

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



战投部(东南亚研究中心)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 周文敏

年内香港经济乐观增长前景可期

——香港经济 2025 年中回顾及展望

阅读摘要

在年度展望中，我们综合预判中性偏乐观情形下，2025 年香港经济有望实现 2.5% 的增长（详见前期报告《蓄势赋能、稳步转型——香港年度展望（2025 年度展望系列之四）》），“资金流”是增长超预期表现的关键动能，贸易摩擦叠加高基数可能扰动“物流”增长动能。2025 年以来，香港经济表现基本符合我们之前预期。资本市场交投和转口贸易活动活跃，“人流”恢复节奏相对偏缓。具体看：

2025 年一季度 GDP 同比增长 3.1%、为五个季度以来新高。从增长动能看，HGC 模型分析结果显示：资本市场活跃度提升，“资金流（C）金融项”拉动 GDP 超过 1 个百分点，但较高利率水平下地产项表现不及预期。关税政策反复提升美企“抢进口”意愿，上半年“物流（G）”对 GDP 增速的拉动率仍超过 1 个百分点。消费模式延续深刻调整背景下，“人流（H）”提振效应边际转弱至 0.13 个百分点。

展望下半年，“引才”计划、吸引游客访港措施等持续落地，“人流（H）”料延续是 GDP 增长的正向拉动力量。全球利率中枢下行，高利率影响减弱、利好政策持续落地显效，“资金流（C）”特别是金融项料仍是 2025 年香港经济增长超预期表现的关键动能。“物流（G）”增长动能或有所减弱，主因是上半年“抢进口”客观上前置部分出口需求、关税摩擦不确定性影响滞后显现。延续此前预判，乐观情形下，香港 2025 年 GDP 有望实现 2.5% 的稳健增长。仍需持续关注国际地缘形势、关税谈判进展、美联储降息路径等不确定性因素的或有扰动。

年内香港经济乐观增长前景可期

——香港经济 2025 年中回顾及展望

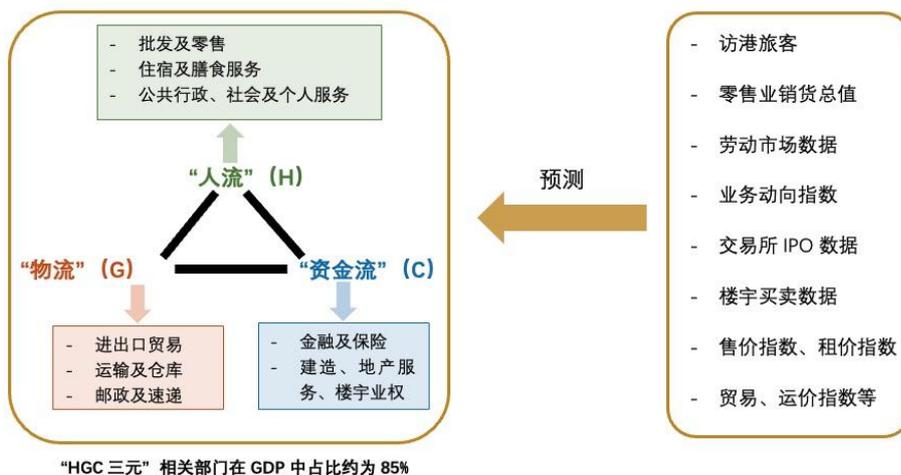
一、“抢进口”与资本市场交投活跃共同提振下，2025 年以来香港经济增速环比走升

2025 年一季度香港 GDP 同比增长 3.1%，较 2024 年四季度 (+2.5%) 提速，为五个季度以来的新高。

从增长动能看，HGC 模型¹分析结果显示：资本市场交投活跃，“资金流 (C) 金融项”成为经济增长主要拉动力之一，一季度拉动 GDP 增长超过 1 个百分点(2024 年拉动点:+0.22%，下同)，但高利率水平下地产交投仍承压，“资金流 (C) 地产项”拖累 GDP 约 0.12 个百分点 (2024: +0.35%)。关税政策不确定性提振美企“抢进口”意愿，“物流 (G)”仍是阶段经济增长重要动能，拉动 GDP 增长超过 1 个百分点 (2024: +0.98%); “人流 (H)”受消费模式变化影响，提振效应边际转弱至 0.13 个百分点(2024: +0.33%) (见图表 1-2)。

¹ “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”聚焦当前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。

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

图表 2：香港 GDP 同比增速 (%) 及“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、往后看，2025 年香港经济有望实现 2.5% 的增长，“育新固优” 产业转型加快构筑中长期多元增长极

展望全年，“引才”计划、吸引游客访港措施等持续落地，“人流 (H)” 料延续对 GDP 增长有正向拉动。全球利率

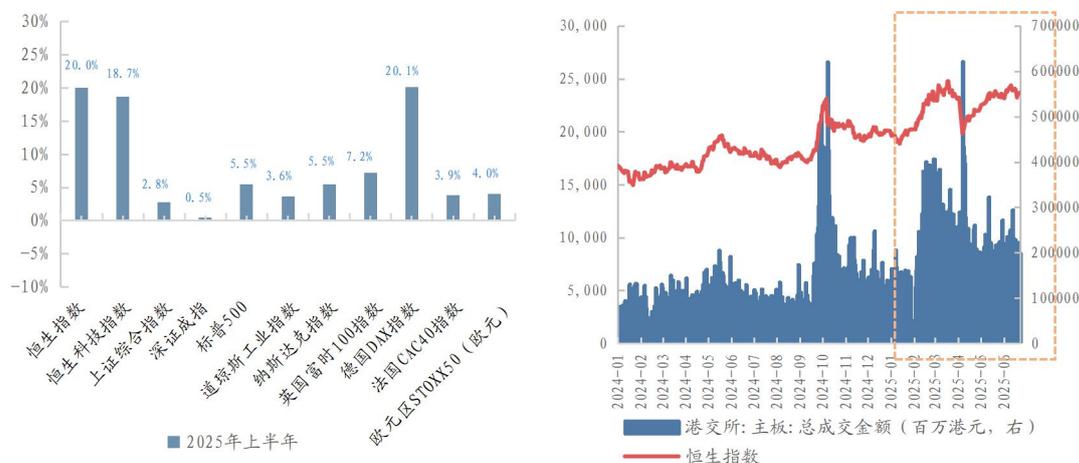
中枢持续下行，高利率影响减弱、利好政策持续落地显效，“**资金流（C）**”特别是**金融项**是2025年香港经济增长超预期表现的关键动能。“**物流（G）**”增长动能或有所减弱，上半年“抢进口”客观上或前置部分出口需求、关税摩擦不确定性影响滞后显现。乐观情形下，我们延续之前判断，香港2025年有望实现2.5%的增长，持续关注国际地缘形势、关税谈判进展、美联储降息路径等不确定性因素的非预期扰动。

（一）高利率影响减弱、利好政策持续落地显效，“资金流（C）”料是全年香港经济增长最重要动能

从“**资金流（C）金融项**”看，股市一二级市场持续活跃，恒指波动上扬，港交所IPO量、额大增。年初DeepSeek爆火引发港股科技板块估值修复，叠加内地经济数据走势积极、两地支持资本市场利好政策持续提振预期，恒指上半年整体呈现“N”型波动走升态势--3月下旬一度冲高至24771点的三年高位，4月受对等关税冲击一度下行，5月上旬中美日内瓦经贸会谈结果超预期积极、恒指再度回升。截至6月末，恒指收报24072.28点，年内累计收涨逾20%，涨幅居全球主要股指前列；恒生科技指数亦收涨18.7%。相比之下，期内标普500指数、纳斯达克指数均涨5.5%，上证指数收涨2.8%。港股交投亦明显放量，上半年主板日均成交额约2,394亿港元，同比大涨117%；上半年港交所主板共42只新股上市，募资总额938.8亿港元，同比分别升40%、583%，其中宁德时代募资310亿港元、为2025年迄今全球最大规模的

IPO（见图表 3-5）。

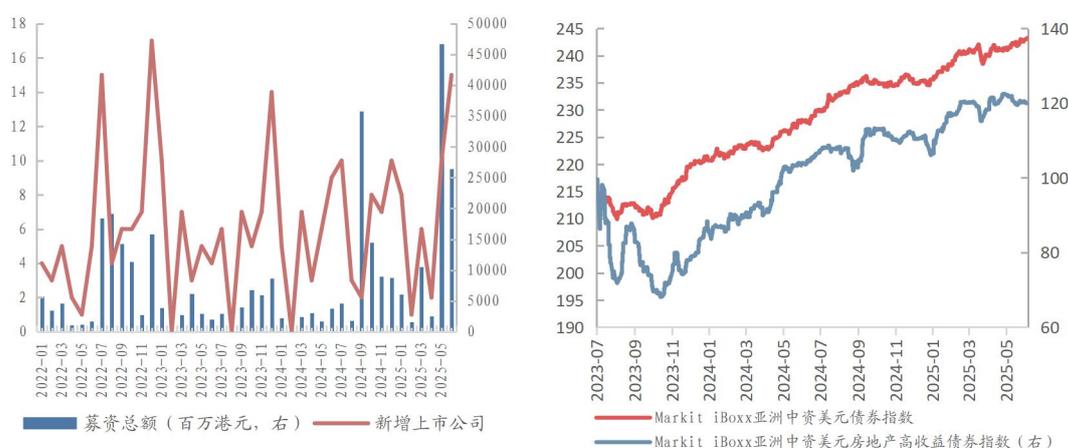
图表 3-4：港股与全球主要股指对比，港交所主板成交额情况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

中资美元债发行回暖，高收益地产板块累涨近10%。美联储开启降息、内地经济稳步复苏背景下，上半年共有465只中资美元债完成定价，发行金额共738亿美元、同比增32%。截至6月末，中资美元债指数升3.9%，其中，投资级债券指数累涨3.7%、高收益级债券指数升5.9%，地产高收益级债券指数升9.8%（见图表6）。

图表 5-6：港股 IPO 发行情况，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

银行保险业景气度走升。上半年，利率阶段高企、内外

利差延续倒挂、叠加复杂地缘形势扰动（对等关税、以伊冲突等）等多因素影响下，市场信贷需求仍受影响。截至 2025 年 4 月底，香港认可机构存款总额较 2024 年底上升 4%；贷款总额上升约 0.5%；贷存比率下降 2 个百分点至 55.1%。但整体看，资本市场活跃度提升，带动银行保险行业营收向好。一季度银行业业务收益指数同比升 19.0%；内地居民在港投保需求延续释放，保险业业务收益指数显著走升、一季度指数同比升 23.1%（见图表 7-8）。

图表 7-8：香港银行业贷存比、金融业各业务收益指数

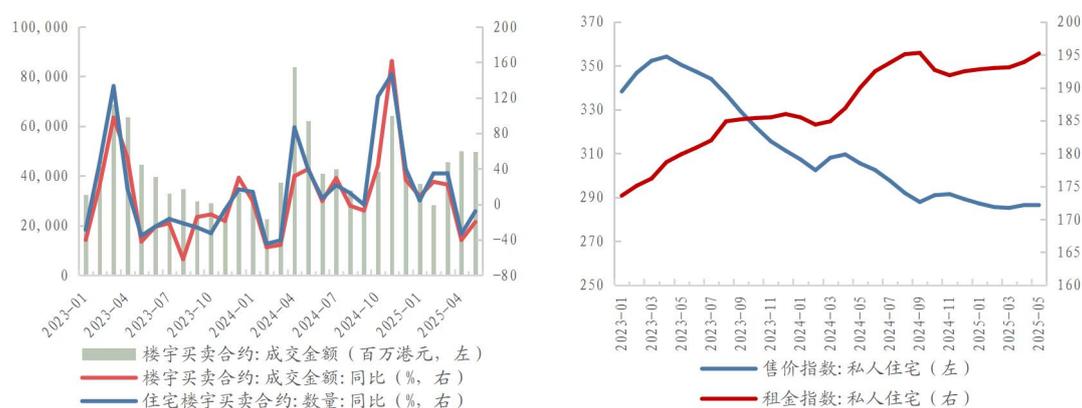


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从“资金流（C）地产项”看，地产销售交投阶段“量价齐跌”，“售价跌、租金涨”态势延续。2025 年 1-5 月楼宇买卖合约量、额分别为 29,577 宗、2,106 亿港元，同比分别下降 0.9%、12.2%。发展商积极推售新盘，供应充足²叠加买家观望后续利率下行等因素仍影响楼价上行动能，1-5 月官方私人住宅售价指数累计跌 0.9%；人才计划及留学生来港支持住宅租赁需求升温，租金指数累计升约 1.4%（见图表 9-10）。

² 香港特区政府房屋局数据显示，截至 2025 年 3 月底，未来 3 至 4 年一手私人住宅潜在供应为 10.5 万套，为近七个季度新低，但现房尾盘数目为 2.8 万伙，创历史新高。

图表 9-10：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

展望下半年，利率趋势下行、资本市场延续活跃、内外多重利好政策叠加，有望持续提振“资金流（C）金融项”向好、夯实“地产项”复苏基础。香港市场融资成本趋势走低（特别是5月以来港元汇率显著下行，详见报告《怎么看近期港元利率走势？》）、观望情绪转淡，有助于提振后续地产市场交投。此外，积极政策提振内地企业盈利效应渐次显现，香港和内地资本市场支持政策逐步显效，港股一二级市场³升温料带动银行、资管相关业务扩展。综合看，“资金流（C）金融项”料是香港经济增长的关键动能，“资金流（C）地产项”增长动能趋势恢复⁴，关注后续美联储降息路径、地缘复杂博弈等因素带来的或有波动压力。

（二）关税政策反复增大全球贸易不确定性，影响香港转口贸易活跃度，叠加2024年同期高基数，2025年“物流（G）”增长料放缓

2025年上半年，特朗普关税政策反复，推升全球贸易不

³ 截至6月底，港交所主板排队上市的企业申请超过200家。

⁴ “HGC三元流动模型”的“资金流（C）”地产项包括建造、地产服务、楼宇业权。

确定性。国际贸易组织（WTO）4月中旬下调2025年全球商品贸易量增速预测为-0.2%（2024年10月预测值：+3%）。关税摩擦反复背景下，上半年美企“抢进口”效应加速显现，中国内地外贸增长韧性超预期，1-5月内地出口累计同比增长6.0%（美元口径，下同），较2024年全年出口增速（+5.9%）进一步小幅提速。同期香港转口贸易表现活跃，海陆空运输及仓储物流相关行业⁵活动亦保持增长⁶。1-5月，香港出口、进口货值同比分别升12.6%、12.9%，增速加快（2024年：+8.7%、+6.0%）（见图表11）。香港机场三跑道启用提升客货运能力，1-5月香港机场客、货运量同比分别升17.5%和2.7%。

往后看，2025年“物流（G）”项仍是香港经济增长重要动能，但增速预计有所放缓。考虑到上半年“抢进口”客观上前置部分出口需求、关税摩擦不确定性对投资、消费的影响贸易领域滞后显现，预期全年进出口活动呈现“前高后低”态势。中性偏乐观情形下⁷（美国对华加征关税幅度维持在40%以内），香港全年“物流（G）”项目有望实现3%左右的增长，与香港贸发局预测结果基本吻合⁸。但多因素仍抬升市场观望情绪，香港贸发局6月公布的二季度出口信心指数降至49（为一年来首次低于50），短期内密切8月中旬前贸易谈判进展。中长期来看，贸易逆全球化、地缘复杂博弈在一段

⁵ “HGC三元流动模型”物流（G）项中包括进出口贸易、运输及仓库等。

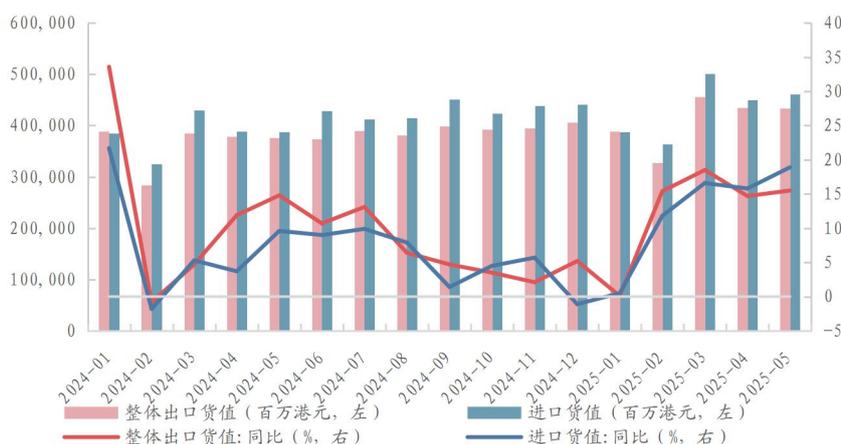
⁶ 2025年一季度运输及仓库项本地生产总值同比增速约为2.9%。

⁷ 与我们2025年度展望的预测较为接近，具体请参考报告《蓄势赋能、稳步转型——香港年度展望（2025年年度展望系列之四）》。

⁸ 香港贸发局6月出口增速预测为3%，与一季度末的预测值持平，低于2024年底预测（+4%）。

时间内影响香港贸易增长动能；但香港积极加强中东、东盟等地区经贸联系料为本地贸易活动提供韧性支持，机场新跑道启用提高航空运输、仓储物流行业增长空间。

图表 11：香港进出口货值和同比变动



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）消费模式调整背景下，赴港旅客量与本地零售消费“剪刀差”延续，2025年“人流(H)”增长贡献延续积极

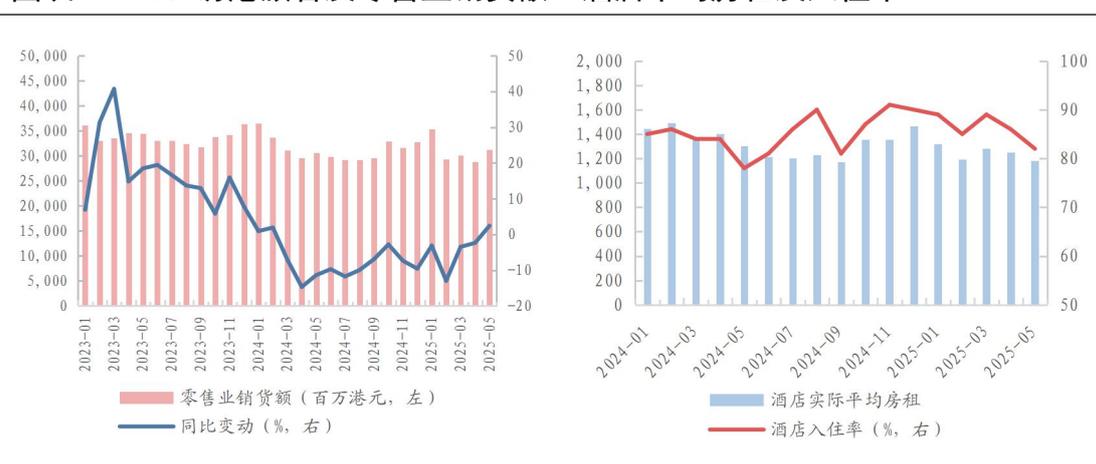
2025年以来，“人流(H)”延续增长，但“人流-消费剪刀差”有所扩大。受本地多项旅游活动和政策支持⁹带动，1-5月访港旅客量同比增12%，至2,000万人次，其中内地旅客占比约76%；但1-5月零售业累计销售额同比续跌4.0%（见图表12-13）。本地餐饮零售企业经营延续面临北上消费增多、内地旅客消费模式转变、行业竞争加剧等带来的挑战，“人流(H)”增长贡献恢复节奏不及预期（见图表14）。

展望下半年，引才计划、吸引旅客访港措施持续显效，

⁹ 2024年香港陆续优化“个人游”计划，适用内地城市由51个增至59个。深圳市民赴港自2024年12月1日起恢复“一签多行”，提升来港便利性。

跨境人流料持续活跃，低基数叠加汇率压力减弱、本地零售跌幅有望收窄。香港特区政府积极打造“盛事经济”、提升文旅等特色服务消费吸引力，各项“引才”计划持续集聚人才，有望持续吸引跨境人流往来。虽然外来游客的消费提振效应边际减弱，但“人流(H)”项中公共行政及本地居民服务料延续稳健增长¹⁰。综合看，“人流(H)”对2025年香港经济增长的贡献仍为正向拉动，但拉动力恢复节奏仍待进一步提振。

图表 12-13：访港旅客及零售业销货额、酒店平均房租及入住率



数据来源：WIND、香港旅发局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

¹⁰ 社会及个人服务涵盖教育、医疗护理、文娱康体、家庭维修、生活服务等；公共行政包括政府行政、治安保安等非商业服务。

图表 14：访港旅客、零售销售“剪刀差”扩大



数据来源：WIND、香港旅发局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

中长期看，香港经济“由治及兴”转型节奏加快推进。国际金融中心方面，除提升香港证券市场交投吸引力、推动金融互联互通提质扩容、做强离岸人民币中心、强化资产及财富管理中心地位等传统金融优势业务外，黄金和数字资产交易等创新业务获得更多政策支持，香港黄金交易所自2025年起正式营运，《香港数字资产发展政策宣言2.0》于6月底发布。国际贸易、航运航空中心及创科中心建设方面，建立高增值供应链服务机制、航空航运中心数智化绿色化升级等战略渐次落地，北部都会区建设加速从蓝图走向实践。汇聚人才方面，持续优化人才引进机制，同时围绕本地经济转型和产业升级战略强化各层级重点人才培养。从我们的“HGC三元流动”模型来看，短中期内香港“三中心、一高地”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、教育等专业服务业优势巩固。

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。**