



中華人民共和國——香港特別行政區
國際貨幣基金組織 2015 年第四條磋商代表團初步總結

2015 年 11 月 12 日

香港經濟正進入或許會面臨考驗的時期，但強大的緩衝空間仍然可令有關風險受控。當局繼續實施審慎的財政管理、維持穩健的金融體系監管及聯繫匯率制度，將有助應付短期的挑戰，中期而言亦可為穩定增長及創造健康就業奠定基礎。

1. 背景——儘管近年香港多次受到環球金融市場波動的影響，但其經濟仍然穩步增長。相比 2009 年第 1 季環球金融危機時的谷底水平，香港的實質本地生產總值增長約 25%、就業人口升近 9%、工作職位淨增長超過 300,000 個，以及失業率降至 3.3%。

2. 前景——預計今年的經濟增長約 2 ¼%。在緊絀的勞工市場帶動下，本地需求尤其是私人消費，成為了經濟增長動力的主要來源；財政政策亦帶來額外的支持。在環球需求較預期疲弱及貿易放緩等不利因素下，淨出口放緩或會令整體增長減少。明年外部需求對本港經濟的拖累預計會減低，有助內部需求保持強勁，因而經濟增長估計會加快至 2 ½%。此外，由於商品價格偏軟導致進口成本下降，今年的消費物價通脹估計會降至 3% 以下(與 2014 年 4.4% 相比)。明年的通脹有望維持在 3% 以下，與預期中的 2016 年實體經濟活動的溫和增長一致。

3. 外部評估——實質有效匯率及對外收支狀況與經濟基本因素及可取的政策大致相符。由於港元與美元掛鈎以及通脹水平較貿易夥伴為高，實質有效匯率相比 2014 年平均水平上升約 10%，並自 2012 年底以來上升了 17%。在此期間，經常帳餘額維持於本地生產總值 1½ 至 2% 的範圍內(隨着環球需求復甦，中期而言預計將增至約 3 ½%)。這些走勢變化亦部分反映中國內地經濟的結構性轉變。

4. 緩衝機制——受惠於靈活的施政以及具前瞻性的監管標準，香港已建立了強力的緩衝。近年的實際盈餘均超出了財政預算盈餘，令財政儲備增至本地生產總值的 35%，大約相等於 24 個月的政府總開支。銀行業作為香港主要國際金融中心的基石，其資本充足率已超出《巴塞爾協定三》的水平，並於近年更依重穩定的資金來源及提升資產流動性。在今年夏季股價及匯價波動加劇的期間，香港金融市場繼續有序運作，反映了整體經濟及金融體系具備承受衝擊的能力。

5. 香港面對三重挑戰——香港經濟正進入或許會面臨考驗的時期，隨着美國聯邦儲備局即將加息，本地利率可能會在 7 年以來首次被調高；過去一年物業價格上漲（近來的升勢有停頓的跡象）增加了市場調整的可能性；中國內地的金融及實質經濟活動減緩的溢出效應可能重現。整體而言，鑑於香港具備的緩衝機制，只要息口跟隨聯儲局（聯邦公開市場委員會）的預期以溫和步伐上升；以及中國內地經濟增長能以較慢但具可持續性的方向有序調整，香港所面對的風險是可控的。

- a. **加息的影響**——聯邦公開市場委員會預計的加息步伐，不應嚴重打擊香港的私人支出。然而，若聯儲局加息後導致環球投資組合大幅重組，加息步伐可能較預期為快並構成風險。由此引致償還債務及新債取代舊債的成本飆升，可能會遏抑消費者及企業開支，拖累香港整體的經濟活動。
- b. **物業市場**——經過 2013 至 14 年的沈靜期，物業價格在過去 18 個月有所回升。現時二手住宅物業市場的升勢開始減慢，有初步跡象顯示樓價升勢會暫緩。若加息步伐較預期為快，需求壓力或會因借貸成本上升而減弱，從而令價格回軟及交投量減少。雖然多輪宏觀審慎監管措施減低了銀行體系的敞口，但物業市場的調整或會觸發惡性循環，導致負財富效應及抵押品價值下降，令家庭及企業支出減低、信貸增長放緩，進一步衝擊物業價格。
- c. **來自中國內地實體經濟及金融壓力的風險**——香港多方面受惠於與中國內地更緊密的融合，尤其在過去 5 年間，旅遊業、金融服務及離岸人民幣業務均錄得顯著增長。隨着中國內地開放資本帳，香港仍具備優秀條件作為融通中國內地雙向資金流的領先平台。與此同時，透過在旅遊業、跨境銀行借貸、中國內地企業在香港發行人民幣及美元證券等方面的經濟活動，以及股市互通計劃，兩地的聯繫將持續深化，形成更多渠道傳遞源自內地的衝擊。

6. 財政政策——作為香港逆周期宏觀政策的唯一槓桿，財政政策肩負支持社會整體需求的功能。今年的財政預算推出一系列以家庭及小型企業為對象的逆周期措施，包括寬減稅務、支援中小企融資、寬免物業差餉，以及額外津貼弱勢社群。根據本年度財政預算的預測，基金組織工作人員的分析顯示 2016 至 17 年度的財政政策預計可在自動穩定因素以外，推動約為本地生產總值 1% 的經濟活動。對於提供短期的宏觀經濟紓困措施及滿足中期人口老化的財政需求，所預期的政策能在兩者之間取得適當平衡。若 2015 年第 4 季及 2016 年初的高頻指標顯示經濟活動顯著放緩，2016 至 17 年度的財政預算應較現時預計提供更大力度的支持，紓緩措施應重點給予弱勢家庭（提供長者及殘疾人士特惠津貼、降低寬減公屋家庭租金的門檻、增加寬免物業差餉）、小型企

業(寬減稅務、透過信貸擔保計劃資助或以特惠形式融資)，以及加快市區重建及基建有關的開支。

7. 長遠的財政挑戰——豁除經濟周期的考慮因素，如 2014 年長遠財政計劃工作小組報告中所指出，香港有需要解決未來人口老化及勞動人口逐漸萎縮帶來的長遠財政挑戰。計劃推出的措施如低收入在職家庭津貼計劃，將鼓勵更多勞動人口參與及有助減輕撫養比率上升的負擔。建議中的未來基金將設立機制提高財政儲備的長期投資回報，從而創造更多資源以應付人口結構的轉變。

8. 物業市場的政策——由於需求壓力增加而供應有限，香港的物業價格至今已持續上升超過了 10 年。政府重申會透過 2014 年制定的長遠房屋策略物色額外房屋用地及增加供應量，中期而言可紓緩置業負擔能力的憂慮。在此期間，買家印花稅、特別印花稅及雙倍從價印花稅將有助打擊炒賣活動，從而遏抑過度需求。若交投持續減少以致對整體經濟帶來負面影響，當局可考慮調整上述徵稅。自 2009 年以來推出的 7 輪宏觀審慎措施，包括收緊物業按揭成數及供款與入息比率上限，以及引入風險加權比率下限，已適當地加強了按揭貸款批核準則。在不妨礙銀行體系為配合實質經濟需要而提供信貸的主要功能下，這些措施限制了銀行體系對物業價格上升的槓桿風險。如有需要，當局可考慮進一步推出其它措施，如與物業貸款有關的監管儲備或準備金撥備，或調高風險權數等。至於是否調整與物業相關的逆周期宏觀審慎措施，主要應視乎金融穩定風險的變化而定。

9. 金融體系的政策——過往香港在填補監管漏洞及數據缺口、評估系統性風險，以及加強金融機構吸收虧損的緩衝能力方面皆表現積極及卓越。當局亦為促進金融市場的穩健發展，例如人民幣離岸業務，提供基礎設施支持。按照 2014 年金融體系評估計劃的建議，香港在成立獨立的保險業監管機構、制定金融市場基礎結構的危機管理及恢復計劃，以及銀行業、保險業與證券業監管機構的跨境合作方面都取得了重要進展。當局需要進一步關注的範圍包括完成全面恢復及處置框架的立法程序，繼續加強證券市場、經紀交易商及資產管理機構的監管制度，這是因為它們的經營模式將隨著連接香港與內地市場的新渠道而不斷演變；以及全面實施保險集團以風險為本的資本制度。

10. 匯率制度——聯繫匯率制度(聯匯制度)仍然是最適合香港的制度；對一個擁有與環球金融服務融合的小規模開放型經濟體系而言，聯匯制度是維持香港金融穩定的基石。聯匯制度運作有序，有賴香港穩健的體制、法律及政策框架、充裕的財政儲備以抵禦經濟所受的負面衝擊、及足以應付重大投資組合調整的健全金融體系。整體而言，靈活的資產、貨物及勞工市場可迅速作出調整，以確保實質有效匯率失調的情況不會持續。鑑於境外淨資產接近本地生產總值的 3.3 倍，外匯儲備亦相當於本地生產

總值約 1.2 倍，國際投資頭寸失衡的風險很小。外匯儲備足夠發揮預防性功能，並在貨幣發行局制度正常運作過程中，每當有外匯流入時以非酌情的方式不斷累積。

11. ~~應變計劃~~——香港作為國際貿易及旅遊樞紐，以及主要的金融中心，為其小規模開放型經濟體系帶來動力，但同時亦令香港面對無法控制的龐大環球經濟力量，因而凸顯應變規劃的重要性。假若在可能性很低的情況下，內地經濟放緩速度超出預期，同時間聯儲局加息後引發全球金融市場劇烈波動，香港可能需要推出一系列措施，以防止經濟陷入深谷。措施包括推行更積極的財政刺激方案、擴大中小企貸款的信貸擔保，以及放寬宏觀審慎措施。經優化後的存款保障制度及向銀行提供流動資金支持，將有助維持銀行體系穩定。根據 2008 至 09 年的經驗，制定全面的應對政策可減低大規模的全球性衝擊對本地經濟的影響，令經濟迅速重回正軌。

最後，代表團對香港特區政府當局的親切接待及富有成效的討論謹表謝意。