



▲香港受到修例風波及新冠肺炎疫情雙重打擊之下，豪宅、奢侈品消費、資產管理及私人銀行受影響，市場面臨萎縮壓力。港人至愛消遣之一的閒聚酒吧，於本月初才能再度享受

香港齊心謀出路求發展(上)

大量事實證明，去年6月份爆發的修例風波，對香港經濟社會造成嚴重影響，使香港面對諸多前所未見的難題，包括經濟陷入衰退、營商環境受損、金融中心地位下降及政府施政維艱等等，有需要對修例風波帶來的影響做深入分析和總結，以便為香港尋找出路，謀求新的發展。香港中資企業是修例風波中最受傷害的群體之一，未來需從大局和長遠出發，力爭在促進香港經濟復甦和維護社會穩定方面發揮主導作用。



世說新語
王春新
博士

中銀香港經濟及政策研究主管

一、修例風波令經濟陷入嚴重衰退

去年香港經濟從上半年的輕微增長0.5%，到三、四季度轉為大跌2.8%和3.0%，令全年GDP下跌1.2%，為2009年以來首次錄得負增長，也是香港有GDP統計以來的第五次經濟衰退。與歷次經濟收縮不同，今次衰退雖有中美經貿摩擦加劇的影響，但主要受本地修例風波的衝擊。

1.與民生密切相關的旅遊零售等行業首當其衝

修例風波以阻礙經濟活動為目的，波及港九與新界各交通樞紐和商業中心，令香港經濟四大支柱產業之一的旅遊業嚴重受創，服務輸出急劇惡化，內部消費和投資需求也明顯轉弱。訪港遊客人數在去年上半年仍大幅增長13.9%，達到破紀錄的3487萬人次，但在7月份開始下滑，其後隨着修例風波愈演愈烈，訪港遊客大幅減少，8月至12月分別下跌39.1%、34.2%、43.7%、55.9%和51.5%，下半年全部訪港遊客按年大跌四成，其中消費能力最強的內地遊客急跌1115萬人次，佔全部遊客減少量的82.6%。

由於訪港遊客急劇下降，本港旅遊業每月總收入減少超過100億元，酒店、飲食、零售及相關行業大受煎熬。以酒店業為例，往年耶誕節是香港酒店業的旺季，但去年香港酒店的耶誕節顯得格外冷清，核心區酒店的入住率同比下降了60%至70%，價格則降低了三分之一至一半。再以零售業為例，去年下半年本港零售業銷貨價值減少20%，其中10月至12月份分別收縮24.4%、23.7%和19.4%，是1981年有紀錄以來的最大跌幅。

2.內部需求大幅滑落

受修例風波影響，去年下半年香港內部需求大幅收縮。其中，私人消費開支實質下滑3.2%，令全年私人消費開支收縮1.1%，反觀過去五年卻平均上升4.2%；本地固定資本形成總額自2018年第四季度以來連續五個季度收縮，在去年下半年更大瀉16%，2019全年則大跌12.3%，表現遠差過2009年全球金融海嘯時的-3.5%，創下20年來最低紀錄。

3.拉低經濟增長逾50個百分點

綜合估算，本地修例風波影響去年下半年香港GDP增長率高達5.3

個百分點，影響去年全年GDP增長率約2.7個百分點。而去年香港GDP升幅對比2018年一共下滑了4.1個百分點，可見本地修例風波是引發今次經濟再陷衰退的關鍵因素。

今年以來，在新冠肺炎肆虐下，香港修例風波引發的暴力行為雖有所緩和，但並未完全平息，還時不時發生示威遊行、堵塞交通和破壞行為，為全港抗擊新冠肺炎疫情添煩添亂。這是困擾2020年香港經濟的一大挑戰，如果年內修例風波持續發酵，且暴力重演再次升級，將會進一步壓抑旅遊業及內部需求，使香港經濟雪上加霜，難以期待短期內出現明顯反彈，未來幾年香港經濟均存在較大的放緩壓力。

二、修例風波影響營商環境及投資信心

良好的營商環境是香港賴以生存和發展的重要條件。多年來香港的營商環境始終位居全球前列，尤其是法制、政府效率和商業效率一直備受投資者信賴，但修例風波使跨國公司、本地財團及內地民企對香港能否維持良好法制及營商環境的信心受到削弱，如何穩定信心面臨挑戰？如果國際社會擔憂香港營商環境變差，競爭對手可能渲染香港法治環境惡化，與香港爭奪客戶資源，必然使香港減少、甚至失去許多難得的發展機會。

1.失去全球最自由經濟體地位

一個明顯的例子是，修例風波使香港失去了保持長達二十五年的全球最自由經濟體地位，首次被新加坡超越。報告提到，去年修例引發的持續政治及社會動盪，開始削弱香港作為最佳營商的地點之一，抑制投資流入。其中拖累香港失落桂冠的重點評分項目——「開放市場：投資自由」大跌10分，報告認為跟加劇了與安全相聯不確定性有關，破壞本來有利投資的環境。

2.外派僱員居住地點排名急跌

再以外派僱員最宜居地點為例，全球外派人力資源顧問機構ECA International發布的最新調查顯示，香港在東亞區最適宜外派僱員居住地點的排名急速下跌52位，目前僅位列第93位，被首爾及台北等亞洲主要城市超越，排名下跌幅度之大實是前所未見，主因是社會政治形勢持續緊張，令居於香港的外籍人士感到擔憂，修例風波也對外派僱員習慣的日常生活產生負面影響，其中包括交通設施受損和犯罪率上升。

3.打擊投資管理及理財信心

在修例風波發酵期間，少數別有用心的人煽動民眾對內地法制的信任情緒，宣稱修例一旦獲得通過，兩制的防火牆便會大打折扣，

各地富豪放在香港的資產也有機會被內地通過《刑事互助修例》凍結或沒收，從而造成恐慌情緒。現在這些富豪不少都在港設立家族辦公室，並進行全球配置，如果投資信心下降，就會降低配置於香港的資產比重，對香港的相關行業造成衝擊。如果香港不能有效穩定營商環境和投資信心，那麼香港一些領域包括豪宅、奢侈品消費、資產管理及私人銀行將受影響，市場面臨萎縮壓力。

三、修例風波衝擊國際金融中心地位

1.引發沽空港元及信用評級下調

值得注意的是，修例風波給香港一向引以自傲的國際金融中心地位也帶來嚴峻挑戰。在修例風波觸發大規模示威活動期間，有多家對沖基金看淡港元並進行沽空，包括著名對沖基金海曼資本（Hayman Capital）創辦人巴斯（Kyle Bass）、一向看淡中國的Crescat Capital創辦人及行政總裁Kevin Smith等，他們均認為香港政治動盪將導致資本外逃，從而推動利率上升，逼使香港政府放棄已運行逾三十六年的聯繫匯率制度，令港元走向崩潰。信用評級機構穆迪將香港長期信貸評級由AA2下調至AA3；惠譽自去年9月以來更是兩次下調香港信貸評級至AA-，一個重要原因是修例風波引發的社會矛盾仍存在，為香港營商環境帶來不確定。

2.全球金融中心排名大跌

受修例風波衝擊企業信心下跌，香港在今年「全球金融中心指數」排名中，由去年的全球第三名，連降三位至第六位，被新加坡、東京和上海超越。一個重要原因是修例風波給民眾的日常生活造成不便，令受訪者對生活質量方面有負面的觀感。報告又引述來自香港的投資管理法律總監稱：「由於社會動盪，預計人才將不斷流失，熟練勞動力的供求將減少。」儘管教育水準、勞工市場靈活度等其他人力資本條件未有明顯改變，但相關次級指標排名已受修例風波影響而下跌一位至第三位。

3.金融市場面對更多不確定因素

更值得注意的是，如果修例風波持續發酵，引發香港出現信心危機，導致人才和資源外流，不僅有損香港競爭力，亦將給國際投資機構衝擊聯繫匯率機制可趁之機。與此同時，國際評級機構如果進一步下調香港和內地的信用評級，將大幅增加兩地企業的融資成本，一些債務較高的企業再融資失敗，有機會引發企業「暴雷」。一旦「暴雷」的企業多了，將影響香港金融市場的穩定和發展。

疫後常規經濟政策失效



實話世經
程實

工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

「朝真暮偽何人辨，古往今來底事無。」近期伴隨新冠疫情在發達經濟體逐步降溫，海外多國計劃解除緊急狀態及重啟跨境旅遊，期望盡快恢復經濟正常生產，抵禦百年未有之困境帶來的衝擊。但在後疫情時代下，全球經濟、政治、社會格局正在經歷深刻重塑。常規化政策的逐步失效，「勞動力—資本—技術」惡性替代之迷思，均成為疫情後快速走出衰退的桎梏。展望未來，大國博弈日益演化為國家能力的全面比拼，政策智慧與升維改革料將成為後疫情時代的價值主線。

負利率加大經濟扭曲，非常規貨幣政策效果遞減。自2008年全球金融危機以來，發達經濟體央行先後採用了各類非常規貨幣政策，以克服「零利率」下限約束。但2019年，隨着貿易摩擦一波三折、地緣政治風險激化、全球經濟復甦中斷，以負利率、量化寬鬆、前瞻指引為代表的非常規政策尚未完全退出，便重又變成主要央行政策工具箱中的常規武器。

最新的研究表明，儘管這些政策工具可以額外拓展央行的操作空間，但其政策效果仍然有上限，且在中性利率下降的環境中，需要進一步提高通脹目標或財政政策加以配合。

換言之，隨着當前主要央行政策利率軌道沿低位下行，非常規貨幣政策的邊際效用正在下降，但與之相伴的額外風險卻不斷滋長。

2019年三季度，全球負利率債券餘額創下近17萬億美元的峰值，較2015年增長了近七倍。近一年來，除了政府債券之外，越來越多其他債券收益率也開始落入負區間，負利率對實體經濟的扭曲將更為直接。此外，負利率債券的久期呈現增長趨勢，在凸性作用下高久期債券價格對於利率變動的反應更為敏感，政策變化引致的市場調整將更甚。

宏觀政策重心逐步從兼顧控制疫情和重啟經濟到挖掘和善用政策空間解決結構性問題。當前，主要經濟體採用了不同的模式應對新冠

疫情帶來的負面衝擊，核心在於兼顧有效控制疫情、提供充裕的流動性、採取必要手段避免經濟出現持續大幅下滑風險。從政策力度看，美、日、英等發達經濟體史無前例的貨幣和財政措施規模將超過GDP的20%，在短期內可以起到不惜代價扶持和刺激經濟的作用，但也為長期平衡債務負擔和實現政策退出帶來了不小挑戰。

內生增長動力顯不足

從政策工具看，由於本次疫情同時衝擊供給與需求側的非典型特徵，公共部門通過直接或間接的方式對實體企業提供資金支援成為了紓困的核心內容。從政策效果看，主要經濟體的救助模式各有所長：中國充分利用政策空間優勢發揮銀行主體作用，一季度人民銀行流動性投放所引導貸款增長產生了1：3.5的倍數放大效應，3月份企業貸款利率也較2019年底下降0.3個百分點，對應效果均強於大幅一次性降息的美國和已陷入負利率的歐、日；美國則通過政策創新拓寬了救助邊界，其最具代表性的舉措在於財政部和美聯儲通過特殊目的實體（SPV）實現公共風險分擔，從而得以為企業提供直接的資金支持，該做法在銀行對救助中小企業能力和意願有限的環境下發揮了積極作用。

在後疫情時代，應對於疫情大考中暴露的自身結構性問題，各經濟體如何進一步挖掘和善用政策空間，增強政策的針對性、獨立性、有效性尤為關鍵。

徹底改變不可持續的增長模式有賴於從被動爭奪存量需求轉向主動創造增量供給。全球金融危機之後，持續寬鬆的宏觀政策帶來了經濟結構扭曲，既加劇了產能過剩，也引發了有效需求不足的問題，其突出表現之一就是非力浦斯曲線的失效和主要經濟體持續低迷的通脹水準。

一方面，廉價的信貸被無差別配給於低效的企業，其所帶來的供給過剩壓低了價格中樞。以歐元區為例，據估計殭屍企業數量的提升在2012至2016年期間將通脹水準壓低了0.4至0.6個百分點。

另一方面，發達經濟體產業結構的失衡抑制了內生增長動能，製造業空心化與核心服務業價格低迷形成對偶，也令貨幣政策當局的政策備受掣肘。

港樓靠穩不假外求



樓市智庫
陳永傑

中原亞太區副主席兼住宅部總裁

近十多年來，本港住宅樓市每逢樓價高企或成交暢旺，也會被人指是由內地人及外國投資者購買港樓而推高樓市。今年4月份，在新冠肺炎疫情衝擊之下，香港與世隔絕，無外人到來。港樓買意積極，樓價表現堅挺，顯示本港樓市純靠港人需求，沒有借助外力。

本港樓市凡是出現熱鬧，必定有人批評樓市被內地人「買」起，所以在2012年政府實施15%的買家印花稅，目的是針對外來的內地買家。本港樓市去年年中才見頂回落，之前仍有很多人覺得內地人將本港樓市推高。

今年初以來新冠肺炎肆虐，再加上外國紛紛封鎖關國，停止或大幅減少客棧往還，世界旅遊業均陷入死寂，各國都處於經濟負增長境地。

霎時間世界經濟一蹶不振，香港負經濟增長程度更「跑贏大市」，再加上早前本港又採取十四日隔離令，又有限聚令，不少行業更要停業，經濟傷上加傷。4月份本港

經濟情況，有機會更遜於首季。但4月份樓宇買賣合約登記（包括住宅、車位及工商舖物業）錄得4866宗及383.5億元，按月上升約6.8%及7.1%。整體住宅4月份登記錄4102宗及337.3億元，按月上升6.0%及6.2%，持續靠穩。

4月份本港以至世界各地均告斷絕往還，只有物資可以往來，商旅遊客數量比3月份暴跌的99%更慘重，經濟萎縮程度應會大於首季。但本港樓市成交量竟能逆市而升，可說是全賴內需、不假外力，買家絕大部分來自本地港人，再沒有內地客掃貨。本港經濟4月份仍是重創時期，樓市成交卻能逆市而升，變成淡市奇能。港樓動力來自本地，再沒有外力支持，證明港樓全靠港人亦撐得住。

以往許多買家和業主都有出外旅遊的計劃，使到樓市交易要拖得更久。現在買家和業主都因疫情問題不能離開香港，所有人都被困在這個城市，多了時間思考買賣事宜，可以加快決定交易。

疫情何時結束無人估計得到，但總有終結時，疫症應是短期問題，不會無了期。反而住屋是長期重要課題，除了應付量化寬鬆的銀紙貶值，更能居住及防疫，是重要必需品。