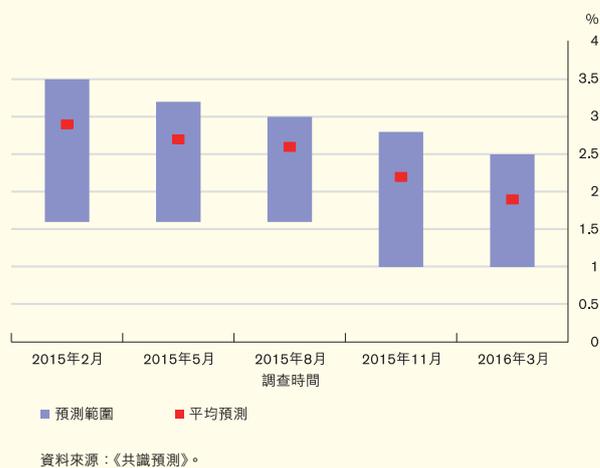
資料來源：政府統計處。

預計2016年的實質經濟增長仍將疲軟。全球經濟增長前景黯淡，入境旅遊持續疲弱，以及環球金融市場波動的負溢出效應，將繼續抑制香港出口表現。本地方面，勞工市場在經濟動力轉弱的情況下可能面對壓力，而本港資產價格調整或會削弱消費信心並引發負財富效應，因此，預計私人消費來年只會溫和增長。雖然私營部門樓宇及建造活動應可保持穩定，但公營

部門樓宇及建造活動的前景或因撥款審批受阻而變得不明朗。營商信心薄弱及利率上升亦可能會抑壓資本投資。儘管如此，2016/2017年財政預算案的財政刺激措施將有助緩解經濟放緩的趨勢。

金管局內部編製的綜合領先經濟指標顯示，經濟增長動力於2016年上半年可能仍然疲弱。就2016年全年而言，政府預測實質本地生產總值增長將介乎1至2%，而私營機構分析師的經濟增長預測亦各有不同，介乎1.0%至2.5%，平均則為1.8%（圖3.4）。

**圖 3.4**  
2016年實質本地生產總值增長的共識預測



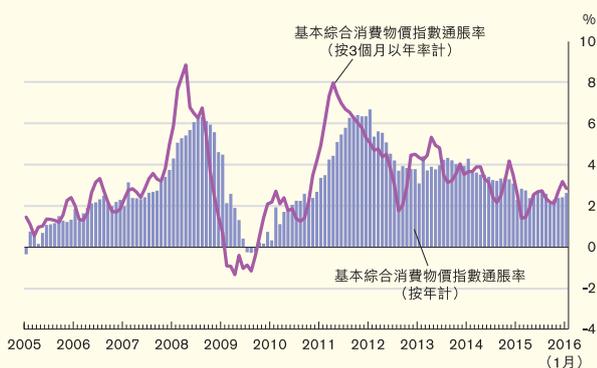
資料來源：《共識預測》。

以上所述的經濟增長前景會受眾多不明朗因素及風險所影響。特別是美國未來加息的步伐及幅度，內地宏觀經濟和金融發展，以及它們對環球經濟、資金流動和資產市場的影響仍極不明朗。若金融市場波動加劇、本地貨幣狀況突然收緊或樓市調整幅度超越預期，均可能對經濟前景構成下行風險。然而，本港公共項目進展加快或有助緩解本地生產總值增長的下行壓力。

### 3.2 消費物價

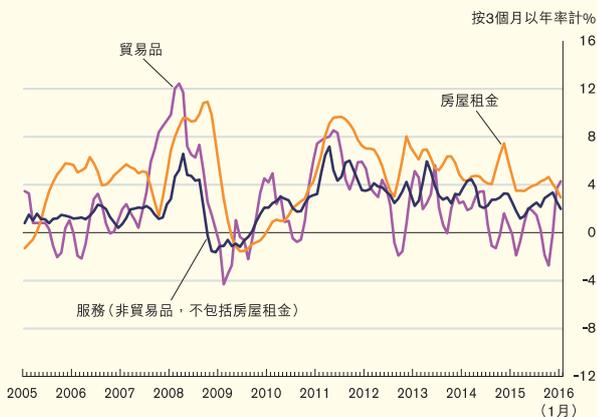
儘管通脹動力近期由於食品價格上漲及公用事業費用回升而稍為重拾升勢，但消費物價通脹自2012年以來大致保持向下的勢頭。按年基本通脹率在去年第3及第4季均維持在2.4%，其後因為天氣異常寒冷推高新鮮蔬菜價格的關係，在2016年1月稍微上升至2.6%（圖3.5）。與此同時，由於去年8月提供的一項電力燃料費特別回扣的影響逐漸減退，反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率由第3季的2.2%升至1月的2.8%。按主要組成項目分析，房屋租金及服務通脹均有所放緩，但衣履價格上漲導致容易波動的貿易品價格攀升（圖3.6）。

**圖 3.5**  
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 3.6**  
按主要組成項目分類的消費物價通脹



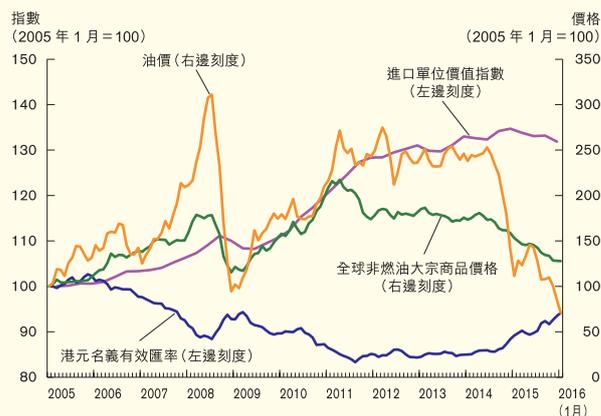
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，按季通脹動力應會維持受控，部分原因是近期新訂住宅租約租金回落，預料往後將會反映在消費物價通脹上（圖3.7）。此外，2015年第4季的產出缺口估計為負值，應可抑制本地營商成本和服務通脹。外圍方面，港元強勢加上全球商品價格偏軟，進口價格通脹可望保持溫和（圖3.8）。整體而言，2016年本地通脹料將進一步下跌，政府預測2016年的全年基本通脹率為2.0%，低於2015年的2.5%。

**圖 3.7**  
住宅物業價格及租金指數



**圖 3.8**  
商品及進口價格



資料來源：政府統計處及國際貨幣基金組織。

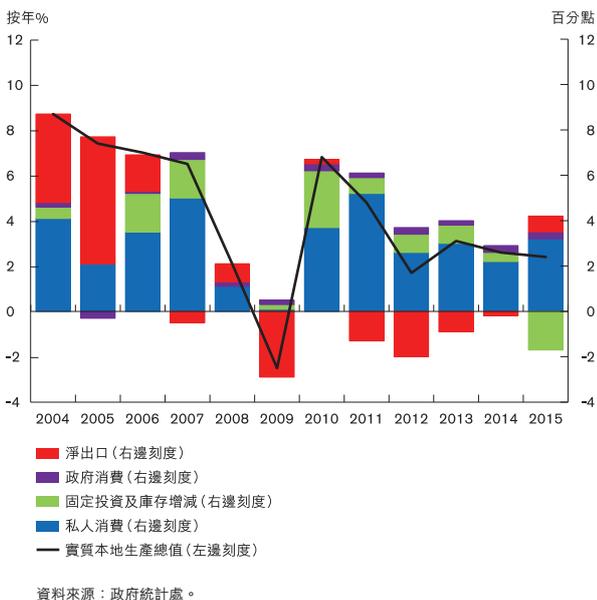
**本港經濟**

通脹前景可能面對下行壓力。首先，全球經濟前景面臨各種挑戰和困難，而主要先進及新興市場經濟體的增长若遜於預期，會拖累全球大宗商品價格，並為香港增長前景帶來下行風險。其次，美國未來貨幣政策路向及主要經濟體的增长前景不明朗，或會加劇全球金融市場波動，並可能波及本港房地產市場。這種潛在風險，加上房屋供應陸續增加，可能會對本地房屋價格構成下行壓力，從而影響住宅租金及消費情緒。與此同時，如果訪港旅遊業轉弱的趨勢持續，可能會削弱本地零售商的定價能力，並拖累零售物業市場及勞工市場，進而或會導致本地通脹低於預期。

### 專題3 檢視利率上升對香港私人消費的影響

美國已開始利率正常化過程，預期港元利率在聯繫匯率制度下會跟隨美國利率上升。本專題分析利率上升對香港本地需求的影響。理論上，利率上升會拖低私人消費和投資，從而壓抑本地需求。私人投資佔本地生產總值份額相對較小，而且難以透過經濟模型分析。另一方面，私人消費是香港本地生產總值的重要組成部份（佔2015年本地生產總值66%），近年亦一直是本地經濟增長的主要動力（圖B3.1），因此，分析利率上升對私人消費的影響，有助我們理解美國利率正常化對本港經濟的影響。

**圖 B3.1**  
香港：各主要開支組成部份對實質本地生產總值增長的貢獻



#### 利率上升影響香港私人消費的傳遞渠道

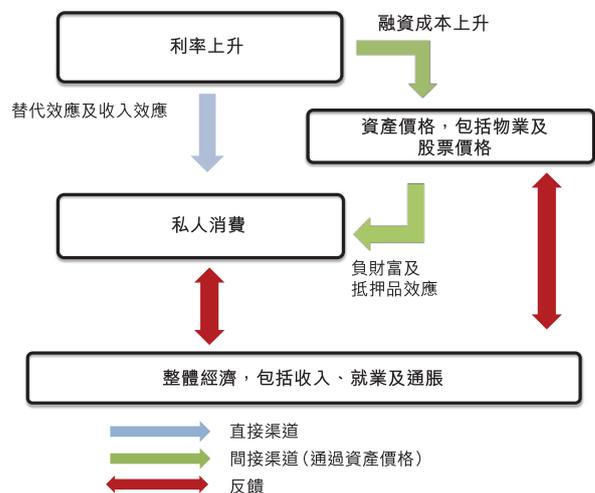
利率上升的影響可以透過直接和間接渠道傳遞至私人消費。直接渠道通過替代效應和收入效應，反映家庭在當下消費與未來儲蓄之間作出的選擇。替代效應方面，利率上升會提高當下消費的相對價格（即跨期替代），誘使家庭在當下減少消費，增加儲蓄。收入效應方面，它對消費的影響取決於家庭是淨債權人或淨

債務人。對於淨債權人，利率上升會提高他們的利息收入，促使他們在當下增加消費，減少儲蓄。對於淨債務人，利率上升會增加他們的債務負擔，降低他們的收入，進而減少消費。

間接渠道方面，利率上升會壓抑股票和物業價格，通過負財富及抵押品效應影響私人消費。在不同的資產類別當中，因住宅物業通常是家庭資產的主要組成部份，預計物業資產將會是較重要的傳遞渠道。

除了上述提及的渠道，利率上升亦會經私人消費和資產價格影響整個經濟（例如勞工市場），再反過來影響私人消費。圖B3.2闡釋利率上升如何透過這些直接和間接渠道傳遞至私人消費。

**圖 B3.2**  
利率上升如何傳遞至私人消費



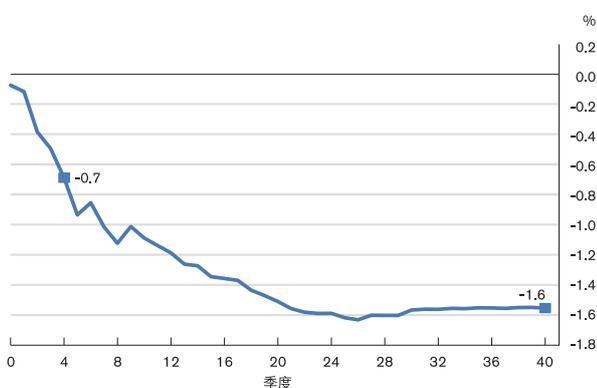
#### 實證分析

為了分析利率上升對私人消費的影響，我們使用以下六個變量建立一個向量自回歸（VAR）模型：實質私人消費、實質勞動收入（人均實質薪金乘以就業總人數）、實質物業價格、實質股票價格（以恒生指數為代表）、港元利率（以三個月香港銀行同業拆息為代表）

及基本綜合消費物價通脹率。港元利率及基本綜合消費物價通脹率以按季變動表示，其餘變量則以按季增長率表示。

通過模擬利率衝擊傳遞並考慮各變量之間的相互影響，我們從累計脈衝反應推算出利率上升對私人消費造成的總體影響。我們的模擬分析顯示，港元利率上升100個基點，會在一年間導致私人消費累計減少0.7%，在長期導致私人消費累計減少1.6%（圖B3.3）。

**圖 B3.3**  
利率上升對私人消費的總體影響



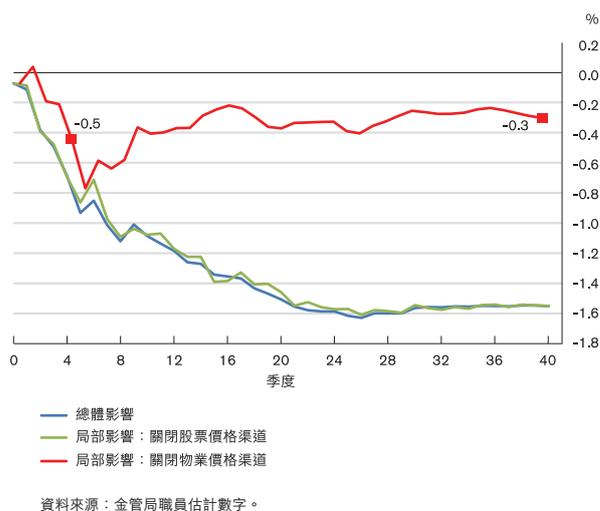
資料來源：金管局職員估計數字。

為了剖析利率上升通過資產價格渠道傳遞的影響，我們假設性地「關閉」資產價格對私人消費的傳遞作用（透過將物業價格和股票價格的滯後系數設置為零），然後再模擬利率衝擊。通過將利率上升的這局部影響與總體影響（即圖B3.3）比較，我們可以了解利率透過資產價格渠道進行傳遞的情況。我們依次關閉物業價格和股票價格的傳遞作用，從而估計物業價格渠道和股票價格渠道各自的影響。

關閉物業價格渠道後，我們發現利率上升的一年期影響只略小於總體影響，長期影響則大幅小於總體影響（紅線，圖B3.4）。這意味著利率上升透過物業價格渠道的傳遞存在滯後，但物業價格渠道最終會顯著拖

低私人消費。另一方面，我們發現關閉股票價格渠道對利率上升的短期和長期衝擊都沒有多大影響（綠線，圖B3.4）。利率上升通過股票價格渠道的有限傳遞，可能是由於股票價格較為波動及不易透過模型作出分析。

**圖 B3.4**  
利率上升對私人消費的總體影響及局部影響



資料來源：金管局職員估計數字。

## 結語

我們的模擬分析闡釋利率上升對私人消費可能產生的影響。結果顯示利率上升對私人消費的最終影響，主要取決於物業價格受利率上升影響的程度。這個結果與物業作為主要家庭資產的事實相符，物業可以成為利率上升對本港經濟衝擊的主要傳遞渠道。

然而，上述實證結果是建基於私人消費及資產價格之間在不同的經濟和物業周期的平均關係。在現時的周期當中，物業估值偏高，故利率上升可能會對物業價格造成更大及非線性的負面影響。因此，利率上升的實際影響可能較我們所顯示的結果為大。此外，近年家庭債務負擔上升，可能會導致私人消費跌幅對於物業市場下行周期的敏感度上升。