



INTERNATIONAL MONETARY FUND

中华人民共和国——香港特别行政区  
国际货币基金组织 2015 年第四条磋商代表团初步总结

2015 年 11 月 12 日

香港经济正进入或许会面临考验的时期，但强大的缓冲空间仍然可令有关风险受控。当局继续实施审慎的财政管理、维持稳健的金融体系监管及联系汇率制度，将有助应付短期的挑战，中期而言亦可为稳定增长及创造健康就业奠定基础。

1. **背景**——尽管近年香港多次受到环球金融市场波动的影响，但其经济仍然稳步增长。相比 2009 年第 1 季环球金融危机时的谷底水平，香港的实质本地生产总值增长约 25%、就业人口升近 9%、工作职位净增长超过 300,000 个，以及失业率降至 3.3%。

2. **前景**——预计今年的经济增长约 2 ¼%。在紧绌的劳工市场带动下，本地需求尤其是私人消费，成为了经济增长动力的主要来源；财政政策亦带来额外的支持。在环球需求较预期疲弱及贸易放缓等不利因素下，净出口放缓或会令整体增长减少。明年外部需求对本港经济的拖累预计会减低，有助内部需求保持强劲，因而经济增长估计会加快至 2 ½%。此外，由于商品价格偏软导致进口成本下降，今年的消费物价通胀估计会降至 3%以下(与 2014 年 4.4%相比)。明年的通胀有望维持在 3%以下，与预期中的 2016 年实体经济活动的温和增长一致。

3. **外部评估**——实质有效汇率及对外收支状况与经济基本因素及可取的政策大致相符。由于港元与美元挂钩以及通胀水平较贸易伙伴为高，实质有效汇率相比 2014 年平均水平上升约 10%，并自 2012 年底以来上升了 17%。在此期间，经常帐余额维持于本地生产总值 1½ 至 2% 的范围内(随着环球需求复苏，中期而言预计将增至约 3 ½%)。这些走势变化亦部分反映中国内地经济的结构性转变。

4. **缓冲机制**——受惠于灵活的施政以及具前瞻性的监管标准，香港已建立了强力的缓冲。近年的实际盈余均超出了财政预算盈余，令财政储备增至本地生产总值的 35%，大约相等于 24 个月的政府总开支。银行业作为香港主要国际金融中心的基石，其资本充足率已超出《巴塞尔协定三》的水平，并于近年更侧重稳定的资金来源及提升资产流动性。在今年夏季股价及汇价波动加剧的期间，香港金融市场继续有序运作，反映了整体经济及金融体系具备承受冲击的能力。

**5. 香港面对三重挑战**——香港经济正进入或许会面临考验的时期，随着美国联邦储备局即将加息，本地利率可能会在 7 年以来首次被调高；过去一年物业价格上涨（近来的升势有停顿的迹象）增加了市场调整的可能性；中国内地的金融及实质经济活动减缓的溢出效应可能重现。整体而言，鉴于香港具备的缓冲机制，只要息口跟随联储局（联邦公开市场委员会）的预期以温和步伐上升；以及中国内地经济增长能以较慢但具可持续性的方向有序调整，香港所面对的风险是可控的。

- a. **加息的影响**——联邦公开市场委员会预计的加息步伐，不应严重打击香港的私人支出。然而，若联储局加息后导致环球投资组合大幅重组，加息步伐可能较预期为快并构成风险。由此引致偿还债务及新债取代旧债的成本飙升，可能会遏抑消费者及企业开支，拖累香港整体的经济活动。
- b. **物业市场**——经过 2013 至 14 年的沈静期，物业价格在过去 18 个月有所回升。现时二手住宅物业市场的升势开始减慢，有初步迹象显示楼价升势会暂缓。若加息步伐较预期为快，需求压力或会因借贷成本上升而减弱，从而令价格回软及交投量减少。虽然多轮宏观审慎监管措施减低了银行体系的敞口，但物业市场的调整或会触发恶性循环，导致负财富效应及抵押品价值下降，令家庭及企业支出减低、信贷增长放缓，进一步冲击物业价格。
- c. **来自中国内地实体经济及金融压力的风险**——香港多方面受惠于与中国内地更紧密的融合，尤其在过去 5 年间，旅游业、金融服务及离岸人民币业务均录得显著增长。随着中国内地开放资本帐，香港仍具备优秀条件作为融通中国内地双向资金流的领先平台。与此同时，透过在旅游业、跨境银行借贷、中国内地企业在香港发行人民币及美元证券等方面的经济活动，以及股市互通计划，两地的联系将持续深化，形成更多渠道传递源自内地的冲击。

**6. 财政政策**——作为香港逆周期宏观政策的唯一杠杆，财政政策肩负支持社会整体需求的功能。今年的财政预算推出一系列以家庭及小型企业为对象的逆周期措施，包括宽减税务、支援中小企融资、宽免物业差饷，以及额外津贴弱势社群。根据本年度财政预算的预测，基金组织工作人员的分析显示 2016 至 17 年度的财政政策预计可在自动稳定因素以外，推动约为本地生产总值 1% 的经济活动。对于提供短期的宏观经济纾困措施及满足中期人口老化的财政需求，所预期的政策能在两者之间取得适当平衡。若 2015 年第 4 季及 2016 年初的高频指标显示经济活动显著放缓，2016 至 17 年度的财政预算应较现时预计提供更大力的支持，纾缓措施应重点给予弱势家庭（提供长者及残疾人士特惠津贴、降低宽减公屋家庭租金的门槛、增加宽免物业差饷）、

小型企业(宽减税务、透过信贷担保计划资助或以特惠形式融资)，以及加快市区重建及基建有关的开支。

7. **长远的财政挑战**——豁除经济周期的考虑因素，如 2014 年长远财政计划工作小组报告中所指出，香港有需要解决未来人口老化及劳动人口逐渐萎缩带来的长远财政挑战。计划推出的措施如低收入在职家庭津贴计划，将鼓励更多劳动人口参与及有助减轻抚养比率上升的负担。建议中的未来基金将设立机制提高财政储备的长期投资回报，从而创造更多资源以应付人口结构的转变。

8. **物业市场的政策**——由于需求压力增加而供应有限，香港的物业价格至今已持续上升超过了 10 年。政府重申会透过 2014 年制定的长远房屋策略物色额外房屋用地及增加供应量，中期而言可纾缓置业负担能力的忧虑。在此期间，买家印花税、特别印花税及双倍从价印花税将有助打击炒卖活动，从而遏抑过度需求。若交投持续减少以致对整体经济带来负面影响，当局可考虑调整上述征税。自 2009 年以来推出的 7 轮宏观审慎措施，包括收紧物业按揭成数及供款与入息比率上限，以及引入风险加权比率下限，已适当地加强了按揭贷款批核准则。在不妨碍银行体系为配合实质经济需要而提供信贷的主要功能下，这些措施限制了银行体系对物业价格上升的杠杆风险。如有需要，当局可考虑进一步推出其它措施，如与物业贷款有关的监管储备或准备金拨备，或调高风险权数等。至于是否调整与物业相关的逆周期宏观审慎措施，主要应视乎金融稳定风险的变化而定。

9. **金融体系的政策**——过往香港在填补监管漏洞及数据缺口、评估系统性风险，以及加强金融机构吸收亏损的缓冲能力方面皆表现积极及卓越。当局亦为促进金融市场的稳健发展，例如人民币离岸业务，提供基础设施支持。按照 2014 年金融体系评估计划的建议，香港在成立独立的保险业监管机构、制定金融市场基础结构的危机管理及恢复计划，以及银行业、保险业与证券业监管机构的跨境合作方面都取得了重要进展。当局需要进一步关注的范围包括完成全面恢复及处置框架的立法程序，继续加强证券市场、经纪交易商及资产管理机构的监管制度，这是因为它们的经营模式将随着连接香港与内地市场的新渠道而不断演变；以及全面实施保险集团以风险为本的资本制度。

10. **汇率制度**——联系汇率制度(联汇制度)仍然是最适合香港的制度；对一个拥有与环球金融服务融合的小规模开放型经济体系而言，联汇制度是维持香港金融稳定的基石。联汇制度运作有序，有赖香港稳健的体制、法律及政策框架、充裕的财政储备以抵御经济所受的负面冲击、及足以应付重大投资组合调整的健全金融体系。整体而言，灵活的资产、货物及劳工市场可迅速作出调整，以确保实质有效汇率失调的情况不会持续。鉴于境外净资产接近本地生产总值的 3.3 倍，外汇储备亦相当于本

地生产总值约 1.2 倍，国际投资头寸失衡的风险很小。外汇储备足够发挥预防性功能，并在货币发行局制度正常运作过程中，每当有外汇流入时以非酌情的方式不断累积。

11. **应变计划**——香港作为国际贸易及旅游枢纽，以及主要的金融中心，为其小规模开放型经济体系带来动力，但同时亦令香港面对无法控制的庞大全球经济力量，因而凸显应变规划的重要性。假若在可能性很低的情况下，内地经济放缓速度超出预期，同时间联储局加息后引发全球金融市场剧烈波动，香港可能需要推出一系列措施，以防止经济陷入深谷。措施包括推行更积极的财政刺激方案、扩大中小企贷款的信贷担保，以及放宽宏观审慎措施。经优化后的存款保障制度及向银行提供流动资金支持，将有助维持银行体系稳定。根据 2008 至 09 年的经验，制定全面的应对政策可减低大规模的全球性冲击对本地经济的影响，令经济迅速重回正轨。

最后，代表团对香港特区政府当局的亲切接待及富有成效的讨论谨表谢意。