

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

黄斯佳 杨妍

2023 年香港经济有望 实现 4% 的增长

阅读摘要

香港 2023 上半年 GDP 同比增速 (2.12%^[1]) 显著高于 2022 年 (-3.5%)，一季度经济反弹力度较强 (+2.9%)，二季度复苏节奏有所放缓 (+1.5%)。根据我们的“HGC 三元流动模型”^[2]，人流 (H) 恢复性增长带来的旅游服务等相关产业为复苏主要拉动力，外需承压、资本市场宽幅波动背景下，“物流 (G)”、“资金流 (C)” 相关产业活动整体偏弱。

预测显示，2023 年香港 GDP 增速有望达到 4% 左右。“人流 (H)” 仍是经济增长主要引擎，相关产业全年同比增速可达 8% 以上。“资金流 (C)” 转强提振相关产业全年增速预期可达到 3.5% 左右，其中房地产市场在 2022 年下半年低基数影响下有望继续反弹，资本市场交投资景气度预计随欧美货币政策紧缩步入尾声、内地经济复苏斜率走高，趋势性走强。“物流 (G)” 依然是拖累项，全年较难实现正增长。

[1] 此数据根据香港政府 7 月 31 日公布的二季度支出法口径 GDP 推算得出。

[2] 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于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)、 以及 “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，具体参见图表 1。

2023 年香港经济有望实现 4% 的增长

一、2023 上半年香港经济大幅回暖，通关后“人流(H)”恢复是核心复苏引擎

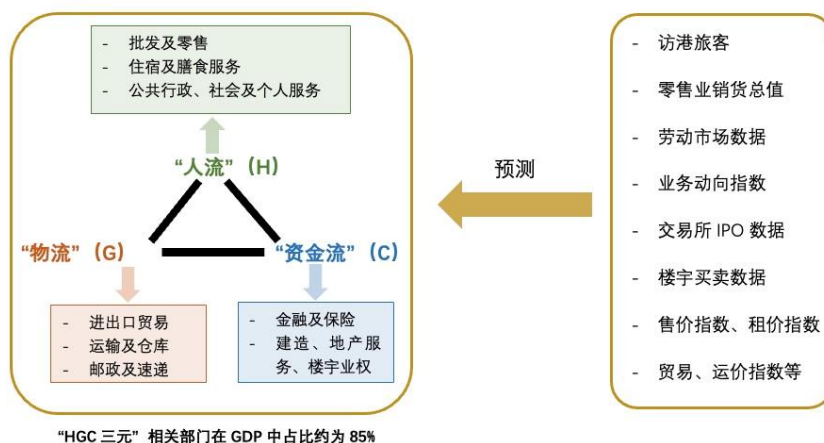
(一) “三流”增长贡献比较

年初全面通关提振访港旅游业和本地需求，支持经济一季度明显反弹。香港一季度 GDP 同比增速转升 2.9%，结束此前连续四个季度的跌势（2022 全年：-3.5%）。从“三流”模型分项增长表现看¹，“人流(H)”是最重要增长动能，一季度“人流(H)”相关产业本地生产总值同比增 12.3%，“物流(G)”同比增速为 0.4%，“资金流(C)”地产项同比增 1.3%，仅“资金流(C)”金融分项录得负增长，为-2.8%。

比较“三流”增长贡献，“人流(H)”为最大拉动项，拉动 GDP 增长近 2.68 个百分点。第二大拉动项是“资金流(C)”中的地产分项，一季度共拉动 GDP 增长 0.25 个百分点。“物流(G)”复苏动能相对疲弱，一季度仅拉动 GDP 增长不足 0.1 个百分点。资本市场大幅波动，“资金流(C)”中的金融分项拖累 GDP 增速近 0.6 个百分点。

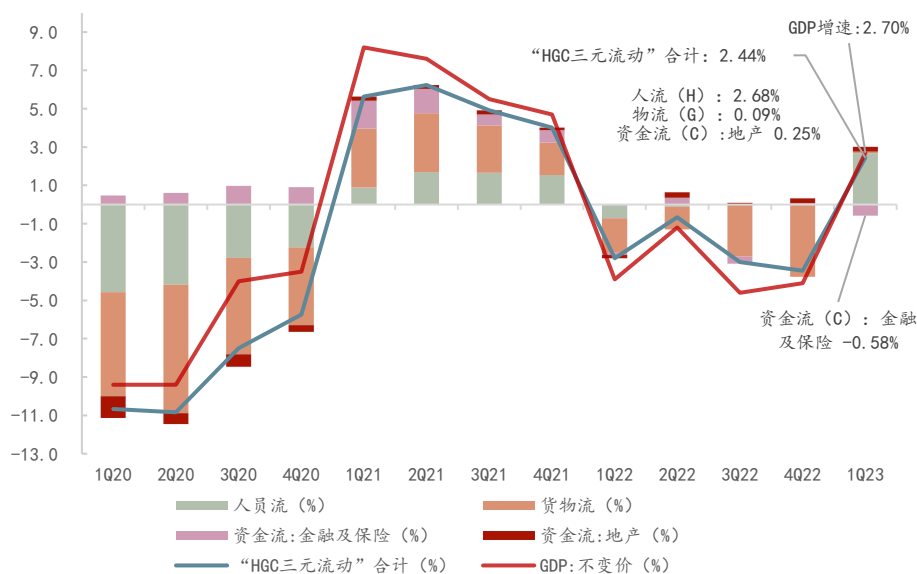
¹ 三流模型所用到的生产法 GDP 数据目前更新到一季度，支出法 GDP 更新到二季度。

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（等）

图表 2：“HGC 三元流动”对于 GDP 增速 (%) 的拉动

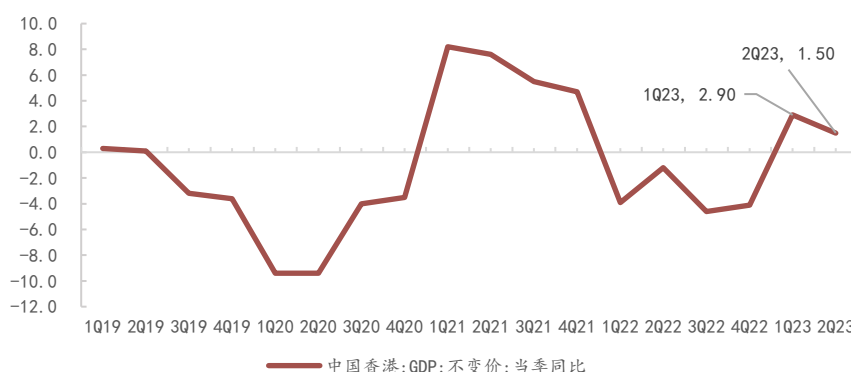


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

步入二季度，受恢复性消费动能有所减弱、资本市场弱势波动影响，GDP 增速放缓至 1.5%。生产法统计数据暂未公布，从支出法口径看，二季度私人消费在一季度增长 13%后，二季度增速降至 8.5%，下降 4.5 个百分点；本地固定资产投资形成总额从一季度同比增速 7.9%转跌至二季度的-1%，下降接近 9 个百分点；货物出口仍然承压（一季度：-18.9%，二季

度：-16.1%)。

图表 3：2023 年一季度 GDP 增速上升、二季度复苏放缓

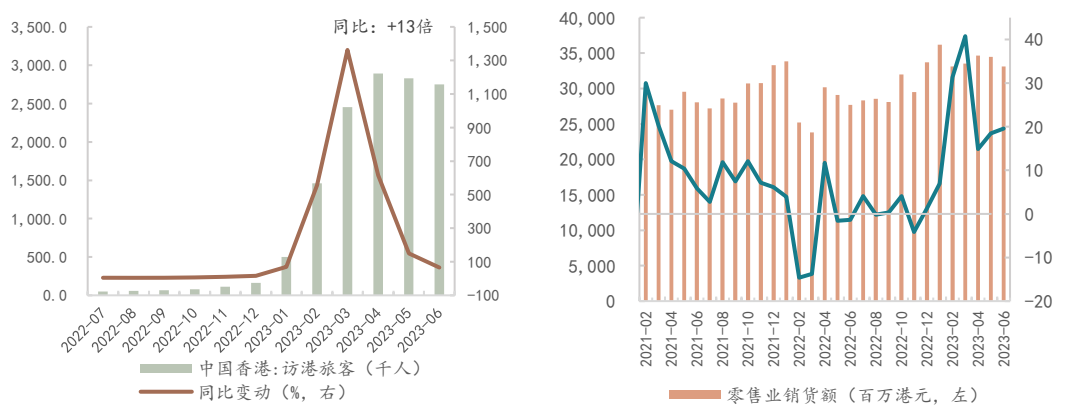


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）赴港“人流（H）”大幅反弹，带动零售消费回暖

自2月初香港和内地恢复全面通关后，访港旅客数量显著增长；2-6月期间月均访港旅客数接近248万人次。今年上半年，访港旅客累计录得1288.4万人次，大致恢复至疫情前（2015至2019年中平均值）的42%。其中内地旅客为1011.22万人次，占整体旅客的80%。叠加消费券计划实施，今年上半年零售业总销货价值同比升20.7%，其中珠宝首饰钟表、药物及化妆品、服装等品类销货价值升幅明显。

图表 4、5：访港旅客及零售业销货额

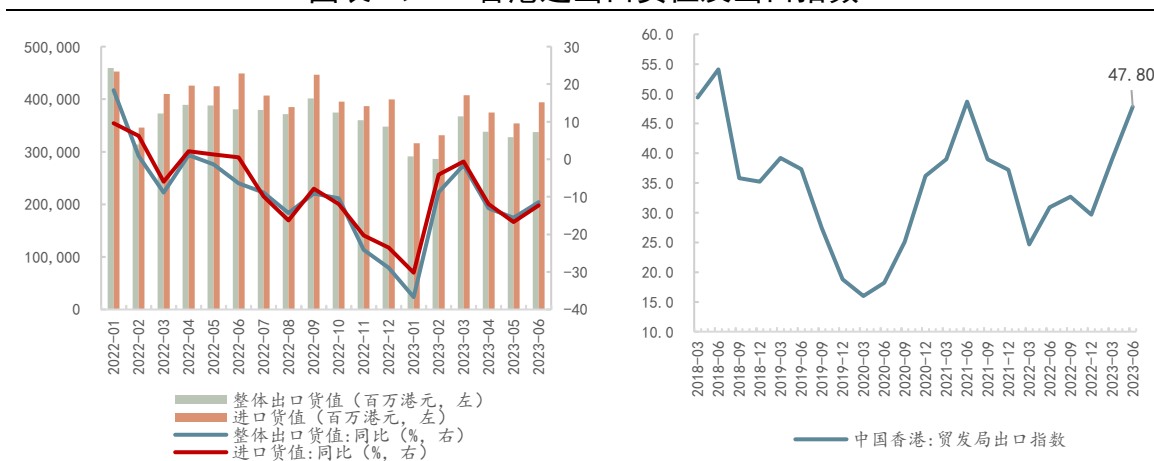


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）全球外需收紧拖累下，“物流（G）”持续承压

今年上半年香港出口、进口货值同比各跌 15.5%、13.2%，跌幅较 2022 年扩大（2022 年出口、进口同比：-8.6%、-7.2%）。以前瞻性指标看，二季度“香港贸发局出口指数”升至 47.8 的两年高位，较上季上升 8.8 点，连续两季上升，但仍处于收缩区间。香港贸发局于 6 月中旬将今年香港出口增长预测由“5%”向下修订至“0%-2%”。

图表 6、7：香港进出口货值及出口指数



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（四）“资金流（C）”波动承压，流动性收紧与风险偏好审慎是主要掣肘因素

内地保单激增支持保险业一季度整体业务升温。上半年，在美联储延续加息、资本市场大幅波动背景下，银行业受益于利差走阔但融资需求收窄、资本市场相关业务盈利承压。地产市场温和回暖，量价齐升。具体看：

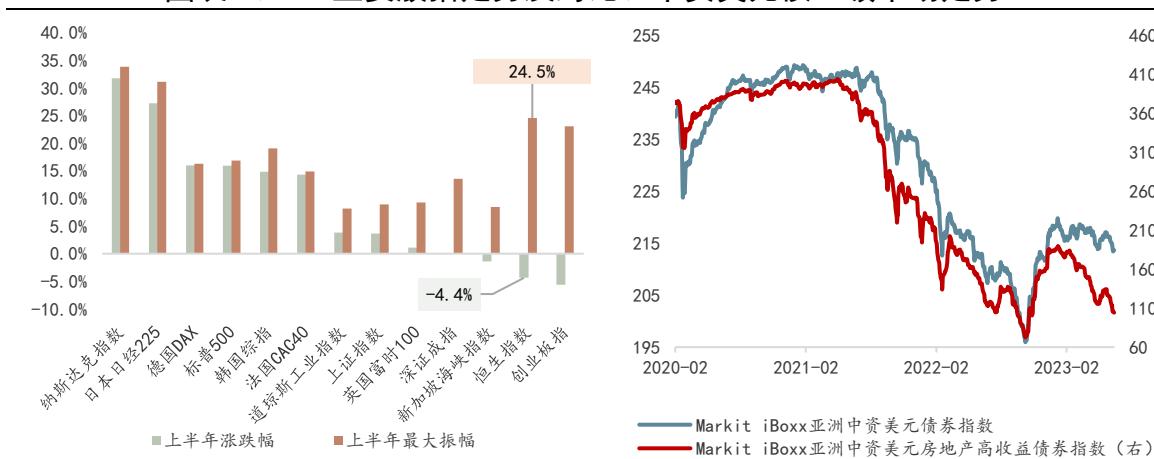
股市： IPO 清淡，低基数下发行数量同比回升，但募资净额下滑。2023 年上半年，港股新上市公司为 29 家，募资净

额为 140.7 亿港元、同比下降 8%，港交所上半年新股融资总额排名全球第六²。二级市场宽幅波动，累计收跌。年初全面通关、宏观调控利好政策密集落地，恒生指数 1 月末一度冲高至 22689 点；随后在欧美衰退忧虑升温、外部流动性持续收紧、人民币汇率阶段性走低等因素影响下，恒指弱势震荡。截至 6 月末，恒指收报 18916.43 点，上半年累计下降 4.4%，较 1 月末的阶段高点跌 16.6%。上半年港股主板日均成交额为 1,153.85 亿港元，同比下降 16.4%；港股通南向资金累计净流入 1235 亿港元，净流入规模较 2022 年同期减少 40.5%。

债市：一级市场发行环比有所改善但仍偏低迷。中资美元债上半年新发融资额为 456.86 亿美元，较 2022 年下半年回升 9.2%，但同比大幅收缩 50.5%；其中，城投美元债融资额同比跌幅逾八成。**高收益地产板块拖累二级市场走势。**受美联储加息终点预期反复、地产链复苏节奏弱于预期等因素影响，高收益级地产债上半年累跌约 26.1%，但投资级债券受益于高票息和去年超跌回补，上涨 3.1%。

² 来源：德勤《2023 年上半年香港新股市场表现及前景分析报告》；以 2023 年上半年的新股融资总额计，上交所、深交所、纽交所、阿布扎比证券交易所、纳斯达克位列前五，港交所排名第六。

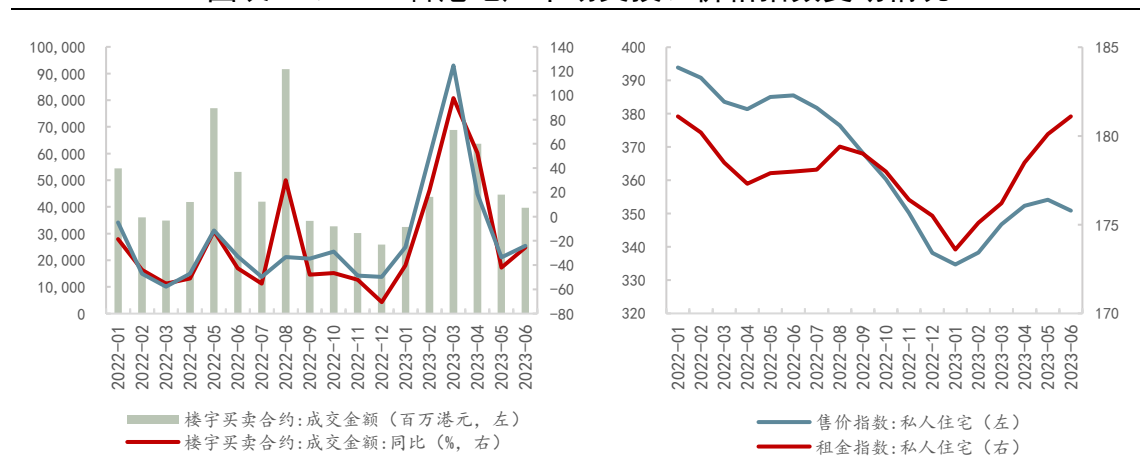
图表 8、9：主要股指走势及对比、中资美元债二级市场走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

地产温和回暖，量价齐升。一季度在资本市场强势回暖及通关利好提振下，楼市触底反弹；二季度后受按揭利率波动走升等因素影响，地产交投情绪小幅降温。量的视角，上半年住宅楼宇买卖合同数量、成交金额分别为 26222 宗、2427.4 亿港元，同比各升 5%、1.9%。价的视角，上半年，香港官方私人住宅售价指数累计升 4.3%；住宅租赁市场转暖，私人住宅租金指数上半年环比连续回升，累计升 3.2%。

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

银行存款总额保持稳定，内地居民赴港投保需求回升。

截至 6 月底，香港认可机构存款总额约为 15.47 万亿港元，较 2022 年底上升 0.2%，其中人民币存款累升 8.5%；贷款总额为 10.52 万亿港元，较 2022 年末微跌 0.5%。一季度毛保费总额同比减少 7%至 1472 亿港元，但来自内地访客的新造业务保费同比大升近 27 倍，至 96.13 亿港元，约占个人业务总额的 20.5%。

二、预计全年可实现 4%左右的增长，“人流（H）”延续主引擎作用，“资金流（C）”提振增长的动能可期

我们的预测模型显示，2023 年香港 GDP 增速在去年低基数作用下有望达到 4%左右。经济增长的主要拉动项为“人流（H）”相关的服务业，全年同比增速预计达 8%，其中访港旅客继续恢复提振住宿膳食服务相关行业料是主要增长亮点。“资金流（C）”有望趋势性回暖，全年增速预期达到 3.5%左右。“物流（G）”全年较难提供正增长贡献。

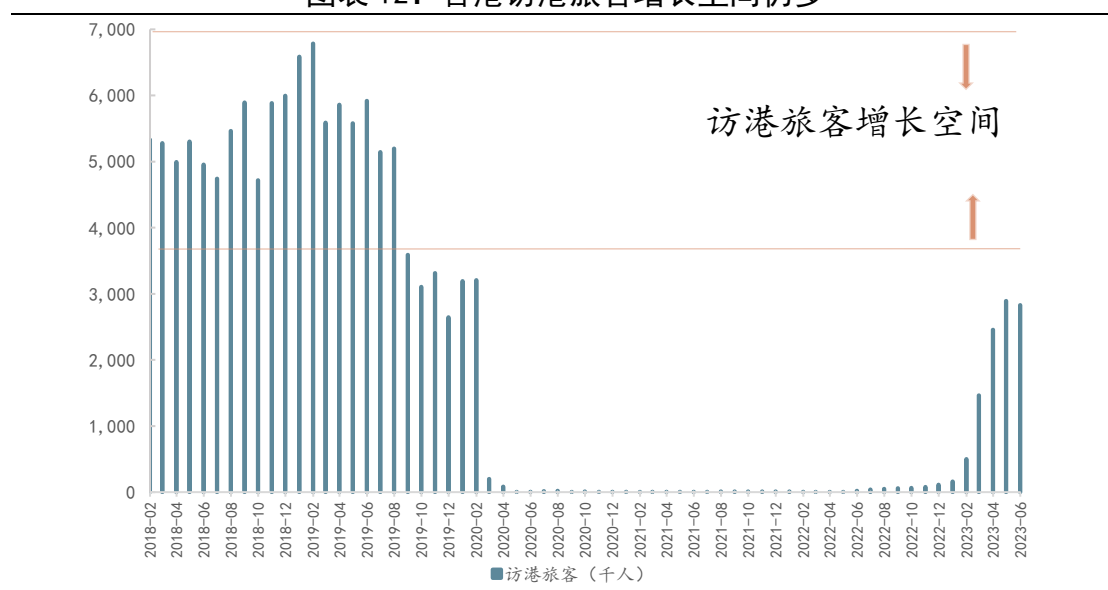
（一）“人流（H）”仍是下半年经济主要拉动力

访港旅客复苏仍有空间，预期继续提振“人流（H）”。批发及零售行业，住宿及膳食服务，公共行政、社会及个人服务将继续受益于访港旅客恢复性增长。乐观预期下，“人流（H）”相关行业全年同比增速或可达 8%以上，在 GDP 同比增速中贡献 2.2 个百分点。

从历史数据来看，访港旅客与零售业销货总值对消费相关的服务业预测解释力可达 85%以上。以疫情前水平为参照，

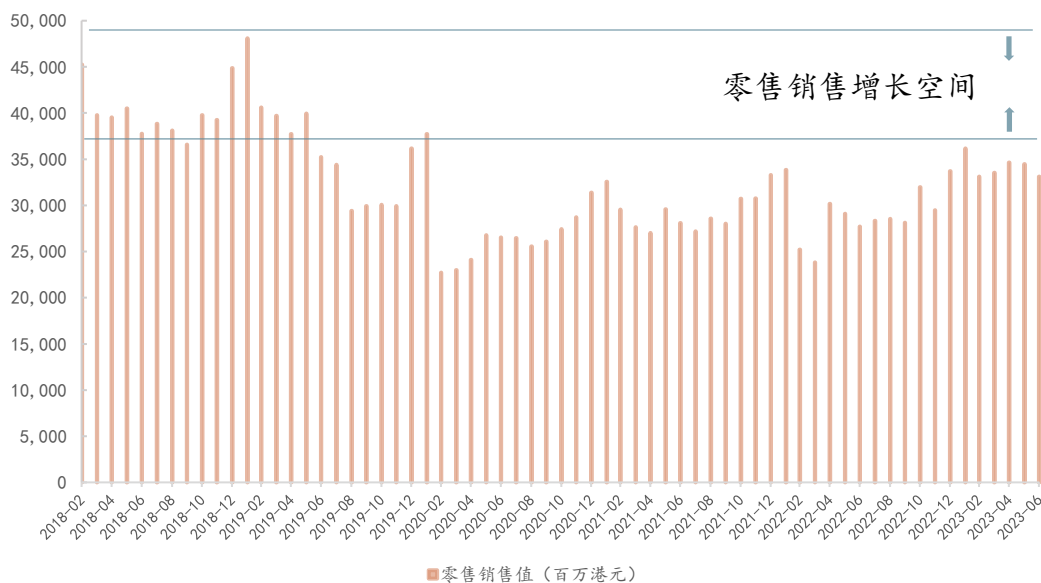
目前内地访港旅客与国际旅客人数的恢复程度相近（内地：44.61%，非内地：46.34%）。随着下半年国际航运持续恢复，预期下半年访港旅客数目将恢复至疫情前均值（489.67万人/月）的60%-70%，也即平均每月增加访港旅客人次约为10.97-34.28万人。增加的访港旅客人次预期可提振住宿及膳食服务全年同比增速较上半年上升10-12个百分点。零售销货总值已恢复疫情前平均水平的90%以上，在去年同期低基数效应下至今同比增速已大幅上升（2023年5月：18.4%，2022年12月：1.2%），预期全年批发及零售同比增速较上半年上升1-2个百分点。

图表 12：香港访港旅客增长空间仍多



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 13：香港零售销售增长空间有限



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）“资金流（C）”回暖动能有望得以夯实，推动下半年经济复苏斜率提升

“资金流（C）”全年预期同比增速在 3.5% 左右，在 GDP 同比增速中贡献 1.3 个百分点。其中，房地产市场下半年在加息放缓、汇企引才计划等支持下有望得到进一步提振，

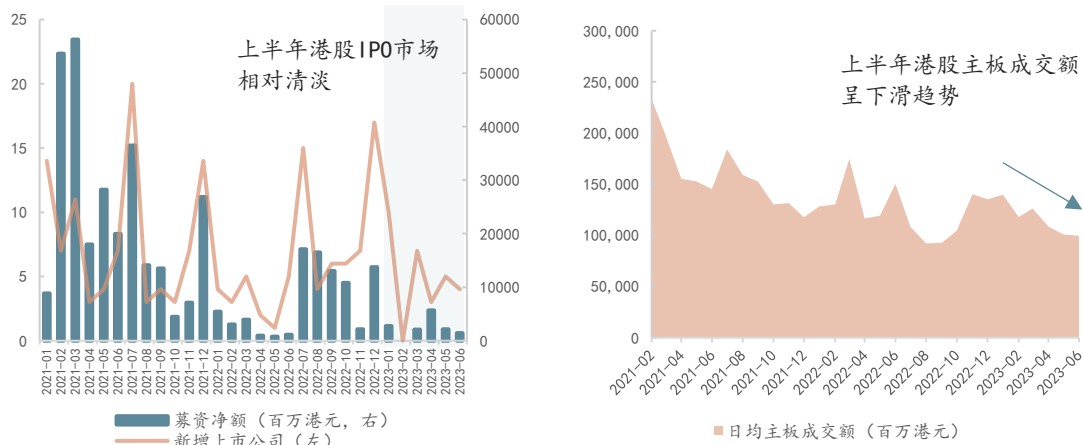
“资金流（C）”地产分项全年同比增速有望达到 10%。截至 6 月底，港交所处理中的新股申请仍有 105 只、整体新股储备充足。下半年，在内地经济复苏效应逐步显现，美联储加息已近尾声背景下，恒指回暖趋势料得以夯实，港股 IPO 有望随之回暖，保险业一季度有所回温，就业人数增加约 2.3%，预期二季度将有小幅升温，下半年保持平稳。

图表 14、15：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

图表 16、17：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

（三）“物流(G)”在全球商品需求走弱背景下预期压力仍大

全年与进出口相关的服务业受全球商品需求走弱影响较难实现正增长。全球经济复苏整体仍承压，我们的预测模型结果表明：中国 2023 全年 GDP 增长 5.0%-5.5%，领涨全球经济复苏；美国 2023 全年 GDP 增速在 1.0%-1.5%，比 2022 年降低了 0.2-1.2 个百分点；欧洲 2023 全年 GDP 增速在 0.7%-1.0%，比 2022 年下降 2.5-2.9 个百分点。经济增速趋

缓施压商品需求和香港转口贸易活动，二季度贸发局出口指数相比一季度有大幅上涨（二季度：47.8，一季度：39.0），但仍处在收缩区间，其中与内地市场相关的出口指数为48.3，较一季度上升（一季度：47.9），但仍承压。

中长期看，本地产业转型与国际金融中心建设将在“物流（G）”与“资金流（C）”方面为香港经济提供新动能。技术革新将推动工业向高端化、智能化转型升级，料产生大量的制造业和基建投融资需求，以及衍生的创科金融、航运金融、会展金融等新型投融资需求，并提高外贸竞争力，赋能传统“资金流（C）”和“物流（G）”。北部都会区建设加速推进将逐步壮大科创产业集群、提高文化创意、物流、旅游等新兴服务业竞争力，多项新兴业态的快步发展将成为经济增长的新引擎。**香港金融中心建设将为“资金流（C）”提供新动力。**随着RCEP全面生效、“一带一路”建设持续推进，人民币跨境应用正从贸易结算加快向机构投资者资产配置、主权国家外汇储备等更广泛场景扩展。两地互联互通机制将继续完善，绿色金融中心、财富管理中心建设等，持续为金融业服务新业态、新客户提供新空间。



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。**