

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



中國工商銀行（亞洲）

東南亞研究中心

李盧霞 蘭瀾 周文敏

黃斯佳 楊妍

2023 年香港經濟有望 實現 4% 的增長

閱讀摘要

香港 2023 上半年 GDP 同比增速(2.12%^[1])顯著高於 2022 年(-3.5%)，一季度經濟反彈力度較強(+2.9%)，二季度復蘇節奏有所放緩(+1.5%)。根據我們的“HGC 三元流動模型”^[2]，人流(H)恢復性增長帶來的旅遊服務等相關產業為復蘇主要拉動力，外需承壓、資本市場寬幅波動背景下，“物流(G)”、“資金流(C)”相關產業活動整體偏弱。

預測顯示，2023 年香港 GDP 增速有望達到 4% 左右。“人流(H)”仍是經濟增長主要引擎，相關產業全年同比增速可達 8% 以上。“資金流(C)”轉強提振相關產業全年增速預期可達到 3.5% 左右，其中房地產市場在 2022 年下半年低基數影響下有望繼續反彈，資本市場交投景氣度預計隨歐美貨幣政策緊縮步入尾聲、內地經濟復蘇斜率走高，趨勢性走強。“物流(G)”依然是拖累項，全年較難實現正增長。

[1] 此數據根據香港政府 7 月 31 日公佈的二季度支出法口徑 GDP 推算得出。

[2] HGC 三元流動模型為中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心建立的對於香港經濟進行分析預測的模型。“HGC 三元流動模型”聚焦影響香港經濟增長的三個重要變量：“人流”(Human)、“物流”(Goods)、以及“資金流”(Capital)。模型的預測方法以動態因子模型(dynamic factor model)為基礎，主要採用向量自回歸方法(vector autoregression)。預測因子包括宏觀經濟數據、行業貨值數據、市場高頻指數等，具體參見圖表 1。

2023 年香港經濟有望實現 4%的增長

一、2023 上半年香港經濟大幅回暖，通關後“人流(H)”恢復是核心復蘇引擎

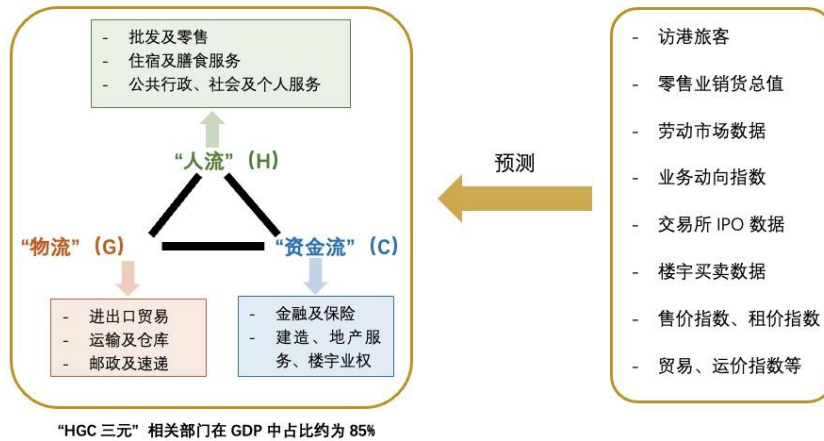
(一) “三流”增長貢獻比較

年初全面通關提振訪港旅遊業和本地需求，支持經濟一季度明顯反彈。香港一季度 GDP 同比增速轉升 2.9%，結束此前連續四個季度的跌勢（2022 全年：-3.5%）。從“三流”模型分項增長表現看¹，“人流(H)”是最重要增長動能，一季度“人流(H)”相關產業本地生產總值同比增 12.3%，“物流(G)”同比增速為 0.4%，“資金流(C)”地產項同比增 1.3%，僅“資金流(C)”金融分項錄得負增長，為-2.8%。

比較“三流”增長貢獻，“人流(H)”為最大拉動項，拉動 GDP 增長近 2.68 個百分點。第二大拉動項是“資金流(C)”中的地產分項，一季度共拉動 GDP 增長 0.25 個百分點。“物流(G)”復蘇動能相對疲弱，一季度僅拉動 GDP 增長不足 0.1 個百分點。資本市場大幅波動，“資金流(C)”中的金融分項拖累 GDP 增速近 0.6 個百分點。

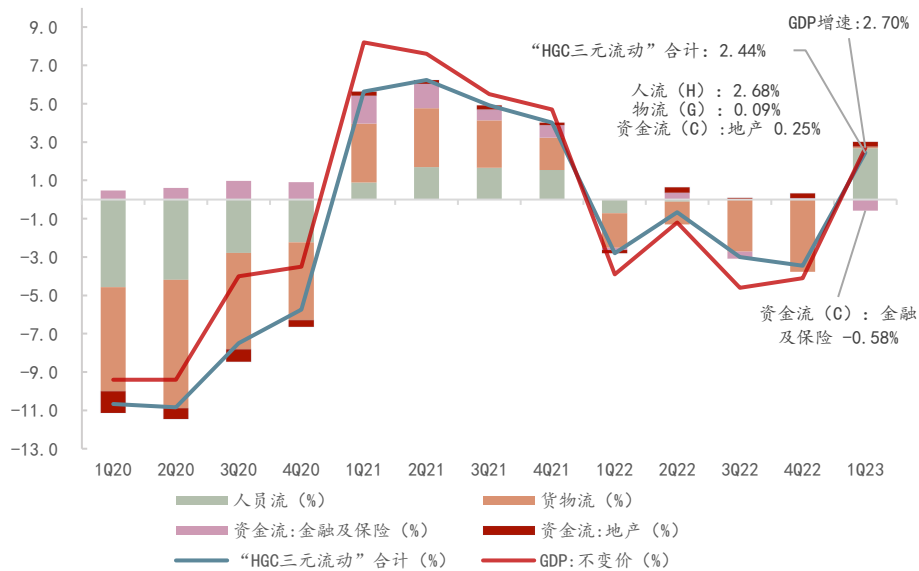
¹ 三流模型所用到的生產法 GDP 數據目前更新到一季度，支出法 GDP 更新到二季度。

圖表 1：香港“HGC 三元流動模型”示意圖



資料來源：中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心（等）

圖表 2：“HGC 三元流動”對於 GDP 增速（%）的拉動

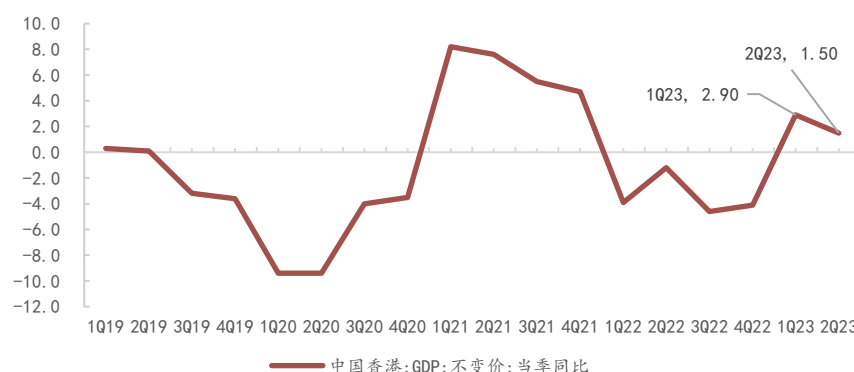


數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

步入二季度，受恢復性消費動能有所減弱、資本市場弱勢波動影響，GDP 增速放緩至 1.5%。生產法統計數據暫未公佈，從支出法口徑看，二季度私人消費在一季度增長 13%後，二季度增速降至 8.5%，下降 4.5 個百分點；本地固定投資形成總額從一季度同比增速 7.9%轉跌至二季度的-1%，下降接近 9 個百分點；貨物出口仍然承壓（一季度：-18.9%，二季

度：-16.1%)。

圖表 3：2023 年一季度 GDP 增速上升、二季度復蘇放緩

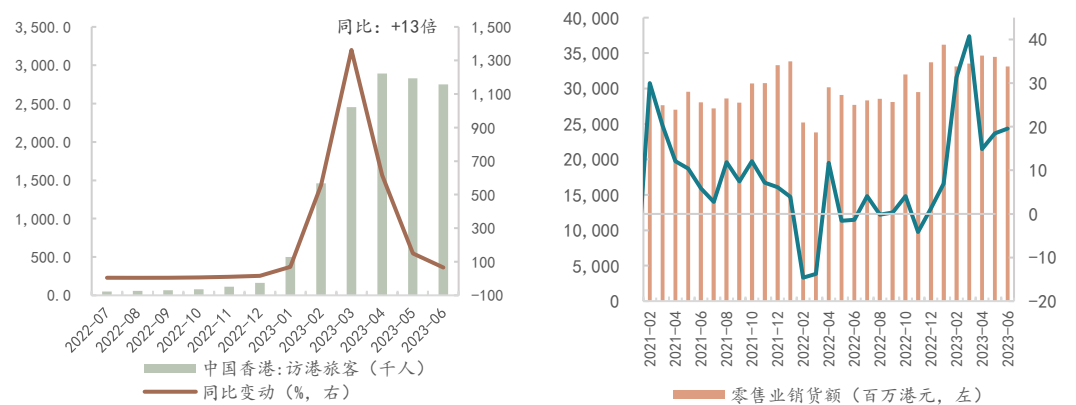


數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（二）赴港“人流（H）”大幅反彈，帶動零售消費回暖

自2月初香港和內地恢復全面通關後，訪港旅客數量顯著增長；2-6月期間月均訪港旅客數接近248萬人次。今年上半年，訪港旅客累計錄得1288.4萬人次，大致恢復至疫情前（2015至2019年中平均值）的42%。其中內地旅客為1011.22萬人次，占整體旅客的80%。疊加消費券計劃實施，今年上半年零售業總銷貨價值同比升20.7%，其中珠寶首飾鐘錶、藥物及化妝品、服裝等品類銷貨價值升幅明顯。

圖表 4、5：訪港旅客及零售業銷貨額

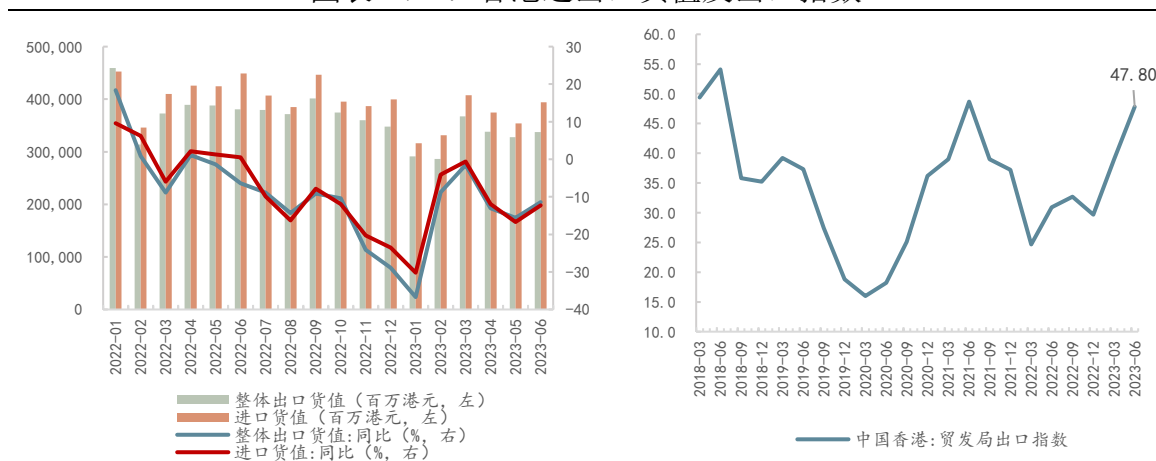


數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（三）全球外需收緊拖累下，“物流（G）”持續承壓

今年上半年香港出口、進口貨值同比各跌 15.5%、13.2%，跌幅較 2022 年擴大（2022 年出口、進口同比：-8.6%、-7.2%）。以前瞻性指標看，二季度“香港貿發局出口指數”升至 47.8 的兩年高位，較上季上升 8.8 點，連續兩季上升，但仍處於收縮區間。香港貿發局於 6 月中旬將今年香港出口增長預測由“5%”向下修訂至“0%-2%”。

圖表 6、7：香港進出口貨值及出口指數



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（四）“資金流（C）”波動承壓，流動性收緊與風險偏好審慎是主要掣肘因素

內地保單激增支持保險業一季度整體業務升溫。上半年，在美聯儲延續加息、資本市場大幅波動背景下，銀行業受益於利差走闊但融資需求收窄、資本市場相關業務盈利承壓。地產市場溫和回暖，量價齊升。具體看：

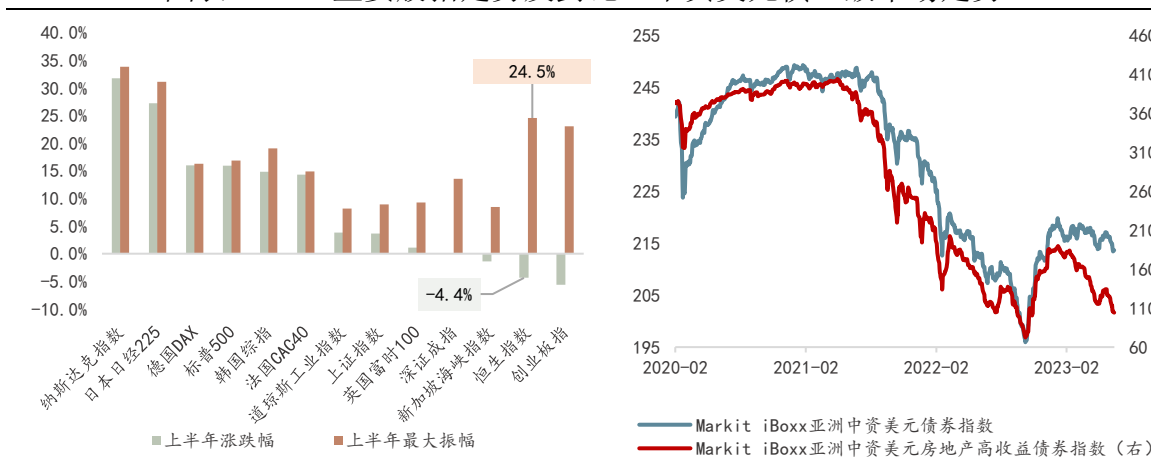
股市：IPO 清淡，低基數下發行數量同比回升，但募資額下滑。2023 年上半年，港股新上市公司為 29 家，募資淨

額為 140.7 億港元、同比下降 8%，港交所上半年新股融資總額排名全球第六²。二級市場寬幅波動，累計收跌。年初全面通關、宏觀調控利好政策密集落地，恒生指數 1 月末一度冲高至 22689 點；隨後在歐美衰退憂慮升溫、外部流動性持續收緊、人民幣匯率階段性走低等因素影響下，恒指弱勢震盪。截至 6 月末，恒指收報 18916.43 點，上半年累計下降 4.4%，較 1 月末的階段高點跌 16.6%。上半年港股主板日均成交額為 1,153.85 億港元，同比下降 16.4%；港股通南向資金累計淨流入 1235 億港元，淨流入規模較 2022 年同期減少 40.5%。

債市：一級市場發行環比有所改善但仍偏低迷。中資美元債上半年新發融資額為 456.86 億美元，較 2022 年下半年回升 9.2%，但同比大幅收縮 50.5%；其中，城投美元債融資額同比跌幅逾八成。高收益地產板塊拖累二級市場走勢。受美聯儲加息終點預期反復、地產鏈復蘇節奏弱於預期等因素影響，高收益級地產債上半年累跌約 26.1%，但投資級債券受益于高票息和去年超跌回補，上漲 3.1%。

² 來源：德勤《2023 年上半年香港新股市場表現及前景分析報告》；以 2023 年上半年的新股融資總額計，上交所、深交所、紐交所、阿布紜比證券交易所、納斯達克位列前五，港交所排名第六。

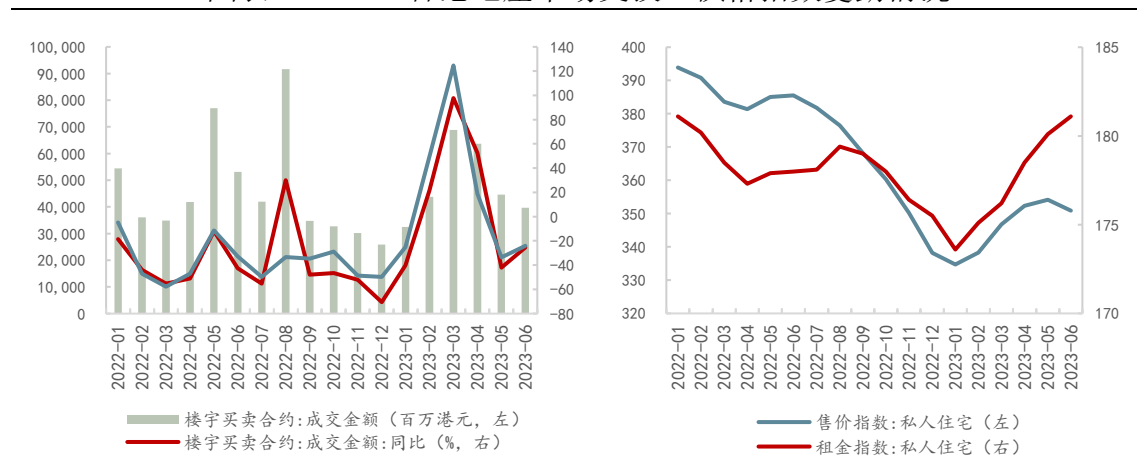
圖表 8、9：主要股指走勢及對比、中資美元債二級市場走勢



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

地產溫和回暖，量價齊升。一季度在資本市場強勢回暖及通關利好提振下，樓市觸底反彈；二季度後受按揭利率波動走升等因素影響，地產交投情緒小幅降溫。量的視角，上半年住宅樓宇買賣合約數量、成交金額分別為 26222 宗、2427.4 億港元，同比各升 5%、1.9%。價的視角，上半年，香港官方私人住宅售價指數累計升 4.3%；住宅租賃市場轉暖，私人住宅租金指數上半年環比連續回升，累計升 3.2%。

圖表 10、11：香港地產市場交投、價格指數變動情況



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

銀行存款總額保持穩定，內地居民赴港投保需求回升。

截至 6 月底，香港認可機構存款總額約為 15.47 萬億港元，較 2022 年底上升 0.2%，其中人民幣存款累升 8.5%；貸款總額為 10.52 萬億港元，較 2022 年末微跌 0.5%。一季度毛保費總額同比減少 7%至 1472 億港元，但來自內地訪客的新造業務保費同比大升近 27 倍，至 96.13 億港元，約占個人業務總額的 20.5%。

二、預計全年可實現 4%左右的增長，“人流（H）”延續主引擎作用，“資金流（C）”提振增長的動能可期

我們的預測模型顯示，2023 年香港 GDP 增速在去年低基數作用下有望達到 4%左右。經濟增長的主要拉動項為“人流（H）”相關的服務業，全年同比增速預計達 8%，其中訪港旅客繼續恢復提振住宿膳食服務相關行業料是主要增長亮點。“資金流（C）”有望趨勢性回暖，全年增速預期達到 3.5%左右。“物流（G）”全年較難提供正增長貢獻。

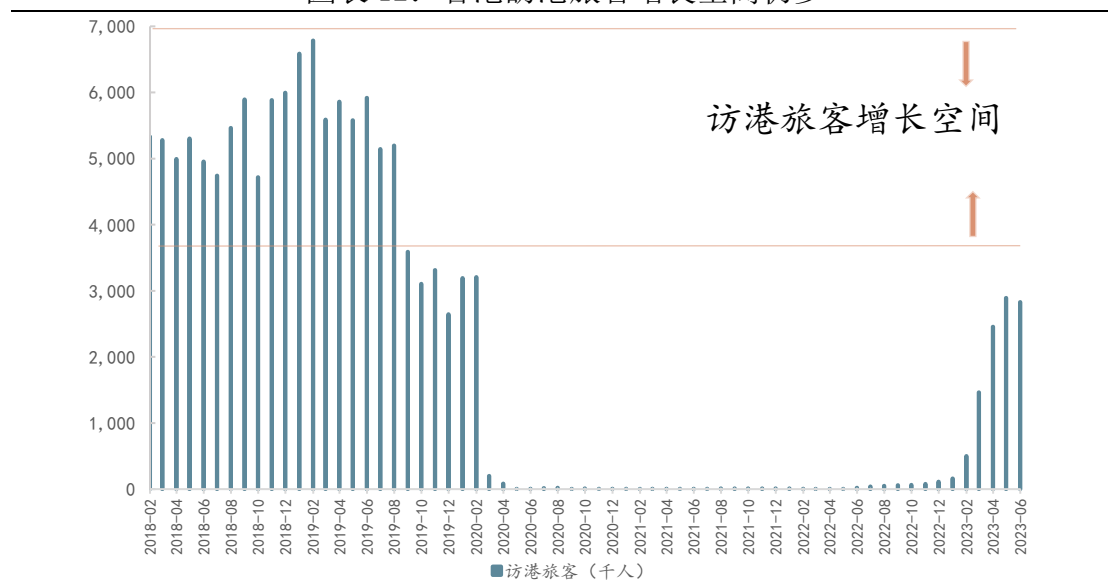
（一）“人流（H）”仍是下半年經濟主要拉動力

訪港旅客復蘇仍有空間，預期繼續提振“人流（H）”。批發及零售行業，住宿及膳食服務，公共行政、社會及個人服務將繼續受益於訪港旅客恢復性增長。樂觀預期下，“人流（H）”相關行業全年同比增速或可達 8%以上，在 GDP 同比增速中貢獻 2.2 個百分點。

從歷史數據來看，訪港旅客與零售業銷貨總值對消費相關的服務業預測解釋力可達 85%以上。以疫情前水平為參照，

目前內地訪港旅客與國際旅客人數的恢復程度相近（內地：44.61%，非內地：46.34%）。隨著下半年國際航運持續恢復，預期下半年訪港旅客數目將恢復至疫情前均值（489.67 萬人/月）的 60%-70%，也即平均每月增加訪港旅客人次約為 10.97-34.28 萬人。增加的訪港旅客人次預期可提振住宿及膳食服務全年同比增速較上半年上升 10-12 個百分點。零售銷貨總值已恢復疫情前平均水平的 90%以上，在去年同期低基數效應下至今同比增速已大幅上升（2023 年 5 月：18.4%，2022 年 12 月：1.2%），預期全年批發及零售同比增速較上半年上升 1-2 個百分點。

圖表 12：香港訪港旅客增長空間仍多



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 13：香港零售銷售增長空間有限

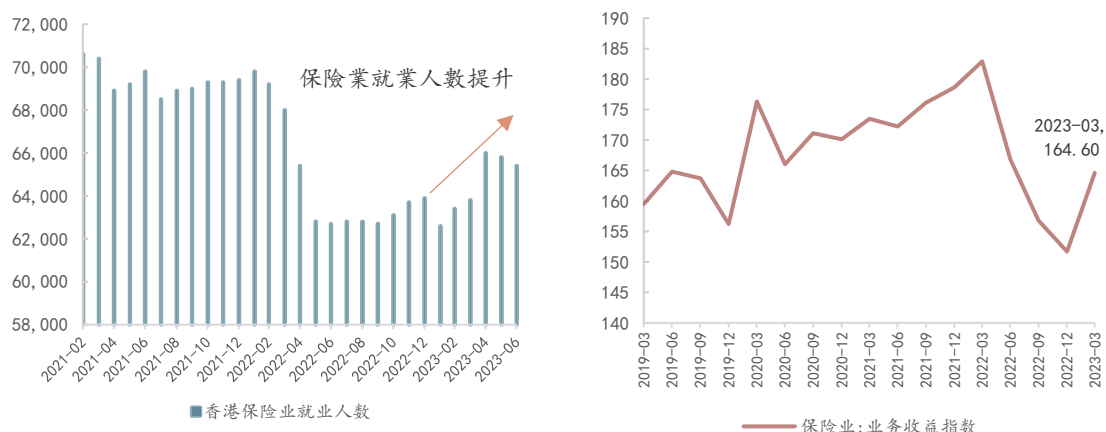


數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（二）“資金流（C）”回暖動能有望得以夯實，推動下半年經濟復蘇斜率提升

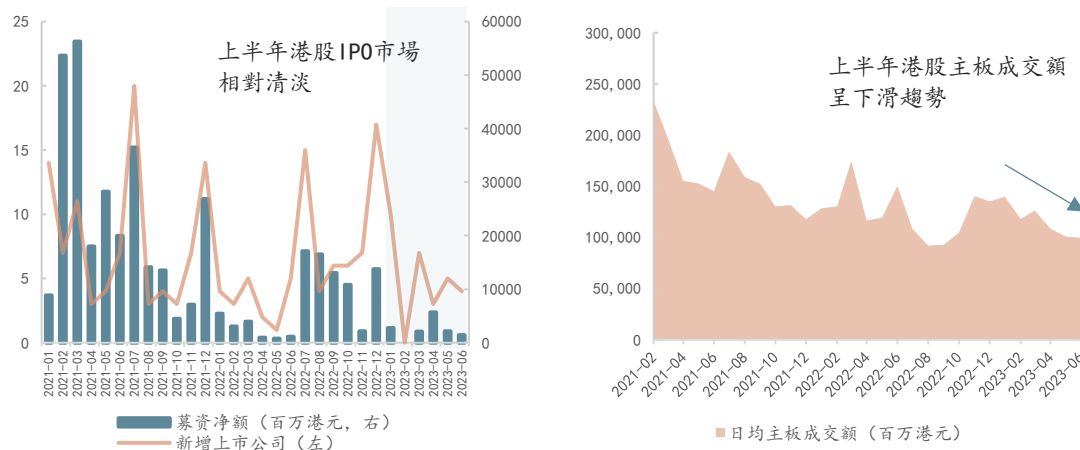
“資金流（C）”全年預期同比增速在 3.5% 左右，在 GDP 同比增速中貢獻 1.3 個百分點。其中，房地產市場下半年在加息放緩、匯企引才計劃等支持下有望得到進一步提振，“資金流（C）”地產分項全年同比增速有望達到 10%。截至 6 月底，港交所處理中的新股申請仍有 105 只、整體新股儲備充足。下半年，在內地經濟復蘇效應逐步顯現，美聯儲加息已近尾聲背景下，恒指回暖趨勢料得以夯實，港股 IPO 有望隨之回暖，保險業一季度有所回溫，就業人數增加約 2.3% 預期二季度將有小幅升溫，下半年保持平穩。

圖表 14、15：香港保險業就業人數、業務收益指數



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 16、17：港股 IPO 發行、港交所主板成交額情況



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（三）“物流（G）”在全球商品需求走弱背景下預期壓力仍大

全年與進出口相關的服務業受全球商品需求走弱影響較難實現正增長。全球經濟復蘇整體仍承壓，我們的預測模型結果表明：中國 2023 全年 GDP 增長 5.0%-5.5%，領漲全球經濟復蘇；美國 2023 全年 GDP 增速在 1.0%-1.5%，比 2022 年降低了 0.2-1.2 個百分點；歐洲 2023 全年 GDP 增速在 0.7%-1.0%，比 2022 年下降 2.5-2.9 個百分點。經濟增速趨

緩施壓商品需求和香港轉口貿易活動，二季度貿發局出口指數相比一季度有大幅上漲（二季度：47.8，一季度：39.0），但仍處在收縮區間，其中與內地市場相關的出口指數為48.3，較一季度上升（一季度：47.9），但仍承壓。

中長期看，本地產業轉型與國際金融中心建設將在“物流（G）”與“資金流（C）”方面為香港經濟提供新動能。技術革新將推動工業向高端化、智能化轉型升級，料產生大量的製造業和基建投融资需求，以及衍生的創科金融、航運金融、會展金融等新型投融资需求，並提高外貿競爭力，賦能傳統“資金流（C）”和“物流（G）”。北部都會區建設加速推進將逐步壯大科創產業集群、提高文化創意、物流、旅遊等新興服務業競爭力，多項新興業態的快步發展將成為經濟增長的新引擎。香港金融中心建設將為“資金流（C）”提供新動力。隨著RCEP全面生效、“一帶一路”建設持續推進，人民幣跨境應用正從貿易結算加快向機構投資者資產配置、主權國家外匯儲備等更廣泛場景擴展。兩地互聯互通機制將繼續完善，綠色金融中心、財富管理中心建設等，持續為金融業服務新業態、新客戶提供新空間。



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。**