

# 研究報告

歡迎掃碼關注  
工銀亞洲研究



工銀亞洲東南亞研究中心

夏林峰 李盧霞 翟夢涵

黃斯佳 周文敏 楊妍

## 歷經衝擊 轉機在望

——香港經濟 2023 年度展望

### 閱讀摘要

受疫情、政策、地緣等多因素超預期衝擊，2022 年以來香港經濟再度跌入萎縮區間，第一、二季度 GDP 同比分別收縮 3.9%、1.3%；第三季度 GDP 跌幅擴大至 4.5%。11 月以來，受美聯儲放緩加息預期、內地優化防疫及穩地產系列政策密集落地，香港資本市場快節奏轉強，但短期內外貿及消費活動回暖仍受掣肘，預計第四季度香港經濟延續萎縮，2022 年全年 GDP 增速可能在-3.0%左右。

展望 2023 年，香港經濟有望迎來明顯反彈，多元動能預將持續夯實中長期增長基礎。一是美聯儲放緩加息節奏預期、內地防疫及增長政策優化、中概股審計監管合作順利推進等利好，預計將為資本市場交投活動提供支持。二是“人流”預計將隨全面通關快速回暖、二季度後有望成為重要增長動能，但與內地通關前本地人流對經濟增長的提振效應料有限。三是環球經濟特別是歐美經濟走弱、通脹水準高位下行，2023 年全球貿易額增長“量價”承壓預期下，“物流”或繼續是香港全年經濟增長的掣肘項。

偏審慎情景中，2023 年香港可實現 2.0%左右的增長；樂觀情景下，若與內地通關時間提早、北部都會區項目加速落地，則可能實現 3.0%或更高增長。中長期看，未來幾年香港經濟預計重回 2%-3%的常態增長路徑，其中 2024-2026 年北部都會區重點建設項目密集開工有望對年度經濟增長產生額外提振作用。

注：“工銀亞洲”是中國工商銀行（亞洲）有限公司的簡稱

本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸工銀亞洲東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

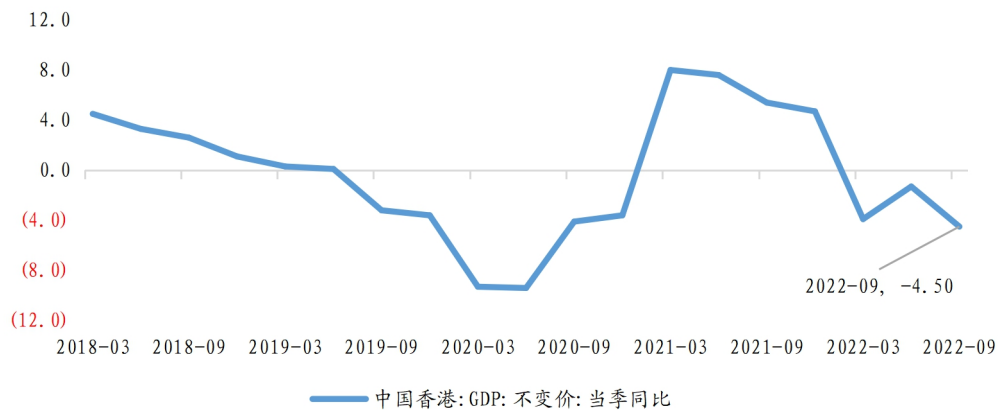
# 曆經衝擊 轉機在望

## ——香港經濟 2023 年度展望

### 一、超預期外部衝擊掣肘 2022 年香港經濟復蘇節奏，“資金流”繼續發揮逆週期穩增長作用

受疫情、政策、地緣等多因素超預期衝擊，2022 年以來香港經濟再度跌入萎縮區間，一、二季度 GDP 同比分別收縮 3.9%、1.3%；三季度 GDP 跌幅擴大至 4.5%。11 月以來，受美聯儲放緩加息預期、內地優化防疫及穩地產系列政策密集落地，香港資本市場快節奏轉強，但短期內外貿及消費活動回暖仍受掣肘，預計四季度香港經濟延續萎縮，2022 年全年 GDP 增速可能在-3.0%左右（見圖表 1）。

圖表 1：香港季度 GDP 增速表現



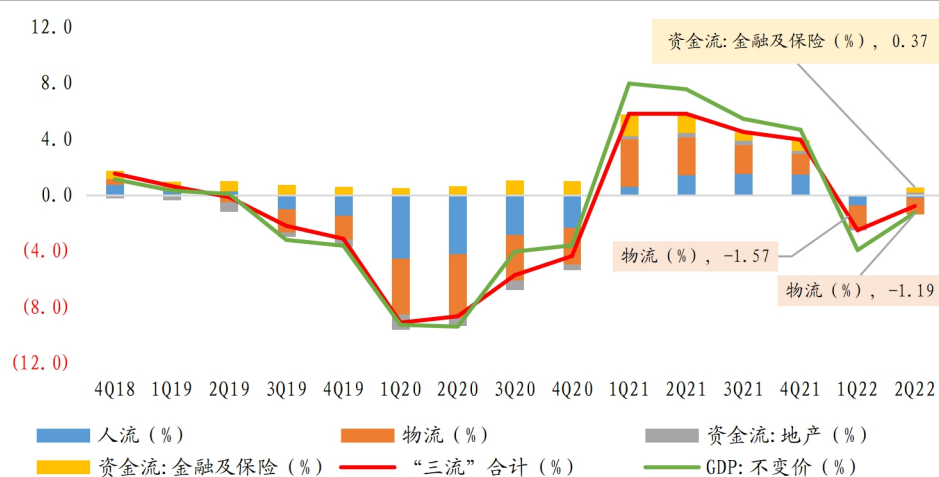
數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

根據我們香港經濟增長分析的“三流”模型<sup>1</sup>，2022年前兩個季度“物流”分別拖累GDP下跌約1.6和1.2個百分點，

<sup>1</sup> 以 2020 年環比物量計算、按生產法統計的本地生產總值中所涵蓋的行業；對應生產總值為所有居民生產單位的淨產值總額，以生產增加值來度量。“人流”：批發及零售業；住宿及膳食服務；公共行政、社會及個人服務。“物流”：進出口貿易；運輸及倉庫服務；郵政及速遞服務。“資金流”：金融及保險；地產服務；建造；樓宇業權。其他：農業、漁業、採礦及採石；製造；電力、燃氣和自來水供應及廢棄物管理；資訊及通訊；專業及商用服務。

這一趨勢三、四季度料將延續。前兩個季度“人流”分別拖累GDP下跌0.7和0.2個百分點，三、四季度拖累效應有望進一步減弱。“資金流”第一季度拖累GDP增長0.2個百分點，但第二個季度則拉動GDP增長0.6%，繼續發揮逆週期增長穩定器作用，三季度資本市場大幅波動下“資金流”或再次拖累GDP增長，但11月以來資本市場回暖、料是年末經濟增長主要動能（見圖表2）。具體看：

圖表 2：三大動能對 GDP 的拉動率



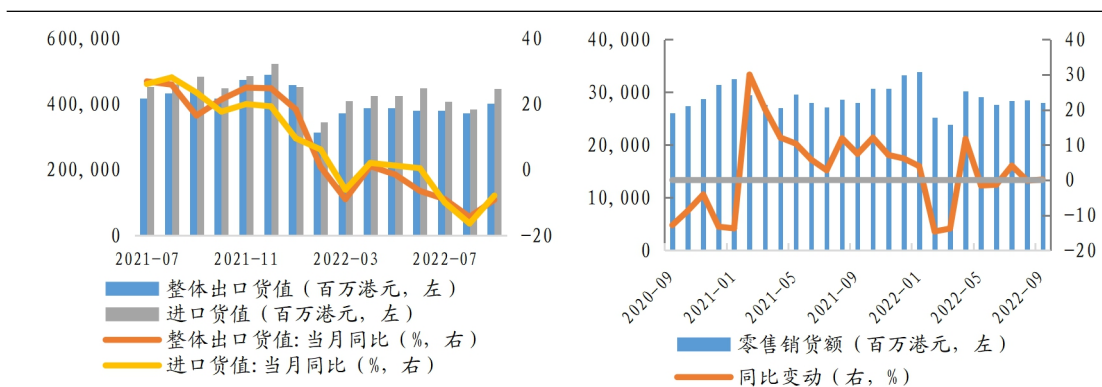
數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

“物流”持續弱勢，或是全年最大增長拖累項。2021 年香港出口同比增長 26.3%，對年度 GDP 增長的拉動率接近 40%。但步入 2022 年，受外部需求放緩、內地及本地散發疫情擾動跨境物流等影響，前三季度香港商品整體出口、進口貨值同比分別轉跌 3.6%、2.8%，較 2021 年 20% 以上的同比升幅明顯收縮。第三季出口指數報 32.8，連續兩個季度上升；但仍處於榮枯分界線 50 以下，三季度貿易價值指數更跌至 40.2，反映環球經濟下行及商品價格走低背景下，本地出口商對外

貿活動景氣信心有所回升但整體仍偏弱，四季度出口增速料仍承壓，全年出口或錄得低單位數跌幅。

本地“人流”漸次回暖，但赴港“人流”仍受限，整體“人流”緩慢復蘇。本地第5波疫情逐步受控、防疫措施逐步常態化、消費券支持本地經濟活動回暖，但內地赴港人群仍處於接近“冰封”狀態。2021年前9個月，累計訪港旅客錄得近25萬人，同比升3倍，但僅恢復至疫情前水準的約1%；前9月累計零售業總銷貨價值同比仍跌1.3%。9月末特區政府實行“0+3”防疫措施，疊加新一批消費券發放<sup>2</sup>，料將持續提振零售及旅遊業表現，預計全年零售業總銷貨值在2021年較高基數下有望同比持平或錄得微跌。

圖表 3-4：香港對外貿易、零售業表現



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

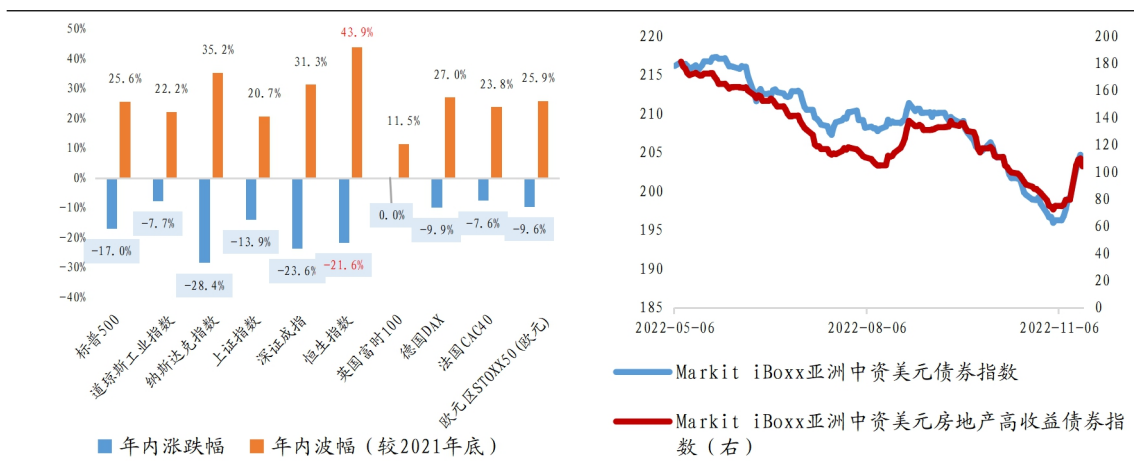
“資金流”波動承壓，總體仍發揮了逆週期增長穩定器作用。資本市場活動整體疲弱，股市：IPO 清淡，年末小幅回暖。2022年前10個月，港股新上市公司共61家、總募資淨額為726.5億港元，同比分別跌3.2%、70.4%。港交所前

<sup>2</sup> 10月1日特區政府第二階段第二期消費券開始發放，市民可通過已登記的支付平臺，領取2000港元或者3000港元的消費券。

三季度 IPO 融資規模降至全球第 4 位；11 月以來 IPO 活動小幅回暖、但仍以小盤股為主，年底前料無集資額 100 億港元以上的大型新股上市。**二級市場觸底回升。**2022 年前 10 個月恒指累跌 37.2%、10 月底一度失守 15000 點；前 10 月港股主板日均成交額為 1,208.6 億港元，較 2021 年同期跌 29.7%；港股通南向資金日均淨流入亦同比跌 19.8%至 15.9 億港元。步入 11 月，市場預期美聯儲放緩加息節奏，內地防疫政策優化和穩地產系列政策密集落地，香港資本市場氣氛明顯回暖，截至 11 月 20 日恒指重上 18000 點後回落，月內港股主板日均成交金額為 1,472.7 億港元，環比增加 38.6%。

**債市：一級市場發行低迷**，2022 年 4 月後，中美利差步入倒掛區間、10 月倒掛幅度最大達 153BP，疊加內地地產行業承壓和地方政府審防風險，美元債發行疲弱，前 10 個月中資美元債新發融資總額 1175.8 億美元，同比減少 38.9%，其中，地產美元債融資規模降幅達到 60%。**二級市場承壓下跌**，前 10 月中資美元債 Markit iBoxx 總回報指數累跌 15.6%，較 2021 年同期跌幅擴大 10.5 個百分點，自 2021 年 2 月高點跌幅達 20.3%；前 10 月投資級、高收益級債券指數分別累跌 11.2%、35.2%，**高收益級地產債指數一度創歷史新低**，截至 10 月底已較 2021 年年初最高點跌 79%（見圖表 6-7）。步入 11 月，中資美元債二級市場隨整體風險偏好轉升，截至 11 月 20 日，中資美元債 Markit iBoxx 總回報指數月內累升 3.1%、地產高收益債指數大幅反彈近 30%。

圖表 5-6：主要股指走勢及對比、中資美元債二級市場走勢



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

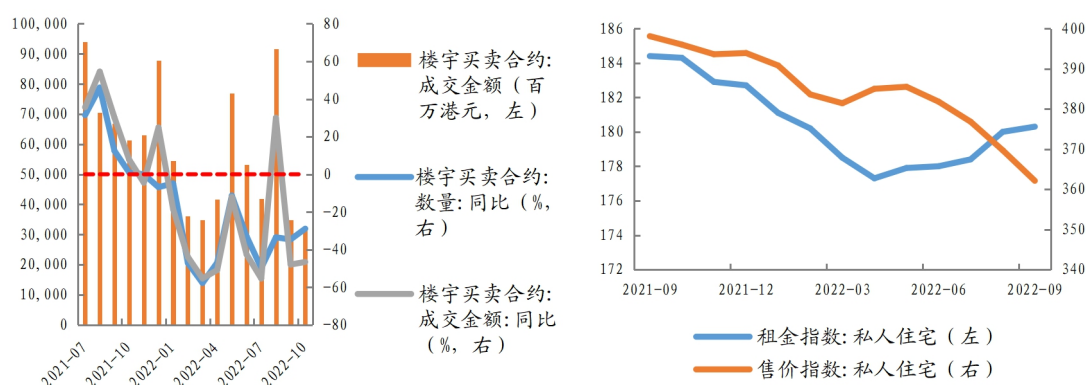
**銀行保險業景氣度亦疲弱。存貸款增速創近年低位，香港認可機構的存款總額於 2022 年 2-5 月波動回落，截至 9 月底認可機構存款總額較 2021 年末僅微升約 0.6%、其中人民幣存款前 9 月累計下跌 7.5%；貸款總額前 9 月累跌 0.6%，處於近年較低水準<sup>3</sup>。四季度資本市場交投轉暖有望為銀行業增長提供一定支持，但市場營商信心整體轉暖仍需內地及本地經濟明顯回暖提振。內外“人流”近乎冰封下香港保險業年內復蘇偏緩，2022 年上半年毛保費總額同比跌 2.3%，其中個人人壽及年金業務相關保費收入同比跌 25.1%。**

**地產交投“量價齊跌”。**2021 年下半年特別是四季度之後，香港地產市場交投熱度走跌，進入 2022 年，除二季度地產交投隨本地疫情階段性受控、新盤延後推出而回暖外，地產市場整體疲弱。**量的視角**，前 10 月香港所有種類樓宇買賣合約數量、金額同比分別跌 36%、35%；其中，住宅樓宇

<sup>3</sup> 資產品質承壓、淨息差回升。2022 年 6 月末香港銀行業不良率較年初上升 22BP 至 1.1%，未 2015 年有統計以來新高；加息背景下銀行利差整體回升，截至 2022 年 6 月底報 1.03%，但較疫情前的水準仍有很大差距。

買賣合約數量、金額同比分別跌約 37.5%、43.1%。價的視角，前 9 個月香港私人住宅售價指數累計下跌 8%，租金指數則累計下跌 1.3%。美聯儲持續緊縮背景下市場利率走升，按揭負擔增加、疊加經濟弱復蘇下收入信心不足掣肘購房需求，2022 年施政報告公佈海外專才來港置業的退稅措施，中長期內料可持續帶來增量需求，但短期內提振作用較有限。

圖表 7-8：香港地產市場交投、價格指數變動情況



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

## 二、2023 年香港經濟有望迎來明顯反彈，多元動能預將持續夯實中長期增長基礎

（一）“資金流”預將是 2023 年核心增長動能、“人流”有望在二季度後快速轉強、“物流”料仍是潛在拖累項，但仍需關注相關不確定性

“資金流”料是年初核心增長動能，二季度後市場確定性或更高。美聯儲放緩加息節奏預期、內地防疫及增長政策優化、中概股審計監管合作順利推進，為港股、中資美元債市場交投活動提供支持，截至 10 月底港交所仍有近 120 只

新股處於上市申請處理中、儲備充足，二級市場轉暖將相應提振 IPO 活躍度。考慮到美港股市的技術性聯動，香港股市及債市融資主體中資市值絕對占優等客觀情況，2023 年上半年香港資本市場回暖仍面臨美聯儲年初緊縮路徑的不確定性、美企盈利下行或衝擊美港股市等掣肘，二季度後美聯儲政策不確定性大概率減退、通關及內地經濟全面轉暖預將明顯提振香港資本市場及銀行保險業活動，經濟轉暖提振收入預期、加息止步也有望推動更多潛在購房需求入市，“資金流”活躍有望獲得廣泛支持。

“人流”預將隨全面通關快速回暖，二季度後有望成為重要增長動能。鑒於當前內地赴港遊客仍是零售消費核心動能，以及 2021 年的低基數效應和一般補償性消費效應，與內地全面通關後的跨境人流重啟有望帶來零售消費的爆發式增長。考慮到本地人流可能在 2022 年底前基本恢復至疫情前水準，以及僅對外通關背景下的境外消費“漏損”效應（即香港本地人流赴境外旅遊消費），與內地通關前本地“人流”對經濟增長的提振效應料有限。

“物流”或繼續是全年經濟增長的掣肘項。環球經濟特別是歐美經濟走弱、通脹水準從高位下行，2023 年全球貿易額增長“量價”料均承壓，WTO 最新預計 2023 年全球貿易增長 1.0%，其中亞洲地區出口增速預測值為 1.1%。若內地出口占全球主要經濟體份額於 2023 年保持在 2022 年上半年水



準（約 20%），則 2023 年內地出口可實現 1%以上增長；若主要經濟體衰退力度及美聯儲加息節奏超預期，內地全球貿易份額延續微跌趨勢，則 2023 年內地出口增長壓力較大。在相對審慎的假定下，以內地與香港的轉口貿易為邏輯預判，2023 年香港進出口貿易總值或仍錄得 3%-6%的跌幅。

綜上，偏審慎情景中，2023 年香港可實現 2.0%左右的增長；樂觀情景下，若與內地通關時間提早、北部都會區項目加速落地，則可能實現 3.0%或更高增長。小概率情景下，若環球疫情、地緣形勢超預期演繹，則可能擾亂通關節奏、拖累“人流”回暖節奏；並直接（離岸金融中心更易受衝擊）和間接（能源和供應鏈擾動通脹回落節奏、美聯儲停止加息時點延後）掣肘“資金流”回暖，則香港復蘇力度繼續偏弱。

## （二）中長期香港經濟“三流”有望持續增長，北部都會區建設料可增添新動能

“八大中心”<sup>4</sup>建設為傳統“三流”提供持續增長空間。目前香港已與 RCEP 13 個成員經濟體簽署了高質量自貿協定、未來正式加入 RCEP 後可為香港更深度參與基於產業鏈互補的區域貿易和投資往來拓闊空間，橫琴、前海、南沙等合作區建設深化大灣區一體化市場建設，都有利於香港進一步發揮金融中心的資本籌集、營運管理、金融和專業服務功能，持續為香港與內地及區域市場的物流、資金流、人流交互注

---

<sup>4</sup> “八大中心”即：國際金融中心、國際創新科技中心、中外文化藝術交流中心、國際貿易中心、國際航運中心、國際航空樞紐、亞太區國際法律及爭議解決服務中心、區域知識產權貿易中心。

入新動能。此外，中外文化藝術交流中心、亞太區國際法律及爭議解決服務中心、區域知識產權貿易中心等建設，推動專業服務業繁榮並吸引更多赴港人群，產生相應的金融需求。

**北部都會區建設料可增添額外新動能。**根據特區政府早前規劃，北部都會區預計在 10 年內建成。新一屆特區政府在 2022 年施政報告中提出大力度“搶人搶企”，為北部都會區創科用地審批、創科基建落地“提質增效”提供支持，北部都會區建設有望加速從藍圖走向實踐，持續產生傳統與新型基礎設施建設融資需求，同時衍生創科金融、航運金融、會展金融等特色金融創新空間，賦能傳統“資金流”。伴隨科創產業集群逐步發展壯大，也有望在傳統“三流”之外，為本地經濟增長提供新興增長極。

中性條件下，未來幾年香港經濟預計重回 2%-3% 的常態增長路徑，其中 2024-2026 年有望因北部都會區重點建設項目<sup>5</sup>密集開工對年度經濟增長產生額外提振作用。

---

<sup>5</sup> 根據最新施政報告安排，2024 年河套地區以外的首批新田創科用地動工，2025 年分階段完成科學園和數碼港擴建工程，2026 年完成毗連港鐵洪水橋站的商業用地平整工作、為建設洪水橋/廈村現代服務業樞紐提供基礎。



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

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者  
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構  
及/或作者的意見及分析，並不代  
表香港中資銀行業協會意見。**