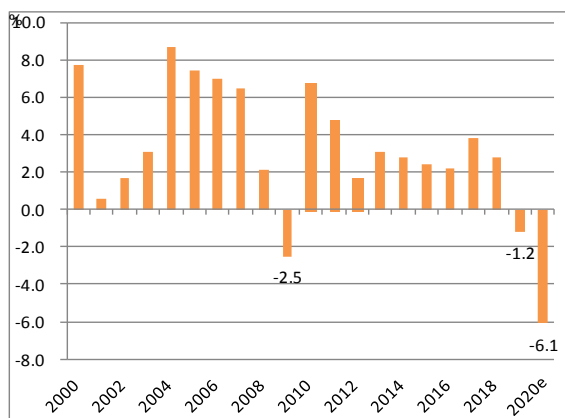


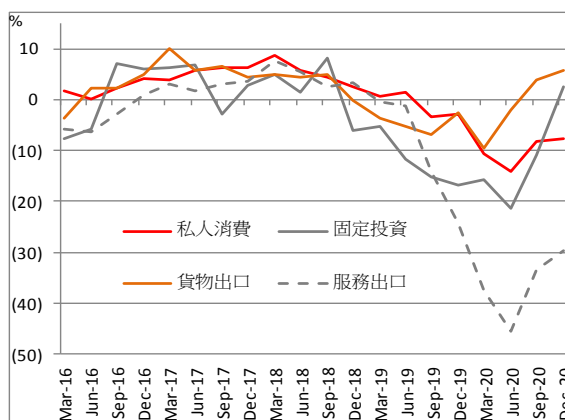
2021年香港經濟展望：雲開天青會有時

圖 1: 香港實質 GDP 的年度同比增速



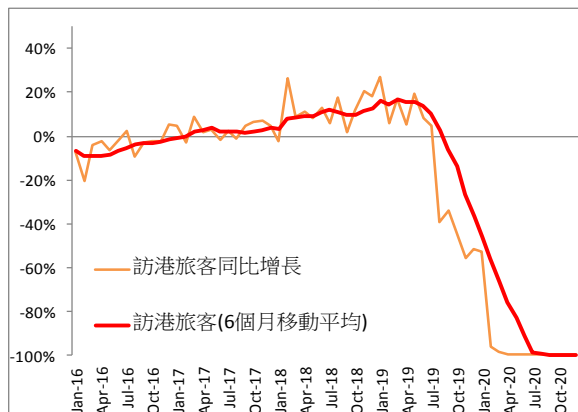
數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

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: 每月訪港旅客的按年同比增速



數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

香港經濟在 2020 年陷入深度衰退。按特區政府統計處的數據，本地實質生產總值繼 2019 年下跌 1.2% 之後，2020 年的跌幅擴大至 6.1%，不但創下 1961 年有記錄以來最大的年度跌幅，亦是首次連續兩年錄得負增長。

雙重衝擊釀經濟嚴重衰退

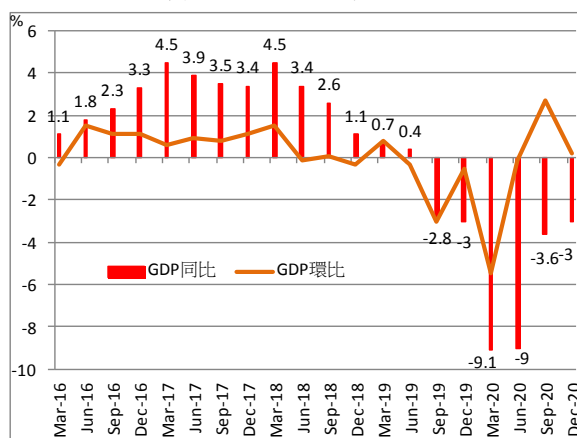
去年香港經濟出現有史以來最嚴重的衰退，一方面可歸因於新冠疫情在本地和全球持續擴散的衝擊，另一方面亦是疊加了 2019 年下半年社會事件的影響，導致主要的經濟部門特別是許多服務行業受創的時間線進一步拉長。事實上，香港經濟內外環節在過去一年裡幾乎全面受挫；除了貨物貿易的表現相對堅韌之外，無論是內部私人消費、企業投資，還是對外服務貿易均無一例外地遭受重創。

以分項來看，2020 年全年的私人消費開支實質下跌 10.2%，凸顯了勞工市場急遽轉差以及政府為抗疫防疫所推行的限制性措施對消費市場造成嚴重拖累；而企業的營商信心更趨薄弱，整體投資開支的同比跌幅達 11.6%。訪港旅遊業自 2020 年初以來接近停頓，全年旅客人次大跌 93.6%；而旅遊業「冰封」加劇了整體服務輸出的下跌，萎縮幅度達 36.8%。相比之下，香港的貨物出口雖然仍處於負增長，但 2020 年的實質跌幅已收窄至 0.3%

對外環節改善利經濟喘定

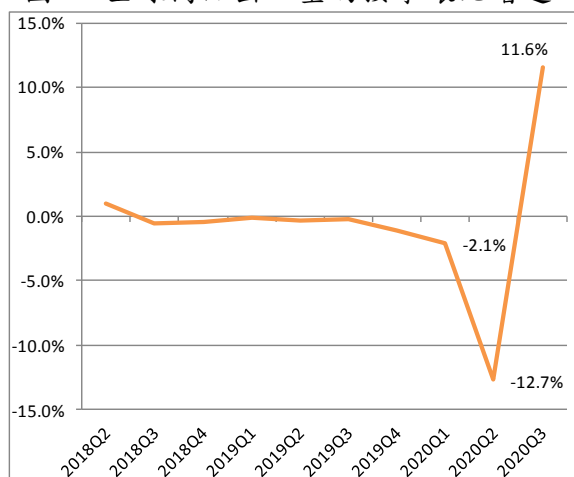
但值得注意的是，自去年下半年以來，香港經濟出現了輕微好轉的跡象。本地第三季度和第

圖 4: 香港實質 GDP 的季度同比增速



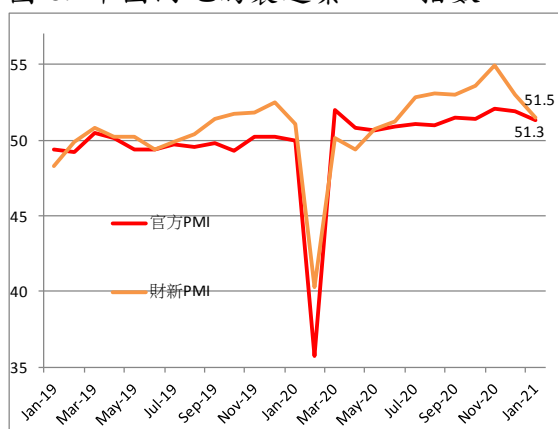
數據來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

圖 5: 全球商品出口量的按季環比增速



數據來源: 世界貿易組織、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

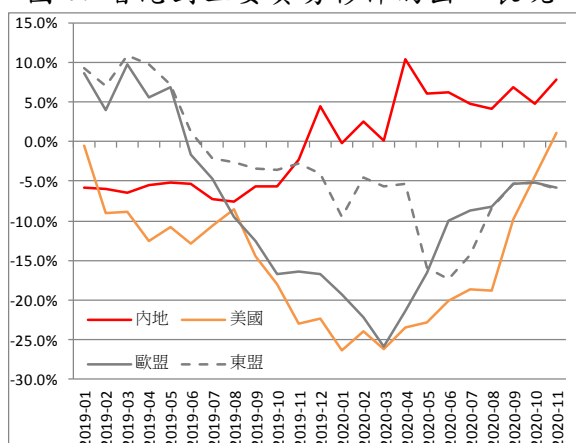
四季度的實質 GDP 分別按年下跌 3.6% 和 3%，較頭兩季的 -9.1% 和 -9% 大幅收窄；若以環比計，第三和第四季度更先後錄得 2.7% 和 0.2% 的升幅，終止了此前連續 5 個季度收縮的困局。這除了與 2019 年下半年本港經濟受社會事件拖累而急速下滑所形成的低基數效應有關之外，亦反映多個內外經濟環節逐步出現不同程度的實質性改善。

從外圍環境來看，主要發達國家經濟在經歷第二季的衰退深淵後紛紛呈現築底整固的跡象，帶動全球商品貿易緩步回升以及經濟景氣特別是金融投資氣氛的改善。美國經濟在去年第二季度顯著惡化，GDP 急遽萎縮 9%，但在第三和第四季度開始有所好轉，按年跌幅收窄至 2.8% 和 2.5%；歐元區和日本經濟在第二季度的衰退程度更加嚴重，GDP 分別同比下跌 14.7% 和 10.2%，但隨後第三季度的萎縮幅度已收窄至單位數的 4.3% 和 5.8%。

相比之下，作為本港最大貿易夥伴的中國內地率先實現了疫情的有效管控和全面性經濟重啟，下半年以來的復甦步伐大幅加快，第三和四季度的 GDP 同比增速先後回升至 4.9% 和 6.5%，後者更已恢復至疫情前的水平。若以全年計，內地 2020 年的 GDP 實質增長 2.3%，成為全年唯一實現正增長的主要經濟體。

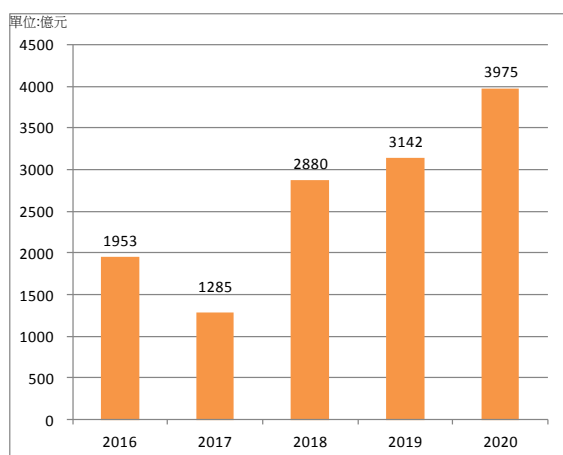
美國總統大選在去年下半年進入衝刺階段，儘管中美關係在此期間仍緊張跌宕，但所幸雙方仍能堅守第一階段的經貿協議；同時，一些歐美國家以及印度等主要製造業基地因為疫情持續而導致供應能力受挫，促使國際買家將部分訂單轉移至中國內地生產，出現所謂的「出口替代紅利」，均有助於刺激內地進出口貿易振衰起敝。中國貨物出口總值在 2020 年上半年錄得同比下降 3% 之後，下半年出現了 10.1% 的強勁反彈。內地與香港的雙邊貿易額佔到香港對外貿易總額一半以上，本港輸往內地的貨物在 2020 年第三和第四季度亦錄得 7% 和 8% 的快速增長；加之對東盟、歐盟及美國這三大貿易夥伴的出口

圖 7: 香港對主要貿易夥伴的出口表現



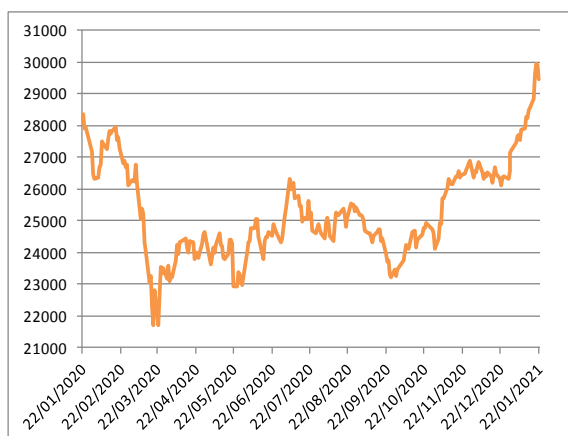
註：上述名義出口增速經 3 個月移動平均處理。
數據來源：特區政府統計處、廠商會研究部整理

圖 8: 港交所過去 5 年的 IPO 集資金額



數據來源：香港交易所、廠商會研究部整理

圖 9: 香港恒生指數過去一年的走勢



註：以每日收市價繪製。

數據來源：wind 數據庫、廠商會研究部整理

跌幅亦從上半年的雙位數分別收窄至 7 至 11 月期間累計的 -5.8%、-0.6% 和 -7.8%。在扣除價格變動的影響後，本港貨物出口增速在第三和第四季度實現「由負轉正」，錄得 3.9% 和 5.6% 的同比實質升幅，比起上半年的 5.9% 跌幅明顯改善。

除了貨物貿易環節逐步向好之外，**本港金融相關的服務輸出亦保持穩定增長**，實質增長率更從頭兩季度的 1.3% 和 2.5% 提速至第三季度的 3.5%；這主要得益於全球主要央行實施極度寬鬆的貨幣政策、在美國上市的中概股加速回歸港股、內地新經濟企業赴港上市融資活動暢旺以及「跨境理財通」加快落實等利好因素。

逆週期調控助穩內部需求

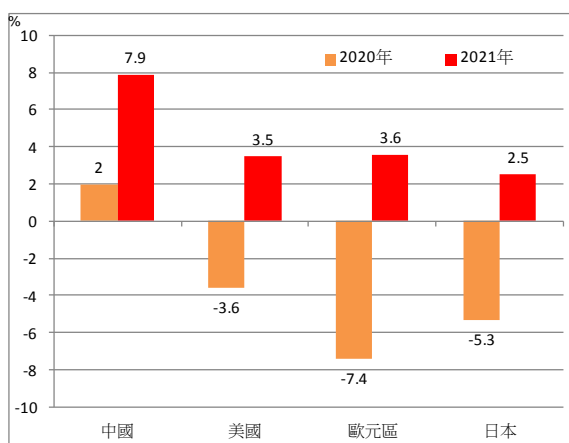
在內部方面，香港在過去的一年裏經歷了四波疫情，經濟民生屢受衝擊；政府因時制宜地採取「鬆緊有度」的限制性措施，不可避免加劇了本土經濟的波動性。但隨著民眾逐漸樹立「與疫同存」的心態以及剛性消費需求的釋放，本港私人消費開支的按年變動率已從頭兩季的雙位數跌幅收窄至第三季的 -8.2% 和第四季的 -7.6%。

與此同時，特區政府圍繞「撐企業、保經濟、紓民困」接連推出一系列逆經濟週期的財政措施，規模為歷來最大，涉及總金額逾 3,000 億港元，相當於本地生產總值約 11%，對減輕業界和市民的經濟壓力發揮了緩衝作用；特別是為期 6 個月的「保就業」薪酬補貼計劃以及強化融資擔保等舉措，有助於防患大規模企業倒閉和裁員潮的出現。加上本港資產市場表現不俗，恆生指數自下半年以來顯著反彈並持續走強，房地產市道則大致上保持平穩走勢，在一定程度上亦遏止了因財富效應「縮水」而導致消費需求加劇下滑的連鎖反應。

疫情退世界經濟復甦可期

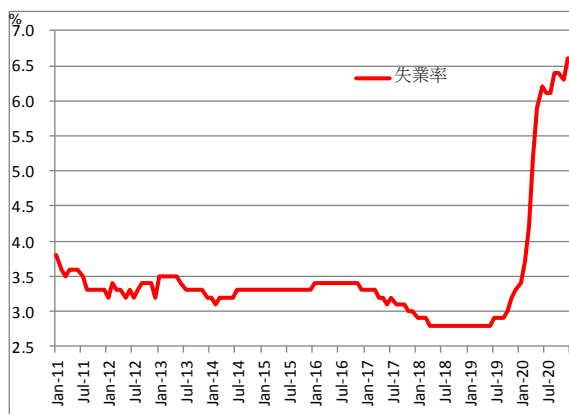
展望 2021 年，自去年中以來支撐香港經濟止跌回穩的正面因素大多有望維持甚至加強；尤其是全球經濟延續谷底反彈的態勢，將為香港經

圖 10: 世界主要經濟體的 GDP 增速預測



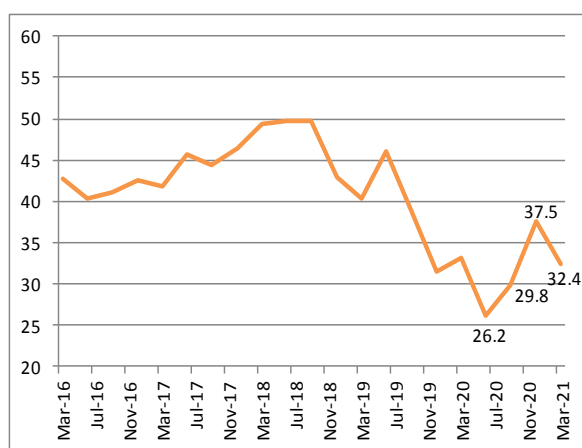
數據來源: 世界銀行、廠商會研究部整理

圖 11: 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

圖 12: 香港中小企的營商信心指數



註:「渣打香港中小企領先營商指數」季度調查,由香港生產力促進局執行,旨在瞭解本地中小企對於未來一季業務表現的展望。

數據來源: 香港生產力促進局、廠商會研究部整理

濟復甦營造有利的外部環境。世界銀行(WorldBank)在今年1月初發佈的《全球經濟展望報告》中預測,2021年全球經濟有望實現4%的增長,發達經濟體和新興市場國家分別增長3.3%和5%;其中,美國經濟將從去年萎縮3.6%轉為3.5%的正增長,歐元區和日本亦將迎來復甦,GDP的增速分別從去年的-7.4%和-5.3%反彈至3.6%和2.5%;而中國經濟將繼續「一枝獨秀」,增長速度大幅加快至7.9%。

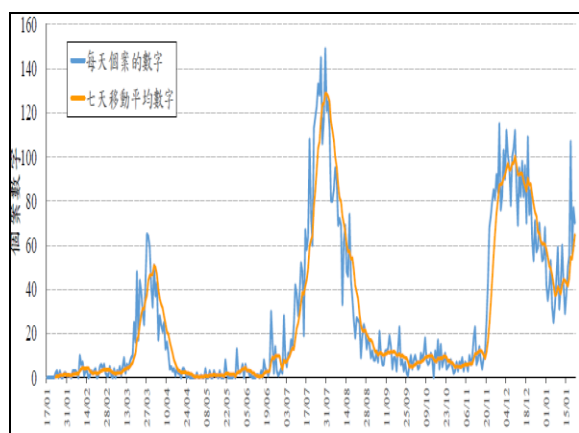
另一方面,美國總統「改朝換代」,民主黨更在國會補選中重奪參眾兩院。不少分析指,雖然拜登上台後未必不會輕易改變打壓中國的強硬態度,中美在高科技、金融、地緣政治等領域的對抗仍將持續,但拜登較為尊重國際經貿規則,兼且其施政風格的可控性和可預期性較高,特朗普任內甚囂塵上的美國單邊主義和貿易保護主義的風潮或會有所緩和。受惠於全球經濟加快復甦以及地緣政治前景有望改善,預計本港2021年的貨物出口貿易將會錄得5%或者更高單位數的增長。

戮力管控疫情促恢復通關

疫情的發展仍將是牽制未來一段時間香港經濟走勢的最大不確定因素。本港去年11月份爆發的第四波疫情,每日新增確診人數雖從之前的過百宗高峰輾轉回落,但目前仍在高位震盪。疫情打亂了經濟復甦的步伐,令剛剛稍作「喘定」的消費和營商信心再度受壓,加上政府推出的兩輪「保就業」政策亦在11月底完結,本地的失業率隨即攀升至最新(10至12月)的6.6%。近期政府採取了更嚴厲的限制與檢測措施,包括設立「受限區域」等,各項防疫控疫工作料可逐步取得成效;另一方面,新冠疫苗在全球多個地方已開始大範圍使用,特區政府亦積極部署為市民免費接種疫苗,相信有助於本港早日實現「清零」的目標,為港版「健康碼」落地以及恢復跨境人員通關奠定基礎。

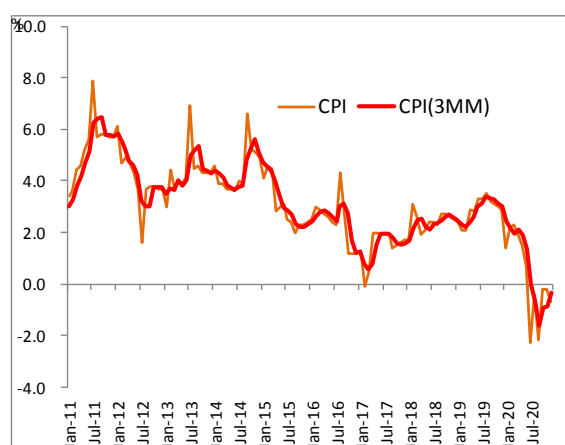
倘若未再出現極端的情況,本港或有可能從今年第二季度後期起循序漸進地放寬符合特定

圖 13: 香港每日新增新冠確診病例



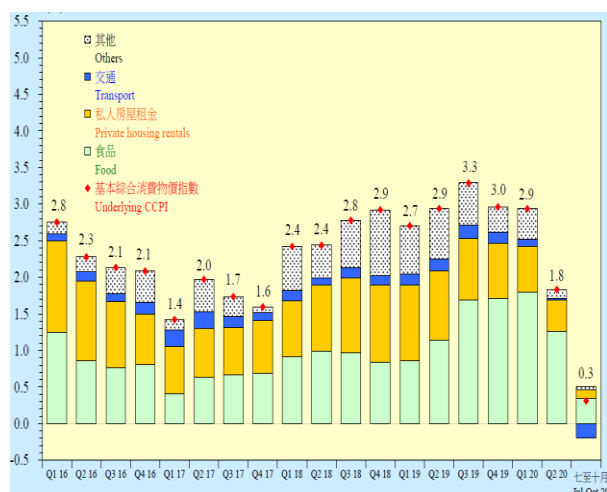
數據來源: 特區政府衛生署、廠商會研究部整理

圖 14: 香港近年來的物價通脹變化



來源: 特區政府統計處、廠商會研究部整理

圖 15: 香港消費物價變動的主要組成(%)



數據來源: 特區政府經濟顧問辦公室、廠商會研究部整理

條件的過境人員流動限制，並在下半年逐步開放外地遊客重新來港，屆時訪港旅遊業、本地零售業、消費市道和企業營商信心將有望漸次改善。但本港失業率料將在今年第一季度繼續小幅走高並很可能升破 7%，之後隨著經濟加快復甦而逐漸回落，但在年底之前恐仍會維持在 6% 以上的水平。

延續精準支援保經濟增長

綜合而言，香港今年面對的外圍環境料將進一步改善，而內需的表現有望持續好轉，尤其是在下半年的復蘇動力將會顯著增強。香港經濟將在經歷風雨洗禮後迎來「修復之年」；但有別於 2003 年沙士過後的「V」型反彈，此次復甦將會是一個相對漫長而佈滿變數的過程。即便考慮到基數較低的影響，2021 年的本地實質 GDP 增長率預料只可恢復至 3-4%，整體的實質經濟或許要到明年底才能回復到疫情爆發前的水平。

值得一提的是，特區政府去年推出的大規模逆週期調控措施發揮了重要的宏觀穩定器的作用，有效減緩了特殊時期經濟收縮的風險。未來特區政府應如何維持適當的財政開支力度、針對部分行業實施「精準防疫」和「精準支援」以及避免積極的財政政策出現「急轉彎」式的「退市」，亦是關乎本港經濟能否順利「再出發」並達至上述增長預測的重要因素。

消費物價方面，環球經濟正踏上回復正常化的軌道，但短期內的增長動能偏弱；加之本港經濟的復蘇前景存在諸多不確定性，私人樓宇的租金走勢繼續偏軟以及前期租金回落的滯後效應進一步浮現，預料輸入型和本地的價格壓力依舊輕微，香港自去年 7 月份以來的弱通縮情況料將延續至今年第一季，而 2021 年整體通脹率料將與 2020 年相若，維持於 0.5% 左右的較低水平。

2021 年 2 月

專題分析

2020 年中港物價通脹回顧與 2021 年走勢展望

回顧剛剛過去的 2020 年，中國內地和香港的經濟在新冠疫情衝擊下遭受重創，在此期間兩地的物價通脹水平維持輕微，全年消費物價指數(CPI)分別錄得 2.5% 和 0.3% 的溫和增長，較 2019 年的 2.9% 增速均有所放緩。從走勢上看，兩地 CPI 同比增速均呈現出「前高後低」的疲態，從 2020 年初的階段性高點一路下滑至近年的新低。

值得一提的是，儘管中港兩地的 CPI 指數在去年下半年均拾級而下，但內地其實只錄得短暫一個月的物價下跌，於 11 月同比下滑 0.5%，12 月即反彈至 0.2%，重回正數區間。相比之下，香港物價通縮情況更為明顯，自去年 7 月以來，本港的 CPI 指數已陷入長達半年的負增長，第三和第四季度的物價變動率分別錄得 -1.7% 和 -0.3%。

踏入 2021 年，環球經濟正逐漸從去年的深度衰退中緩慢復甦，內地經濟將保持「一枝獨秀」的領先勢頭，經濟增速有望大幅加快，而香港經濟在低基數的效應下預計亦會重回正增長軌道；加上環球主要央行繼續實施寬鬆貨幣政策，內地與香港今年會否面臨通脹反彈的壓力？下文將嘗試做一個粗略的研判。

圖 16: 香港物價通脹率的同比增速

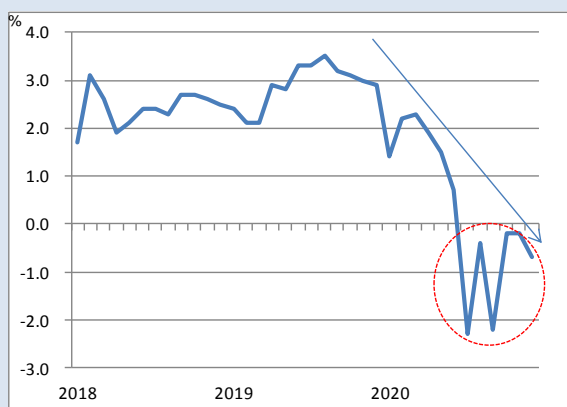
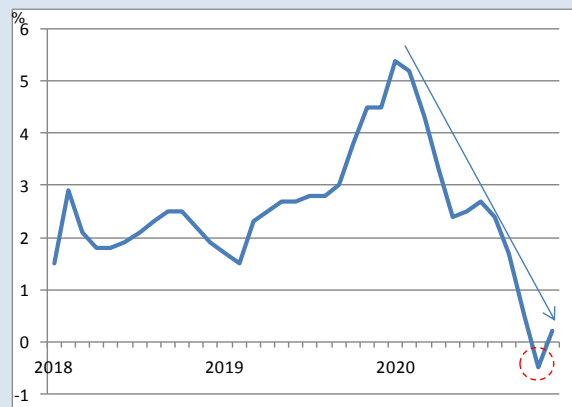


圖 17: 內地物價通脹率的同比增速



數據來源：香港政府統計處、國家統計局、廠商會研究部整理

從影響通貨膨脹的主要因素來看，他們可以大致上分為成本推動型、需求拉動型，抑或兩者兼備來影響物價的走勢。在成本驅動方面，食品價格在內地和香港的消費物價指數當中均佔據較大比重，其走勢明顯地受制於供給端的短期波動。去年以來兩地的 CPI 持續下跌，其中一個重要原因正是食品價格尤其是豬肉價格的同比漲幅在經歷前一段時間的快速衝高之後掉頭回落。內地食品價格的同比升幅從去年初的 20.6% 大幅收窄至第四季度的平均 0.5%；其中豬肉價格的回調幅度更加顯著，同比增幅從最高峰的 116% 下降至 -1.3%。

作為本港主要的食品進口來源之一，內地食品價格升幅放緩自然會抑制本港的輸入型通脹壓力。在 2020 年的四個季度，本地的食品價格同比增長率先後錄得 6.4%、4.5%、1% 和 1.4%，下半年的同比升幅已顯著縮窄。展望今年，隨著內地的非洲豬瘟受控以及豬肉產能逐步恢復，市場普遍預計豬肉價格有望繼

續小幅回落，對內地和香港的食品價格上升將構成一定的壓制。

從需求拉動的角度看，經濟增長是影響物價通脹尤其是非食品價格通脹的一個關鍵因素。在新冠疫情的衝擊之下，中國的實質 GDP 曾在去年第一季出現-6.8%的大幅倒退；但隨著疫情得到有效的控制，內地經濟在第二季度已止跌回穩，之後兩個季度更接連強勁反彈，同比增長率錄得 3.2%、4.9%和 6.5%。內地就業市場在下半年逐步改善，調查失業率從年初的 6.2% 回落至年底的 5.2%；居民人均收入增長在下半年亦有所加快，全年錄得 4.7% 的名義增長。一般而言，經濟增長會領先於消費物價走勢一段時間(內地通常為半年以上)；去年下半年以來的內地經濟反彈更突出地表現於生產環節或者說供應端，但亦透過就業市場和居民收入的改善推動需求端回暖，從而拉動今年的消費物價逐步回升。

相比之下，香港經濟雖然自去年下半年以來亦出現了輕微好轉的跡象，第三季度的實質 GDP 同比跌幅有所收窄；但就業市場狀況仍然嚴峻，去年第四季度的失業率更是近 16 年最高，居民名義收入在第三季度的上升速度進一步減慢至近 11 年以來的新低。至今為止，本港仍未有效控制疫情，預計經濟需等到今年下半年才有機會出現較為明顯的實質復甦，加上需求端改善的傳導效應存在時間上的滯後，故恐難以推動本港在今年年底之前出現價格上漲的壓力。

此外，內地今年還面臨著工業生產的成本上漲所構成的通脹壓力。內地的工業增加值自去年第二季度恢復正增長，加上出口貿易下半年改善帶動需求端逐漸回暖，工業原材料的上漲壓力持續加大。自去年第四季度以來，主要的大宗商品價格快速上漲，拉動內地的工業生產者出廠指數(PPI)的按年跌幅持續收窄，到 12 月份只錄得-0.4% 的輕微下跌。預料今年內地的 PPI 指數將會持續上漲，並重回正增長區間，從而對中下游的消費品帶來漲價的誘因。

至於香港，私人樓宇租金一向是影響消費物價的主要組成部分，佔比三成左右；若計及對本地商家所提供的商品和服務價格的間接影響，有接近一半的通脹或來源於租金成本的變動。香港私人樓宇租金自 2019 年下半年本地社會事件爆發後已呈見頂回落的趨勢，導致租金成本對消費物價通脹的貢獻幅度隨之逐步減弱。預期本港今年的新訂租金走勢會繼續偏軟，加上前期租金回落的滯後效應進一步浮現，預料對今年消費通脹的貢獻將繼續減弱甚至轉為負面拖累。

綜合而言，隨著豬肉價格前兩年飛漲的影響逐步消退，中國內地和香港所面臨的食品通脹壓力都將得到緩和。有所區別的是，內地經濟已率先恢復增長，居民消費需求正逐步改善；加上工業生產面對的價格上漲壓力，將從供需兩端小幅推升消費物價，令通縮的風險漸去漸遠。香港則受制於經濟復甦前景未明、就業市場改善需時以及內部私人樓宇租金繼續調整等因素，消費物價仍面臨較大的下行壓力。有見及此，預計內地和香港 2021 年的整體通脹率分別維持於 2% 和 0.5% 左右的較低水平；惟香港短期內的通縮陰霾仍揮之不去，2020 年下半年以來的弱通縮情況料將至少延續到今年第一季度。