



中華人民共和國——香港特別行政區  
國際貨幣基金組織 2016 年第四條磋商代表團總結

2016 年 11 月 3 日

「代表團總結」載述國際貨幣基金組織(基金組織)工作人員於某國家或地區(通常為成員國家或地區)正式訪問(或「代表團訪問」)結束後的初步評估。根據《基金組織協定》第四條，代表團訪問屬於定期(通常為年度)磋商的一部分，就有關使用基金組織資源(向基金組織借款)作為工作人員監察項目的討論，或其他監察成員經濟發展工作的一部分。

有關當局已同意發表本總結。本總結所載僅為基金組織工作人員的意見，未必代表基金組織執行董事會的意見。工作人員將根據代表團的初步評估擬備報告，待管理層批准後，該報告將提交基金組織執行董事會討論及決議。

在過去十年間，香港經濟在低息環境及中國內地經濟增長的支持下蓬勃發展。然而，隨着美國息口周期趨升、全球貿易增長緩滯及中國內地經濟重新平衡，外圍環境將會更具挑戰。香港擁有強而有力的政策框架，包括聯繫匯率制度、健全的金融體系監管及充裕的緩衝空間，具備足夠的條件應對風險。短期而言，香港有空間運用財政政策支持增長。長遠而言，若要維持增長的潛力，則須推行政策以紓緩人口老化對經濟及財政造成的影響。

### 十年穩健增長後的考驗期

1. **背景**——香港作為中國內地與全球各地之間的主要貿易及金融橋樑，經濟周期受到環球金融市況所影響，並與中國內地日益融合。在過去十年期間，香港受惠於中國內地正面的溢出效應，增長相對穩健，失業率偏低，信貸迅速增長，一般住宅市場價格在 2008 年至 2015 年間升幅接近兩倍。然而，自 2015 年起，全球貿易環境欠佳及中國內地訪港旅客人次急跌，打擊零售支出、私人投資及出口，致令香港的經濟增長降至潛在增長水平以下。

2. **前景**——由於外圍市況疲弱及樓市已接近上升周期的尾聲，經濟恢復增長的速度或會較慢。預計 2016 年的經濟增幅約為 1.5%，隨着消費受到勞工市場暢旺所帶動，加上全球經濟增長步伐逐漸加快，明年增幅可能略升至 1.9%。中期而言，經濟增長潛力預計約為 2.5 至 3%。人口老化壓力將會在 2021 年後削弱結構性財政狀況，因此香港有需要作出長遠財政規劃以緩減跌幅。

3. **強大的緩衝空間**——受惠於審慎的財政政策及健全的金融體系監管，香港已建立強大的緩衝機制以對抗不利環境。財政儲備達本地生產總值的 35%，相等於 23 個月政府開支，國際投資頭寸淨值相當於本地生產總值的 3.55 倍。銀行資本充裕，遠高於《巴塞爾協定三》水平，流動性覆蓋及穩定資金來源的使用均有所增加。香港作為一個與環球金融服務融合的小規模開放型經濟體系，聯繫匯率制度(聯匯制度)提供了可靠的基石以應對龐大跨境資金流的影響。工資及物價的靈活性令本港經濟能因應周期狀況及結構性變化而迅速調整。

#### 4. 三項下行風險對前景構成陰霾

- **利率趨升及環球市場波動**——若利率一如預期逐步調高，本地需求應不會受到過度遏抑。然而，由於採用浮息按揭的家庭負債偏高，一旦美國加息步伐較預期急速或環球金融狀況收緊，對本港造成的不利影響或會較大。另一方面，儘管英國退出歐盟後市場波動略見減弱，但由於金融業聯繫密切，香港無可避免會被英國或歐資銀行受到衝擊的溢出效應所影響。
- **中國內地相關風險帶來的壓力**——香港透過與中國內地更緊密的融合，經濟有望取得進一步增長。但與此同時，兩地在貿易、旅遊及金融業的聯繫(透過對中國內地企業貸款、離岸人民幣業務、證券發行及資產管理)會形成更多渠道傳遞源自內地的衝擊，新近的基金互認安排及快將落實的「深港通」等便是新增的渠道。
- **物業市場**——樓價於 2015 年年底有序地冷卻實屬可喜，但其後重拾升軌並接近歷史高位。由於樓價估值偏高，一旦利率上升步伐較預期快，便會產生價格急速調整的風險。儘管金融體系具備承受衝擊的能力，但受制於負財富效應、抵押品價值下調、信貸增長減慢，以及個人與企業支出減少之間的惡性循環，實體經濟將可能受到影響。

在強大的緩衝空間下，只要(i)息口一如預期溫和上升；以及(ii)中國內地經濟能有序地過渡至可持續增長方向，香港所面臨的風險是可以受到控制的。

#### 支持復甦的政策

5. **財政政策**——作為香港需求管理的主要槓桿，財政政策有需要在支持社會整體需求，以及為應對人口老化的長遠挑戰而需作為緩衝兩者之間作出平衡。短期而言，鑑於產出缺口顯著而持續、外圍環境艱難及自動穩定機制薄弱，香港應實施進一步的財政刺激方案。在 2016 至 2017 年度財政預算中所制定的提振措施乃適當之舉，但若

力度最終不足(不論是由於收入高於預期或支出未能達標)而增長仍然疲弱，便有需要 在 2017 至 2018 財政年度加推刺激方案。短期財政措施若能配合長遠目標並提前支出的時間表，將有助確保順周期的支持措施不會為長期的財政趨勢加添壓力(第 9 段)。在可行範圍內，建議可以考慮的措施包括增加房屋供應與基建配套的資本開支，以及為應對人口老化、提高勞動人口參與率及鼓勵創新推出的針對性措施。

### 維護金融體系抵禦衝擊的能力

6. **穩健的規管及監管制度應防範系統性風險**——一直以來，有關當局就規管、監管及處理數據缺口方面皆有良好往績。在實施基金組織於 2014 年《金融體系評估計劃》的建議方面亦取得重大進展，包括成立獨立的保險業監管局、提高證券上市標準，以及就實施金融穩定理事會的《主要元素》而為金融機構處置機制立法。香港金融管理局(「金管局」)已加強銀行貸款業務(包括與中國內地相關)的指引及監察，並密切注視流動性風險；同時積極鼓勵銀行加強網絡安全。政府當局與監管機構於金融市場穩定委員會作出協調，從而促進討論可能透過金融系統蔓延的風險。當局與中國內地監管機構維持密切聯繫，並積極參與國際論壇，包括出席跨境銀行與保險集團(包括具全球系統重要性金融機構)監管聯席會議及危機處理小組。當局需要繼續關注的範疇包括進一步加強金融機構壓力測試，以及檢視金融機構應對受壓情況的方案。

7. **維持樓市相關措施**——鑑於樓價再度上升，當局應維持三管齊下的對策遏抑樓市風險，即增加房屋供應、防範和穩定風險的宏觀審慎監管措施，以及打擊炒賣的印花稅。印花稅已有助控制炒賣及外部需求，亦有效遏抑那些無需按揭貸款的買家需求。嚴格的逆周期宏觀審慎監管措施(針對按揭成數及供款與入息比率)亦已減低銀行體系面對樓市熾熱而承受的風險。金管局敦促銀行審視對物業發展商貸款涉及的風險屬恰當之舉。

8. **應變計劃**——香港作為貿易樞紐及國際金融中心，無可避免會面對環球衝擊，因此更突顯應變計劃的重要性。若出現巨大的衝擊，當局應採取類似 2008 至 2009 年期間實施的全面而有系統的對策，包括推出大型財政刺激方案、放寬宏觀審慎監管政策、提供中小企信貸保證、緊急流動資金支援，以及緊密的國際監管協調。全球推行的監管改革以及香港最近設立的金融機構處置機制，應有助鞏固香港抵禦衝擊的能力。

### 發揮長遠潛力

9. **長遠的財政對策**——儘管目前財政狀況穩健，但人口老化將導致十年內出現結構性赤字。故此，及早實施 2014 年長遠財政計劃報告的建議將有助減低人口老化所造成的財政影響，建議包括重訂支出的緩急優次、增加收入及做好資

產管理。當局已開始進行一些基本開支檢討，以及就關鍵範疇內的基本工程項目擬定十年預算；當局可能需要推行有助擴闊稅基的措施。每隔三或五年進行獨立更新的長遠財政預算，有助表明實際進展及採取行動的必要性。

10. **勞動人口參與**——致力處理貧富不均及提高勞動人口參與率(尤其女性及較年長人士)有助締造具包容性及可持續的經濟增長。對外來勞工保持開放，亦可幫助保持香港經濟的靈活性。低收入在職家庭津貼計劃等政策，旨在鼓勵低收入人士留守或重投職場。最低工資在不影響勞工靈活性下有助增加供應，其水平亦有空間略為向上調整。工作時數及超時工作薪酬政策可鼓勵低收入人士投身勞工市場，但需顧及對勞工市場構成的其他壓力因素。

11. **進一步發揮香港作為全球金融中心的地位**——香港享有優越的地理位置、高技術和教育水平的勞動人口、高水平的法律標準，以及與主要貿易夥伴的共同語言。憑藉現時作為區域金融樞紐的有利條件，香港可充分把握中國內地增長、與全球融合及開放資本帳所帶來的機遇。除了保持人民幣離岸中心的領導地位外，當局已制定策略發展資產管理業、鼓勵企業於香港設立財資中心，以及在不削弱消費者與投資者保障的前提下促進金融科技健康發展。金管局所設立的基建融資促進辦公室，將有助鞏固香港作為區域基建融資中心的地位。另外，香港亦有空間進一步推動專業服務的輸出，並在整體金融體系的健全監管下繼續鼓勵創新。

12. **處理房屋短缺問題**——《長遠房屋策略》及《香港 2030+》體現當局有決心透過督導土地、規劃與基建發展及市區重建，綜合處理房屋短缺問題。在可行範圍內，提前推行相關投資計劃有助刺激經濟及紓緩樽頸問題。

### 保持實力

13. **匯率制度**——聯匯制度在過去三十多年來經歷重重危機試煉，建立了公信力，證明仍然是最適合香港的制度。對一個小規模、開放型並與全球龐大金融服務業接軌的經濟體系而言，聯匯制度是維持香港穩定的基石。聯匯制度有賴靈活應變的經濟體系、充裕的儲備緩衝及嚴緊金融監管的支持。由於香港是先進經濟體與中國內地之間貿易與金融聯繫的樞紐，並非純粹對應中國內地的經濟波動，因此實施與美元聯繫的匯率制度是合適的安排。香港對外收支狀況與中期經濟基調及可取的政策方向大致相符。

最後，代表團對香港特區政府當局的親切接待以及開放和富有成效的討論謹表謝意。