



中華人民共和國——香港特別行政區
國際貨幣基金組織 2018 年第四條磋商代表團總結

2018 年 11 月 9 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。

受惠於環球經濟持續復甦及本地市場樂觀情緒的支持，香港經濟於 2018 年上半年維持強勁的周期性上行。然而，短期風險有所增加，包括貿易摩擦、環球金融狀況收緊及新興市場資金外流。同時，香港亦要應對人口老化、不平等加劇及房屋短缺等長期挑戰。香港審慎的宏觀經濟政策以及充裕的緩衝空間有助平穩度過挑戰及確保經濟持續穩定。

短期增長前景強勁，但下行風險有所增加

- 背景**——受惠於環球經濟復甦、中國內地經濟繼續穩健增長及消費者信心增強，香港經濟在 2018 年上半年維持強勁的周期性經濟上行及增長動力。通脹保持溫和而失業率降至 20 年來的低位。經濟蓬勃及樓市暢旺帶動財政收入上升，因而錄得大額財政盈餘。儘管樓市有放緩跡象，但置業負擔能力仍然偏緊，貧富差距仍然頗大。
- 前景**——預期經濟保持強勁增長，預計 2018 年的經濟增長為 3.8%，而 2019 年則增長 2.9%。預計消費將繼續受到偏緊的勞工市場的支持，而各項大型基建項目按計劃陸續開展，亦可望令投資保持強勁。上述預測已假設美國對總值 2,500 億美元來自中國的進口貨物徵收 25% 關稅的措施會在 1 月生效，而貿易摩擦不會進一步加劇。預期通脹繼續受控並在 2018 至 19 年處於約 2½ % 水平。中期而言，在中國內地推動經濟再平衡及金融業改革以達致可持續增長(儘管逐步放緩)的情況下，預計香港經濟增長會接近其經濟增長潛力，即約每年 3%。
- 風險**——環球經濟增長的風險轉為下行。香港作為一個高度開放的經濟體系及國際金融中心，一旦中美貿易摩擦進一步升溫、環球金融狀況收緊可能失序、中國內地經濟增長較預期慢，以及樓市急速調整等，香港將無可避免受到影響。這些衝擊很可能互相關聯，如同時發生，將會帶來更嚴重的影響。憑藉香港作為通向中國內地門戶的獨特地位，以及作為國際金融中心提供享負盛名的專業服務，粵港澳大灣區的發展將可在中期為香港創造

機遇。此外，環球金融狀況正常化令香港的貨幣狀況，與其經濟及金融需求更為一致。然而，與全球經濟前景一樣，香港面對來自外圍和本地的風險均轉為下行，風險包括：

- **貿易摩擦升溫**——貿易摩擦進一步升溫可能對全球經濟，包括香港的經濟造成重大影響。儘管目前關稅措施並未對經香港的貿易構成壓力，貿易摩擦進一步升溫將會透過貿易、物流及旅遊業等主要實體經濟渠道，以及金融渠道，包括股票市場就風險重新訂價、公司債券息差擴大及貸款質素惡化，尤其與內地相關的大額貸款組合，對經濟造成影響。
- **環球金融狀況較預期收緊**——若主要經濟體系推行出乎意料的貨幣政策或環球情緒進一步轉壞，金融狀況便可能較預期進一步收緊，導致新興市場資金外流及資產市場出現巨額虧損。一旦金融狀況出乎意料地收緊，家庭及企業的供款負擔增加將遏抑消費及投資。
- **樓市急劇放緩**——儘管有嚴謹的宏觀審慎監管環境及需求管理措施，樓價仍然由 2016 年 3 月的低位上升 45% 至 2018 年 7 月的高位。最近，9 月的樓價較 7 月的高位回落 2%，反映樓市可能開始降溫。利息逐步上升將令市場有序降溫，但市場情緒顯著惡化仍然是一項主要風險。由於按揭成數偏低及銀行資本水平穩健，即使樓價急劇調整，對銀行業的直接影響亦應有限。不過，銀行仍會因為消費及投資減少的第二輪效應而受到影響。
- **中國內地放緩幅度較預期大**——由於香港受惠於貿易、旅遊及金融業方面與中國內地的緊密聯繫，如果中國內地的改革力度不足/管理欠佳或貿易摩擦加劇而導致經濟增長顯著放緩，亦可能對香港造成影響。

4. **緩衝空間**——香港多年來一直奉行審慎的宏觀經濟政策，建立了充裕的緩衝空間以抵禦衝擊。截至 2017 年底，香港的外匯儲備約為本地生產總值的 127%，或是貨幣基礎的兩倍。香港的經常帳錄得盈餘，而在 2017 年底國際投資淨頭寸相當於本地生產總值的 409%，是全球最高之一，並為香港提供強大的緩衝應對外來衝擊。審慎的財政管理與暢旺的房地產市場令香港的財政儲備累積至本地生產總值的 41%，相當於 28 個月的政府開支。在當局實施嚴格的監管標準下，銀行的緩衝資本及流動性狀況保持穩健。

政策建議

A. 確保持續的金融穩定

5. **穩健的金融規管與監管應有助抵禦本地及外來的衝擊**。香港繼續按計劃落實《巴塞爾協定三》的規定。鑑於大幅的信貸差距以及物業價格估值過高，逆周期緩衝資本定於 1.875% 並計劃在 2019 年上調至 2.5% 是適當之舉。當局已推出穩定資金淨額比率以確保銀行的流動性狀況維持穩定。適用於認可機構吸收虧損能力規定的規則將於年底生效，這將確保該些機構一旦不能再持續經營時，有充足財政資源吸收虧損及進行資本重組。當局通過上調資本要求，適當地加強對銀行向地產發展商提供貸款的監管，並一直密切監察與中國內地相關的風險。證券及期貨事務監察委員會計劃對經紀的保證金融資貸款設立限額是

合宜的舉措。就保險公司制定以風險為本的資本制度，該計劃已進入第二階段，並集中於處理量化規定的詳細規則。

6. **當局必須繼續致力應對潛在風險。**儘管已有審慎的貸款審批標準及信貸限額，個人銀行貸款仍然急升，因此需要加強監察。以股票抵押的貸款也在上升，香港金融管理局與證券及期貨事務監察委員應就此繼續緊密合作。由非銀行機構尤其是地產發展商所提供的按揭貸款繼續由低基數迅速上升，當局應繼續密切留意。有關當局並應考慮擴大監管範圍，以減少監管套戥。

B. 管理樓市周期

7. **現時實施的宏觀審慎措施及以印花稅形式推行的需求管理措施仍然適合，但當局需要進一步增加房屋供應。**雖然宏觀審慎措施有效地為金融體系建立緩衝空間以應對樓市調整，但樓價仍然被高估，置業負擔能力進一步惡化。大幅增加房屋供應仍然是目前最需要採取的措施。

- **嚴格的宏觀審慎監管措施有效遏抑系統性風險，應繼續實施。**這些措施連同嚴謹的規管與監管使銀行建立了強大的緩衝空間，有助銀行抵禦樓價下跌的影響。當局應定期評估各項相關措施，並保持審慎，直至有更多跡象顯示樓價的跌勢持續，方考慮放寬宏觀審慎措施及需求管理措施。與此同時，若樓價反彈，進一步收緊相關措施可能會導致借款人從非銀行渠道(例如地產發展商)獲取按揭融資，引致按揭融資外流至不受監管的非銀行金融機構。
- **以印花稅形式推行的需求管理措施有效遏抑系統性風險，現時應予以保留，但若風險減退便應逐步取消。**非香港永久性居民(及在購入住宅物業時擁有另一個香港住宅物業的香港永久性居民)須繳付較高稅率的雙倍從價印花稅 / 新住宅印花稅。根據基金組織的《資本流動開放和管理的機構觀點》，此印花稅被評估為資本流動管理措施及宏觀審慎措施。儘管這項印花稅仍然被評估為合適，一旦系統性風險減退便應逐步取消。
- **致力進一步增加房屋供應繼續是解決供求失衡及紓緩房屋估值過高問題的關鍵。**儘管近年房屋落成量增加，但仍未能滿足房屋需求。近期當局致力增加房屋供應的做法合適，並應繼續加強有關措施。當局亦應檢討及在可行的情況下加快物色土地與地盤、規劃或改劃土地用途，以及進行環境、設計、交通及其他所需的評估。
- **對入住公營房屋的資格進行更頻密的檢討，或有助紓緩置業負擔能力的問題。**現時香港大約一半的住戶居於公共租住房屋及資助房屋，有關申請資格以入息和資產限額釐定。私營房屋對不少人士而言依然無法負擔，而公營房屋的輪候時間亦有所上升。當局將更大比例的新建房屋分配作公營房屋用途是合適之舉。當局亦可考慮增加公營房屋開支。為確保適當的資源分配，當局可對入住公營房屋的資格進行更頻密的檢討：在 2016 年，最高入息分位數組別的家庭當中，約 5% 居於公共租住房屋。

C. 維持穩定的基石

8. **聯繫匯率制度(聯匯制度)仍然是最適合香港的匯率制度。**自 1983 年推行以來，聯匯制度一直是維持穩定的基石，有助確保經濟持續增長和競爭力，以及廣大的金融服務業的暢順運作。聯匯制度的運作，有賴香港本身靈活的經濟體系、充裕的財政儲備緩衝，以及穩健的金融規管和監管支持。外匯儲備充裕，進一步加強這個制度的公信力。香港對外收支狀況及港元仍然與中期經濟基調及可取的政策方向大致相符。

D. 確保財政可持續性

9. **預期 2018 至 19 財政年度預算案會透過略為削減收入及大幅度增加開支帶來財政刺激作用。**根據預算案，預期明年收入將會減少，原因包括調低個人入息稅率、增加子女及父母免稅額、新增的傷殘人士免稅額、實施一次性的物業差餉寬減，以及物業相關收入從歷史高位回落。與此同時，當局計劃大幅增加開支，因此基金組織人員預計基本財政收支結餘將會減少相當於本地生產總值的 1.3 個百分點。

10. **基金組織歡迎當局增加某些範疇的開支，但認為以目前所處的穩健經濟周期而言，當局無需推行財政刺激方案。**基金組織歡迎當局增加社會福利及醫療開支，惟協助弱勢社群的較高額津貼之針對性可予加強。為年滿 70 歲或以上人士而設的高齡津貼無須經過經濟狀況審查，而有關金額相對較小。若將其與需經濟狀況審查的長者生活津貼合併，並調高津貼金額，將會對貧窮長者有更大幫助。預期公營房屋開支佔本地生產總值的比重維持不變，但在公營房屋明顯供不應求下，相關開支應該增加。在其他開支方面，當局應仔細研究創新科技及其他行業的開支計劃，以確保規劃設施有足夠需求，並應集中於私營界別未能提供的服務。整體而言，增加其他經常性開支時應經過仔細分析，因日後開支可能難以逆轉，並在人口老化壓力開始顯現時令長遠財政管理變得困難。此外，當局在應對不論正面或負面衝擊時應致力發揮更大的逆周期作用。

11. **在收入方面，當局可增加稅務寬減措施的累進程度，並考慮撤銷稅務減免措施。**由於目前大部分稅項已由富裕階層繳納，稅務寬減措施所用的資源應更善用於最弱勢社群身上。個人及公司入息稅寬減將進一步減少非物業相關收入，並增加對狹窄而波動的稅基的倚賴。與其他金融中心相比，香港稅務收入佔本地生產總值比重依然偏低。

12. **長遠而言，當局需要推行適當措施以確保財政的可持續性。**人口老化將令退休金及醫療開支上升，而房屋市場可能漸趨正常化，這些均可能導致結構性財政赤字。因此，除非收窄社會安全網(但可能帶來不利的社會及經濟代價)，否則當局有需要推行適當措施以確保財政的可持續性。面對這些壓力，當局應考慮既能增加收入又能維持競爭力的方案。稅務政策組應研究擴闊稅基的可行措施及這些措施對財政可持續性、競爭力及經濟增長的長遠影響。參考國際基準，可採用方案包括引入或調高如銷售稅或增值稅等間接稅，以及增加應課稅品稅額，從而避免過度倚賴直接稅。開支方面，應繼續定期檢討開支以確保財政開支的質量合適。充裕的財政儲備為香港提供時間計劃如何應對未來需要。

E. 促進長期增長

13. 為保持中長期的經濟增長，當局必須處理好預期的勞動人口減少及收入不均的情況顯著，並且維持競爭力。長期挑戰主要有三項，一是人口老化預期會令 2020 至 2050 年期間的本地生產總值增長潛力按年平均減少 4 %。二是儘管當局推行大量收入再分配政策，但貧富不均情況仍然嚴重，並且預計差距會擴大。最後，香港正面對亞洲其他金融中心越趨加劇的競爭，作為全球最具競爭力的經濟體系之一，香港致力提高競爭力是正確的做法。

14. 提高女性及年長人士之勞動人口參與率有助緩減勞工供應的跌勢。

- 就 15 至 64 歲這個組別而言，香港平均女性勞動人口參與率為 65%，與經濟合作及發展組織(經合)的平均水平相若，但較本地男性勞動人口參與率則低出超過 15 個百分點，而經合國家的平均差距只有 8 個百分點。此外，多個經合國家的女性勞動人口參與率顯著更高。2018 至 19 財政年度預算案增撥有關加強幼兒照顧服務開支的方向正確。可考慮的其他方案包括提供更多可負擔的幼兒照顧服務、延長幼兒照顧服務時間以遷就在職家長，以及提供課餘託管服務。鼓勵彈性工作安排及兼職工作和改善長者照顧服務，亦會有所幫助。
- 挽留較年長僱員可以是遏止勞動人口萎縮的另一方法。儘管預期人均壽命相對較長，但這個組別的勞動人口參與率為 11%，仍然低於經合國家的平均水平。當局於 2018 年 9 月推出的「中年就業計劃」改善措施，透過提供更高誘因，鼓勵僱主僱用 60 歲或以上失業或退休人士，基金組織對此表示歡迎。立法會資料研究組提出日本及新加坡現時推行的政策，可以為香港提供有用參考。這些政策包括為重新僱用不超過某年齡的年長僱員立法、向僱主提供資助、支持創造短期及彈性職位，以及就免受年齡歧視立法保障。當局計劃取消利用強制性公積金權益「對沖」遣散費及長期服務金的安排是合適之舉，應予以落實。

15. 當局已採取措施處理貧富不均的現象，有關工作應該繼續。基金組織歡迎當局推出更具包容性的政策，當中包括引入及調高法定最低工資、在職家庭津貼、長者生活津貼及傷殘人士免稅額、交通津貼及公營房屋。推出年金計劃亦可有助確保充足的退休收入。展望未來，當局應加推其他措施，包括增加累進式個人入息稅階、確保適切的房屋、醫療、教育及社會福利開支，以及令有需要人士更能受惠於現有資助。

16. 多年來香港一直被視為全球最具競爭力的經濟體系之一，並採取適當措施維持競爭力。香港的規管框架基於普通法法制，與國際標準一致，其卓越性備受肯定。這項優勢連同具透明度及效率的體制、優質的基建設施、穩定的宏觀經濟環境、效率出眾及具靈活性的貨品、勞動、金融市場，已令香港成為全球最方便營商的地區之一。面對亞洲區的債券融資需求不斷增長，當局已採取措施發展債券市場，包括推出債券資助先導計劃，為首次債券發行人補貼一半發行費用、加強稅務優惠，以及推出多項有關推動綠色金融的措施。「債券通」的使用增加，並且受惠於近期推出的多項改善措施，包括實施即時貨銀兩訖結算模式、釐清稅務責任及推出交易分倉功能，均有助香港進一步發展定息產品市場。創新科技亦發揮日益重要的作用，從推出以分布式分類帳技術為本的貿易融資平台「貿易聯動」及全日 24 小時不停運作支援即時多幣種支付服務的「轉數快」等均可見一斑。

17. 當局繼續致力進一步鞏固香港作為領先的金融中心及通向中國內地門戶的地位。粵港澳大灣區的發展，可有助增加廣東省、香港和澳門之間的人員、資金、商品及服務的流動。最近完成的基建項目，包括高速鐵路及橋隧組合系統，加上中國內地向居於內地的香港居民發出居住證，以及容許香港發行的電子錢包在中國內地使用的先導計劃，將促進大灣區的進一步融合。

最後，代表團對香港特區政府當局及中國人民銀行深圳市中心支行的親切接待，以及開放和富有成效的討論謹表謝意。