

香港经济展望

乐观增势强劲，提防外部风险

❖ **经济表现**：2017年全球经济稳健向好，主要经济体呈现同步温和增长势头，香港资金充裕，外需增强，贸易环境明显改善，利好因素明显增多。2017年香港GDP全年增长3.8%，实现2011年以来最快增速。对外贸易止跌回升，访港旅客增加，零售行业回暖，失业率创新低，通胀压力温和，楼价持续高企。

2018年虽然全球资本市场波动加大，风险增多，但经济复苏势头正健，香港有望继续实现外贸与内需齐升，加之港股畅旺，经济增长将得以持续，我们预计全年可实现3.5%的增长。受到能源价格、房地产价格和工资上涨等因素影响，预计2018年整体通胀率会由2017年1.5%升高至2.3%左右。

❖ **财政预算**：上年度政府盈余预计达1380亿港元，主要因为地价收入和印花税远高于预期，属于相当不稳定的收入来源。2月28日财政司司长陈茂波发表2018-19年度财政预算案，继续以收支平衡为目标，但改变以往公共财政不超过GDP 20%的准则，略上调到21%，考虑到目前通胀温和、经济增势强劲且需要解决的社会和经济问题较多，做出这种积极调整是较为合理的。预算案同时提出了支持金融、贸易等传统优势行业，以及培育科技创新等新经济增长点的政策计划和财政安排。

❖ **货币政策**：近期美元Libor与港元Hibor净息差不断加大至2008年以来新高，主要是因为美联储加息进程已经推高了Libor，但香港银行间资金充足、流动性较好使得Hibor升速较缓。尽管目前港元流出压力加大，但资金储备依然充足。跟随美国利率正常化进程，今年内香港息口将逐步上升，Libor与Hibor息差将收窄，也有助于在目前港元汇率持续走弱至接近弱方兑换临界的情况下稳定港元与美元的对准机制，但对于资产价格和通胀影响有限。

❖ **风险因素**：2018年香港面临的经济环境更加复杂，主要的风险因素来自外部：（1）贸易保护主义抬头，特朗普很有可能进一步推出更为激进的贸易政策和外交政策，不断恶化的贸易关系和其他贸易对象的报复措施都有可能危及刚刚恢复的全球贸易。香港应当密切关注主要贸易国的政策动向和相关风险。（2）全球货币政策加剧资产波动。全球央行进入议息阶段，紧缩过程充满不确定性，这将加大资产价格和资本市场的波动。（3）地缘政治等因素进一步增加外部风险。

主要经济数据预测

	2014A	2015A	2016A	2017A	CMBIS 2018E
实际GDP(同比增速, %)	2.8	2.4	2.0	3.8	3.5
零售销量按年增长(%)	-0.2	-3.7	-8.1	2.2	4.2
来港旅客增长率	12.0	-2.5	-4.5	3.2	5.4
出口货值(同比增速, %)	3.2	-1.8	-0.6	7.6	5.0
进口货值(同比增速, %)	4.0	-4.1	-1.1	8.2	5.3
失业率	3.3	3.3	3.4	3.1	2.9
实际工资(同比增速, %)	-2.4	0.5	1.2	0.6	1.0
通胀率(综合CPI)	4.4	3.0	2.4	1.5	2.3
3个月HIBOR(期末值)	0.38	0.39	1.02	1.31	1.60
家庭债务(GDP占比, %)	64.9	66.5	67.1	70.2	73.0
恒生指数增幅(%)	1.3	-7.2	0.4	36.0	17.0
USD/HKD 汇率	7.76	7.75	7.76	7.81	7.84

资料来源：彭博、香港政府、招银国际研究

成亚曼, 博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

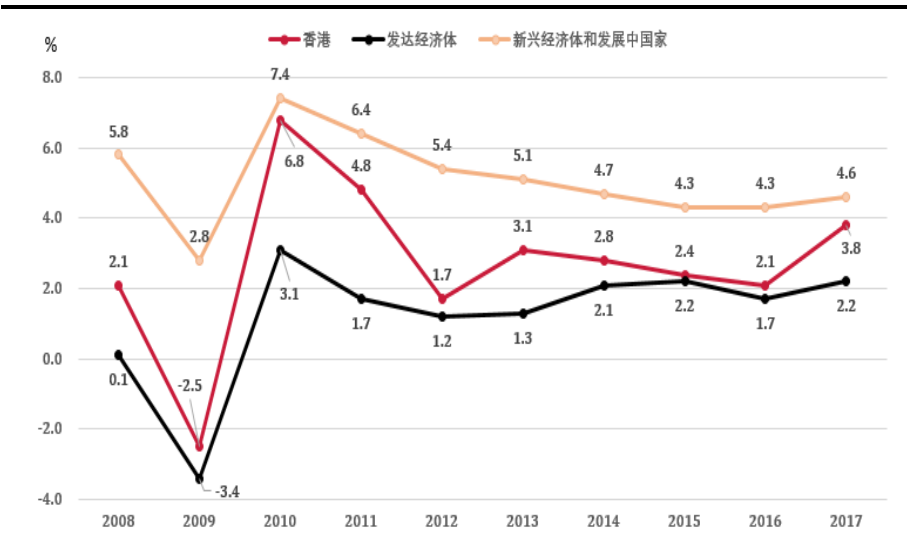
经济表现

全球复苏加速，有利香港经济

2017 年全球经济稳健向好，主要经济体呈现同步温和增长势头，香港资金充裕，外需增强，贸易环境明显改善，利好因素明显增多。2017 年香港 GDP 全年增长 3.8%，实现 2011 年以来最快增速。其中一至四季度实际 GDP 同比增幅分别为 4.3%，3.9%，3.7%和 3.4%。

2018 年，虽然全球资本市场波动增大，风险增多，但经济复苏势头正健，香港有望继续实现外贸与内需齐升，加之港股畅旺（我们的策略师预计年内恒生指数目标 35,000，详情请参见于 2017 年 11 月 23 日发布的[《年度策略报告》](#)），经济增长将得以持续，我们预计全年可实现 3.5% 的增长。

图 1：2017 年香港 GDP 现六年来最快增速



资料来源：彭博、招银国际研究

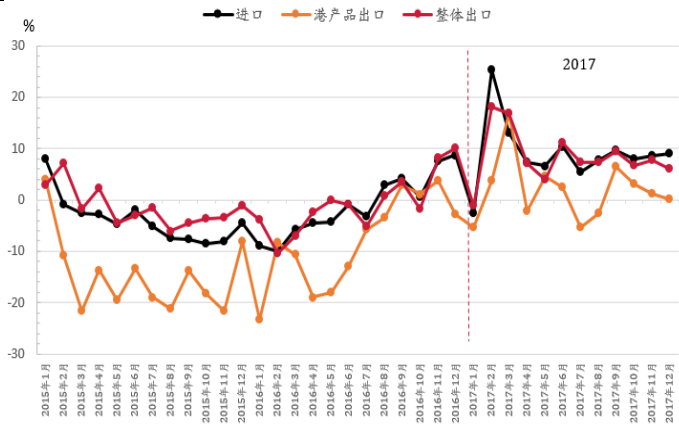
对增长保持乐观的同时也要看到香港经济的结构性问题，包括长远发展动力不足且易受外部环境影响，因此积极拓展新的经济增长点是当务之急。本届政府将推动科技创新作为主要着力点，给予大量的政策与资金支持，并通过鼓励创新和加大推广来提升金融、高端服务业、贸易等传统优势行业的竞争力。“一带一路”和粤港澳大湾区等政策机遇也将为商业合作和产业优化带来更大的发展空间。

商品贸易止跌回升

2015 和 2016 年，受到全球经济放缓拖累，香港商品贸易总值连降 3%和 0.7%。从 17 年下半年开始，环球需求快速复苏，对外商品贸易回升 5.9%，其中进口货值按年升 8%，出口货值亦有 8.7% 的增长（其中转口货值上升 8.1%，港产品出口货值上升 1.4%）。输向亚洲的出口增长显著，美国和欧盟的需求也在稳步提升。

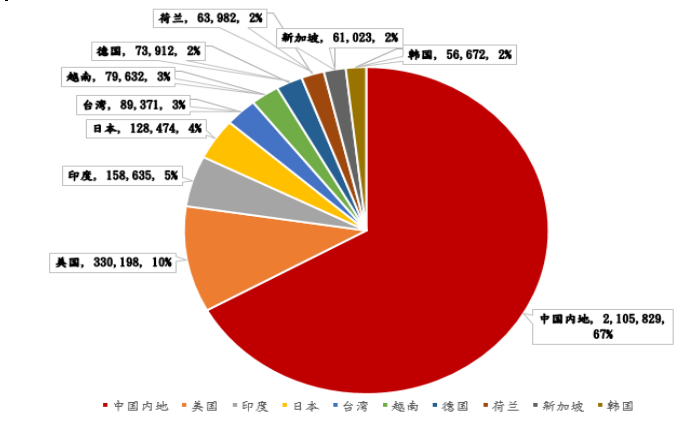
预计 2018 年香港贸易依然得到强经济走势的支持，但不利的风险因素明显增多，中美等贸易对象之间的贸易纠纷趋频，多国收紧货币政策可能引起的贸易调整等，都是主要的不确定因素。为了应对保护主义抬头的大环境，政府提出要在捍卫多边贸易的同时积极争取签订更多的区域和双边贸易协定，有助于减小小贸易波动的影响。

图 2: 2017 年港产品出口、整体出口和进口增速回升



资料来源: 香港政府统计处、招银国际研究

图 3: 2017 年整体出口十大主要目的地 (百万港元)



资料来源: 香港政府统计处、招银国际研究

访港旅客增加，零售行业回暖

访港旅客方面，从去年开始复苏，各项数据止跌回升，尤其是留港过夜旅客上升较快。2017 年内地留港旅客增长 6.7%，非内地旅客亦增加 1.9%，对酒店、服务和零售业都有积极推动作用。行业上升势头一直延续至今，加之内地居民消费能力增强以及上半年人民币保持强势，今年的行业前景持续乐观。预计高铁香港段和港珠澳大桥开通之后，将有更多大湾区旅游产品惠及香港。

图 4: 2017 年访港与留港过夜旅客数均有增长

	总计	中国内地	非中国内地
访港旅客人次	58,472,157	44,445,259	14,026,898
旅客增长率	+3.2%	+3.9%	+1.1%
过夜旅客人次	27,884,543	18,526,210	9,358,333
过夜旅客增长率	+5.0%	+6.7%	+1.9%

资料来源: 香港旅游发展局、招银国际研究

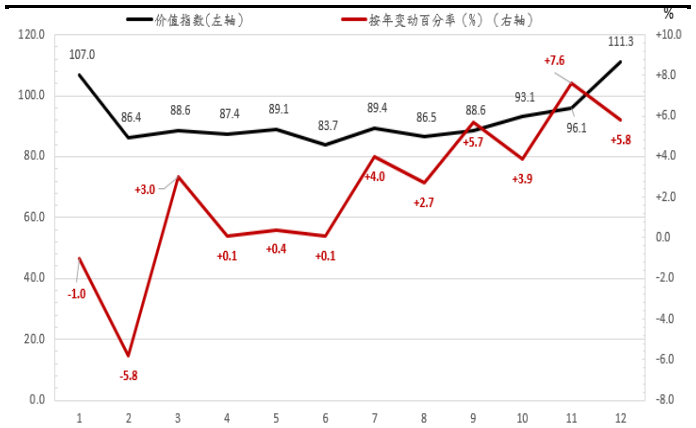
2017 年 3 月起零售业终止了连续三年的颓势，渐入佳境，连续十个月录得升幅，全年零售业总销货值增长 2.2%，其中，11 月的增长更是达到 7.5%。其中耐用消费品类增长最为显著。行业景气主要得益于访港旅客人数显著增加，内地消费信心复苏和财富效应增强，港股畅旺以及本地就业情况改善等因素对消费情绪的正面影响。今年前景依然乐观，预计增长可达 4.2%。

失业率创新低，劳工市场趋紧

失业率在 2017 年连续下降，季调失业率从年初的 3.3% 降至 2.9%，也是近 20 年来首次降至 3% 以下，基本上处于全民就业状态。失业率降低得益于整体经济环境改善以及商业需求提升，另外本地基建项目投资增加惠及房地产业和地基及上盖工程业，这两个行业的失业率下降更加明显。

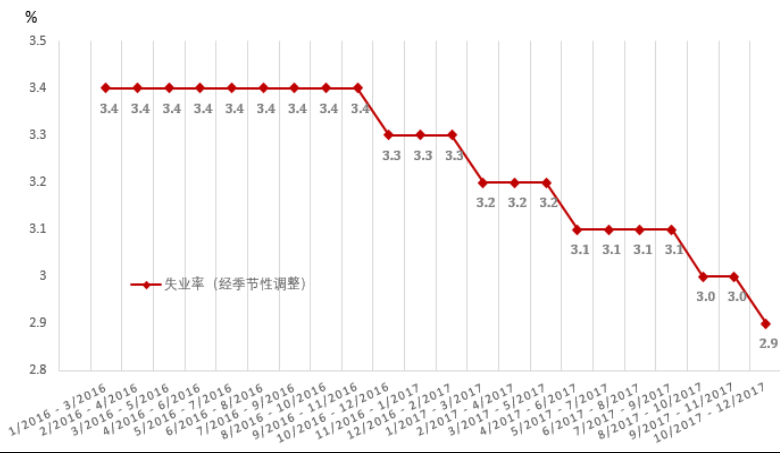
低失业率短期有助于薪资收入增长，但长期来看人口老龄化、劳动人口即将减少、部分行业劳动力不足等情况都可能成为阻碍经济发展的因素。

图 5: 2017 年零售业总销货额显著提升



资料来源: 香港政府、招银国际研究

图 6: 失业率持续下降，劳工市场趋紧

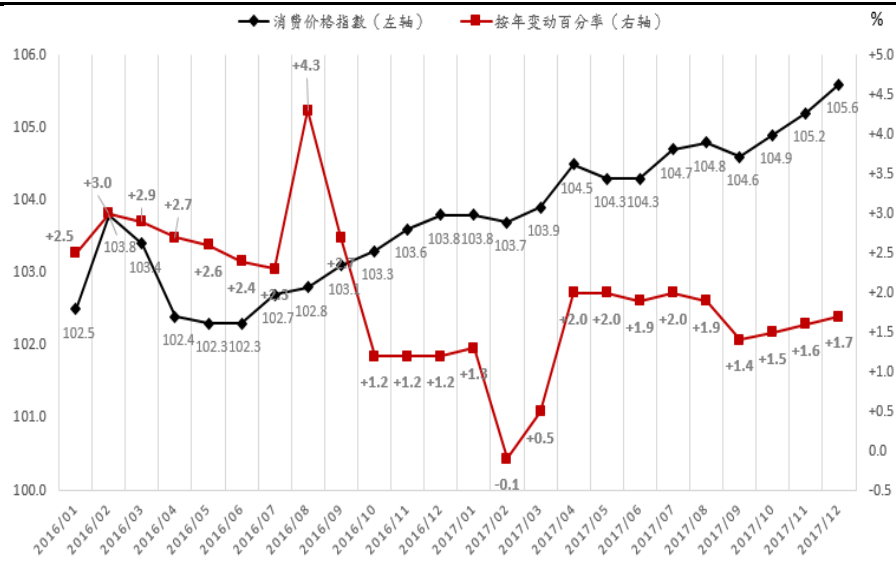


资料来源：彭博、招银国际研究

通胀压力温和，楼价持续高企

2017 年全年通胀温和，整体通胀率为 1.5%，基本通胀率 1.7%，其中第四季度 CPI 平均增幅 1.6%，12 月升 1.7%，上升最快的依次为外出用膳、住屋、食品、交通和衣履。2018 年受到能源价格、房地产价格和工资上涨等因素影响，预计整体通胀率会升高至 2.3% 左右。

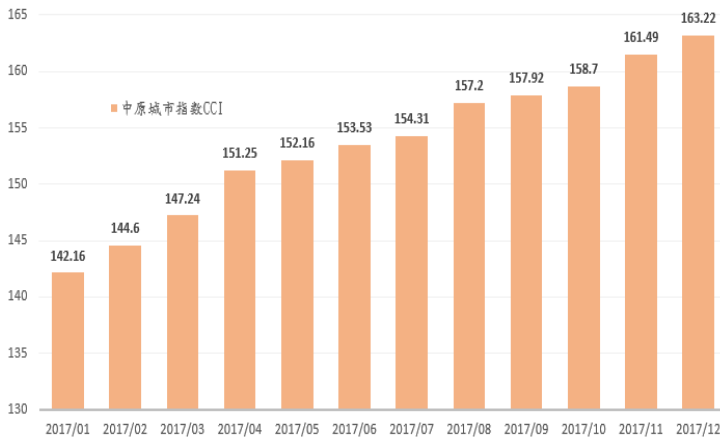
图 7: 2017 年 CPI 增长温和



资料来源：彭博、招银国际研究

实际按揭利率依然处于相对低位，楼市持续火热，一手供应积极，楼价已经连升超过二十个月，升幅超过一成。今年香港将跟随美国加息，借贷成本上升，但需求依旧旺盛，加之经济改善，楼价高企料将持续。而住房问题是香港面临的巨大挑战之一，政府正在努力增加土地来源和房屋供应，但短期内对楼价的降温作用难以显现。

图 8: 楼价连升

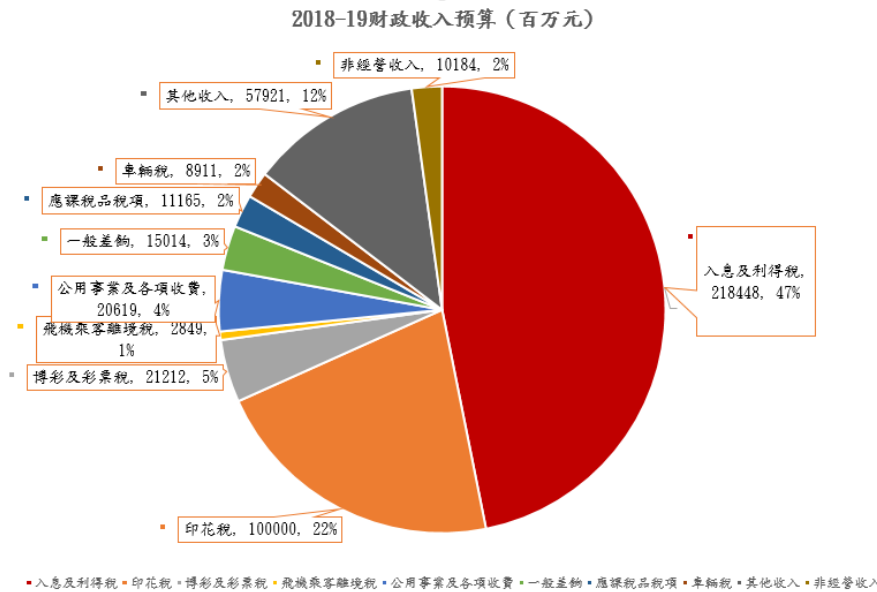


资料来源: 中原数据、招银国际研究

财政政策

上年度政府盈余预计达 1380 亿元，主要因为地价收入和印花税远高于预期，属于相当不稳定的收入来源。2 月 28 日财政司司长陈茂波发表 2018-19 年度财政预算案，继续以收支平衡为目标，但改变以往公共财政不超过 GDP20% 的准则，略调整到 21%，考虑到目前通胀温和、经济增势强劲且需要解决的社会、经济问题比较多，做出这种积极调整是较为合理的。

图 9: 财政收入很大比例属于不稳定来源

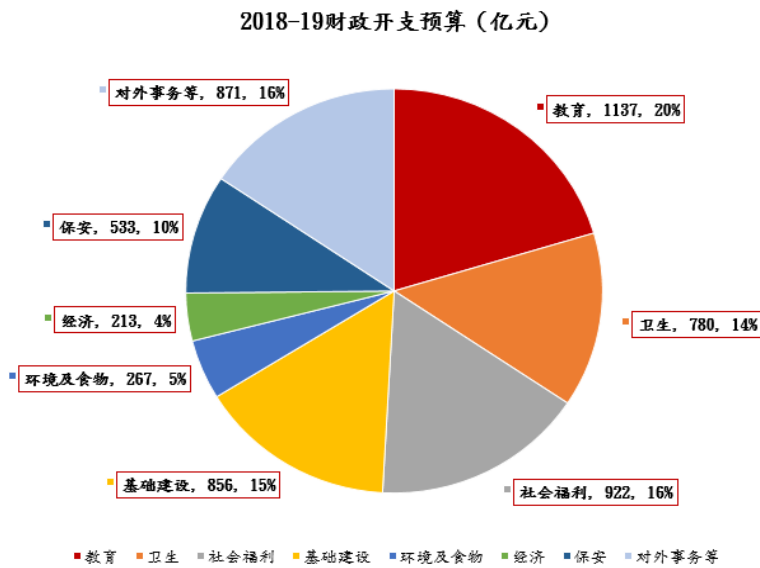


资料来源: 财政预算案、招银国际研究

❖ 更为积极的支出策略

预算案兼顾与民分享和投资未来的长短期目标，做出了更为积极的财政安排。除了退税等共享措施之外，支出主要用于教育、社会福利和医疗卫生等领域，利用超高盈余来解决老龄化、医疗条件不足等重要社会问题。

图 10：2018 财年预算总开支达 5579 亿元



资料来源：财政预算案、招银国际研究

❖ 政策支持优势产业

预算案提出了有利金融、贸易等传统优势行业的支持政策。香港是内地企业首选的上市融资平台以及全球离岸人民币业务中心，上市新制度预计在第二季实施，将确保投资者得到保障，努力提升香港对于新兴和创新企业上市的吸引力。同时，政府将大力推进债券市场发展，吸引企业来港发债。

贸易方面政府提出将简化报关程序并积极寻求签订双边和多边协定，这在保护主义抬头的当下尤显关键。政府提出的策略目标是发展香港成为高价值货物的贸易、物流和分销中心，有助于维持贸易增势。

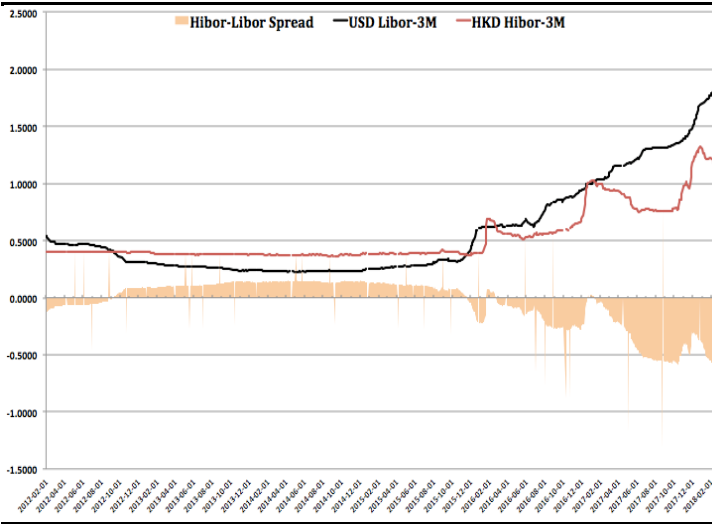
❖ 培育经济新增长点

香港经济结构比较固定，新兴产业占比很小，受外部经济环境影响大，应当考虑在新科技浪潮当中积极拓宽发展面。预算案中政府也意识到过去十年香港经济增长动力放缓，有必要寻找新动力，促进经济多元化。政府将较大比重的预算（500 亿）用于支持创新和科技产业发展，着重从长计议，旨在培育新的增长点和驱动力。预算将落地到落马洲河套区创科园、科学园、数码港等主要科创基地，以及支持产学研结合推动研发和再工业化。对科创的预算和政策支持在长期来看是对未来经济模式的有益探索和积极准备，有助提升科创氛围；但也要看到，面对高地价成本和传统行业的强势地位，塑造新的经济格局并非易事。

货币政策

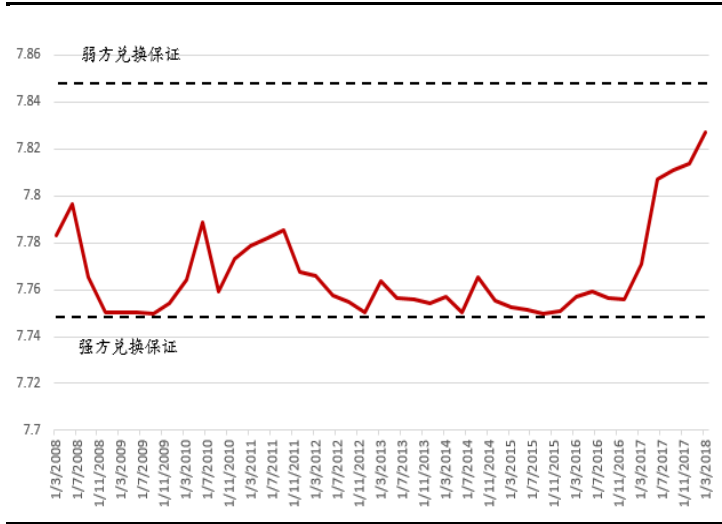
近期美元 Libor 与港元 Hibor 净息差不断加大至 2008 年以来新高，主要是因为美联储加息进程已经推高了 Libor，但香港银行间资金充足、流动性较好使得 Hibor 升速较缓。尽管目前港元流出压力加大，但资金储备依然充足。跟随美国利率正常化进程，今年内香港息口将逐步上升，Libor 与 Hibor 息差将收窄，也有助于在目前港元汇率持续走弱接近弱方兑换临界的情况下稳定港元与美元的对准机制，但对于资产价格和通胀影响有限。目前已有多家银行推出定息按揭，降低按揭的汇率风险。

图 11：Libor-Hibor 息差加大至 2008 年以来最高



资料来源：彭博、招银国际研究

图 12：美元/港元汇率接近弱方兑换保证水平



资料来源：彭博、招银国际研究

主要风险

2018 年香港面对的经济、贸易和金融环境比上年更加复杂，主要的风险都来自外部。

- ❖ **贸易保护主义抬头。**特朗普很有可能进一步推出更为激进的贸易政策和外交政策，有可能对钢铁、化工、其他金属制品等征收高额关税，贸易战的风险上升，详情请参见 2018 年 2 月 5 日的报告《[特朗普故意撼动自由贸易基石](#)》。不断恶化的贸易关系和其他贸易对象的报复措施都有可能危及刚刚恢复的全球贸易，香港应当密切关注主要贸易对象的政策动向和相关风险。
- ❖ **全球货币政策加剧资产波动。**全球央行进入议息阶段，紧缩过程充满不确定性，加之港股又受到中国市场和海外市场的双重影响，这将加大资产价格和资本市场的波动。
- ❖ **地缘政治等因素增加外部风险。**包括朝鲜半岛紧张局势、国际机制式微、退欧进程以及全球民粹主义等都是潜在的风险因素。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。