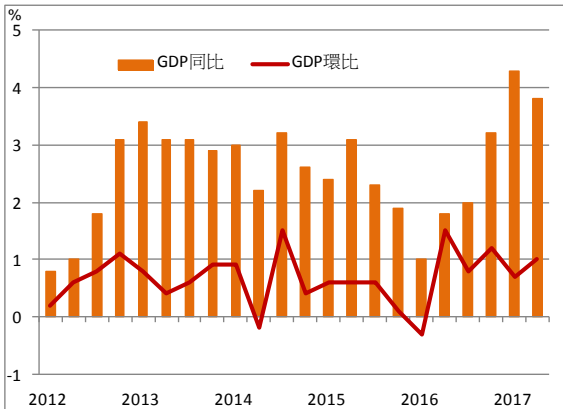




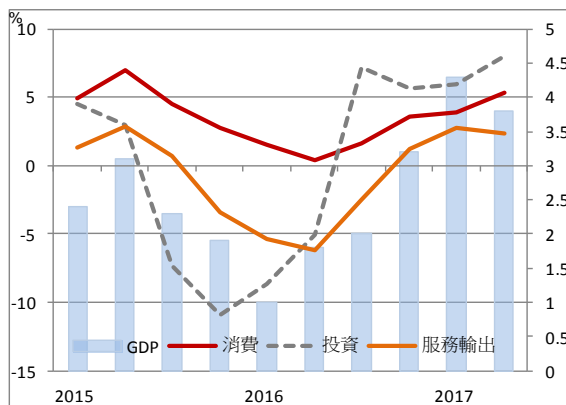
## 香港經濟重拾動能 就業市場細中探微

圖 1: 香港過去幾年的實質 GDP 增速



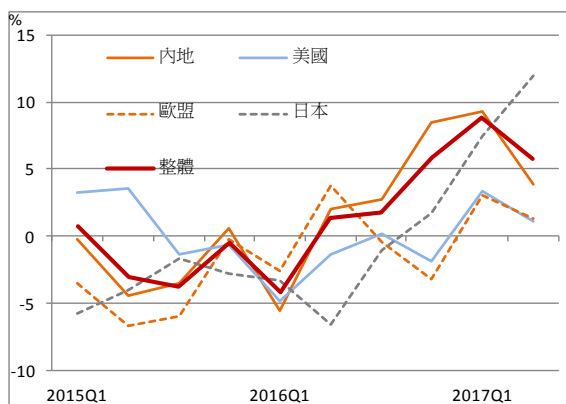
數據來源: wind 數據庫、廠商會研究部整理

圖 2: 香港 GDP 主要開支的組成部分



數據來源: wind 數據庫、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: wind 數據庫、廠商會研究部整理

2017 年以來，香港經濟的增長速度顯著加快；上半年實質 GDP 同比上升了 4%，遠高於去年同期的 1.4% 和全年的 2% 增幅。以季度看，今年首兩季的 GDP 分別按年增長 4.3% 和 3.8%，創下近五年的最高增速。經季節性調整後按季比較，本地生產總值在第一季度上升 0.7%，第二季度則稍微加快至 1%。特區政府已將香港 2017 年的經濟增速預測從 2-3% 上調 1 個百分點至 3-4%。

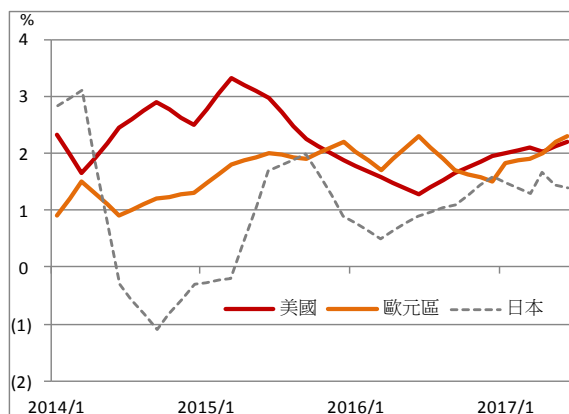
### 內外需同見改善 出口反彈超預期

香港經濟增長的動能轉強，呈現了內需回暖、出口改善的「雙輪驅動」格局。今年上半年整體投資開支按年上升 7%，對比去年同期 -6.8% 和全年 -0.3% 的負增長，可謂是一洗頹氣；私人消費開支亦表現不俗，頭兩季度分別按年上升 3.9% 和 5.3%，均高於去年全年 1.8% 的整體增幅。訪港旅客數目企穩令旅遊服務出口的跌幅收窄，加上區內貿易加快復甦以及跨境金融活動增加，帶動整體服務輸出止跌回穩，錄得 2.6% 的按年增長。

本港貨物出口表現「亮眼」，上半年同比增長 7.4%，遠高於去年同期的 -0.5% 和全年的 1.8% 升幅。從出口地區看，本港對主要市場的貨物出口均保持穩健增長；其中，輸往美國和歐盟的出口增幅提高至 2.3% 和 2.2%，輸往內地和日本的出口錄得強勁反彈，分別較去年同期上升 6.6% 和 9.8%。香港的出口貿易大幅改善，反映全球經濟的「基本面」已漸入佳境。

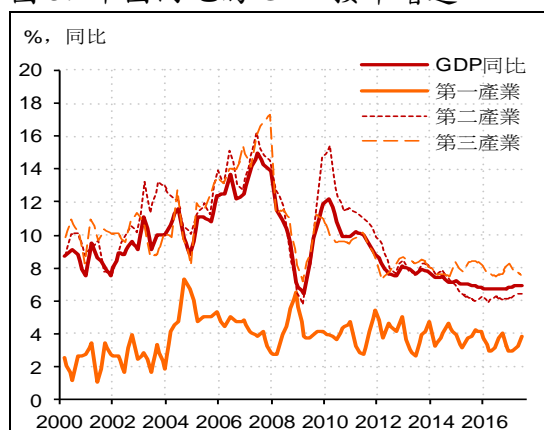
## 美歐日復甦趨同 內地經濟表現佳

圖 4: 美歐日的季度 GDP 按年增速



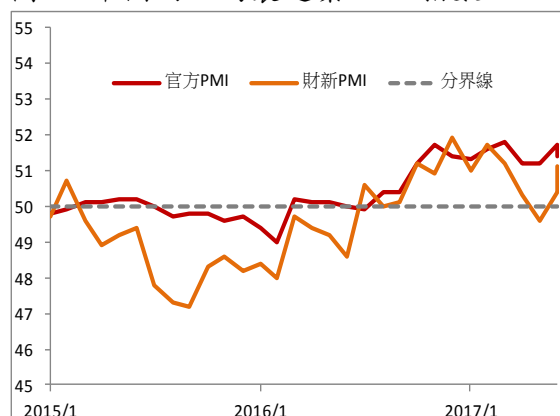
數據來源: wind 數據庫、廠商會研究部整理

圖 5: 中國內地的 GDP 按年增速



數據來源: wind 數據庫、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: wind 數據庫、廠商會研究部整理

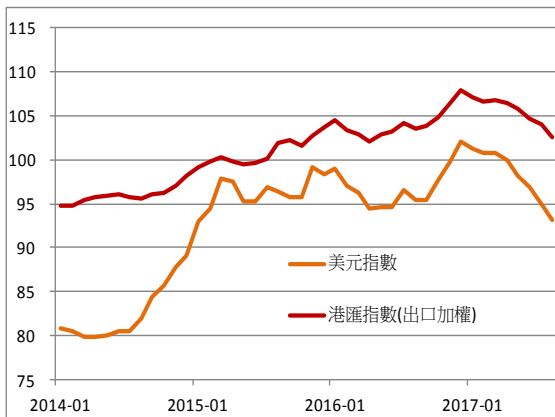
在發達國家中，美國經濟繼續溫和增長，GDP 環比折年率繼首季放緩至 1.2% 後，第二季又回升至 3%；歐元區經濟維持穩中趨升的勢頭，上半年 GDP 同比增長加快至 2.1%；就業市場續有好轉，失業率從年初的 9.6% 跌至 9.1%；日本經濟則錄得連續六個季度的正增長，創下近 11 年的最長擴張紀錄，第一季和第二季的 GDP 環比折年率分別為 1% 和 2.5%，國內的物價通縮風險有所舒緩，CPI 重回正數區間。

內地經濟延續了去年第四季度以來的築底向上趨勢，GDP 同比增速從去年全年的 6.7% 及去年末季度的 6.8% 加快至今年上半年的 6.9%。內地的經濟結構進一步優化，服務業佔 GDP 的比重提高至 54.1%，消費開支的貢獻率高達 63.4%。同時，內地貨物出口環節亦迎來了強勁復甦，在經歷兩年負增長之後，終於扭轉跌勢，以美元計的上半年按年升幅達 8.5%。

今年以來，內地的官方和財新製造業 PMI 指數在大多數月份均雙企穩在 50 榮枯線之上，8 月份分別錄得 51.7 和 51.6。雖然內地經濟在下半年或會輕微放緩，但在「底氣」更足的有利氛圍下，中央的工作重心料將繼續聚焦於金融領域「防風險」和推動國企「去槓桿」，並多管齊下地為實體經濟「降成本」；預計 2017 年和 2018 年的內地 GDP 增長率可維持 6.5% 至 6.8% 之間。

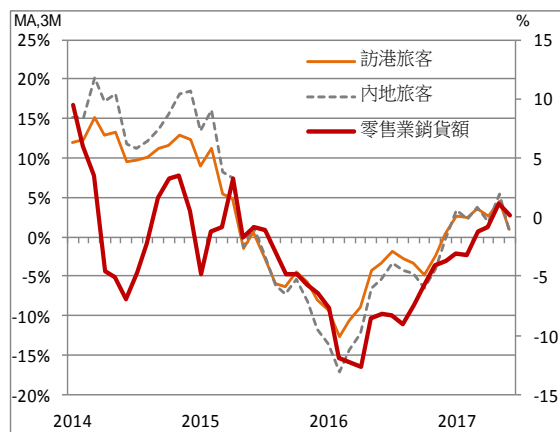
在未來一段時間，隨著主要發達國家經濟繼續溫和擴張、新興市場穩健增長，環球經濟復甦有望加快步伐。另一方面，雖然英國「脫歐」以及歐洲大陸的政治風險已大幅減低，但最近多個地區的地緣政治局勢趨於緊張，加之貿易保護主義情緒可能升溫以及中美經貿關係陰霾密布；令香港的出口貿易形勢仍面臨著諸多不確定性因素，惟短期內應可繼續改善，2017 年和 2018 年或將實現較高單位數的增長。

圖 7: 美匯指數和港匯指數的走勢



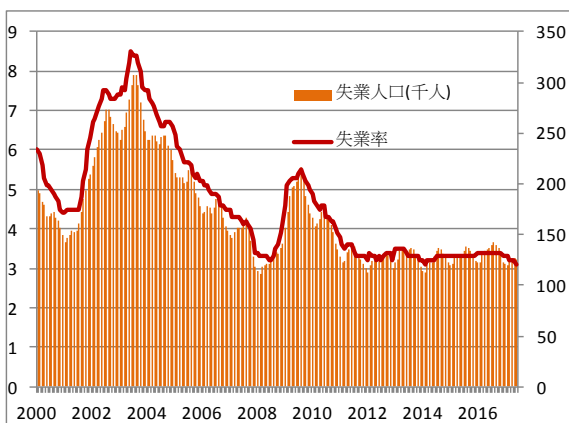
數據來源: wind 數據庫、廠商會研究部整理

圖 8: 香港零售業銷貨值的按年變化



數據來源: wind 數據庫、廠商會研究部整理

圖 9: 香港近年來的失業率變化



數據來源: wind 數據庫、廠商會研究部整理

## 美元弱勢利出口 內部動能續堅挺

美聯儲於 2014 年開啟了貨幣政策正常化的進程，帶動美元匯率在過去幾年持續走強；近期歐洲、中國等主要經濟體的央行亦開始部署收緊貨幣政策，全球主要央行在政策取向上已有「離久必合」的跡象。今年來美元匯率「意外」走弱，預示了伴隨著主要國家經濟增長的同步性增強以及貨幣政策分化收窄，美元「一枝獨秀」的局面或已難以維繼。在聯繫匯率制度下，港匯兌大多數貨幣的走勢近期已跟隨美元偏弱，有助增強本港出口的價格競爭力，特別是促進訪港旅遊等服務輸出的持續改善。

在內需方面，本港的營商氣氛向好，政府基建工程和公私營樓宇建造繼續推進，可為投資支出的穩定增長帶來支持。同時，本地勞工市場情況良好，整體失業率已降至 3.1% 的低水平；加上資產市場暢旺衍生的財富效應，均有助本地消費需求保持堅挺。但亦須留意的是，本港的股票市場及房地產市場價格屢創高位，其出現調整的風險以及對實體經濟的潛在影響值得關注。

概括而言，在外圍環境繼續改善及內部動能轉強的態勢下，香港的經濟前景應可審慎樂觀。2017 年實質本地生產總值的增長率料將加快至 3.5%；雖然受高基數的影響，2018 年的經濟增速或會輕微放緩至 3% 至 3.5%，但仍優於政府預測的每年 3% 趨勢增長率。綜合物價指數方面，鑑於輸入型通脹和本地成本壓力均保持和緩，估計香港 2017 年和 2018 年的整體通脹率將徘徊於 2% 左右。

## 專題分析

### 探究香港經濟「弱增長、強就業」的原因

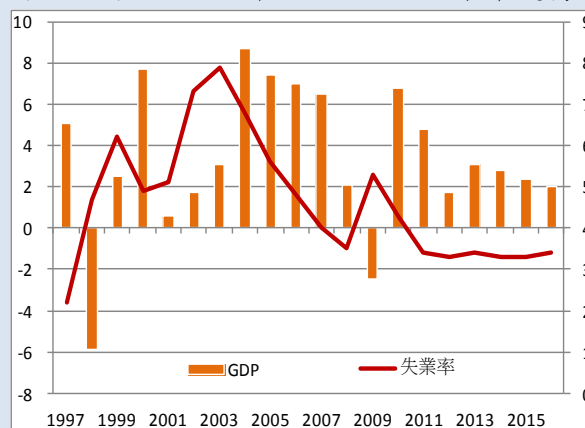
近期有本港的研究機構指出<sup>1</sup>，自 2009 年全球金融海嘯爆發之後，美國的經濟增長表現與勞工市場之間的相關性顯著減弱，具體表現為：一方面，美國經濟近年僅保持溫和增長，2010 年至 2016 年期間的實質 GDP 平均增速只有 2.1%，乃第二次世界大戰以來最弱的一輪經濟復甦；但另一方面，國內的勞工市場卻持續暢旺，新增非農就業職位充裕，而失業率更從 2009 年 10% 的高位回落至 2016 年底的 4.9%，已達到美聯儲估算的 4.7-5% 全民就業水平。

無獨有偶，這一看似矛盾的現象並非單單在美國出現，香港近年亦呈現了「弱增長、強就業」的基本特徵。作為高度開放的小型經濟體，香港曾於 2009 年的全球金融危機中遭受重創，當時全年 GDP 實質下跌 2.7%，失業率飆升至 5.3% 的高位；隨後兩年經濟強勁反彈，失業率亦逐步下降至 2010 年的 4.3% 和 2011 年的 3.4%。但接下來，香港經濟再度放緩，2012 年至 2016 年每年的實質 GDP 增長率基本上是拾級而下，期間的年均增速只有 2.4%，更連續五年低於過去十年 4% 左右的趨勢增長率。在這幾年間，香港就業市場的表現卻大致保持穩定，失業率並未因經濟放緩而顯著上升，始終徘徊於 3.3%-3.4% 之間，接近全民就業狀態<sup>2</sup>。

圖 10: 美國近 20 年的 GDP 和失業率走勢



圖 11: 香港近 20 年的 GDP 和失業率走勢



數據來源: wind 數據庫、廠商會研究部整理

理論上講，在其他生產要素不變的情況下，一個國家或地區的勞動生產力下降意味著須投入更多數量的勞動力，才能完成同樣的經濟產出；同樣道理，經濟增長速度往往取決於勞動生產力以及就業人口兩者的變動率<sup>3</sup>，經濟放緩與就業暢旺並存的現象或可理解為是勞動生產力弱化的表徵之一。

<sup>1</sup> 中銀香港財經述評 2017 年第 26 號，「美國強就業、弱增長之迷」，2017 年 5 月 12 日。

<sup>2</sup> 香港政府經濟分析處，「How high is the natural rate of unemployment in Hong Kong?」，2014 年 7 月。

<sup>3</sup> 有關理論可用簡單模型表達： $\Delta \text{GDP}/\text{GDP} = \Delta \text{A}/\text{A} + \Delta \text{L}/\text{L}$ ，A 代表勞動生產力，L 代表就業人口。

數據顯示，美國近年的勞動生產率（Labor Productivity）表現差強人意，這或許就是引發增長與就業市場不同步的最直接「導火索」。在2011年至2016年期間，美國的勞動生產力按年升幅連續六年不超過1%，其中的三年更錄得接近零增長的停滯表現。再看香港，近年同樣亦出現了勞動生產力增速大幅下滑的情況。參考特區政府統計處的數據，香港的勞工生產力自踏入21世紀以來雖然仍保持上升趨勢，但按年升幅在2009年全球金融危機之後已明顯放緩；2012年至2016年期間的年均升幅只有約2.1%，遠低於全球金融危機前（2002年至2008年）年均4.4%的升幅，甚至不及一半的水平。看來，勞動生產力增長乏力，應該亦是香港經濟與就業表現「歧化」的根源之一。

圖 12: 美國的勞工生產力年度升幅

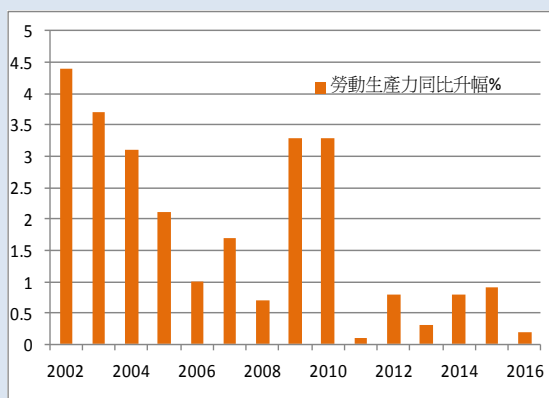
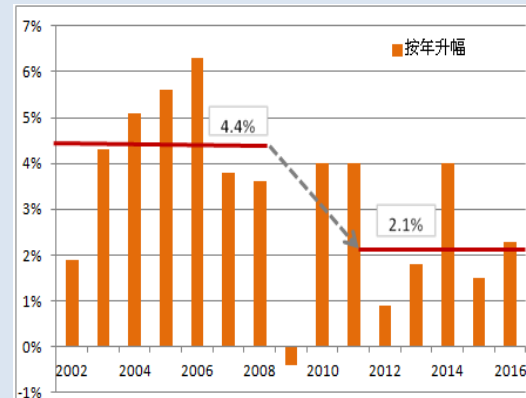


圖 13: 香港的勞工生產力年度升幅



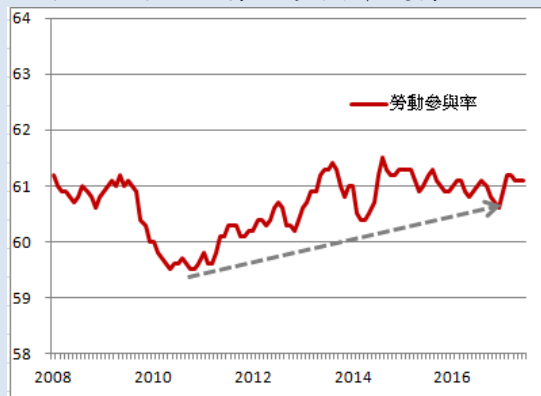
數據來源: 美國勞工統計局、香港政府統計處、廠商會研究部整理

不少研究指，造成美國失業率大幅下跌的一個「技術層面」因素是其就業市場的勞動參與率（勞參率，Labor Force Participation Rate）顯著下滑。按統計學對「失業人口」的定義，那些留在就業市場並主動尋求工作機會的非就業人士才算是失業人口，但主動退出勞動力市場的非就業人口並不屬於失業人口的統計範圍。故一旦社會上有越來越多的適齡就業人口因各種原因而停止或放棄尋找工作機會，亦會造成統計意義上失業率下跌的「假象」。

圖 14: 美國的勞動參與率走勢



圖 15: 香港的勞動參與率走勢



數據來源: 美國勞工統計局、香港政府統計處、廠商會研究部整理

在2007年至2016年期間，美國的勞動參與率從66.4%一路下滑至62.9%，意味著更多適齡勞動力退出就業市場，這不可避免變相推低了失業率的數字；

或者說，當前美國就業市場的繁榮景象可能摻雜了一定的「泡沫」成分。反觀香港，過去幾年本地的勞動參與率基本上保持穩定甚至略有上升，大部分時間都維持在 60%至 61%之間，並無跡象有更高比例的勞動人口退出就業市場；可見，香港近年較低的失業率應該與勞參率變動所導致的「數字遊戲」無關。

除此之外，透過對本港就業市場的人口結構特徵進行「抽絲剝繭」，亦可從中獲得一些有趣的啟示：

從年齡層分佈看，本港「年輕長者」的勞動參與率在過去十年顯著上升。以 55-60 歲和 60-64 歲兩個年齡段為例，勞動參與率分別由 2005 年的 56.1%和 30.1%上升至 2015 年的 65.8%和 42.4%。若以就業人數計算，本港 60 歲以上的就業人口在 2005 年至 2015 年期間淨增加了 18.4 萬人，貢獻了同期總體淨新增就業人口的一半左右；而 55 歲以上的就業人口更增加 36.6 萬人，佔總體新增就業人口的比例高達九成五以上。

從性別分佈來看，香港男性和女性的勞動參與率在過去十年呈背馳的走勢；男性的勞動參與率從 2005 年的 71.1%下跌至 2015 年的 68.8%，女性的勞動參與率則從 2005 年的 51.8%上升至 2015 年的 54.8%。以就業人數計，本港女性勞動人口在 2005 年至 2015 年期間累計淨增加了 33 萬人，對新增就業人口的貢獻率近九成，而同期男性的勞動人口僅增加 4.5 萬人。值得一提的是，過去十年本港女性中勞動參與率上升幅度最為顯著的年齡段，主要介於 35 至 54 歲之間，相信在很大比例是原先辭職在家或者從事家庭崗位的婦女。

綜合以上數據可以推斷，近年香港已屆退休年齡的「年輕長者」繼續或再次就業的比重有明顯上升，同時亦有更多中年婦女重新回歸職場。事實上，有見於人口老齡化趨勢加劇，香港政府近年已多管齊下，鼓勵更多人投入勞工市場，包括帶頭延長公務員的退休年齡、促進長者就業和增強對職女性的支援等。這些努力可謂初見成效，帶動了本港年輕長者和家庭主婦投入勞工市場的比例逐漸上升，更成為近幾年就業人口「增量」的主要來源之一。

但亦須看到，無論是那些仍然「有心有力」的年輕長者抑或是正值工作年齡的家庭主婦，他們當中有不少人為了方便照顧家庭或者是顧及自己的身體健康，可能會較傾向於選擇兼職或者較低工時的工作。從受僱方式看，近五年本港彈性工作的人口數量的確明顯上升；例如，每周工作少於 35 小時的兼職僱員增加了 9.4 萬人，相當於同期的新增總體就業人口 13.5 萬人的 69.6%。

在某種意義上，本港近年來就業市場的人口結構變化以及選擇彈性工作的人數增加，亦可能是勞動生產力增速放緩的成因之一；這為解釋本港「弱增長、強就業」的現象提供了另一個觀察的視角。