



丝绸之路经济发展研究中心



南域发展研究所

题目：2026 年第三季政商分析

日期：2026 年 9 月 25 日

前言：香港保持良好增長勢頭

香港經濟在 2026 年第二季同比增長 4.5%，表現繼續靚麗。香港經濟增長創近五年最強勁的半年度表現。政府將全年經濟增長預測由 5 月復檢的 2.5% 至 3.5%，向上修訂至 3.5% 至 4.5%，該季內 GDP 同比增長 5.9%，創近五年單季經濟增速新高。

從增長動力來看，香港上半年經濟呈內外需“雙引擎”全面回暖。私人消費大幅提振，固定資本投資強勁。與此同時，香港住宅市場呈回暖跡象，成交量上升，負資產個案大幅減少，未來 3-4 年住宅潛在供應回落。1,500 萬元以下的住宅仍然有需求，主要由中国內地人士的需求支撐，本地一般居民仍然負擔不起。隨着境內匯出資金規條日益嚴格，內地人士對香港住宅的需求下降，會增加房價的壓力。經濟增長與就業市場「不同溫」。應屆畢業生就業困難，輸入外勞計劃加劇問題，AI 取代初階員工職能令大學生及低學歷人士求職日益困難。

證券市場方面，潛在的天量股份解禁並沒有成為壓倒香港股市的最後一根稻草。美國、韓國股市調整反過來引導資金回流表現相對落後的港股市場。數年前發表「香港已死」的耶魯大學著名經濟學家羅奇（Stephen Roach）近期發表「舊香港已死」，有些人士認為此描述並不代表香港經濟失去增長動力，而是說明香港的發展路徑改變。香港更加依靠中國，受惠於由中國大型企業推動的香港新股熱潮，香港在人民幣國際化擔當舉足輕重的角色。

特區政府最新發布的「五年規劃」羅列香港未來的發展路徑，借北部都會區把這些方案落地。把有為政府與高效市場結合，提升香港在全球和區域中的競爭新優勢。

1. 2026 年第三季经济回顾

1.1. 香港经济回顾

香港经济在 2026 年二季度持续增长

香港 2026 年二季本地生产总值数据出炉，GDP 较去年同期实质增长 4.3%，继续维持强劲增长。

图表：香港 GDP 变化

	2023	2024 ^r	2025 ^r	Q2 2025 ^r	Q3 2025 ^r	Q4 2025 ^r	Q1 2026 ^r	Q2 2026 ^a
本地生產總值	3.2	2.6	3.6	3.3 (0.8)	3.8 (0.9)	4.0 (1.1)	5.9 (2.9)	4.3 (-0.6)
私人消費開支	6.8	-0.2	1.7	2.4	2.4	2.5	4.9	2.9
政府消費開支	-3.9	0.7	1.5	2.5	1.9	1.5	2.8	0.5
本地固定資本形成總額	11.4	1.9	4.8	1.8	5.1	11.7	18.3	4.6
貨品出口*（離岸價）	-10.0	5.3	12.0	11.4	12.0	15.4	23.8	28.8
貨品進口*（離岸價）	-8.3	3.0	12.6	12.6	11.7	18.2	29.9	29.3
服務輸出*	19.2	4.1	6.2	8.0	6.4	4.7	3.3	3.4
服務輸入*	25.6	11.3	4.3	6.4	2.0	3.7	3.8	2.8

数据源：香港政府统计署

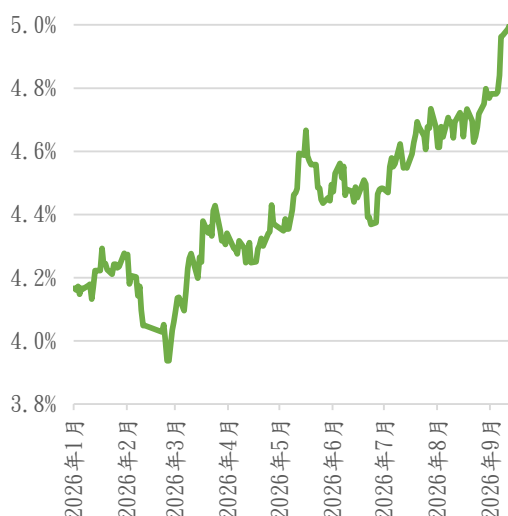
从增长动力来看，香港二季度经济主要来自外贸强劲与内部需求坚韧的双重支持。全球对人工智能（AI）相关电子产品需求殷切，带动整体货物出口同比实质急升 28.9%，加上私人消费连续五季扩张及物业交投活跃，推动香港上半年经济表现强劲。

美元融资水平高企可能影响香港经济发展

美国国债收益率居高不下。能源成本高企令通胀风险居高不下，联储局已于今年 9 月加息。市场预期美国联储局未来有机会进一步加息，预期将会影响市场情绪和经济活动。高昂的美元融资成本可能触发科技及成长板块的估值调整。

图表：美国国债收益率持续走高，市场预期美国联储局很有可能将加息

10 年期美国国债收益率在 2026 年 9 月持续上升至 5% 水平以上



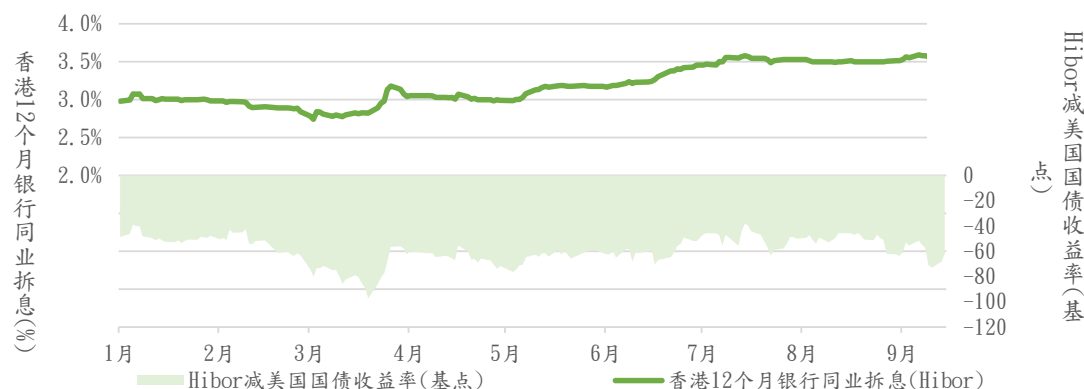
根据彭博综合市场预期美国联储局未来加息的可能性，预期未来 1 年可能加息 2 次

日期	加息机率	预期加息次数
2026/10/28	+53.1%	0.53
2026/12/9	+76.1%	1.29
2027/1/27	+39.9%	1.69
2027/3/17	+67.4%	2.37
2027/4/28	+28.6%	2.65
2027/6/9	+31.7%	2.97
2027/7/28	+10.3%	3.07
2027/9/15	+7.6%	3.15

数据源：彭博通讯社 3.13

对于香港，在联系汇率的框架之下，美国国债收益率上升无可避免影响香港的融资成本及资本流动。目前而言，银行同业市场流动资金总结余保持稳定，显示资金没有大规模流走。另一方面，港美息差扩阔触发套息交易，促使港汇走弱，港元汇价逐步趋近 7.85 的弱方兑换保证水平。香港的融资成本(Hibor)跟随美债收益率有所上升。

图表：香港 12 个月银行同业拆息，以及香港与美国融资收益率差异



数据源：彭博通讯社

香港融资成本上升对于本地经济主要有数方面的影响。首先，利率上升加重按揭供款负担，楼市买家态度转趋审慎，复苏势头或现波折；其次，联系汇率制度或迫使收紧货币政策，高息环境抑制企业投资与消费。

施政报告与首个五年计划：计划大多处于空中楼阁

香港特区行政长官最新发布《施政报告》及首份《五年规划》并无一如预期围绕香港配合「十五五规划」罗列一系列前瞻性的发展计划。主要焦点包括加快北部都会区建设，强化香港作为主要金融枢纽的角色，推动人民币国际化，提升巩固四大中心、建设人才集聚高地，提升国际优势，深化粤港澳大湾区建设，搭建全球合作平台等。

《施政报告》聚焦长远发展，惠民措施也是如此，当中最大的亮点是鼓励生育相关的补贴政策，护老，医疗等。《报告》较少针对社会目前关注的焦点，例如没有回应输入外劳政策挤压本地人士就业空间的议题，也没有实时纾困措施。

首个《五年计划》列出 22 个主要指标，涵盖经济、创科、建设、民生及环保范畴。这些指标展现特区政府对香港的愿景，多于必须落实的指标。具约束性指标只有 5 个，当中「北部都会区熟地五年产出量

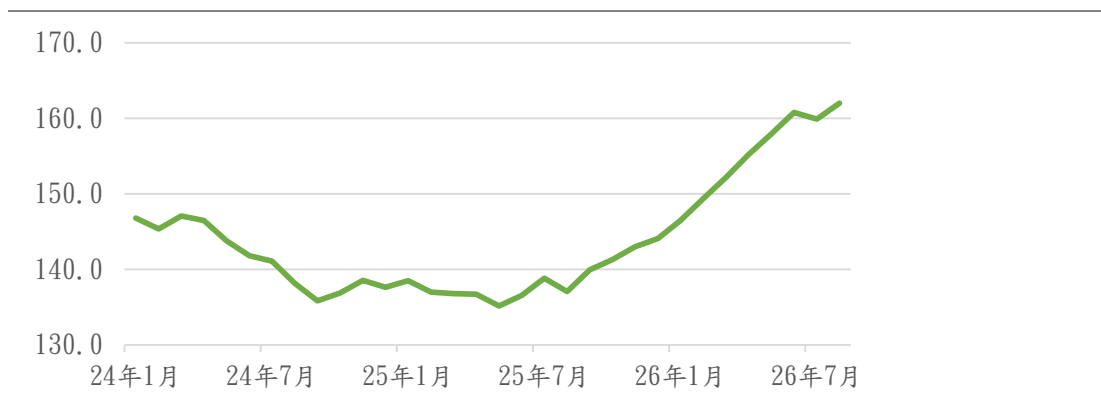
须达 900 公顷」意义较大。

特区政府致力为香港开拓新的突破点，包括引进欧洲飞机回收企业、吸引更多国际和内地顶尖药企落户、加速建立国际黄金交易市场。尽管欠缺章法和重点，我们欣喜特区政府跳出香港原有经济发展框框寻求新的增长点，包括一些不是香港传统优势的项目。考虑到香港政府仍然没有摆脱结构性财赤，我们认为政府须为这些发展计划设定优先次序，提升财政资源运用效率。

楼市

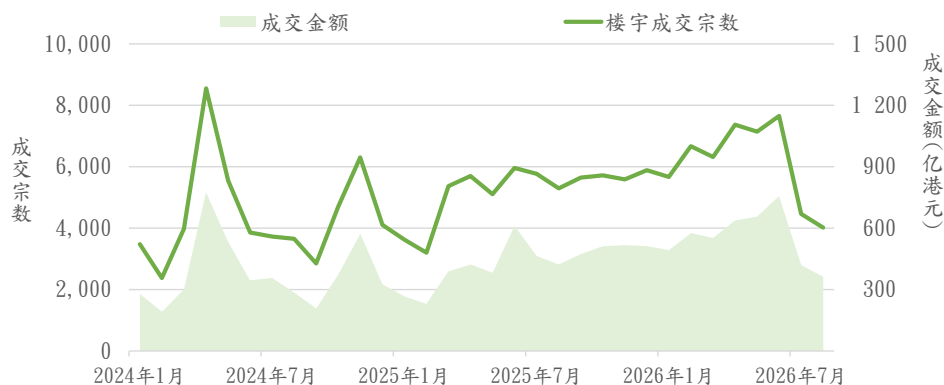
香港房价在 2026 年上半年走出了一轮持续上升行情。差饷物业估价署最新数据显示，截至 2026 年 6 月私人住宅售价指数已连续 13 个月上涨。上半年累计上升约 7.88%。同期，一手和二手住宅楼宇买卖成交量均上升。2026 年 7 月至 8 月，尽管住宅楼价仍然呈现上升势头，住宅楼宇买卖成交量环比出现较为明显的下跌。

图表：2024 年以来，中原城市领先指数表现



数据源：彭博通讯社

图表：香港每月樓宇成交宗數及成交金額



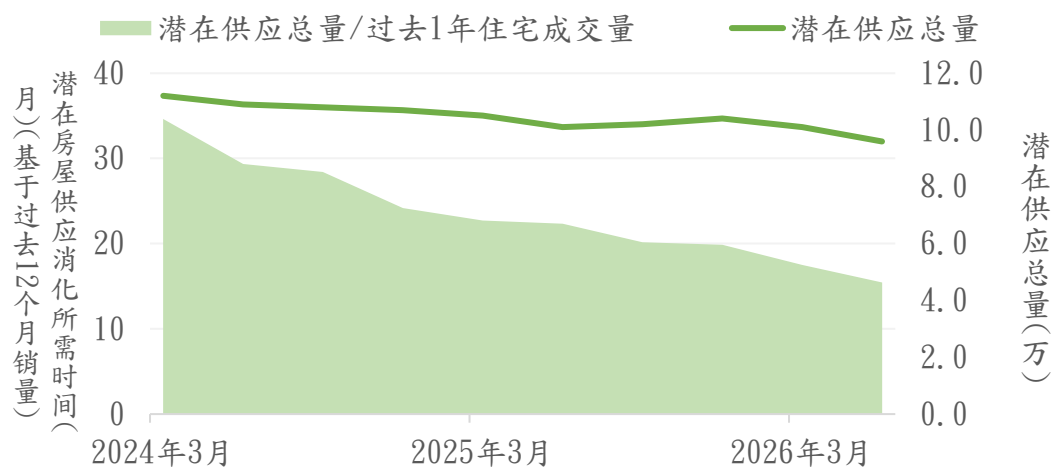
数据源：彭博通讯社

长期房屋供应略降。受惠现楼货尾显著消化，施工量回升

房屋局数据显示，截至 2026 年 6 月底，未来 3 至 4 年一手私人住宅潜在供应量降至约 9.6 万伙，按季减少 5000 伙，为逾 3 年半以来首次降至 10 万伙以下水平。

已落成但仍未售出单位 1.9 万伙，建筑中但未售出单位 6.1 万伙，已批出土地（熟地）并可随时动工单位减少 1.6 万伙。香港长远房屋供应减少反映香港楼市库存见成效，本港一手楼市正由「库存顶峰」逐步走向「供求趋平衡」

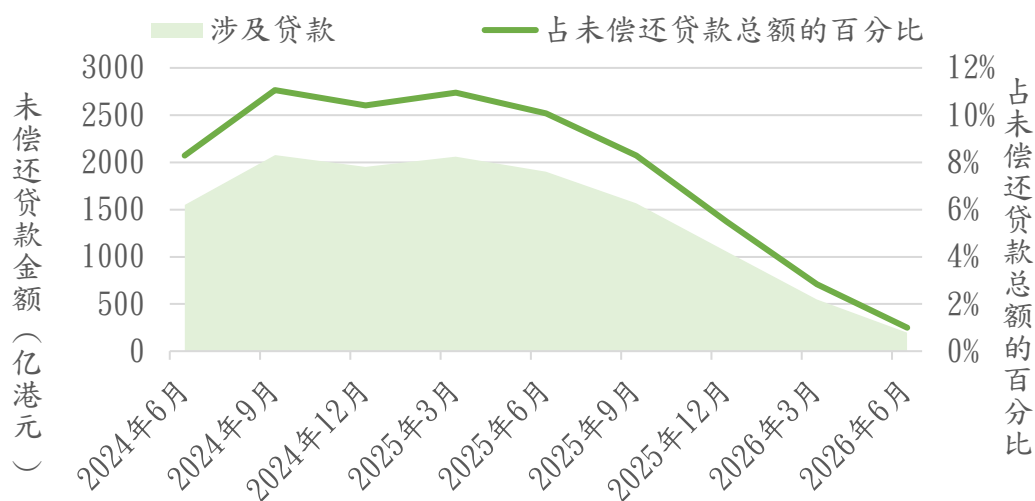
图表：未来 3-4 年一手私人住宅潜在供应量



数据源：香港房屋局、香港差餉物业估价署

与此同时，香港金管局数据显示，截至 2026 年第二季底，负资产住宅按揭贷款为 4,356 宗，较 2026 年第一季度下降 61.9%。住宅楼价持续回升，有助推动负资产数字持续减少。

图表：负资产走势



数据源：香港金融管理局

市场对香港楼市转趋保守

香港楼市在 2026 年上半年表现靓丽。然而，有外资大行对香港楼市看法转趋审慎。它们认为中国近月收紧《对外投资管理办法》和清晰化个人税务监管可能影响香港物业交投气氛，削弱住宅需求。

图表：近期投资机构就中国近月收紧《对外投资管理办法》对香港楼市影响的评论

时间	评论 机构	评论
2026 年 8 月	摩根 大通	回应市场关注《对外投资规定》可能影响香港房地产的影响，要点包括： (1)「房地产」一直属对外投资范围，但通常指房地产投资，个人购买自住物业会否被涵盖仍属未知之数； (2)即使个人购房被视为在规管范围内，该行认为发改委无理由拒绝自用购房申请，小额投资若完成申报及缴纳相关税项(如租金收入及资本利得税率同为 20%)，预期亦会获批； (3)该行主要忧虑并非资本外流管制或与物业相关的环球税项本身，而是更广泛的境外收入环球税项追溯力度不明朗，可能显著影响有意在港置业的内地人士的负担能力。
2026 年 8 月	花旗	回应国家发改委公布《对外投资管理办法(修订征求意见稿)》，机构认为当中强化了监管细节，包括扩大申报要求、收紧重大事件披露时限，以及扩阔「敏感行业」定义，并将投资者定义由「境内企业」扩展至「企业、其他组织及居民个人」 机构认为这可能对居民以个人身分购买境外住宅物业增添额外不确定性，但现阶段难以评估实际影响程度

数据源：公开信息

瑞银对香港住宅市场看法相对中性，机构认为 2026 年下半年至明年香港楼价大致持平。机构罗列四大核心风险

图表：瑞银提出香港楼市的四大风险

风险	理据
无就业复苏	新增就业明显走弱。自 2023 年以来，应届毕业生就业机会下降 70%以上，青年失业率维持在 7%至 8%的高位。
粤港澳大湾区融合	交通改善以及收入可见度降低可能会加速跨境迁移，以获得更低的居住成本，尤其是在人口老龄化的背景下。
北部都会区供应	北部都会区供应将缩短住房短缺周期
人口缺口	2023 至 2025 年，香港净人口流入平均每年仅 3.2 万人，远低于政府 2042 年城市规划目标。若需要按人口增长规划，每年所需人口约 15.3 万人

数据源：瑞银

中国清晰化境外投资规范政策影响有待观察

踏入 2026 年第三季，中国内地部门清晰化境外投资监管。包括：打击非法跨境投资证券活动，向内地居民境外信托投资征收 20%的税率征税。近日内媒报道，内地税务机关会对境外保单收益征收个人所得税 20%，当中包括红利派发及预缴保费产生的利息。

图表：近期中国监管当局对于境外投资的监管

日期	涉及部门	发布政策	政策概要
2026 年 5 月	中国证监会、中国人民银行、市场监督管理总局、金融监管总局等 8 部门	《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》	打击非法跨境投资活动，并引导投资者通过合法渠道展开境外投资
2026 年 7 月	中国财政部及国家税务总局	《关于离岸信托个人所得税有关事项的公告》	对中国税务居民设立、存续及终止离岸信托实施全链条穿透式个人所得税规范，明确将信托收益按 20% 的税率征税

数据源：公开渠道

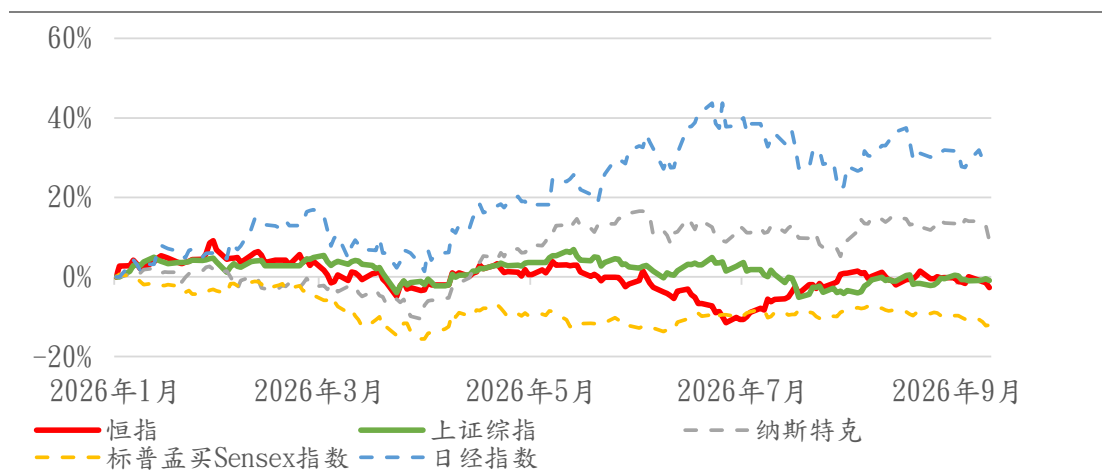
内地监管机构清晰化境外投资的税务要求，削弱了中国公民前往境外投资的诱因。市场担忧这将影响主要服务对象为中国市场的专业财富管理服务机构的业务前景。与此同时，部份市场人士担忧上述政策税务可能延伸至境外地产投资市场，这可能影响香港楼市前景。

股市

2026 年第三季，港股走势转强。由于投资市场对科技硬件概念股份热情急速转冷，原先表现大幅靠前的美国、日本、韩国、台湾的科技股份大幅调整。资金转向投资港股等估值相对低廉的市场。

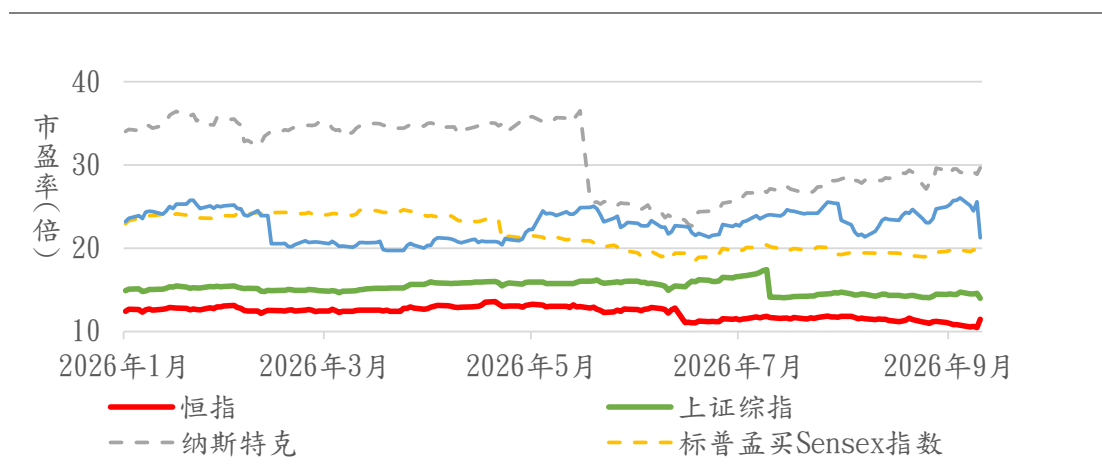
与此同时，大规模的 IPO 股份解禁潮并没有对港股市场带来冲击。基石投资者自愿延长禁售期，减少了 IPO 解禁潮对市场的冲击。

图表：2026 年 1 月 1 日至 9 月 9 日，主要证券指数表现



数据源：彭博通讯社

图表：2026 年 1 月 1 日至 9 月 9 日，主要股市市盈率(P/E)表现变化



数据源：彭博通讯社

值得注意的是，香港股市的每日平均成交金額從 8 月起開始下降。8 月每日平均成交金額約 2,534 億港元，環比下降 17.5%。截至 9 月 24 日的 9 月 18 個交易日，港股每日平均成交金額進一步下降至 2,104.7 億港元。港股成交量偏低在一定程度上反映投資者對港股興趣減少。

圖表：2026 年每月香港股市每日平均成交金額

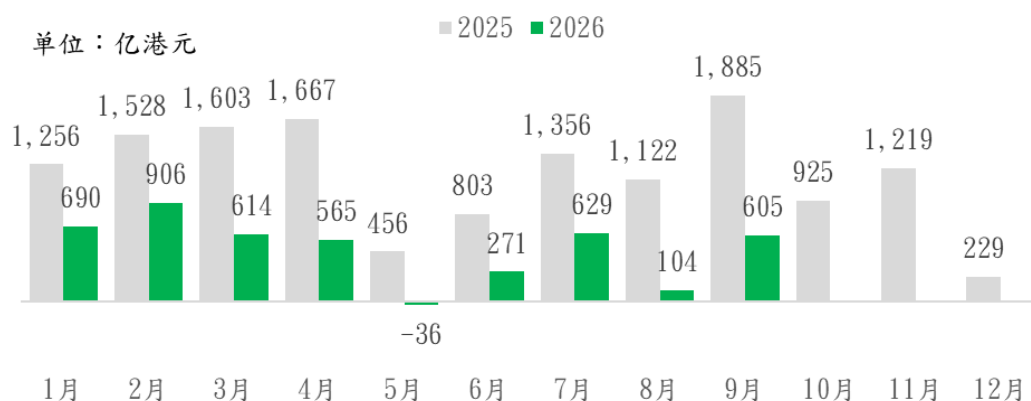
2026 年月份	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
平均成交額 (億港元)	2,723	2,468	3,039	2,535	2,929	3,191	3,072	2,534

數據源：香港交易所

北水減少，外資增量以被動基金為主

2026 年首 8 個月，中國內地投資通過「港股通」净流入港股金額約 3,743 億港元，同比下跌 61.8%。5 月單月，「港股通」净流出 36 億港元，為 3 年首次。

圖表：2025 年及 2026 年，每月通過港股通净流入港股金額的變化



2026 年 9 月數值為 2026 年 9 月 1 日至 24 日的累計净流入額

數據源：彭博通訊社

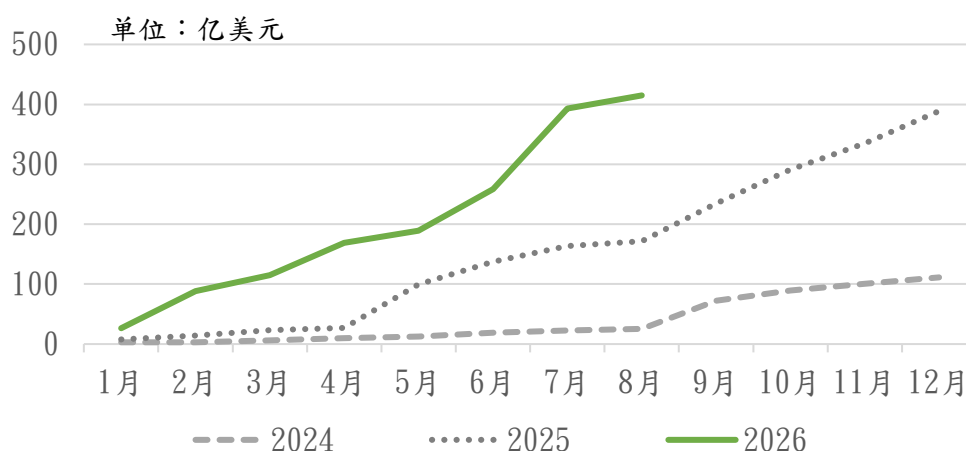
IPO 融资活跃

2026 年第三季，中际旭创和希音(Shein)等中国公司在香港落地大型集资计划，推动港股首次公开招股金额继续大幅成长。

2026 年首 8 个月，香港首次公开招股集资金额约 3,424 亿元，同比上升 153%，已超越去年全年总额。港交所表示，全球前五大新股集资案中，有 3 家公司选择落户香港，吸引东南亚及中东等新兴市场发行人赴港融资。

同时，国际基石投资者参与首次公开招股的比例亦升至近年高位，来自中东、欧美及亚太长线基金的资金持续增加，凸显海外资金对中国资产长期价值的信心。

图表：2024、2025 及 2026 年，每月 IPO 的累计融资金额



数据源：彭博通讯社

中国内地清晰化税务监管或触发股份减持潮

2026 年 7 月下旬，中国清晰化离岸信托税务规例。新规要求居民须在 90 日内申报及结清相关税项。

近期，香港上市公司、内地火锅龙头海底捞(6862.HK)的创始人张勇的妻子舒萍减持价值约 27.5 亿港元海底捞股份。摩根士丹利发布研报表示，这次海底捞大股东减持减持所得款项相当于张勇及舒萍自公司上市以来所收取股息的 31%，估计此举可能与近期出台的离岸信托税务新规有关。

过去几十年，不少中国公司创办人与投资者习惯在开曼、英属维尔京群岛等地设立离岸信托或具信托功能的法律安排，将股权、房产等资产装入其中，方便海外上市以及在海外累积财富。这些安排往往以「尚未分配即不纳税」为操作逻辑，收益可长期囤积在信托或其控制的境外实体内，避免产生税项。如今，税务新规或迫使不少公司大股东及高管在股市及其他市场减持资产以应付税务支出。

图表：综合市场分析，离岸信托新规在以下三个环节将触发征税

触发征税的条件	说明
设立	财产装入离岸信托，就视同财产转让，要按照当时的市场价值，扣除原值和合理费用后的余额，缴纳 20% 的个人所得税。 考虑到上市公司创办人及创办团队的原始持股成本极低，税基或相当于当时的股票市值
存续收益	信托历史收益，包括分红、卖出资产等
减持股票	信托减持股份

数据源：公开信息

根据市场粗略统计，大量香港上市公司，特别是 2023 到 2025 年把资产装进信托的，或在早期已经将股份装进离岸信托，持续分红的公司的上市公司创办人及投资者，将较受到离岸税务新规的影响。涉及金额动辄数亿至数十亿元。

值得注意的是，部份股东主要财富来自持有其上市公司的价值。当他们在短期内需要大量资金支付历史税款时，他们或需要以一个显著的折让在市场减持股份。大股东减持行动往往被视看淡企业前景的信号，压抑公司估值。以海底捞股东减持股份事件为例，他们以前一天收市价折让 6%至 6.85%减持相当于已发行股份约 4.6%的股份。当天海底捞股价下跌 9.1%，之后数天公司股价向下调整。

图表：市场粗略估算部份上市公司创办人及投资者短期需要补缴的金额数量

情景	涉及人士
估计需要在 10 月前补缴数亿税金	刘强东(京东)、孙宏斌(融创)、马云(阿里巴巴)、
估计需要在 10 月前补缴数十亿税金	吴亚军(龙湖)、潘石屹(Soho 中国)、许世辉(达利)、余凯(地平线)、张俊杰(霸王茶)

数据：公开信息估算，未经核实

假若大量上市公司的创办人和投资人需要减持股份以应付税规要求，这可能会在短期增加港股市场的下行压力。

人民币国际化进程加快

图表：2026 年 6 月以来，与人民币国际化相关的主要事件

时间	事件	效果
2026 年 6 月	中国(数字人民币国际运营中心)推出「数达币」	为客户提供低成本、多元化和安全高效的跨境数字支付服务，助力跨境贸易和投融资便利化与金融高水平对外开放。 7 月 16 日中国工商银行首度透过数币达平台，进行一笔与新加坡的人民币跨境交易
2026 年 6 月	中国人民银行、印度尼西亚央行与香港金融管理局签署了三方双边交易本币结算（LCT）合作备忘录	
2026 年 7 月	香港金管局人民币业务资金安排规模由 2,000 亿元增至 5,000 亿元，使用最长期限延长至 3 年	增加离岸市场的人民币流动性，减少市场波动
2026 年 7 月	债券通“南向通”年度投资净额度由 5,000 亿元大幅提升至 8,000 亿元，并首次将南向通债券纳入回购支持范围	扩阔离岸人民币市场参与者
2026 年 7 月	伦敦清算所（LCH）于开始接纳以离岸人民币（CNH）计价的中国国债作为合格的非现金抵押品	增加离岸人民币国债的流动性，强化中央清算的作用，并进一步推动了人民币的国际化
2026 年 8 月	港交所推出 5 年期中国国债期货	国债期货有效满足了离岸市场日益增加的人民币利率风险管理需求，降低了对冲成本，有利于完善人民币国债收益率曲线

数据源：公开信息

2026 年，人民币国际化从贸易应用及债券发行方面均有长足进展。

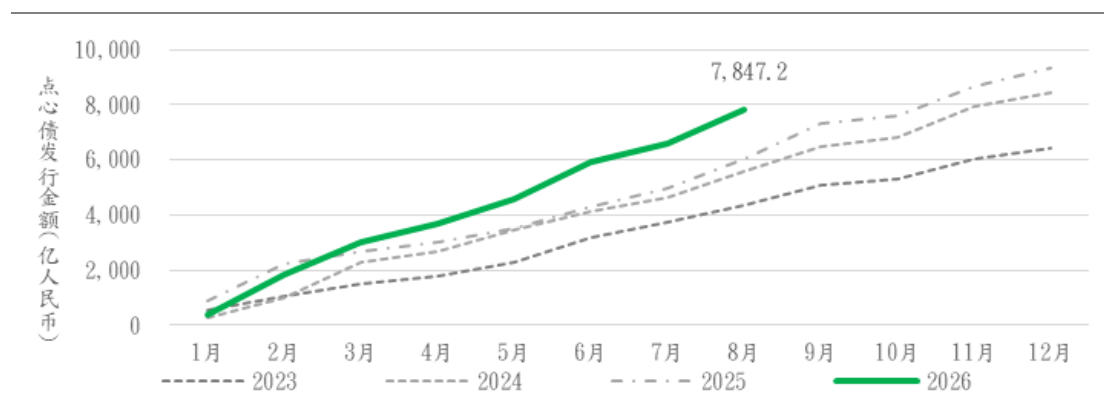
人民币贸易应用持续增长

2026 年上半年，中国经常项下跨境人民币结算金额为 9.83 万亿元，同比上升 18.4%；直接投资跨境人民币结算金额为 4.17 万亿元，同比上升 1.5%。据了解，人民币已成为中国对外收支第一大结算货币、全球第二大贸易融资货币。人民币在特别提款权货币篮子中权重位居第三。

点心债蓬勃发展

根据彭博通讯社统计，2026 年 1-8 月，点心债累计发行金额达到 7,847.2 亿元人民币，同比上升 29.6%。

图表：离岸人民币(点心债)发行量



数据源：彭博通讯社

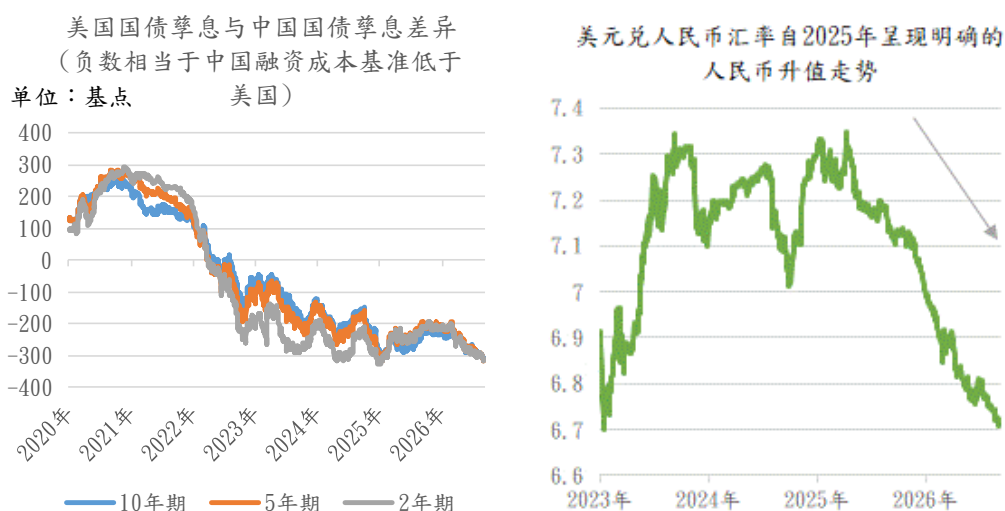
2026 年第三季，继续出现里程碑事件。

2026 年 8 月 13 日，国家电网在香港成功发行 149 亿元点心债，为央企有史以来单笔最大发行规模。认购倍数超 13 倍，发行利率则创 2026 年中资企业同期限最低发行利率。

市场对点心债热度不减。我们将其归因于(1)人民币融资成本远较美元融资成本低，吸引企业发行；(2)人民币兑美元升至 3 年以来高位，人民币升值趋势抵消人民币债券回报率较低的影响，增加点心债对投

資者的吸引力；以及(3)更多政策盘活離岸人民幣市場。

图表：利好離岸人民幣債券市場及發展的因素



数据源：彭博通讯社

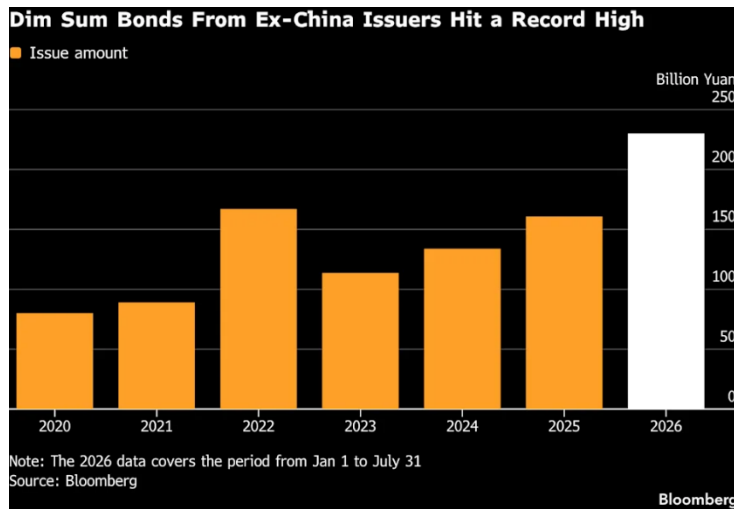
2026年7月，債券通“南向通”扩容，与此同时首次向非银机构开放，首批6家头部保险机构获准参与点心债市场。保险资金具有规模大、期限长、配置属性强的特点，其大规模南下将从根本上改变離岸人民幣債券市場的投資者結構，以及擴闊市場基礎。

境外投資者參與熱度上升

離岸人民幣債券發展朝多元化發展。越來越多非金融企業及國際機構參與，例如中亞地區的国家企業(如哈薩克斯坦国家石油天然氣公司)開始利用香港離岸市場發行大规模點心債。離岸人民幣的發行長度日益多元化，豐富了投資者的選擇。

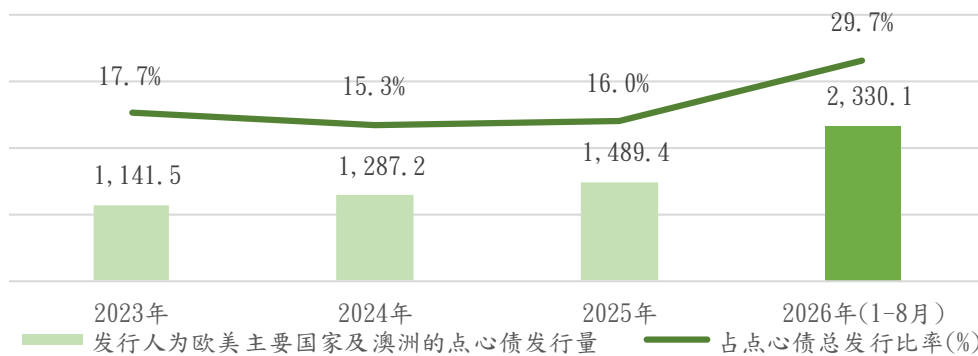
正如以上所言，人民幣融資成本較低，吸引了越來越多非金融企業、境外借款人以及主權發行人進入這一市場，其中包括葡萄牙。另外，科網巨頭如騰訊、京東、快手均參與點心債市場。2026年8月，據知情人士透露，德國、法國和西班牙曾與銀行就中國點心債市場進行過探索性討論。

图表：彭博统计显示，2026 年 1 月至 7 月，境外借款人发行点心债集资金额创历史新高，高于去年集资金额



数据源：彭博通讯社

图表：我们基于彭博通讯社统计境外国家发行人的发行点心债募资规模¹。无论是发行金额和发行量占比，他们的参与度均上升。



数据源：彭博通讯社

¹ 我们统计以下国家发行点心债规模：美国、加拿大、英国、法国、卢森堡、奥地利、爱尔兰、瑞典、瑞士、荷兰、瑞士、德国、新加坡、哈萨克斯坦、阿联酋、澳洲。

五年计划推动人民币作为政府支付货币

香港计划强化香港作为全球最大离岸人民币业务枢纽，其中一个方向是积极推动人民币作为政府的支付货币。

特区政府过去发行人民币债券，但欠缺应用场景。2025 年，特区政府在 11 月发行包含 16 亿人民币的数码绿色债券，香港金融管理局在 12 月代表政府重开了一只 5 年期人民币机构政府债券，发行额为 10 亿元人民币。人民币的升值趋势无形中增加香港政府发行人民币债券的成本。

我们认为特区政府除了可以考虑以人民币支付向中国企业采购服务和物资(例如东江水)的费用，也可以探索以人民币支付与北部都会区基建相关的费用。结合政府增加以人民币收取的收入(2026 年 6 月，香港特区政府立法容许股票印花税收取人民币)，借此形成收支闭环。

债券通南向扩容，未来人民币证券纳港股通，中国在离岸人民币市场持续发挥影响力

目前离岸人民币金融产品市场主要以中国资产和中国资金为主。过去数年，更多中资机构在香港发行人民币债券和金融产品，推动离岸人民币产品生态多元化，市场流动性提升。我们乐见内地资金通过更多渠道参与香港的离岸人民币市场，例如内地险资投资人民币债券，以及即将容许内地投资者通过港股通投资以人民币计价的港股，进一步推动整个生态圈的发展。

大宗商品市场发展

2026 年第三季度，香港在建设大宗商品交易生态圈方面取得了一些进展。7 月，香港黄金中央清算及结算系统正式开始试营运。另一方面，据报导，港交所的美元黄金期货合约自 2026 年 7 月 6 日重启后交易活跃。8 月 19 日，该合约单日实物交割量达到 145 公斤，打破了 2018 年 12 月创下的 63 公斤旧纪录。合约重启以来，日均成交量达 9,974 份，日均成交名义价值约 13.5 亿美元，市场参与者超过 30 家。

大宗商品交易方面，香港作为伦敦金属交易所（LME）的许可交付地点，仓储网络在第三季度进一步扩大。截至 2026 年 8 月底，香港仓储的锡和锌占全球仓库分别约 52% 及 20%，铜的仓储则占全球 LME 仓储的 6.8%。

图表：LME 仓储-香港

(单位：公吨)	2025/7/16	2025/12/31	2026/6/30	2026/8/31
铜	7,675	9,575	10,700	15,950
镍		900	840	840
锡	25	1,490	4,240	2,900
锌	75	8,450	8,650	97,950

数据源：彭博通讯社

3. 专题讨论：告别旧香港，勇探新前路

昔日对中国经济前景乐观、近年以「香港玩完论」引发争议的耶鲁大学著名经济学家罗奇（Stephen Roach），日前再度发表题为《旧日香港已终结》，指出旧香港已终结。

这番言论继续引发争议，不过，有观点认为香港经济发展模式随时代改变并无不妥。世界政治经济格局和地缘政治不断改变，人工智能快速发展并重塑工作和生产模式，香港政府全力配合「十五五规划」而制定这个城市未来发展规划，经济发展模式改变乃是理所当然。

我们以下将通过三个部份探讨香港改变。在第一部份，报告将透过回顾香港的经济发展历程突显香港把握时代机遇发展成为独当一面的国际金融中心；第二部份则是我们对香港发展路向和北部都会区发展；第三部份我们则集中讨论香港经济发展转型的就业阵痛，劳动市场要如何配合香港经济发展路径。

不断蜕变成长的香港经济

金融中心的兴衰，从来不是一朝一夕之事，而是时代浪潮、地缘政治与经济规律交织的结果。香港这座城市，在过去半个世纪经历了数次蜕变——从英资垄断的殖民地港口，到中国企业走向世界的跳板，再到今天在大变局中重新定位的国际金融枢纽。告别旧日的辉煌模式，香港正在迎来一个功能与内涵截然不同的新金融中心。

从英资雄霸到本地资本崛起

上世纪七十年代，香港的经济命脉掌握在英资洋行手中，汇丰、怡和、太古、和记等财团雄霸一方。然而，随着制造业兴起与华资企业家的拼搏，本地资本迅速冒起。1979年，李嘉诚以约6.3亿港元从汇丰手中购入和记黄埔22.4%股权，成为首位入主英资大洋行的华人；翌

年，包玉刚动用逾 21 亿港元夺得九龙仓控制权。这两场收购战，标志着香港经济权力结构的根本转移。

把握改革开放红利，金融业逐步主导经济

早在 1980 年代，香港不少企业家把握中国改革开放的机遇，利用内地较低廉的土地、劳动力及生产成本，在中国建立起庞大的生产网络。中国改革开放不仅为香港制造业提供了广阔的腹地，也带动了香港金融、物流、专业服务等行业蓬勃发展的蓬勃发展，使香港逐步发展成为国际商贸中心和航运枢纽。

踏入 1990 年代，随着中国改革开放深化，香港迎来新的历史角色。1993 年 7 月，青岛啤酒成为首家在港上市的 H 股企业，开启了国企「走出去」的序幕。此后红筹股与 H 股双翼齐飞，香港成为中国企业接通国际资本的桥头堡。其后，民营企业崛起、互联网浪潮席卷，投资银行为企业发行股债的融资模式，逐渐盖过商业银行的传统贷款。1997 年亚洲金融风暴中，特区政府动用约 1,180 亿港元入市击退国际炒家，保住了联系汇率，也奠定了香港金融体系的韧性。这个资本市场，支撑着内地房地产、零售、工业加工，乃至基建与矿产能源开发的高速扩张。

香港跟随中国经济腾飞

中国于 2001 年加入世贸组织，经济增长连年保持双位数。2008 年全球金融海啸爆发，中国推出四万亿元人民币刺激方案，稳住了全球经济，成为世界经济增长的主力。

香港凭借「一国两制」的独特安排，成为中国引入全球资本的超级联系人。在 2009 至 2019 年的十一年间，香港交易所七度登上全球 IPO 集资额冠军宝座，2019 年单年集资额约 3,140 亿港元；离岸人民币存款一度突破一万亿元，香港长期处理全球约七成的离岸人民币支付。沪港通（2014 年）、深港通（2016 年）、债券通（2017 年）相继开通，互联互通机制把香港与内地资本市场紧密缝合。

第三章：阴霾岁月

2020 年以后，中国经济在高速增长过后进入调整期，新冠疫情更令内地与香港雪上加霜。坚持「一个病人老幼都要救」的爱民政策虽守住人命，却也虚耗国库——香港 2020 年经济收缩约 6.5%，为有纪录以来最差，其后连续数年录得逾千亿港元财政赤字，经济一度萧条。

带有政治背景的外媒乘机大肆渲染「香港已死」，部分外企与外籍精英出走新加坡、日本、澳大利亚，重塑其亚太战略；中东的阿联酋、卡塔尔在沙特改革的带动下，亦成为外资的新选择。

香港楼市、股市、债市、零售与转口贸易同时下挫。最触目惊心的是 IPO 市场：2023 年香港新股集资额仅约 460 亿港元，跌至全球第六位左右，与巅峰期不可同日而语。国际资金流出，金融中心的成色似乎正在褪去。

大变局中的转机

自从 2008 年金融海啸，经历欧债危机，新冠病毒疫情，俄乌冲突，西方政府应对冲突的无能暴露无遗。与此同时，中国经济有序成长，并且成功在新能源、电动车等新兴行业建立绝对统治地位，在人工智能等前沿科技奋力追赶，与美国逐步形成分庭抗礼之局。

近年欧美右派势力抬头，其中一个标志性人物是美国总统特朗普，以「美国优先」为旗号推行单边主义。然而，关税却处处适得其反，美国鲁莽攻击伊朗令通胀居高不下间接增加美国加息的压力。另一方面，中国稳健扩展对「一带一路」周边地区的影响力，经济交流日益频繁，连带人民币影响力上升。

香港在国家战略下的新定位

法治健全、资金自由进出、联系汇率稳定、又不受地缘战火波及的香港，重新成为全球资本的避风塘，成为中国主要的离岸人民币金融中心。



丝绸之路经济发展研究中心



南域发展研究所

北京在「十五五」规划中，为香港定下清晰的角色：继续担当中国企业出海的中转站、股票市场的龙头、境外人民币的交易中心。中央力推「A+H」与H股模式上市，内地龙头企业接踵来港——宁德时代2025年5月在港上市，集资逾410亿港元，为当年全球最大型新股之一。2025年上半年香港IPO集资额已逾千亿港元，按年增长数倍，一举重夺全球新股集资额之冠，与纽约、纳斯达克鼎足而立。

「五年计划」与北部都会区的愿景——专精优势项目抑或扩展产业链

香港特区政府刚发布《五年计划》，明确了未来五年的主要发展方向。香港既要提升国际金融、航运、航空及贸易中心地位，强化全球离岸人民币业务枢纽及跨境财富管理中心功能，亦明确提出加速建设国际创新科技中心，以系统性思维推动产学研深度融合与新型工业化。

专注优势产业 让金融成为创科加速器

我们认为，香港特区政府在推动新产业发展时，既要认清自身优势，亦需要配合周边地区协同发展。过去数十载，香港和周边城市在创科形成互利共赢的生态体系，从传统工业至创新科技，香港企业借助深圳等周边城市成熟的生产体系发光发亮。目前，深圳科技发展水平甚至高于香港。

我们深入对比纽约、伦敦等全球顶级金融中心的空间集聚与功能演进轨迹，结合香港本土极端稀缺的要素资源、高昂的要素成本，结果发现：强行推行产业多元化并不符合城市级经济体的客观演进规律。香港必须依靠中国才能形成整个商业死循环，盲目推进产业多元化可能削弱资源再分配的效率。我们认为，香港应参照伦敦、纽约和新加坡的经验，把科技、绿色经济、生命科学和创新产业，嵌入资本配置、专业服务、法律规则、全球人才和总部经济之中。

图表：纽约和新加坡近年均发展创科，经济发展仍集中于金融产业

城市	指标	金融(与保险)业占比
纽约	贡献私人部门工资总额 ²	27.9%(2024 年)
新加坡	外商直接投资 ³	63.9%

我们认为，香港发展创科最理想的路径是在金融跑道上进行精细化深耕和功能跃升。香港应善用现有的金融体系，让科技通过金融实现资本化、国际化和制度化，引导资本投资创科。

香港每年吸引大量直接投资⁴，并已成为全球最大的跨境财富管理中心⁵。香港成熟的金融服务体系将会成为香港推动创科，AI 和航天等前沿科技的重要加速器。

香港近年放宽上市要求，包括：(1)容许同股不同权、以及(2)容许符合市值要求的未商业化的生物科技公司 and 特专科技公司在香港融资上市。从 2018 年香港许可未商业化的生物科技公司上市起计，累计超过 80 家未盈利生物科技及硬科技公司在港上市，成为全球第二大生物科技融资中心。

香港成为中国创科企业重要的募资中心，MiniMax、智谱等 AI 公司借助香港证券市场加速业务发展。

顶尖科研配合成熟的金融市场，能成为企业孵化加速器

香港的公立大学的教育质量和研发实力均处于全球领先水平。过去香

² 数据来源：State of the New York City Economy 2025([连结](#))

³ 数据来源：Foreign Direct Investment in Singapore (Flows) 2025([连结](#))

⁴ 基于 UNCTAD《World Investment Report 2025》。在 2024 年，按年实际外商直接投资流入计算，美国以 2,790 亿美元居首，新加坡为 1,430 亿美元，香港为 1,260 亿美元，中国内地为 1,160 亿美元。

⁵ 根据波士顿咨询公司 (BCG) 发布的《2026 年全球财富报告》，香港在 2025 年底管理的跨境资产规模 (AUM) 达到 2.95 万亿美元，按年大幅增长 10.7%，历史性地首次超越瑞士，正式加冕为全球最大的跨境财富管理中心。数据源：Boston Consulting Group《Global Wealth Report 2026》及新闻稿《Hong Kong Surpasses Switzerland as the World's Largest Cross-Border Wealth Hub》

港高等学院成功孵化大疆创新和商汤等后来誉满四海的科技创新企业。正如以上所言，香港应善用香港成熟的资本市场，引导资金投入有待验证商业可行性的项目。政府可以充当主导角色，包括扩大科创配对基金规模及资助额上限。与此同时，推动私募资本参与初创投资，为相关投资者提供更多诱因。另一方面，港金融部门可以参考北京证券交易所，在港交所旗下成立一个服务中小微企业和初创企业的交易所，辅以较低的准入门槛和适当的投资者保护，帮助公司从市场取得融资以及通过股权换取服务。

北部都会区

北部都会区建设被《五年计划》列为引领空间格局优化的重要战略载体，是特区政府实践配合国家未来发展，改变香港传统「南热北冷」经济格局的任务，以及推动香港从主力提供金融服务转化为创科与经济并重的城市经济体。

这一次香港政府正展现前所未有的发展决心，在财政紧绌的情况下仍然愿意大破擘囊，包括释放外汇基金超额储备及举债，以加速北部都会区计划的落地。我们认为政府应须认真做好顶层设计，务求北都的发展路向既能配合祖国发展，亦降低发展落地不如预期的风险。

发挥与周边地区的协同效益，乃重中之重

我们认为，北部都会区核心发展的关键问题乃是在于如何发挥与周边地区的协同效益。

深圳及其周边地区早在数十年前已经建立完善的产业链，发展成本与人才优势均优于香港。过去数十年间，香港的创科人才借助中国内地的硬件和软件优势加速孵化。香港在扩展创科产业须先思考自身独特的科研优势而非简单复制中国内地的创科基建模式，这样才能够给予更大诱因让香港，甚至是内地资本投资北都，使发展能事半功倍。

发挥高等院校教育与科研优势

我们乐见特区政府扩大北都大学城的计划，并将成为香港北部都会区发展的主线。香港高等教育学院研发实力雄厚，特区政府借大学成先汇聚科研机构与人才，是其中一个可以打开展创科局面的方法

香港高等院校的教育与科研质量素来位居世界前列，这不仅是香港的传统强项，更是未来在全球竞争中占有相对优势的关键资产。北部都会区的创科基建，正可担当「加速器」的角色，有效促进科研成果从大学实验室走向商业化应用，实现从「从 0 到 1」的突破，再到「从 1 到 N」的产业化跃升。过去香港成功孕育如大疆创新等世界知名产业。

我们深信，这种「校城融合」的产学研生态，将为香港带来深远的变革效益。首先，大学城与科技城的无缝对接，有助于构建完整的人才培育与吸纳链条——高等院校可根据科技城的产业需求，调整课程与研究方向，为企业输送对口的高端人才；同时，科技城的产业资源和实践场景，也能反哺教学，提升学生的应用能力与国际视野。其次，这种协同模式有利于汇聚全球顶尖的科研团队和创科企业，形成群聚效应，进一步巩固香港作为国际创科中心的地位。

我们十分认同香港特区政府积极将教育从传统的公共服务转型为高价值的战略性出口行业的路向。香港拥有 5 所 QS 世界大学排名前 100 的大学，教育质量获国际认可。本地大学实行全英文授课，汇聚全球师生，提供多元文化环境。国际化和教育质量是香港高等教育不可替代的优势。香港教育服务占本地 GDP 比率偏低，远低于英，美，澳等主要教育输出国，具备极大的增长潜力。

传统发展模式效果减弱，香港须思考新的发展收入模式

北部都会区（特别是古洞、新田及河套发展区）与深圳市区仅一水之隔，地理上的紧密连结，加上跨境交通日益便捷，正逐步拉近两地在居住成本上的差距。可以预见，北都住宅价格相对邻近深圳小区的溢价或将持续收窄，甚至趋于持平。《五年计划》中，特区政府在未来 5 年必须将 900 公顷土地转为熟地，土地供应前景更加透明。这意味

着，过去香港倚靠新市镇发展所带来的土地增值收益来回本及支撑公共财政的惯常做法，在未来恐难以为继。

传统的发展模式——以高地价补贴发展成本的效益逐渐减弱。香港必须重新审视自身的发展财政逻辑，积极探索可持续的多元收入模式。面对这项结构性的转变，我们认为香港必须从「卖地思维」转向「产业思维」与「城市经营思维」，重新定义和评估北都的财政价值创造模式。具体而言，可循以下方向探索新的收入来源：

北都的价值不应只按卖地所得的价值衡量，更应以其对香港整体竞争力、人才汇聚及产业升级的贡献来评估。我们建议政府尽快展开「北都财政可持续性研究」，结合土地、产业、金融及人口数据，制订一套具前瞻性的「全周期收益管理框架」，确保北都在财务上自给自足之余，更能真正成为香港经济转型的强大引擎。

以产业收益补充土地收益。随着新田科技城及河套港深创科园逐步落成，政府可透过税务优惠吸引高增值企业落户，再从企业利得税、专利授权收益及就业人口带动的消费税收中获取持续回报。

善用债券及公私营合作模式（PPP）分摊前期成本。北都作为跨越 20 年的超大型发展项目，可适度增加基建债券及绿色债券的发行规模，以低息社会资金支撑长周期工程，同时引入私人发展商参与片区开发，分担政府现金流压力，并让市场力量参与风险管理。

经济转型的阵痛，就业市场的错配

经济增长与就业市场供应不匹配

图表：各经济部份贡献香港 GDP 及香港劳动市场比率

产业名称	经济增加值 占 GDP 比 重(2023 年)	经济增加值 占 GDP 比 重(2024 年)	就业人数占 总劳工比重 (2023 年)	就业人数占 总劳工比重 (2024 年)
金融服务	24.9%	26.2%	7.3%	7.2%
贸易及物流	18.8%	18.9%	15.5%	15.0%
专业服务及 工商业支持	10.8%	10.3%	15.7%	15.8%[
旅游业	2.6%	2.8%	3.9%	4.3%

数据源：香港政府统计署

上述数据揭示了香港经济增长引擎与劳动市场承载力之间的深度结构性错配。金融服务业作为绝对的支柱，其高达 26.2% 的 GDP 贡献率与仅 7.2% 的就业吸纳量，凸显了该行业高度依赖资本运作与顶尖专业技术，而非劳动力数量的扩张。这意味着，当金融市场活跃带动宏观经济上行时，其创造的财富与红利往往仅能在少数精英阶层与企业利润中流动，难以透过广泛的就业岗位「滴灌」至基层市民。

真正承载全港就业的，是贸易及物流（15.0%）和专业服务（15.8%）。这其中，贸易及物流的就业比重已由 15.5% 微降至 15.0%，在全球供应链重组与数码化冲击下，行业边缘及低阶岗位正在被自然淘汰，且这个过程很难逆转；专业服务及其他工商业支持服务是四大产业中雇员最多的行业，但其 GDP 占比仅 10.3%，且过去一年就业比重微升的同时，GDP 份额由 10.8% 收缩至 10.3%，名义增加值仅增 2%，明显跑

输全港。旅游业作为四大产业中唯一显著扩张就业的板块，一年间就业比重由 3.9% 升至 4.3%（净增约 1.4 万个岗位），只是这些新增岗位集中于人均产出最低的零售、住宿与餐饮环节，加上本地消费又被北上潮持续虹吸，行业利润与基层薪酬长期承压。

这种「增长极」与「就业极」的严重割裂，导致香港的经济结构呈现脆弱的倒金字塔型：少数处于塔尖的高增值、资本密集型行业拉动了华丽的 GDP 数字，掩盖了处于塔基的庞大劳动人口正困于低增值、易受外围冲击的产业中的事实。这不仅是「不同温」现象的最直接成因，更暴露出香港经济在面临外部消费模式转变（如北上消费）时，缺乏具备强大就业吸纳力与中等附加值的新兴产业作为缓冲，进而加剧了基层就业市场的动荡与薪酬停滞。

失业率、就业不足率与总就业规模推移

2026 年 6-8 月，香港失业率略升至 3.8%。与此同时，劳动力市场的深层次结构性恶化。

在总就业人数稳定不变的情况下，就业不足率从 1.1% 攀升至 1.9%，揭示市场上更多从业员面临开工不足的窘境。青年族群的高失业率（高达 8.4%），为两年来最差，企业优化成本、人工智能应用日渐普及，导致初级职位岗位大幅削减。

2026 年 5 月，有报导引述大学联校就业数据库统计，适合大学毕业生的全职职位空缺由 2022 年的约 8 万个下跌至 2025 年的约 3.1 万个，其中行政及信息科技、编程相关的初阶职位空缺跌幅尤为显著，分别接近九成及八成。

图表：香港劳动市场人口及失业率情况

移动 3 个月期间	经季节性调整失业率 (%)	其中：20-29 岁失业率 (%)	就业不足率 (%)	其中：20-29 岁就业不足率 (%)
2024 年 11 至 2025 年 1 月	2.9%	5.4%	1.1%	1.4%
2025 年 2-4 月	3.4%	6.5%	1.3%	1.2%
2025 年 5-7 月	3.8%	7.4%	1.5%	1.8%
2025 年 8-10 月	3.9%	7.9%	1.6%	2.0%
2025 年 11 至 2026 年 1 月	3.6%	7.0%	1.7%	1.8%
2026 年 2-4 月	3.7%	6.8%	1.5%	2.1%
2026 年 5-7 月	3.7%	8.4%	1.7%	2.7%
2026 年 6-8 月	3.8%	9.1%	1.9%	2.6%

数据源：香港政府统计处——劳动人口、就业人口、失业人口及就业不足人口的统计数字

（二）行业间的「双速发展」：高增值与民生消费行业的显著温差

就业市场「不同温」的核心特征体现为行业间失业率与人力需求的严重分化。以金融、保险及信息科技为代表的高增值行业，受惠于跨境金融交易与科技应用推动，景气度相对高企，就业人数增加，失业率维持在低位。

相反，建筑业、餐饮服务业及零售业等传统民生就业大户，在本地消费转移和地产投资放缓及面对外劳的竞争，就业人数下降，失业率呈上升趋势。

图表：2025 年按行业划分的就业综合估计数字(部份)

(单位：万人)	2024 年	2025 年	同比%
行业			
制造	7.58	7.62	+0.5%
建造	34.9	33.4	-4.2%
服务业	324.9	324.3	-0.2%
其中：进出口贸易、批发及零售	33.9	32.4	-4.1%
住宿及膳食服务	24.9	24.4	-1.9%
金融及保险	26.5	27.1	+2.6%
地产	15.3	15.7	+2.7%
其他	0.34	0.26	-23.2%
总就业人数	369.5	367.3	-0.6%

数据源：《就业综合估计数字》，香港政府统计处

图表：按以前从事的行业、年龄及性别划分的失业人数及失业率

	2025 年	2026 年 6-8 月
制造	3.4%	3.9%
建造	6.5%	6.1%
进出口贸易及批发	3.2%	3.3%
零售、住宿及膳食服务	5.3%	5.6%
运输、仓库、邮政及速递服务、信息及通讯	3.3%	4.0%
金融、保险、地产、专业及商用服务	3.1%	3.3%
公共行政、社会及个人服务	1.5%	2.0%
合计	3.7%	4.0%

数据源：《就业综合估计数字》，香港政府统计处

香港宏观 GDP 增长模式与劳工市场结构之间的深度脱节，导致人资资源错配。

劳工及福利局在 2026 年 9 月发布《人力推算中期更新》报告，推算至 2028 年，本港整体人力短缺将收窄至约 13 万人，其中人工智能（AI）的广泛应用令常规及行政工作需求放缓，预计「文书支持人员」将出现约 2.5 万至 3 万人的水力过剩。

报告指出，2025 年整体人力大致平衡，但如撇除各项输入政策，人力则短缺约 10 万人。结果又指，即使 2025 年整体人力大致平衡，仍有四个产业有人力短缺情况，包括国际创新科技中心、城市运作、医疗保健业、及社会服务业，合共缺 2 万人。

按职业组别分析，报告推算未来 3 年（2026 年至 2028 年）人力短缺将集中于「熟练技术人员」及「服务及销售人员」，占整体缺口约六成，并解释相关工种依赖人际互动及复杂工艺，较难被 AI 取代，惟因劳动力高龄化、同时难吸引新血入行而面对人手短缺。

政府目前通过“高端人才通行证计划”（高才通）等措施已引入超过 10 万名外地人才，同时推出了“行业输入劳工计划”部份解决基层与技术工种招聘员工困难。然而，这些人才需时融入香港，另外外劳增加排挤本地居民就业机会，亦会引起社会矛盾。

就业错配背后反映教育资源投放失衡

当社会对人工智能应用、数据分析及 ESG 领域等能带来高附加产值的人才需求殷切，香港学生面对严峻的就业环境，背后反映香港人才培训机制的失衡。

香港高等教育体系成熟，副学士及学士学位普及化，每年有大量高校毕业生涌入市场。然而，这个教育体系未必能够对正香港就业市场需求，容易造成人才错配。香港的高薪高质素职位高度集中于金融、法律及医疗等特定专业领域。中阶管理与创科中端岗位的缺乏，导致不少青年只能从事行政支持、零售或斜杠/零工（Gig Economy），陷入“高学历、低薪酬、低向上流动性”的循环。

北部都会区可帮助重塑香港人才培养机制

《香港第一个五年规划》及《施政报告》中，正式落实于北部都会区兴建三个大型大学城，总规划面积扩容至逾 1,000 公顷。三个大学城定位各有不同，洪水桥大学城定位是智能制造应用型专上教育及国际化人才培育中心，新田大学城聚焦医学、生命健康科技、人工智能、机械人、微电子等尖端创科领域，打鼓岭大学城结合艺术、蓝绿发展与先进建造业。

我们认为，香港高等教育体系可把握以上机遇调整教育和研究方向，特别是增加应用型的专业学位，使香港的人才培训体系能够对准香港经济发展需要，减少资源错配的情况。

结语：重塑一个多功能的国际金融中心

告别旧日的金融中心，并不是为逝去的光环而哀悼，而是为脱胎换骨的新生而出发。特区政府最新发布的《施政报告》和《五年计划》，聚焦香港未来的发展定位与方向：在巩固和提升现有金融优势的同时，积极开拓创科、教育等新兴产业，探索多元、可持续的增长路径。

今天的香港，正沿着“一带一路”重新“走出去、引进来”，并善用粤港澳大湾区建设带来的腹地支撑：拓展离岸人民币业务，吸引更多机构来港发行点心债、离岸人民币债券及其他人民币产品；推动黄金和商品交易市场建设，完善相关生态与基础设施。这些布局，正一点一滴地把香港重塑为一个集股票、债券、人民币产品、财富管理与大宗商品于一身的多功能国际金融中心，并在绿色金融、金融科技、资产及财富管理等新领域持续拓展，增强制度韧性与国际竞争力。

历史告诉我们，金融中心的地位从来不是天赋的，而是在时代变局中凭制度、实力、人才与机遇赢回来的。香港的旧一章已经翻过，新的篇章才刚刚开始书写。《五年计划》说好香港未来发展的故事。除此以外，香港朝着这些美丽愿景发展时，也要理性看待经济转型的阵痛和勇于面对当中不明确的风险，居安思危。无论是香港政府，抑或香港普罗大众，均有责任如何配合香港发展形势的改变，以及在香港贯彻国家愿景时找准自身定位。香港需要更清晰地与周边地区分工，错位发展、功能互补，而非单纯重复周边地区成功的轨迹。按照长远发展规划稳步推进、逐步见效，既服务国家所需，也发挥香港所长，笃行致远。