

3. 本港經濟

香港經濟於2018年上半年仍然保持強勁增長，但是經濟增長率於期內變得波動。預期下半年經濟將會進一步擴張，不過步伐會放緩。隨着中美貿易衝突升級，經濟增長的下行風險已經增加。本地通脹於短期內有可能進一步上升，但是仍會處於溫和的水平，而且其前景面臨上行及下行兩方面的風險。

3.1 實體經濟活動

與2017年下半年相比，香港經濟於2018年上半年仍然保持強勁增長(表3.A)。實質本地生產總值較去年下半年增長2.4%，處於長期平均水平之上。與去年同期相比，實質本地生產總值的增幅亦表現強勁，第1季及第2季分別達4.6%及3.5%，超過上兩個季度平均3.5%的增速。

表3.A
本地生產總值增長

	半年增長率(%)*		按年增長率(%)	
2017	上半年	1.8	第1季	4.4
			第2季	3.9
	下半年	1.6	第3季	3.6
			第4季	3.4
2018	上半年	2.4	第1季	4.6
			第2季	3.5
10年平均	(2008年上半年至2017年下半年)	1.3	(2008年第1季至2017年第4季)	2.7

*基於以開支面編製以及經季節性因素調整的本地生產總值物量指數計算。

資料來源：政府統計處。

按季比較，經濟活動於上半年內變得波動，大幅增長後錄得輕微收縮(圖3.1)，這與2017年下半年大體保持穩定增長的狀況形成鮮明對比。具體而言，受私人消費大幅增長及淨出口回升所帶動，經季節性因素調整實質本地生產總值於第1季增長2.1%，是多年來的高位。隨着中美貿易摩擦導致市場情緒惡化，私人消費在第2季由高位回落，對外貿易表現亦轉差(圖3.2)。故此，儘管投資開支總額回升，但是實質本地生產總值卻稍為收縮。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻

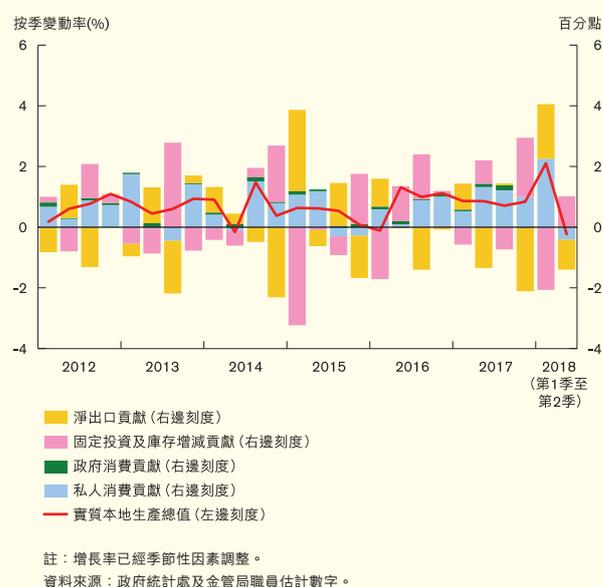
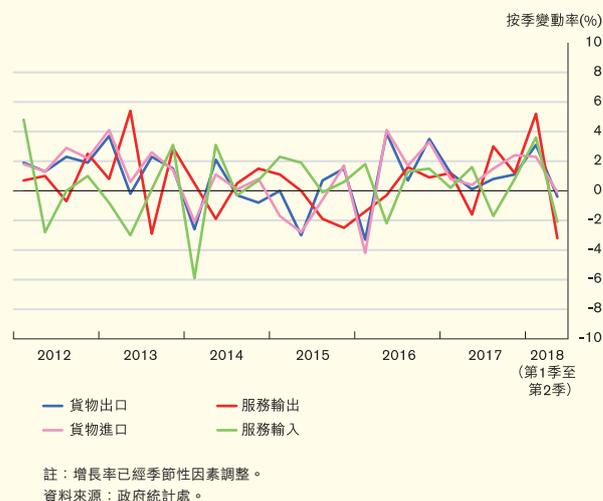


圖3.2
實質進出口



經濟表現大致強勁，帶動2018年上半年就業職位增加。期內總就業人數增長約0.8%至約3,870,000人，其中公共行政、社會與個人服務業以及金融與商業服務業增幅最為顯著。由於實質本地生產總值增長超過就業人數增長，勞動生產力呈現進一步改善的跡象。

展望未來，預期2018年下半年經濟將繼續保持增長，但是步伐會較上半年有所放緩。外圍方面，雖然貿易保護主義抬頭（特別是美國與中國內地之間的貿易摩擦升溫）或會拖累香港的出口表現，但服務輸出有望受惠於活躍的跨境金融活動及持續復甦的訪港旅遊業。本地方面，私人消費料將持續增長，主要勞工市場狀況理想所致。至於本地固定資本形成方面，受惠於持續的住屋供應增加及基建項目發展，樓宇及建造活動應會穩步增長。然而，受利率有可能上調及多種外圍不確定因素影響，商業資本開支的前景較為不明朗。此外，以香港採購經理指數為例的市場情緒指標近期走弱，從其過往跟本地生產總值的正相關關係而估計，第3季本地生產總值按年增長動力可能進一步下滑。政府預測2018年全年實質本地生產總值增長介乎3至4%，而私營機構分析師的最新增長預測平均為3.6%。

儘管預期本地經濟在基準情境中仍會保持增長，但隨着中美貿易衝突加劇，經濟增長的下行風險已經增加。雖然估計貿易衝突透過傳統貿易渠道對香港的短期影響有限¹⁵，但本地經濟或會透過其他渠道受到影響。因此，本地經濟所面對的總體影響可能會擴大。舉個例子，貿易摩擦或會加劇股市波動及收緊金融市場狀況，從而拖累經濟增長。由於貿易保護主義措施還在演變當中，所以經濟不確定因素增加亦可能會對宏觀經濟及金融狀況產生影響（參閱專題2）。

除貿易保護主義之外，前述的基準經濟前景還面對其他不確定因素或風險。它們主要包括各大央行的貨幣政策正常化、中國內地在金融去槓桿化下的經濟表現以及國際資金流的潛在波動等。

3.2 通脹及失業率

本地通脹於2017年跌至低位後，近期有所回升，並停留在溫和的水平。按年比較，基本綜合消費物價指數於2018年第1季及第2季均錄得2.4%的升幅，略高於前兩個季度約1.7%的平均升幅。反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率於上半年亦大致上升，從2017年12月的2.4%升至2018年7月的2.5%（圖3.3）。由於外部及本地價格均面臨壓力，所以帶動通脹動力微升。在貿易品當中，基本食品價格增長加快，部分是惡劣天氣狀況所致。就服務價格而言，外出用膳及雜項服務（例如旅行團）的價格亦隨着勞工市場與收入狀況向好而加速上升。更為重要的是，早前新簽訂的私人住宅租金的增長繼續推高通脹動力（圖3.4）。然而，近期的勞工成本壓力仍大致保持溫和（圖3.5）。

圖3.3
反映消費物價通脹的不同指標



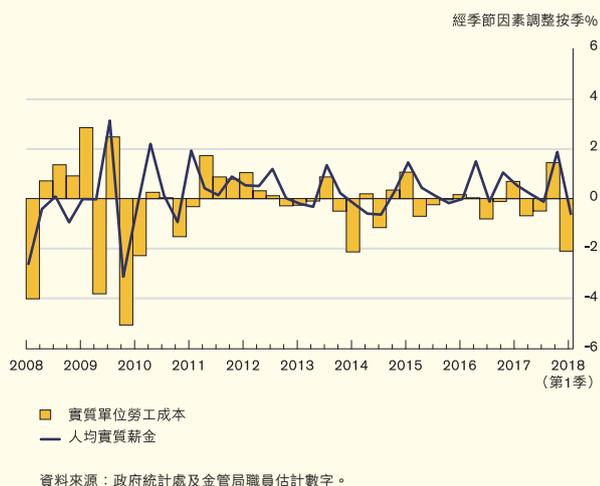
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

¹⁵ 舉個例子，財政司司長於7月9日舉辦的2018亞洲商貿論壇上發表講話，提到美國在7月初實施的關稅措施或將拖累香港今年的經濟增長約0.1至0.2個百分點。

圖 3.4
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



圖 3.5
單位勞工成本及人均薪金



低水平(圖 3.6)。當前的產出缺口估計為輕微正數，倘若勞工市場大幅收緊，則有可能對通脹構成額外的上行壓力。在下行風險方面，如果經濟增長較預期為慢，則有可能舒緩本地通脹。與此同時，美元及人民幣近期的波動或會影響香港的進口價格通脹前景。

圖 3.6
失業率



展望未來，由於全球通脹壓力增加以及早前新簽訂的本地私人住宅租金增長所帶來的傳遞效應，預計本地通脹壓力於2018年餘下時間將會輕微上升。然而，2018年全年通脹應會保持溫和。政府預測2018年基本通脹率為2.5%，市場共識預測整體通脹率仍然溫和，為2.3%。

前述的通脹前景面臨上行及下行兩方面的風險。在上行風險方面，全球通脹一旦錄得超乎預期的漲幅，則有可能進一步增加本地通脹動力。本地因素方面，勞工市場繼續趨緊，經季節性因素調整的失業率由第1季的2.9%下降至第2季的2.8%，是逾20年來的最

專題 2

不確定性對宏觀經濟的影響—貿易糾紛升溫對香港的啟示

引言

儘管香港經濟在2018年上半年大致表現強勁，但隨着貿易戰由爭辯演變成實際行動，香港經濟的下行風險已較數月前明顯上升。有評估認為中美貿易糾紛對香港的直接影響溫和，然而貿易糾紛或可透過其他渠道對香港的經濟造成更廣及更大的影響，特別是若貿易局勢持續緊張或升溫，不確定性將會增加，並對經濟構成壓力。本專題旨在增加我們對有關傳送渠道的了解。我們首先討論如何量化經濟不確定性，然後透過實證識別不確定性所帶來的宏觀經濟影響。根據實證研究結果，我們會探討貿易糾紛升溫對香港經濟的啟示。

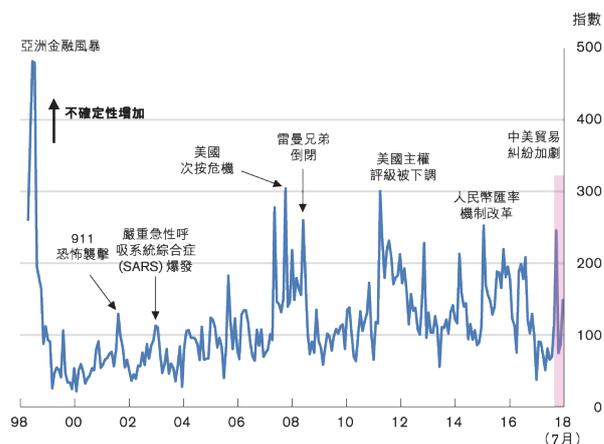
不確定性指數及實證模型

我們參考過往文獻，編製一項以每月新聞作為基礎的香港經濟不確定性指數。首先我們從10份本地主要中文報章識別在1998年4月至2018年7月期間所有關於香港經濟的新聞，然後計算每份報紙於每月包含不確定性相關字句的報導佔比。我們再將10項佔比數字以各份報章的標準差進行標準化，並按月計算其平均值。為了以指數形式來表示所得的數值，我們將1998年4月至2009年12月期間的平均數設定為100。我們採用經季節性調整後的指數進行分析。根據定義，指數數值越高代表不確定性水平越高。¹⁶

香港經濟不確定性指數的變動主要受到外圍環境所帶動（圖B2.1），這符合香港屬細小而開放的經濟體的情況，特別是當指數急升時，通常均涉及重大外部衝擊。而一些本地衝擊，例如2003年爆發的嚴重急性呼吸系統綜合症(SARS)，亦為香港經濟增加不確定性。

¹⁶ 有關計算方法的詳情，請參閱Wong等人(2017)「Measuring Economic Uncertainty and its Effect on the Hong Kong Economy」，金管局研究備忘錄11/2017。

圖B2.1
香港經濟不確定性指數



資料來源：金管局職員估計數字。

香港經濟不確定性對宏觀金融狀況的影響可透過不確定性指數來分析。具體而言，我們設計了一個簡單的向量自迴歸模型 (Vector Autoregressive model)，當中包括六個內生變數：本地生產總值、私人投資及消費的實質按年增長率、私營企業職位空缺增長率、金融狀況指數¹⁷及香港經濟不確定性指數。為控制可能由外圍經濟環境所帶來的影響，該模型選用全球國內生產總值增長率作為外生變數。

這個簡單的模型可識別經濟不確定性是從何種渠道影響香港的實體經濟。理論上，由於調整成本或／及不可逆轉的因素存在¹⁸，經濟不確定性增加會導致企業延遲投資或經濟活動。而它們亦因經濟不確定性增加而減少提供職位空缺，求職者在勞動市場尋找工作時會面臨更大阻滯¹⁹。因此，預計經濟不確定性增加將令投資及消費增長減少，以致本地生產總值增長下降。

¹⁷ 數值越高表示金融狀況寬鬆，反之亦然。有關指數的計算是按照Chan等人的加權總和法(2016)「Financial Conditions Indexes for Hong Kong」，金管局研究備忘錄09/2016。

¹⁸ 請參閱Bernanke (1983)，「Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment」，《Quarterly Journal of Economics》，第98(1)卷，第85-106頁。

¹⁹ 請參閱Guglielminetti (2016)，「The Labour Market Channel of Macroeconomic Uncertainty」，《Bank of Italy Temi di Discussione Working Paper》，第1068號。

經濟不確定性亦會透過金融渠道影響香港的實體經濟，特別是當經濟不確定性增加時，放貸者可能會減少信貸供應及／或收取更高的息差，而資產市場將受到更強大的下調壓力。收緊的金融狀況有機會對實體經濟產生漣漪效應。該金融渠道亦意味經濟不確定性指數與金融狀況指數呈負相關性。

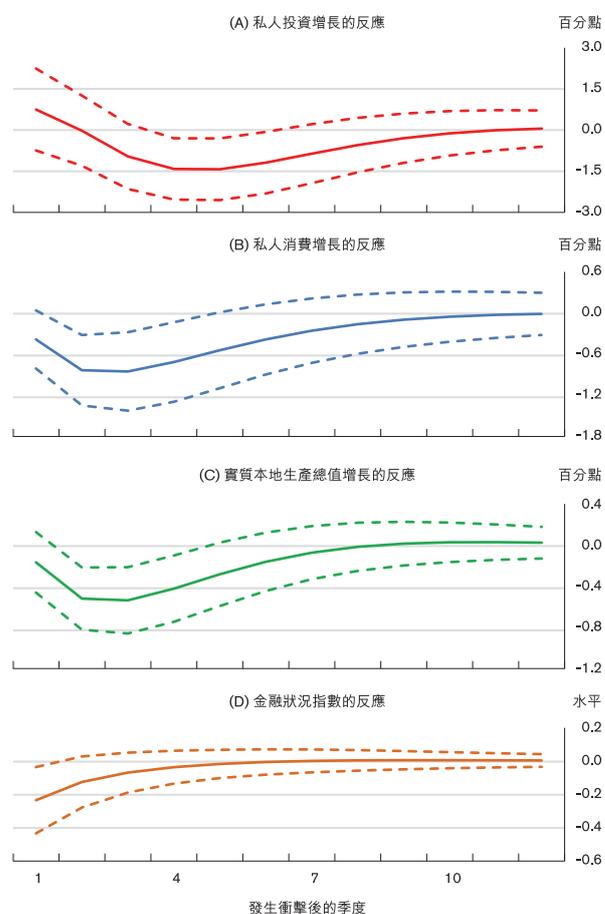
實證結果

我們採用1998年第三季至2018年第一季的季度數據在模型中進行估算。基於Schwartz訊息準則(Schwartz Information Criterion)及考慮到樣本偏小，該模型的滯後長度設定為1季。透過估算的廣義衝擊反應函數(generalised impulse response functions)，圖B.2顯示所選的經濟變數對增加經濟不確定性後的反應²⁰。實證結果與經濟學的直觀預測符合。尤其是當經濟不確定性增加時，私人消費及投資增長會受到遏抑，令經濟增長受壓。

估算的衝擊反應函數顯示經濟不確定性的衝擊傳導裡存在兩種特性。首先，儘管實體經濟的即時反應相對溫和，但長期反應則趨於強勁及持久。具體而言，私人投資的反應在最初的衝擊後3至6個季度最為顯著。私人消費的反應亦出現類似情況，最大的影響在衝擊後約2至3個季度。有關研究結果顯示，經濟不確定性衝擊的全面影響或需較長時間才能反映於實體經濟上(圖B.2中的圖A至C)。

其次，如金融狀況指數的衝擊反應所見，經濟不確定性增加將對金融狀況產生急速但短暫的影響(圖B.2中的圖D)。

圖B.2
所選經濟變數對經濟不確定性衝擊的反應



註：假設所選的經濟變數所受衝擊為不確定性指數上升一個標準差。實線表示反應函數，虛線表示標準誤差區間。

資料來源：金管局職員估計數字。

²⁰ 為免衝擊反應函數存在次序依賴性的問題，我們在此使用廣義的衝擊反應函數。

貿易糾紛升溫對香港的啟示

本研究分析顯示，若貿易糾紛令經濟不確定性持續高企，香港的金融狀況及實體經濟下行風險將會顯著上升。

雖然貿易糾紛的直接影響暫時仍屬溫和，但我們需要格外留意其後續發展，原因是香港的經濟不確定性指數已有所上升，而且基於以下三項因素，間接影響的幅度至今仍甚不明確。首先，我們的實證研究結果顯示，由貿易糾紛所帶來的經濟不確定性的全面影響或需較長時間才能反映於實體經濟上。其次，雖然我們的分析揭示貿易糾紛升溫的風險如何透過特定的間接渠道，即是以不確定性的渠道來傳送，但透過其他潛在的傳導機制及影響幅度仍未全面了解。最後，貿易糾紛會否進一步升溫亦難以預計。