

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 李美婷

制度韧性的增长与转型

——香港经济 2025 年回顾及 2026 年展望

阅读摘要

在内地出口超预期韧性增长、资本市场交投活跃度大增背景下，2025 年前三季度香港 GDP 同比增长 3.3%，全年有望实现 3.2% 左右的增速，明显超过 2024 年底预测（2.5% 左右），也优于 2025 年年中上调值（高于 2.5%），基本恢复疫情前增长水平。据我们的“HGC 模型”，“物流（G）”和“资金流（C）金融项”是年内香港经济增长的关键动能。

展望 2026 年，“对等关税”政策不确定性扰动大概率延续缓解，利好全球供应链稳定和贸易活动、提振增长预期和市场风险偏好，美联储延续降息扩张流动性、国际资金增配中国资产意愿延续趋强，利好香港转口贸易和金融活动。国家“十五五”规划稳健开局，香港有望在对接国家深化开放战略、广泛联通多元海外市场中迎来更多政策红利与发展机遇；香港特区政府财政状况显著改善、预计可提前实现财政收支平衡，政策支持空间随之提升，“汇企引才”、开拓多元市场、提速建设北部都会区等多项经济转型措施持续落地，联系汇率制度下港元利率跟随走低也有望延续提振地产交投和消费活动。

综上，预计 2026 年“人流（H）”增长贡献将维持稳健，“资金流（C）”和“物流（G）”仍将是香港经济超预期增长的重要引擎，偏乐观情形下，香港有望实现 3.0% 的 GDP 增长。持续关注国际地缘形势、美联储政策节奏等不确定性对香港经济增长的非预期扰动。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

一、2025 年香港增速明显超预期，“物流”“资金流”是关键动能，基本恢复至疫情前增长水平

2025 年香港经济超预期扩张，前三季度 GDP 同比增长 3.3%，全年有望实现 3.2% 左右的增速¹，连续第三年保持增长，且较 2024 年（+2.5%）进一步提速，已基本恢复至疫情前增长水平（2008-2018 年度复合增速为 2.8%）。

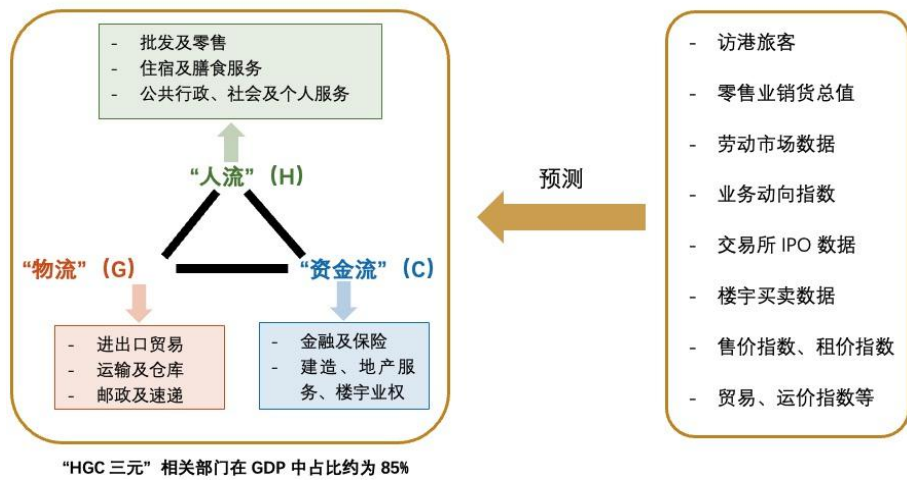
从增长路径看，前三季度香港经济复苏呈现“加速上行”态势（+3.0%、+3.1%、+3.8%），资本市场和贸易活动活跃度提升等是主因。综合考虑大埔火灾非预期影响（主要对于零售销售、建筑工程进展等），以及 2024 年同期高基数等因素，四季度香港经济增速或有所放缓。

从增长动能看，HGC 模型²分析显示：2025 年前三季度，资本市场交投活跃度明显提升，“资金流（C）金融项”对经济增长贡献度显著提升，拉动 GDP 增长约 1.2 个百分点；受美企“抢进口”效应提振，“物流（G）”仍是经济增长重要动能，拉动 GDP 增长约 1.1 个百分点；访客增长、消费温和复苏，“人流（H）”相关产业对 GDP 增长维持正向拉动约 0.35 个百分点；建造活动相对疲弱，“资金流（C）地产项”拖累 GDP 增长超过 0.3 个百分点（见图表 2）。

¹ 根据前三季度数据，香港特区政府 11 月中将 2025 年 GDP 增速预测修订至 3.2% 水平。

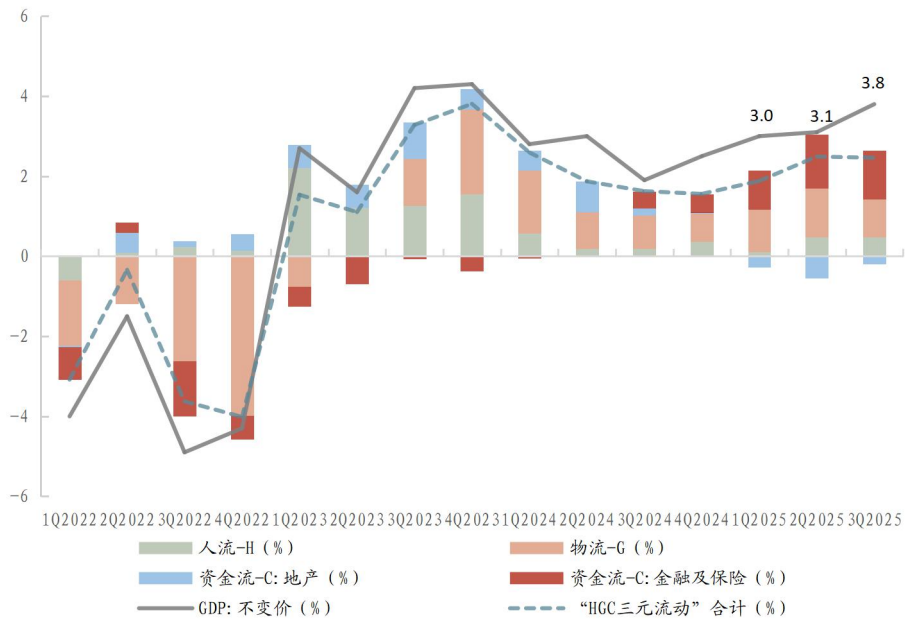
² “HGC 三元流动模型”为中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心建立的对香港经济分析预测的模型。“HGC 三元流动模型”聚焦当前影响香港经济增长的三个重要变量：“人流”（Human）、“物流”（Goods）及“资金流”（Capital）。模型的预测方法以动态因子模型（dynamic factor model）为基础，主要采用向量自回归方法（vector autoregression）。预测因子包括宏观经济数据、行业货值数据、市场高频指数等。

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、偏乐观情形下 2026 年香港经济有望实现 3.0% 的增长，本地经济战略性多元多极转型持续赋能中长期经济提质增效

展望 2026 年，“对等关税”政策不确定性扰动大概率

延续缓解，利好全球供应链稳定和贸易活动、提振增长预期和市场风险偏好，美联储延续降息扩张流动性、国际资金增配中国资产意愿延续趋强。国家“十五五”规划稳健开局，香港有望在对接国家深化开放战略、广泛联通多元海外市场中迎来更多政策红利与发展机遇；香港特区政府财政状况显著改善³、预计可提前实现财政开支平衡⁴，政策支持空间随之提升，持续实施“汇企引才”、开拓多元市场、提速建设北部都会区等多项经济转型措施，联系汇率制度下港元利率跟随走低也有望延续提振地产交投和消费活动。

综上，我们预计 2026 年“人流（H）”增长贡献将维持相对稳健，“物流（G）”和“资金流（C）”仍将是香港经济超预期增长的重要引擎。仍需持续关注国际地缘形势、美联储货币政策节奏等不确定性对香港经济增长的非预期扰动。偏乐观情形下，香港 2026 年有望实现 3.0% 的 GDP 增长。

（一）“人流-消费剪刀差”逐渐收窄，“人流（H）”将延续小幅正向拉动 2026 年香港经济增长

2025 年以来，访港旅客延续增长，“人流-消费剪刀差”逐渐收窄，增强“人流（H）”的增长贡献。香港特区政府积极打造“盛事经济”，升级文旅特色服务，年内启德体育园启用，全运会召开以及各项节日庆祝等活动，吸引旅客访港。跨境人流活跃叠加汇率压力减弱，提振本地酒店、零售、

³ 为应对疫情的大规模逆周期措施，香港自 2022/2023 财政年度起连续 3 年录得财政赤字，香港特区政府财政司司长此前预计 2025/2026 财政年度将录得 670 亿港元财政赤字，并表示未来 3 年恢复财政收支平衡。

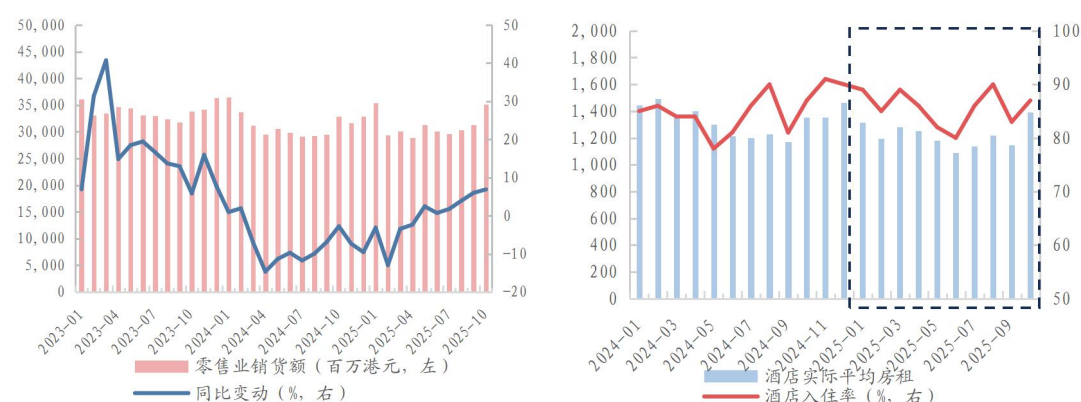
⁴ 德勤 2025 年 11 月中发布报告预计，香港特区政府 2025/2026 财政年度将录得财政盈余 156 亿港元，较香港特区政府预测时间提前 3 年。

餐饮等行业景气度。1-11 月访港旅客量同比增约 12%，至 4,500 万人次；零售销售额同比自 5 月起恢复正增长，结束此前连续 14 个月的跌势，1-10 月零售业累计销售额同比持平、全年有望实现正增长。**1-10 月酒店平均房租有所下降，但入住率提升**，期内酒店平均入住率为 85.7%，较 2024 年同期上升 1.5 个百分点（见图表 3-5）。本地就业市场有所承压，截至 10 月整体失业率较年初上升 0.7 个百分点至 3.8%，特别是，零售、住宿膳食服务行业失业率上升 1.2 个百分点至 5.5%，受消费模式深度转型（港人“北上消费”和内地电商平台购物、内地赴港人群“特种兵”式游港、环球不确定性掣肘消费信心等）影响，“人流”相关企业运营仍有压力。

展望 2026 年，各项“引才”计划、吸引访港旅客措施持续显效，跨境人流预计延续活跃。香港特区政府持续优化人才政策，《2025 施政报告》强调进一步打造专业人才高地，提出扩大非本地生招生名额至 50%，加速建设“北都大学城”，推广“香港留学”品牌，推出“产学研创人才交流计划”等。跨境人员流动活跃、汇率压力减弱以及低基数效应下，零售行业有望延续复苏势头，但整体而言在消费模式深度转型背景下、游客的消费增长效应预计相对有限。此外，“人流（H）”项中公共行政及本地居民服务料延续稳健增长⁵。综合看，“人流（H）”将延续小幅正向拉动 2026 年香港经济增长。

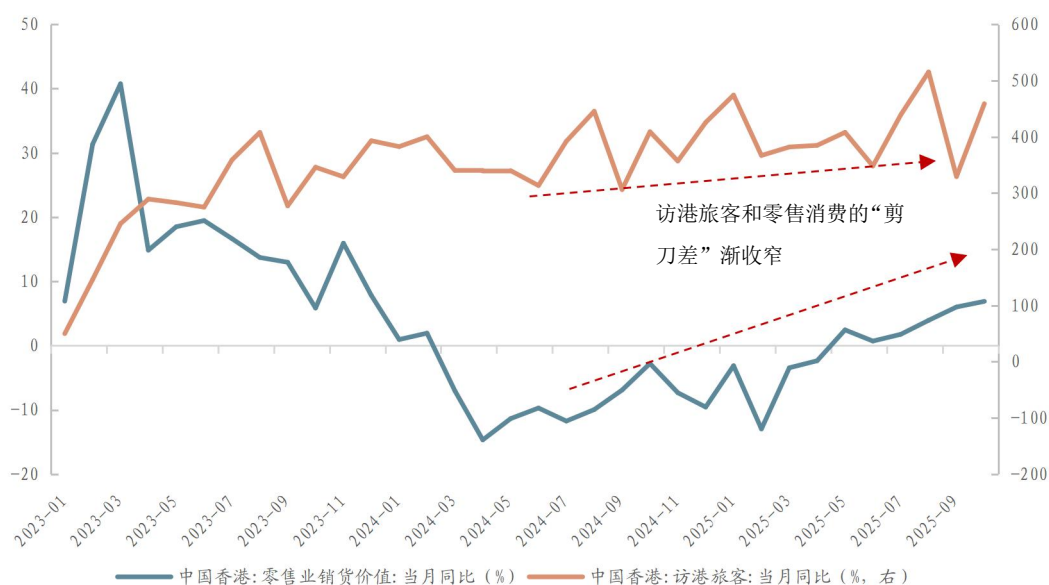
⁵ 社会及个人服务涵盖教育、医疗护理、文娱康体、家庭维修、生活服务等；公共行政包括政府行政、治安保安等非商业服务。

图表 3-4：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

图表 5：访港旅客、零售销售“剪刀差”有所收窄



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

（二）关税不确定性扰动缓解、多元化和增值化延续支持内地出口韧性、AI 相关产业投资活跃等提振下，2026 年“物流（G）”预计仍将为经济增长提供坚实支撑

2025 年以来，关税摩擦反复背景下，“抢进口”效应加

速显现，香港进出口贸易超预期增长，海陆空运输及仓储物流相关行业⁶活动亦保持活跃，“物流（G）”增长韧性超预期。“抢进口”效应、AI相关产品需求带动香港贸易活跃度。

“对等关税”政策反复、推升全球贸易不确定性，美企“抢进口”效应加速显现，1-10月内地出口累计同比增长5.3%（2024年：+5.9%）；同期香港转口贸易表现活跃，1-10月香港出口、进口货值同比分别升13.8%、13.6%，增速加快（2024年：+8.7%、+6.0%）；其中，受益于AI浪潮带动，AI相关电子产品出口额同比飙升22%⁷（见图表6）。运输及仓储物流相关行业活动亦保持增长。香港机场三跑道启用提升客货运能力，1-10月香港机场客、货运量分别为5000万人次、410万吨，同比分别升15.5%和2.3%。

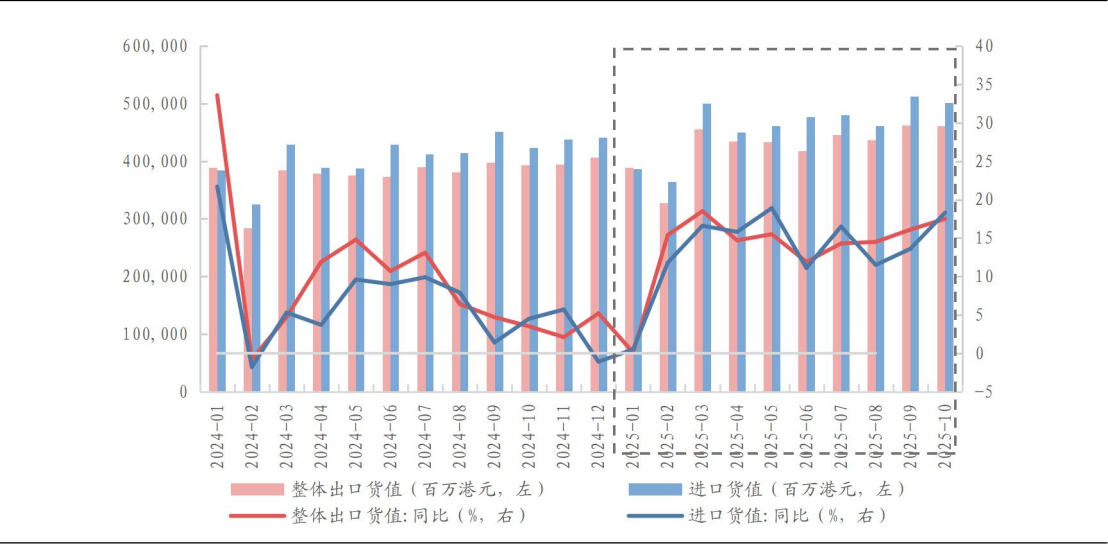
展望2026年，香港转口贸易预计延续稳健增长，香港贸发局预测2026年出口增速为8%-9%。关税政策不确定性料延续缓解，多元化、增值化延续提振内地出口韧性，叠加AI相关电子产品需求强劲，为香港贸易表现提供韧性支持。海陆空运输、仓储物流行业增长空间仍充裕。目前香港机场货运量基本恢复至2019年前水平，客运量距离2019年前仍有15%-20%的增长空间。香港机场后续仍将继续扩展新兴市场航空版图和大湾区多式联运网络。预计到2035年，香港机场年客运量将达到1.2亿人次、年货运量将达1,000万吨（距离目前数据仍有1倍的增长空间），潜力可期。此外，跨境

⁶ “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%。

⁷ 香港贸易发展局。

网购方兴未艾，有望支持本地运输仓储、邮政服务等行业增长。综合看，2026 年“物流（G）”预计仍将为经济增长提供坚实支撑，但基数效应下贡献度或偏温和。

图表 6：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）利率趋势下行、利好政策持续落地显效，“资金流（C）”料仍是 2026 年香港经济增长的关键动能

2025 年以来，“资金流（C）金融项”在金融保险行业整体向好带动下，对经济增长的贡献度显著提升；“资金流（C）地产项”仍有所承压，主要受建造行业活动疲弱、楼价弱勢波动影响。

从“资金流（C）金融项”看，资本市场活跃，港股、中资美元债一二级市场向好，银行保险业景气度走升。恒生指数波动上扬，IPO 量、额大增。恒指全年整体呈现“N”型震荡上行态势——4 月初受“对等关税”政策冲击一度骤跌，随后在外围风险偏好回暖、科技股估值修复、两地政策利好

共振下反弹。**外部看**，“对等关税”谈判缓和贸易压力、美联储如期降息、美元+1 资产多元配置趋势、全球 AI 热潮持续发酵等，推动外围风险偏好显著回升。**内部看**，内地及香港经济增长韧性超预期；内地“反内卷”政策，万亿雅鲁藏布江水电工程启动，5,000 亿元新型政策性金融工具加快推进，香港推出优化资本市场措施“组合拳”，利好政策释放提振预期。同时，内地 AI 行业创新发展潜力引发中资科技板块价值重估、吸引资金流入港股等中国资产。截至 2025 年 11 月末恒指收报 25,858.89 点，前 11 个月恒指累计收涨 28.9%或 5,798.9 点，居全球主要股指前列，连续两年上涨。期内全球主要股指亦普遍走升，标普 500 收涨 16.4%、上证指数收涨 16.0%。前 11 个月港股主板日均成交额为 2,556 亿港元，同比大涨 65%。香港重回全球 IPO 市场融资额榜首。前 11 个月香港交易所共 89 只新股上市，募资总额 2,312.7 亿港元，同比分别升 48%、193%。香港时隔 6 年再次夺得全球 IPO 市场融资额榜首⁸（见图表 7-9）。

中资美元债发行进一步回暖，回报指数走升。美联储降息、内地经济稳步复苏背景下，1-11 月共有 571 只中资美元债完成定价，发行金额共 1,277.8 亿美元、同比升 50%；其中，新发地产美元债规模较大、但主要来自债务重组，期内总融资额同比升 8.6 倍，城投美元债增 26%，金融美元债融资额同比跌 4%。二级市场方面，中资美元债回报指数走升，

⁸ 毕马威（KPMG）2025 年 12 月 10 日发布的《中国内地与香港 IPO 市场 2025 年回顾与 2026 年展望》。

主要受益于内地主要行业信用延续修复、美联储降息等。截至11月底中资美元债指数年内累计升6.8%，其中，投资级债券指数累涨6.8%、高收益级债券指数升6.2%，地产高收益级债券指数升3.9%（见图表10）。

银行保险业景气度走升。市场利率大幅波动、内外利差延续倒挂、叠加复杂地缘形势扰动等多因素影响下，市场信贷需求仍受影响。截至2025年10月末，香港认可机构存款总额较2024年末上升9.7%（主因为美元存款大幅上升17%），认可机构贷款总额微升0.9%；总贷存比率下降4.6个百分点至52.4%，港元贷存比率下降3.5个百分点至73.6%。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。三季度银行业业务收益指数同比升13%；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、三季度指数同比升近41%（见图表11-12）。

从“资金流（C）地产项⁹”看，住宅市场买卖、租赁活动活跃，商业地产交投大幅回暖但租售仍有压力，住宅和商业地产市场供应走势分化，建筑业景气度疲弱。政策利好、降息预期叠加股市财富效应带动下，楼市交投“量价齐升”，住宅售价回稳、租金连涨。1-11月楼宇买卖合约量、额分别为71,703宗、5,492亿港元，同比各增14.8%、11.8%。楼价指数在3月底一度降至近9年低位，自4月起企稳回升。前10个月官方私人住宅售价指数累计涨1.8%，全年预计录

⁹ “HGC模型”的“资金流（C）”地产项中，建造、地产服务占比均为20%左右，楼宇业权占比约60%。

得 2.5%-3.5%左右增长，结束此前连续 3 年的下行周期，但距离历史高位跌幅仍超过 25%¹⁰。人才计划及留学生来港支持住宅租赁需求升温，10 月住宅租金指数 200.2 点、创历史新高¹¹，前 10 个月租金指数累计升约 4.0%（见图表 13-14）。新盘供应量回落至阶段低位。截至 9 月末，香港未来 3-4 年的一手住宅潜在供应量为 10.2 万个单位，较 2024 年底下降 5,000 个单位；其中，现楼“货尾”¹²下降 1,000 个至 2.6 万个单位，“楼花”¹³下降 4,000 个至 6.2 万个单位（见图 15）。

商业地产¹⁴交投回暖，但租售价格延续下行。交投方面，成交量自 2024 年的阶段低位后大升，1-10 月私人写字楼买卖成交量额（832 宗、149 亿港元）同比各增 74%、79%；商业楼宇成交量额（1,014 宗、105 亿港元）同比各增 15.5%、7%。租售方面，1-10 月整体写字楼售价指数累计跌 11%、租金指数跌 3.2%；零售业楼宇售价指数跌 8.8%，租金指数跌 4%（见图表 16）。供应较充足，落成量增长。2025 年写字楼预测落成量同比增 1.1 倍至近 31 万平方米，私人商业楼宇落成量同比增 58%至 10.9 万平方米¹⁵（见图表 17）。

建筑业活动景气度较低迷，私人工程量锐减，失业率攀升。前三个季度承建商所完成建造工程总值分别跌 0.6%、

¹⁰ 住宅售价指数此前历史高位为 2021 年 9 月（398.1 点）。

¹¹ 住宅租金指数此前历史高位为 2019 年 8 月（200.1 点）。

¹² 已落成未出售单位。

¹³ 在建未售出单位。

¹⁴ 本文商业地产主要指写字楼、商业楼宇等；其中商业楼宇指的是零售业楼宇（如商场、零售铺位）及其他设计或改建作商业用途的楼宇（如美容院、停车场）等；数据来源和定义来自香港特区政府差饷物业估价署。

¹⁵ 香港差饷物业估价署《香港物业报告 2025》预测值。

3.5%、5.5%¹⁶，下半年起建筑业失业率已攀升至 7%左右水平（2024 年均值：4.3%）。

展望 2026 年，美联储“鸽派降息”（详见前期报告《《多重约束下的韧性与分化——2026 年美国经济展望》》）、资本市场延续活跃、两地多重利好政策叠加，有望提振“**资金流（C）金融项**”延续向好、夯实“**资金流（C）地产项**”趋势复苏基础。**金融项**：中国“十五五”规划开局、释放政策红利与产业机遇，香港和内地资本市场支持政策¹⁷逐步显效，AI 创新等引领中国资产价值重估，叠加全球资金多元化配置趋势，料可共同夯实港股趋势走升动能。新股储备充足，截至 2025 年 12 月 11 日，港交所主板上市申请超过 300 宗、创纪录高位，为 IPO 市场延续强劲奠定基础。港股一二级市场升温预计持续带动银行、资管等资本市场相关业务扩展。**地产项**：2026 年地产市场有望步入复苏通道，降息周期带动按揭成本下降、住宅库存降至历史一般水平、资本市场财富效应延续、人才流入等因素，有望增强入市信心，夯实楼价上行动能；地产市场买卖、租赁相关活动预计延续活跃。建造行业工程监管料趋严，但北部都会区建设推进、政府工程开支提升¹⁸，叠加地产销售端回暖，有望提振建筑业景气度。综合看，“**资金流（C）**”仍将是 2026 年香港经济增长最重

¹⁶ 以实质计算，通过适当的物价指数平减相应的建造工程完成量名义总值至 2000 年基期的价格水平计算而成。

¹⁷ 两地资本市场互联互通深化扩容、港交所上市规则优化与交易机制创新提升融资吸引力、香港特区政府积极推动与东盟、中东等多元海外市场的金融合作等。

¹⁸ 2025 年 2 月《财政预算案》提出，未来 5 年基本工程开支由平均每年约 900 亿港元增至每年约 1,200 亿港元。

图表 7-8：港股 IPO 发行、港交所主板成交额情况

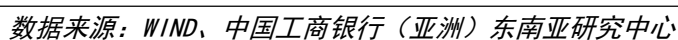


Figure 1: Performance of various asset classes and indices

Left Chart: Asset Class Performance (Percentage Returns)

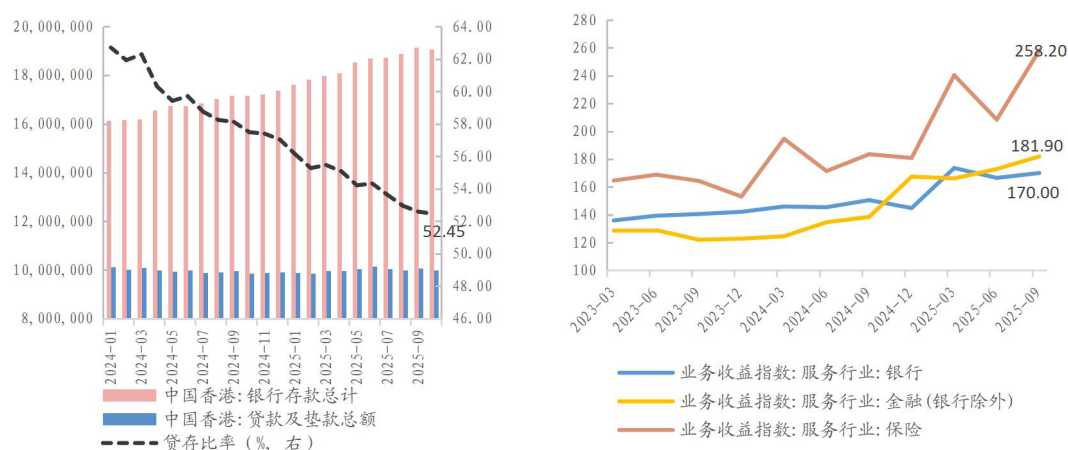
Asset Class	Return (%)
美国综合指数	63.0
越南胡志明市综合指数	-10.0
越南综合指数	32.0
恒生指数	28.9
上证225	25.3
恒生科技	18.0
深证成指	9.0
纳斯达克综合指数	28.0
德国DAX	-2.0
富时新加坡综合指数	18.0
英国富时100	18.0
标普500	5.0
上证综指	12.0
道琼斯工业平均指数	12.0
法国CAC 40	9.0
印度Nifty 50	8.0

Right Chart: Index Performance (2024-01 to 2025-11)

Index	Start Value (Jan 2024)	End Value (Nov 2025)
Markit iBoxx亚洲中资美元债券指数	~220	~252
Markit iBoxx亚洲中资美元房地产高收益债券指数 (右)	~75	~125

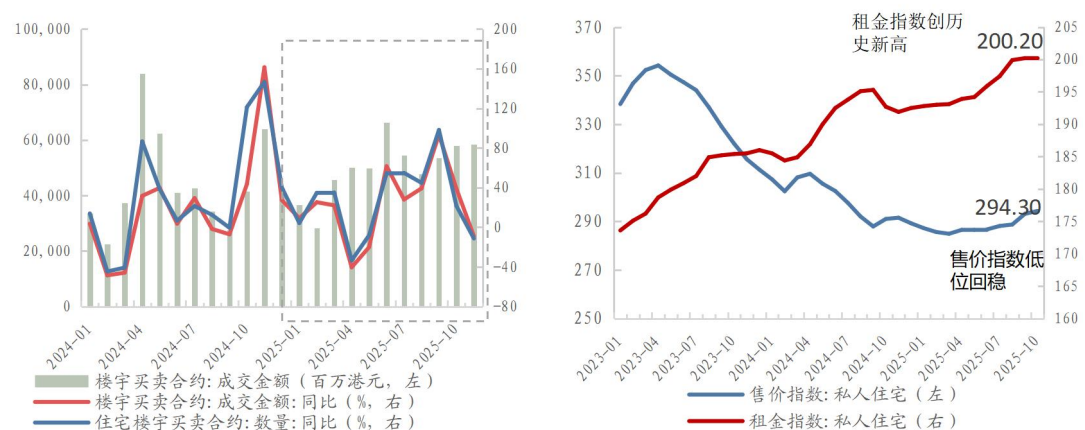
12

图表 11-12：香港银行业贷存比、金融业各业务收益指数



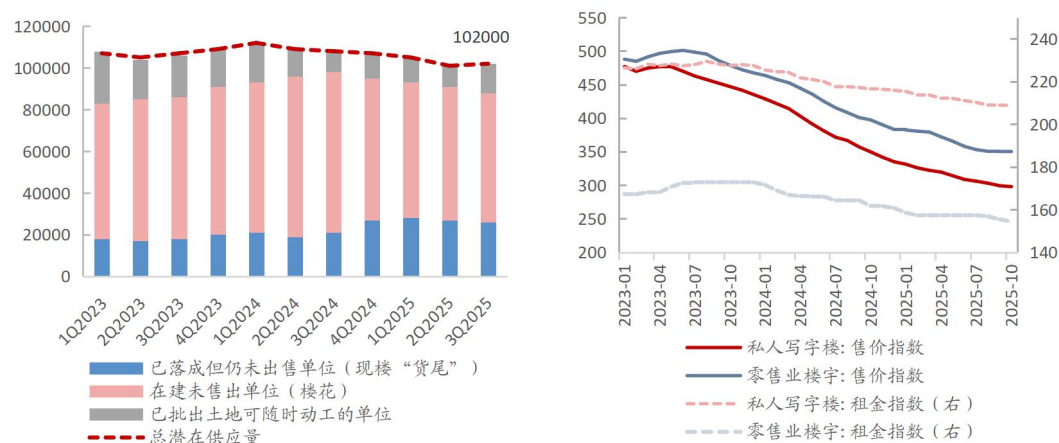
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 13-14：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

图表 15-16：未来 3-4 年一手住宅潜在供应量、写字楼和零售业楼宇售价和租金指数



数据来源：香港特区政府房屋局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 17：写字楼和商业楼宇历年供应量及 2025 年预测落成量（平方米）



数据来源：香港差饷物业估价署、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理（2025 年数据来自《香港物业报告 2025》预测值）

中长期看，受益于世界经济增长格局和治理秩序深度调整、中国经济创新转型和深化开放、香港特区政府与时俱进推动政策机制创新，经济增长动能“固优育新”料持续推动本地经济多元多极高质量转型。国际金融中心竞争力巩固提升方面，除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，黄金和大宗商品、绿色金融和数字资产等创新业务也将持续获得更多创新政策支持。《2025 施政报告》明确了香港建设国际黄金交易市场的阶段性发展路径¹⁹，亦将制订数字资产交易及托管服务发牌制度的立法建议。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，“留学香港”品牌打造、内地龙头科技企业带动产业集聚等有望带动北部都会区建设提速。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)”，中长期则有望在教育等专业服务业优势巩固、创科新业态孵化集聚等方面为香港经济多元提质增长提供额外动能。

¹⁹ 《2025 施政报告》细化香港国际黄金交易市场建设部署，从完善仓储加工流通体系、搭建交易清算基建、丰富投资产品供给三方面提出具体举措。



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。