

2021年新年伊始，香港經濟再次走到十字路口，新冠疫情發酵與此前的中美博弈、修例風波等事件內外夾擊，導致香港經濟面臨下行之痛，而有紀錄以來最大幅度經濟衰退使香港經濟中長期存在的結構性問題再度顯性化。與此同時，全球經濟的K形復甦和內地成為全球唯一連續兩年取得正增長的主要經濟體的事實，將為香港經濟帶來難得的亮點和新增長點。

香港經濟的困境與出路(上)



▲尚有大約三周時間，農曆辛丑牛年便會到來，香港市民已為迎接新春作好準備。

寰球視野



中銀香港首席經濟學家

2020年以來，新冠疫情爆發並持續出現了四波疫情，切斷香港與世界各地的人員往來，佔香港本地生產總值3.6%的訪港旅遊業陷於停滯。為控制疫情，香港持續多月實施嚴格社交距離措施，對零售、餐飲業、娛樂場所、個人服務和運輸等行業帶來巨大打擊，實體經濟雪上加霜。

一、經濟遭遇三重打擊

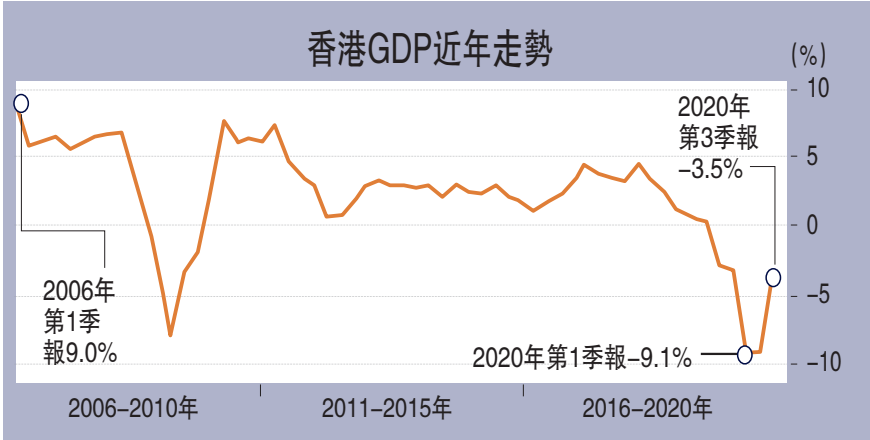
此前一段時間，香港經濟陸續受到中美大國博弈及修例風波事件的衝擊，美國針對中國出口商品徵收巨額關稅，繼而取消香港獨立關稅區地位、制裁內地和香港官員，打擊國際投資者對香港作為國際工商業和金融中心的地位；2019年香港出現了修例風波事件打擊正常經濟活動和旅遊業，導致香港經濟陷入衰退；過去很長一段時間的政治掙扎為特區政府的長遠基建和投資項目帶來阻滯，香港經濟在下行周期失去了重要支撐，2020年香港經濟陷入深度衰退。

從季度資料看，2020年前三個季度，香港實質GDP平均收縮約7.2%，三季度實質GDP跌幅收窄至3.5%，四季度香港經濟再度面臨第四波疫情下嚴格收緊社交距離的打擊，全年經濟可能收縮5.9%左右，與1998年錄得的5.9%跌幅持平。從季度數字看，可能出現連續六個季度的收縮，將超過1998年一季度至1999年一季度連續五個季度收縮的歷史紀錄，是香港經濟自有紀錄以來首次連續兩年出現經濟衰退。顯然，當前香港經濟下行已經讓各行業的從業人員感受到切膚之痛，迫切期待香港經濟走出衰退陰影。

二、結構性問題愈加突出

2021年上半年，新冠疫情繼續肆虐全球，疫苗研發測試及產量能否遏制疫情仍有一定的不確定性。世界各國普遍根據疫情的變化強化防疫措施，跨境往來持續受限，經濟難以明顯復甦，旅遊、航空、酒店和餐飲等行業仍面對巨大壓力。

面對長期經濟下行，香港小型開放、服務業為主的經濟結構性問題進一步暴露。多年來，香港產業結構嚴重依賴服務業，貿易與物流、金融服務、旅遊、專業服務及其他四大支柱產業佔香港GDP的57%。其中，金



融、旅遊和專業及工商服務業佔經濟比例持續擴大，貿易及物流有所下降，文化及創意、醫療、教育、創新科技、檢測及認證和環保等優勢產業規模及經濟貢獻度有限。實體經濟下滑導致國泰航空、海洋公園等大型企業經營困難，需要政府注資才能維持經營，中小企業及一些遭受疫情直接影響的行業更是難以支撐。

香港產業結構單一還增加了勞動力市場的脆弱性，香港整體失業率自2019年中的2.8%快速上升至2020年9月至11月的6.3%，高於2008年全球金融危機時期的5.5%水準，創出十六年以來的高位。在第四波疫情及保就業計劃完結等因素的影響下，失業率將進一步惡化，零售、住宿及膳食服務、建造，以及製造業的失業率最為嚴重，分別達到10.1%、10.9%及6.2%。若2021年香港經濟持續受到疫情等困擾而未能復甦的話，失業率有可能進一步挑戰2003年非典時期8.5%的紀錄高位。

長期經濟下行帶來的失業率上升影響市民的置業信心，市場擔心一旦房產價格大幅調整可能引發金融風險。從歷史上看，經濟下行期往往是香港房地產市場的風險暴露期。香港這一輪地產周期自2003年SARS過後迅速反彈，迄今已連續上升超過十七年，2019年私人住宅樓價與2003年非典最低谷相比升了五倍多，比1997年地產泡沫高峰期高出1.3倍，增速大大超過同期家庭收入增長。2021年，由於全球主要利率保持低企，香港住宅供應量有限，樓價很難出現大幅度調整，但其處於歷史高位，仍有高處不勝寒的困擾。

三、疫境之中亦有亮點

今年如果全球範圍廣泛接種疫苗，下半年可能出現疫情受控和經濟重開，帶動旅遊、航空、酒店和餐飲等行業復甦，主要經濟體出現反彈跡象，將對香港小型開放經濟體帶來外部支持。對外貿易可能成為香港經濟

的第一個亮點。2020年下半年，香港貨物出口跌幅已有所收窄。

去年香港金融市場正常運作並表現出一定的抗衝擊性和韌性，其主要原因除了香港擁有良好的營商環境、簡單低稅制、資金自由港、與西方接軌的司法制度、金融監管高效，以及最自由經濟體等制度優勢之外，其與內地經濟貿易聯繫及金融市場互聯互通為香港應对外部衝擊提供了內在穩定器。近年來，與人民幣國際化進程相配合，內地相繼推出了滬港通、深港通、債券通和基金互認等機制，推動制度銜接和政策融通，為香港金融和專業服務業提供了更大的發展空間，也有助於香港金融市場抵禦外部衝擊，保持市場的基本穩定。

此外，受惠於中概股回歸及長期低息的貨幣環境等因素，2020年香港金融活動保持良好表現，2020年4月份以來，共錄得約3835億港元資金流入，銀行體系總結餘升至4575億港元，高於2015年11月4263億港元的歷史高位。美國持續收緊內地企業在美上市要求，以及限制美國投資人投資內地企業等，促使更多內地企業選擇回歸香港上市，進行更多融資活動，推動香港新股集資金額再度排名全球第二。預期2021年香港金融業仍將保持活躍，為香港經濟帶來難得的亮點。

2021年，內地將成為全球唯一連續兩年取得正增長的主要經濟體，保持全球經濟增長重要動力來源的地位。2020年二至四季度，內地GDP分別同比實質增長3.2%、4.9%及6.5%，2020年全年增長2.3%。預期2021年一季度內地經濟增長將進一步加速。為應對國際變局，中央提出加快形成國內國際雙循環相互促進的新發展格局，依託龐大的內部需求和市場，擴大對外開放，啟動雙循環的經濟發展新模式，為香港經濟發展及融入國家發展大局提供新的契機，也將成為香港走出長期經濟下行陰影的新增長點。

負利率下欠債就是爺嗎？

廟堂江湖



德國波恩大學
經濟學博士

對於國債和經濟之間的關係，經濟學家一直存在着爭論。前一段時間，中國降槓桿，就是對此的一種反應。無論是整體的經濟債務比例，還是政府債務及地方政府的債務，都受到學界和政界的高度關注。不少人談論債務的合適與否，都用到債務對GDP的比例這個指標。但也有學者指出，這個指標是不恰當的，因為GDP是一個流量的概念，而債務量是一個存量的概念。近期美國新任財政部長耶倫，也是原來的美聯儲主席，針對美國的國債負擔，發表了頗具新意的觀點。

據路透報道，在美國財政部長的任命聽證會上，耶倫表示在當前時點，利率處於歷史低位之際，美國能做的最明智的事情，就是來一場大行動（act big）。這樣做無疑利大於弊。耶倫告訴參議院財政委員會成員，忘記借了多少錢，將注意力集中在支付的債券利息及發債所產生的回報上。這種觀點認為，美國的未來經濟潛力可以支撐今天更多的借貸，使大約26.9萬億美元的債務看起來不那麼令人畏懼。耶倫認為債務總額的確在增加，但需要支付的國債利息佔GDP的比重，並不比2008年金融危機之前高。

美國政府現在每年支付的國債利息接近6000億美元，但自1990年代以來，全球歷史性的低利率，使得國債利息佔GDP的比例大體保持穩定。路透統計的數據顯示，自1990年以來，美國債務佔GDP的比重一直在逐步走高，但由於利率持續走低，國債利息佔GDP的比例已經創至少三十年來的新低。

其實這個觀點可以更進一步延伸：因為歐洲的主要國家國債利率都已經是零，甚至於負利率。那麼按照上述觀點，合理的國債規模應該趨向於無窮大。因為負利率意味着，現在的任何規模的負債在未來足夠長的時間內都會消失。這不是一個毫無束縛舉債的好時機嗎？怪不得現在的發達國家政府推出一

個又一個的疫情補貼計劃，放水程度遠超歷史高位。

關鍵在於經濟增長

那麼這種觀點有什麼問題嗎？任何的觀點的正確與否都是建立在其基本假設基礎上的。假設負利率的前提不變，當然負債的規模不再是一個問題，多多益善。但是負利率的前提不會隨着你的負債規模而變化嗎？從學術一點的角度說：利率是一個內生變量，而不是外生變量。當負債規模因為負利率而趨向於增加時，金融市場會對你是否能夠還本產生足夠的疑問。而與此同時，金融市場的競爭無處不在，資金會不斷尋找新的投資渠道，盡量避開負利率。這就意味着，存在一個未來的時間拐點，負利率不再持續，或者說：利率由負轉正。一旦越過這個時間點。那麼這個龐大的負債就會成為該經濟體的負擔，阻止它進一步融資和增長。

那麼這個時間點的遠近取決於什麼因素呢？還是在於實體經濟的好壞。現在歐洲的經濟情況是最差的（在東亞北美和西歐三者之間對比的話），但是歐洲國家的國債居然出現了負利率，這說明在金融市場上出現了一個悖論：資金喜歡上了一個最差的經濟體。為什麼呢？無非是短期的流動障礙。比如中國的經濟增長很好，但是因為中國的資本市場並未向世界敞開，那麼趨利的資金難以向中國流動，被阻礙在了中國市場的大門以外。假設未來的趨勢是中國經濟繼續保持目前的增長態勢，那麼和歐洲的差距會越來越小（從人均GDP而論），資本市場的大門也會越來越打開（比如中歐投資協定等一系列的對外開放政策逐步落實），這些因素都意味着：資金越來越有可能從負利率的歐洲市場流向正利率的中國市場，那麼歐洲的負利率就不可能是一個長期的趨勢。

所以，抓住眼下的低利率時代擴張負債是對的，但是這樣的負債擴張需要拉動真正的實體經濟增長，否則的話，通過低利率負債增加社會福利，養了一幫閒人和懶人，未來的經濟極有可能陷入早先歐豬四國的窘境。



談劇說樓按(之二)

樓按明鑒



經絡按揭轉介
首席副總裁

業首期須知，今回將會講解申請按揭時潛在的風險及注意事項。

樓市有上有落實屬正常，當樓價下跌，銀行批核按揭時或會出現估價不足等問題，最終買家需要支付更多首期上會。而影響樓價下跌的因素範圍甚廣，例如樓宇供應過剩、需求下跌、政府收緊樓按措施、社會及經濟出現問題等。選用長成分期付款如建築分期付款，遇上以上情況的風險相對較即供付款為高。相關人事要密切注意樓按申請，上會時多找幾間銀行進行估價，最穩妥的做法是於上會前預留充足的資金，以作不時之需。

某些物業在承造按揭時，亦潛在不同風險。以村屋為例，村屋的天台、露台、花園以至車位等部分，有機會違反地契條款（如僱建）。而村屋土地或牽涉複雜業權或路權等問題，如銀行發現以上違規情況，會影響相關按揭審批。有意購買村屋之士，建議先進行初步查冊，有需要時亦可尋求律師的諮詢。

除村屋外，承造劏房按揭按揭亦易觸礁，買家須留意單位有否違反屋宇署的要求。此外，有關建築、消防法例，阻塞走火通道、排水及通風系統受影響等



▲買樓上會時多找幾間銀行進行估價，最穩妥的做法是於上會前預留充足的資金，以作不時之需。

均可影響其按揭之申請。有意購買劏房樓之士，有必要時可親自或聘請認可人士查看批准圖則及實地視察，確保單位沒有任何違規工程，以免日後惹上法律責任。

某些置業風險較為罕見但亦須提防。如去年初疫情爆發，銀行啟動在家工作安排，批核按揭時間大幅延長。建議買家申請按揭前應預留更多時間、預備充足文件，以及進行仔細的財務部署及風險管理，事前可向專業公司及銀行作諮詢。

近日亦發生一單罕見的新聞，一間律師行因嚴重違規，被律師公會依法處理，接管及凍結該行的戶口，導致大批業主的買樓交易受阻。幸而有個別銀行協助部分受影響人士，再次批出貸款完成交易。

置業是人生大事，當中涉及不同程度的風險，建議事前最好做足準備，將風險減至最低。