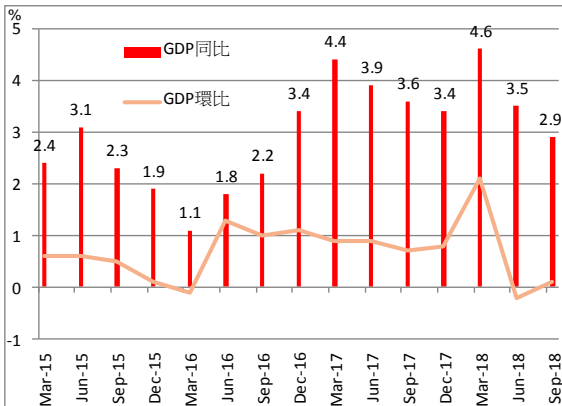




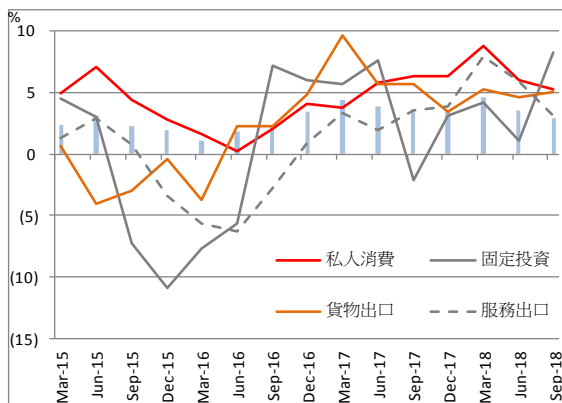
## 香港經濟風雨兼程 消費物價走勢企穩

圖 1: 香港過去幾年的實質 GDP 增速



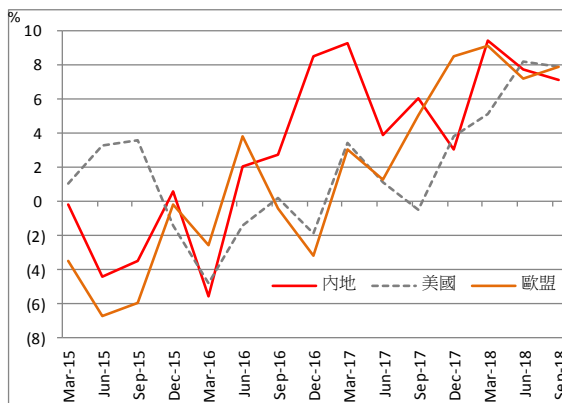
數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

圖 2: 香港 GDP 主要開支的組成部分



數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

圖 3: 香港對主要貿易夥伴的出口表現



數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

香港經濟在 2018 年維持較快增長。根據政府統計處的數據,本地實質生產總值在去年首三季同比上升 3.7%。以季度來看,本地經濟增長率逐季放緩,從首季度的 4.6% 下滑至第二季的 3.5% 以及第三季的 2.9%。特區政府最新估計 2018 年全年可錄得 3.2% 的實質增長率,貼近去年初預測的 3% 至 4% 區間下限。

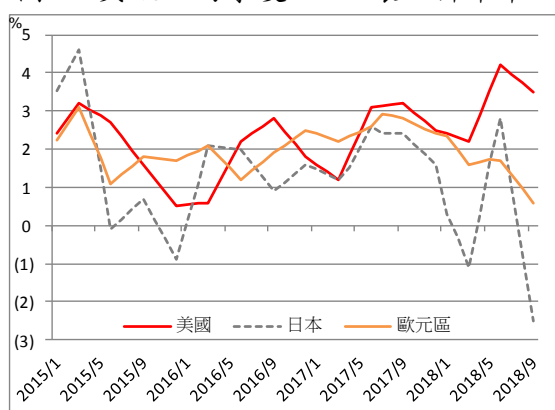
### 內外需雙輪驅動 增長動能漸減弱

2018 年香港經濟大致延續了良好的增長勢頭,呈現內需堅挺、出口改善的「雙輪驅動」格局。私人消費開支的按年增速在去年頭三季度雖逐季下滑,但累計升幅仍達 6.6%; 整體投資開支的表現較為波動,繼第二季微弱增長 1.1% 之後,第三季大幅反彈 8.2%,令首三季度的同比增速回升至 4.5%。訪港旅遊業顯著復甦,2018 年前 9 個月的訪港旅客數按年大增 9.5%,旅遊服務出口錄得 9.7% 的實質增長; 加上區內貿易往來活絡及跨境金融活動持續擴張,帶動整體服務輸出同比增長 5.6%。

雖然中美貿易戰於去年 7 月份正式打響,更在隨後數月愈演愈烈,但香港首三季度的貨物出口仍錄得 4.9% 的實質同比增長,對主要市場包括內地、美國、歐盟和東盟等的出口均保持穩健增長。香港的出口貿易業績不俗,在一定程度上反映了環球經濟仍保持溫和的復甦態勢,以及中美貿易摩擦對本港出口環節的影響尚未充分浮現; 甚至從表面數字看,本港 2018 年的貿易表現還受惠於部分出口商為避免受關稅的影響而提早付運的「趕出口」效應。

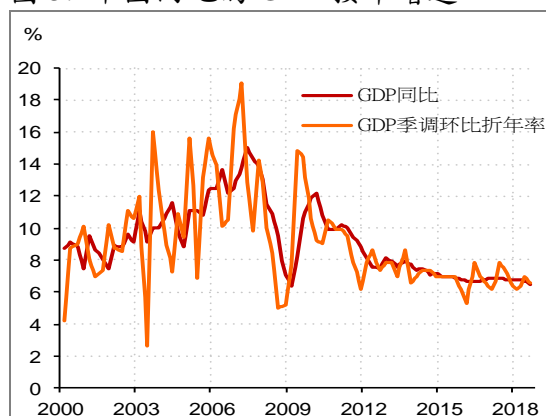
## 美歐日復甦分化 內地經濟續放緩

圖 4: 美歐日的季度 GDP 環比折年率



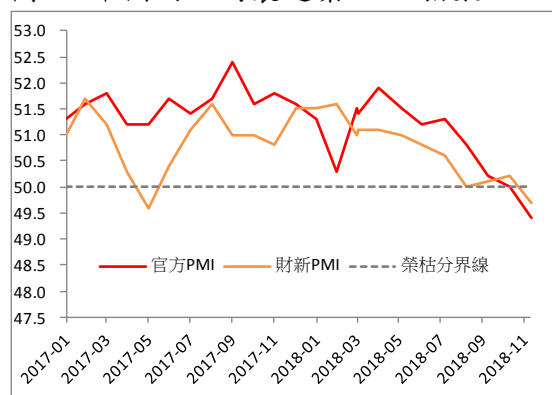
數據來源: wind 數據庫、廠商會研究部整理

圖 5: 中國內地的 GDP 按年增速



數據來源: 國家統計局、廠商會研究部整理

圖 6: 中國內地的製造業 PMI 指數



數據來源: 國家統計局、廠商會研究部整理

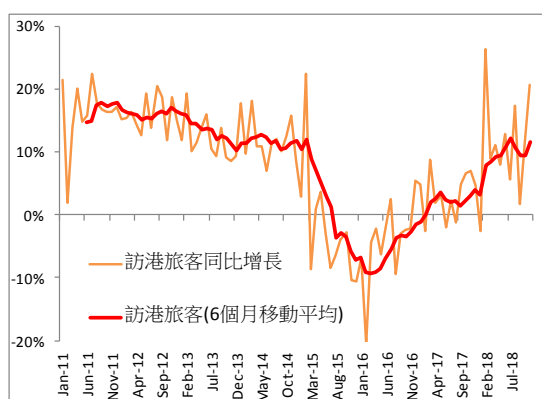
在發達國家中，美歐日的復甦步伐再度出現分化。受到減稅及基建投資等措施推動，美國經濟表現相對為佳，GDP 同比增速在去年第二和第三季度分別錄得 2.9% 和 3.0%，乃 2015 年第二季以來的最快增長；失業率跌至 10 月的 3.7%，創下近五十年來的最低水平。相比之下，歐元區經濟增長持續放緩，GDP 同比增速從上半年的 2.3% 下跌至第三季的 1.7%；日本經濟在去年首季度中斷了此前連續八個季度的正增長，GDP 環比折年率雖然在第二季曾出現 1.9% 的反彈，但第三季度再次跌入 1.2% 的負增長。

內地經濟呈現穩中趨降的走勢，去年首三季分別同比增長 6.8%、6.7% 和 6.5%。進入第四季度，內地經濟的下行壓力進一步增大；尤其是近年擔當宏觀經濟穩定器的消費環節明顯「轉冷」，社會消費品零售總額在 10 月和 11 月只錄得 8.6% 和 8.1% 的同比增長。內地官方和財新公佈的 12 月製造業 PMI 指數分別下滑為 49.4 和 49.7，雙雙降至 50 榮枯分界線以下，更創下近年來的最低值。

去年 12 月底召開的中央經濟工作會議指出，「保持經濟運行在合理區間，宏觀調控政策要強化逆週期調節，積極的財政政策要加力提效，實施更大規模的減稅降費；穩健的貨幣政策要鬆緊適度，解決民營企業和小微企業融資難融資貴問題」。在此背景下，中央多個部門的宏觀調控政策已轉趨寬鬆；例如，國家發改委於最近一個月加快審批並合共推出涉及 9,300 億元的基建投資項目，人民銀行在 2019 年新年伊始就宣佈降準 1 個百分點，向市場淨投放 8,000 億元的資金。內地經濟正逆風前行，但在中央經濟工作重心轉向「穩增長」的氛圍下，預計 2019 年 GDP 增長率可降中企穩，徐步放緩至 6.3% 左右。

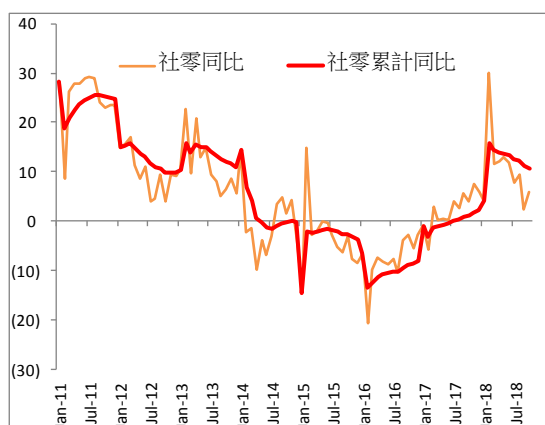
在未來一段時間，預計主要發達國家的經濟可繼續溫和擴張，主要新興市場保持較穩健增長，環球經濟復甦的基本態勢將得以維持，但上

圖 7: 訪港旅客人數的同比增長



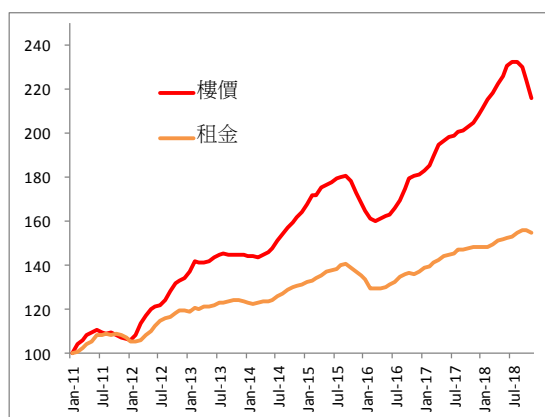
數據來源: 香港旅發局、廠商會研究部整理

圖 8: 香港零售業銷貨值的按年變化



數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

圖 9: 香港 2011 年以來樓價累積升幅



註: 以差餉物業估價署公佈的 2011 年 1 月本港樓價指數為基數, 數值為 100。

數據來源: 差餉物業估價署、廠商會研究部整理

升動能會明顯減弱。中美貿易關係近期有緩和的跡象；兩國繼「習特會」宣佈貿易休戰後，已重啟雙邊談判。但須看到，中美經貿局勢緊張的背後有一系列錯綜複雜的成因，兩國角力亦已從傳統經貿領域蔓延至科技競爭、國家安全等廣泛領域；雙方要在短短的 90 日限期內解決停止產業補貼、強制技術轉讓、知識產權保護等深層次的結構性矛盾，難度甚大。在未來一段時間裏，中美貿易摩擦仍將是困擾世界經濟的重大不確定因素之一。

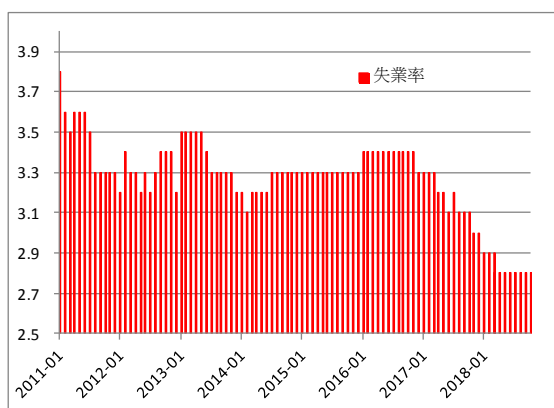
隨著外圍不利因素增加以及中美貿易摩擦的影響進一步浮現，香港出口貿易的增長勢頭料會進一步減弱，2019 年的貨物貿易或只會錄得低單位數的弱增長；惟廣深港高鐵香港段以及港珠澳大橋已相繼通車，有助於吸引更多內地旅客來港，可為服務輸出帶來一定的刺激作用。

#### 外圍市場風險升 經濟前景挑戰多

另一方面，美聯儲去年累計加息四次，美元匯率曾出現階段性走強，觸發了阿根廷、巴西、土耳其等新興市場國家的貨幣大幅貶值，對包括香港在內的新興經濟體的匯率和金融穩定帶來挑戰。香港金融體系流動性充裕，本地銀行只跟隨加息一次，且加幅僅為八分之一厘。雖然近期市場對美聯儲或會減慢加息步伐的預期有所升溫，但預料美國、歐洲和日本等主要央行仍會透過維持甚至增大收縮資產負債表的力度等緊縮性政策來回收流動性。如果港美間息差繼續擴闊，或會觸發資金加速流出本港，銀行上調息口「追落後」的壓力繼續上升；這將會直接增加企業的融資成本和難度，更可能因市場流動性收緊而加劇股市、樓市等資產價格大幅調整的風險。

在內需方面，本港營商氣氛近期轉趨審慎，中美貿易紛爭令企業的投資意欲減弱；金融市場波動性增加以及地產市道降溫，均可能會削弱財富效應對消費的正面作用。所幸的是，本地的勞工市場情況有望保持良好，整體失業率可維持在 3% 左右的低位，居民收入料將續有增長；加上

圖 10: 香港近年來的失業率變化



數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

基建工程和樓宇建造活動保持活躍，以及政府加大對創新科技領域的投資力度，均會對本地消費和投資需求提供實質性的支撐。

概括而言，在美國、內地等主要經濟體增長走弱、國際金融波動頻仍、主要經濟體調整貨幣政策、中美貿易爭端未達成實質性協議的背景下，香港經濟面臨的外圍不明朗因素有增無減；雖然內需可為整體經濟表現提供一定緩衝，但其本身的增長動能亦趨於放緩。預計 2019 年實質本地生產總值的增長率將放緩至 2.5% 至 3%，有可能跌破過去十年 2.7% 左右的趨勢增長率。

綜合物價指數方面，近期內地及環球通脹保持溫和，國際石油價格亦顯著下跌；惟本港就業市場堅挺，而早前本地新訂租金上升的滯後效應仍會陸續浮現，估計香港 2019 年的整體通脹率將維持於 2.5% 左右。

## 專題分析

### 香港 2019 年的物價通脹走勢展望

在宏觀經濟分析中，消費物價指數(CPI)是用來衡量一個經濟體通貨膨脹的最常用指標。千禧年之後，香港經濟曾陷入連續幾年的衰退，本地消費物價指數在此期間出現負增長。直至 2005 年，香港才走出近六年的物價通縮，CPI 升幅重返正數區間，之後更穩步回升(若剔除受 2009 年全球金融危機爆發的影響而出現短暫下跌的擾動)，於 2011 年錄得 5.3% 的階段性高峰。

2012 年之後，香港的通貨膨脹率又掉頭向下，在 2012 至 2014 年期間輕微放緩，整體通脹率維持於 4% 至 5% 區間；2015 年起呈現更明顯的拾級而下走勢，逐年回落至 2017 年的 1.5% 低谷。進入 2018 年以來，香港的消費物價指數有再次抬頭的跡象，前 11 個月的累計按年升幅回升至 2.4%。

究竟香港去年以來的通脹回升勢頭能否持續，抑或在環球經濟下行風險增大的態勢下，本地消費物價指數反而會重回降軌？下文將透過拆解分析影響本港通貨膨脹的主要因素，嘗試對 2019 年的通脹情況做一個粗略的研判。

圖 11: 2000 年以來香港物價通脹率的走勢

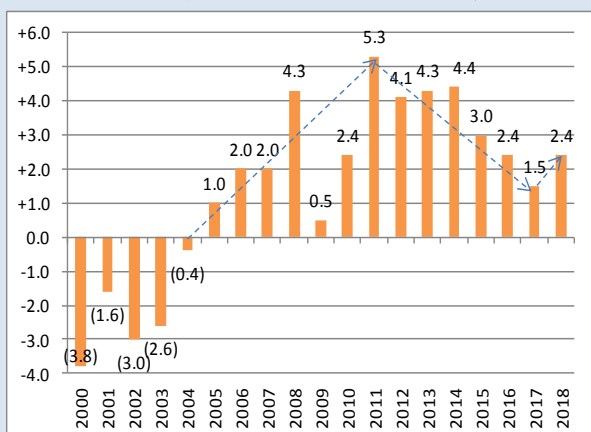
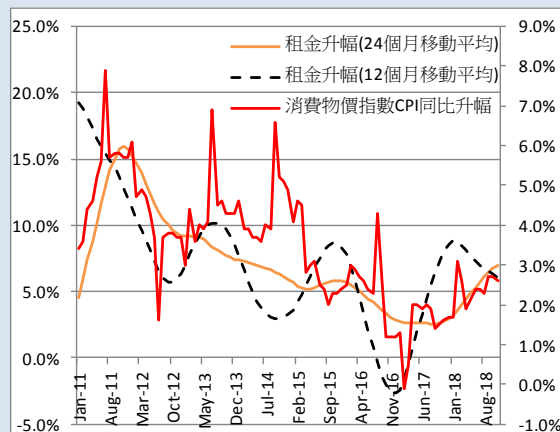


圖 12: 香港 CPI 和住宅租金的同比升幅



數據來源: 差餉物業估價署、香港政府統計處、廠商會研究部整理

綜合過往的文獻，影響香港通脹走勢的主要因素包括房地產價格、市民就業工資水平、內地及環球通脹走勢以及訪港旅遊業市況等；這些因素基本上是循著需求拉動、成本推動，抑或兩者兼備的途徑來影響通脹走勢。有研究指出，在影響本港通脹的內外部因素中，又以內部因素居主導地位，特別是樓價和工資水平，對通脹變動的貢獻比例高達六至七成；至於外部因素，包括內地及環球通脹和訪港旅遊業在內所導致的輸入型通脹，則居於較次要位置。

以內部房地產價格為例，樓市暢旺一方面透過帶動租金上漲，推升市民的居住成本和企業的營商成本。從組成消費物價指數的開支權重看，住屋租金的比重佔到三成以上；若計及對本地商家所提供的商品和服務價格的間接影響，可能接近一半的通脹來源於租金成本的變動。另一方面，樓價上漲本身還會產生財富效應，刺激社會總需求的擴大，從需求端拉動通脹上升。

香港樓價繼 2017 年飆升 16.7% 之後，於 2018 年頭七個月再創新高。然而，樓價自去年 8 月之後開始掉頭向下，從高位累計下跌 9% 左右。目前影響樓價的多種不利因素越發顯露，包括中美貿易摩擦令香港經濟前景轉差、股市大幅下挫影響投資氣氛、美聯儲加息令本地息口上調的壓力增大等。近期市場普遍預期本港今年的樓價將繼續向下調整，而樓價見頂回落將令支撐消費的財富效應減弱，亦會抑制新訂住屋租金的升幅；惟本地早前新訂租金上升的滯後效應仍會在短期內陸續浮現，預料樓市轉冷對今年通脹的抑制作用尚屬輕微。

在內部因素中，居民工資增長與物價通脹亦是密切相關。宏觀經濟學中，菲利浦斯曲線(Phillips Curve)是解釋勞動力市場與通貨膨脹之間關係的經典理論之一；該理論認為當失業率下跌，就會推升勞動者的工資水平，進而對消費物價構成上漲壓力。本港的就業市場在過去長時間裏維持偏緊，失業率跌至 3% 以下的歷史低位；居民名義收入維持 4% 左右的穩定增長，構成了物價上漲的一個重要推動力。近期多間機構所做的調查顯示，本港 2019 年的僱員平均加薪幅度介於 3.5% 至 4%，略微遜於去年的實際加幅。可以預見，本港僱員的工資增長對今年內通脹的影響仍將繼續保持正面，惟其推動力或會稍有減退。

香港作為小型開放經濟體，絕大多數的食品和消費品均來自於境外，本地通脹在一定程度上亦難免會受到進口物價變動的影響。2019 年環球經濟的增長動能轉弱，主要經濟體的通脹率料會保持溫和。惟須警惕的是，今年外圍環境存在諸多不確定性，當中有多項變化或會對本港的輸入型通脹帶來上行風險，包括內地去年爆發的豬瘟疫情尚未有明顯受控，或會導致供港豬肉及其他副食品價格加速上漲；美國經濟增長放緩以及聯儲局放慢加息步伐，令今年美元匯率的上升動能減弱，港元若跟隨美元偏弱，將會加重進口商品價格對本地通脹的壓力；儘管中美之間達成貿易協議的機會正在上升，但雙方談判破裂的「黑天鵝」事件一旦發生，美方將會擴大加徵關稅的產品範圍或調高現有關稅稅率，其影響將會傳導至更多消費物價環節，亦會推高本港部份進口商品的價格。

此外，近年內地訪港旅客的消費模式發生結構性變化，例如從過往熱衷於追捧奢侈商品轉向購買與本地市民生活更為息息相關的中低價商品和服務，訪港旅遊業對本地通脹的影響或會變得更為顯著。近期訪港旅遊業顯著復甦，2018 年頭 11 個月訪港旅客人數按年大增 10.7%；加上廣深港高鐵香港段及港珠澳大橋相繼通車，有助吸引更多內地旅客來港消費，而旅遊業相關行業的市道維持暢旺將會對本地通脹構成一定的上行壓力。

綜合而言，本港今年內所面臨的輸入通脹壓力將有所增大；但樓價出現調整、市民工資增幅穩中略降，令內部經濟環節對通脹的拉升作用稍微減退。在各項好淡因素交織的背景下，估計香港的消費物價指數將維持大致平穩，預計 2019 年的整體通脹率將基本維持 2018 年的水平，繼續徘徊於 2.5% 左右。