

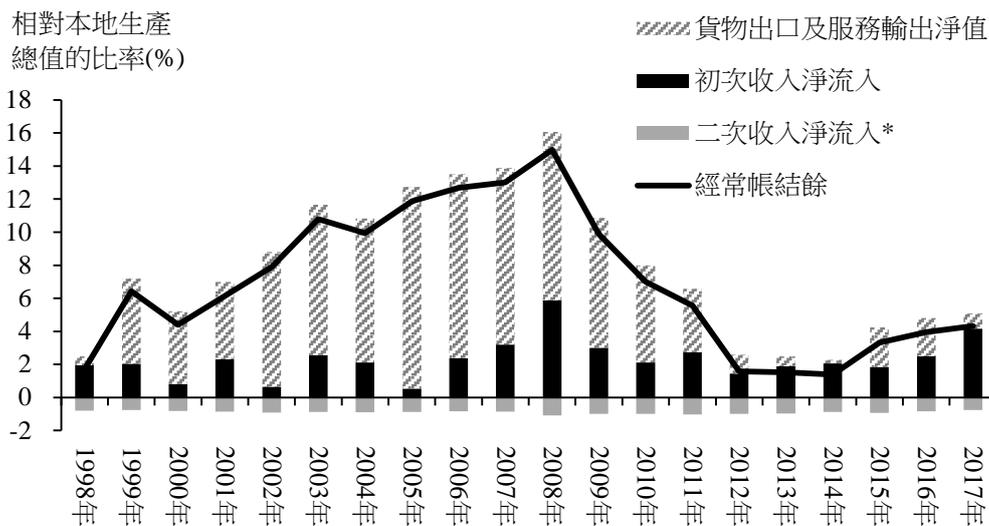
專題 2.2

香港的經常帳：主要特點

國際收支平衡表內的經常帳，記錄經濟體在指定期間內居民與非居民之間在貨物、服務、初次收入和二次收入方面的流量⁽¹⁾，是用以評估經濟體對外是否脆弱的其中一個重要指標。一般而言，經常帳結餘受多個宏觀經濟因素所驅動，例如環球經濟周期所處階段、內部需求強度、出口競爭力、匯率和全球金融環境。至於經常帳結餘的季度變化，季節性因素亦對其有重大影響。

從經濟均衡發展的角度來看，經常帳長期錄得巨額盈餘或許並不理想。不過，若然經常帳持續錄得龐大赤字，決策者更須多加注意，因為這可能是宏觀經濟脆弱不穩的徵象。倘若經常帳赤字持續擴大，就只能靠外來資金維持，對大多數經濟體而言長遠均無法維持。一旦外來資金短缺，經濟體便須迅速重整經常帳，以致可能被迫接受艱難的內部經濟調整或匯率大幅貶值。香港擁有穩健的經濟基調和靈活的市場機制，經常帳持續錄得盈餘。本專題探討香港經常帳的特點及其經濟意義。

圖 1：香港經常帳持續錄得盈餘



註：(*) 負值表示淨流出。

(1) 經常帳可分為三部分：(a)貨物及服務帳 - 用以記錄貨物及服務的對外交易；(b)初次收入帳 - 用以顯示應收及應付的外地款額，作為向非居民提供／從非居民獲得可予使用的勞動力、金融資源或自然資源的回報(即主要是僱員報酬及投資收益)；(c)二次收入帳 - 用以記錄居民與非居民之間的經常轉移，例如職工匯款、捐款、官方援助及退休金。

專題 2.2 (續)

過去二十年，香港經常帳每年都錄得盈餘(見圖 1)，盈餘數額則受環球經濟發展的起伏跌宕所影響。內地在二零零一年加入世界貿易組織後，香港作為內地與世界各地貿易活動管道的角色愈見重要，因此本港經常帳盈餘相對本地生產總值的比率，由一九九八年的 1.7% 激增至二零零八年的 15.0%。可是，二零零八年環球金融危機爆發後，先進經濟體的需求減少，香港出口因而受累，經常帳盈餘相對本地生產總值的比率在二零一四年縮減至 1.4%。近年，經常帳盈餘再度攀升，在二零一七年升至相對本地生產總值 4.3% 的水平。

受貨物出口及服務輸出淨額減少所拖累，香港經常帳盈餘在環球金融危機後平均低於先前十年的水平。

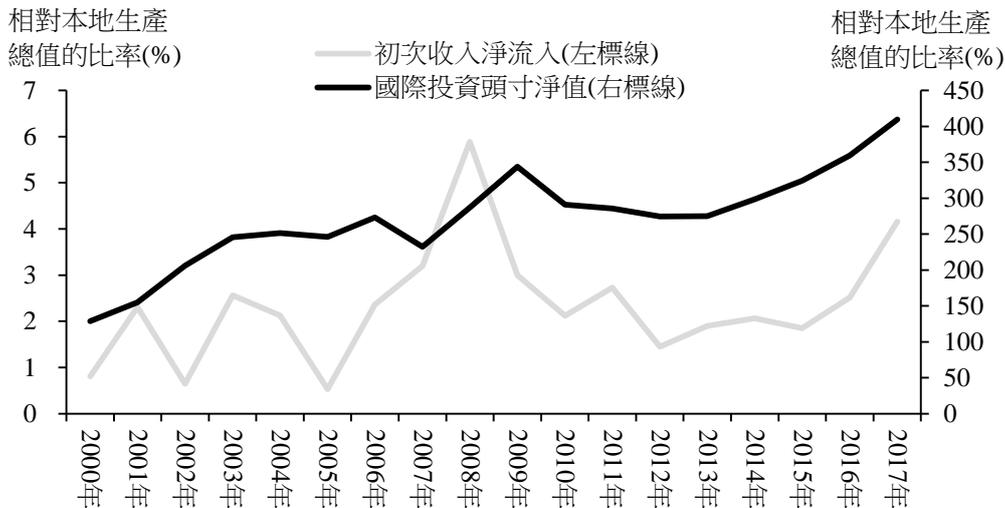
在環球金融危機過後，香港貨物出口及服務輸出淨額減少，部分原因是期內全球經濟復蘇緩慢不穩。主要先進經濟體去槓桿化的過程曠日持久，歐洲經濟更受到主權債務危機困擾。受制於環球需求不振，貨物出口及服務輸出在二零一一至二零一六年的五年間，每年名義增幅僅為 2.5%，及至二零一七年隨着全球經濟同步上揚，才錄得明顯升幅。然而，香港的內部需求在環球金融危機後的大部分時間表現相當強韌，除受惠於勞工市場自二零一一年起一直處於全民就業狀態外，在某程度上亦得益於全球超寬鬆的貨幣環境帶動資產價格攀升，產生的財富效應有助提高本地消費意欲。內部需求強韌，帶動留用貨物進口擴大。整體而言，貨物出口及服務輸出淨額在環球金融危機後減少，經常帳盈餘隨之下跌。不過，香港作為一個主要是服務型的經濟體，貨物出口及服務輸出淨額在過去二十年間每年均錄得盈餘，反映香港在擔任服務提供者聯繫內地與世界各地方面，極具競爭力。

從分析外部環節是否脆弱的角度來看，經常帳結餘持續錄得正數，凸顯香港經濟穩健，消費或投資沒有超出同期從本地或外部所得收入⁽²⁾，並令香港在過去多年累積了龐大的對外金融資產淨值。香港國際投資頭寸淨值在二零一七年年末相對本地生產總值的比率高達 409%，遠高於二零零八年相對本地生產總值的 287%，可見香港對世界各地而言是淨資本輸出地。香港的對外金融資產和負債均處於極高水平，在二零一七年年末相對本地生產總值的比率分別為 1606% 和 1197%，這是重要國際金融中心其中一個常見的特點。在面對環球金融波動時，龐大的國際投資頭寸淨值可發揮強大的緩衝作用。

(2) 就分析層面而言，經常帳結餘可解讀為儲蓄總額與本地資本形成總額的差額。儲蓄總額指本地居民可支配總收入減去私人消費開支及政府消費開支所得餘額，而本地居民可支配總收入則是本地生產總值和初次及二次收入淨流入的總和。

專題 2.2 (續)

圖 2：對外金融資產淨值增加，帶動初次收入淨流入近年上升



香港是淨債權經濟體，過去二十年均錄得初次收入淨流入(除貨物出口及服務輸出淨額外，這是經常帳的另一個主要組成部分⁽³⁾)(見圖 2)。二零零八年環球金融危機爆發前，由於全球金融市場暢旺，加上二零零四至二零零八年對外金融資產回報率增加，初次收入淨流入錄得升幅。可是，在環球金融危機後，「新常態」下的回報較低，投資普遍受到影響，連帶初次收入淨流入也下跌。二零一五至二零一七年期間，儘管低回報環境持續，但初次收入淨流入的升幅有所擴大，這歸因於香港的國際投資頭寸淨值急增(其中證券投資和儲備資產方面的升幅最為顯著)。事實上，初次收入淨流入在二零一七年達到 1,107 億元的紀錄高位，主要是由於環球金融市場興旺，帶動證券投資收入淨流入和儲備資產收入均見上升。

初次收入淨流入增加，帶動香港居民所得的總收入也錄得升幅。具體來說，初次收入淨流入相對本地生產總值的比率由二零零零年的 0.8% 升至二零一七年的 4.2%，期內名義本地居民總收入⁽⁴⁾每年增長 4.3%，較名義本地生產總值每年 4.1% 的增長稍快。就二零一七年而言，香港的名義本地居民總收入大升 8.6%，較名義本地生產總值的升幅高出 1.8 個百分點，主要是受惠於環球經濟同步上揚，連帶初次收入淨流入也錄得強勁升幅。

總括而言，過去二十年來的數據顯示，香港經常帳持續錄得盈餘，對外金融資產因而累積巨額淨值，為香港經濟面對突如其來的外來衝擊提供強大緩衝。

(3) 香港的二次收入多年來一直錄得小量淨流出，但這方面的淨流出相當平穩，就分析層面而言，對宏觀經濟穩定的影響應該不大。

(4) 本地居民總收入指一個經濟體的居民透過從事各項經濟活動而賺取的總收入，不論該等經濟活動是否在該經濟體的經濟領域內或外進行。換言之，本地居民總收入是相等於本地生產總值加上本地居民從經濟領域外所賺取的初次收入，再減去非本地居民從經濟領域內所賺取的初次收入。