

# 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜  
周文敏 杨妍

## 多重政策利好叠加提振增长动能

### ——香港经济 2024 年中回顾及展望

#### 阅读摘要

步入 2024 年，香港经济延续稳健复苏，一季度 GDP 同比增长 2.7%，连续 5 个季度实现正增长，但增速较 2023 全年 (+3.3%) 有所放缓。根据“HGC 三元流动模型\*”分析，2024 年以来“物流 (G)”反弹是阶段经济增长主引擎；“人流 (H)”延续复常，但消费拉动力或减弱；“资金流 (C) 地产项”贡献度提升，“资金流 (C) 金融项”延续阶段承压。

乐观情形下，2024 年香港经济有望实现高于 3.0% 的增长。受全球贸易延续回暖提振，“物流 (G)”预计仍是香港经济增长的稳定引擎；“人流 (H)”温和复苏，叠加免税额调高政策效应延后显现，仍将继续提振增长；美联储开启降息周期有利于缓释高利率对“资金流 (C)”地产和资本市场交投的掣肘，前期互联互通扩容政策细则落地、三中全会改革进一步部署内地提质增长政策蓝图，将共同夯实香港资本市场交投趋势回暖基础。

\* “HGC 三元流动模型”为中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心建立的对香港经济进行分析预测的模型。“HGC 三元流动模型”聚焦影响香港经济增长的三个重要变量：“人流” (Human)、“物流” (Goods) 及“资金流” (Capital)。模型的预测方法以动态因子模型 (dynamic factor model) 为基础，主要采用向量自回归方法 (vector autoregression)，预测因子包括宏观经济数据、行业货值数据、市场高频指数等。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。本报告版权归中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

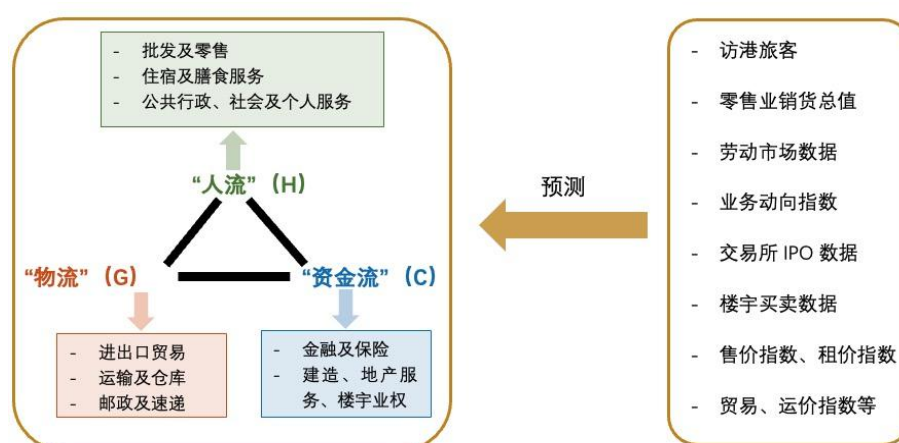
# 多重政策利好叠加提振增长动能

——香港经济 2024 年中回顾及展望

## 一、香港经济保持稳健增长，“物流”回暖是阶段经济增长主引擎

2024 年香港经济延续温和复苏，一季度 GDP 同比增长 2.7%，实现连续 5 个季度增长，增速基本恢复至疫情前 10 年（2009-2018 年）的中值和均值水平，但较 2023 年（+3.3%）有所放缓。从增长动能看，全球贸易回暖提振香港转口贸易活动，叠加低基数效应，“物流（G）”相关行业活动强势反弹。跨境人员往来延续高景气度，楼市“全面撤辣”效应释放，带动“人流（H）”、“资金流（C）地产项”成为经济增长重要动能。资本市场宽幅波动背景下，“资金流（C）金融项”相关产业活动整体仍偏弱（见图表 1）。

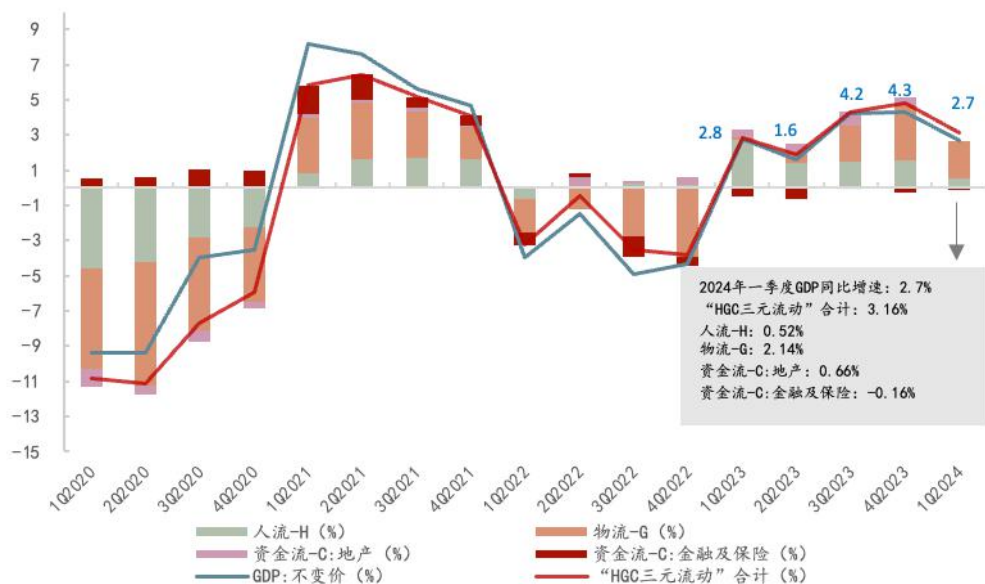
图表 1：香港“HGC 三元流动模型”示意图



资料来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

依据 HGC 模型，2024 年一季度“物流（G）”合计拉动 GDP 增长 2.14 个百分点，成为提振经济增长的主要引擎（2023 年：+1.53%）。其次是“资金流（C）地产项”，拉动 GDP 增长 0.66 个百分点（2023 年：+0.56%）。“人流（H）”动能有所减弱，拉动 GDP 增长 0.5 个百分点（2023 年：+1.82%）。“资金流（C）金融项”是阶段唯一拖累项，拖累 GDP 下跌 0.16 个百分点、拖累效应减弱（2023 年：-0.36%）（见图表 2）。

图表 2：“HGC 三元流动”对于 GDP 增速（%）的拉动



资料来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 二、2024 年香港经济有望实现超过 3.0% 的增长，“固优育新”产业转型推动构筑中长期多元增长引擎

展望全年，主要央行降息料提振补库节奏、带动全球贸易延续回暖，“物流（G）”预期仍是年内香港经济增长的主要拉动力；赴港旅客延续恢复、免税额调高政策落地，“人流（H）”预计仍是增长重要动能，“全面撤辣”对二季度“资

“金流（C）地产项”有较强拉动作用，叠加互联互通扩容、三中全会改革等政策利好落地，共同夯实地产和资本市场交投回暖基础。乐观情形下，香港全年可实现高于 3.0% 的 GDP 增长，高于主要发达经济体增速预测值。但后续亦需继续关注美联储降息路径、地缘形势变化等不确定性事件的非预期影响。

### （一）全球贸易回暖提振香港转口贸易相关活动，“物流（G）”预计是 2024 年香港经济增长的稳定引擎

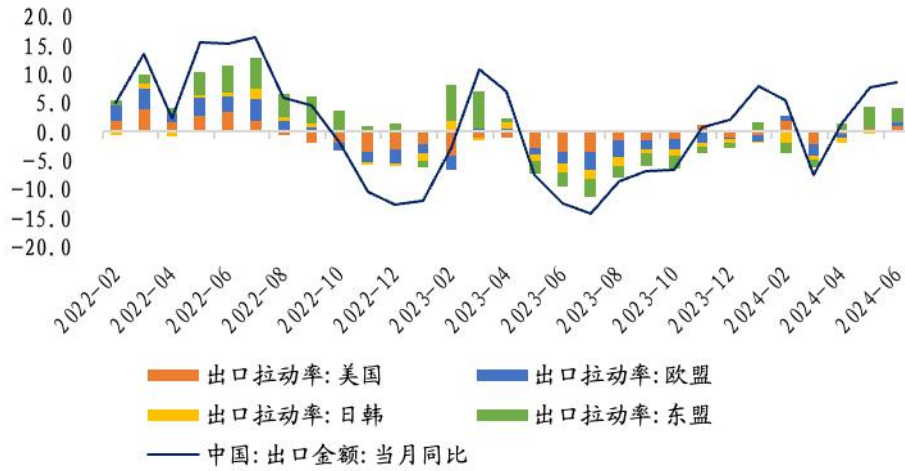
全球贸易回暖背景下，2024 年 1-6 月内地出口累计同比增长 3.6%（美元口径，下同），较去年同期高 7.1 个百分点，环比连续 3 个月增速回升（见图表 3）。分区域看，2024 年 1-6 月，对东盟出口累计同比增长 10.7%（2023 年 1-6 月：1.5%），拉动整体出口增长 1.8 个百分点；对美国、欧盟出口亦有所改善，1-6 月分别累计同比变动 1.5%、-2.6%（2023 年 1-6 月：-17.9%、-6.6%）（见图表 3-4）。

图表 3：出口金额当月同比增速连续 3 个月回升（%）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：出口金额当月同比增速及重点出口区域增长拉动率（%）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

受益于内地出口转暖及 2023 年同期低基数，香港进出口贸易表现超预期反弹，海陆空运输及仓储物流相关行业<sup>1</sup>活动亦保持活跃<sup>2</sup>。2024 年 1-5 月，香港出口、进口货值同比分别升 12.5%、7.4%（见图表 5）。香港贸发局第二季出口信心展望指数由第一季的 47.4 上升至 54.3，反映贸易商保持乐观。

展望全年，“物流（G）”预计是年经济增长的稳定引擎。降息提振补库动能、内地出口回暖持续提振香港转口贸易相关活动活跃度，香港出口货值预计录得高单位数升幅；同时与运输及仓储相关的服务业活动保持稳定增长，综合看，“物流（G）”项对香港 2024 年整体经济增长有望实现超过 1.5 个百分点的正向拉动。

<sup>1</sup> “HGC 三元流动模型”物流（G）项中，进出口贸易项占比约 60%，运输及仓储项占比约 40%。

<sup>2</sup> 2024 年一季度运输及仓库项本地生产总值同比增速为 20%左右。



图表 5：香港进出口货值和同比变动



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

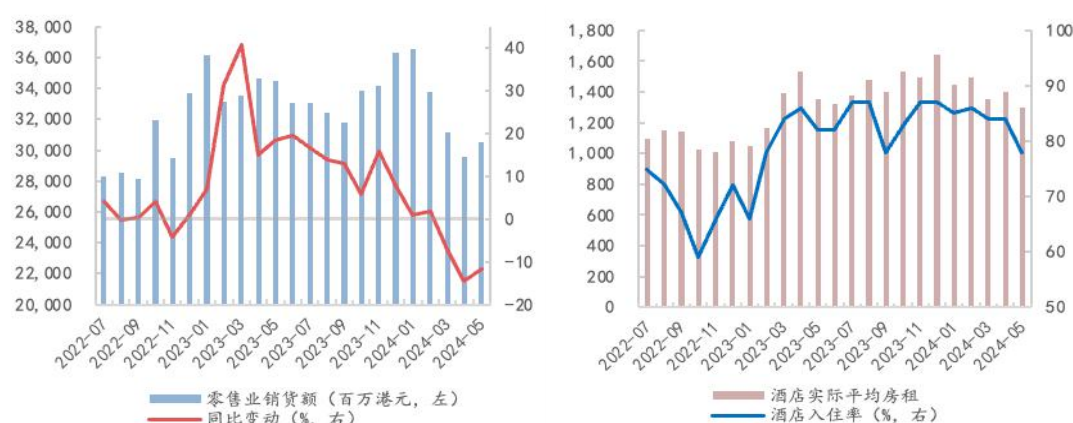
## （二）赴港旅客延续恢复，“引才”计划持续落地、调高免税额政策 7 月落地，预将增强“人流（H）”的增长贡献

2024 年以来，“人流（H）”延续复常，但消费拉动力有所减弱。上半年访港旅客量同比增约 64%，至 2100 万人次，其中内地旅客占比约 77%；但前 5 个月零售业累计销售额同比跌 6.1%（见图表 6-7）。港人北上消费增多、内地旅客消费模式转变、行业竞争加剧、汇率等因素，给本地餐饮零售等企业经营带来挑战，减弱“人流（H）”的增长贡献，2023 年同期由全面通关带来的高基数也是技术层面拉低 2024 年读数的原因。

展望全年，“人流（H）”对 2024 年香港经济增长的贡献有望高于一季度。一方面，访港旅客增长仍有空间，香港旅游发展局预计 2024 年访港旅客量有望达 4600 万人次，较 2023 年增加 35%；同时惠港政策不断落地，内地旅客到港购物免税额提升至 12,000 港元措施自 7 月 1 日起实施，预计后续可为零售消费行业带来新增长动能（见图表 8-9）。此外，

香港特区政府大力推行一系列“输入人才计划”，比如“高才通”扩容、“资本投资者入境计划”、“职专毕业生留港计划”，以及放宽越南、老挝、尼泊尔等海外国家人才就业就学签证政策等持续显效。跨境人流持续活跃，有望继续提振批发零售、住宿及膳食服务、公共行政、社会及个人服务等“人流（H）”相关行业延续增长。此外，2023年同期的高基数拖累在下半年也渐弱。预计2024年“人流（H）”相关行业拉动GDP同比增长约0.8-1.0个百分点。

图表 6-7：访港旅客及零售业销货额、酒店平均房租及入住率



数据来源：WIND、香港旅发局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8-9：访港旅客、零售销售增长仍有空间



数据来源：WIND、香港旅发局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

### （三）高利率掣肘减弱、利好政策持续落地显效，“资金流（C）”是香港经济增长超预期表现的关键动能

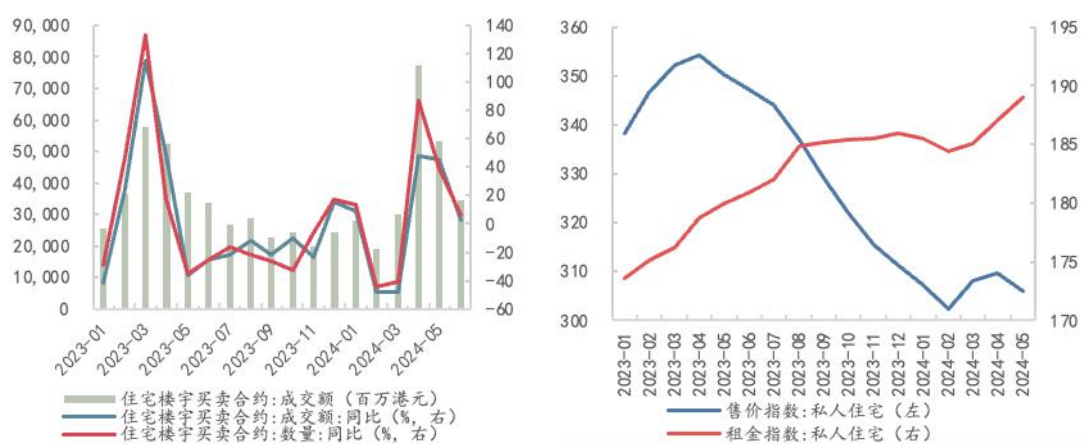
2024年以来，“资金流（C）地产项”在“全面撒辣”带动下阶段明显回暖，“资金流（C）金融项”相关产业活动仍承压、压力趋弱。步入下半年，内外利好政策叠加，有望明显夯实“资金流”趋势复苏基础。

从“资金流（C）地产项”看，“全面撒辣”效应提振地产市场交投情绪阶段升温，但楼价仍承压。2月底《财政预算案》宣布楼市“全面撒辣”，明显提振3月以来的楼市交投量，上半年住宅楼宇买卖合约量为27776宗、同比增5.9%，但成交金额同比仍微跌0.2%、至2422.7亿港元。发展商集中推售新盘，供应充足叠加资本市场波动施压收入预期等因素仍掣肘楼价上行，前5月官方私人住宅售价指数累计跌1.7%。人才计划及留学生来港支持住宅租赁需求升温，前5月私人住宅租金指数累计升1.6%（见图表10-11）。展望全年，地产市场买卖、租赁相关活动活跃提升，建筑业增长维持平稳，预计支撑“资金流（C）地产项”对全年经济增长有正向拉动<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> “HGC三元流动模型”的“资金流（C）”地产项中，建造占比23%，地产服务为19%，楼宇业权占比约58%。



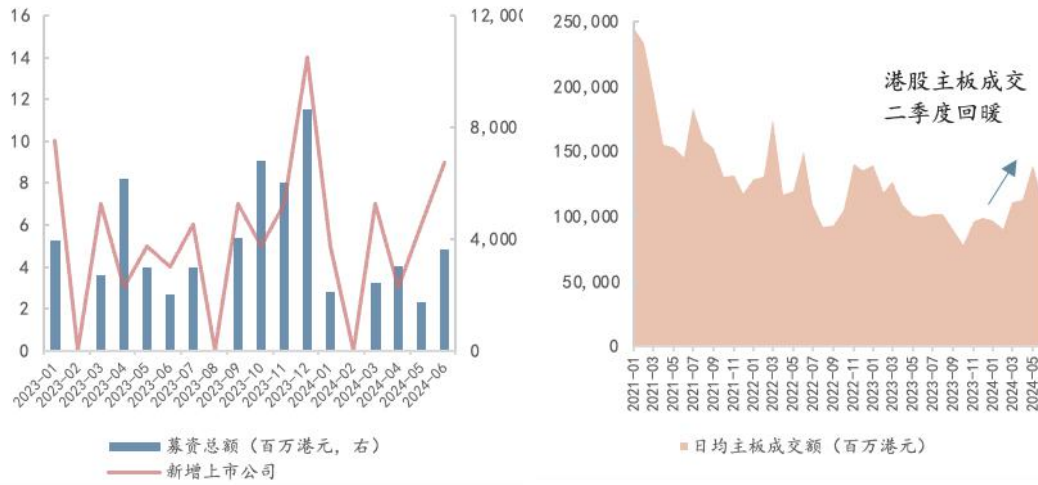
图表 10-11：香港房地产市场交投、价格指数变动情况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

“资金流（C）金融项”上半年承压，乐观情形下全年有望对经济增长提供正向贡献。上半年港股二级市场回暖，恒指波动收涨，港交所 IPO 清淡，以中小型企业为主。恒指自 2 月起连续四个月收涨，5 月中一度攀升至 19600 点上方，外围风险情绪回暖、内地经济数据积极、利好政策接连落地等多因素提振港股上扬；随后受美联储降息预期延迟、内地“内需”阶段偏弱等因素影响，阶段获利了结意愿带动恒指回调，6 月末恒指收报 17718.6 点，上半年累计收涨 3.9% 或 671 点。相比之下，期内标普 500 收涨 14.5%、上证指数微跌 0.3%。上半年，港股主板日均成交额为 1103 亿港元，同比仍跌 4.3%；前 6 个月共 30 只新股上市，募资总额 130.5 亿港元，同比分别跌 3.2%、24.5%（见图表 12-13）。

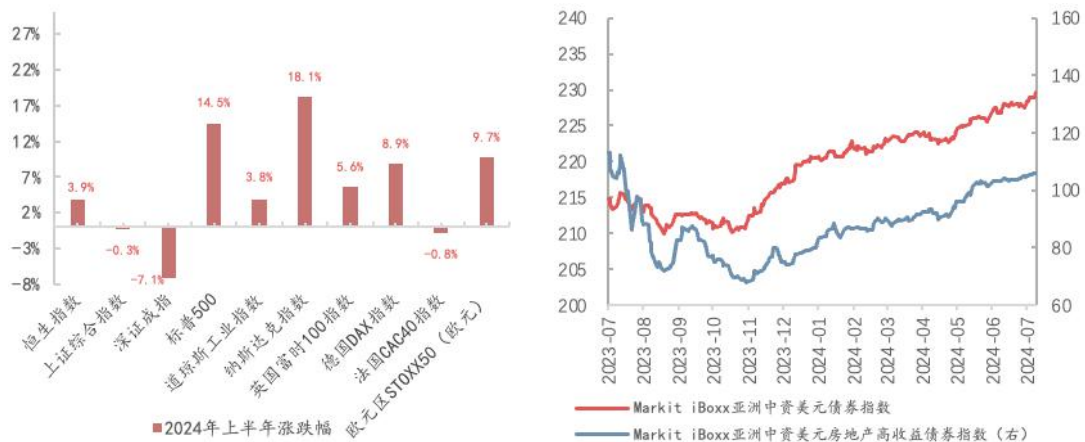
图表 12-13：港股 IPO 发行、港交所主板成交额情况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

中资美元债发行回暖，高收益地产板块累涨 30%。内地经济稳步复苏背景下，2024 上半年中资美元债新发融资额 571.7 亿美元、同比升 16.4%；其中，城投美元债融资额同比升 111.6%、金融美元债融资额同比升 21.9%、但地产美元债融资额同比跌 22.7%。上半年中资美元债指数升 3.32%，其中，投资级债券指数累涨 2.21%、高收益级债券指数升 11.8%，地产高收益级债券指数升 30.75%（见图表 15）。

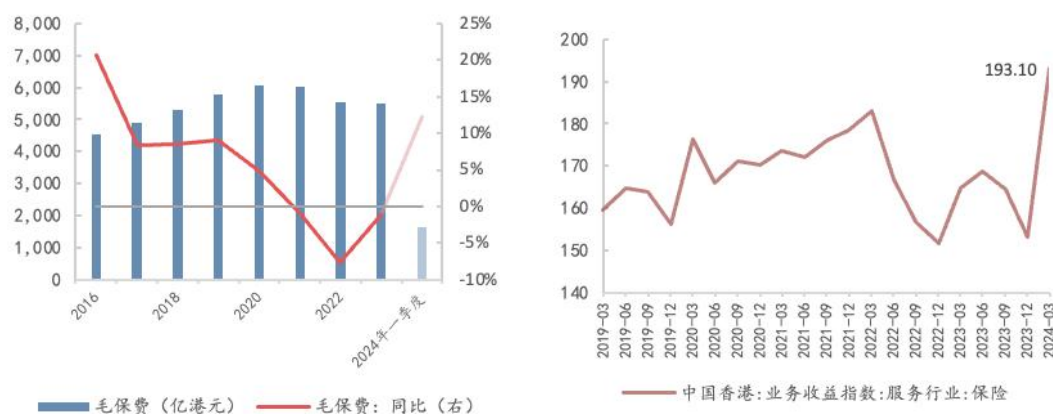
图表 14-15：港股与全球主要股指对比；中资美元债二级市场走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

利率高企、内外利差延续倒挂、叠加地缘复杂形势拖累市场营商信心，香港银行业贷款及中收增长偏弱，内地居民保单需求增加延续带动保险业明显回温。截至2024年5月底，香港认可机构贷款总额较2023年底下降2.4%、至近9.95万亿港元；一级市场融资低迷、二级市场交投缩量，拖累香港银行业资本市场相关业务增长乏力。受益于内地居民在港投保需求延续释放，一季度香港保险业毛保费达1651亿港元，同比增加12.2%；内地访客新造保单保费同比升63%至156.2亿港元，保险业业务收益指数显著走升、一季度录得193.1，高于银行、资产管理等行业（见图表16-17）。

图表16-17：香港保险业就业人数、业务收益指数



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

往后看，多重利好有望叠加夯实“资金流（C）”趋势回暖基础。美联储预计将于9月降息，联系汇率制度下香港市场融资成本走低、观望情绪转淡，有助于提振地产市场交投。积极政策提振内地企业盈利效应渐次显现，香港和内地提振资本市场交投政策逐步显效（包括两地资本市场互联互通机制扩容机制细则落地、港交所持续改革提升融资吸引力、香

港特区政府积极推动与更多元海外市场的金融合作等), 恒指转暖也有望带动资管相关业务和盈利增长。

**中长期看**, 2024 年也是香港经济“由治及兴”转型增长的关键年份。中央支持香港巩固提升国际金融中心地位, 香港特区政府“固优育新”全力推动“八大中心”建设, 除优化港股一二级市场交投机制、做强离岸人民币中心、绿色金融等特色 and 优势业务外, 也围绕巩固国际航运、航空枢纽地位、国际创科中心建设等提出系列增值举措, 特别是机场城市建设、北部都会区内外联通交通枢纽建设等, 将带动持续的基建投资。从我们的“HGC 三元流动”模型来看, 短中期内“八大中心”建设有望持续赋能“人流(H)”、“物流(G)”和“资金流(C)”, 中长期则有望在创科新业态孵化、教育等专业服务业优势巩固等方面为香港经济多元持续增长提供额外动能。



香港中資銀行業協會  
Chinese Banking Association  
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者  
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构  
及/或作者的意见及分析，并不代  
表香港中资银行业协会意见。**