



中华人民共和国——香港特别行政区
国际货币基金组织 2016 年第四条磋商代表团总结

2016 年 11 月 3 日

「代表团总结」载述国际货币基金组织(基金组织)工作人员于某国家或地区(通常为成员国家或地区)正式访问(或「代表团访问」)结束后的初步评估。根据《基金组织协定》第四条,代表团访问属于定期(通常为年度)磋商的一部分,就有关使用基金组织资源(向基金组织借款)作为工作人员监察项目的讨论,或其他监察成员经济发展工作的一部分。

有关当局已同意发表本总结。本总结所载仅为基金组织工作人员的意见,未必代表基金组织执行董事会的意见。工作人员将根据代表团的初步评估拟备报告,待管理层批准后,该报告将提交基金组织执行董事会讨论及决议。

在过去十年间,香港经济在低息环境及中国内地经济增长的支持下蓬勃发展。然而,随着美国息口周期趋升、全球贸易增长缓滞及中国内地经济重新平衡,外围环境将会更具挑战。香港拥有强而有力的政策框架,包括联系汇率制度、健全的金融体系监管及充裕的缓冲空间,具备足够的条件应对风险。短期而言,香港有空间运用财政政策支持增长。长远而言,若要维持增长的潜力,则须推行政策以纾缓人口老化对经济及财政造成的影响。

十年稳健增长后的考验期

1. **背景**——香港作为中国内地与全球各地之间的主要贸易及金融桥梁,经济周期受到环球金融市况所影响,并与中国内地日益融合。在过去十年期间,香港受惠于中国内地正面的溢出效应,增长相对稳健,失业率偏低,信贷迅速增长,一般住宅市场价格在 2008 年至 2015 年间升幅接近两倍。然而,自 2015 年起,全球贸易环境欠佳及中国内地访港旅客人次急跌,打击零售支出、私人投资及出口,致令香港的经济增长降至潜在增长水平以下。

2. **前景**——由于外围市况疲弱及楼市已接近上升周期的尾声,经济恢复增长的速度或会较慢。预计 2016 年的经济增幅约为 1.5%,随着消费受到劳工市场畅旺所带动,加上全球经济增长步伐逐渐加快,明年增幅可能略升至 1.9%。中期而言,经济增长潜力预计约为 2.5 至 3%。人口老化压力将会在 2021 年后削弱结构性财政状况,因此香港有需要作出长远财政规划以缓减跌幅。

3. **强大的缓冲空间**——受惠于审慎的财政政策及健全的金融体系监管，香港已建立强大的缓冲机制以对抗不利环境。财政储备达本地生产总值的 35%，相等于 23 个月政府开支，国际投资头寸净值相当于本地生产总值的 3.55 倍。银行资本充裕，远高于《巴塞尔协定三》水平，流动性覆盖及稳定资金来源的使用均有所增加。香港作为一个与环球金融服务融合的小规模开放型经济体系，联系汇率制度(联汇制度)提供了可靠的基石以应对庞大跨境资金流的影响。工资及物价的灵活性令本港经济能因应周期状况及结构性变化而迅速调整。

4. 三项下行风险对前景构成阴霾

- **利率趋升及环球市场波动**——若利率一如预期逐步调高，本地需求应不会受到过度遏抑。然而，由于采用浮息按揭的家庭负债偏高，一旦美国加息步伐较预期急速或环球金融状况收紧，对本港造成的不利影响或会较大。另一方面，尽管英国退出欧盟后市场波动略见减弱，但由于金融业联系密切，香港无可避免会被英国或欧资银行受到冲击的溢出效应所影响。
- **中国内地相关风险带来的压力**——香港透过与中国内地更紧密的融合，经济有望取得进一步增长。但与此同时，两地在贸易、旅游及金融业的联系(透过对中国内地企业贷款、离岸人民币业务、证券发行及资产管理)会形成更多渠道传递源自内地的冲击，新近的基金互认安排及快将落实的「深港通」等便是新增的渠道。
- **物业市场**——楼价于 2015 年年底有序地冷却实属可喜，但其后重拾升轨并接近历史高位。由于楼价估值偏高，一旦利率上升步伐较预期快，便会产生价格急速调整的风险。尽管金融体系具备承受冲击的能力，但受制于负财富效应、抵押品价值下调、信贷增长减慢，以及个人与企业支出减少之间的恶性循环，实体经济将可能受到影响。

在强大的缓冲空间下，只要(i)息口一如预期温和上升；以及(ii)中国内地经济能有序地过渡至可持续增长方向，香港所面临的风险是可以受到控制的。

支持复苏的政策

5. **财政政策**——作为香港需求管理的主要杠杆，财政政策有需要在支持社会整体需求，以及为应对人口老化的长远挑战而需作为缓冲两者之间作出平衡。短期而言，鉴于产出缺口显著而持续、外围环境艰难及自动稳定机制薄弱，香港应实施进一步的财政刺激方案。在 2016 至 2017 年度财政预算中所制定的提振措施乃适当之举，但若力度最终不足(不论是由于收入高于预期或支出未能达标)而增长仍然疲弱，便有需要

在 2017 至 2018 财政年度加推刺激方案。短期财政措施若能配合长远目标并提前支出的时间表，将有助确保顺周期的支持措施不会为长期的财政趋势加添压力(第 9 段)。在可行范围内，建议可以考虑的措施包括增加房屋供应与基建配套的资本开支，以及为应对人口老化、提高劳动人口参与率及鼓励创新推出的针对性措施。

维护金融体系抵御冲击的能力

6. **稳健的规管及监管制度应防范系统性风险**——一直以来，有关当局就规管、监管及处理数据缺口方面皆有良好往绩。在实施基金组织于 2014 年《金融体系评估计划》的建议方面亦取得重大进展，包括成立独立的保险业监管局、提高证券上市标准，以及就实施金融稳定理事会的《主要元素》而为金融机构处置机制立法。香港金融管理局(「金管局」)已加强银行贷款业务(包括与中国内地相关)的指引及监察，并密切注视流动性风险；同时积极鼓励银行加强网络安全。政府当局与监管机构于金融市场稳定委员会作出协调，从而促进讨论可能透过金融系统蔓延的风险。当局与中国内地监管机构维持密切联系，并积极参与国际论坛，包括出席跨境银行与保险集团(包括具全球系统重要性金融机构)监管联席会议及危机处理小组。当局需要继续关注的范畴包括进一步加强金融机构压力测试，以及检视金融机构应对受压情况的方案。

7. **维持楼市相关措施**——鉴于楼价再度上升，当局应维持三管齐下的对策遏抑楼市风险，即增加房屋供应、防范和稳定风险的宏观审慎监管措施，以及打击炒卖的印花税。印花税已有助控制炒卖及外部需求，亦有效遏抑那些无需按揭贷款的买家需求。严格的逆周期宏观审慎监管措施(针对按揭成数及供款与入息比率)亦已减低银行体系面对楼市炽热而承受的风险。金管局敦促银行审视对物业发展商贷款涉及的风险属恰当之举。

8. **应变计划**——香港作为贸易枢纽及国际金融中心，无可避免会面对环球冲击，因此更突显应变计划的重要性。若出现巨大的冲击，当局应采取类似 2008 至 2009 年期间实施的全面而有系统的对策，包括推出大型财政刺激方案、放宽宏观审慎监管政策、提供中小企信贷保证、紧急流动资金支援，以及紧密的国际监管协调。全球推行的监管改革以及香港最近设立的金融机构处置机制，应有助巩固香港抵御冲击的能力。

发挥长远潜力

9. **长远的财政对策**——尽管目前财政状况稳健，但人口老化将导致十年内出现结构性赤字。故此，及早实施 2014 年长远财政计划报告的建议将有助减低人口老化所造成的财政影响，建议包括重订支出的缓急优次、增加收入及做好资产管理。当局已开始进行一些基本开支检讨，以及就关键范畴内的基本工程项

目拟定十年预算；当局可能需要推行有助扩阔税基的措施。每隔三或五年进行独立更新的长远财政预算，有助表明实际进展及采取行动的必要性。

10. **劳动人口参与**——致力处理贫富不均及提高劳动人口参与率(尤其女性及较年长人士)有助缔造具包容性及可持续的经济增长。对外来劳工保持开放，亦可帮助保持香港经济的灵活性。低收入在职家庭津贴计划等政策，旨在鼓励低收入人士留守或重投职场。最低工资在不影响劳工灵活性下有助增加供应，其水平亦有空间略为向上调整。工作时数及超时工作薪酬政策可鼓励低收入人士投身劳工市场，但需顾及对劳工市场构成的其他压力因素。

11. **进一步发挥香港作为全球金融中心的地位**——香港享有优越的地理位置、高技术和教育水平的劳动人口、高水平的法律标准，以及与主要贸易伙伴的共同语言。凭借现时作为区域金融枢纽的有利条件，香港可充分把握中国内地增长、与全球融合及开放资本帐所带来的机遇。除了保持人民币离岸中心的领导地位外，当局已制定策略发展资产管理业、鼓励企业于香港设立财资中心，以及在不会削弱消费者与投资者保障的前提下促进金融科技健康发展。金管局所设立的基建融资促进办公室，将有助巩固香港作为区域基建融资中心的地位。另外，香港亦有空间进一步推动专业服务的输出，并在整体金融体系的健全监管下继续鼓励创新。

12. **处理房屋短缺问题**——《长远房屋策略》及《香港 2030+》体现当局有决心透过督导土地、规划与基建发展及市区重建，综合处理房屋短缺问题。在可行范围内，提前推行相关投资计划有助刺激经济及纾缓樽颈问题。

保持实力

13. **汇率制度**——联汇制度在过去三十多年来经历重重危机试炼，建立了公信力，证明仍然是最适合香港的制度。对一个小规模、开放型并与全球庞大金融服务业接轨的经济体系而言，联汇制度是维持香港稳定的基石。联汇制度有赖灵活应变的经济体系、充裕的储备缓冲及严紧金融监管的支持。由于香港是先进经济体与中国内地之间贸易与金融联系的枢纽，并非纯粹对应中国内地的经济波动，因此实施与美元联系的汇率制度是合适的安排。香港对外收支状况与中期经济基调及可取的政策方向大致相符。

最后，代表团对香港特区政府当局的亲切接待以及开放和富有成效的讨论谨表谢意。