恒生銀行 HANG SENG BANK

经济脉搏
香港

2025 年第四季

经济复苏更趋全面

刘健恒
首席经济师
经济研究部主管
kelvin1.k.h.lau@hangseng.com

唐嘉逸
高级经济师
felix.k.y.tong@hangseng.com

- 我们将2025年本地生产总值 (GDP) 增长预测上调至3.2%，并预期2026年增长可达2.5%。外贸顺风效应逐步减退，「抢出口」带来的驱动作用减弱，加上高基数效应，将令2026年经济增长较今年有所放缓。

- 然而，本地需求将延续其初步反弹趋势，经济复苏范围的扩阔是展现「动物精神」，激发企业及消费者信心的关键。

- 香港今年受惠于全球流动性增加，但各大主要及区内央行的减息周期陆续进入尾声，这可能产生一定风险。

- 我们预期美联储在2026年会再减息两次，但前提是鲍威尔的继任人立场偏鸽。港元拆息 (HIBOR) 或会随之小幅回落，为楼市气氛带来正面影响。

本地生产总值（按开支组成部分划分，按年增长 %）

	2025 年第一季	2025 年第二季	2025 年第三季
本地生产总值	3.0%	3.1%	3.8%
私人消费	-1.2%	1.9%	2.1%
投资	1.1%	1.9%	4.3%
政府消费	0.9%	2.5%	1.9%
货品出口	8.4%	11.5%	12.1%
货品进口	7.2%	12.6%	11.7%
服务输出	6.3%	8.6%	6.3%
服务输入	4.7%	7.3%	2.6%

资料来源：政府统计处，恒生银行

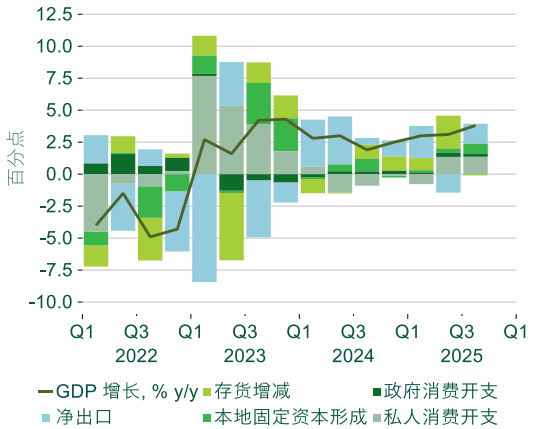
重燃信心

在关税不确定性加剧及中美关系紧张的局势下，本港经济仍展现出强大韧性，为今年首三季的经济带来较预期强劲的表现。本地方面，楼市逐步回稳及股市交投转趋活跃，亦为私人消费带来正面支持。因此我们将2025年GDP增长预测由2.5%上调至3.2%。随着第四季经济有望按年增长约3%，香港正以稳健的增长势头步入2026年。

展望2026年，我们预期本港GDP增长将达2.5%，与彭博市场的预测一致。外贸顺风效应逐步减退，「抢出口」带来的驱动作用减弱，加上高基数效应，将令2026年经济增长较今年有所放缓。然而，本地消费有望延续初步复苏的势头。而劳动市场通常较整体经济周期滞后，因此估计会在2026年下半年才开始好转，加上美国或会进一步减息，以及内地有机会推出更多支持增长的政策，应可为全年的经济增长提供一个相对稳固的基础。

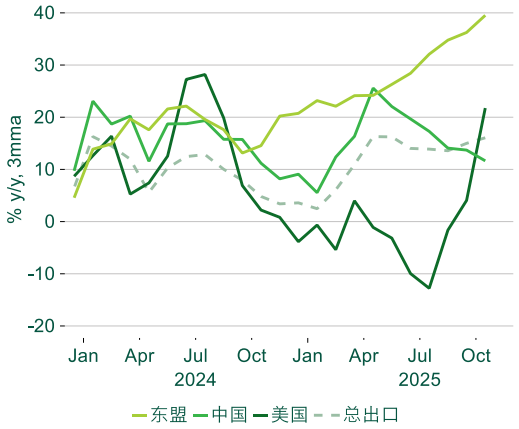
一年前，香港面对经济增长预期疲弱和信心低迷的局面，导致市场对其能否同时维持审慎的财政策略及长远竞争力存疑。但香港经济在过去一年间明显向前迈进了一大步，证明本港仍有力把握全球贸易及金融市场回暖带来的机遇。然而，目前复苏的力度暂未足以全面重燃「动物精神」，激发企业及消费者信心。若2026年的增长能体现在更多行业与层面，相信有助逐步恢复市场的信心。

表 1：GDP增长构成，百分点



注：数据截至 2025 年 第三季
资料来源：Macrobond，恒生银行

表 2：出口至指定地区，按年增长%，3mma



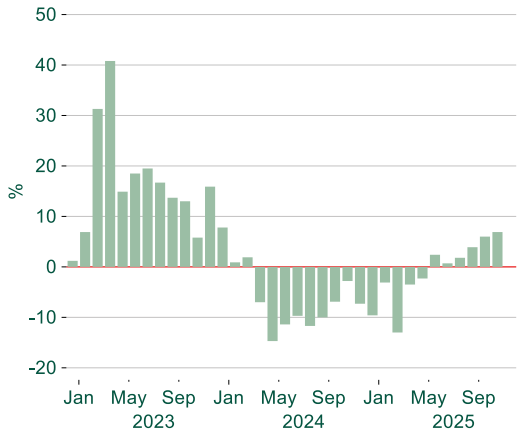
注：数据截至 2025 年 10 月
资料来源：Macrobond，恒生银行

贸易带动复苏

本港十月份出口按年增长17.5%，是连续九个月录得双位数增长，带动首十个月同比上升13.8%。即使美国推行报复性关税为全球贸易格局带来挑战，香港出口表现依然亮眼。对非美市场出口表现（首十个月上升14.6%）相当强韧，显著抵消对美出口早前偏软的影响（仅上升3.1%）。值得一提的是，对东盟国家的出口按年大幅增长31.5%（见图二）。作为转口枢纽，香港受惠于内地企业出口绕道与产能外迁，以及全球南方新兴市场的崛起。近期中美同意减低关税并延长贸易休战一年，预料将进一步减轻本地出口商的压力。

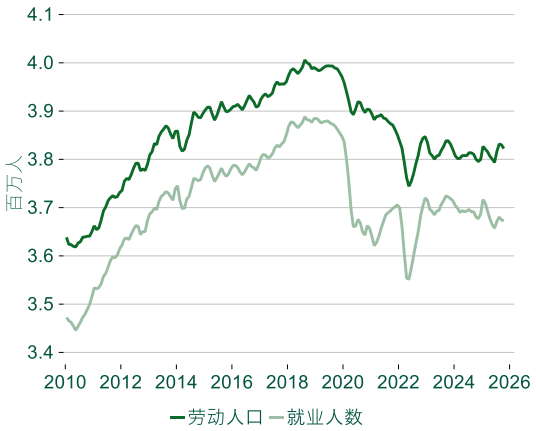
尽管具备有关利好因素，但我们预期2026年出口增长，将由今年约13%回落至4%，主要由于「抢出口」效应将逐渐消退。不过，内地货物出口具竞争力，以及全球人工智能 (AI) 产品需求强劲，或为出口表现带来一定支持。现时电子产品占本港商品出口超过七成，当中三分之二为电机设备及零件。有关比例于近年持续上升，假若日后因全球AI投资过热而引发市场调整，势必对开放程度极高的香港经济造成较大影响。虽然这并非我们主要的假设场景，但凸显了香港需要探索贸易以外的增长动力。

表 3：零售业总销货额，按年增长%



注：数据截至 2025 年 10月
资料来源：Macrobond，恒生银行

表 4：就业人数与劳动人口，百万人



注：数据截至 2025 年 10 月
资料来源：Macrobond，恒生银行

本地势头好转

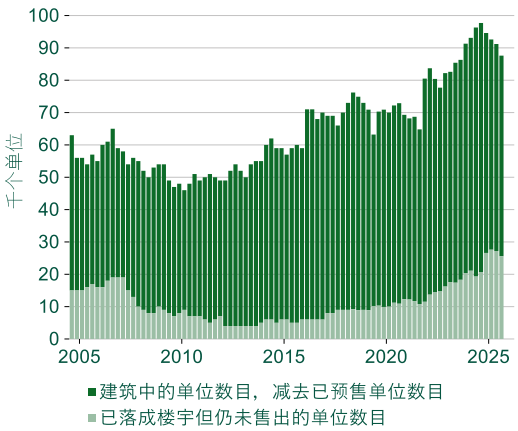
本地需求持续改善，预计有关趋势会持续至2026年。私人消费开支在连续四季录得按年收缩后，先于第二季回升1.9%，第三季更增长2.1%。这一升幅为第三季3.8%的整体实质GDP增长贡献了1.4个百分点，接近相等于货物及服务净出口1.6个百分点的贡献。最新的零售数据同样带来正面讯号。以金额计，截至10月份，零售销售已连续六个月录得按年增长，扭转早前长达14个月的跌势（表3）。股市交投转趋活跃，及住宅楼市见底企稳所带来的财富效应，为消费开支带来支持，抵销了部分劳工市场带来的压力。

我们预计本港2026年零售销售总额将增长约5.5%，高于今年原先估计的约1.8%增幅。然而，即使预期正面，2026年全年的零售总额料仍较2023年低约1%，并较2018年疫情前的高峰低约17%。同样地，虽然10月失业率录得今年以来首次按月回落，扭转自2023年年中2.8%低位开始上升的走势，但考虑到劳工市场对经济周期一向较为滞后，真正的失业高峰或要到2026年上半年才会出现。届时就业人数及整体劳动人口预计仍会远低于疫情前的水平（表4）。以上种种均指向本地经济将偏向稳步温和地复苏。

表 5：住宅价格 vs 1m HIBOR

注：数据截至 2025 年 12 月初
资料来源：Macrobond，恒生银行

表 6：未来可供应住宅单位数目



注：数据截至 2025 年 第三季
资料来源：Macrobond，恒生银行

全球减息步入尾声

我们对本港经济增长的预测能否持续，取决于全球有利的，金融环境能否维持。2025年，全球央行同步减息，全球流动性充裕，带动各类型资产水涨船高，香港恒生指数及新股市场同样受惠。不过，踏入2026年，随着全球各大主要及区内央行的减息周期陆续接近尾声，这流动性故事将开始降温。在此背景下，于今次减息周期中行动滞后的联储局，其部署短期内或会对市场情绪及波动性产生更大影响。

我们现时预期联储局会在2026年再减息两次，分别于第二季及第三季各减25个基点。有关预期取决于鲍威尔的继任人会否采取偏鸽派立场，并在上任后愿意付诸行动。第二季前，我们估计新增数据释出的信号仍然偏混乱，而联储局内部意见分歧亦大，难以形成强而有力的减息共识。至于第三季后，联邦基金目标利率届时应已接近所谓的「终端利率」，不再被视为具限制性的水平；若要在此基础上进一步减息，或需美国通胀实际回落至约2%的水平，但这在我们看来可能性不大。

审慎乐观

根据我们对联储局最新减息预测，2026上半年期间港元拆息（HIBOR）有望跟随美元利率走低，其后逐步企稳。虽然HIBOR重返2025年中低位的机会不大（有鉴于银行体系结余已由逾1,700亿港元「正常化」至现时约540亿港元），但任何程度的减息幅度对企业及楼市气氛仍具支持作用。

住宅市场于年中HIBOR一度回落后得以喘稳，及后表现依然理想（表5）。值得一提的是，三月至十月期间，住宅成交量每月企稳在超过5,000宗，高于过去24个月的4,000宗月均成交量，这亦是自2021年第三季楼市接近历史高位以来，首度重现连续八个月月均成交达5,000宗。然而，在需求回升的同时，库存压力仍大，限制楼价进一步上升空间（表6）。我们预期发展商会积极维持具吸引力的售价，让楼宇在成交回暖时进一步去库存。

香港经济统计资料

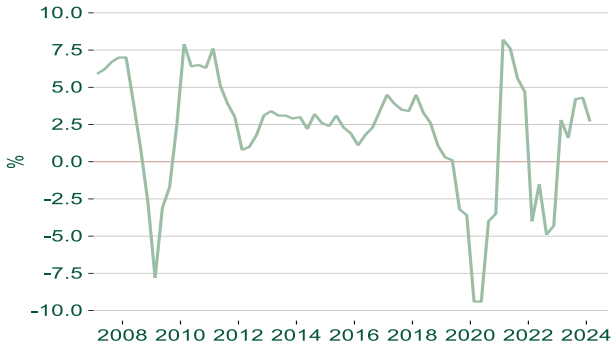
	本地生产总值		零售销售		对外贸易					失业率（经季节性调整）	通胀率
					出口		进口		贸易差额		
	名义	实质	货额	货量							
	10 亿港元	按年 (%)	按年 (%)	按年 (%)	10 亿港元	按年 (%)	10 亿港元	按年 (%)	10 亿港元	(%)	按年 (%)
2020	2,676	-6.5	-24.3	-25.5	3,933	-1.5	4,273	-3.3	-339.5	5.5	0.3
2021	2,868	6.5	8.1	6.5	4,968	26.3	5,311	24.3	-343.1	5.4	1.6
2022	2,809	-3.7	-0.8	-3.3	4,540	-8.6	4,930	-7.2	-389.9	4.3	1.9
2023	2,983	3.2	16.2	13.8	4,184	-7.8	4,649	-5.7	-464.6	3.0	2.1
2024	3,175	2.5	-7.3	-9.0	4,550	8.7	4,928	6.0	-378.2	3.0	1.7
2024 第一季	767	2.7	-1.3	-3.1	1,057	12.0	1,140	8.0	-83.0	2.9	1.9
第二季	758	2.9	-11.9	-13.5	1,128	12.5	1,206	7.4	-78.1	3.0	1.2
第三季	814	2.0	-9.6	-11.3	1,170	7.9	1,278	6.2	-108.2	3.0	2.4
第四季	836	2.5	-6.6	-8.3	1,194	3.6	1,303	2.9	-108.9	3.1	1.4
2025 第一季	800	3.0	-6.5	-8.3	1,173	10.9	1,252	9.8	-79.6	3.2	1.6
第二季	787	3.1	0.3	-0.5	1,286	14.0	1,389	15.1	-102.3	3.5	1.8
第三季	854	3.9	3.9	3.1	1,345	15.0	1,455	13.8	-109.7	3.8	1.1
2025 6 月	NA	NA	0.7	-0.3	418	11.9	477	11.1	-58.9	3.5	1.5
7 月	NA	NA	1.8	0.9	446	14.3	480	16.5	-34.1	3.7	1.0
8 月	NA	NA	3.9	3.4	437	14.5	462	11.5	-25.4	3.7	1.1
9 月	NA	NA	5.9	4.8	462	16.1	513	13.6	-50.2	3.9	1.1
10 月	NA	NA	0.0	0.0	462	17.5	502	18.3	-39.9	3.8	1.2
YTD	NA	NA	-0.8	-1.9	4,266	13.9	4,597	13.5	-331.5	3.5	1.5

	存款总额		人民币存款总额		贷款总额		货币供应 (M3)	住宅物业价格指数		访港旅客人次	
	10 亿港元	按年 (%)	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿港元	按年 (%)	按年 (%)	指数	按年 (%)	'000	按年 (%)
2020	14,514	5.4	722	14.1	10,499	1.2	5.8	379.9	0.2	3,569	-93.6
2021	15,186	4.6	927	28.4	10,893	3.8	4.3	393.9	3.7	91	-97.4
2022	15,440	1.7	836	-9.8	10,571	-3.0	1.6	334.7	-15.0	605	561.5
2023	16,222	5.1	939	12.4	10,191	-3.6	4.0	311.3	-7.0	34,000	5,523.8
2024	17,373	7.1	927	-1.3	9,908	-2.8	7.4	289.2	-7.1	44,503	30.9
2024 第一季	16,197	4.4	945	19.0	10,088	-5.4	3.4	308.1	-12.5	11,229	154.3
第二季	16,743	8.2	1,062	17.0	9,996	-5.0	7.4	302.5	-12.9	9,922	17.2
第三季	17,163	8.7	1,016	6.7	9,976	-3.1	8.5	287.9	-12.5	11,438	9.6
第四季	17,373	7.1	927	-1.3	9,908	-2.8	7.4	289.2	-7.1	11,914	11.6
2025 第一季	17,977	11.0	960	1.6	9,971	-1.2	10.8	284.9	-7.5	12,228	8.9
第二季	18,698	11.7	882	-16.9	10,158	1.6	11.5	286.7	-5.2	11,408	15.0
第三季	19,144	11.5	1,002	-1.4	10,069	0.9	11.1	293.1	1.8	12,836	12.2
2025 6 月	18,698	11.7	882	-16.9	10,158	1.6	11.5	286.7	-5.2	3,481	11.1
7 月	18,727	11.2	938	-11.3	10,042	1.5	10.8	288.1	-3.2	4,391	12.0
8 月	18,892	10.9	968	-4.6	10,004	0.8	10.4	288.7	-1.1	5,153	15.7
9 月	19,144	11.5	1,002	-1.4	10,069	0.9	11.1	293.1	1.8	3,292	7.5
10 月	-	-	-	-	-	-	-	294.3	1.1	4,589	12.2
YTD	19,144	11.5	1,002	-1.4	10,069	0.9	11.1	294.3	1.1	41,060	12.0

NA：不详；yoy = 按年变幅；ytd = 累计年初至今变幅

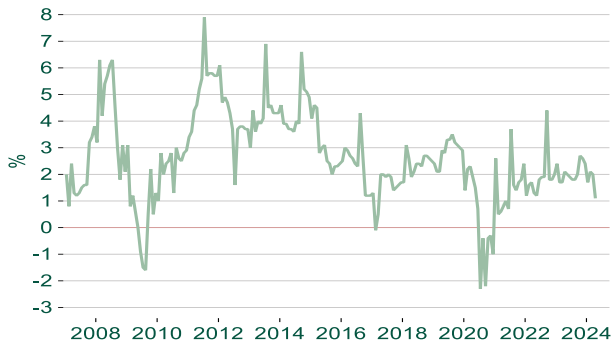
资料来源：统计处 · 金管局 · 差饷物业估价署 · 香港旅游发展局 · Macrobond · CEIC · 恒生银行

本地生产总值增长



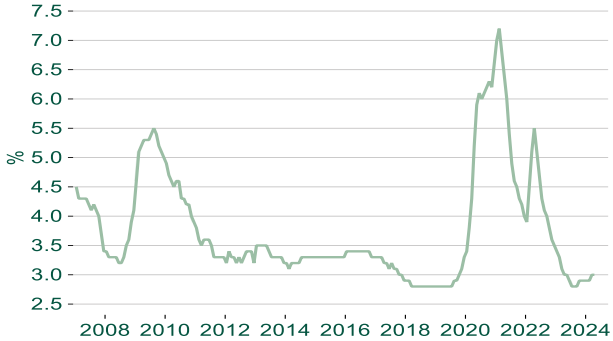
资料来源： Macrobond，恒生银行

消费物价通胀



资料来源： Macrobond，恒生银行

失业率（经季节性调整）



资料来源： Macrobond，恒生银行

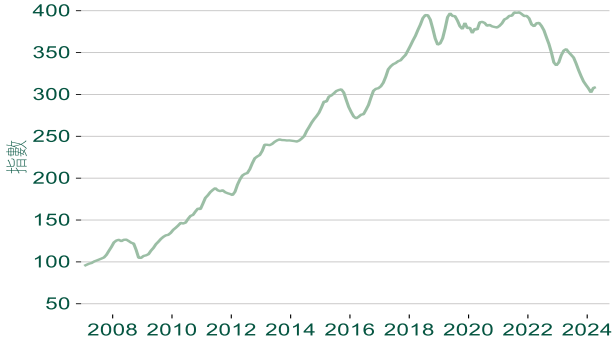
零售销售货额

资料来源： Macrobond，恒生银行

出口及进口

资料来源： Macrobond，恒生银行

住宅物业价格指数



资料来源： Macrobond，恒生银行

香港经济数据预测

	2025	2026	2027
本地生产总值	3.2%	2.5%	2.6%
通胀	1.6%	1.9%	1.8%
失业率	3.8%	3.6%	3.3%
零售销售货值	1.8%	5.5%	5.0%
零售销售货量	0.4%	4.0%	3.2%
出口	13.0%	4.0%	7.0%
进口	12.0%	3.0%	5.0%

内地经济数据预测

	2025	2026	2027
国内生产总值	4.9%	4.8%	4.7%
通胀	0.1%	1.5%	2.0%
工业增加值	5.9%	5.5%	5.3%
固定资产投资	-2.6%	2.0%	3.5%
社会消费品零售销售	3.9%	5.5%	5.3%
出口	5.4%	3.0%	4.0%
进口	-0.3%	4.0%	5.0%

资料来源：恒生银行
注 1：除了失业率外，其他数据都是按年变化
注 2：恒生银行环球资本市场预测

环球主要央行目标利率预测

（期末）	2025 年 11 月	2025 年第四季	2026 年第一季	2026 年第二季	2026 年第三季
北美洲					
美国	3.75 – 4.00%	3.50 – 3.75%	3.50 – 3.75%	3.25 – 3.50%	3.00 – 3.25%
加拿大	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
欧洲					
欧元区	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
英国	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%
亚太地区					
内地	1.40%	1.40%	1.30%	1.30%	1.30%
日本	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%
澳洲	3.60%	3.60%	3.60%	3.85%	3.85%
新西兰	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%

汇率预测

（期末）	2025 年 11 月	2025 年第四季	2026 年第一季	2026 年第二季	2026 年第三季
北美洲					
美元兑加元	1.40	1.39	1.38	1.37	1.37
欧洲					
欧元兑美元	1.16	1.17	1.18	1.19	1.19
英镑兑美元	1.32	1.33	1.33	1.34	1.34
亚太地区					
美元兑人民币	7.07	7.10	7.10	7.10	7.10
美元兑日圆	156.18	153.00	148.00	146.00	144.00
澳元兑美元	0.65	0.66	0.67	0.68	0.69
新西兰元兑美元	0.57	0.58	0.58	0.59	0.59

资料来源：Macrobond，彭博，恒生银行
注 1：内地目标利率指 7 天逆回购利率
注 2：恒生银行环球资本市场预测
注 3：美元兑人民币指美元兑在岸人民币汇率

免责声明

本档由恒生银行有限公司（「恒生」）提供，内含之资料，乃从相信属可靠之来源搜集，而当中之意见仅供参考之用，意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见，乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见，而有关分析员过去、现在或未来之报酬，并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性，并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见，或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺，亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估，并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定，并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见，因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。