



中銀香港 研究產品系列

- 中銀財經述評
- Economic Vision
- 中銀內部研究
- 中銀策略研究
- 綜合期刊

中銀經濟月刊
離岸人民幣快報
香港綠色金融研究
Green Dialogue
東南亞觀察
中銀評論
中銀經濟預測

作者：莊仕杰
電郵：wilsonchong@bochk.com
電話：+852 282 66192

聯繫人：陳女士
電郵：ccchan@bochk.com
電話：+852 282 66208



歡迎關注「中銀香港」訂閱號
經濟金融深度分析盡在掌握

香港經濟開局呈現企穩回升態勢

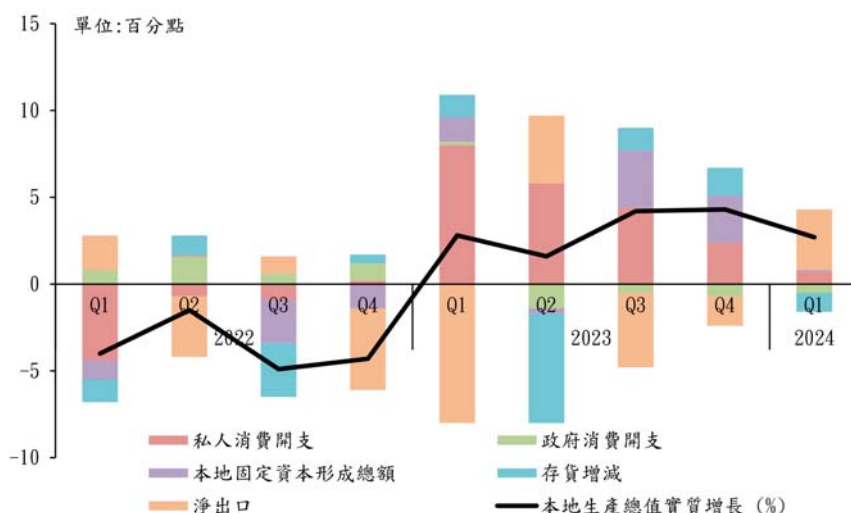
高級經濟研究員 莊仕杰

香港經濟 2024 年首季按年增長 2.7%，較 2023 年第四季 4.3% 有所放緩，大致與疫情前 10 年的平均水平 2.9% 相當。隨着本港經濟走出疫情衝擊，首季實質本地生產總值達 7,286 億港元，基本上重返 2019 年的高位水平。

一、全球貿易環境改善 淨出口成增長主要動力

從 GDP 各組成部分看，首季經濟增長的貢獻主要來自淨出口，拉動增長 3.5 個百分點（圖 1）。貨物出口經過連續七個季度收縮後，去年第四季回復增長（+2.8%），今年首季增長進一步加快（+6.8%），這同時受惠於 2023 年同期貨物出口大跌 19.1% 所產生的低基數效應。就市場而言，表現最好的主要出口目的地依次是泰國（+38.8%）、阿拉伯聯合酋長國（+20.8%）、內地（+20.2%）、越南（+17.7%）和印度（+12.9%）。貨物方面，佔本港出口總額近一半的電動機械、儀器和用具及零件上升 13.7%。同時，服務輸出雖然較去年第四季和全年雙位數增長有所放緩，但仍繼續呈增長態勢（+8.4%）。當中，因應旅客人數繼續回升，旅遊服務輸出在 2024 年首季攀升 40.4%，帶動運輸服務輸出上升 10%。不過，高息環境繼續對本港的投融資活動構成壓力，金融服務輸出減少 6.1%，連續五個季度下跌。

圖 1：本地生產總值增長及其組成部分的貢獻



資料來源：CEIC，中銀香港金融研究院

全球貿易環境改善預計會為香港今年出口表現提供支持。隨着主要先進經濟體通脹從高位回落，同時經濟在加息周期呈現比原先預期強的韌性，出現硬着陸的風險降低，實質收入因此增加並帶動消費品需求。同時，資本貨品的需求也隨之增加。新興及發展中經濟體保持穩健增長，加強國際機構的樂觀情緒。根據世界貿易組織(WTO) 4月公布的《全球貿易展望與統計》報告，全球貨物貿易經過去年下跌1.2%後，預計在今年會顯著改善並錄得2.6%的增長。儘管當前經濟呈現正面的發展態勢，但也不能忽視一些潛在的風險因素。地緣政治衝突和經濟碎片化、航運受阻，以及貿易壁壘增加會為貿易增長帶來不確定性。WTO報告指出自從俄烏戰爭爆發以來，不同地緣政治集團之間的貿易增速比盟友內部相互之間的貿易增速慢4%，這表明地緣政治紛爭正在加劇全球經濟的分裂。而根據「全球貿易預警」數據，全球新增的貿易限制在2022年和2023年分別為3,200項和3,000項，遠高於2019年的1,100項。

現時，香港特區已分別與內地、新西蘭、歐洲自由貿易聯盟國家、智利、澳門特區、東盟、格魯吉亞以及澳洲簽訂了八份自貿協定，涉及20個經濟體。這些協定為香港企業進入內地和國際市場創造了有利的條件，提高了產品和服務的競爭力。但現有的自貿協定網絡並未覆蓋任何中東國家，特區政府正積極開拓市場，加強與中東國家的貿易往來。若能儘快爭取加入《區域全面經濟夥伴關係協定》(RCEP)等大型多邊貿易協議，除了可以對沖地緣經濟碎片化的風險，也可以鞏固香港作為超級聯繫人的角色。RCEP涵蓋了東盟10國、中日韓及澳紐，是世界上最大的自由貿易協定。一旦香港成功加入，將進一步促進與區域的經濟合作，擴大市場規模和商機並且增加在全球產業鏈和價值鏈中的參與度。

二、消費模式改變 私人消費開支增長放緩

值得注意的是，過去四個季度一直是本港經濟增長重要動力的私人消費開支，在今年首季實質增長僅1%，對經濟增長的貢獻由2023年的5.1個百分點降至0.7個百分點。私人消費開支計算方法是把本地市場有關貨品及服務方面的消費開支，加上本地居民在境外的開支，減去非本地居民在本地市場的開支。今年首季，在來港旅客消費大幅上升41.5%的情況下，本土市場的總消費開支卻只錄得0.2%的微弱增長(表1)，反映部分本地居民減少在本港消費，並且增加北上和海外消費(+60.9%)的現象。

表 1：按主要組成項目劃分的消費開支（按年實質增減百分率）

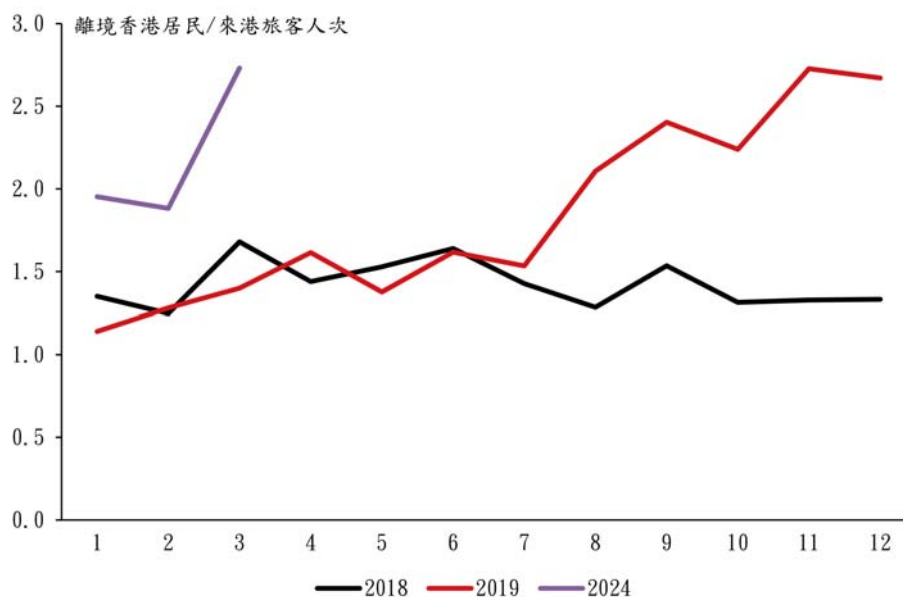
		本土市場的總消費開支	居民在外地的開支	旅客消費	私人消費開支
2023	第1季	14.2	317.7	485.0	13.0
	第2季	9.6	411.4	736.5	8.4
	第3季	7.7	381.7	740.6	6.7
	第4季	4.6	179.8	300.5	3.5
2024	第1季	0.2	60.9	41.5	1.0

資料來源：政府統計處

另外，離境香港居民與訪港旅客人次的比例現時亦較疫情前高(圖2)。今年首季平均比率為2.2，代表每當一名旅客來港，有2.2名香港居民經海陸空各個口岸離開香港，而2018年及2019年同期數值分別為1.4及1.3。部分原因是由於在美國加息周期下，與美元掛鈎的港元對其他主要貨幣相對強勢(圖3)，減少了香港對於區內遊客作為旅遊目的地的

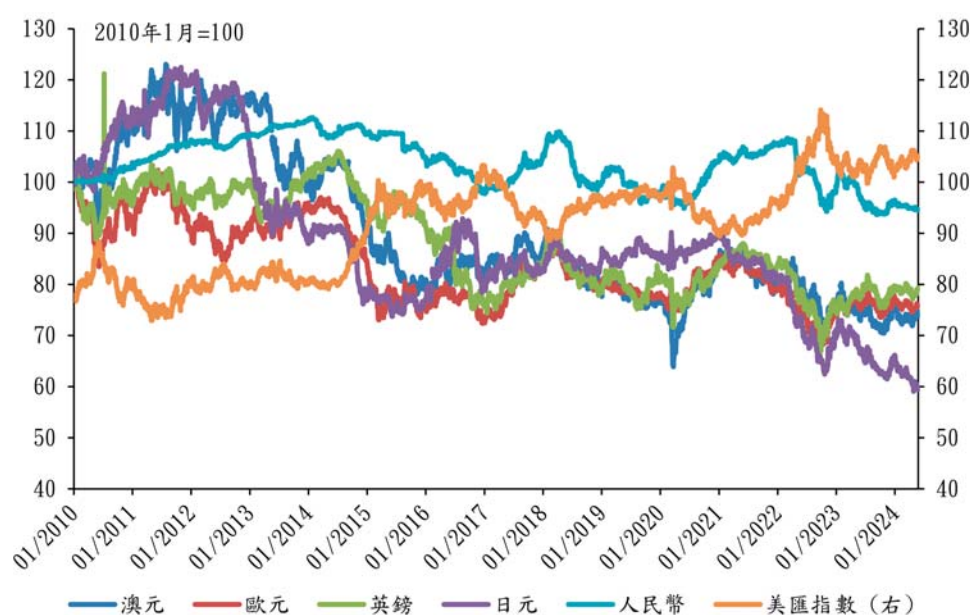
吸引力，同時增加了香港居民離港旅遊和消費的誘因。新加坡北面與馬來西亞接壤，假日有不少居民到馬來西亞消閒，而不少澳門居民亦會選擇到內地如鄰近的珠海消費，但相較之下，兩地的相關比率分別只有 0.5 及 1.1。由此可見，香港作為旅遊城市，需要努力增強自身吸引力和提升消費體驗，以留住旅客和市民在港消費。具體而言，本港可以吸引更多優質和特色品牌落戶香港，為消費者提供更多元化的商品和服務選擇，提高消費者的黏性。同時，通過改善商品和服務質素以及提升對消費者的保障等方式，增加消費者滿意度和重複消費的意願。

圖 2：離境香港居民與來港旅客人次比例（按月）



資料來源：CEIC，中銀香港金融研究院

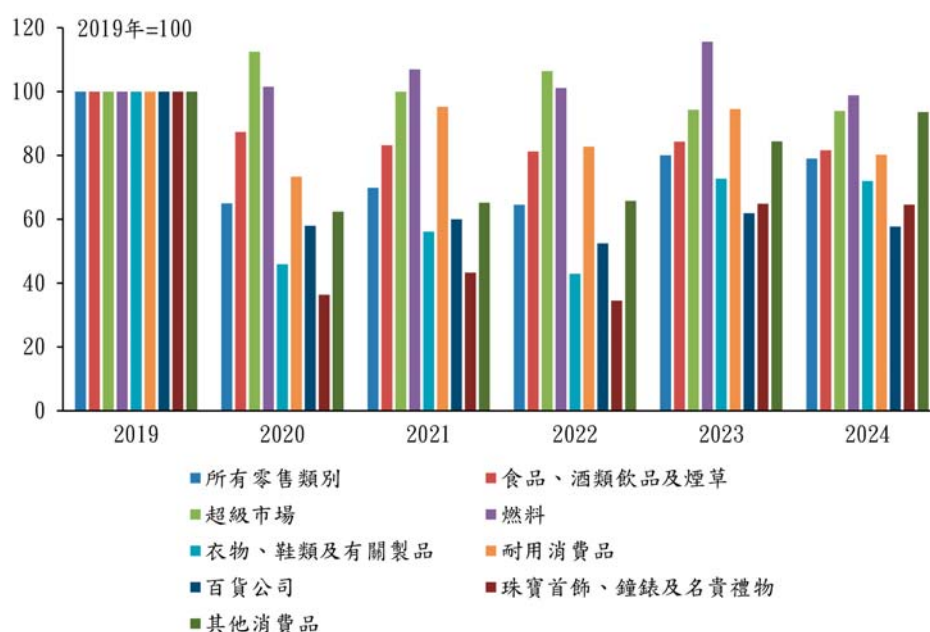
圖 3：主要貨幣兌港元



資料來源：CEIC，中銀香港金融研究院

上述因素加上內地旅客消費模式向更注重深度遊和文化體驗轉變，導致本港今年首季的零售表現較疲弱，零售業總銷貨價值按年下跌1.3%。整體零售市道仍然未回復至疫情前水平(圖4)，今年首季零售銷售是2019年同期的79%。對於旅客消費較為敏感的珠寶首飾、鐘錶及名貴禮物和百貨公司表現較為落後，分別只有2019年同期的65%和58%。預計美國聯儲局在今年稍後時間啟動減息周期，美元和港元匯價對遊客而言會變得較為「划算」，有利於零售消費，加上內地自由行適用城市再增加8個至59個，以及香港在下半年會繼續舉辦一連串盛事活動，有助零售表現回穩。

圖4：第一季零售銷售表現



資料來源：CEIC，中銀香港金融研究院

三、公共財政進入整固期 節流為重點

政府消費開支方面，今年首季跌幅從上季的-5.2%收窄至-3%，拖低經濟增長0.5個百分點。當中，用作購買貨品及服務的開支跌幅較大，下跌6.3%，連續四個季度下跌。自從1997年以來，本港只有兩年政府消費開支對經濟增長的貢獻非正數，分別是2005年和2023年。去年主要是由於疫情後政府相關的開支大減所致，而2005年則是當年政府同樣面對財政壓力需要積極節流。為改善公共財政可持續性，財政司司長於今年2月公布的2024-25年度預算案宣布公共財政方針將採取「財政整合策略，讓財政赤字逐步收窄，收支回復平衡」，這有別於2023-24年度的「中間偏鬆」和2022-23年度的「擴張性」財政政策立場。根據「資源效率優化計劃」，政府在2024-25起的三個財政年度合共會削減3%的經常開支。同時，政府正檢討「二元優惠計劃」及「公共交通費用補貼計劃」的運作，並繼續推行公務員編制零增長，將編制控制在不高於2021年3月底的水平，預計到2025年3月底公務員編制約為19.4萬個職位，累計減少約2,000個。預算案以節流為重點，公共財政整固政策會橫跨數年，預計政府消費開支在今年難以成為推動經濟增長的主要動力。

四、較高利率維持更長時間 投資微升

反映投資開支的本地固定資本形成總額在今年首季按年微升0.3%，升幅比去年第四季的17.5%大幅收窄，對經濟增長的貢獻僅0.1個百分點。一般而言，與家庭和政府開支相比，投資開支對經濟環境較為敏感。面對利率持續偏高、融資成本上漲減低了企業擴張和升級

設備的意欲，投資氣氛始終較為審慎。而且，去年疫情過後，投資全年反彈 11.1% 亦導致比較基數較高。私營部門用作購置機器、設備及知識產權產品的開支同比下跌 32% (表 2)。

表 2：本地固定資本形成總額主要組成部分 (同比實質增減百分率)

		樓宇及建造			機器、設備及知識產權產品		
		合計	私營部門	公營部門	合計	私營部門	公營部門
2023	第 1 季	0.7	6.5	-5.0	25.4	38.9	10.7
	第 2 季	8.0	16.4	-2.3	-17.1	-24.2	11.9
	第 3 季	16.0	21.1	8.9	42.0	53.7	13.5
	第 4 季	6.1	12.8	-1.3	43.7	58.4	9.1
2024	第 1 季	11.3	22.2	0.7	-15.0	-32.0	10.0

資料來源：政府統計處

美國聯邦儲備局在 4 月 30 日至 5 月 1 日的議息會議，維持利率在 5.25% 至 5.5% 的 23 年高位不變。雖然主席鮑威爾稱下一次會議加息的可能性不大，但同時表示可能需要比原先預期更長的時間才能對通脹持續向 2% 目標水平邁進有更大信心，暗示利率會在較長時間內維持在較高水平 (higher for longer)。雖然如此，市場預計到今年年底聯邦基金利率有可能下調 1 次，投資氣氛有望好轉。另外，截至今年 4 月，根據《公司條例》註冊的本地公司總數為 1,437,191 間，較去年底增加超過 6,400 間 (圖 5)，相較疫情前一年同期，註冊的本地公司總數上升 4.3%，為本港的固定資本形成總額提供一定的支持。

圖 5：公司總數和年內累積增加數目



資料來源：CEIC，中銀香港金融研究院

五、企業庫存減少 預計下半年改善

今年首季，庫存增減拖低經濟增長 1.1 個百分點。庫存增減是指商業機構所持有的半製成品、原料及各類貨品的存貨量的實質增減價值，反映企業生產與銷售之間的差額。當企業的生產超過了銷售時，未售出的產品會令存貨增加，對 GDP 增長的貢獻是正數。相反，

如果企業的銷售超過了生產，需要從庫存中提供部分給客戶，對GDP增長的貢獻則是負數。首季企業去庫存的情況可能與前述消費需求較為疲弱有關。受到消費模式改變等因素影響，企業可能採取觀望態度或正調整銷售策略，視乎情況再決定庫存的補充需要。基於私人消費和零售市道將逐步回穩，預計庫存增減在今年餘下時間對經濟增長的貢獻會有所改善。

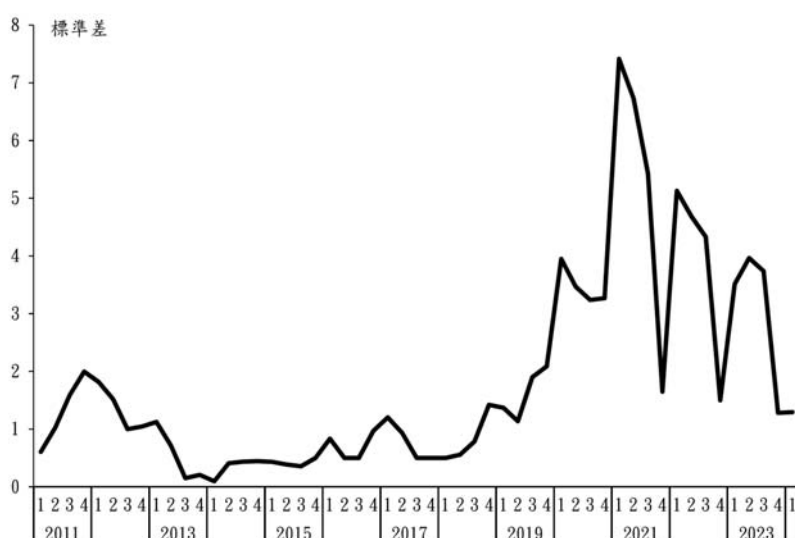
六、失業率處於低位 人才計劃助補充勞工市場空缺

香港失業率處於低位，今年首季經季節性調整的數值為3.0%。隨着本港經濟復甦，企業對人力資源的需求增加，但勞工市場供應較緊，勞動人口從2018年8月400萬的高位縮減約5%至現時約381萬。勞動力萎縮令企業未能充分把握復常契機，例如旅遊和航空業因為人手短缺，尚未能全面恢復接待旅客和運載能力，一定程度阻礙香港疫後復甦的步伐。為解決人力資源短缺的問題，政府近年推出和優化了多項人才引進計劃。截至今年首季末，有約11萬人才經各項人才計劃來港，其中「高端人才通行證計劃」約62,000宗申請已獲批。政府去年11月就計劃簽證抵港超過六個月的人士進行跟進調查，結果顯示54%的到港人才已就業。這些人才到港就業，有利促進香港經濟向好，未來重點是要完善相關配套措施以進一步提升計劃的成效。

七、增長步伐趨平穩 全年有望保持復甦態勢

本港經濟增長步伐趨於平穩。在疫情期間，增長速度受到極大的不明朗因素影響，季度之間的差距頗大，導致用作測量離散程度的標準差較正常時期大幅上升（圖6）。標準差愈大，反映數值與平均值的差距愈大，顯示經濟增長波動較大。今年首季，滾動最近4個季度的標準差已經從2021年首季的7.4大幅下降至1.3，顯示最近4個季度的經濟增長與平均值的差距顯著收窄，即經濟增長在近期較穩定。展望今年全年，主要增長動力來自淨出口。按照今年年底前美聯儲會減息一次的假設，私人消費開支和本地固定資本形成總額有望逐步回穩，為經濟增長帶來貢獻。而且，疫情相關的不明朗因素消散，經濟步伐趨平穩的預期亦有利於消費情緒和企業作出投資決策，逐步增加庫存。同時，利率偏高對經濟增長仍會造成一定負面影響，地緣政治衝突和貿易保護主義會增加經濟復甦的不確定性。整體而言，隨着疫情影響消散，本港經濟增長趨平穩，全年表現和第一季預計不會有太大差距，應可達到政府全年實質增長介乎2.5%至3.5%的預期。

圖6：香港季度經濟增長的標準差（滾動最近4個季度）



資料來源：CEIC，中銀香港金融研究院

免責聲明及重要注意事項

本文件由中國銀行(香港)有限公司「中銀香港」刊發只供參考。

本文件的內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

本文件無意向派發本文件即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發亦無意供該等人士或實體使用。

本文件僅供參考並不構成亦無意作為也不應被詮釋為投資建議、專業意見或對任何人作出買賣、認購或交易在此所載的任何投資產品或服務的要約、招攬、建議、意見或任何保證。客戶不應依靠本文件之內容作出任何投資決定。

本文件所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編制惟該等資料來源未經獨立核證故中銀香港不會就本文件及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論並非獨立研究報告及不構成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本文件刊發日期前之判斷任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及／或依賴本文件所載任何資料、預測及／或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本文件所載資料、預測及／或意見的相關性、準確性及充足性並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本文件所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者且並未考慮本文件各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此本文件並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦亦不會就此承擔任何責任。投資者須瞭解有關投資產品的性質及風險並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本文件無意提供任何專業意見故投資者在任何情況下都不應依賴本文件作為專業意見之用。

中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及／或其高級職員、董事及僱員可能會持有本文件所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司或其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務(無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務)、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司或其子公司可能會就因該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目而提供的服務賺得傭金或其他費用。

除非獲中銀香港書面允許否則不可把本文件作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式轉發或傳送本文件任何部份予[公眾或]其他未經核准的人士或將本文件任何部份儲存於可予檢索的系統。

「中國銀行香港金融研究院」簡介：

「中國銀行香港金融研究院」是中銀香港集團的主要研究及策劃單位。以構建「中銀大腦」為目標，立足香港，面向大灣區和東南亞，放眼亞太和全球，主要研究當地的宏觀經濟與政策、金融市場、人民幣國際化與數字貨幣、金融業改革與創新、綠色金融與可持續發展等領域，發揮創研結合，宏觀、中觀、微觀一體，研究實務打通的優勢，持續提升「中銀研究」的品牌形象和社會影響力。研究院以服務國家和香港社會為己任，積極向政府和監管機構建言獻策，同時與香港及內地的一些著名大學、智庫以及行業領軍企業建立了廣泛的合作關係並開展聯合研究。目前，研究院擁有一支近60人的研究團隊，每年完成內外部各類研究報告近千篇。

作者簡介：

莊仕杰：現任中國銀行香港金融研究院高級經濟研究員。主要研究領域為香港經濟及發展政策。在加入中銀香港之前，曾任香港總商會高級經濟師。

如需投稿或提出建議，請發送至本單位

郵箱：espadmin@bochk.com

或直接聯絡本文作者



歡迎關注「中銀香港」訂閱號
經濟金融深度分析盡在掌握

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2021	2022	2023	2024/Q1
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	28,680	28,090	29,816	7,697
升幅 (%) Change(%)	6.5	-3.7	3.3	2.7
二. 對外貿易 External Trade			2024/1-4	2024/4
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	52,360	48,138	14,360	3,787
進口 Total imports	52,113	48,586	15,292	3,889
貿易差額 Trade balance	247	-448	-932	-102
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	18.7	-13.9	11.9	11.9
進口 Imports	17.2	-13.2	6.9	3.7
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.6	1.9	1.7	1.1
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	96,133	59,619	22,483	9,880
年升幅 (%) Change(%)	31.1	-38.0	-9.2	71.7
五. 勞動就業 Employment			2024/1-2024/3	2024/2-2024/4
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	20.3	16.3	11.2	11.4
失業率 (%) Unemployment rate(%)	5.2	4.3	2.9	3.0
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	2.6	2.3	1.1	1.1
六. 零售市場 Retail Market			2024/1-4	2024/4
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	8.1	-0.9	-4.7	-14.7
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	6.5	-3.4	-6.4	-16.5
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	9.1	60.5	1,462.0	339.1
年升幅 (%) Change(%)	-97.4	561.5	100.1	17.3
八. 金融市場 Financial Market			2024/3	2024/4
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	779.8	780.8	782.5	782.4
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	8.0	-20.7	-5.8	-3.0
M2	4.3	1.6	3.4	5.5
M3	4.3	1.6	3.4	5.6
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	4.6	1.7	0.2	2.2
港元存款 In HK\$	1.4	0.7	0.7	0.5
外幣存款 In foreign currency	7.9	2.6	-0.2	3.7
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	3.8	-3.0	0.8	-1.0
當地放款 use in HK	4.7	-0.2	0.8	-0.6
海外放款 use outside HK	1.7	-10.0	0.7	-2.3
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.6250	5.8750	5.8750
恒生指數 Hang Seng index	23,398	19,781	16,541	17,763