

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

2024 年香港經濟增長有望提速

閱讀摘要

香港 2023 年前三季度經濟同比增長 2.8%，增速顯著高於 2022 年的 -3.5%，整體復蘇節奏呈現“V 型”路徑。根據我們的“HGC 三元流動模型”^{*}，全面通關帶動赴港人流快速復常是經濟復蘇的主要拉動力，全年香港經濟預計有望實現 3.2%-3.3% 的增長。

展望 2024 年，香港經濟增長有望延續提速向好態勢，“人流（H）”預計仍是香港經濟增長的穩定引擎，海外製造業進入新一輪補庫週期有望提振“物流（G）”，美聯儲開啟降息週期則可緩解高利率對“資金流（C）”地產和資本市場交投的掣肘，預期全年可實現 3.2%-3.5% 的增長。

^{*}“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數：“人流”（Human）、“物流”（Goods）及“資金流”（Capital）。模型的預測方法以動態因數模型（dynamic factor model）為基礎，主要採用向量自回歸方法（vector autoregression）。預測因數包括宏觀經濟數據、行業貨值數據、市場高頻指數等。

2024 年香港經濟增長有望提速

一、全面通關後“人流”快速復常引領香港 2023 年經濟溫和復蘇，預計全年 GDP 增長 3.2%-3.3%

2023 年香港經濟溫和復蘇，前三季度 GDP 同比增長 2.8%，增速顯著高於 2022 年的-3.5%，全面通關帶動赴港人流快速復常是年內經濟增長最主要動能。從增長節奏看，全年復蘇呈現“V 型”路徑，其中一、三季度經濟反彈力度較強（+2.9%、+4.1%），二季度復蘇節奏有所放緩（+1.5%），基數效應是主要影響因素（見圖表 1）。

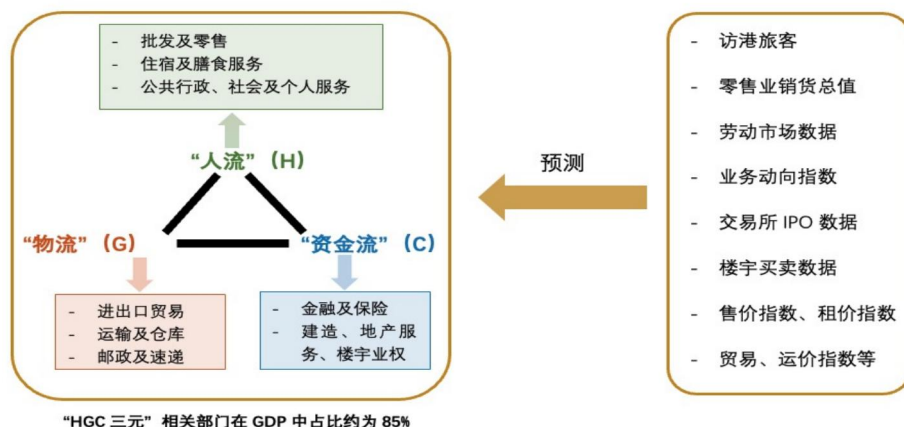
圖表 1： 2023 年前三季度香港經濟呈現“V”型復蘇



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

從增長動能看，全面通關後“人流（H）”恢復性增長帶來的旅遊、餐飲、零售等相關產業為復蘇主要拉動力，全球外需疲弱、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（見圖表 2）。

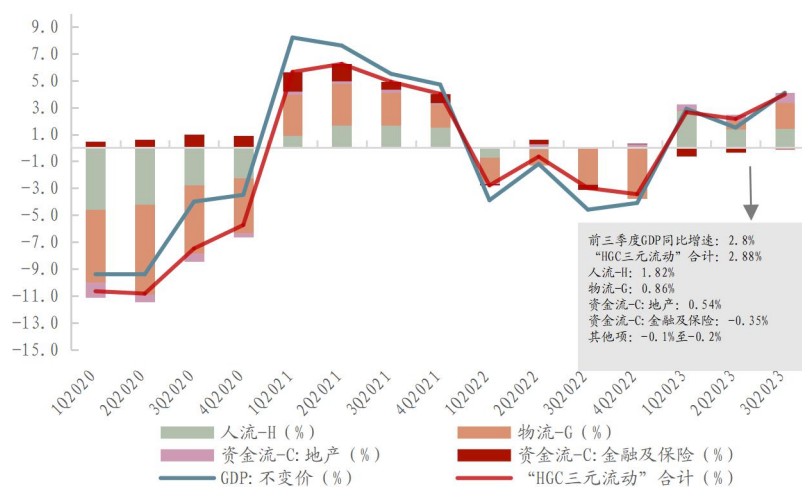
圖表 2：香港“HGC 三元流動模型”示意圖



資料來源：中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

根據我們的模型，2023 年前三季度，“人流（H）”合計拉動香港 GDP 增長 1.82 個百分點，是年內經濟增長最主要動能；“物流（G）”拉動 GDP 增長約 0.86 個百分點，“資金流（C）”地產項拉動 GDP 增長 0.54 個百分點，“資金流（C）”金融項為唯一拖累項，前三季共拖累 GDP 下跌 0.35 個百分點、三季度拖累效應明顯減弱，四季度拖累效應有望繼續減弱（見圖表 3）。模型預測顯示，2023 年香港經濟有望實現 3.2%-3.3% 的增長。

圖表 3：“HGC 三元流動”對於 GDP 增速（%）的拉動



資料來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

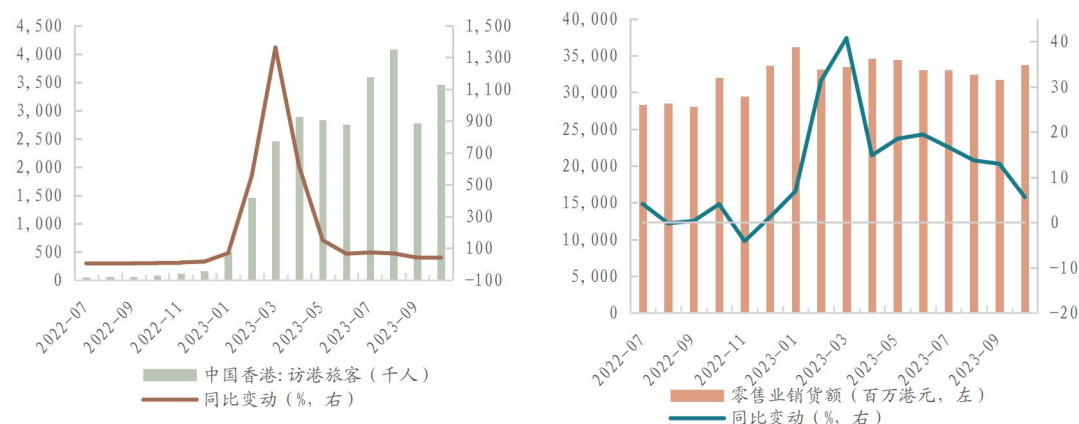
二、2024 年香港經濟有望實現 3.2%-3.5%的提速復蘇態勢，中長期多元增長動能也有望加速培育

展望 2024 年，“人流（H）”預計仍是香港經濟增長的穩定引擎，海外製造業進入新一輪補庫週期有望提振“物流（G）”，美聯儲開啟降息週期則可緩解高利率對地產和資本市場交投的掣肘，預期香港全年 GDP 增速可以達到 3.2%—3.5%左右，高於主要發達經濟體增速預測值。但後續亦需繼續關注美聯儲貨幣政策預期反復、地緣政治形勢變化等不確定性事件的或有影響。

（一）赴港旅客延續恢復，疊加香港特區政府多項政策“匯企引才”，“人流（H）”預計仍是 2024 年香港經濟增長的穩定引擎

“人流（H）”是 2023 年香港經濟復蘇主要拉動力。自年初香港和內地恢復全面通關後，訪港旅客數量顯著增長。前 11 個月訪港旅客累計約 3007 萬人次，前 10 個月零售業銷售額同比升 17.2%、恢復至疫情前的 85%-90%。在年底傳統假日帶動下，2023 年全年訪港旅客有望達 3400-3500 萬人次，全年零售業銷售額預計錄得約 15%-17%同比增幅（見圖表 4）。

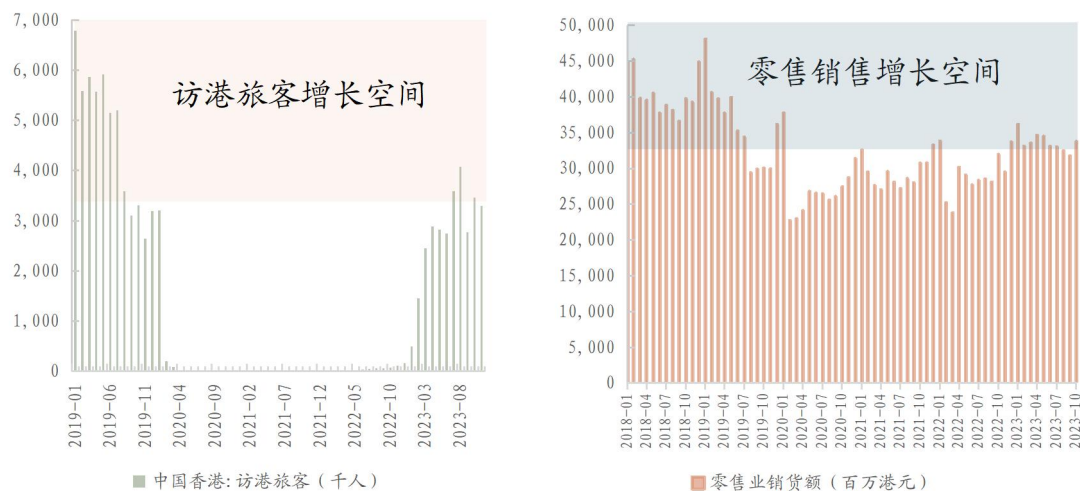
圖表 4：訪港旅客及零售業銷貨額



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

展望 2024 年，“人流（H）”預計仍是 2024 年香港經濟增長的穩定引擎。2023 年前 11 個月，訪港旅客數恢復至疫情前（2018 和 2019 年同期）的約 50%-57%，仍有持續恢復空間。疊加香港特區政府大力推行一系列“輸入人才計畫”，比如“高才通”擴容、“資本投資者入境計畫”、“職專畢業生留港計畫”，以及放寬越南、老撾、尼泊爾等海外國家人才就業就學簽證政策等。跨境人流持續活躍，有望繼續提振批發零售、住宿及膳食服務、公共行政、社會及個人服務等“人流（H）”相關行業穩定增長，偏樂觀情形下，預計 2024 年“人流（H）”相關行業產值同比增速可達 5.8% 以上，拉動 GDP 同比增長約 1.5 個百分點（見圖表 5）。

圖表 5：訪港旅客增長仍有空間，有望帶動“人流”相關行業穩定增長



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

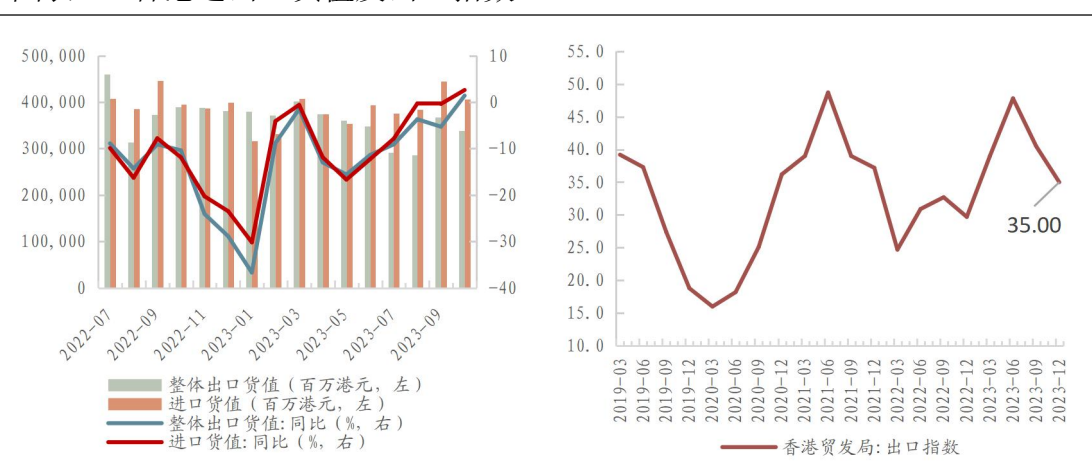
（二）海外製造業進入新一輪補庫週期有望提振香港轉口貿易相關活動，“物流（G）”對 2024 年香港經濟增長的拉動作用有望溫和提升

2022 年四季度以來，受通脹高企以及歐美等央行超預期加息、地緣局勢非預期發酵等因素衝擊，全球貿易和製造業增長放緩，世界貿易組織（WTO）預計 2023 年全球貿易僅可增長 0.8%；高基數疊加價格中樞下行，2023 年前 11 個月中國內地出口總值同比下降 5.2%。在此背景下，2023 年前 10 月，香港出口、進口貨值同比各跌 11%、8.6%，跌幅較 2022 年擴大（2022 年出口、進口同比：-8.6%、-7.2%）（見圖表 6）。

伴隨電子產業鏈等行業景氣向上，2023 年三季度以來全球貿易回暖的積極信號持續增多。9-11 月，越南貨物出口貨值連續三個月同比正增長，10 月韓國出口同比增長 5.1%、

時隔 13 個月實現由負轉正，11 月內地出口同比增長 0.5%、增速時隔半年轉正。受益於全球貿易轉暖（WTO 預測 2024 年全球商品貿易增速將回升至 3.3%）及 2023 年同期低基數，香港 10 月出口實現 2022 年 4 月以來首次正增長，年底前此趨勢料仍延續，全年看進出口貨值預計錄得中高單位數跌幅。但同時，受益於香港與內地全面通關後，運輸及倉儲相關行業¹顯著反彈²；綜合看，“物流（G）”項對香港 2023 年整體經濟增長有 1 個百分點左右的溫和正向拉動。

圖表 6：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

展望 2024 年，伴隨海外製造業進入新一輪補庫週期，全球貿易恢復性增長有望提振香港轉口貿易相關活動活躍度，與運輸及倉儲相關的服務業有望保持穩定，“物流”相關行業的增長貢獻有望溫和提升，預計對 GDP 增長的拉動率可望小幅提高，其中來自內地的轉口貿易增長是重要提振動因。

（三）高利率掣肘減弱、內地經濟持續回升向好、積極

¹ “HGC 三元流動模型” 物流（G）項中，進出口貿易項占比約 60%，運輸及倉儲項占比約 40%。

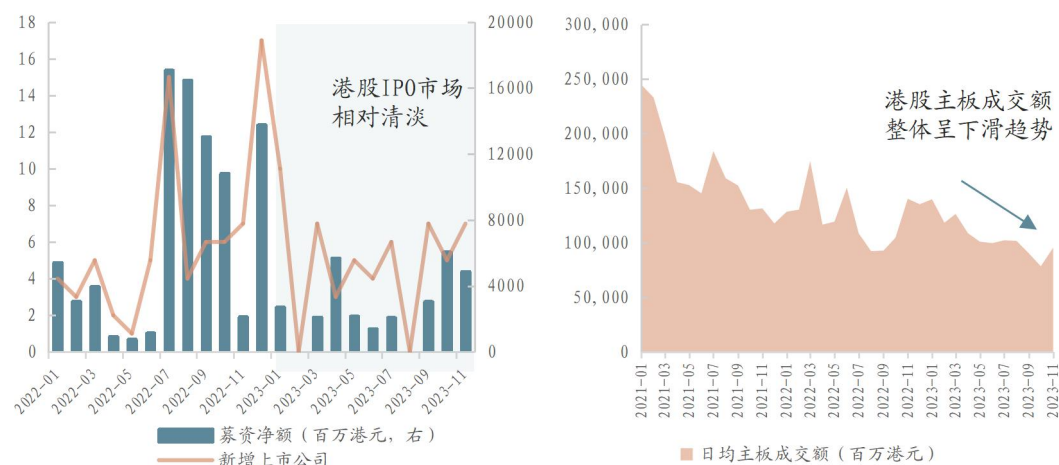
² 2023 年前三季度倉庫及運輸項本地生產總值同比增速為 30% 左右。

政策提振兩地資本市場交投，“資金流（C）”有望成為香港經濟增長提速的重要動因

進入 2023 年，全面通關後內地保單激增支持保險業整體業務升溫。但在美聯儲延續加息、資本市場大幅波動背景下，市場融資需求疲弱、資本市場相關業務活動景氣承壓。地產市場二季度後交投降溫，量價呈現“倒 V 型”走勢。具體看：

港交所 IPO 清淡，以中小型企業為主，二級市場恒指震盪向下、市場交投明顯縮量。2023 年前 11 個月，港股新上市公司 54 家、募資淨額 301.1 億港元，較 2022 年同期（58、748 億港元）分別跌 7%和 60%。2023 年以來恒指整體呈現“倒 V 型”走勢，年初受全面通關、宏觀調控利好政策密集落地提振，恒生指數 1 月末一度漲至 22689 點；隨後在美聯儲加息路徑超預期陡峭、人民幣匯率階段承壓、地緣政治等不確定性因素擾動下，恒指震盪向下。截至 12 月 20 日，恒指收報 16613.81 點，今年以來累跌 16%；前 11 個月港股主板日均成交額為 1054 億港元，較去年同期跌 14.8%（見圖表 7）。

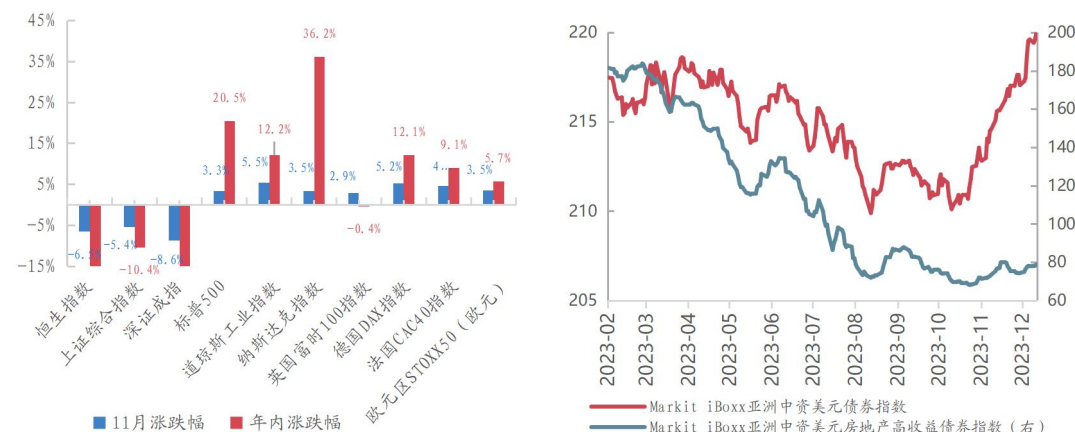
圖表 7： 港股 IPO 發行、港交所主板成交額情況



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

中資美元債發行低迷，高收益地產板塊拖累二級市場走勢。中美利差倒掛、內地地產及城投風險有序化解背景下，2023 年前 11 個月，中資美元債新發融資額為 857.5 億美元，同比跌 34.2%；其中，城投美元債融資額同比跌 71.3%、地產美元債融資額同比增加 4.9%。二級市場，2023 年前 11 個月中資美元債升 2.15%，其中，投資級債券受益於高票息和 2022 年超跌回補，累計上漲 4.9%；但高收益級地產債同期累跌約 52.3%（見圖表 8）。

圖表 8： 港股與全球主要股指對比；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

高利率環境下香港銀行業貸款增長疲弱，內地居民保單大增帶動保險業明顯回溫。高利率吸引資金流入，截至 2023 年 10 月底，香港認可機構存款總額逾 15.79 萬億港元，較 2022 年底上升 2.3%，其中港元存款上升 1.2%，外幣存款上升 3.3%。但貸款總額較 2022 年底下降 3.1%、至 10.24 萬億港元。一級市場融資低迷、二級市場交投縮量，拖累香港銀行業資本市場相關業務增長乏力。受益於全面通關後投保需求集中釋放提振，前三季度內地訪客在港新投保額同比升 46 倍至 319 億港元³，保險業業務收益指數波動走升、三季度錄得 165.1（高於銀行、資產管理等行業）。9 月底香港保險業就業人數為 6.37 萬人，同比增 1.4%（見圖表 9）。

圖表 9：香港保險業就業人數、業務收益指數



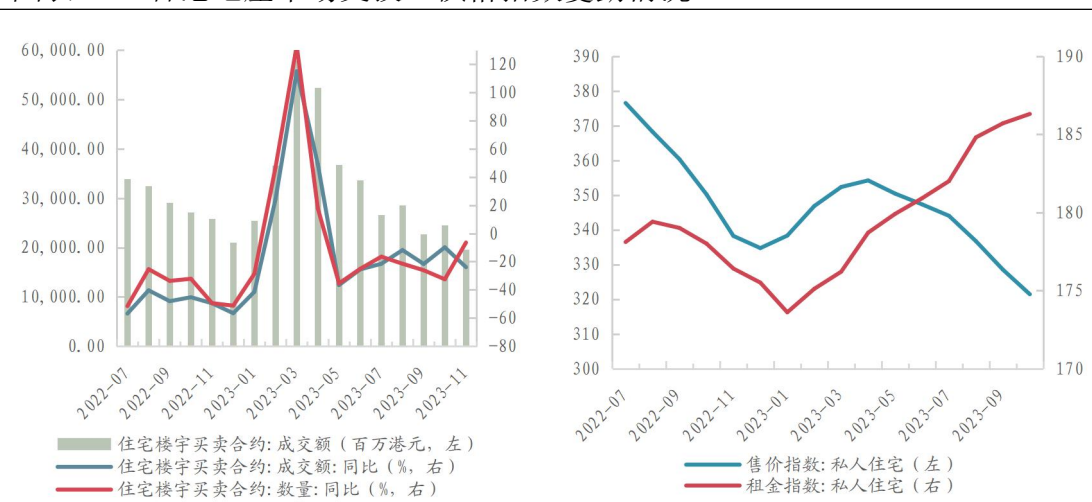
數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

地產市場交投在二季度後亦降溫，全年量價呈現“倒 V 型”走勢。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、資本市場震

³ 來源：香港保監局；今年前三季度香港保險業毛保費總額為 4286 億港元，同比下跌 1%。前三季長期有效業務的保費收入總額 3748 億港元，同比下跌 1.7%，主要因投資相關的保費收入減少以及退休計劃業務供款下降。長期業務的新造保單保費為 1465 億港元，同比升 30.6%；其中來自內地訪客的新造業務保費同比升約 46 倍至 468 億港元，主要受個別大額保單及 2022 年基数較低的影响。

盪施壓收入預期等掣肘下，地產交投情緒降溫。量的視角，前 11 個月樓宇買賣合約數量、成交金額分別為 54271 宗、4444.3 億港元，同比各跌 3.2%、15.9%。價的視角，前 10 個月，香港官方私人住宅售價指數累計跌 4%；住宅租賃市場升溫，私人住宅租金指數累計升 6.2%，信心承壓、疊加觀望情緒帶動部分需求“轉買為租”（見圖表 10）。全年看，雖然地產市場買賣活動相對低迷，但建造業、樓宇租賃相關活動增長平穩，預計仍支撐“資金流（C）”地產項對今年經濟增長有正向拉動⁴。“資金流（C）”金融分項料仍承壓，全年難以實現正增長。

圖表 10：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

展望 2024 年，伴隨高利率掣肘效應減退、內地經濟持續向好及積極政策支持資本市場回暖，“資金流（C）”回暖提振增長的動能可期。在主要經濟數據仍呈一定韌性的情況下，美聯儲 12 月議息會議意外轉鴿，反映經濟數據對美聯儲政策選擇的影響趨降，綜合考慮金融市場潛在壓力（美債

⁴ “HGC 三元流動模型”的“資金流（C）”地產項中，建造占比 23%，地產服務為 19%，樓宇業權占比約 58%。

付息壓力、美聯儲逆回購緩衝空間)、大選影響前瞻考慮等因素，2024年年中美聯儲開啟降息的概率較大。同時，11月數據反映內地經濟持續向好、中央經濟工作會議釋放“先立後破”積極政策信號，內地企業經營效益向好、疊加系列提振資本市場交投政策密集落地（包括兩地資本市場互聯互通進一步深化、港交所持續改革提升融資吸引力、香港特區政府積極推動與更多元海外市場的金融合作），香港資本市場和地產行業交投均有望迎來可期的反彈空間。“資金流”金融分項方面，二級市場回暖也有望推動IPO市場回暖、實現一二級市場積極正向回饋迴圈效應，截至2023年11月底，港交所處理中的主板IPO申請達到87只。“資金流”地產方面，2023年《施政報告》戰略性給樓市“減辣”，預計將便利“引才”、提振樓宇交投；同時，股市回暖也將提升財富效應和收入信心、疊加利率中樞走低，為地產市場交投注入更多動能，特別是部分持觀望立場的租房需求有望“轉租為買”（見圖表10）。

中長期看，2024年也將是香港經濟“由治及興”轉型增長的關鍵年份。最新的年度施政報告中，香港特區政府圍繞“八大中心”建設，進一步細化具體施政舉措，除提升港股交投活躍度、做強離岸人民幣中心、綠色金融等特色 and 優勢業務外，也圍繞鞏固國際航運、航空樞紐地位、國際創科中心建設等提出系列增值舉措，特別是機場城市建設、北部都會區內外聯通交通樞紐建設等，將帶動持續的基建投資。此

外，聚焦民生福祉提升，戰略性推動土地開發和房屋建設，包括交椅洲人工島專案持續推進，荃灣及深水埗市區更新、旺角和油麻地等市區重建等，也將帶來可期的增量投資。從我們的“HGC 三元流動”模型來看，短中期內“八大中心”建設有望持續賦能“人流(H)”、“物流(G)”和“資金流(C)”，中長期則有望在創科新業態孵化、專業服務業優勢鞏固等方面為香港經濟多元持續增長提供額外動能。



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。**