



中華人民共和國—香港特別行政區  
國際貨幣基金組織 2019 年第四條磋商代表團總結

2019 年 11 月 4 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。

香港經濟受外圍及本地不利因素的打擊，於第 3 季步入技術性衰退。預期經濟將會緩步復甦，而短期及中期風險同時有所增加。憑藉充裕的緩衝空間，香港可推出短期刺激措施穩定經濟，以確保經濟可持續增長及維持長遠競爭力，同時透過全面的政策方案應對潛在的結構性挑戰。儘管經濟放緩，香港的金融市場依然保持穩健，而聯繫匯率制度(聯匯制度)仍然是最適合香港的安排。

### 前景不確定性增加，經濟增長放緩

1. 香港經濟繼 2018 年穩健增長 3% 後，經濟活動在 2019 年顯著轉弱，令經濟在第 3 季步入技術性衰退。中美貿易摩擦升溫及不明朗因素增加，已對出口及投資造成打擊。於今年夏天開始的社會事件令私人消費及訪港旅客人次顯著下跌。儘管樓市有放緩跡象，而樓價亦在 5 至 9 月間下跌約 4%，但置業負擔能力仍然偏緊，收入不均情況顯著。第 3 季失業率維持在 2.9% 的低水平。

2. 經濟預期將會在明年開始復甦，但預計步伐緩慢，中期產出缺口為負值。由於周期性經濟下滑持續，預期 2019 年本地生產總值會收縮 1.2%。預期在私人消費復甦的支持下，2020 年經濟增長會回升至 1%，但仍會低於約 2½% 的潛在增幅<sup>1</sup>。貿易壁壘增加及全球供應鏈受影響，持續拖累與貿易相關活動，經濟復甦的步伐會較以往為慢。預期經濟放緩將會造成職位流失，失業情況加劇，但香港勞工市場靈活，應可透過公營部門及其他服務行業吸納不少受影響僱員。由於 2020 年的估計負產出缺口約佔本地生產總值的 2¾%，隨着食品價格趨於穩定，預期通脹會降至約 2½%。

<sup>1</sup> 經濟增長預測是根據代表團訪問當時已有的數據計算。

### 3. 經濟前景的風險偏向下行。

• **下行。**外圍方面，如中美貿易摩擦進一步加劇，可能會打擊全球貿易，令經香港的轉口貿易量下降，並會對與貿易相關行業的業務及就業情況造成負面溢出效應。額外的壁壘包括如美國可能在科技及金融領域上採取針對中國的限制措施，亦有可能對市場信心造成負面影響和加劇金融市場波動，因而削弱經濟增長。如中國內地經濟顯著放緩或內地金融市場出現失序調整，均可能因為香港與內地的緊密聯繫從而透過實體經濟及金融渠道對香港帶來重大影響。本地方面，如社會政治局勢惡化，或房屋供應不足及收入不均等結構性挑戰不能適時解決，都可能進一步削弱經濟活動及對香港的競爭力長遠構成負面影響。鑑於樓價有很強的周期性，經濟顯著放緩可能觸發樓價、實體經濟與金融業之間的惡性循環。

• **上行。**中美貿易摩擦緩和和有助提振全球貿易，以及促進包括香港等地的信心及投資。粵港澳大灣區的發展可進一步提升中期的增長前景。

4. 香港多年來一直奉行的審慎宏觀經濟政策，為經濟建立了充裕的緩衝空間以應對周期性及結構性的挑戰。香港的外匯儲備約為本地生產總值的 120% 或貨幣基礎的兩倍，再加上約相當於本地生產總值 390% 的龐大國際投資淨頭寸，為香港提供強大的緩衝應對外來衝擊。穩健的規管與監管架構，為銀行建立了龐大的資本及流動性緩衝，而香港銀行體系的資本及流動性水平均遠高於國際標準。政府按平衡預算原則審慎管理財政，加上暢旺的房地產市場為政府帶來強勁收入增長，使香港累積達本地生產總值 40% 的龐大財政儲備。

## 政策建議

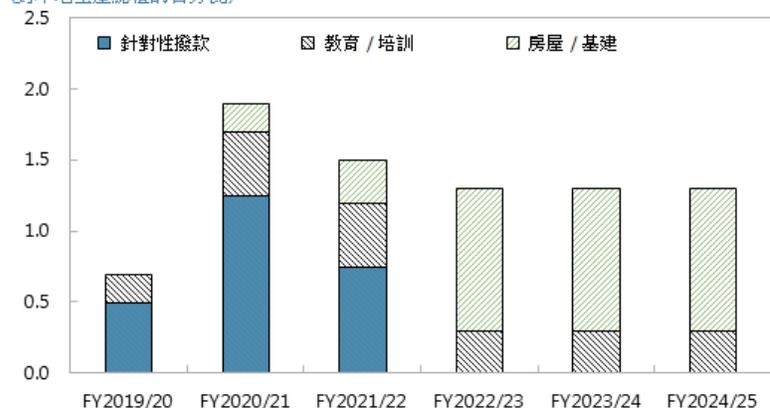
### A. 提供財政支持以維持宏觀經濟穩定

5. 加強逆周期財政支持有助香港經濟抵禦負面衝擊並保持長遠可持續性。在可觀的財政儲備支持下，當局應在短期內推出擴張性財政政策以支持正在放緩的經濟。由於人口急速老化與相應的社會開支有所增加，當局應在短期刺激整體需求以及結構性財政狀況在長遠轉弱之間取得平衡。若果短期措施和長遠目標互相配合，並在確保長遠可持續性的前提下提前有關政府支出(例如已確定的基建項目)，將會有助達到上述目標。

6. 短期以言，政府應大幅增加開支，以應對周期性經濟下滑，以及處理因房屋供應不足與收入不均情況顯著所帶來的結構性挑戰。除 2019/20 年財政預算案提出的一次性紓困措施外，當局已因應經濟放緩宣布推出新的財政刺激措施，包括支援中小企、進一步寬減稅項、額外發放社會保障津貼，

#### 建議財政方案

(對本地生產總值的百分比)



資料來源：基金組織工作人員的估計

以及對家庭的補助等。代表團對上述措施表示支持。儘管如此，預期中期而言財政盈餘將維持在本地生產總值約 1% 的水平，因此代表團建議當局應推出額外的全面性中期財政方案，包括在本財政年度推出另一輪針對支援弱勢社群及中小企的財政刺激措施。若政府開支在相對於預計的基準每年增加約本地生產總值的 1½ % (即在 2019 至 2024 年間合共達本地生產總值的 8 個百分點)，中期來說將有助填補負產出缺口，而所提取的財政儲備約為本地生產總值的 5½ 個百分點。有關方案可以包括：

- **針對性撥款**。未來兩年內合共約達本地生產總值 2½ 個百分點的額外財政開支，包括大幅提前在本財政年度內撥出部分支出，將有助受周期性經濟下滑嚴重影響的市民及企業。由於整體稅率已處於低水平，因此推出財政刺激措施以針對支援弱勢社群及中小企的開支會更為有效，其中包括額外津貼、租金減免，以及對低收入學生的資助等。

- **房屋 / 基建**。鑑於急需增加房屋供應，當局應額外增加房屋及相關基建發展項目的開支。當局應推前已規劃的有關基建項目開支，並在逐步退出上述針對性撥款後擴大這些開支的規模。此舉不僅可加快增加土地及房屋供應，亦可避免財政提振措施過早退出。這些提振措施中期而言有助填補負產出缺口。假設在未來 5 年累計增加達本地生產總值 3½ 個百分點的開支，將可望在此期間提高實質本地生產總值 2¼ 個百分點。

- **教育 / 培訓**。儘管香港的勞工市場非常靈活，但在經濟顯著下滑，以及持續不利的外圍因素影響下，預期香港失業率會上升，因此有迫切需要為受影響工人提供再培訓。面對來自其他金融中心的競爭加劇，香港有必要透過教育及研發去加強「軟實力」以進一步提升競爭力。增加在教育及在職培訓方面的開支(於未來 5 年內累計增加達本地生產總值 2 個百分點)，長遠而言可透過提升生產力及增加勞工供應而為實質本地生產總值帶來約 2½ 個百分點的增長。

7. **若經濟增長停滯超過預期，當局應加推短期財政支援措施**。額外針對支援弱勢社群及中小企的開支將有助緩衝更嚴峻的經濟下滑帶來的不利影響。當局亦可擴大再培訓計劃以及房屋和基建項目的規模，以支援受影響僱員及加快增加土地及房屋供應。

8. **中期而言，當局亦應考慮推出結構性措施以確保財政可持續性及制度更公平**。香港經濟面對人口急速老化及中長期社會開支相應增加的挑戰。因此，當局可以考慮採取下述措施，以避免收窄社會安全網而引致不理想的社會成本及窒礙具包容性的經濟增長。

- **增加收入**。與其他環球金融中心的國際標準比較，香港於維持其競爭力的同時有空間推出增值稅、增加應課稅品稅額，以及提高最高個人入息稅稅率及個人入息課稅下的稅率。一旦宏觀經濟狀況改善，政府應考慮回復自 2018 年以來調低的有效個人入息稅率。對某些行業(如能源、建造及運輸業等)開徵碳稅，長遠而言或有助達到政府在《香港氣候行動藍圖 2030+》列出的 2030 碳強度目標並同時增加政府收入。

- **善用開支**。定期檢討基本開支有助識別任何浪費的支出，同時亦可達到提升生產力、提高勞動人口參與率和解決收入不均等問題的長期目標。此外，當局亦應擬訂長期醫療開支策略。

- **改善預算案規劃及執行的成效。**減少對物業及賣地相關收入的依賴以及避免營運開支經常使用不足的情況，將有助提高財政政策的逆周期性，以及確保財政政策能有效應對經濟不景氣。
- **提高勞動人口參與率。**增加幼兒照顧服務的措施(尤其是為兩歲以下兒童提供的服務)，並補貼貧窮/單親家庭，將有助提高女性勞動人口參與率。

## B. 控制樓市風險

9. **當局控制樓市風險和提高置業負擔能力等的三管齊下方針仍然有效，應繼續維持。**宏觀審慎監管措施和印花稅措施結合有助減低家庭因負債衍生的脆弱性及控制金融體系面對的風險。然而，樓價估值仍然過高，置業負擔能力仍然偏緊。要減低樓價壓力及改善置業負擔能力，持續增加供應仍然是目前最需要採取的措施。

- **增加房屋供應是解決結構性供求失衡的關鍵因素，當局應透過增加住宅用地分配以加快房屋供應。**儘管近年建屋量有所增加，但仍落後於住屋需求和政府在《長遠房屋策略》下訂立的目標。代表團歡迎當局最近公布的多項增加住宅土地供應的措施，並指出措施應按計劃落實。鑑於達到建屋目標有困難，當局急需加快物色土地及建築地盤的過程，並簡化環境、交通及其他相關評估。
- **宏觀審慎監管政策應因應金融穩定風險隨時作出調整。**儘管經濟活動轉弱並有跡象顯示樓市轉趨穩定，當局應基於不斷變化的金融穩定風險而對宏觀審慎監管措施作出調整。若樓價及按揭貸款開始再度急升，當局應進一步收緊宏觀審慎監管措施，並要格外留意風險逐漸外流至非銀行渠道(例如地產發展商的按揭貸款)。根據國際經驗，監管當局應對所有按揭提供者實施相同的宏觀審慎監管政策，以避免監管漏洞及加強相關措施的成效。
- **印花稅有助遏抑過度需求(特別是針對無須按揭的買家)以控制樓價升勢，從而控制家庭負債水平以及系統性風險。**鑑於來自樓市的系統風險仍然偏高，新住宅印花稅仍是合適的措施。然而，根據基金組織的《資本流動開放和管理的機構觀點》，由於非永久性居民須繳付的印花稅稅率較首次置業的永久性居民為高，因此日後當來自非永久性居民資金流入的系統性風險減退，當局便應逐步取消相關措施，並代之以其他劃一的宏觀審慎監管措施。

10. **適用於首次置業人士的按揭保險計劃資格準則有所修訂。**雖然在沒有按揭保險支持下的按揭成數上限仍然為六成，鑑於近期樓價上升，在按揭保險計劃下，適用於首次置業人士的九成按揭貸款的合資格物業價格上限由 400 萬港元上調至 800 萬港元，適用於所有置業人士的八成按揭貸款的合資格物業價格亦由 600 萬港元上調至 1,000 萬港元。此舉有助減少非銀行機構提供按揭貸款的情況，但由於新造按揭中有相當比例是以按揭保險提供資金(2019 年首 9 個月這類按揭貸款約佔 9%)，當局應審慎監察及評估這項政策改變對樓市以至家庭負債水平帶來的整體影響，並準備在有需要時調整有關宏觀審慎監管措施與按揭保險計劃的政策。

## C. 維持金融穩定

11. **當局已加強規管與監管架構。**香港已落實主要的《巴塞爾協定三》標準，包括最低資本及流動性的規定。因信貸增長自 2018 年下半年以來顯著下跌及持續表現疲弱，逆周期緩衝資本於 10 月份由 2.5% 下調至 2.0% 以支持銀行貸款活動。香港金融管理局(金管局)更新了其流動資金安排架構，以減低標籤效應，並給予銀行在運用常設融資安排時更大的運作靈活性，同時推出新的處置資金安排。證券及期貨事務監察委員會自 2019 年 10 月起，將經紀行就購買股票向客戶提供的保證金貸款總額上限定於有關經紀行擁有資本的 5 倍，此舉有助在逆境時維持金融穩定。保險業監管局就推行保險公司實施風險為本資本制度的計劃進展順利，第三次關於量化影響之研究已於 2019 年 8 月推出。

12. **面對環球金融市場波動加劇，當局需要繼續致力維持金融體系穩健，以及確保金融穩定。**根據仍在進行的金融體系穩定評估計劃代表團的初步評估：

- 私營非金融行業的債務水平仍然偏高，當中部分企業界別存在風險。當局可考慮針對個別行業推出宏觀審慎監管措施(例如設立個別業界的風險權重或對個別業界的總風險承擔上限)，以限制金融機構的集中風險。
- 香港已制定金融機構處置機制，處置機制當局應與在香港設立附屬公司或分行的國際銀行註冊地的有關當局，在包括處置規劃及推出吸收虧損能力規定等方面緊密協調。
- 財務行動特別組織在最近完成的評估中指出，香港擁有強而有效的打擊洗錢及恐怖分子資金籌集活動的制度，成效理想。香港具備完善的法律和制度框架。當局充分了解其面對的洗錢及恐怖分子資金籌集風險並積極檢控涉及本地上游罪行的洗錢個案。當局應加強檢控涉及海外上游罪行的洗錢個案以及對特定非金融行業的規管。進一步落實打擊洗錢及恐怖分子資金籌集的相互評估報告內的重點跟進工作，包括提高公司及信託透明度，對維護香港作為主要國際金融中心的聲譽而言非常重要。

13. **因應金融科技對銀行業的重要性與日俱增，金管局已加強對科技風險管理及業務操作穩健程度的監管。**金管局已批出 8 個銀行牌照予虛擬銀行營運商，並預期相關的虛擬銀行將於 2019 年底開始陸續投入運作。金管局要求虛擬銀行須遵守與傳統銀行相同的監管規則，並同時設立適當的風險管理架構。當局致力在創新與規管之間取得平衡，當中的工作包括實施網絡防衛計劃。各監管機構的緊密合作有助金融監管機構議會及金融市場穩定委員會及時識別及消除潛在監管漏洞。

14. **發展綠色金融及粵港澳大灣區為香港維持作為國際金融中心的競爭力帶來機遇。**當局在 2019 年 5 月推出的 3 項綠色金融措施，包括推廣綠色及可持續銀行，旨在應對銀行業面對氣候變化之相關風險，以及達致可持續綠色金融。繼 2019 年 2 月公布《粵港澳大灣區發展規劃綱要》後，當局已宣布推出新措施加強跨境合作，包括容許從事高科技行業並在內地居住的香港居民可繳付香港稅項。為促進金融融合，金管局與內地有關當局保持合作，讓香港的電子錢包可在內地跨境支付，並以試點形式簡化香港居民開立內地銀行戶口的程序。

#### D. 維持穩定的基石

15. **聯匯制度仍然是最適合香港的安排。**香港經濟高度開放，其龐大的金融服務業與全球接軌，聯匯制度是維持經濟穩定的基石。現行貨幣發行局制度有效抵禦外來衝擊，包括亞洲金融危機及全球金融危機，維持香港貨幣及金融穩定。香港擁有透明的規則、充裕的財政及外匯儲備、穩健的金融規管及監管制度、靈活的經濟及審慎的財政制度，在在確保了貨幣發行局制度的公信力。

16. **儘管環球金融市場波動加劇，聯匯制度繼續有效運作。**銀行同業拆息維持穩定，資金淨流出有限，市場對港元兌美元匯率的預期維持平穩。香港對外收支狀況仍然與中期經濟基調及可取的政策方向大致相符。當局應繼續實施支持聯匯制度暢順運作的政策。當局尤其應維持良好的公眾溝通傳統，繼續向公眾闡釋聯匯制度的運作情況及金管局相應的外匯市場運作，並加強有關整體外匯及貨幣市場形勢的溝通，以確保聯匯制度的公信力。

最後，代表團對香港特區政府當局、中國人民銀行深圳市中心支行及深圳市地方金融監督管理局的親切接待，以及開放和富有成效的討論謹表謝意。