

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

蓄势赋能 稳步转型

——香港经济回顾及 2025 年展望

阅读摘要

2024 年香港经济延续温和复苏，前三季度 GDP 同比增长 2.6%，全年有望实现略高于 2.5% 的增速。根据“HGC 三元流动模型”具体看，全球贸易回暖提振香港转口贸易活动，叠加进出口低基数，“物流 (G)” 反弹是年内经济增长主要拉动力；楼市“全面撒辣”效应释放，带动“资金流 (C) 地产项”成为经济增长重要动能，资本市场温和复苏亦提振“资金流 (C) 金融项”相关产业活动；消费模式变化及高基数背景下赴港“人流 (H)” 增长动能有所减弱。

展望 2025 年，从内部来看，“引才”计划、吸引游客访港措施等持续显效，预计“人流 (H)” 增长贡献将高于 2024 年。从外部来看，全球利率中枢趋势下行，高利率掣肘减弱、内地利好政策接力和加力，“资金流 (C)” 料是 2025 年香港经济增长超预期表现的关键动能。但“物流 (G)” 增长动能或有所承压，主要原因是“特朗普 2.0”政策预期抬高关税或影响香港转口贸易活跃度。此外，需持续关注全球地缘形势、美联储降息路径等不确定性对香港经济增长的非预期扰动。中性乐观情形下，我们预期香港 2025 年有望实现高于 2.5% 的 GDP 增长。

* “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”聚焦当前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。

蓄势赋能 稳步转型

——香港经济回顾及 2025 年展望

一、2024 年香港经济稳健增长，“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，前三季度 GDP 累计增速（同比）为 2.6%，全年有望实现略高于 2.5% 的增速¹，低于疫情前增长水平（2009-2018 年度复合增速为 3.02%）。

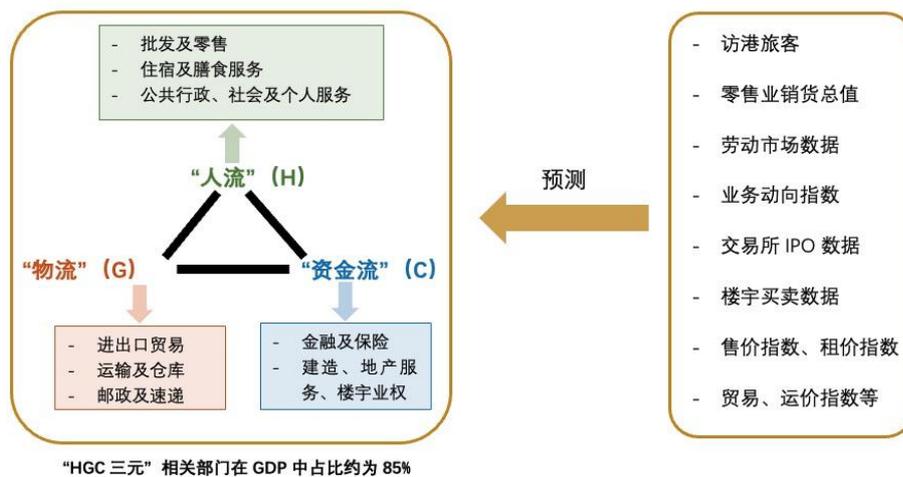
从增长路径看，前三季度复苏呈现“倒 V 型”路径，其中二季度经济反弹力度较强（+3.3%），一、三季度复苏节奏有所放缓（+2.8%、+1.8%）（见图表 1-2），2023 年同期低基数、“全面撤辣”及资本市场回暖等是主要影响因素。综合考虑 9 月末以来内地积极政策密集落地、特朗普重返白宫推升“抢进口”意愿、年末假日效应、2023 年同期高基数等影响，四季度香港经济有望保持温和增长。

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）”反弹是年内经济增长主要拉动力。楼市“全面撤辣”效应释放，带动“资金流（C）地产项”成为经济增长重要动能。资本市场温和复苏，提振“资金流（C）金融项”相关产业活动。消费模式变化及高基数背景下赴港“人流（H）”增长动能有所减弱。具体看，模型显示，2024 年前三季度，“物流（G）”合计拉动香港 GDP 增

¹ 根据前三季度数据，香港政府目前已将 2024 年 GDP 增速修订至 2.5% 水平。

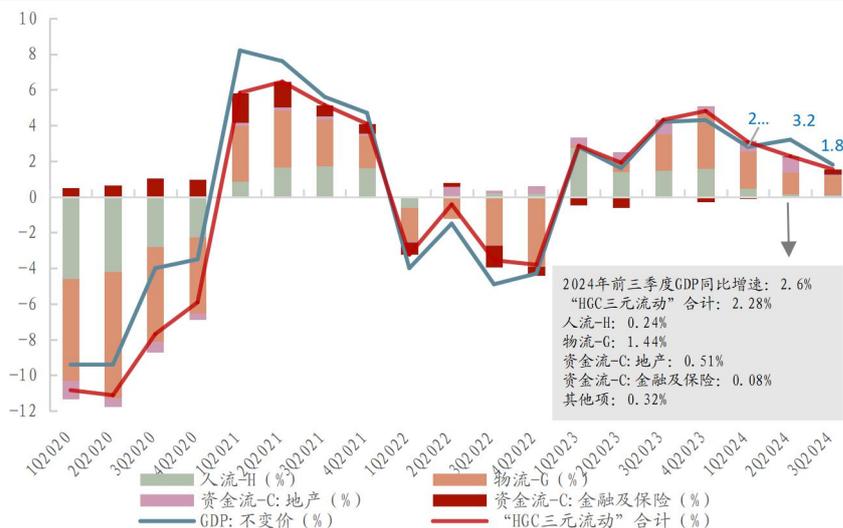
长约 1.44 个百分点，“人流（H）”拉动 GDP 增长 0.24 个百分点；“资金流（C）地产项”拉动 GDP 增长 0.51 个百分点，“资金流（C）金融项”拉动 GDP 增长 0.08 个百分点（见图 1-2）。

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

图表 2：香港 GDP 同比增速（%）及“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、2025 年香港经济有望实现略高于 2.5% 的增速，“固优育新”产业转型推动构筑中长期多元增长极

展望 2025 年，从内部来看，“引才”计划、吸引游客访港措施等持续落地，预计“人流（H）”增长贡献将高于 2024 年。从外部来看，全球利率中枢持续下行，高利率掣肘减弱、利好政策持续落地显效，“资金流（C）”是 2025 年香港经济增长超预期表现的关键动能。但“物流（G）”增长动能或有所承压，主要原因是“特朗普 2.0”政策预期抬高关税或影响香港转口贸易活跃度。此外，仍需持续关注国际地缘形势、美联储降息路径²等不确定性对香港经济增长的非预期扰动。中性偏乐观情形下，我们认为香港 2025 年有望实现高于 2.5% 的增长。

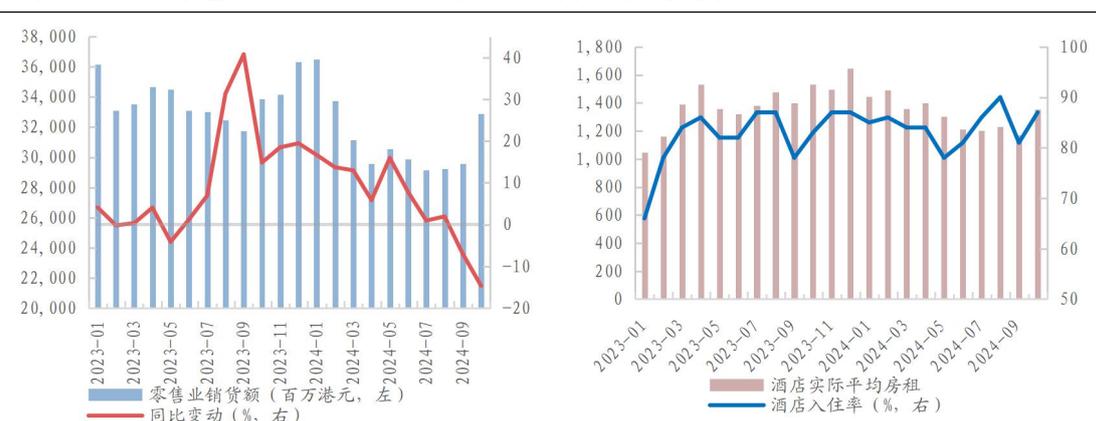
（一）“引才”计划、吸引游客访港措施等持续落地，预将增强“人流（H）”的增长贡献

2024 年以来，“人流（H）”延续复常，但“人流-消费剪刀差”逐渐扩大。前 11 个月访港旅客量同比增约 34%，至 4,025 万人次，其中内地旅客占比约八成；但前 10 个月零售业累计销售额同比跌 7%（见图表 3-4）。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（见图表 5）。

² 目前美联储观察（Fed Watch）定价截止 2025 年 6 月美联储降息额度为 60BP 左右，但后续依据美国就业市场、通胀数据、以及美联储官员换届等影响，仍可能发生变化。

展望 2025 年，“人流（H）”对 2024 年香港经济增长的贡献有望温和提升。一方面，惠港政策不断落地，深圳市民赴港自 2024 年 12 月 1 日起恢复“一签多行”，提升来港便利性。机场三跑道启用以及航班增加将进一步吸引海外游客来港。此外，香港特区政府大力推行并不断革新各项输入人才机制集聚人才，比如“高才通”扩容³、“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。此外，香港特区政府积极打造“盛事经济”、提升文旅等特色服务消费吸引力。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。2025 年“人流（H）”对经济的增长贡献有望温和提升。

图表 3-4：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

³ “高才通”计划自 2022 年底实施，截至 2024 年 10 月底，“高才通”计划已批出近 8.5 万宗申请。

图表 5：访港旅客、零售销售“剪刀差”扩大



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

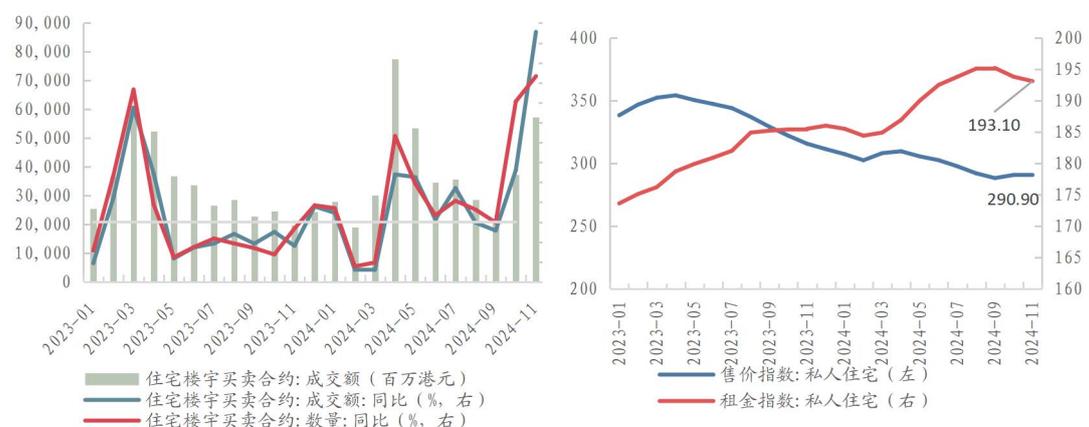
（二）高利率掣肘减弱、利好政策持续落地显效，“资金流（C）”是 2025 年香港经济增长超预期表现的关键动能

整体看，2024 年以来，“资金流（C）地产项”在“全面撒辣”政策带动下阶段明显回暖，“资金流（C）金融项”相关产业活动压力趋弱。

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”，明显提振楼市交投情绪。2024 年前 11 月住宅楼宇买卖合约量、额分别为 48,996 宗、4,218 亿港元，同比各增 22.3%、15.6%。发展商积极推售新盘，供应充足叠加资本市场波动施压收入预期等因素仍影响楼价上行动能，前 11 月官方私人住宅售价指数累计跌 6.6%，人才计划及留学生来港支持住宅租赁需求升温，前 11 月租金指数累计升约 3.8%（见图表 6-7）。综合看，地产市场买卖、租赁相关活动活跃度提升，建筑业增长维持平稳，“资金流

“(C) 地产项”也是 2024 年经济增长的重要动能⁴。

图表 6-7：香港地产市场交投、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

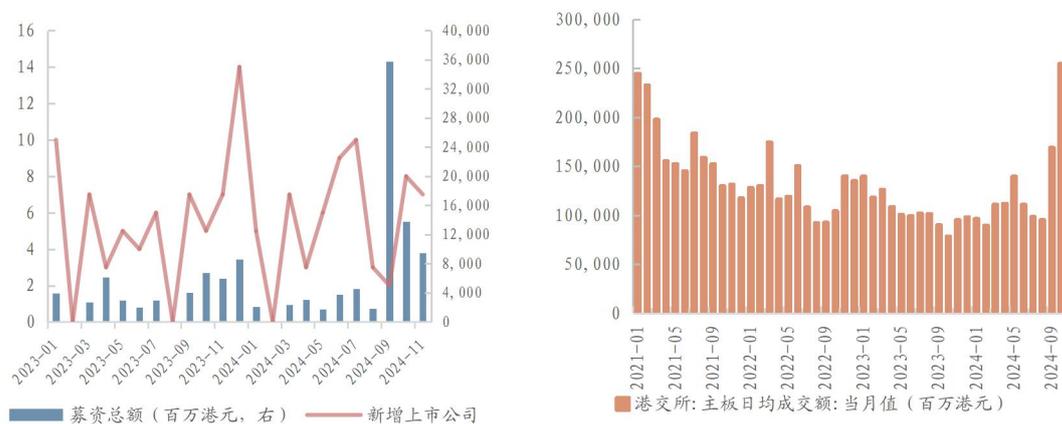
“资金流（C）金融项”二季度以来压力趋弱，前三季度对经济增长转为正向贡献。

从“资金流（C）金融项”具体看，2024 年以来，港股一二级市场整体回暖，恒指波动收涨，港交所 IPO 量、额均增。外围风险情绪回暖、内地经济数据趋势积极、利好政策接连落地等多因素提振港股波动上扬。特别是 9 月中下旬美联储超预期降息、内地快节奏出台一揽子积极政策提振市场投资情绪，港股强势反弹。恒指 10 月初一度攀升至 23,099.78 点，创 2022 年 2 月以来新高。此后，受美联储降息预期和美国大选选情反复、区域地缘博弈形势升温、市场观望增量财政政策节奏和效应等因素影响，恒指回落至 19,000-20,000 区间波动调整，截至 2024 年 12 月 27 日恒指收报 20,090.46 点。前 11 月恒指累计收涨 13.9% 或 2,376 点，期内全球主要股指亦普遍收涨，标普 500 收涨 26.5%、上证

⁴ “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%

指数收涨 11.8%。前 11 月港股主板日均成交额为 1,549 亿港元，同比大涨 47%；前 11 月港交所共 60 只新股上市，募资总额 785.7 亿港元，同比分别升 11%、109%（见图表 8-9）。

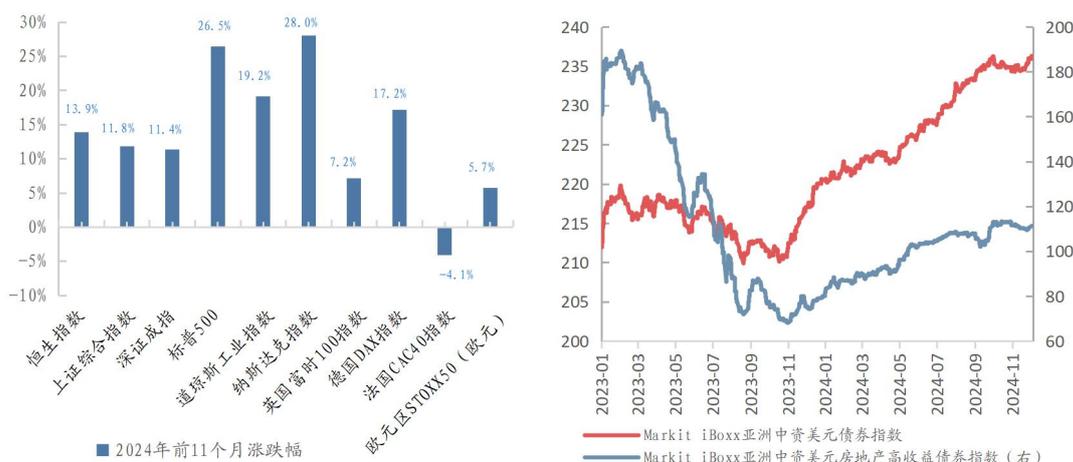
图表 8-9：港股 IPO 发行、港交所主板成交额情况



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 38%。美联储降息、内地经济稳步复苏背景下，截至 2024 年 11 月末中资美元债新发融资额 1,125.63 亿美元、同比升 26.0%；其中，金融美元债融资额同比升 33.3%，但城投、地产美元债融资额同比跌 13.2%、59.3%。截至 11 月底中资美元债指数升 7.0%，其中，投资级债券指数累涨 5.8%、高收益级债券指数升 16.2%，地产高收益级债券指数升 38%（见图表 11）。

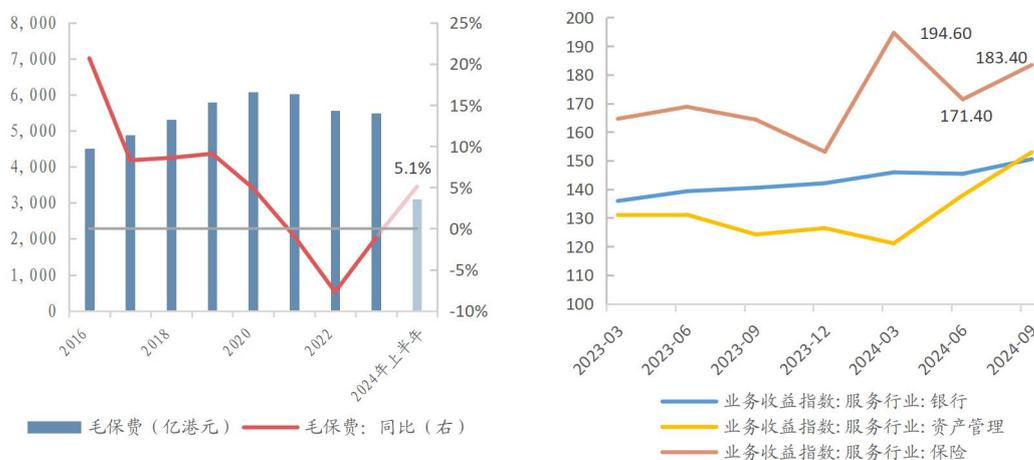
图表 10-11：港股与全球主要股指对比；中资美元债二级市场走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

本地利率相对高企、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回温。截至 2024 年 10 月底，香港认可机构贷款总额较 2023 年底下降 3.2%、至近 9.88 万亿港元。受益于内地居民在港投保需求延续释放，上半年香港保险业毛保费达 3,109 亿港元，同比增加 5.1%。保险业业务收益指数显著走升，一至三季度分别为 194.6、171.4、183.4，高于银行、资产管理等行业（见图表 12-13）。

图表 12-13：香港保险业毛保费、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

展望 2025 年，内外多重利好政策叠加，有望夯实“资金流”趋势复苏基础。美联储开启降息周期以来，联系汇率制度下香港市场融资成本走低、观望情绪转淡，有助于提振房地产市场交投。预期 2025 年美联储持续降息，较低的利率水平，有望延续提振香港市场表现。除此之外，积极政策提振内地企业盈利效应渐次显现，香港和内地资本市场支持政策逐步显效（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），港股一二级市场转暖也有望带动银行、资管相关业务扩展。

（三）“特朗普 2.0”政策增大全球贸易不确定性，影响香港转口贸易活跃度，2025 年“物流（G）”增长动能或有所承压

2024 年以来，全球贸易整体复苏，WTO 预测 2024 年全球货物贸易将增长 2.7%（2023: -1.2%）。中国内地出口加速回暖，1-11 月内地出口累计同比增长 5.4%（美元口径，下同），较 2023 年同期出口增速上升了大约 11 个百分点。

受益于内地出口转暖及 2023 年同期低基数影响，2024 年以来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⁵活动亦保持活跃⁶。2024 年 1-10 月，香港出口、进口货值同比分别升 9.9%、6.8%（见图表 14）。假日、“抢进口”效应仍有望提振年底贸易活跃度。香港贸发局对全年

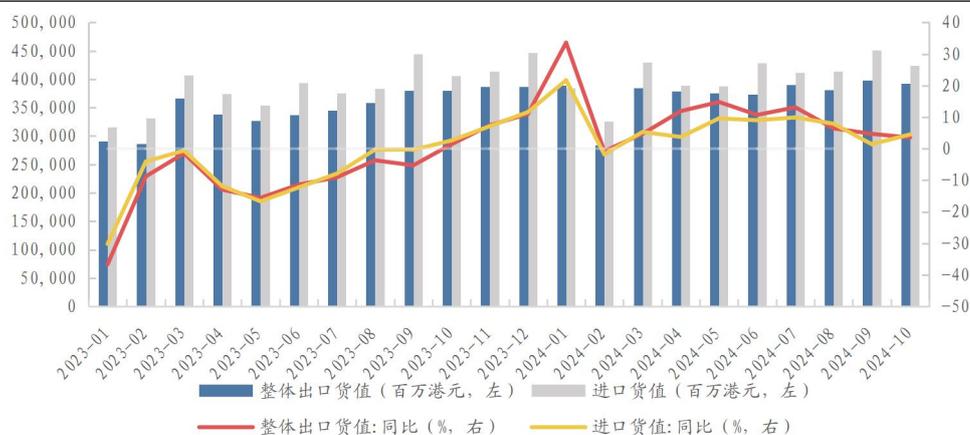
⁵ “HGC 三元流动模型”物流（G）项中，进出口贸易项占比约 60%，运输及仓储项占比约 40%。

⁶ 2024 年前三季度运输及仓储项本地生产总值同比增速约为 13%。

出口增速预测为 9%-11%。“物流 (G)” 预计是 2024 年香港经济复苏主要拉动力。

展望 2025 年,全球贸易不确定性提升背景下,“物流(G)”增长动能或有所承压。一季度前后,特朗普加征关税引发的“抢进口”效应料可提振出口,继续支持香港贸易高活跃度;但后续“特朗普 2.0”高关税政策落地或影响香港转口贸易活跃度。历史数据显示,2018、2019 年香港进出口贸易相关行业本地生产总值增速分别为-5.6%、-8.1%。相应地,受进出口贸易活动“前高后低”影响,香港本地运输及仓储相关的服务业活动增长动能料有所放缓。综合看,2025 年“物流 (G)”项增长动能预计有所承压。

图表 14: 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

中长期看,2025 年仍是香港经济“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。国际金融中心方面,除提升香港证券市场交投吸引力、推动金融

互联互通提质扩容、做强离岸人民币中心、强化资产及财富管理中心地位等传统金融优势业务外，香港特区政府也聚焦绿色金融等特色业务，首次明确提出打造国际黄金交易中心。此外，香港特区政府还围绕巩固国际航运、航空枢纽地位、国际创科中心建设等提出系列增值举措，并提出因地制宜发展新质生产力，打造香港经济新增长极。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。**