

海外宏观经济点评

香港政府 2009-10 年度财政预算案评析

- 曾俊华表示受金融危机影响，预计 2009 年经济会再次出现负增长，经济增长率为负 2-3%，失业率有上升压力，通胀率下降至 1.6%。拟采取反周期策略，以纾缓金融危机的影响。09-10 年度的综合赤字为 399 亿元。
- 特区政府的短期策略是抗击金融海啸、保就业、稳民生；中长期策略则是把握内地机遇、巩固金融优势、推广旅游和落实基建。
- 2009 年将是香港经济十分艰难的一年。如何积极运用财政政策，抵御金融海啸冲击，是摆在特区政府面前的重要课题。刚刚出炉的 2009/10 年度财政预算案，将抗击金融海啸、保就业作为短期工作重点是明智的选择。而未来中长期财政政策的重点，则是如何促进经济转型，提高香港经济的活力和竞争力。而在这方面，特区政府明显缺乏清晰、系统的、具有足够前瞻性的战略构想。香港经济的转型之路，仍然任重道远。

招商证券（香港）研究部

赵文利 博士

(852) 31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

谢亚轩 博士

(86-755) 83295524

xieyx@cmschina.com.cn

薛 华

(86-755) 82940787

xuehua@cmschina.com.cn

何 钟

(852) 31896818

hezong@cmschina.com.cn

2009 年 2 月 25 日

财政预算案重点摘要:

一、香港经济回顾及展望

2008 年经济增长率为 2.5%，低于过去十年的趋势增长。出口放缓，全年仅升 2.0%。消费意欲转弱，本地私人开支去年仅增长 1.8%。全年通胀率为 4.3%。预计 08-09 年度的综合赤字为 49 亿元，收支大致平衡。

受金融危机影响，估计 2009 年经济会再次出现负增长，经济增长率为负 2-3%，失业率有上升压力，通胀率下降至 1.6%。目前难以准确估计经济何时可以复苏，今年年中再作交代。采取反周期策略，以纾缓金融危机的影响。09-10 年度的综合赤字为 399 亿元。

二、短期策略：抗击金融海啸、保就业、稳民生

未来三年创造 62,000 个工作及实习机会，涉及金额预计为 16 亿元。建议宽减 08-09 年度 50% 的薪俸税及个人入息课税，上限 6,000 元。此外，宽免下年度首两季的差饷，每户每季上限 1500 元，以及减收大部分政府物业及土地短期租约的租金 3 个月。延长冻结与市民生活有关的政府收费至 2010 年 3 月 31 日。

三、中长期策略：把握内地机遇、巩固金融优势、推广旅游和落实基建

- 加强与广东、台湾及澳门的合作，以及拓展与新兴市场的合作。
- 优化银行证券业务的监管制度，加强保障投资者。
- 推行政府债券计划，促进债券市场发展。
- 推广香港为亚洲美食美酒中心，推动会展旅游，邮轮码头今年内动工。
- 推动创新科技，探讨开发科学园第三期。
- 预留 3 亿元，支援创意产业。推动绿色经济。研究推广电动车辆的使用。延长电动车辆首次登记税豁免。提升建筑物的节能效益。
- 动用 75 亿元，以助落实“334”学制，每年额外投放 2,100 万元推动国民教育。
- 09-10 年度基本工程开支为 393 亿元，尽快推动十大基建工程上马。成立“发展机遇办事处”，协调基建项目。

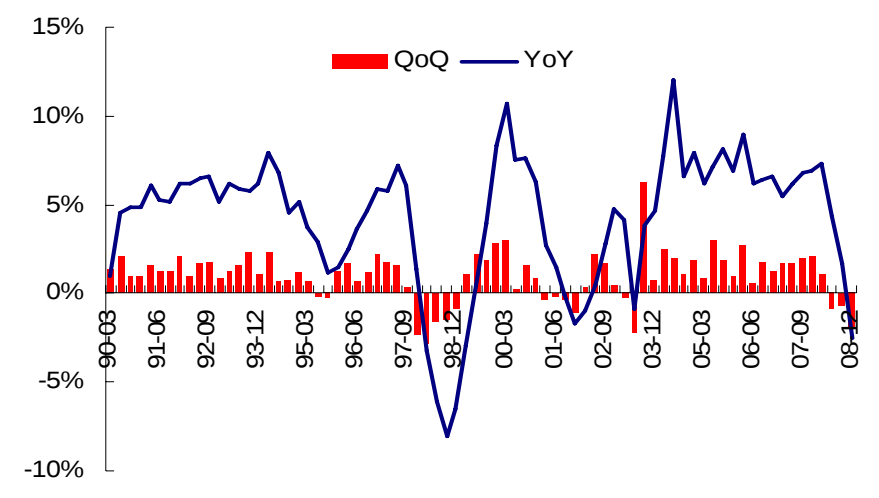
点评:

2009 年将是香港经济十分艰难的一年。如何积极运用财政政策,抵御金融海啸冲击,是摆在特区政府面前的重要课题。刚刚出炉的 2009/10 年度财政预算案,将抗击金融海啸、保就业作为短期工作重点是明智的选择。而未来中长期财政政策的重点,则是如何促进经济转型,提高香港经济的活力和竞争力。而在这方面,特区政府明显缺乏清晰、系统的、具有足够前瞻性的战略构想。香港经济的转型之路,仍然任重道远。

一、经济复苏尚需时日、保就业是当务之急

2008 年全年本地生产总值增长 2.5%, 低于过去十年 3.9% 的趋势增长率, 也低于我们此前预期的 3-3.5%。其中, 08 年第四季度 GDP 同比下滑 2.5%, 环比收缩 2%。财政司司长曾俊华预料 2009 年经济收缩 2-3%, 略高于我们负增长 3-4% 的预期。这将是自 1998 年亚洲金融风暴以来, 香港经济再次出现年度负增长。此外, 曾俊华也指出, 目前难以准确估计经济何时可以复苏, 今年年中再作交代。短期内, 香港经济还难以看到明显的复苏迹象。这也符合我们对本轮经济衰退的基本判断, 即衰退的幅度或会小于 1998 年亚洲金融危机期间的年度下滑 6%、季度同比下滑 8%, 但调整期将会更长。我们预计连续的季度负增长至少会持续 6 个季度以上 (97-98 年亚洲金融危机期间为 5 个季度), 即最快 2009 年第四季度才会恢复轻微的正增长。实际上, 作为小型的开放经济体, 香港经济的复苏很大程度上有赖于外围经济环境转暖。目前来看, G-3 经济体的衰退还远未见底, 因此香港经济复苏的机会更多地取决于内地刺激经济政策以及经济转型战略的实施效果。目前来看, 这两方面都还存在相当多的不确定性。因此短期内, 香港经济的前景仍然不甚明朗。

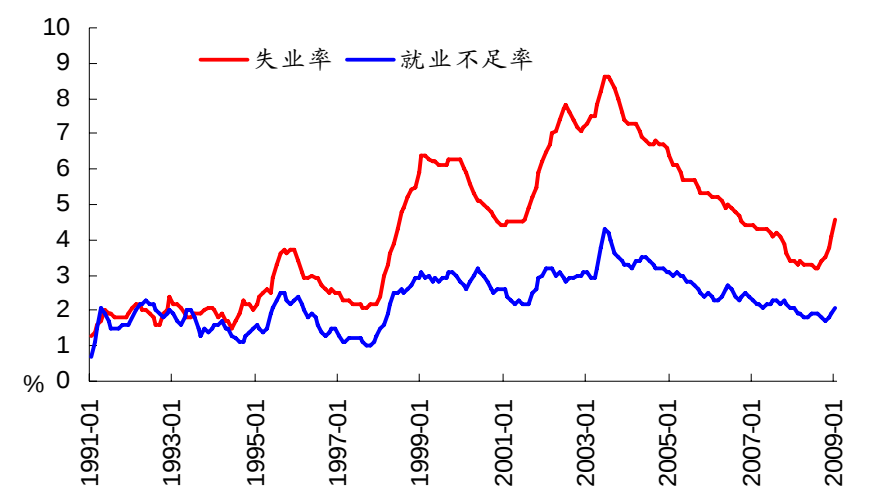
图 1: 预计香港经济最快 09 年第四季度恢复增长



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

目前香港经济的突出矛盾是，随着金融海啸对实体经济的影响逐步显现，企业倒闭潮陆续有来，就业情况不断恶化，失业率有明显的上升压力。正如我们前面的预期，本轮经济衰退持续的时间会比较长。这将导致更多的企业因亏损不断扩大和长期资金短缺而倒闭，从而会进一步推升失业。我们预计最快 09 年中，香港失业率会突破 6%，年底或会达到 7%，甚至更高。失业持续增加，容易诱发一系列的社会经济问题，激化社会矛盾。因此优先解决好就业问题，无疑是政府 09 年工作的当务之急。

图 2: 08 年 9 月以来，香港失业率不断攀升



资料来源：彭博，招商证券（香港）

表 1: 主要保就业措施

措施	预留款项	就业及实习机会	受惠年份
扩大为青年、中年及残疾人士提供培训及实习机会	4 亿元	44,000 个	未来 2 年
推行大学毕业生实习计划	1.4 亿元	4,000 个	未来 1 年
协助业主维修 1,000 栋旧楼	7 亿元	10,000 个	未来 2 年
筹办更多吸引旅客盛事	1 亿元	2,800 个	未来 3 年
举办东亚运动会及建国 60 周年庆祝活动	7,800 万元	260 个	未来 1 年
教育如何安全使用互联网	6,300 万元	500 个	未来 1 年
提升政府大楼及公共设施节能工程	1.3 亿元	200 个	未来 1 年
合计	16.11 亿元	约 62,000 个	

资料来源：2009/10 年度财政预算案，招商证券（香港）

截至 09 年 1 月，香港失业人数为 15.77 万人，失业率为 4.6%。考虑到未来失业人数和新增劳动人口仍会不断上升，财政预算案拟推出的

就业刺激计划，很难从根本上解决就业问题。此外，保就业的措施，也缺乏对中小企业的有力支援，使得企业吸纳就业的动力不足。而经济基本面的好转，特别是外需回暖以及金融系统尽快恢复正常运作，才是保障企业营商和就业机会的关键。目前，政府做好劳动力培训及改善就业环境，有利于舒缓社会矛盾，并为未来的经济复苏做好准备。

二、财政重返赤字年代，投资效率是关键

曾俊华表示，去年经济高速增长的滞后影响使今年的利得税及薪俸税收入较预期为高，加上金融危机对税收的影响尚未在 08-09 年度全面反映，预计 08-09 年度的经营收入有 2,780 亿元，较原来预算高出 286 亿元。至于非经营收入方面，08-09 年度地价收入预计只有 169 亿元，按年跌 73%。撇除拨给西九管理局的 216 亿元，政府工程的开支修订预算为 230 亿元，按年高出 12%。

曾俊华预计本年度经营盈余 180 亿元，综合赤字 49 亿元，相等于本地生产总值的 0.3%，与原来预测的 75 亿元赤字相差不大；财政储备 2009 年 3 月底预计 4,880 亿元。

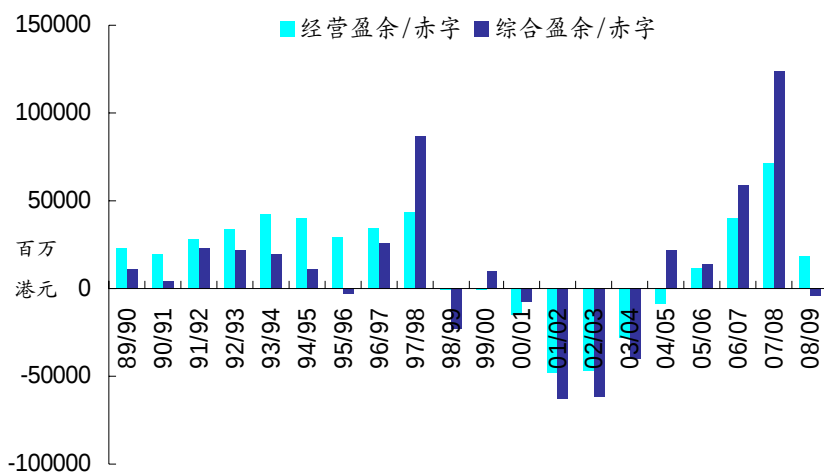
曾俊华表示，政府将采取反经济周期的财政政策，把政府总支出定在 3,016 亿元水平。由于本年度的经营开支包括多项一次性措施，所以 2009 - 10 年度的经营开支略低于对本年度。2009 年的本地生产总值，预计较 2007 年增加 1.8%；经营账料出现 98 亿元赤字，非经营赤字则达 301 亿元，所以综合账目录得 399 亿元赤字，相当于本地生产总值的 2.4%。

这意味着香港特区政府结束了连续 4 年的财政盈余状态，重返赤字年代，并且为了抵御金融海啸，未来赤字规模还会进一步扩大。但由于目前财政储备较为充裕，预计至 2010 年 3 月底，财政储备仍可维持在 4,481 亿元，相当于 18 个月的政府开支。

由于经济不断下滑，未来港府的收入会减少，开支则会持续，甚至会增加，以抵消市场的不利情况，因此赤字状态将会维持一段较长时间，支出和收入差距才会收窄。考虑到未来财政政策的空间，政府有必要维持相对充足的财政储备，而在现时低利率的环境下，增发政府债券，增加流动现金，把资金投向增加香港竞争力的投资，是一个不错选择。政府曾在 2004 年 5 月和 7 月分别发债共 260 亿元，当时由于 SARS 影响，财政储备只有 2700 多亿元，于是在 2004 年 5 月发债 60 亿元“五隧一桥”债券，在同年 7 月又发行 200 亿元债券。

由于受到联系汇率制度的限制，香港不具有独立实施货币政策的能力。积极运用财政政策抵御经济衰退，既是别无选择，也是明智之举。然而财政政策的关键是要保证公共投资效率，促进经济转型。只有将有限的资金，运用到真正有利于提高香港经济的长期竞争力的关键环节和项目上，财政政策的效果才能具有可持续性，并起到事半功倍的效果。

图 3: 财政重返赤字年代



资料来源：香港政府统计处，2009/10 年度财政预算案，招商证券（香港）

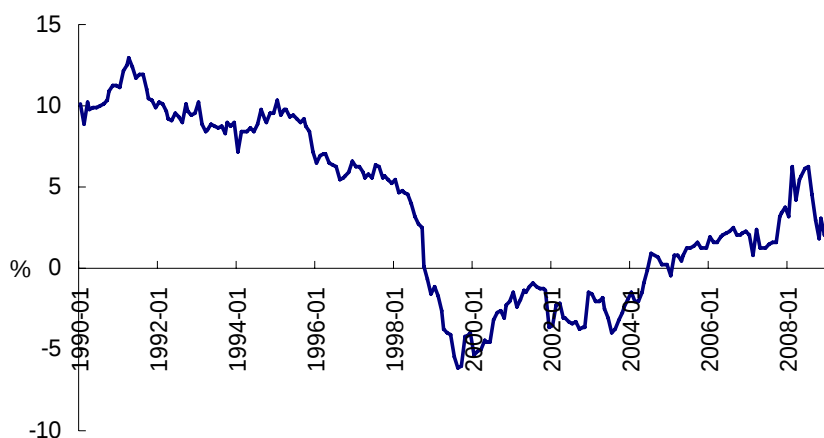
三、通胀压力明显减轻，纾困措施无意外惊喜

2008 年全年平均通胀率 4.3%。由于需求疲弱，加上全球商品价格在去年下半年开始大幅下降，曾俊华估计 2009 年整体通胀率回落至 1.6%。

受 97-98 亚洲金融危机及香港政府房地产政策失当的影响，香港房地产市场持续低迷，负资产按揭宗数一度飙升至约 106,000 宗。1998-2004 年，香港出现了长达 68 个月通货紧缩期。相比之下，本轮房地产市场的泡沫程度及香港银行系统的稳健程度要好得多，因此不太可能诱发长时间的通货紧缩。

考虑到未来严峻的经济形势，目前财政政策的工作重点是保就业，并有针对性的运用资金，而非简单的“人人派糖”。因此本年度的财政预算在纾困措施方面，并未提供太多的惊喜，主要包括：建议宽减 08-09 年度 50% 的薪俸税及个人入息课税，上限 6,000 元。此外，宽免下年度首两季的差饷，每户每季上限 1500 元，以及减收大部分政府物业及土地短期租约的租金 3 个月。而上一年度财政预算案中，宽免公屋租金、补贴电费以及综援“出双粮”等一次性纾困措施则予以取消。实际上，以上纾困措施的受惠人群主要是够资格缴税并拥有私人物业的中产阶级，对于收入较低的社会基层人群，则没有什么直接的扶助措施，未免让人感觉有失公平。

图 4: 通胀压力大为舒缓, 未来或会出现短暂通缩



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

四、中长期策略缺乏足够的系统性和前瞻性, 经济转型任重道远

在上世纪中后期开始的世界经济新一轮转型中, 香港未能跟上世界经济的主流趋势, 既没有像其他“三小龙”那样实现经济结构向创新科技和资讯科技产业方向的转型升级, 也没有像发达国家那样实现服务经济向知识经济方向延伸发展, 而是延续了房地产、金融、商业、旅游等传统产业结构, 由市场力量主导资本流向, 主要是投向投机性很强的房地产和股市, 忽视对研发和创新的投资, 延误了经济转型。而本次金融海啸所引发的全球经济和贸易结构调整, 则进一步凸现出香港加速经济转型的紧迫性。

香港经济新一轮转型的方向应是大力推动高增值新兴产业的发展, 纵向提升而不是横向扩展既有产业结构。香港可率先推动服务经济向知识经济方向的延伸发展, 充分利用内地经济快速增长的优势, 实现结构向高增值新兴产业转型升级。在中期, 香港可成为内地和亚太经济提供以知识和资讯管理为基础的高增值金融服务、综合物流及供应链管理服务、专业服务及资讯等服务能力, 同时培育出以创新科技和资讯科技为基础的研发、设计、科技成果的商业化应用、制造、售后服务等增值环节。与香港传统竞争力的最大区别在于, 香港不仅继续成为内地与世界中介联系的桥梁, 而且将创造新竞争优势, 如通过发展新兴产业吸纳全球人才和管理经验、从事研发和创新活动、制定长期和全局性的竞争战略、形成规模经济优势并造就一批以香港为基地的服务型大跨国公司。在长期, 香港则可在以知识经济为基础的高增值新兴服务业发展上取得新突破, 成为亚太地区的优质服务中心, 并顺利完成这一轮经济转型。

纵观财政预算案的各项中长期策略，特区政府仍然欠缺清晰、系统的、具有足够前瞻性的战略构想。大多数措施，仅属于短期和局部性的举措，而在推动环保和绿色经济等方面也没有制订具体的工作目标。香港经济转型仍然任重道远。

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
推荐	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
回避	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人何钟、谢亚轩、赵文利、薛华未持有报告中所提及的公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828