

香港經濟展望

樂觀增勢強勁，提防外部風險

❖ **經濟表現**：2017年全球經濟穩健向好，主要經濟體呈現同步溫和增長勢頭，香港資金充裕，外需增強，貿易環境明顯改善，利好因素明顯增多。2017年香港GDP全年增長3.8%，實現2011年以來最快增速。對外貿易止跌回升，訪港旅客增加，零售行業回暖，失業率創新低，通脹壓力溫和，樓價持續高企。

2018年雖然全球資本市場波動加大，風險增多，但經濟復蘇勢頭正健，香港有望繼續實現外貿與內需齊升，加之港股暢旺，經濟增長將得以持續，我們預計全年可實現3.5%的增長。受到能源價格、房地產價格和工資上漲等因素影響，預計2018年整體通脹率會由2017年1.5%升高至2.3%左右。

❖ **財政預算**：上年度政府盈餘預計達1380億港元，主要因為地價收入和印花稅遠高預期，屬於相當不穩定的收入來源。2月28日財政司司長陳茂波發表2018-19年度財政預算案，繼續以收支平衡為目標，但改變以往公共財政不超過GDP 20%的準則，略上調到21%，考慮到目前通脹溫和、經濟增勢強勁且需要解決的社會和經濟問題較多，做出這種積極調整是較為合理的。預算案同時提出了支援金融、貿易等傳統優勢行業，以及培育科技創新等新經濟增長點的政策計畫和財政安排。

❖ **貨幣政策**：近期美元Libor與港元Hibor淨息差不斷加大至2008年以來新高，主要是因為美聯儲加息進程已經推高了Libor，但香港銀行間資金充足、流動性較好使得Hibor升速較緩。儘管目前港元流出壓力加大，但資金儲備依然充足。跟隨美國利率正常化進程，今年內香港息口將逐步上升，Libor與Hibor息差將收窄，也有助於在目前港元匯率持續走弱至接近弱方兌換臨界的情況下穩定港元與美元的對準機制，但對於資產價格和通脹影響有限。

❖ **風險因素**：2018年香港面臨的經濟環境更加複雜，主要的風險因素來自外部：
 (1) 貿易保護主義抬頭，特朗普很有可能進一步推出更為激進的貿易政策和外交政策，不斷惡化的貿易關係和其他貿易物件的報復措施都有可能危及剛剛恢復的全球貿易。香港應當密切關注主要貿易國的政策動向和相關風險。
 (2) 全球貨幣政策加劇資產波動。全球央行進入議息階段，緊縮過程充滿不確定性，這將加大資產價格和資本市場的波動。
 (3) 地緣政治等因素進一步增加外部風險。

主要經濟指標預測

	2014A	2015A	2016A	2017A	CMBIS 2018E
實際GDP(同比增速, %)	2.8	2.4	2.0	3.8	3.5
零售銷量按年增長(%)	-0.2	-3.7	-8.1	2.2	4.2
來港旅客增長率	12.0	-2.5	-4.5	3.2	5.4
出口貨值(同比增速, %)	3.2	-1.8	-0.6	7.6	5.0
進口貨值(同比增速, %)	4.0	-4.1	-1.1	8.2	5.3
失業率	3.3	3.3	3.4	3.1	2.9
實際工資(同比增速, %)	-2.4	0.5	1.2	0.6	1.0
通脹率(綜合CPI)	4.4	3.0	2.4	1.5	2.3
3個月HIBOR(期末值)	0.38	0.39	1.02	1.31	1.60
家庭債務(GDP占比, %)	64.9	66.5	67.1	70.2	73.0
恒生指數增幅(%)	1.3	-7.2	0.4	36.0	17.0
USD/HKD匯率	7.76	7.75	7.76	7.81	7.84

資料來源：彭博、香港政府、招銀國際研究

成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

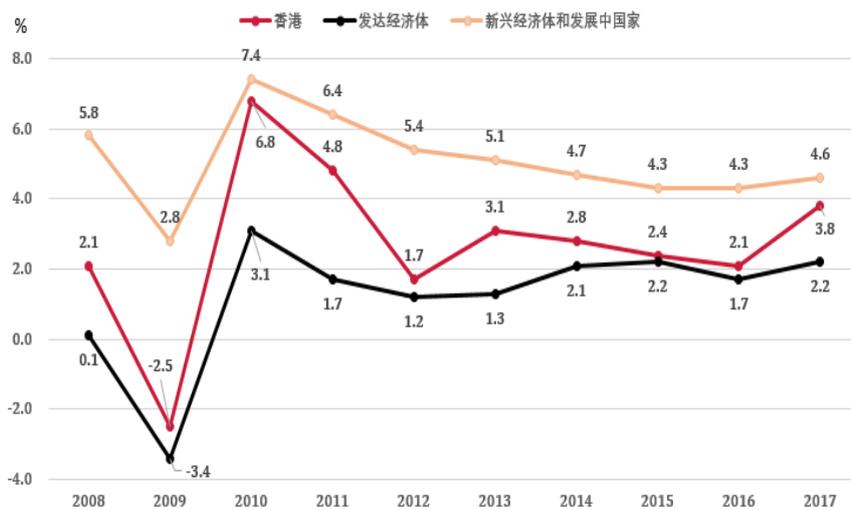
經濟表現

全球復蘇加速，有利香港經濟

2017年全球經濟穩健向好，主要經濟體呈現同步溫和增長勢頭，香港資金充裕，外需增強，貿易環境明顯改善，利好因素明顯增多。2017年香港GDP全年增長3.8%，實現2011年以來最快增速。其中一至四季度實際GDP同比增幅分別為4.3%，3.9%，3.7%和3.4%。

2018年，雖然全球資本市場波動增大，風險增多，但經濟復蘇勢頭正健，香港有望繼續實現外貿與內需齊升，加之港股暢旺（我們的策略師預計年內恒生指數目標35,000，詳情請參見於2017年11月23日發佈的《年度策略報告》），經濟增長將得以持續，我們預計全年可實現3.5%的增長。

圖1：2017年香港GDP現六年來最快增速



資料來源：彭博、招銀國際研究

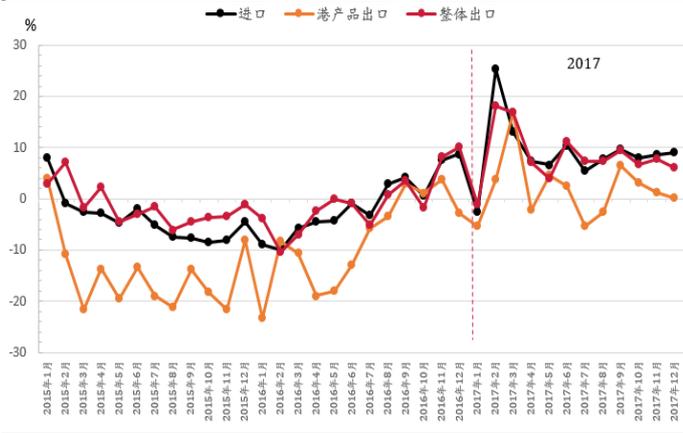
對增長保持樂觀的同時也要看到香港經濟的結構性問題，包括長遠發展動力不足且易受外部環境影響，因此積極拓展新的經濟增長點是當務之急。本屆政府將推動科技創新作為主要著力點，給予大量的政策與資金支持，並通過鼓勵創新和加大推廣來提升金融、高端服務業、貿易等傳統優勢行業的競爭力。“一帶一路”和粵港澳大灣區等政策機遇也將為商業合作和產業優化帶來更大的發展空間。

商品貿易止跌回升

2015和2016年，受到全球經濟放緩拖累，香港商品貿易總值連降3%和0.7%。從17年下半年開始，環球需求快速復蘇，對外商品貿易回升5.9%，其中進口貨值按年升8%，出口貨值亦有8.7%的增長（其中轉口貨值上升8.1%，港產品出口貨值上升1.4%）。輸向亞洲的出口增長顯著，美國和歐盟的需求也在穩步提升。

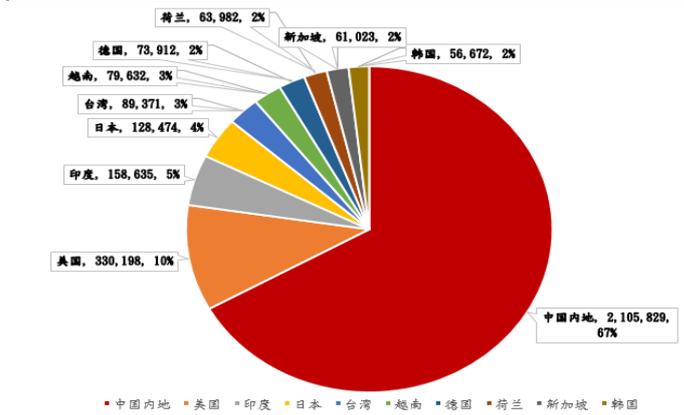
預計2018年香港貿易依然得到強經濟走勢的支持，但不利的風險因素明顯增多，中美等貿易物件之間的貿易糾紛趨頻，多國收緊貨幣政策可能引起的貿易調整等，都是主要的不確定因素。為了應對保護主義抬頭的大環境，政府提出要在捍衛多邊貿易的同時積極爭取簽訂更多的區域和雙邊貿易協定，有助於減小貿易波動的影響。

圖 2: 2017 年港產品出口、整體出口和進口增速回升



資料來源：香港政府統計處、招銀國際研究

圖 3: 2017 年整體出口十大主要目的地 (百萬港元)



資料來源：香港政府統計處、招銀國際研究

訪港旅客增加，零售行業回暖

訪港旅客方面，從去年開始復蘇，各項資料止跌回升，尤其是留港過夜旅客上升較快。2017 年內地留港旅客增長 6.7%，非內地旅客亦增加 1.9%，對酒店、服務和零售業都有積極推動作用。行業上升勢頭一直延續至今，加之內地居民消費能力增強以及上半年人民幣保持強勢，今年的行業前景持續樂觀。預計高鐵香港段和港珠澳大橋開通之後，將有更多大灣區旅遊產品惠及香港。

圖 4: 2017 年訪港與留港過夜旅客數均有增長

	总计	中國內地	非中國內地
訪港旅客人次	58,472,157	44,445,259	14,026,898
旅客增長率	+3.2%	+3.9%	+1.1%
過夜旅客人次	27,884,543	18,526,210	9,358,333
過夜旅客增長率	+5.0%	+6.7%	+1.9%

資料來源：香港旅遊發展局、招銀國際研究

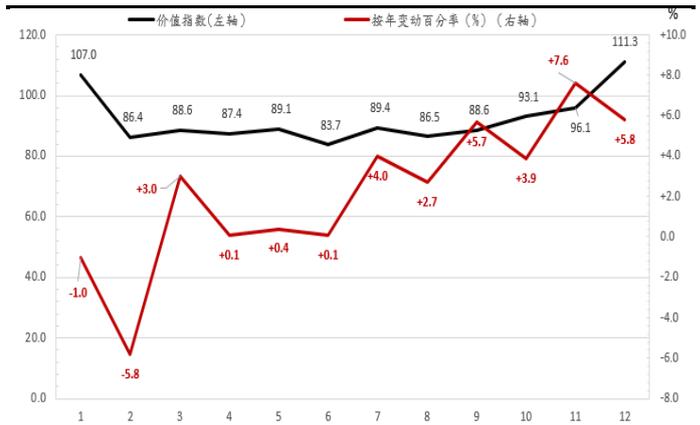
2017 年 3 月起零售業終止了連續三年的頹勢，漸入佳境，連續十個月錄得升幅，全年零售業總銷貨值增長 2.2%，其中，11 月的增長更是達到 7.5%。其中耐用消費品類增長最為顯著。行業景氣主要得益於訪港旅客人數顯著增加，內地消費信心復蘇和財富效應增強，港股暢旺以及本地就業情況改善等因素對消費情緒的正面影響。今年前景依然樂觀，預計增長可達 4.2%。

失業率創新低，勞工市場趨緊

失業率在 2017 年連續下降，季調失業率從年初的 3.3% 降至 2.9%，也是近 20 年來首次降至 3% 以下，基本上處於全民就業狀態。失業率降低得益於整體經濟環境改善以及商業需求提升，另外本地基建項目投資增加惠及地產業和地基及上蓋工程業，這兩個行業的失業率下降更加明顯。

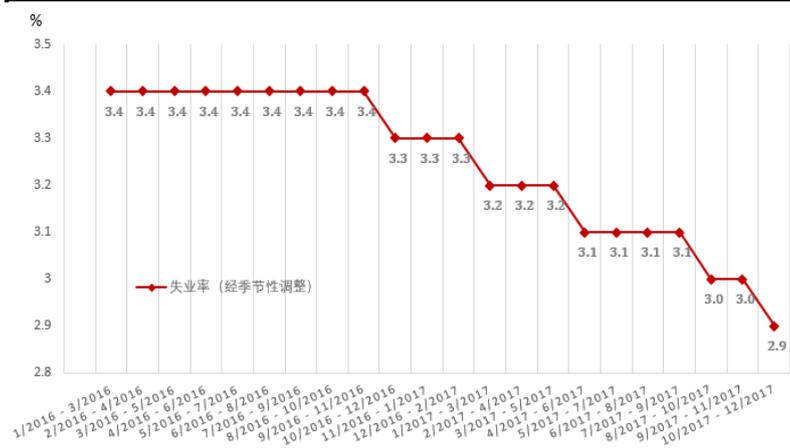
低失業率短期有助於薪資收入增長，但長期來看人口老齡化、勞動人口即將減少、部分行業勞動力不足等情況都可能成為阻礙經濟發展的因素。

圖 5: 2017 年零售業總銷貨額顯著提升



資料來源：香港政府、招銀國際研究

圖 6: 失業率持續下降，勞工市場趨緊

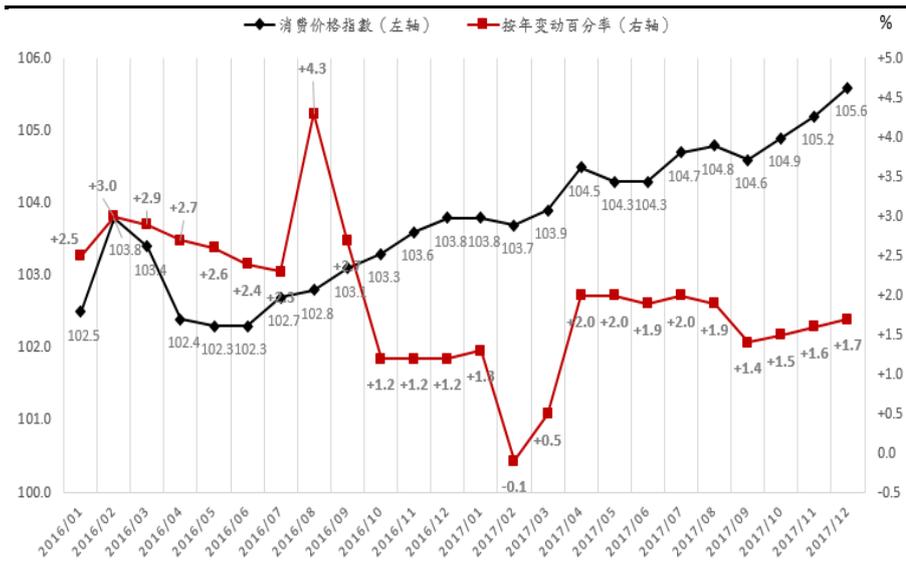


資料來源：彭博、招銀國際研究

通脹壓力溫和，樓價持續高企

2017 年全年通脹溫和，整體通脹率為 1.5%，基本通脹率 1.7%，其中第四季度 CPI 平均增幅 1.6%，12 月升 1.7%，上升最快的依次為外出用膳、住屋、食品、交通和衣履。2018 年受到能源價格、房地產價格和工資上漲等因素影響，預計整體通脹率會升高至 2.3% 左右。

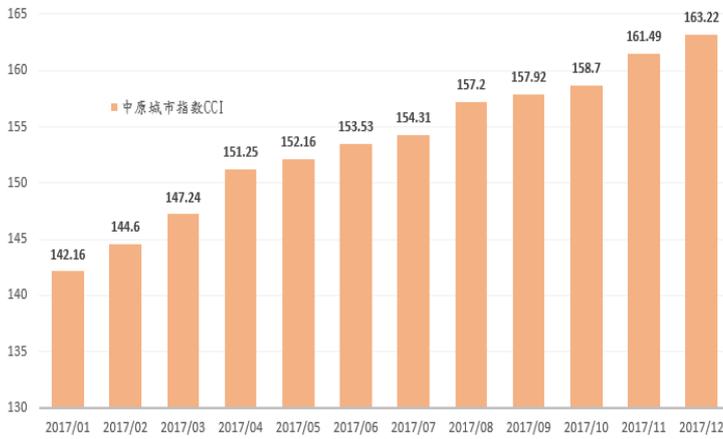
圖 7: 2017 年 CPI 增長溫和



資料來源：彭博、招銀國際研究

實際按揭利率依然處於相對低位，樓市持續火熱，一手供應積極，樓價已經連升超過二十個月，升幅超過一成。今年香港將跟隨美國加息，借貸成本上升，但需求依舊旺盛，加之經濟改善，樓價高企料將持續。而住房問題是香港面臨的最大挑戰之一，政府正在努力增加土地來源和房屋供應，但短期內對樓價的降溫作用難以顯現。

圖 8: 樓價連升

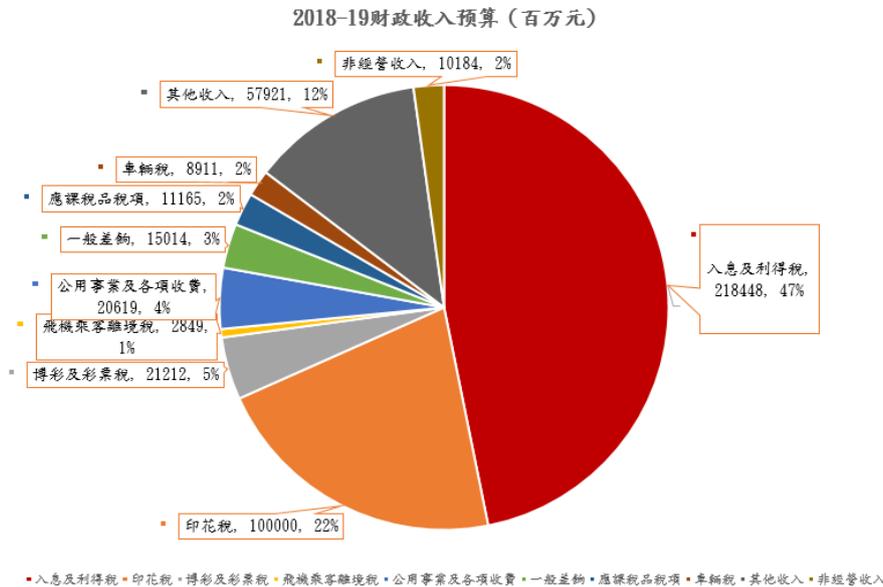


資料來源：中原資料、招銀國際研究

財政政策

上年度政府盈餘預計達 1380 億元，主要因為地價收入和印花稅遠高預期，屬於相當不穩定的收入來源。2 月 28 日財政司司長陳茂波發表 2018-19 年度財政預算案，繼續以收支平衡為目標，但改變以往公共財政不超過 GDP20% 的準則，略調整到 21%，考慮到目前通脹溫和、經濟增勢強勁且需要解決的社會、經濟問題比較多，做出這種積極調整是較為合理的。

圖 9：財政收入很大比例屬於不穩定來源

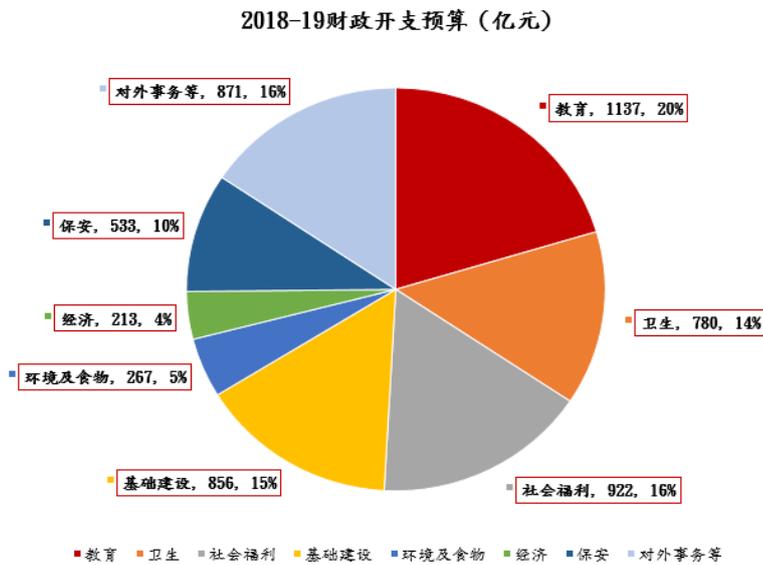


資料來源：財政預算案、招銀國際研究

❖ 更為積極的支出策略

預算案兼顧與民分享和投資未來的長短期目標，做出了更為積極的財政安排。除了退稅等共用措施之外，支出主要用於教育、社會福利和醫療衛生等領域，利用超高盈餘來解決老齡化、醫療條件不足等重要社會問題。

圖 10：2018 財年預算總開支達 5579 億元



資料來源：財政預算案、招銀國際研究

❖ 政策支持優勢產業

預算案提出了有利金融、貿易等傳統優勢行業的支持政策。香港是內地企業首選的上市融資平臺以及全球離岸人民幣業務中心，上市新制度預計在第二季實施，將確保投資者得到保障，努力提升香港對於新興和創新企業上市的吸引力。同時，政府將大力推進債券市場發展，吸引企業來港發債。

貿易方面政府提出將簡化報關程式並積極尋求簽訂雙邊和多邊協定，這在保護主義抬頭的當下尤顯關鍵。政府提出的策略目標是發展香港成為高價值貨物的貿易、物流和分銷中心，有助於維持貿易增勢。

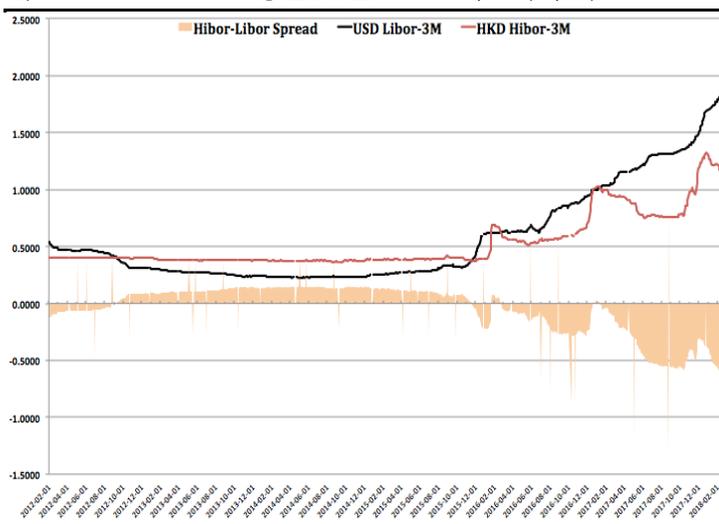
❖ 培育經濟新增長點

香港經濟結構比較固定，新興產業占比很小，受外部經濟環境影響大，應當考慮在新科技浪潮當中積極拓寬發展面。預算案中政府也意識到過去十年香港經濟增長動力放緩，有必要尋找新動力，促進經濟多元化。政府將較大比重的預算（500 億）用於支持創新和科技產業發展，著重從長計議，旨在培育新的增長點和驅動力。預算將落地到落馬洲河套區創科園、科學園、數碼港等主要科創基地，以及支援產學研結合推動研發和再工業化。對科創的預算和政策支援在長期來看是對未來經濟模式的有益探索和積極準備，有助提升科創氛圍；但也要看到，面對高地價成本和傳統行業的強勢地位，塑造新的經濟格局並非易事。

貨幣政策

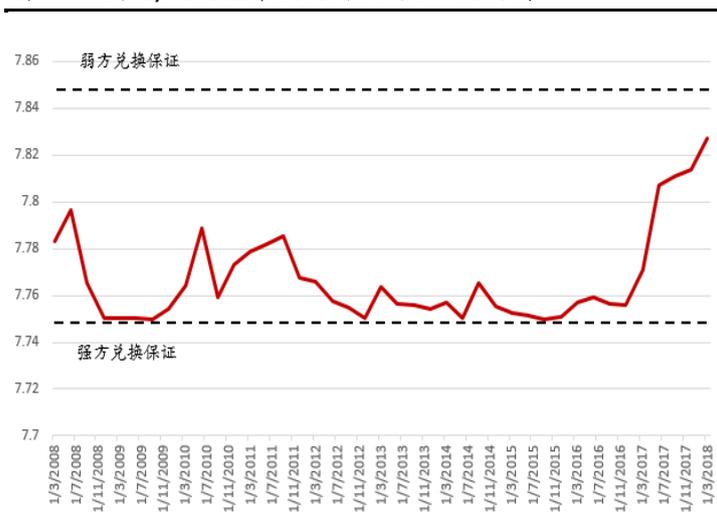
近期美元 Libor 與港元 Hibor 淨息差不斷加大至 2008 年以來新高，主要是因為美聯儲加息進程已經推高了 Libor，但香港銀行間資金充足、流動性較好使得 Hibor 升速較緩。儘管目前港元流出壓力加大，但資金儲備依然充足。跟隨美國利率正常化進程，今年內香港息口將逐步上升，Libor 與 Hibor 息差將收窄，也有助於在目前港元匯率持續走弱接近弱方兌換臨界的情況下穩定港元與美元的對準機制，但對於資產價格和通脹影響有限。目前已有各家銀行推出定息按揭，降低按揭的匯率風險。

圖 11：Libor-Hibor 息差加大至 2008 年以來最高



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 12：美元/港元匯率接近弱方兌換保證水準



資料來源：彭博、招銀國際研究

主要風險

2018 年香港面對的經濟、貿易和金融環境比上年更加複雜，主要的風險都來自外部。

- ❖ **貿易保護主義抬頭。** 特朗普很有可能進一步推出更為激進的貿易政策和外交政策，有可能對鋼鐵、化工、其他金屬製品等徵收高額關稅，貿易戰的風險上升，詳情請參見 2018 年 2 月 5 日的報告《[特朗普敵意撼動自由貿易基石](#)》。不斷惡化的貿易關係和其他貿易物件的報復措施都有可能危及剛剛恢復的全球貿易，香港應當密切關注主要貿易對象的政策動向和相關風險。
- ❖ **全球貨幣政策加劇資產波動。** 全球央行進入議息階段，緊縮過程充滿不確定性，加之港股又受到中國市場和海外市場的雙重影響，這將加大資產價格和資本市場的波動。
- ❖ **地緣政治等因素增加外部風險。** 包括朝鮮半島緊張局勢、國際機制式微、退歐進程以及全球民粹主義等都是潛在的風險因素。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。