



中華人民共和國——香港特別行政區  
國際貨幣基金組織 2017 年第四條磋商代表團總結

2017 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。

隨着環球經濟復甦，香港經濟自 2016 年下半年起及 2017 年內加快增長。宏觀經濟前景顯著改善，預計經濟將會繼續穩健復甦。儘管未來香港仍然面對來自外圍及本地的多項挑戰，但憑藉強大的緩衝空間及穩健的政策框架，包括充裕的財政儲備、健全的金融規管及監管制度，以及作為維持穩定基石的聯繫匯率制度，香港具備充足的條件應對這些挑戰。當局應推行政策進一步建立緩衝空間，並按需要有效利用，以確保經濟於中期而言可持續增長。

### 短期增長前景改善，但風險仍偏向下行

1. **背景**——在過去十年間，香港成功應對全球環境動盪帶來的挑戰。環球低息環境及香港作為中國內地與世界的貿易及金融橋樑的角色，支持香港的經濟增長。面對全球經濟復甦、中國內地經濟穩健增長、樓價上漲及信貸增長回升，香港經濟自 2016 年年中起及 2017 年內加快增長。勞工市場維持偏緊，失業率下跌。然而，樓價在過去十年間上升超過兩倍，不斷削弱置業負擔能力。此外，收入差距雖略為收窄，但仍然偏高。

2. **前景**——預期經濟短期內仍維持強勁的增長動力。在暢旺的本地需求及外部需求回升的支持下，2017 年的經濟增長顯著加快。預計 2017 年全年的經濟增幅將上升至 3½%，並在 2018 年保持 2% 的強勁增長，高於 2016 年的 2%。預計消費將繼續受到偏緊的勞工市場的支持，而各項大型基建及住屋項目陸續開展，亦令投資可望保持強勁。通脹繼續受控並處於 2% 以下水平。中期而言，在全球繼續逐步復甦及美國有序地收緊其貨幣政策的情況下，預計香港經濟增長約為 3%，亦即其中期經濟增長潛力。

3. **風險**——風險平衡自去年以來有所改善。受惠於較預期強勁的全球增長及中國內地落實改革較預期快，香港經濟增長前景可進一步改善。香港享有世界通向中國內地的橋樑以及國際金融中心的獨特地位。中國內地的「一帶一路」倡議推動全球及區域基建、貿易及金融合作，連同粵港澳大灣區發展規劃，將可在中期為香港創造機遇。儘管如此，來自外圍及本地的整體風險仍偏向下行。風險包括：

- **物業價格調整**——儘管政府當局已推出一系列措施，但在市場供求失衡下，樓價仍上升 15%(按年計截至 9 月)。基金組織工作人員分析顯示，物業價格被高估幅度上升。此外，鑑於相當部份的新造按揭貸款採用浮息制並以香港銀行同業拆息為基準，家庭供款負擔對利率變動的敏感度仍然偏高。此外，一旦物業市場調整失序，負財富效應可對個人消費造成重大打擊。即使銀行現時的資產負債表相當穩健，但物業價格調整失序可能觸發樓價、償債能力與消費減少之間的惡性循環，最終導致經濟增長減慢，令銀行資產負債表受到第二輪衝擊。
  - **環球金融狀況較預期收緊**——若因美國或歐元區推行意料之外的貨幣政策而導致市場波動加劇，金融狀況便可能較預期收緊。鑑於香港的金融業與全球連繫密切，一旦全球金融狀況較預期收緊，可能會遏抑香港的本地需求及帶來財務壓力。
  - **中國內地調整失序**——這情況將會打擊佔香港本地生產總值及就業人口超過四分之一的旅遊、貿易及物流業。與中國內地日漸深化的金融聯繫令香港受惠，但同時亦形成新的傳遞渠道，接收波動及金融壓力的溢出效應，包括偏高並正在上升的銀行體系與中國內地相關的風險(根據現時評估仍處於可控水平)。
  - **跨境融合的倒退**——不少先進經濟體轉向包括保護主義等內向封閉政策的風險正在升溫。這些政策轉向將會減少跨境貿易、投資及勞工流動，可能遏抑生產力及全球增長。香港作為高度開放的經濟體，將會受到負面影響。
4. **緩衝空間**——過去十年，香港致力建立及鞏固強而有力的政策框架及充裕的緩衝空間，將有助應對挑戰。
- **對外**——基於香港擁有龐大的淨對外資產及外匯儲備，國際投資頭寸的風險不大；
  - **財政**——過去幾十年的審慎財政管理及強勁的房地產相關收入均有助建立緩衝空間。財政儲備達約相當於 25 個月的政府總開支，而政府總負債少於本地生產總值的 0.1%；及
  - **銀行**——銀行建立了充裕並遠高於國際標準的資本緩衝及流動性；與此同時，強化的規管及監管制度，令銀行保持非常優良的資產質素。自 2009 年以來，當局逐步收緊宏觀審慎監管措施，從而加強銀行體系承受樓價震盪的能力。

## 政策建議

### 繼續確保長遠的財政可持續性，並同時提高短期靈活性

5. 經評估，現時的財政政策恰當，在目前經濟周期無推行額外財政刺激方案的需要。2016 至 17 財政年度繼續維持保守財政政策，並錄得較預期大的財政盈餘(佔本地生產總值 4½%)。基金組織人員預計 2017 至 18 財政年度的財政盈餘將收窄至佔本地生產總值的 2¼%，他們認為，即使產出缺口近乎零，情況依然是合適的，因為財政出現盈餘主要是反映上年滯後的基建及土地供應項目以及社會安全網的增強。由於預計經濟將在短期內持續穩健復甦，而產出缺口近乎零，基金組織人員認為在 2018 至 19 財政年度或往後時間推行額外的財政刺激方案的需要性很低，而多項臨時的稅務寬減措施亦可逐步撤銷。

6. **當負面衝擊發生時，推行更大力度的短期逆周期財政政策有其好處。**在貨幣發行局制度下，財政政策是主要需求管理工具，因此在經濟周期狀況轉差時，財政政策應為總需求提供較大程度的支持，反之則應收緊。目前當局緊守至少維持預算平衡的財政規律，應靈活和對稱地按經濟周期執行而非每年執行。尤其若下行風險形成，當局應主動運用財政政策支持本地需求。短期逆周期措施應配合長遠目標，確保不會助長不利的長期財政趨勢。

7. **面對中期以至長期挑戰，當局應考慮對財政框架作出可行的調整，以確保財政的可持續性。**人口老化將增加退休金與醫療開支(估計在 2030 年有關開支上升將相當於本地生產總值的 2 個百分點)，以及社會開支。另一方面，教育及資本開支應繼續維持，因為實體基建的投資和軟基建的投資對保持及提升競爭力都同樣重要。此外，隨着房地產市場回穩，政府收入可能下跌，幅度至少相當於本地生產總值的 3 個百分點。除非增加額外收入，或大幅收窄社會安全網(但會帶來相關的社會及經濟代價)，否則結構性赤字最遲將於 2030 年出現。因此，當局應考慮實施保持財政穩健的政策方案，包括：

- **重訂開支的優先次序**——當局應繼續透過檢討開支及重訂整體開支的優先次序以遏抑非必要的開支增長，但即使如此，可能仍未必足以抵銷長期的額外開支需要。
- **開拓收入來源同時維持競爭力**——當局應儘早研究及考慮既可增加收入亦能維持競爭力的方案，以應付長遠出現的結構性赤字。參考其他國際金融中心的國際基準，可採用的方案包括：(i)引入或調高間接稅(例如增值稅及消費稅)，以避免過度倚賴直接稅；及(ii)略為上調最高的邊際入息稅率。在這方面，新成立的稅務政策組以檢討擴闊稅基的可行方法乃合適之舉。該政策組應研究這些措施及其他收入措施對入息分佈、效率及增長方面的中期至長期之相對影響。

### *透過維持現行三管齊下的方法，穩妥地遏抑熾熱的樓市*

8. **面對熾熱及估值過高的物業市場，持續增加房屋供應是解決結構性供求失衡的關鍵。**自 2014 年推出的《長遠房屋策略》落實以來，房屋供應持續上升。為配合有關工作，政府亦正敲定《香港 2030+》，訂定可持續提供土地與房屋的長遠發展策略。然而，面對在短期內進一步增加供應的各種障礙，包括缺乏即時可供興建房屋的土地及相關的發展限制，要達到《長遠房屋策略》的十年房屋供應目標或會有一定難度。故此，當局宜加快物色建屋土地及地盤，並進行相關的環境、交通及社區設施評估。

9. **宏觀審慎措施有效地為金融體系建立緩衝空間，以應對可能出現的樓市調整。**相關措施已有助減低樓市熾熱為金融體系帶來的風險，並提高銀行的按揭貸款批核標準。由於樓價持續攀升，樓市失序調整又可能會帶來重大的宏觀金融風險，當局應維持相關措施以保障金融體系。不過，在銀行面對嚴格的審慎規則下，從銀行獲取融資的地產發展商對置業者提供的貸款正急速增長。然而，與銀行整體的按揭貸款餘額相比，地產發展商借出的貸款總額仍處相對低的水平。當局應該因應未來金融穩定風險的轉變，考慮調整宏觀審慎措施。

10. **通過遏抑過度的需求，特別是那些來自無需按揭貸款的買家的需求，印花稅有助遏抑樓價。**基金組織工作人員的分析顯示，印花稅有效地遏抑樓價上升，從而有助控制家庭負債及系統性風險。然而，高印花稅稅率可能減低樓市的流動性。此外，根據基金組

織的《資本流動開放和管理的機構觀點》，買家印花稅及雙倍從價印花稅均被評估為資本流動管理措施及宏觀審慎措施。具體而言，這兩項印花稅旨在遏抑樓價過高及控制系統性金融風險，但對居民與非居民作出不同待遇的處理。儘管如此，兩項印花稅均被評估為合適的措施，由於：(i)它們是因應流入物業市場的資金大幅上升而推出；(ii)它們並非用來取代必須的宏觀經濟調整；以及(iii)香港金融管理局的宏觀審慎措施不適用於無需按揭貸款的置業人士，繼續收緊有關措施可能會加劇有關風險外流至不在監管範圍內的非銀行財務機構及地產發展商。儘管兩項印花稅被評估為合適，但日後系統性風險一旦減退，當局應逐步取消兩項印花稅，並代以其他不會區分居民及非居民的措施。此外，當局亦可分階段取消以按揭貸款利息得到稅務扣減的安排，因相關措施刺激房屋需求及鼓勵增加貸款槓桿。

### 維持穩定的基石

11. **聯繫匯率制度(聯匯制度)仍然是最適合香港的制度。**美元仍然是貿易及金融交易中最常用的國際貨幣，而香港的經濟周期及金融狀況亦在很大程度上受美國及環球經濟及金融環境影響。貨幣發行局制度有賴靈活的經濟體系、充裕的財政及外匯儲備緩衝，以及穩健的金融規管及監管的支持。香港是一個高度開放型經濟體，並擁有龐大和與全球接軌的金融服務業，而聯匯制度是維持香港穩定的基石。中期而言，隨着美國貨幣政策正常化，港元可能會跟隨美元實質升值，因而引起競爭力轉弱的憂慮。香港靈活的產品及勞工市場應能迅速作出調整，有助確保不會出現持續偏離均衡實質有效匯率的情況。2016年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。

### 維持金融穩定

12. **憑藉穩健的規管及監管框架，香港的金融體系具備足夠條件應對挑戰。**政府當局與各監管機構通過金融市場穩定委員會作出協調，以及與中國內地監管機構維持密切聯繫和積極參與國際論壇，密切監察並應對潛在系統性風險及監管套利的情况。銀行具備充裕的吸收虧損緩衝能力，短期資金帶來的不穩定因素亦有限。當局一直密切監察與中國內地相關的風險，而基金組織工作人員評估有關風險屬可控。鑑於信貸與本地生產總值的比率較大差距(國際結算銀行估算為35%)，引入及逐步調高逆周期緩衝資本為合適的做法。香港在實施2014年《金融體系評估計劃》的建議方面亦取得顯著進展，包括於2017年7月生效的全面恢復及處置機制。

13. **歡迎當局持續加強規管及監管框架，這對維護金融穩定至關重要。**進一步加強對非銀行機構(包括證券市場、經紀交易商及資產管理人)的監察制度，可防範風險，包括由連繫香港及中國內地的新渠道帶來的風險。為減低地產發展商向置業人士提供貸款所引起的風險，對於銀行向提供高成數按揭之地產發展商提供貸款，金管局已進一步收緊對該些銀行的資本要求。當局近期繼續加強各監管機構之間的協調，包括推出平台協調跨界別金融科技企業發展，是合宜的舉措。當局應維持高水平的證券上市標準以確保金融穩定。此外，制定保險公司的新風險為本資本制度的工作已踏入「第二階段」，主要在於制定量化規定的詳細規則。繼續維持對中國內地相關風險的密切及定期監察，可在減低相關潛在風險的同時，讓香港充分把握與中國內地關係更趨緊密而帶來的機遇。當局加強監察網絡保安風險亦屬合宜。

14. **香港作為國際金融中心應繼續致力把握新機遇。**憑藉香港穩固的國際金融中心的地位，及擁有高技術勞動人口、高水平的法制，以及與主要貿易夥伴的共同語言等相對優勢，當局正進一步發展資產管理業及鼓勵企業於香港設立財資中心。香港具備有利條件，為區內日益緊密的投資、貿易及金融聯繫及合作(包括「一帶一路」及粵港澳大灣區)作出貢獻，並從中受惠，包括提供多元化融資渠道。而金管局設立基建融資促進辦公室是合宜之舉。

15. **面對金融科技發展迅速，當局需要小心平衡提高效率與維持穩定兩者之間的取舍。**當局透過不同渠道支持金融科技的發展做法合宜，其中包括設立金融科技促進辦公室、金融科技創新中心、央行發行數碼貨幣的研究項目、與新加坡及深圳就金融科技發展進行更緊密的跨境合作(包括最近公布與新加坡的「分布式分類帳技術貿易融資平台」合作項目)等，這些都有助鞏固香港作為主要國際金融中心的地位。科技發展可促進新金融服務的開發及應用，但同時亦會影響現有的市場結構。金融規管制度必須適應有關發展以確保有效的監管，並在不會過度窒礙創新的同時，確保能有效管理影響系統穩定及健全性的風險(包括來自網絡攻擊、洗錢及恐怖分子融資活動的風險)。當局正利用「監管沙盒」，讓公司在可控環境下測試新技術及業務模式，並讓監管機構可以在不妨礙創新的情況下應對新技術帶來的潛在風險。展望未來，當局應繼續檢討及加強金融科技的規管框架，確保其持之有效。

#### **確保可持續及具包容性的經濟增長**

16. **當局已採取措施處理嚴重貧富不均的情況，並就人口老化的需要作出準備。**當局已推出多項政策並將社會福利、房屋及醫療等方面的支出增加至佔公共開支約 33%。目前約半數家庭居住於資助房屋，提供公共房屋一直是優先的政策，特別是面對置業負擔能力持續惡化的情況。法定最低工資自 2011 年實施及經過三次調升以來，有助增加勞工供應，而無損工資的靈活性。基金組織人員樂見改善「低收入在職家庭津貼」計劃的措施(包括調高每月津貼金額及放寬入息限額與工時要求)。此外，當局亦正強化現行多根支柱退休保障制度，包括加強對較有經濟需要長者的社會保障支援，以及開發金融產品以協助長者將資產轉化穩定的退休收入。

17. **當局應繼續推動促進社會各階層共享經濟增長的成果。**當局應落實強制性公積金制度的改善措施，包括取消「對沖」遣散費及長期服務金的安排。工時政策應在公平原則及提高勞動人口參與率兩者間取得平衡，並應避免損害競爭力尤其是靈活的勞工市場。就檢視現行社會安全網的工作，當局應考慮整合及加強以長者為服務對象的計劃的經濟狀況審查。鑑於預計中期勞動人口將會減少，當局應考慮提供託兒服務以提高女性勞動人口參與率及生育率。

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。