




►香港一旦成功加入RCEP，對亞洲新興市場的出口規模有望進一步提升。

「人不能兩次踏進同一條河流。」世界萬物都處在變化之中，需要用發展的眼光來看待。同理，經濟活動也會順應着事物的變化而發生轉變。回顧過去，疫情作為外生衝擊，給香港經濟帶來了一次嚴重的打擊，導致各行各業活動減弱。外生衝擊使得經濟運行脫離原來軌道的同時，也迫使經濟增長動力的內部結構發生了轉變。

# 香港經濟引擎換擋前行



實話世經程實

工銀國際首席經濟學家

一方面，香港消費結構由外來遊客推動向本地居民支撐轉變，零售等之前高度依賴訪港遊客的行業並沒有隨旅遊業而陷入冰封。不僅如此，因本地需求擴大、消費持續恢復，其促進經濟復甦的作用亦愈發明顯。另一方面，香港外貿重心正在由歐美市場向亞洲市場轉移，未來有望降低歐美需求減弱引致的負面影響，而且多元化的市場結構也有助於增強外貿市場抵禦風險的能力。

疫情衝擊下，香港各行業受影響程度表現分化。自2020年初，疫情爆發以來，本港經濟受到劇烈衝擊，導致2020年經濟出現負增長。然而，受益於全球經濟觸底反彈及香港經濟自身韌性，加之中央政府惠港政策的支持與特區政府的精準施策，自2021年第一季以來香港經濟進入復甦路徑、實現經濟正增長。

時至今日，全球疫情已經持續兩年多的時間。據香港統計處數據，餐飲、零售、酒店、乘客運輸、訪港旅客的其他消費、建造及進出口等七類經濟活動受到疫情的沉重打擊。過去兩年，上述七類經濟活動所引致的經濟損失總和分別約3200億元及2460億元（以2018年價格衡量），相當於在沒有疫情的假設情景下本地生產總值的10.6%和8.0%。

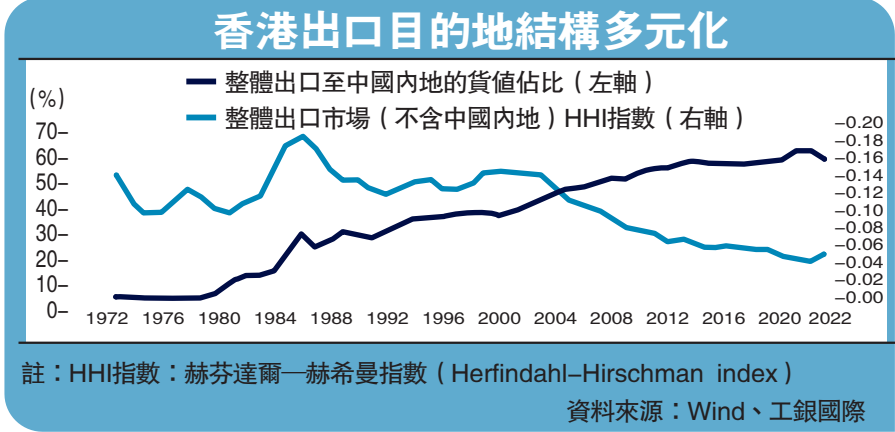
從整體經濟損失來看，無論是實際業務量損失還是增加值損失，2021年都明顯低於2020年，也佐證了2021年香港經濟復甦成果斐然。從具體行業來看，不同行業受影響程度表現分化：一是與訪港遊客密切相關的行業損失較高。訪港遊客的其他消費與運輸的業務量損失及增加值損失兩年共計1030億元，且2021年情況更加惡化，這與2021年遊客數量相比2020年進一步減少密不可分。二是酒店、餐飲、零售等雖受訪港旅遊減少影響，但也得益於本地消費的有力支撐、邊際轉好，2021年損失相比2020年減少15%。三是進出口貿易強勢反彈。與2020年相比，2021年全球主要經濟體均實現了強勢復甦，外圍需求強勁是支撐2021年進出口貿易反彈的第一要因。總的來看，疫情對於香港經濟衝擊嚴重毋庸置疑，而不同行業復甦路徑分化值得深究。

## 消費增長依賴本土

疫情爆發之前，旅遊業作為香港四大支柱產業之一，長期貢獻約4%至5%的GDP，是推動香港經濟增長的主要來源。

首先，訪港遊客購買力較高且入境旅遊相關的總消費規模較大。以疫情爆發之前5年（2015至2019年）為例，與入境旅遊相關的總消費年平均值为2797億元，其中過夜旅客人均消費6542元，是同期澳門留宿旅客人均消費的2.3倍左右。

其次，作為旅遊勝地，香港本地許多餐飲、住宿、零售等以服務遊客為主，造成行業業務量與訪港遊客人次高度相關。以本地零售銷售價值為例，從2001年1月至2020年1月，本地



零售銷售價值與訪港遊客人次相關性達0.94，這也意味着一旦訪港遊客出現斷崖式下跌，本地零售業應會隨之大幅下跌。2020年2月份訪港遊客人次按年減少96%，依照統計模型中本地零售業與訪港遊客人次間的彈性，同期本地零售業銷售價值應隨之按年下跌81%至77億元左右。事實上，當月本地零售業銷售價值為227億元，雖然按年下跌44%，但仍然遠高於模型預測值。

事實上，仔細觀察疫情發生之後訪港遊客與本地零售業績之間的關係，不難發現疫情前的高度相關性已經不再成立。儘管防疫隔離措施的確給本地相關服務業造成了嚴重衝擊，但值得注意的是，本地相關行業在疫情中展現出了十足的韌性。從供需角度來看，除了本地居民因為外遊有限從而轉向本地消費以外，本地企業積極尋找適應疫情的新型銷售與促銷模式，例如，食肆利用外賣平台提供線上點餐與送餐服務，酒店提供宅度假（Staycation）套餐，商場提供電子積分兌換代金券等各類活動，一定程度上激活了本地消費需求。

從政府補貼角度來看，供需兩端政策雙管齊下、紓困解困效果斐然：一方面，補貼在港居民提升消費能力、激活需求；另一方面，補貼在港企業呵護企業復甦動能，促進勞工市場恢復，從而穩定居民收入水平。過去兩年酒店、餐飲、零售的經濟損失並沒有像訪港旅遊直接相關產業那樣進一步擴大，也印證了本地消費的支撐點正在由外向內的遷移。在旅遊業持續冰封的條件下，本地居民對於酒店、餐飲、零售等行業的支持，推動了這些行業復甦轉暖。

最新統計數據顯示，5月訪港遊客量按月增加近3倍，按年增加253%，創疫情以來新高。隨着內地入境隔離時間縮短，香港取消入境航班熔断機制，跨境隔離措施進一步放寬，第三季訪港遊客人次有望實現提升。根據筆者測算，若第四季起訪港遊客恢復至疫情前3年的平均水平，則今年訪港遊客數量將恢復至疫情前3年平均水平的25%左右，而相對應的入境旅遊相關總消費或將達到約770億元。

## 外貿重心轉向亞洲

自1997年以來，歐美市場與亞洲市場一直是香港整體出口的主要目的地，約佔整體出口貨值總額的80%。雖然歐美與亞洲市場整體佔比近25年來變化不大，但內部重心卻發生了顯著位移。

九十年代末期，歐美與亞洲市場幾乎平分秋色，其中出口至美國的貨值達到了22%。然而，得益於亞洲新

興經濟體的快速發展，中國內地市場與其他亞洲經濟體的外貿需求不斷增加，出口至亞洲的份額穩步提升。

今年首5個月，香港出口歐美佔比為10%，而出口亞洲佔比達72%，貿易結構變化明顯。具體來看，一方面，香港與內地的關係日益密切。整體出口至內地的比重在九十年代初超過美國，一直增加至現在的56%以上（美國僅佔6%左右），成為香港最主要的出口目的地。另一方面，香港的主要貿易夥伴多元化發展。今年首5個月與去年同期比較，出口至印度（升60.4%）、新加坡（升30.2%）和阿聯酋（升29.4%）等亞洲國家均錄得較高增幅。

根據赫芬達爾—赫希曼指數（Herfindahl-Hirschman index，HHI）顯示，可以發現2000年之後香港市場上的各個貿易夥伴的份額更分散化，也就是整體市場不在依賴某一單一市場需求，降低了由於單一國家需求萎縮導致的出口貿易下滑。當HHI低於0.01時，即可視作高度競爭市場，可以促使微觀經濟運行保持高效率，減少受到外界干擾和阻礙。


香港外貿夥伴結構發生變化，對於外貿產業復甦路徑也會產生深遠影響：

一是出口內地比重升高將受益於內地經濟發展的紅利。雖然因內地第一季度末疫情反彈阻礙了跨境物流，使得香港與內地之間的外貿水平下降，但其最大出口目的地地位依舊穩固。一旦疫情消退，參考疫情前的增長水平，香港整體出口或將迎來大幅提升。

二是歐美發達經濟體比重有所減少，將減弱歐美需求減少帶來的負面影響。美國、歐洲今年深陷「滯脹」泥沼，經濟衰退預期顯著增加。若歐美經濟增長進一步放緩，外貿需求也會隨之下降，將會波及香港出口貿易。在這樣的背景下，歐美市場份額較低則會降低需求下滑所造成的衝擊，削弱可能出現的經濟衰退的外溢性影響。

三是市場多元化發展將提升香港出口韌性。正如前文所述，歐美進口需求或將減少，隨着其他亞洲市場比重繼續提升及更加多元化的貿易夥伴範圍，不僅能夠擴大貿易需求規模，而且可以降低香港出口貿易因地緣政治、貿易保護主義等產生的擾動。此外，隨着亞洲新興經濟體經濟實力的不斷增強，其進口需求也會隨之增加，若香港加入RCEP（區域全面合作經濟夥伴關係協定）成功落地，有望進一步提振對亞洲新興市場的出口規模，增進區域內多邊貿易合作關係，進而提振香港外貿產業發展。

# 美元見頂之前 歐元翻身無望



集思廣益 管濤

中銀證券全球首席經濟學家

7月12日至14日，歐元兌美元連續三日盤間跌穿一算，為2002年底以來新低。美匯指數則節節向上，全面輾壓歐元、英鎊和日圓，年初至7月15日累計上漲12.9%，創20年新高。同期，美元兌歐元升值貢獻了美匯指數漲幅的56%。

衡量國家間資產價格吸引力的利差對匯率走勢有着重要影響，但美歐重要利率出現兩個「弔詭」之處。首先是美德10年期國債收益率利差收窄並未挽救歐元頹勢。今年以來，美歐國債收益率均大幅上升，10年期美債收益率突破3%水平，10年期德債收益率也擺脫負數。5月份以後，美債見頂回落，美德利差逐漸收窄，7月15日較4月份高位回落36個基點，其間最多回落59個基點。其次是美債收益率曲線倒掛和德債收益率曲線陡峭化。自4月美債10年期與2年期利差見頂回落後，美債收益率曲線進一步平坦化，7月6日開始倒掛，7月15日倒掛20個基點，與過去衰退期間的倒掛幅度相約；德債10年期與2年期收益率差值則接近100個基點。

表面上看，美國「交易衰退」預期和歐洲「交易滯脹」預期，與各自的經濟現狀較為相符。美國經濟正從過熱狀態進入放緩階段，第一季實際GDP負增長，第二季製造業PMI（採購經理人指數）、耐用品訂單和消費者信心等各項指標進一步走弱，市場猜測美國經濟甚至可能已進入技術性衰退；歐洲經濟復甦本不如美國強勁，歐元區遭受疫情重創，去年經濟實物量尚未恢復到疫情前水平，其又是輸入型通脹的主要受害者，俄烏衝突顯著提高了滯脹風險。

## 歐元面對三大難題

不過，高通脹是全球化現象。如果美國經濟衰退導致全球能源價格下跌，歐洲可能會快速從滯脹模式切換到衰退模式。如此來看，德債收益率曲線並非簡單的滯脹交易，實際上可能是國際資本不看好歐洲前景，逃向美國的避險情緒引發了債券市場的兩大「弔詭」。

進一步看，歐元仍有三大「頑疾」。第一個是歐盟內部財政鬆散和債務分布不均衡。由於南歐國家政府槓桿率顯著高於北歐，只要進入貨幣緊縮周期，歐債危機隱患就會再次顯現。一旦經濟增速下滑和財政被動收縮相遇，經濟問題可能會引發社會問題。由此引出第二個「頑疾」，歐洲一體化缺乏政治

一體化的基礎。歐盟更像是一個國家的聯盟，而不是美國那種聯邦國家，如果南歐諸國百姓受不了高通脹和福利下降，導致社會陷入動盪，將進一步打擊歐元。第三個是俄烏衝突不是歐洲說了算，歐洲已騎虎難下。天然氣佔德國能源消費總量的25%，而德國55%的天然氣來自俄羅斯。雖然歐盟倡導一起節約能源，藉以緩解德國的燃眉之急，但能源結構調整短期內絕非易事。近日，「北溪1號」天然氣管道進行維護，德國能源巨頭被迫挪用冬季儲氣，導致儲氣水平再次下滑，今年如何過冬存在較大不確定性。

## 聯儲堅持激進收水


年內歐元表現只能看美元的「臉色」。歐元急跌沒能阻止歐洲滿世界搶購能源，到今年5月，歐盟已連續10個月貿易逆差。當月，德國出現了30年以來首次季調逆差10億歐元。若歐盟經常賬戶赤字不斷惡化，會進一步加劇歐元貶值壓力。故歐元「翻身」大概要等美元轉勢。

遏制通脹是當前美國聯儲局頭等大事。6月美國CPI（居民消費價格指數）再次超預期，按年增長9.1%。而6月強勁的非農數據和零售數據給足了緊縮引發衰退的緩衝墊，使得美聯儲無法輕易掉頭。包括鮑威爾在內的美聯儲官員多次表示，只有看到通脹出現趨勢性回歸至合理區間才會放緩加息。考慮到基數效應和房價房租領先指標，美國第三季CPI仍可能保持頑固，第四季則變得尤為重要。美聯儲史無前例的激進緊縮和歐央行顧此失彼的緊縮高下立判。

避險情緒也會支撐美元。目前看，美聯儲緊縮要麼擊垮美國的內需，要麼吸引美元回流引發海外債務危機。美債收益率曲線倒掛已經被市場定義為美聯儲人為製造全球性經濟衰退，引導需求收縮來平衡高通脹壓力。一旦美元流動性危機演變成金融系統性風險與經濟快速收縮，避險情緒才會集中爆發和釋放，推動美元見頂回落。既然美元走強還未迫使美聯儲轉向，那麼就讓子彈再飛一會兒。



# 債息倒掛 美經濟恐步入衰退



經濟智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁

美國勞工統計局公布，6月份消費者物價指數（CPI）按年上升9.1%，創40年來最高，比市場估計通脹率8.8%更高。美國總統拜登發表聲明形容通脹數據高得令人不能接受，但未反映近30日汽油價格下跌的全部影響。筆者預計，聯儲局7月底加息或由原先0.75厘增至1厘。

美國利率期貨顯示，7月底聯儲局議息，加息1厘的機會率由日前的10%升至47%；加息0.75厘的機會由90%降至53%。亞特蘭大聯儲銀行行長博斯蒂克表示，6月通脹率高過預期，聯儲局可能需要在會議上考慮加息1厘。他並稱一切皆有可能。

公布通脹數據之前，白宮預期隨着汽油和食品價格急升，6月份CPI將會很高，但同時指出6月數據經已過時，因能源價格7月份經已大幅回落，並預計會進一步下跌。

白宮新聞秘書皮埃爾指出，汽油和食品價格繼續受到俄烏衝突的影響，他形容CPI公布只是一個「回顧」。

儘管美國通脹升至9.1%，但在CPI

發布之前，美國按揭擔保機構房貸美（Freddie Mac）公布，30年期按揭貸款利率目前較早前大跌40個基點至5.3厘，單周跌幅創14年來紀錄。

房貸美總經濟師Sam Khater表示，按揭貸款利率下降舒緩樓市買家憂慮，樓市預料保持正常化走勢。美國國庫券孳息率近期滑落，預料帶動按揭利率向下。

另一方面，美國國債孳息率繼續倒掛。2年期債券孳息率升勢未止，上到3.1921厘；10年期債券孳息率只微升至2.95厘。短息高於長息，長年期債息向下，反映美國未來加息空間不多，即聯儲局在較遠期的加息力度不大。債息倒掛意味着美國經濟步入衰退，在中長期加息幅度料會放緩，假如能源價格回落令到通脹放緩，美國加息推動力亦相應會大減。

紐約聯儲銀行行長威廉斯指出，聯邦基金利率需要在今年底前升至3至3.5厘。至於明年利率水平，取決於通脹及通脹預期，以及經濟放緩程度。他並料，今年美國經濟增長可能放緩至1%以下，亦為聯儲局近期作出的預測下限。威廉斯預計明年經濟仍保持低迷，只會反彈至1.5%，低於趨勢水平。

如果中長期美國加息幅度不大，本港股樓仍會受到投資者歡迎。



◀利率期貨顯示，7月底美國聯儲局加息1厘的幾率升至近五成。