

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

2024 年香港经济增长有望提速

阅读摘要

香港 2023 年前三季度经济同比增长 2.8%，增速显著高于 2022 年的 -3.5%，整体复苏节奏呈现“V 型”路径。根据我们的“HGC 三元流动模型”^{*}，全面通关带动赴港人流快速复常是经济复苏的主要拉动力，全年香港经济预计有望实现 3.2%-3.3% 的增长。

展望 2024 年，香港经济增长有望延续提速向好态势，“人流 (H)” 预计仍是香港经济增长的稳定引擎，海外制造业进入新一轮补库周期有望提振“物流 (G)”，美联储开启降息周期则可缓释高利率对“资金流 (C)” 地产和资本市场交投的掣肘，预期全年可实现 3.2%-3.5% 的增长。

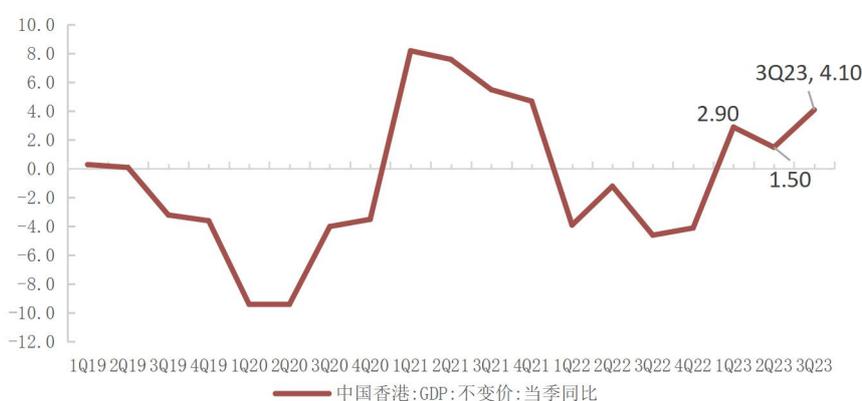
^{*}“HGC 三元流动模型”为中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心建立的对香港经济进行分析预测的模型。“HGC 三元流动模型”聚焦影响香港经济增长的三个重要变量：“人流” (Human)、“物流” (Goods) 及“资金流” (Capital)。模型的预测方法以动态因子模型 (dynamic factor model) 为基础，主要采用向量自回归方法 (vector autoregression)。预测因子包括宏观经济数据、行业货值数据、市场高频指数等。

2024 年香港经济增长有望提速

一、全面通关后“人流”快速复常引领香港 2023 年经济温和复苏，预计全年 GDP 增长 3.2%-3.3%

2023 年香港经济温和复苏，前三季度 GDP 同比增长 2.8%，增速显著高于 2022 年的-3.5%，全面通关带动赴港人流快速复常是年内经济增长最主要动能。从增长节奏看，全年复苏呈现“V 型”路径，其中一、三季度经济反弹力度较强(+2.9%、+4.1%)，二季度复苏节奏有所放缓(+1.5%)，基数效应是主要影响因素（见图表 1）。

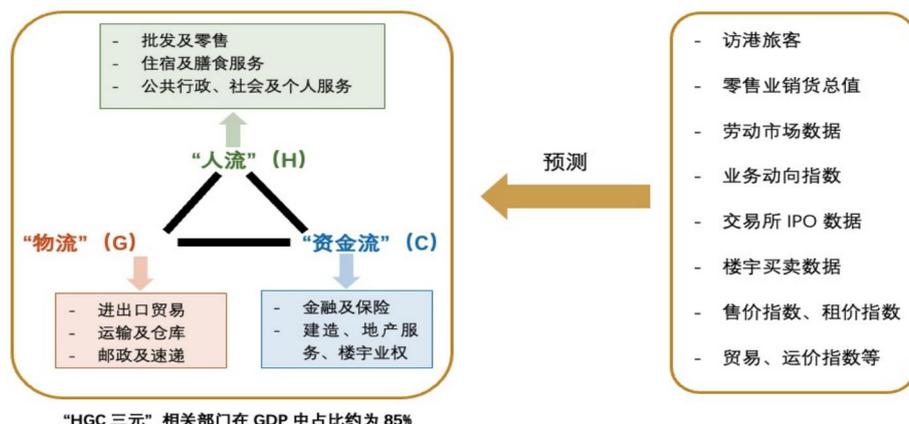
图表 1：2023 年前三季度香港经济呈现“V”型复苏



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从增长动能看，全面通关后“人流（H）”恢复性增长带来的旅游、餐饮、零售等相关产业为复苏主要拉动力，全球外需疲弱、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（见图表 2）。

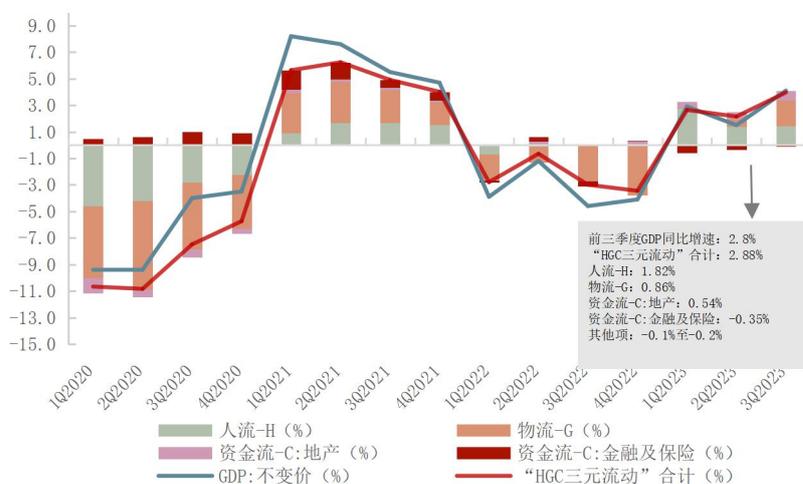
图表 2：香港“HGC 三元流动模型”示意图



资料来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

根据我们的模型，2023 年前三季度，“人流（H）”合计拉动香港 GDP 增长 1.82 个百分点，是年内经济增长最主要动能；“物流（G）”拉动 GDP 增长约 0.86 个百分点，“资金流（C）”地产项拉动 GDP 增长 0.54 个百分点，“资金流（C）”金融项为唯一拖累项，前三季共拖累 GDP 下跌 0.35 个百分点、三季度拖累效应明显减弱，四季度拖累效应有望继续减弱（见图表 3）。模型预测显示，2023 年香港经济有望实现 3.2%-3.3% 的增长。

图表 3：“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

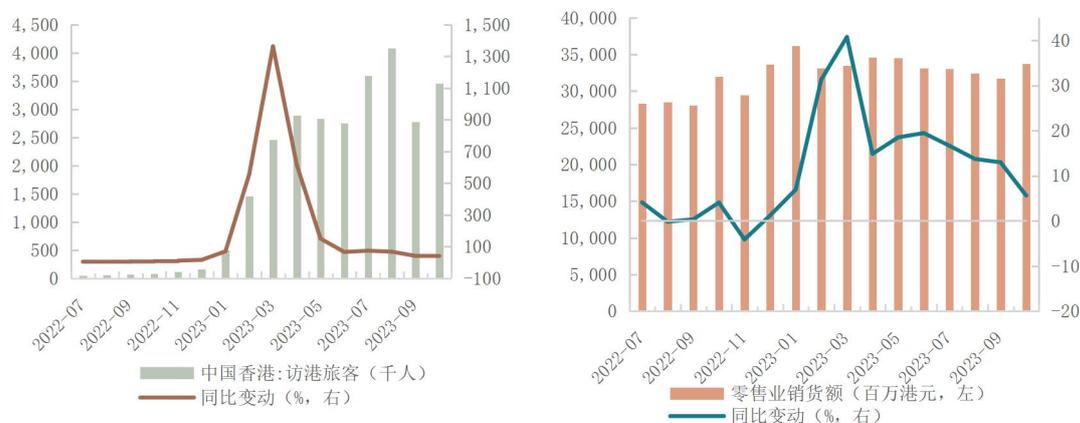
二、2024 年香港经济有望实现 3.2%-3.5%的提速复苏态势，中长期多元增长动能也有望加速培育

展望 2024 年，“人流（H）”预计仍是香港经济增长的稳定引擎，海外制造业进入新一轮补库周期有望提振“物流（G）”，美联储开启降息周期则可缓释高利率对地产和资本市场交投的掣肘，预期香港全年 GDP 增速可以达到 3.2%—3.5%左右，高于主要发达经济体增速预测值。但后续亦需继续关注美联储货币政策预期反复、地缘政治形势变化等不确定性事件的或有影响。

（一）赴港旅客延续恢复，叠加香港特区政府多项政策“汇企引才”，“人流（H）”预计仍是 2024 年香港经济增长的稳定引擎

“人流（H）”是 2023 年香港经济复苏主要拉动力。自年初香港和内地恢复全面通关后，访港旅客数量显著增长。前 11 个月访港旅客累计约 3007 万人次，前 10 个月零售业销售额同比升 17.2%、恢复至疫情前的 85%-90%。在年底传统假日带动下，2023 年全年访港旅客有望达 3400-3500 万人次，全年零售业销售额预计录得约 15%-17%同比增幅（见图表 4）。

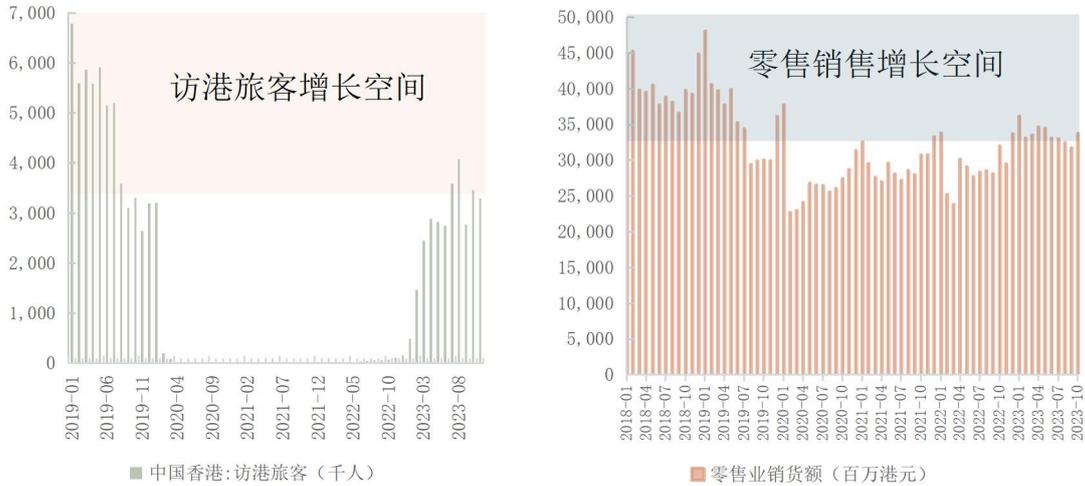
图表 4：访港旅客及零售业销货额



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

展望 2024 年，“人流（H）”预计仍是 2024 年香港经济增长的稳定引擎。2023 年前 11 个月，访港旅客数恢复至疫情前（2018 和 2019 年同期）的约 50%-57%，仍有持续恢复空间。叠加香港特区政府大力推行一系列“输入人才计划”，比如“高才通”扩容、“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。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）”相关行业稳定增长，偏乐观情形下，预计 2024 年“人流（H）”相关行业产值同比增速可达 5.8% 以上，拉动 GDP 同比增长约 1.5 个百分点（见图表 5）。

图表 5：访港旅客增长仍有空间，有望带动“人流”相关行业稳定增长



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

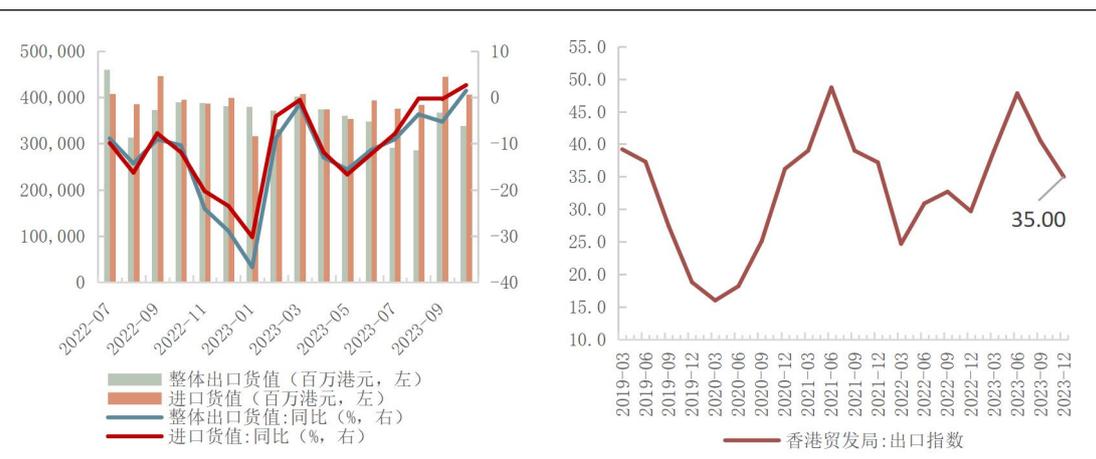
（二）海外制造业进入新一轮补库周期有望提振香港转口贸易相关活动，“物流（G）”对 2024 年香港经济增长的拉动作用有望温和提升

2022 年四季度以来，受通胀高企以及欧美等央行超预期加息、地缘局势非预期发酵等因素冲击，全球贸易和制造业增长放缓，世界贸易组织（WTO）预计 2023 年全球贸易仅可增长 0.8%；高基数叠加价格中枢下行，2023 年前 11 个月中国内地出口总值同比下降 5.2%。在此背景下，2023 年前 10 月，香港出口、进口货值同比各跌 11%、8.6%，跌幅较 2022 年扩大（2022 年出口、进口同比：-8.6%、-7.2%）（见图表 6）。

伴随电子产业链等行业景气向上，2023 年三季度以来全球贸易回暖的积极信号持续增多。9-11 月，越南货物出口货

值连续三个月同比正增长，10月韩国出口同比增长5.1%、时隔13个月实现由负转正，11月内地出口同比增长0.5%、增速时隔半年转正。受益于全球贸易转暖（WTO预测2024年全球商品贸易增速将回升至3.3%）及2023年同期低基数，香港10月出口实现2022年4月以来首次正增长，年底前此趋势料仍延续，全年看进出口货值预计录得中高单位数跌幅。但同时，受益于香港与内地全面通关后，运输及仓储相关行业¹显著反弹²；综合看，“物流（G）”项对香港2023年整体经济增长有1个百分点左右的温和正向拉动。

图表6：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

展望2024年，伴随海外制造业进入新一轮补库周期，全球贸易恢复性增长有望提振香港转口贸易相关活动活跃度，与运输及仓储相关的服务业有望保持稳定，“物流”相关行业的增长贡献有望温和提升，预计对GDP增长的拉动率可望小幅提高，其中来自内地的转口贸易增长是重要提振动因。

¹ “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%。

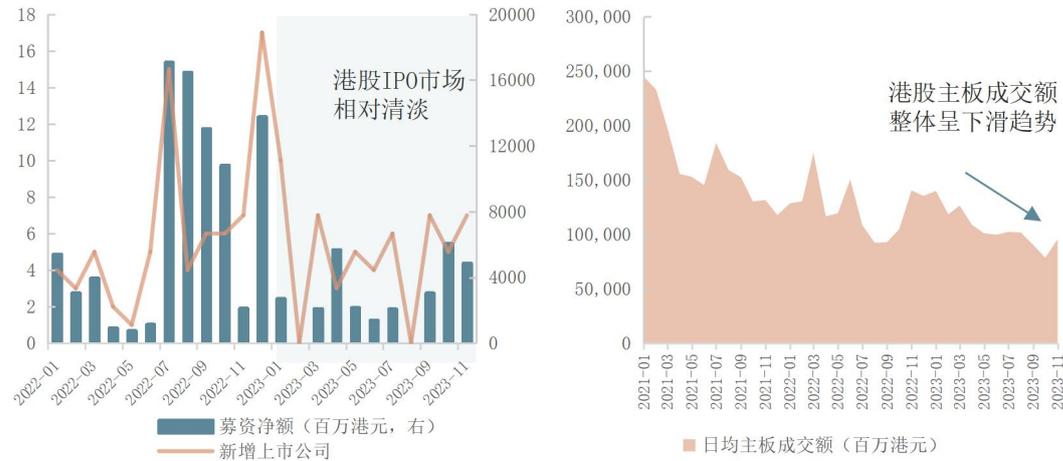
² 2023年前三季度仓库及运输项本地生产总值同比增速为30%左右。

（三）高利率掣肘减弱、内地经济持续回升向好、积极政策提振两地资本市场交投，“资金流（C）”有望成为香港经济增长提速的重要动因

进入 2023 年，全面通关后内地保单激增支持保险业整体业务升温。但在美联储延续加息、资本市场大幅波动背景下，市场融资需求疲弱、资本市场相关业务活动景气承压。地产市场二季度后交投降温，量价呈现“倒 V 型”走势。具体看：

港交所 IPO 清淡，以中小型企业为主，二级市场恒指震荡向下、市场交投明显缩量。2023 年前 11 个月，港股新上市公司 54 家、募资净额 301.1 亿港元，较 2022 年同期（58、748 亿港元）分别跌 7% 和 60%。2023 年以来恒指整体呈现“倒 V 型”走势，年初受全面通关、宏观调控利好政策密集落地提振，恒生指数 1 月末一度涨至 22689 点；随后在美联储加息路径超预期陡峭、人民币汇率阶段承压、地缘政治等不确定性因素扰动下，恒指震荡向下。截至 12 月 20 日，恒指收报 16613.81 点，今年以来累跌 16%；前 11 个月港股主板日均成交额为 1054 亿港元，较去年同期跌 14.8%（见图表 7）。

图表 7：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

中资美元债发行低迷，高收益地产板块拖累二级市场走势。中美利差倒挂、内地地产及城投风险有序化解背景下，2023年前11个月，中资美元债新发融资额为857.5亿美元，同比跌34.2%；其中，城投美元债融资额同比跌71.3%、地产美元债融资额同比增加4.9%。二级市场，2023年前11个月中资美元债升2.15%，其中，投资级债券受益于高票息和2022年超跌回补，累计上涨4.9%；但高收益级地产债同期累跌约52.3%（见图表8）。

图表 8：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

高利率环境下香港银行业贷款增长疲弱，内地居民保单大增带动保险业明显回温。高利率吸引资金流入，截至 2023 年 10 月底，香港认可机构存款总额逾 15.79 万亿港元，较 2022 年底上升 2.3%，其中港元存款上升 1.2%，外币存款上升 3.3%。但贷款总额较 2022 年底下降 3.1%、至 10.24 万亿港元。一级市场融资低迷、二级市场交投缩量，拖累香港银行业资本市场相关业务增长乏力。受益于全面通关后投保需求集中释放提振，前三季度内地访客在港新投保额同比升 46 倍至 319 亿港元³，保险业业务收益指数波动走升、三季度录得 165.1（高于银行、资产管理等行业）。9 月底香港保险业就业人数为 6.37 万人，同比增 1.4%（见图表 9）。

图表 9：香港保险业就业人数、业务收益指数



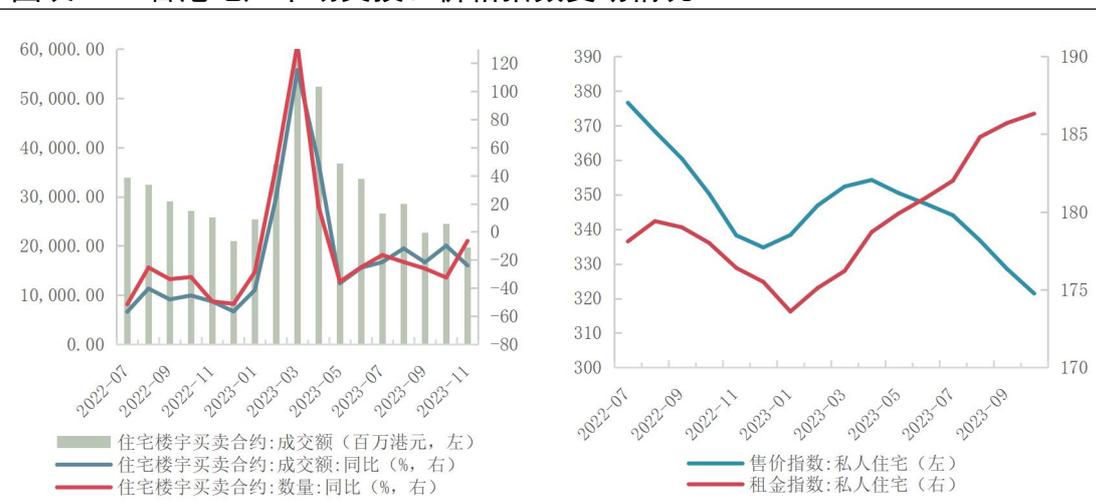
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

地产市场交投在二季度后亦降温，全年量价呈现“倒 V 型”走势。一季度在资本市场强势回暖及通关利好提振下，

³ 来源：香港保监局；今年前三季度香港保险业毛保费总额为 4286 亿港元，同比下跌 1%。前三季长期有效业务的保费收入总额 3748 亿港元，同比下跌 1.7%，主要因投资相关的保费收入减少以及退休计划业务供款下降。长期业务的新造保单保费为 1465 亿港元，同比升 30.6%；其中来自内地访客的新造业务保费同比升约 46 倍至 468 亿港元，主要受个别大额保单及 2022 年基数较低的影响。

楼市触底反弹；二季度后受按揭利率波动走升、资本市场震荡施压收入预期等掣肘下，地产交投情绪降温。量的视角，前11个月楼宇买卖合约数量、成交金额分别为54271宗、4444.3亿港元，同比各跌3.2%、15.9%。价的视角，前10个月，香港官方私人住宅售价指数累计跌4%；住宅租赁市场升温，私人住宅租金指数累计升6.2%，信心承压、叠加观望情绪带动部分需求“转买为租”（见图表10）。全年看，虽然地产市场买卖活动相对低迷，但建筑业、楼宇租赁相关活动增长平稳，预计仍支撑“资金流（C）”地产项对今年经济增长有正向拉动⁴。“资金流（C）”金融分项料仍承压，全年难以实现正增长。

图表 10：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

展望 2024 年，伴随高利率掣肘效应减退、内地经济持续向好及积极政策支持资本市场回暖，“资金流（C）”回暖提振增长的动能可期。在主要经济数据仍呈一定韧性的情况下，美联储 12 月议息会议意外转鸽，反映经济数据对美联

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%。

储政策选择的影响趋降，综合考虑金融市场潜在压力（美债付息压力、美联储逆回购缓冲空间）、大选影响前瞻考虑等因素，2024年年中美联储开启降息的概率较大。同时，11月数据反映内地经济持续向好、中央经济工作会议释放“先立后破”积极政策信号，内地企业经营效益向好、叠加系列提振资本市场交投政策密集落地（包括两地资本市场互联互通进一步深化、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），香港资本市场和地产行业交投均有望迎来可期的反弹空间。“**资金流**”**金融分项**方面，二级市场回暖也有望推动IPO市场回暖、实现一二级市场积极正向反馈循环效应，截至2023年11月底，港交所处理中的主板IPO申请达到87只。“**资金流**”**地产方面**，2023年《施政报告》战略性给楼市“减辣”，预计将便利“引才”、提振楼宇交投；同时，股市回暖也将提升财富效应和收入信心、叠加利率中枢走低，为地产市场交投注入更多动能，特别是部分持观望立场的租房需求有望“转租为买”（见图表10）。

中长期看，2024年也将是香港经济“由治及兴”转型增长的关键年份。最新的年度施政报告中，香港特区政府围绕“八大中心”建设，进一步细化具体施政举措，除提升港股交投活跃度、做强离岸人民币中心、绿色金融等特色 and 优势业务外，也围绕巩固国际航运、航空枢纽地位、国际创科中心建设等提出系列增值举措，特别是机场城市建设、北部都

会区内外联通交通枢纽建设等，将带动持续的基建投资。此外，聚焦民生福祉提升，战略性推动土地开发和房屋建设，包括交椅洲人工岛项目持续推进，荃湾及深水埗市区更新、旺角和油麻地等市区重建等，也将带来可期的增量投资。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、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。**