

## 聯匯機制穩如磐石



高瞻遠矚 任志剛

香港金融管理局前總裁

相信大家都有個習慣，便是在適逢5周年或10周年時，懷緬一下值得紀念的重大事件。在香港的金融歷史上，令人難忘的事情剛好每5年都有發生。雖然筆者的記憶力已經隨着年紀增長而逐漸減退，但香港金融大事，在腦海中仍然歷歷在目。在這裏和大家分享一下：

### 聯匯匯率制度成立的40周年（1983）

當年，國家在1997年對香港恢復行使主權的過渡安排，尚待中英雙方展開談判，金融市場信心薄弱，加上港英政府欠缺貨幣管理的機制、能力和工具，港元匯率不斷貶值，在9月下旬在兩個交易日，兌美元貶值了15%。及後，經過3個星期的研究，港英政府在10月中成立聯匯匯率制度，用貨幣發行局的安排，將港元與美元在7.80的固定水平上掛鈎。

### 港英政府通過「新會計安排」首次建立官方貨幣管理機制的35周年（1988）

隨着貨幣危機在1983年爆發，是長達4年的銀行危機，有總共7家銀行需要立法接管或找「白武士」解救，分別是恒隆、海外信託、香港工商、嘉華、永安、遠東和康年，及後還在1987年爆發股災和停市風波。5年的救火期，凸顯了金融改革的重要性。

首個金融改革的項目，是1988年的「新會計安排」。這是一個極為重要的技術性改革，目的是將貨幣的控制權，從銀行體系清算行（滙豐銀行）的手中，收歸政府，大大提升了官方貨幣管理的能力，確保貨幣穩定。這亦是香港在金融領域上由「救火期」轉為「防火期」的分水嶺。

### 成立香港金融管理局的30周年（1993）

於30年的防火工作中，當然包括機構構改，確保金融管理當局能有足夠的資源和人手，應付在敏感的主權過渡期或會出現而不可預測的金融問題。這是在1993年成立香港金融管理局的主要原因。有幸香港金融管理局不負所託，成績有目共睹，於茲不贅。

### 入市打大鱷的25周年（1998）

成立香港金融管理局後，居安思危的金融改革工作全速推行。在貨幣管理方面，分別強化機制和豐富工具。在保障銀行體系健全方面，實施風險為本的

監管理念，率先引入資本充足要求，優化流動資金安排，及建立銀行同業即時支付系統，以減低銀行出現問題時的傳染性風險。一切準備就緒，以健全的金體體系，安穩地迎接主權回歸。

有趣的是，主權回歸並未帶來任何金融動盪，但金融危機仍是出現。那是一場金融全球化帶來的亞洲金融風暴，大部分自由兌換的亞洲貨幣都成為攻擊的對象，固定匯率制度紛紛倒下，亞洲貨幣匯率大幅貶值，只有港幣匯率得以保持穩定。這一場匯率保衛戰，足足打了13個月。到最後是在1998年8月下旬，在股票市場入市干預，成功抵抗了炒家在匯市和股市的雙邊操控，令炒家損手離場。

### 香港人民幣離岸市場成立，人民幣國際化開始的20周年（2003）

擊退炒家後，金融改革繼續，香港金融進入發展期。亞洲金融風暴的出現，令香港樓市泡沫爆破，樓價持續下跌5年，樓按負資產宗數持續上升，到2003年中達10.6萬宗的高位。有幸的是，銀行體系仍然保持健全，改革方案仍可繼續推行，包括成立貼現窗，分階段撤銷銀行公會利率規則，和在2003年提交存款保障計劃條例草案。

但不為人知的，是一個備用方案的擱置。隨着負資產情況在2003年3季開始改善，這個精心策劃用以處理情況如果繼續惡化的備用方案最終給擱置了，情況沒有轉壞，自然開心。同年底，香港金融管理局搬進金二期的新辦公室。在那裏安排的第一件富策略性的盛事，便是人民幣離岸業務的開展。時至今日，香港人民幣離岸市場，是全球最活躍的，是人民幣國際化工作上的主力場地。

### 平穩渡過全球金融風暴的15周年（2008）

香港金融管理局不斷強化香港金融穩定和發展的頂層設計，包括在人民幣於2005年7月匯改前2個月，在聯匯匯率制度引入強弱雙方的兌換保證。這些工作，都有利於應對日趨複雜的國際金融形勢。長期低息環境下尋求高回報的金融創新，在歐美鬆散的監管環境下，在2008年造就了一個波及全球的世紀金融風暴。香港國際金融中心不免受到衝擊。但豐富的備用方案和果斷的政策，令香港能夠安然渡過。聯繫匯率穩如磐石。隨着5項臨時的流動資金支持措施，備用銀行資本安排，和為所有存款提供擔保的措施推出，鞏固了銀行體系的信心。

## 適時撤辣激活樓市交投



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席  
兼住宅部總裁

財政司司長陳茂波早前完成歐洲訪問行程抵港，回應有關會否撤銷樓市辣招時透露，現在樓市情況與當年引入辣招時境況有點不同，特區政府一直密切留意市場情況，會採取務實態度不斷檢視。筆者認為財爺暗示有意減辣，但出手宜快不宜慢，最好不要等到施政報告才出招。

陳茂波指出，去年樓價下跌約一成半，今年7月底已回升約2%。今年樓市基本「穩住」，雖然成交量與每月約5000宗的長期平均數比較是略低，但總的來說屬穩定。他並認為，當年引入辣招時，樓宇住宅供應偏緊，要盡量壓抑炒賣及投資需求，現在樓市畢竟有不同需求。

### 越遲出手 代價恐越大

有關挽救樓市的方式，筆者認為應該以快打慢，盡快出手，不用等到10月下旬「施政報告」。目前香港樓市已處於危急存亡之秋，不能再等。特區政府必須出重手、落重藥。假如動作擱不着癢處，市場會付出沉重代價，減辣撤辣必須到位。

►本港樓市現時平均每月成交約5000宗，只及97年高峰期的三成成交。



假如能夠的話，最好將所有辣招全部撤銷，置業人士的壓力測試亦可以考慮取消，令樓市恢復當年原貌。樓市成交量若能回復到1997年巔峰水平，本港將會有很多相關行業受惠，銀行、地產發展商、地產代理、媒體、廣告、裝修、運輸、設計等等，很多行業就業情況亦會改善，令經濟環境好轉，對香港整體有利。現在減辣撤辣最終目的是要樓市價格及成交量止跌回穩。

人才引入計劃，目前效果是來港人士買樓較少，而是旺了租務市場。多了外來人才及學生來港讀書，的確需要租樓居住，令租務多了生意，租金亦有溫和上升，只能抵銷本港樓價及成交量的部分跌幅。

►中國積極財政政策需要繼續加力提效，持續加強重點項目儲備和投後管理，其中尤可支持新能發展。



中國為盡快實現經濟企穩回升，年初以來宏觀政策積極舉措，財政政策加力提效，貨幣政策持續逆周期調節，整體上顯現了擴張性基本特徵。當前中國經濟延續復甦態勢，但恢復的基礎尚不牢固，內生需求不足，信心和預期不穩。市場普遍關心的問題是，擴張性財政政策還有空間嗎？

當下，積極財政政策需要繼續加力提效，用好財政資金直達機制，合理加快財政支出進度，全面提升資金支付效率，實現政策的針對性與連續性，從多方面持續發力。

# 中國財政政策仍有發力空間



評經議濟 連平

中國首席經濟學家論壇  
理事長

一是繼續優化和延續稅費優惠政策。減免中小微企業增值稅、所得稅，緩繳或降低社保費、提前退稅、提高研發費用加計扣除比例、降低用能、房租和物流費用。通過這些優惠稅費舉措，大力支持科技創新、先進製造業、鄉村振興、區域持續發展等。

二是繼續加大民生領域的財政支出力度。用好社會保險補貼、職業培訓補貼、創業擔保貸款及貼息等政策，支持青年就業創業；上調城鄉居民基本養老金水平，加強困難家庭救助幫扶力度。

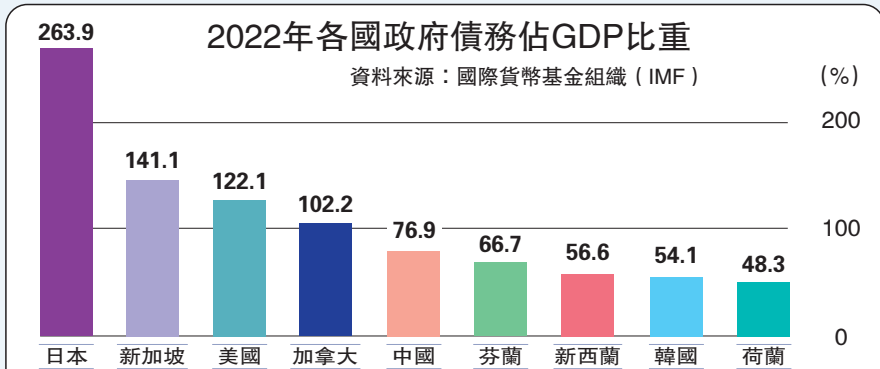
三是進一步加快政府投資步伐。加碼政策性開發性金融工具，持續加強重點項目儲備和投後管理，推進基建與新基建，加快釋放投資需求，帶動下游產業鏈發展，尤其是支持新能發展。

### 地方化債有條不紊

伴隨着擴張性財政政策的持續實施，近年來中國財政赤字保持在較高水平。2018至2022年，財政赤字5年平均水平為3%；較之前10年平均赤字水平高出0.93個百分點；這5年平均廣義赤字水平達到4.72%，為之前10年平均赤字的2.2倍。與此同時，政府債務大幅增長。這5年，中央債券發行規模由4.08萬億元（人民幣，下同）上升為9.9萬億元；地方政府一般債發行規模由2.22萬億元增加到2.24萬億元，專項債則由1.95萬億元增至5.13萬億元。

在中央和地方政府債務快速增長的同時，政府部門的槓桿率持續快速上升。按照國際清算銀行口徑，即非金融核心債務佔經濟體GDP的比例，使用的概念泛指中央政府、地方政府和社會保障基金，不包括中央銀行和私有制企業；其核心債務工具包括貨幣、存款、貸款以及債券。按此口徑，中國政府部門的槓桿率相對較低，2022年末為77.7%。而同期美國的這一比例則為111.9%，日本為228.4%，歐元區為91.9%，英國為101.8%，德國相對較低為66.2%；發達經濟體平均為108.7%，新興經濟體為65.3%，G20國家為93.7%。

另一個可參考的口徑是：（國債餘額+地方債餘額+其他債餘額）/GDP。根據該中心提供的數據，2018年，中國政府槓桿率為20%，其中地方政府槓桿率為29%，中央政府槓桿率為16.3%。而2023年二季度末，中國政府槓桿率達到52.6%，地方政府槓桿率為31.2%，中央政府槓桿率為21.4%。可見，主要是地方政府槓桿率上升推動了政府部門整體槓桿率的上升，但該槓桿率仍在所謂國際上通用的60%的政府債務風險控制標準參考值之下。而事實上，這所謂的60%的國際警戒線並沒有多少國家真的把它當回事。時至今日，並沒有哪



一國家槓桿水平超出60%參考值後出現明顯經濟金融風險的典型示例。

誠然，相比中國政府整體債務狀況，地方政府債務狀況是需要引起警惕的。2020年全國地方政府債務率為93.6%，2021年大幅增至105.8%，2022年更是達到125.3%。一些地方政府的債務率已超過國際通行的警戒區上限150%，其債務形勢十分嚴峻。更值得關注的是，地方政府存在一定規模的隱性債務。根據IMF（國際貨幣基金組織）的數據，2023年中國地方政府融資平台債務總額可能會達到65萬億元左右。雖然不能簡單地將地方融資平台債務總額與隱性債務畫上等號，但其中部分層級低的融資平台債務可能部分地成為地方政府隱性債務。從目前的制度安排看，中央政府不會直接代替地方政府歸還債務，但會運用多種方式減輕地方政府還本付息壓力，如增加其轉移收入、適當減少地方政府事權、有效盘活其資產等。

近年來，受疫情衝擊、內需減弱、外部環境趨緊等因素影響，加之規模減稅降費等穩增長政策實施，全國財政收入、尤其是稅收收入增速下降，2020年與2022年稅收收入分別下降了2.3%和3.5%。相比於中央政府，地方政府財政面臨艱難處境，2020至2022年地方本級財政收支缺口平均每年超過10.8萬億元，較之前10年平均高約4.6萬億元；國有土地使用權出讓收入下降明顯，地方政府性基金收入缺口由2019年的7776億元大幅上升至三年疫情平均2.4萬億元左右；雖然地方政府債券尤其是專項債發行規模上升，但仍不足以滿足地方財政需求。

### 國有資產實力雄厚

針對地方財政緊張問題，近幾年中央政府也做出了諸多努力，2022年5月發文要求加大盘活存量資金力度，強調減少不必要的財政開支，提高財政的有效性與針對性，遏制增量隱性債務、化解存量隱性債務，拓寬社會投資渠道，加大政策性開發性融資支持等。今年二季度以來，公共財政收入累計同比增速升至10%以上，政府性基金收入下降幅度也由此前的-20%升至-15%；一系列政策措施出臺並有效落地，在一定程度上緩解了政府尤其是地方政府的財政壓力。未來一個時期，地方政府債務壓力依然不小，但運行態勢會相對平穩。

通常國際上從流量角度考察政府債務水平，即政府債務與GDP之比，

很少關注存量角度。重要原因是，西方國家很少擁有國有金融資產和國有實業資產，國有經濟的成分處於微不足道的水平。自然資源雖然不同程度的存在，但變現需要有個過程。事實上，除美國之外，大部分發達國家自然資源已十分有限；而公共基礎設施國有化水平不高，且變現亦難以一蹴而就。

與西方國家不同，中國政府擁有的資產規模可觀，財政擴張具有雄厚的資產支持。中國國有資產規模巨大，包括國有及國有控股企業淨資產，控股和參股金融機構淨資產，以及自然資源和公共基礎設施等。其中包括243家央企，665家省屬國企，廣泛意義上的國企可能超過46萬家。2022年國有控股上市公司有1409家，總市值超過45萬億元，淨資產約30.4萬億元。作為存量資產，金融資產和股權資產的流動性很高，可以及時變現。

中國政府還擁有眾多資源性資產，包括土地、能源、礦產等，據估計總價值超過60萬億元。在中國的銀行體系中存在一筆可觀的政府部門、社會團體和事業單位的存款，2023年8月末達35.3萬億元。這類存款的來源為財政支出，目前在銀行體系存款中佔比約13%，明顯過高。如果通過改善或變革相關規定與流程，其中部分資金仍有可能繼續發揮財政資金功能。

鑒於中國財政擁有雄厚的資產支持，政府舉債能力明顯高於發達國家，從流量和存量的雙重角度考察，政府債務可以在現有水平上合理地提升；每年適度增發一定規模的中央政府債券或特別國債，對經濟運行急需支持的重點領域和薄弱環節予以投入。例如，運用增量發行國債募集的資金支持專司中小微企業融資的政策性銀行，支持政府擔保基金加大力度幫助民營企業獲得融資，以進一步增強國家支持民營經濟的針對性和有效性；又如，運用增量發行國債募集的資金支持地方政府推動流動人口（農民工）落戶和農民進城成為市民，以加快城鎮化發展步伐，促進投資和消費，保持經濟平穩較快增長。

當前中國面臨日益嚴峻的國際環境，未來5年至10年是關乎經濟發展命運的關鍵歷史時期，保持經濟平穩健康較快發展至關重要。通過適當提高中央政府槓桿率，合理增加中央財政負債，將增量債務用到最重要、最關鍵的領域，以發揮四兩撥千斤的作用，是極其重要且亟待實施的戰略舉措。