



中華人民共和國——香港特別行政區 國際貨幣基金組織 2011 年第四條磋商代表團初步總結

2011 年 10 月 25 日

經濟前景

香港經濟增長強勁，生活水平上升

1. 香港經濟在經歷了全球金融危機造成的負面影響後展現出強勁的反彈。政府當局多方面的政策、本地靈活的經濟體制，以及中國內地經濟的強勁升勢，都有助香港走上經濟增長的軌道。失業率降至極低水平，實質收入增長，生活水平亦普遍提升。然而，隨著外需轉弱，香港經濟增長將會減慢，今年經濟增長預料會略為回落到 5¾%，並於 2012 年放慢至 4%。

但同時帶來通脹壓力

2. 政府當局恰當地意識到通脹是值得關注的一個環節。由於勞工市場顯著改善及經濟增長高於潛在產能，價格壓力增加。主要源自內地進口的食品價格通脹上升，加上樓價上升的影響陸續浮現，都使市民的生活開支增加。展望未來，本地經濟增長減慢及內地食品價格回落，應可令通脹有所舒緩。然而，樓價上升對租金以至消費物價造成的滯後影響，可能會在 2012 年持續一段時間。基於這些情況，預期通脹將於今年年底達 5½%，並在 2012 年維持在 4 至 5% 之間。

物業市場轉趨平靜

3. 經濟暢旺、住屋需求龐大、新落成單位供應較少以及資金成本低等因素，在過去幾年推動著樓價上升。這對不少中產家庭造成明顯的壓力，令他們感到自置居所是越來越具挑戰性的目標。然而，住宅市場在過去幾個月出現了一些變化，交投量減少而價格亦稍見回落。

未來財政支援措施應集中於較低收入組群

4. 由於經濟增長高於潛在產能水平，同時通脹問題備受關注，財政政策應尋求作出逆周期的制約。今年特區政府可能會錄得可觀的財政盈餘，再次超出預算案目標。儘管如此，財政政策在一定程度上仍會對經濟造成溫和的擴張作用，部分原因是當局推出多項一次性的支援措施所致。如果沒有出現重大的外來衝擊，來年的預算案可中止多項有關的支援措施，尤其是那些向全民發放款項的措施。然而，當局有空間為低收入組群及長者提供針對性支援，包括增加須經過經濟狀況審查的社會援助及調低公共房屋租金。

風險及溢出效應

主要風險源自歐洲的外來衝擊

5. 目前環球經濟的情況已達到一個危險的警界點。歐元區的風險增加，其中政策的不明朗因素，加上主權債務問題與銀行體系受壓，繼而對實體經濟造成影響。若這些下行風險真的發生，香港將透過貿易及金融渠

道受到嚴重衝擊。代表團人員估計，若歐洲方面突然爆發危機而令全球經濟增長降低約 3 個百分點，香港的經濟增長會低於代表團的基準預測 4 至 4½ 個百分點而陷入衰退。出現這個情況的機會雖然不大，但由於後果嚴重，當局制定應變計劃時必須加以考慮。

或是內地經濟 放緩

6. 同樣地，中國內地經濟硬着陸的風險儘管不大，但一旦出現會令香港經濟出現大幅的波動。而有關影響將會經由多個渠道傳遞。貨物及服務貿易將會收縮，香港股市會下滑，對內地企業信貸的質素會轉差，整體信心亦會受到負面影響。此外，內地的經濟困難情況也可能促使香港房地產市場回落。

當局擁有多種 對策可採用

7. 若果以上外在風險一旦出現，香港則應推出顯著和及時的財政刺激方案應對。有關措施可以包括：減稅(尤其入息稅及利得稅)、向市民直接發放款項(尤其對貧困家庭、長者及受經濟不景影響最深的組群)，以及對小型企業的財政支援(包括貸款擔保等)。在可行的情況下，香港亦應加快已經上馬的公營部門基建項目。視乎情況的嚴峻程度，當局可能亦需考慮特別措施，如在 2008 年推出的措施，去防範外來的金融連鎖效應及市場混亂所帶來的衝擊。這包括透過香港金融管理局已有的工具提供港元流動資金，以及利用外匯基金的資源重新啟動香港銀行的備用資本安排。最近存款保障計劃的優化措施應足以提供信心予存戶，但在極端情況下可能需要再次考慮提供較為全面的銀行存款擔保，但推行前最好先與鄰近地區進行協商。最後，若下行壓力蔓延至樓市，作為逆週期方案的一部分，當局可考慮逐步撤回過去幾年就住屋市場推出的部分緊縮措施。

物業市場

當局的措施 有助處理 樓價飆升...

8. 政府當局注意到樓市泡沫對宏觀經濟及金融風險可能引致的風險，因此已採取適當措施限制槓桿程度、遏抑炒賣、增加土地供應及保障金融體系。調低按揭成數已限制了槓桿程度，開徵特別印花稅亦打擊了短期炒賣物業的活動。當局宣布重要措施向市場供應新土地，以供建造住宅單位，並在中期至長期建立政府的土地儲備。最後，當局已實施有效的溝通策略，提醒市民過度承受按揭供款債務及物業市場週期變化的風險。代表團人員分析顯示，這些措施在減低交投量，防止房屋信貸過度增長以及維護銀行體系的穩健性等方面已經取得成效。

...但假設樓市 泡沫已消失 仍屬言之過早

9. 目前的難題是評估當前樓市放緩會否持續。過去幾年推高物業市場的多個因素仍然存在。另一方面，按揭息率逐步向上，土地供應增加，並且市場對未來價格趨升的預期已有所緩和。這些逆向力量可能足以令市場降溫，但現時宣稱勝利卻仍是言之尚早。有關政策需要繼續按照數據所展示的情況而定。若未來幾個月住屋價格恢復升勢，當局應進一步收緊宏觀審慎政策、提高物業稅及增加土地銷售。而無可避免的是，增加土地供應存在一定的風險。由於新住宅項目開始施工與推出市場相距一段時間，當局的措施有機會未能抑制樓市週期的波動性，反而令其加劇。由此可見，當局必須繼續實施經過小心衡量、審慎調校並且與樓市的風險與壓力情況

相符的對策。

樓價高企對 租戶及尚未置 業的新家庭 而言是沉重的 社會負擔

10. 近年樓價上升造成的再分配效應不應被低估。香港有半數以上的家庭擁有自置居所，近年樓價上升固然令大多數並非租住公營房屋的市民財富驟增。但不符合入住公營房屋資格，同時又無力自置居所的市民仍佔全港人口很大的比重。這一組群的負擔相當重。租金迅速上升，加上樓價高企及按揭成數下降，中位家庭自置居所須付出至少相當於 3½ 年可支配收入作為首期(自 1998 年中以來的最高水平)。因此，當局致力減輕這方面的負擔，包括增加有關人士獲編配公營房屋的機會、推出資助置業的「置安心」計劃，以及最近恢復推出「居者有其屋」計劃，都是恰當的措施。

信貸及金融體系

近期信貸增速 受到關注...

11. 信貸增長的速度比一般情況較快，而外幣貸款尤其明顯。由於港元及美元貸款利率處於非常低的水平，加上本地銀行流動資金相當充裕以及信貸需求(尤其來自在內地有業務的企業)強大，有關信貸增長情況並不為奇。然而，國際經驗顯示，尤其如果商業週期逆轉，信貸增長迅速可能會令平均信貸質素下降。

...並促使資金 壓力上升

12. 貸款上升亦對銀行融資造成壓力。例如非人民幣的外幣貸存比率已升至約 63%，較上一年高出 20%。雖然這個比率與國際甚至香港歷來水平相比仍屬較低，但上升趨勢不容忽視。

當局的監管措 施將有助減輕 有關風險

13. 在這方面，監管當局在防範信貸週期逆轉對金融體系造成的衝擊方面作出了具前瞻性及主動的措施。監管當局已指示銀行要確保貸款業務計劃與資金來源相符，並進行現場審查以查核銀行有否降低貸款標準，以及要求銀行調高緩衝資本，包括增加監管資本儲備，以抵禦潛在風險。面對前景不明朗因素，以及一旦投資者避險情緒再度加劇可能令環球外幣資金受壓，上述都是適當的對策。

聯繫匯率制度

近期就匯率制 度有不少討 論...

14. 在物業及消費物價通脹上升的情況下，最近對聯繫匯率制度的批評有所增加。現時寬鬆的貨幣環境無疑與香港所處的經濟週期不配合，而由於美國聯邦儲備局宣布因應經濟狀況會在至少 2013 年中前將聯邦基金目標利率維持於極低水平，本港低息環境可能持續。

...但聯繫匯率 制度仍是香港 最佳的選擇

15. 然而，建議放棄貨幣發行局制度而將港元改與一籃子貨幣掛鉤或實施某種形式的爬行釘住匯率制度的想法都存有誤差。這些貨幣制度改變不會令香港享有更多的貨幣自主權，反而會犧牲了 28 年來努力經營的貨幣和金融穩定。因此，香港已作出了明確的選擇，就是透過名義工資及價格變動去適應環境轉變的經濟體制。香港已擁有各項先決條件來維持這

個制度，其中包括非常穩固的財政實力、穩健及具前瞻性的金融監管，以及全球其中一個最靈活的勞工、產品及資產市場。香港經濟的靈活度使實質匯率迅速及有效地調節，從而避免出現重大或持續的失衡。儘管香港經濟快速多變的特性增加了評估的難度，代表團人員的分析認為並無明顯跡象顯示香港貨幣與經濟基本因素不相符。總括而言，聯繫匯率制度是一個簡單、具公信力和有效而值得繼續支持的匯率制度。

離岸人民幣業務

香港已成為 領先的離岸 人民幣中心

16. 香港離岸人民幣業務發展迅速，整體上取得正面的成果。隨着點心債券市場深化，投資者已更注意發行機構的信貸風險狀況。另一方面，過去有一段時間，一些投資者把香港離岸人民幣市場視為投資在岸人民幣市場的替代選擇。近期的發展顯示兩者其實並非完全相同的資產類別，雖然長遠而言會逐漸趨同，但短期則可能有較大差距。投資者明白了這種情況後應有助合理地調整他們的預期。最後，准許內地非金融類企業發行點心債券、推出人民幣境外合格機構投資者安排以及開放人民幣外商直接投資的各項措施，都有助香港離岸人民幣市場進一步擴大、深化及成熟發展。

內地與香港之 間金融相互影 響的渠道正擴 闊

17. 隨着人民幣市場進一步發展，香港與內地金融市場聯繫更趨緊密，兩地間將有更多渠道會互相影響。例如，存款資金轉向人民幣存款可能會減少其他幣種貸款的資金來源，從而引致市場爭取對非人民幣存款的競爭加劇以及融資與信貸成本上升的部分原因。當市場進一步發展及人民幣外商直接投資的活動增加，人民幣貸款所佔比重會相應提升，令人民幣資產與負債逐步更趨平衡。

展望未來，離 岸市場需要穩 步開放的人民 幣資金流動渠 道支持...

18. 在某程度上，市場對人民幣在中期升值的預期，對離岸人民幣市場的迅速發展提供了有利的因素。這個項目若要取得全面成功，人民幣外流漸多的同時，應有更多渠道讓人民幣可以回流內地，而這將涉及逐步增加內地資本帳的可兌換性。然而，尤其當這涉及到投入內地債券及股票市場的短期金融投資，需要配合內地金融體系的開放改革進程推行。

...還有提供資 訊方面的改進

19. 香港在協助投資者更好地認識高速發展的離岸人民幣市場的運作上已做了很多工作，包括香港金融管理局所採取的主動溝通策略。隨着離岸人民幣市場不斷擴展，更多訊息有助促進市場的進一步發展。這可以包括人民幣貨品及服務貿易結算的方向、人民幣資金流向，以及香港金融機構所持的人民幣資產負債的定期資訊。

代表團謹此對香港特區政府當局的親切接待及深入的討論表示謝意。