



## 中華人民共和國——香港特別行政區：2026 年第四條磋商 工作人員總結

「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。

### 華盛頓特區，2026 年 5 月 15 日

香港特區經濟持續復蘇，2025 年經濟增長強於預期，受惠於科技相關出口表現強勁、私人需求逐步改善，以及金融市場活動反彈，作為全球金融中心以及中國內地與世界各地之間「超級聯繫人」的地位也得到進一步鞏固。然而，香港特區的經濟復蘇進程雖仍在持續，經濟活動還未回復至疫情前的趨勢水平。同時，不利因素仍然存在，包括私人投資疲弱和勞動人口參與率下降，這兩項指標均仍低於疫情前水平。短期內香港特區經濟增長預計將有所放緩，這主要是由於中東戰事導致的外部需求減弱和金融狀況收緊。<sup>1</sup>風險偏向下行，其風險來源包括衝突可能進一步加劇，以及地緣政治緊張局勢升級。鑒於香港特區經濟仍然存在產能閒置的情況，2026 年實施擴張性財政立場是適宜的。中期而言，當局需推進稅收改革，以擴大並穩定財政收入基礎、充實財政儲備，並應對日益增長的支出壓力。在充足的緩衝和穩健監管的支撐下，金融領域的風險可控，惟對於商業房地產及高槓桿企業具有風險敞口的領域，仍須保持警惕。在不確定性日益加劇的全球環境中，提升勞動人口參與率、推動創新以及數字金融與可持續金融，並發揮香港特區作為「超級聯繫人」的角色，對於維持長期增長至關重要。

### 近期形勢：經濟增長呈現韌性，「超級聯繫人」地位得到鞏固

1. 自 2019 年經歷了一系列重大衝擊以來，香港特區經濟已持續復蘇。香港特區 2025 年的實質本地生產總值已超過了疫情前的峰值，受惠於出口強勁——特別是在科技相關行業——以及私人消費和投資改善。通脹處於可控水平，反映本地價格壓力溫和，以及進口通脹放緩的影響。隨着市場氣氛的改善，股權融資和資產管理活動有所加快，進一步鞏固了香港特區作為全球金融中心以及中國內地與世界各地之間「超級聯繫人」的地位，尤其凸顯了其作為領先融資

<sup>1</sup> 本初步評估乃根據代表團訪問期間及緊接其後可取得的數據編製。相關預測將於 2026 年 7 月《世界經濟展望》更新及 2026 年 10 月《世界經濟展望》中，根據最新數據及對全球經濟所作的修訂假設重新評估。

樞紐和主要離岸人民幣中心的角色。儘管面臨商業房地產領域的壓力，銀行體系仍保持了充足的資本、穩健的流動性及良好的盈利能力，同時非銀行金融業持續擴張。聯繫匯率制度繼續暢順運行，一直是維持宏觀經濟和金融穩定的適當且具公信力的基石。

**2. 然而，經濟復蘇尚未完成，經濟活動仍未回到疫情前的趨勢。**經濟產能閒置雖有所收窄，但仍然存在。私人投資尚未完全復蘇，勞動人口參與率處於歷史低位，遊客數量仍低於疫情前水平。住宅物業價格大致穩定，但商業房地產（尤其是零售和寫字樓環節）仍面對需求結構性的變化和空置率高企的挑戰。與此同時，與中國內地的深度融合在帶來重大機遇的同時，也使香港特區面對更多內地相關的風險。

#### 前景和風險：近期增長放緩和風險高企

**3. 展望未來，經濟增長預計有所放緩。**繼去年強勁反彈後，香港特區 2026 年實質本地生產總值增長預計將放緩至 2.4%，反映了與中東戰事有關的外部需求減弱和金融狀況收緊，而這在一定程度上被年初的強勁增長動力和寬鬆的財政立場所抵消。中期來看，經濟增長預計將回復至 2.25%左右的正常水平。產出缺口正在收窄，預計到 2031 年會消除；通脹率將從 2025 年的 1.4%逐步上升至 2.5%左右。

#### 4. 經濟前景面臨的風險偏向下行。

- 外圍下行風險。地緣政治緊張局勢升級、中東戰事加劇、大宗商品價格持續的上行壓力、全球利率走高、貿易碎片化和金融市場波動加劇，都可能導致外部需求走弱、金融狀況收緊。鑒於香港特區的開放度和金融關聯度較高，此類衝擊將迅速傳導。尤其值得關注的是，全球金融狀況收緊可能會推高本地利率，壓低房地產估值，並使償債能力承壓，特別是在部分中小企業和房地產行業等較脆弱的領域。全球科技周期的下行（包括由對人工智能相關生產力提升的重新評估）可能會進一步拖累出口和經濟活動，同時網絡安全風險仍處於高位。
- 本地下行風險。在不利情景下，商業房地產行業的脆弱性持續，以及相應物業價格的進一步調整——可能由避險衝擊或金融狀況收緊引發——或會對銀行業及整體經濟造成負面影響。
- 上行風險。若人工智能帶來的生產力提升強於預期，或重點投資項目（包括北部都會區）加快落實，將有望推動經濟增長並支援結構性轉型。

#### 在短期支持與中期財政整合之間取得平衡

**5. 財政整合的步伐預計將比此前財政預算案預期的較慢，財政赤字將在中期內逐步收窄。**2026-2027 年度財政預算案顯示，2026-2027 財政年度及 2027-2028 財政年度的財政收入將因外匯基金、債券基金和政府帳目以外基金的轉撥而增加，使整體財政赤字較此前預期更快收窄。若剔除上述轉撥，2025-2026 財政年度至 2027-2028 財政年度的基礎赤字將會較大。根據工作人員的基線預測，在 2025-2026 財政年度，綜合赤字（未計及發行及償還債券款項）預計將收窄至本地生產總值的 4.9%，這主要反映了利得稅收入的增加以及在股票和住宅物業市場活動更加活躍的背景下，印花稅的回升所帶來的財政收入增長。預計 2026-2027 財政年度赤字將擴大至本地生產總值的 5.3%，反映經營收入與本地生產總值的比率下降。中期而言，綜合赤字預計將持續至

2031年，但會逐步收窄，原因是收入緩緩增長，而非經營開支仍維持在高位。在缺乏一次性政府賬目以外基金轉撥的情況下，收入增長將存在一定的不確定性。

**6. 2026年的財政立場適宜，但中期需著力推進財政整合，包括優先實施財政改革。**本地需求尚未完全復蘇，因此當局應在短期內保持擴張性政策立場。與此同時，需加大中期財政整合力度，以充實財政儲備，並應對人口高齡化、社會保障需求和大型基礎設施項目帶來的不斷上升的結構性支出壓力，同時增強在不確定性加劇的全球環境中應對未來衝擊的能力。逐步節省開支及選擇性「用者自付」調整措施雖有所幫助，但會使香港特區的財政狀況面臨其收入基礎狹窄和週期性特徵所帶來的風險敞口。因此，從長遠來看，需要以先前的改革討論（包括2006年至2007年稅制諮詢中確定的選項，例如引入商品及服務稅）為基礎，推行更廣泛的收入改革，以加強和穩定收入基礎。

### 維護金融業穩定

**7. 為維持銀行業的韌性，監管部門需要繼續關注銀行對企業界中脆弱領域的風險敞口。**在現有工作的基礎上，當局需對高槓桿非金融企業（尤其是房地產行業及中小企業）的風險敞口予以密切監測。持續及時地確認預期信貸損失，並作出充足的撥備，對於維持銀行資產負債表安全仍十分重要。現有針對中小企業的支援措施（包括政府支援的信用擔保和延期償還本金等）應精準定位、細緻校準，以緩解企業的流動性壓力，同時避免扭曲信貸配置或拖延對不可持續經營企業的必要重組。包括商業數據通在內的數據基礎設施可有助減少資訊不對稱，改善可持續經營企業的融資管道。鑒於市場狀況、按揭貸款及資產質素趨於穩定，住宅房地產風險敞口相關的宏觀審慎措施在2025年保持不變的做法看來是適當的。商業房地產方面，抵押品價值下跌和再融資的壓力持續為相關銀行構成風險，當局應繼續確保審慎的信貸審批、穩健的估值方法，以及與集中度風險相稱的資本緩衝。此外，針對中國內地風險敞口的監測（包括房地產業的關聯性和溢出效應）仍然重要。

**8. 隨著非銀行金融機構的發展，代表團歡迎香港特區加強監測框架的舉措。**從全球看，香港特區的私人信貸基金和其他高收益策略的規模仍然較小，但這些基金和收益策略可能會提高相互關聯性並提升對全球流動性狀況的敏感度。香港證券及期貨事務監察委員會和香港金融管理局通過整合細緻監管數據和香港交易資料儲存庫資料，加強了監察框架，以識別高槓桿實體和風險集中度。當局擴大了風險評估範圍，並開展了有針對性的壓力測試，令風險預警能力得以提升。

**9. 擴大全系統壓力測試將進一步增強宏觀審慎監管。**這將使當局能夠評估在嚴峻但有可能發生的情景下，衝擊在整個金融體系（包括銀行、非銀行金融機構、關鍵非金融業和數字市場）中的傳導情況。考慮到構建一個全面的全系統框架需投入的資源，該項工作可通過現有的跨部門安排進行協調，並且最初可以將重點放在風險最突出的目標領域。按照2021年金融部門評估規劃（FSAP）的建議，加強跨部門風險敞口的資料統計，將為更全面地評估系統性風險和傳導渠道提供進一步支援。

### 提高房屋負擔能力

**10. 提高房屋可負擔性，需要持續擴大公營房屋供應，並加強現有計劃的針對性。**公共租住房屋（公屋）和資助出售房屋的需求仍然高企。增加公營房屋供應量對於縮短輪候時間至關重

要。為此，政府已覓得足夠土地，以在 2026-2027 財政年度至 2035-2036 財政年度的十年間，滿足 294 000 個公營房屋單位供應目標。近期當局採取收緊「富戶政策」、提高富戶的額外租金，以及加強打擊濫用公屋的執法力度等措施，將有助於公屋的分配，並確保公屋資源得以有效運用。

### 在不斷變化的全球格局中尋求結構性轉型

**11. 依託有效的實施和穩健的系統性監管，香港特區處於進一步推進數字金融和可持續金融發展的有利位置。**「金融科技 2030」的策略旨在實現市場基礎設施現代化，並在穩健的監管框架下促進負責任的人工智能創新和資產代幣化進程。確保「相同業務、相同風險、相同規則」原則得到一致落實，是防止監管套利的關鍵。加強跨部門協調、優化資料收集，以及將加密資產風險敞口納入宏觀金融監察體系，將有助於監測新出現的風險。持續關注業務操作風險、網絡風險和互通性風險，對於維護金融穩定和市場誠信仍然至關重要。在穩健的核證和數據框架支援下，適時、高質量地實施「國際財務報告可持續披露準則」，有助維持市場信心，並緩解漂綠風險。

**12. 在地緣經濟碎片化日益加劇的背景下，香港特區的「超級聯繫人」角色對於維持其在全球貿易和金融領域中的地位至關重要。**香港特區持續發揮其作為領先離岸人民幣中心的優勢，通過資本市場互聯互通機制深化與中國內地的融合，在促進外商直接投資方面發揮著關鍵作用，並受惠於穩健的法律和監管框架。粵港澳大灣區、北部都會區等舉措可以通過促進跨境融合、支持創新及高價值服務業發展，進一步強化這一功能定位。

**13. 擬議運用的產業政策（包括優惠政策包）可支持實現經濟多元化的重要目標，但應謹慎推進。**政策安排應建基於明確識別出市場化結果可能無法達到政策目標的領域，並輔以穩健的治理框架、高透明度和定期評估，以確保其有效性。相關支持措施應具有時限性和針對性，同時保持開放參與的機會，以確保相關資源流向具備商業可行性的投資，並達到預期效果。

**14. 當局需採取協調一致的政策措施來應對勞動人口參與率持續下降的問題。**儘管人口高齡化仍然是主要驅動因素，但教育程度提升、技能需求不斷變化以及與人工智能應用等技術需求轉變相關的不確定性導致年輕群體延遲進入勞工市場，也進一步加劇這趨勢。提升勞動人口參與率有賴相關政策的配合，鼓勵更多老年勞動者和女性參與勞工市場，加強教育和培訓體系以減少技能錯配，並通過技能再培訓、優化就業配對以及在轉型期間提供充分的社會保障，以支持勞動人口適應技術變革。

代表團對香港特區當局在我們訪問期間的出色討論、悉心安排和親切款待謹表謝意。

## 香港特區——部分經濟與金融指標，2021年至2028年

	2021	2022	2023	初步值		預測值		2028
				2024	2025	2026	2027	
<b>國民帳戶</b>								
實質本地生產總值（百分比變化）	6.5	-3.7	3.2	2.6	3.5	2.4	2.4	2.3
私人消費	5.6	-2.2	6.8	-0.2	1.7	1.7	1.7	2.1
政府消費	5.9	8.0	-3.9	0.7	1.6	1.1	0.6	0.1
固定資本形成總額	8.3	-7.4	11.4	1.9	4.3	7.2	1.3	0.7
存貨（對經濟增長的貢獻）	-1.9	-0.7	0.1	0.2	1.9	-1.2	0.0	0.0
淨出口（對經濟增長的貢獻）	2.7	-1.2	-2.7	2.1	-0.4	1.1	0.9	0.8
產出缺口（潛在本地生產總值的百分比）	-2.3	-4.1	-3.9	-4.0	-2.6	-2.2	-1.6	-1.2
<b>勞動力市場</b>								
就業（百分比變化）	-0.6	-1.6	2.7	-0.4	-0.6	0.0	-0.1	0.0
失業率（百分比，期內平均值）	5.2	4.3	2.9	3.0	3.7	3.3	3.2	3.0
實質工資（百分比變化）	-0.5	-1.4	1.4	1.5	1.7	1.1	0.8	1.1
<b>價格</b>								
通脹（百分比變化）								
消費者物價	1.6	1.9	2.1	1.7	1.4	2.1	1.8	2.1
本地生產總值平減物價指數	0.7	1.7	2.9	4.2	1.0	2.7	1.9	2.1
<b>廣義政府</b>								
合併預算餘額（本地生產總值的百分比） <sup>1/</sup>	0.0	-6.7	-5.8	-5.9	-4.9	-5.3	-3.3	-1.4
收入	24.2	22.1	18.4	17.7	18.8	18.1	20.0	20.5
支出	24.2	28.9	24.2	23.6	23.7	23.4	23.3	21.9
財政儲備（截至3月底，本地生產總值的百分比）	33.4	29.7	24.6	20.5	19.7	20.0	20.1	20.4
<b>金融 2/</b>								
利率（百分比，期內平均值）								
最優惠貸款利率	5.0	5.1	5.8	5.8	5.2	...	...	...
三個月香港銀行同業拆息（HIBOR）	0.2	2.1	4.6	4.5	3.1	...	...	...
十年期政府債券孳息率	1.2	2.8	3.6	3.4	3.2	...	...	...
<b>宏觀金融 2/</b>								
在香港特區使用的貸款（不包括貿易融資） <sup>3/</sup>	4.3	0.9	-0.4	-2.1	1.9	...	...	...
住宅樓價（年末按年百分比變化）	3.7	-15.0	-7.0	-7.1	3.6	...	...	...
<b>對外部門</b>								
商品貿易（百分比變化）								
出口價值	26.3	-8.6	-7.8	8.7	15.3	12.6	4.7	3.4
入口價值	24.3	-7.2	-5.7	6.0	15.5	12.4	4.4	3.2
經常賬戶差額（=S-I，本地生產總值的百分比）	11.8	10.2	8.4	13.1	12.2	12.6	12.3	12.1
資本形成總額（本地生產總值的百分比）	16.8	15.2	16.2	16.1	18.3	18.8	19.2	19.7
國民儲蓄總額（本地生產總值的百分比）	28.6	25.4	24.6	29.2	30.6	31.4	31.5	31.8
外匯儲備								
十億美元（期末）	497	424	426	422	428	468	499	527
本地生產總值的百分比	135	118	112	103	100	104	106	107
淨國際投資頭寸（本地生產總值的百分比）	574	492	461	490	586	569	558	546
<b>匯率</b>								
市場匯率（港元/美元，期內平均值，按月平均值計算）	7.773	7.831	7.830	7.804	7.797	...	...	...
實質有效匯率（期內平均值，2010年=100）	111.5	115.6	119.4	122.4	122.0	...	...	...

來源：Haver

Analytics；國際清算銀行；CEIC；香港特區政府統計處；國際貨幣基金組織資訊通告系統；以及國際貨幣基金組織人員的估計與預測。

<sup>1/</sup> 工作人員對2026/27年度及之後的基線預測。未計入發行及償還債券款項。外匯基金的轉撥（約佔本地生產總值的4%，在2026/27及2027/28年度平均分配）及債券基金的轉撥（佔2026/27年度本地生產總值的1.1%），以及政府帳目以外基金的轉撥（佔2026/27年度本地生產總值的0.5%）均被視為線下項目。

<sup>2/</sup> 使用最新可得數據。

<sup>3/</sup> 基於在香港特區使用的貸款，不包括貿易融資。

