



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：陳蔣輝
電郵：chenjh@bochk.com
電話：+852 282 66775

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

動能轉換，溫和增長 ——2025 年香港經濟展望

高級經濟研究員 陳蔣輝

在外貿改善帶動下，2024 年香港經濟延續了 2023 年的復甦勢頭，全年有望實現 2.5% 的經濟增長。展望 2025 年，機遇與挑戰並存。全球政治經濟格局醞釀新變化，外部需求減弱等讓香港經濟前景充滿不確定性；但利率趨勢性走低，香港進一步融入祖國發展大局等為香港經濟積聚新動能。我們預計香港經濟將在 2025 年維持正增長，總量創歷史新高。

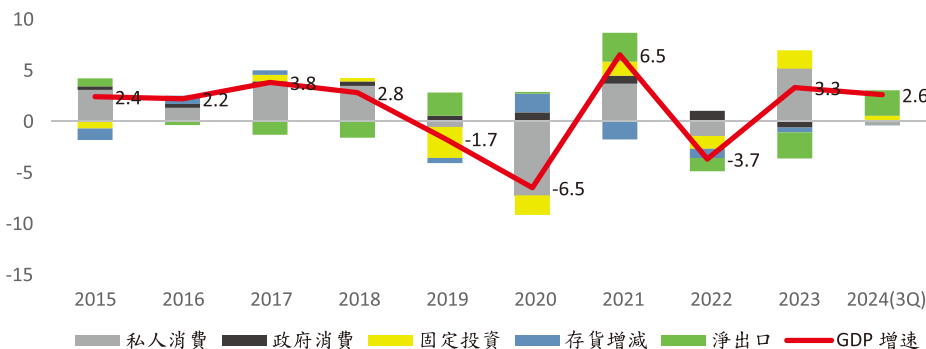
一、2024 年經濟回顧

2023 年初香港實現與外界的全面通關，經濟迎來復甦新發展。在商品貿易的帶動下，2024 年香港經濟延續了 2023 年的復甦勢頭，並呈現出如下幾個重要特點。

（一）經濟穩步復甦，全年增速在 2.5% 左右

在經歷了 3 年的新冠疫情大流行後，香港經濟在 2023 年實現復甦，全年錄得 3.3% 的 GDP 增長，開啟後疫情時代發展新篇章。2024 年，香港經濟延續了 2023 年以來的復甦勢頭，前三季度 GDP 合計同比增長 2.6%，其中，私人消費同比下跌 0.56%，本地固定資本形成總額同比上升 2.69%，貨品出口與服務輸出同比上升 5.75%，貨品進口與服務輸入同比上升 4.34%。

圖 1：香港 GDP 增速及各部分的貢獻



數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院



歡迎關注「中銀香港」訂閱號
經濟金融深度分析盡在掌握

我們預計香港經濟在 2024 年有望實現 2.5% 的增速，增長率大致與疫情前 10 年的平均水平相當。不過，就總量而言，可能較疫情前 2018 年經濟總量仍低 0.3% 左右。

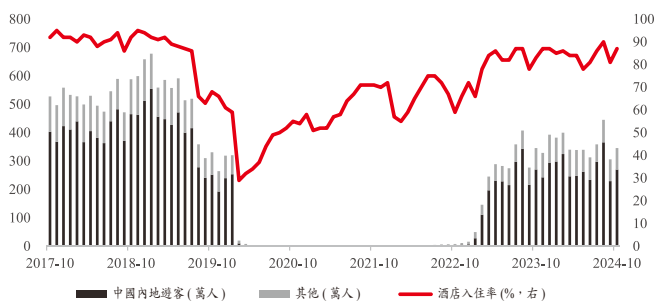
（二）商品貿易強勁，是經濟增長的主要動力

受益於前期基數較低，外部需求強勁等有利條件，香港商品貿易增速在 2024 年錄得較快增長，首 10 個月出口貨值同比上升 9.9%，進口貨值上升 6.8%。同時，出口增速顯著快於進口增速，使得淨出口額上升。2024 年前三季度，淨出口對香港 GDP 增長貢獻了 2.49 個百分點，對 GDP 增速貢獻率高達 96%，是經濟增長的最重要動力。服務貿易年內出現較大分化，2024 年前三季度，香港服務輸入同比上升 12.7%，仍保持較高速增長，但服務輸出僅錄得 4.3% 的增幅。與疫情前 2018 年的同期相比，2024 年前三季度，香港服務輸入已恢復 96%，但服務輸出僅恢復了 76%。

（三）消費習慣改變，零售業表現承壓

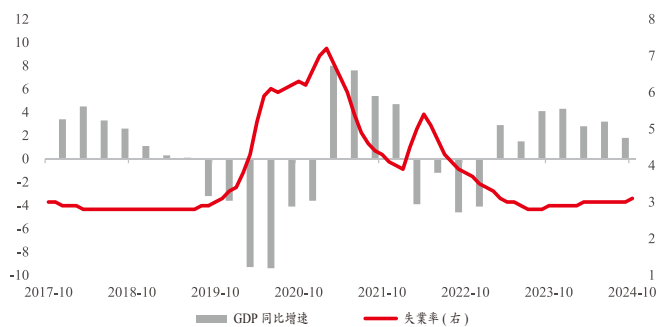
疫情放開之後，訪港旅客快速反彈，2024 年首 10 個月，訪港旅客同比上升 37.0%，其中，非內地訪港遊客同比上升 53.5%，增速快於內地訪客的 32.8%。不過，訪港旅客消費模式較疫情前已發生根本性改變，由以往比較注重「食、買、玩」，轉變至現在對文化深度遊有較大興趣，導致旅客消費額的回升進程整體慢於預期。同時，隨着跨境交通更加便利，港人北上消費形成新風潮，相應會減少市民的本地消費意願，對香港零售業帶來影響。2024 年首 10 個月，香港零售業總銷貨價值累計同比下跌 7.1%，零售額累計總額為 3,123 億港元，不及 2018 年同期銷售總額的八成。

圖 2：訪港遊客和酒店入住率



數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

圖 3：香港 GDP 同比增速和失業率 (%)



數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

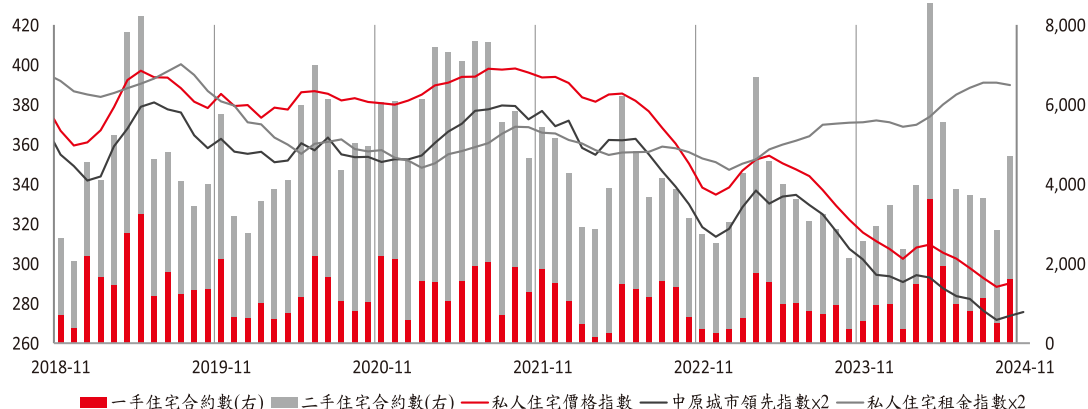
（四）就業市場緊俏，通脹維持在較低水平

2024 年，香港就業市場保持強勁，經季節性調整的失業率一直維持在 3.0% 左右，就業不足率穩定在 1.2% 上下，均已回到疫情前的低位。同時，受人口回流和人才吸引政策的積極影響，香港總勞動人口和總就業人數呈現止跌回升的態勢。通脹方面，受益於中國內地強大的保供穩價體系，香港綜合消費物價年內維持在較為溫和的水平，2024 年首 11 個月整體消費物價指數同比上升 1.8%，剔除所有政府一次性紓困措施的影響，基本通脹率同比上升 1.1%。除了煙酒價格由於提徵煙草稅同比漲幅較大之外，其他消費物價漲幅基本可控。

(五) 房地產整體下行，股市觸底反彈

2024年香港房地產價格總體下行，首11個月，住宅樓價下跌6.6%，較2021年9月歷史高位下跌26.9%，重回2016年底水平。2024年初財政預算案宣布樓市「撒辣」，市場出現小陽春，短期住宅交易量回暖，「撒辣」3個月後，樓價重回下跌通道，交易量也顯著回落。商業樓宇售價和租金在年內也是整體下行，寫字樓和零售業樓宇售價首9個月分別下跌19.2%和15%。股市則有好轉跡象，2024年首11個月，恒生指數累計上漲13.9%，日均成交額1,309億港元，同比增加24%，IPO集資額累計790億港元，同比增長109.7%，已重返全球IPO集資額排名前4位。

圖4：私人住宅售價指數與合約數



數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

二、香港經濟面臨的機遇與挑戰

展望2025年，機遇與挑戰並存。全球政治經濟格局醞釀新變化，經濟下行風險提高。同時，美國新任政府的關稅政策，增加政府支出等傾向，可能引發金融和社會危機的「黑天鵝事件」，這些都會對香港經濟帶來負面影響。另一方面，隨着通脹壓力緩解，各主要經濟體有望持續降息，利好消費投資等經濟活動。此外，內地持續聚焦培育新質生產力，高水平對外開放不斷深化，香港特區政府積極對接國家發展戰略和惠港措施，為香港持續帶來發展新機遇。

(一) 三大挑戰

一是全球經濟不明朗因素增加。2024年全球迎來「超級選舉年」，超70國進行了領導人或國會選舉，影響全球超過一半人口，世界經濟格局醞釀新變化，為2025年全球經濟增長帶來更多的不確定性。從結構上看，2025年全球經濟可能呈現總需求和總供給同步回落的特徵。全球居民私人消費增速可能有所下滑，企業固定資產投資和國際貿易增長面臨挑戰；供給端也將顯著承壓，服務業預計將從疫情後的急速反彈狀態回歸正常增長水平。作為小型且開放度極高的經濟體，香港經濟與世界接軌，全球經濟下行將直接影響香港。此外，新冠疫情以來，全球經濟已發生深刻變化，供應鏈區域化，經濟去中介化持續推進，對香港經濟的長遠發展帶來不少挑戰。

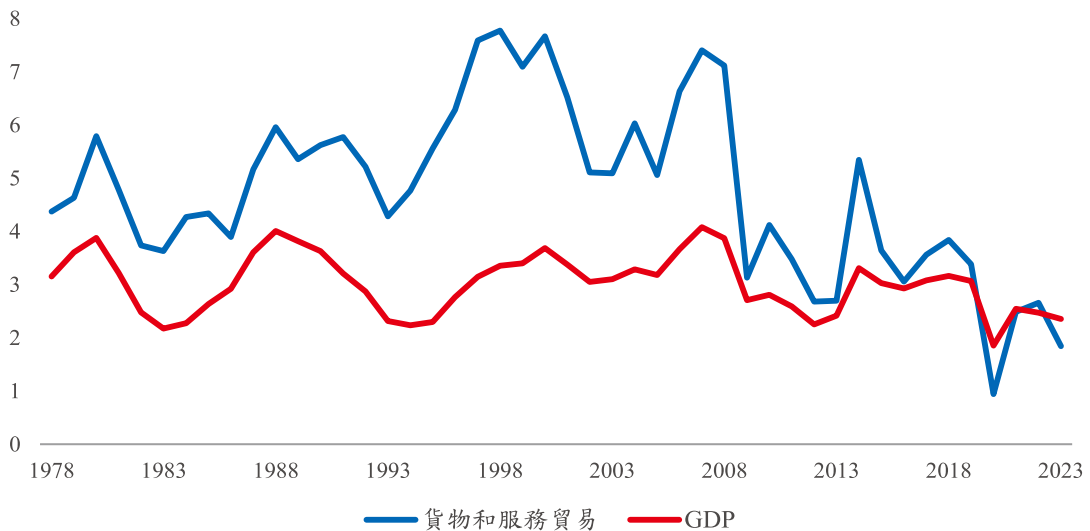
表：國際組織預測匯總

		全球		美國		歐元區	
		2024	2025	2024	2025	2024	2025
世界銀行	2024年1月	2.4	2.7	1.6	1.7	0.7	1.6
	2024年6月	2.6	2.7	2.5	1.8	0.7	1.4
IMF	2024年4月	3.2	3.3	2.7	1.9	0.8	1.5
	2024年7月	3.2	3.3	2.6	1.9	0.9	1.5
	2024年10月	3.2	3.2	2.8	2.2	0.8	1.2
OECD	2024年5月	3.1	3.2	2.6	1.8	0.7	1.5
	2024年9月	3.2	3.2	2.6	1.6	0.7	1.3

資料來源：IMF，World Bank，OECD，中國銀行香港金融研究院

二是逆全球化下，國際貿易恐走弱。2025 年全球貿易保護主義抬頭風險加劇。特朗普在競選美國總統時提出將對所有進口商品徵收 10% 的「普遍基準關稅」，計劃取消中國最惠國待遇，並對中國商品徵收至少 60% 的關稅。中國、歐盟等地區已表態將根據美國的貿易保護政策採取反制措施，或導致全球新一輪關稅政策博弈。在新冠疫情之前，受益於全球化的不斷推進，全球貿易增速總體快於經濟增速，近幾年貿易增速顯著放緩，2025 年全球貿易增速或進一步下滑。香港是國際貿易中心，外貿也是香港的支柱產業之一，以 2022 年計，進出口貿易佔香港 GDP 的 16.3%。逆全球化加劇，恐對香港外貿帶來不利影響，拖累經濟增速。

圖 5：全球貿易和 GDP 增速 (%，5YMA)



數據來源：World Bank，中國銀行香港金融研究院

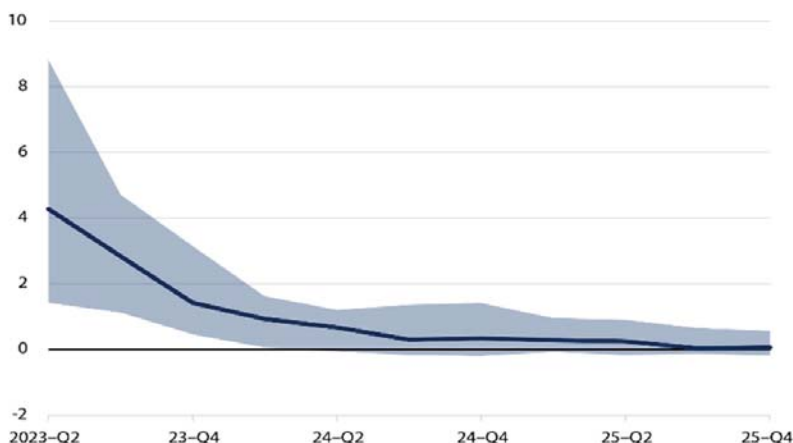
三是強勢美元或貫穿全年，同時全球債務風險上升。從歷史經驗來看，美元減息周期往往伴隨着美元的走弱。2024 年 9 月份開始，美國已開啟新一輪減息周期，但是美元指數卻逆勢上揚。特朗普經濟相關政策會增加美國再通漲風險，可能延緩降息的節奏，美元強勢或貫穿 2025 全年，對新興市場經濟金融系統的穩定帶來重大挑戰。另一方面，新冠疫情以來，全球公共債務水平迅速上升，IMF 預計全球公共債務將在 2024 年底首次超過 100 萬

億美元，達到全球 GDP 的 93%。隨着利率和債務水平保持高位，政府的利息支出不斷攀升，國內債務壓力加劇，或引發新一輪危機。這些風險一旦發酵，通過全球金融體系的傳導，會對香港經濟金融穩定產生影響。

（二）三大利好

一是利率走勢利好消費投資等經濟活動。2024 年，全球通脹經歷了短暫的反彈，最終趨勢性回落。隨着通脹水平降溫，各主要經濟體的貨幣政策開始轉向，步入寬鬆貨幣政策周期。目前，歐美已開啟降息進程，美聯儲於 2024 年 9 月宣布下調聯邦基金利率 50 個基點，11 月和 12 月再各降息 25 個基點，目前聯邦基金利率已調降至 4.25%-4.50%。歐央行於 12 月 12 日宣布調降基準存款利率 0.25 個百分點至 3%，已是 2024 年 6 月啟動降息以來第 4 度下調基準利率。2025 年，隨着歐美地區通脹水平趨勢性降溫，歐美利率仍會總體走低。由於香港採用港元與美元掛鈎的聯繫匯率制度，港元利率將受益於美元降息，有望在 2025 年持續下行，利好消費投資等經濟活動。

圖 6：通脹偏離央行目標百分點



數據來源：IMF，中國銀行香港金融研究院

二是人口繼續增長，利於做大經濟總量。香港恢復與外界通關後，香港人口有所回流，同時亦有一些內地及海外人士透過各項計劃移入香港，香港總人口從 2023 年開始重回上升軌道。2023 年年底香港人口回升突破 750 萬人，與 2022 年年底相比增加 3 萬人，同比上升 0.4%。2024 年年中，香港人口進一步增加至 753 萬人。同時，政府高度重視人才工作，在最新一份的《施政報告》中，特區政府進一步擴大了「高才通」大學名單，優化一般就業政策和輸入內地人才計劃，革新各項輸入人才機制，並協助人才留港發展，推動國際高端人才集聚香港。香港總人口有望在 2025 年繼續保持正增長，利於做大經濟總量。

三是香港進一步融入祖國發展大局，新的經濟增長動能不斷積聚。《行政長官 2024 年施政報告》提到要鞏固提升香港國際金融航運和貿易中心地位，因地制宜發展新質生產力，推動北部都會區發展引擎，深化大灣區合作等。2025 年，香港開始籌劃建立國際黃金交易市場、建設大宗商品交易圈、建立國際認可金屬倉庫、大力推動航運高增值部分的海運服務業發展，以及發展低空經濟等，新的經濟增長動能不斷積聚。此外，中國內地持續聚焦培育新質生產力，高水平對外開放不斷深化，經濟發展動能不斷鞏固增強。預計在 2025 年，香港將受惠於一系列挺港惠港措施，進一步融入祖國發展大局。

三、2025 年經濟展望

預計 2025 年，香港經濟將在 2024 年的基礎上繼續復甦，經濟總量創歷史新高，具體預測如下。

（一）經濟保持正增長，總量有望創歷史新高

2019 年以來，新冠疫情爆發，地緣政治衝擊加劇等各種挑戰接踵而至，香港經濟 5 年之中有 3 年出現收縮，這既有周期性因素，也有結構性問題，但香港經濟整體仍展現出了強大韌性。在後疫情時代，全球進入百年未有之大變局，香港「超級聯繫人」的作用將更為突顯，疊加特區政府將香港打造成為國際高端人才聚集高地的決心，香港總人口有望在 2025 年持續增加。我們的模型顯示，在基準情況下，2025 年香港經濟可望錄得 2.5% 左右的增幅，經濟總量將超過 2018 年的峰值。

（二）消費貢獻由負轉正，商品貿易貢獻下滑

受到旅客和市民消費模式改變，以及港元匯率高企的影響，2024 年以來香港服務輸出的升幅下降，私人消費開支同比轉負。外部貨物需求年內較為強勁，是 2024 年經濟復甦的最重要動力。我們預計在 2025 年，香港經濟增長的動能將發生轉變，隨着人口的增加，以及北上消費邊際影響的減弱，2025 年消費對經濟增長的貢獻將轉正。同時，2025 年國際貿易增長存在放緩風險，疊加全球經濟不確定性增加，將對香港外貿活動產生影響，預計商品貿易對經濟增長的貢獻度將較 2024 年有所下滑。

（三）通脹較為平穩，全年通脹中樞或在 1.5% 左右

香港通脹兼受中國內地和美國的影響。在香港通脹權重中，佔比最大的是住屋項和食品項，分別佔比約 40% 和 27%。目前，歐美已開啟降息周期，預計 2025 年港元利率仍會趨勢性走低，利於租客轉租為買，或令租賃市場降溫，壓低住屋項通脹。而內地強大的保供穩價體系很大程度上減緩了香港受到的外部通脹衝擊，糧食、能源、耐用品等價格預計在 2025 年上漲幅度有限。我們預計香港 2025 年物價仍將較為平穩，全年通脹中樞或在 1.5% 左右。

（四）就業市場保持強勁，總勞動人口趨勢性上升

香港恢復與外界通關後，香港人口有所回流。同時，政府自 2022 年底推出的一系列人才引進政策，取得豐碩成果。截至 2024 年 11 月底，香港這一輪吸納人才措施共收到超過 42 萬宗申請，其中獲批人才携同家眷已抵港的超過 35 萬人。這些外來的優秀人才及其家人不僅推動香港總人口重回正增長軌道，也會對香港人口結構和勞動力市場帶來正面影響。受益於外來人才的湧入，預計 2025 年香港勞動力市場保持強勁，失業率有望維持在 3% 左右，總勞動人口和總就業人數將保持趨勢性上升。

（五）商業樓宇繼續下跌，住宅樓市築底企穩

由於近年寫字樓與商業樓宇供應繼續增加，存在供過於求、空置率高企的問題，疊加高利率將繼續維持一段時間，預計 2025 年寫字樓和零售業樓宇市場向下調整的趨勢難以扭轉。住宅市場方面，隨着降息推進，物業投資吸引力逐步提升，同時，香港經濟基本面穩步復甦，居民財務狀況仍然健康。此外，「撤辣」後內地買家積極入市以及租金的逆勢上漲顯示住宅市場有承托力。高息的負面影響預計將持續至 2025 年上半年，2025 年下半年住宅樓價有望築底企穩。

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應該等證券、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佣金或其他費用。

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：

陳蔣輝：經濟學博士，現任中國銀行香港金融研究院高級經濟研究員。主要研究領域為經濟增長、貨幣政策和香港經濟。在國際金融評論等期刊發表多篇學術論文。在加入中銀香港之前，曾在香港金融管理局等單位從事經濟研究工作。

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)

	2022	2023	2024/Q2	2024/Q3
一、本地生產總值 GDP				
總量 (億港元) GDP(HKD 100million)	28,090	29,010	7,165	7,479
同比增長率 (%) YoY change(%)	-3.7	3.3	3.3	1.8
二、對外商品貿易 External merchandize trade			2024/10	2024/1-10
外貿總值 (億港元) Total trade(HKD 100million)				
總出口 Total exports	45,317	41,774	3,930	37,421
總進口 Total imports	49,275	46,450	4,240	40,438
貿易差額 Trade balance	-3,958	-4,676	-310	-3,017
年增長率 (%) YoY Growth(%)				
總出口 Total exports	-8.6	-7.8	3.5	9.9
總進口 Imports	-7.2	-5.7	4.5	6.8
三、消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.9	2.1	1.4	1.8
四、零售市場 Retail market				
零售額同比升幅 (%) Change in value of total sales YoY(%)	-0.9	16.2	-2.9	-7.1
五、訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) Total arrivals(10 thousands)	60.5	3,400.0	409.0	3,667.9
年升幅 (%) YoY change(%)	561.5	5,523.8	18.3	37.0
六、勞動就業 Employment			2024/8-2024/10	2024/9-2024/11
失業人數 (萬人) No. of unemployed(10 thousands)	16.3	11.3	12.1	12.0
失業率 (%) Unemployment rate(%)	4.3	2.9	3.1	3.1
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	2.3	1.1	1.1	1.1
七、住宅買賣 Domestic property sales and price index			2024/9	2024/10
合約宗數 (宗) No. of agreements	45,050	43,002	2,848	4,697
住宅售價指數 (1999=100) Domestic price index	369.7	337.4	287.9	290.1
八、金融市場 Financial market			2024/10	2024/11
港幣匯價 (US\$100=HK\$) 期末值	780.8	781.1	777.3	778.4
HKD exchange rate (US\$100 = HK\$), end of period				
銀行體系收市總結餘 (億港元) 期末值	962.5	449.5	447.3	447.9
Closing aggregate balance(HKD 100million), end of period				
銀行總存款升幅 (%)	1.7	5.1	5.8	-
Change in total deposits(%)				
銀行總貸款升幅 (%)	-3.0	-3.6	-3.2	-
Change in total loans & advances(%)				
最優惠貸款利率 (%) 期末值	5.6250	5.8750	5.6250	5.3750
Best lending rate (%), end of period				
恒生指數 Hang Seng Index	19,781	17,047	20,317	19,424