

# 中华人民共和国香港特别行政区跟踪评级报告

## 本次评级结果

长期外币信用等级: AAA<sub>i</sub>  
 长期本币信用等级: AAA<sub>i</sub>  
 评级展望: 稳定

## 上次评级结果

长期外币信用等级: AAA<sub>i</sub>  
 长期本币信用等级: AAA<sub>i</sub>  
 评级展望: 稳定

## 评级时间

2017年8月1日

## 主要数据

单位: %

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP (亿美元)	2626.29	2756.59	2912.30	3099.31	3224.29
GDP 增长率	1.70	3.09	2.65	2.36	2.15
CPI 增幅	4.07	4.33	4.42	3.04	2.50
失业率	3.29	3.37	3.25	3.25	3.16
人均 GDP (美元)	36588.54	38170.38	40078.50	42389.63	43827.71
财政盈余/GDP	3.72	1.49	3.88	1.38	1.45
政府债务/GDP	0.55	0.52	0.07	0.06	0.06
财政收入/政府债务	39.49	40.65	319.11	308.18	348.87
外债总额/GDP	392.41	421.08	446.72	419.56	412.51
CAR/外债总额	68.75	65.87	60.27	59.35	57.53
外汇储备/外债总额	30.79	26.81	25.25	27.59	29.04

注: 1、GDP 增长率为实际 GDP 增长率, 以本币计算, 不考虑汇率变动因素;

2、财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值;

3、政府债务为一般政府债务总额;

4、CAR 为经常账户收入;

5、外汇储备为官方外汇储备。

## 分析师

程泽宇 余雷

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

## 评级观点

2016 年, 中华人民共和国香港特别行政区(以下简称“香港”)政府治理能力仍保持较强水平。香港经济实力较强, 就业市场平稳运行, 通胀保持健康水平, 但 2016 年经济增速小幅下滑。香港发达程度较高, 银行业整体抗风险能力较强, 整体营商环境良好, 但存在产业结构抗风险性较差、对外依存度较高以及人口老龄化加剧等问题。香港财政状况良好, 长期保持财政盈余状态, 政府债务负担很轻; 香港外部融资实力较强, 近年来对外贸易状况不断改善, 经常账户收入持续盈余, 外汇储备存量稳步增长, 但外债水平较高。经综合评估, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)确定维持香港长期本、外币信用等级为 AAA<sub>i</sub>。该评级结果反映了香港信用风险极低, 按期偿付债务本息的能力极强, 几乎不受可预见的利不利情况的影响。

香港与内地之间经贸合作加强, 随着“债券通”的实施, 粤港澳大湾区的建设以及“一带一路”的政策指引, 成为拉动香港未来经济增长的动力。经综合评估, 联合资信确定香港长期本、外币评级的展望为稳定。

## 优势

- 地区发达程度很高, 营商环境很好, 吸引大量国际投资;
- 银行业资本充足且稳健发展, 对外来风险的防御能力较强;
- 政府债务负担很轻;
- 经常账户盈余水平不断增长。

## 关注

- 经济发展对外依赖程度很高, 易受外部环境影响;
- 外债总水平很高。

## 一、国家概况

中华人民共和国香港特别行政区(以下简称“香港”)位于南中国海沿岸,全境由新界、九龙、香港岛以及大屿山等诸多岛屿组成,管辖陆地总面积 1104.32 平方公里,海岸线长约 360 公里。香港是中国的特别行政区,下设 18 个区。截至 2016 年底,香港总人口为 737.49 万,是全球人口最密集的地区之一,其中大部分为华裔人士,外籍人士占比约 8%。官方货币为港元<sup>1</sup>,中文和英文都是其法定语言。

虽然受地理区位限制,香港自然资源匮乏,但其拥有弯曲的海岸线和优良的港口资源,维多利亚港是世界三大天然良港之一。香港是高度繁华的国际大都市,是全球第三大金融中心,也是全球最具竞争力的城市之一。

## 二、国家治理

香港实施行政长官负责制<sup>2</sup>和代议制政治体制,自治权分别由行政机关、立法机关和司法机关行使。由行政长官主持的行政会议为香港政府最高行政决策机关。行政长官是香港政府首长及香港最高代表,管理香港的内政、外交、经济、军事等行政事务。行政长官由选举委员会选举产生<sup>3</sup>,并由中华人民共和国国务院任命,每届任期 5 年,可连任一次,现任行政长官为林郑月娥,是香港第五任特首。立法会为香港的立法机关,负责法律、财政预算案、税收和公共开支等审核和批准。立法会共有 70 个席位,其中地方选区<sup>4</sup>和功能界别<sup>5</sup>分别有 35 个席位,立法会议员由选举产生,任期 4 年。司法机构负责香港境内所有起诉和民事纠纷,

<sup>1</sup> 截至 2017 年 5 月底,美元兑港元汇率为 7.7890。

<sup>2</sup> 是指以行政长官为首的行政机关在整个政权运作中处于支配性地位的一种政治体制。

<sup>3</sup> 共有 1200 名委员,按照绝对多数制,候选人需取得 601 票以上才能当选。

<sup>4</sup> 以地理区域划分选区,包括香港岛、九龙西、九龙东、新界西、新界东等 5 个地方选区。

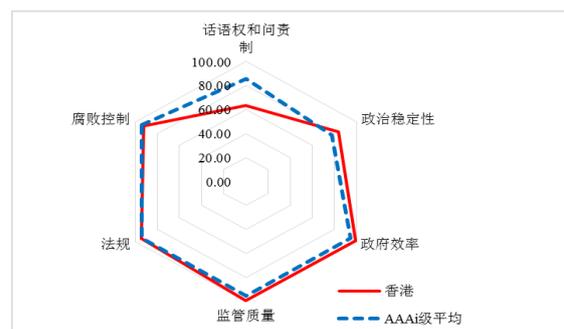
<sup>5</sup> 以社会各个行业及组织为标准划分选区,具体分为 30 个传统功能界别和 5 个超级议席。

具体划分为终审法院、高等法院、区域法院、裁判法院以及各种审裁处。总体看,香港行政机关与立法机关相互制衡且相互配合,司法机关完全独立于行政和立法之外。

中央人民政府和香港的权力关系是单一制下新兴的中央与地方关系。一方面,香港基于中央授权而享有高度的自治权:拥有行政管理权、立法权、独立的司法和终审权以及外事权。另一方面,香港需要接受中央的管理:在外交方面,外交部在香港设立常驻机构,授权香港外交事务;在防务方面,社会治安由香港政府负责,中央政府派军队驻军香港;在立法方面,香港立法机关自行制定并报中央备案,中央可将有关法律发回,法律一旦被发回立即失效;在司法方面,一旦涉及国家行为时需得到中央授权。总体看,香港高度自治同时接受中央的领导。

在 2017 年 7 月 1 日,香港回归 20 周年之际,林郑月娥就任香港新一任行政长官。政治上,林郑月娥主张改善行政立法关系,加强双方沟通和合作机制以降低香港内部消耗。民生上,新任政府公布 50 亿港元的教育新资源方案,意在加强对学生的补助和扩大师资力量投入。经济上,特区政府将推动与大陆的高铁项目合作,采取“一地两检”的方式,保障旅客的安全与出行便利。

在治理能力方面,根据世界银行 2016 年发布的全球国家治理指数表现看,香港国家治理能力均值为 88.74,虽较上年(89.78)略有下降,但香港的治理能力仍很强,除话语权和问责制指标外,香港的其他治理能力指标均与 AAAi 级国家平均水平相当。



注：所选用的 AAA<sub>1</sub> 级主权样本为美国、英国、德国、加拿大、澳大利亚、荷兰以及新加坡，以下同。  
数据来源：世界银行

图 1 2015 年香港治理能力

### 三、宏观经济政策和表现

#### 1. 稳健的货币政策和“一带一路”政策机遇，助推香港经济平稳运行

在货币政策上，香港金融管理局以联系汇率制度为首要货币政策目标，通过稳健的外汇基金管理<sup>6</sup>、货币操作以及其他适当的措施维护汇率稳定。香港属于小规模高度开放的外向经济体，外资和外贸在经济中占比较大，经济增长易受外部因素干扰，联系汇率制度成为政府承受外部金融震荡和政治冲击的重要手段。

在资金调度上，一方面，央行将同业拆借利率保持在较低水平。另一方面，受美联储小幅上调联邦基金利率的影响，2016 年央行将银行基本利率由 0.75 厘上调至 1.00 厘，是 2008 年以来香港第三次加息。整体看，香港银行同业流动资金充裕，货币市场运作顺畅。

在政策支持上，中央“一带一路”建设构想为香港经济发展带来机遇。香港作为国际金融中心、商贸和航运中心，为“走出去”的企业提供多元化的金融服务，可深化与沿线国家的经贸联系，创造更多的经贸合作机会。受益于稳健的货币政策和“一带一路”的政策支持，香港经济运行良好。

#### 2. 经济保持温和增长，但增速小幅回落

2012 年~2016 年，香港经济增速呈现波动上升趋势。2013 年以来，受惠于香港良好的经济基本面和内地经济平稳较快增长所提供的支持，香港经济不断回暖并保持温和增长。2016 年，香港 GDP 总量达到 3224.29 亿美元（或 25058.46 亿港元），GDP 增长率为 2.15%，较上年同比下降 0.21 个百分点，经济增速小幅回落。

<sup>6</sup> 香港货币制度的核心是稳定港元汇率，香港政府通过管理和支配政府（外汇）基金，控制港币发行和调节港元汇率。

主要是因为香港作为小型经济体，随着美国进入加息周期以及地区地缘政治局势紧张，外部不确定性对香港经济产生一定拖累。另外，访港旅游业疲软进一步导致经济增速趋缓。

从拉动经济增长的“三驾马车看”，2016 年香港经济增长主要由消费驱动。消费方面，香港政府通过减少征收个人所得税以及减免房屋差饷费等举措，减轻居民生活负担，合理调配社会资源，有效的刺激了本地消费。2016 年，香港居民消费同比增长 3.44%，增速同比下降 2.58 个百分点；政府消费支出同比增长 7.27%，增速同比下降 0.69 个百分点。消费是拉动香港经济的主要动力但 2016 年消费增速减慢。投资方面，在香港机场第三跑道等基建项目支持下，房地产以及建筑业投资增长，但由于企业资本收支疲软，对投资带动作用不足，2016 年香港资本投资总额同比下降 0.20%，增速同比下降 1.39 个百分点。贸易方面，香港近年一直保持贸易顺差，但受全球贸易市场疲软影响，2016 年香港净出口 530.44 亿港元，同比下降 7.43%，贸易对经济的贡献有所减弱。

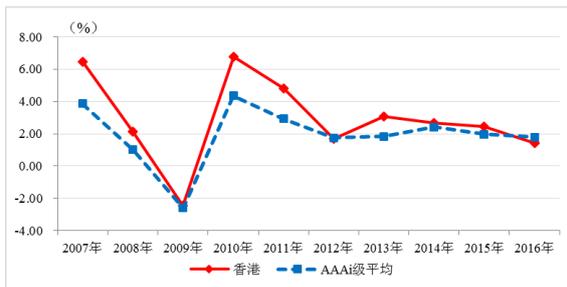
2017 年第一季度，香港经济继续向好，经济较去年同期增长 6.29%。消费和投资继续保持强劲，居民和政府消费支出同比增长 5.42% 和 7.21%，固定资产投资同比增长 11.12%。但外贸对经济的拉动作用不足，虽然一季度香港出口指数（47.10）较上季度（33.70）增长逾 13 个点，但仍低于 50 的盛衰分界线，净出口较去年同期下降超过 20%，贸易对经济的贡献度有待提高。

表 1 2012 年~2016 年香港宏观经济表现情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP 总量 (亿港元)	20370.59	21380.10	22582.25	24025.06	25058.46
GDP 总量 (亿美元)	2626.29	2756.59	2912.30	3099.31	3224.29
GDP 增长率 (%)	1.70	3.09	2.65	2.36	2.15
CPI 增幅 (%)	4.07	4.33	4.42	3.04	2.50
失业率 (%)	3.29	3.37	3.25	3.25	3.16

注：GDP 增长率为实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：IMF



注：图中 IMF 公布的 2016 年数据部分为预测值，以下同。  
数据来源：IMF

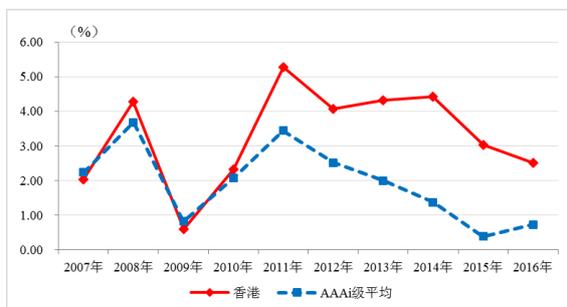
图 2 近 10 年香港 GDP 增长率

总体看，香港经济持续保持相对较快增速，增速快于其他 AAA<sub>i</sub> 级国家平均水平，且经济增长波动性较小。

### 3. 物价水平保持在健康合理水平

2012 年~2016 年，香港 CPI 增幅呈现下降趋势，2016 年进一步下降至 2.50%，较上年（3.04%）下降 0.54 个百分点。从国内因素看，由于劳工成本增幅保持平稳，以及新订住宅和商铺租金逐步下跌，使本地物价压力有所减小。从国际因素看，强势港元在一定程度上抵消了全球大宗商品价格回升的影响，降低输入性通胀的可能。但相比其他 AAA<sub>i</sub> 级国家，自 2011 年后香港 CPI 增幅处于较高水平。

具体看，2017 年 1 月 CPI 增幅保持在 1.30%，受季节性因素影响，CPI 增幅在 2 月下降至 -0.10%，出现通缩情况。由于贸易品价格以及房屋租金上涨，通胀水平逐步回升，5 月 CPI 增幅回升至 2%。预计 2017 年香港物价水平将继续保持在健康合理区间。



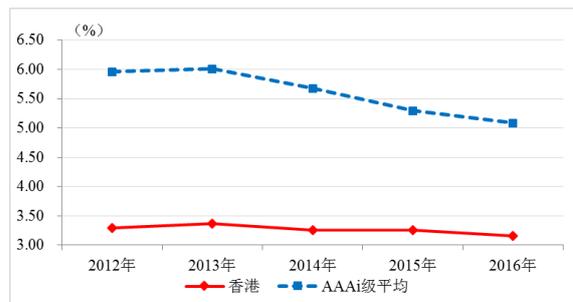
数据来源：IMF

图 3 近 10 年香港 CPI 同比增长

### 4. 失业率保持较低水平，就业环境稳定

2012 年~2016 年，香港失业率呈现下降趋势，2016 年失业率进一步下降至 3.16%，较上年下降约 0.10 个百分点，整体就业形势不断改善。与其他 AAA<sub>i</sub> 级国家平均水平相比，香港的失业率处于较低水平。

香港就业市场长期保持健康水平主要是因为：一是政府的政策保障。政府放宽“一般就业政策”和“优秀人才入境计划”等政策，提供更优质和健康的就业环境。同时，鼓励妇女与弱势社群就业，制定最低工资法，保障弱势群体利益。二是受益于良好的经济环境。香港自身经济面良好，促使贸易、金融、服务等行业增加对人才的需求。预计 2017 年，香港就业市场将继续保持稳定。



数据来源：IMF

图 4 香港失业率

### 5. 香港政府继续深化与内地经贸合作，助推经济稳步增长

2017 年，香港把握“一带一路”和加入亚洲基础设施投资银行的契机，发挥自身在港口、金融、贸易等领域的优势，积极拓展与“一带一路”沿线国家的合作机会。加之，在“债券通”和粤港澳大湾区合作框架的影响下，香港深化国际金融中心优势，促进经济增长。

消费方面，稳定的就业及收入状况会支持消费支出增长，但受到利率上升因素拖累，预期 2017 年私人消费将温和增长。投资方面，随着房屋供应增加和多个基建项目计划开展，楼宇及建筑活动稳步增长，预计投资对经济的拉动作用逐步明显。对外贸易方面，香港作为外向型经济体，对世界经济波动的敏感度较高。随着世界主要经济体逐步复苏以及中央“一带

一路”的政策机遇，预计 2017 年香港对外贸易总量将继续保持平稳增长。

总体看，香港经济增长主要依赖消费的扩大，国内投资也将保持稳定态势，随着 2017 年外部经济环境和国际贸易情况的改善，有助于拉动香港货物和服务的出口。预计 2017 年香港经济增速在 2.50% 左右。

#### 四、结构特征

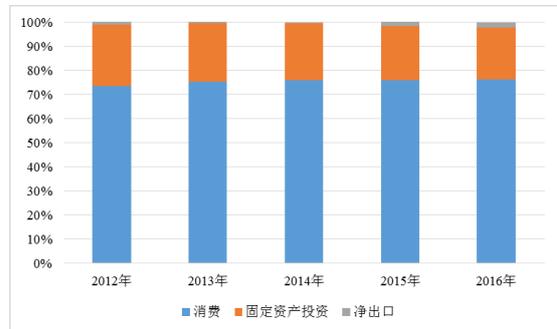
##### 1. 经济发展主要依赖居民消费，净出口对经济的贡献逐步提升

从消费看，2012 年~2016 年，香港居民消费支出和政府消费支出占 GDP 的 5 年平均比例为 65.94% 和 9.49%，居民消费是拉动香港经济增长的主要动力。香港以中国内地广大经济腹地为依托，同时作为世界闻名的免税港和旅游胜地，带动以旅游和服务为主的居民消费需求。2016 年香港居民消费对经济的贡献比率 66.16%，较上年（66.43%）基本持平，居民消费能力保持持续强劲，对经济拉动作用明显。

从投资看，2012 年~2016 年香港固定资产投资占 GDP 的比重稳定在 23% 左右。2016 年该比值为 21.52%，较上年（22.40%）下降约 1 个百分点。从对内角度看，政府常年鼓励创业，减低企业税收负担，以增加中小企业市场活跃度。从对外角度看，香港营商环境优越、法律体系健全以及经济政策开放，吸引了大量海外投资，但由于近年来外部环境波动较大，企业多采取保守的投资策略，导致外部投资对经济的贡献度有所降低。

从贸易看，2012 年~2016 年始终保持贸易顺差地位，且贸易对经济的贡献度不断提高。虽然欧债危机后香港进出口受到严重冲击，但 2015 年后逐步恢复。2016 年净出口占 GDP 的比重达到 2.13%，整体贸易状况趋于好转。受益于自身区位优势，香港离岸贸易迅速发展，并进一步促进其他服务出口，推动香港成为亚太地区重要的贸易枢纽和运营中心。因此，贸易形态的转变增加其对经济的贡献程度。

总体看，香港经济发展主要依靠消费，尤其是居民消费，投资对经济的贡献保持稳定但小幅下降，贸易对经济的贡献度有所提高。



数据来源：香港政府统计处

图 5 香港 GDP 构成

##### 2. 产业结构抗风险性较差，有待调整完善

从产业结构看，近 5 年香港产业结构基本保持稳定，其中农业增加值占比约 0.06%，工业增加值占比约 7.21%，服务业增加值占比约 92.73%。农业和工业相对薄弱，服务业受外部市场影响较大，抵御外部风险能力较差。

从产业发展看，农业上，由于香港地域狭小，昂贵的地价导致本地农业占比较小且高度依赖进口。工业上，香港制造业多向大陆和周边地区转移，制造业日渐萎缩，造成“产业空心化”现象。目前政府调整工业用地政策，投放超过 180 亿元推动创新性技术发展，推动“再工业化”发展，预计未来工业占比会有所上升。服务业上，服务业在香港占有绝对优势。香港是制度化、标准化和规范化程度较高的城市，本地经济环境较自由，基建配套完善，对金融、贸易、旅游、餐饮等行业起到带动作用。

房地产是香港的支柱产业之一，其对经济的带动作用显著，由于房地产市场供需矛盾以及游资大量进入，房屋价格和租金价格保持在较高水平。为防范楼市潜在泡沫与风险，2016 年香港特区政府全面提高买卖住宅物业印花税率（提高至交易额的 15%），在一定程度上稳定了房价的增长速度。

总体看，香港三大产分布不合理，有待进行结构调整和完善。

### 3. 对外依赖程度很高，易受外部因素影响

从对外贸易上看，2012年~2016年，香港进出口总额与GDP的比例保持在400%左右，2016年进出口总额与GDP的比值高达370.75%，对外贸易依存度很高，主要是因为香港转口贸易量巨大，增加了香港的贸易总额。从香港自留进口货物上看，香港主要自留原料及半成品、消费品以及资本物品。虽然香港在农产品等大宗商品上对外依赖严重，但中国内地是香港的最重要贸易伙伴，有效保证了香港的内部需求供给。

从外商直接投资看，2012年~2016年，香港外商直接投资净流入呈现上升趋势，2016年度香港外商直接投资净流入与GDP的比值超过36%。香港凭借良好的地理环境、稳健的法律保障、积极的投资环境以及依托中国内地市场等各种有力条件，成为全球重要的外国直接投资目的地之一。

总体看，香港经济易受世界贸易需求和资本流动影响。

### 4. 加强与内地金融产业合作，深化香港国际金融中心地位

香港是重要的国际金融中心、股票市场以及融资市场。从自身方面看，香港金融业开放程度高且金融管制少，众多外国机构在香港设立分支机构，证券投资开放程度较高且金融衍生品市场迅速发展。从外部条件看，香港与内地紧密的关系，使香港成为不少企业拓展全球市场的选择。

2017年7月，在“沪港通<sup>7</sup>”和“深港通<sup>8</sup>”之后，内地和香港进一步推出“债券通<sup>9</sup>”，有效促进两地债券市场的国际化进程，为香港的

<sup>7</sup> 沪港通是指上海证券交易所和香港联合交易所允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，是沪港股票市场交易互联互通机制。

<sup>8</sup> 深港通是深港股票市场交易互联互通机制的简称，指深圳证券交易所和香港联合交易所有限公司建立技术连接，使内地和香港投资者可以通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方交易所上市的股票。

<sup>9</sup> 债券通指香港与内地债券市场互联互通合作。

国际投资者带来更多债券投资标的，促进两地在监管执法、金融市场基础设施互联互通方面的协调合作，进一步巩固香港的国际金融中心地位。同时，中央签署《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》，打造粤港澳三地国际一流湾区和世界级城市群。巩固和提升香港国际金融、航运、贸易的三大中心地位，强化全球离岸人民币业务枢纽地位和国际资产管理中心功能。

整体看，香港以内地为经济依托，深化双方经贸合作，有助于稳固其国际金融中心地位。

### 5. 银行业基本面健康，抗风险能力较强

从金融监管看，一是香港金融系统实行混业经营、分业监管，并谨遵《巴塞尔协议III》安排。自2015年1月1日起，所有香港认可的金融机构开始实施《巴塞尔协定III》的新流动性规定，认可机构以流动性覆盖率及流动性维持比率作为计算流动性的指标。2016年，香港分阶段实行逆周期缓冲资本规定，并指定五家认可机构为本地系统重要性认可机构，并对其吸收亏损能力制定较高的资本要求。二是香港金融管理局会进行多次非现场审查，涵盖范围广泛，包括认可机构的CAMEL评级<sup>10</sup>、企业管理、业务运作及风险管理；金管局还会以专题评估方式配合定期现场检查，有效调配监管资源。

从基本面看，2012年~2016年，香港资本充足率由15.70%上升至19.16%，核心资本充足率由13.30%上升至16.37%，反映出银行，银行对负债的偿付能力不断增强，整体抗风险能力增强；银行近5年不良贷款率呈现小幅上升趋势，从0.60%（2012年）小幅升高至0.90%（2016年），表明银行信贷资产安全性略微下降；银行的ROA和ROE指标均呈上升趋势，近5年ROA和ROE分别上升0.24和0.50个百分点，说明银行的盈利能力不断增强；银行贷存比也由上

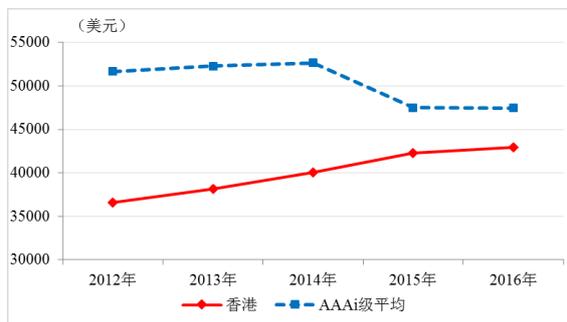
<sup>10</sup> 包括资本充足水平、资产质量、管理、盈利及流动性水平五项元素。

年的 70.10% 下降至 68.40%，银行资产质量保持稳定。

整体看，香港银行业基本面健康，银行抵御风险能力较强。

#### 6. 营商环境较好，对外资吸引力较强

香港经济发达程度较高。2012 年~2016 年，其人均 GDP 保持在 40000 美元左右，2016 年人均 GDP 达到 43827.71 美元，低于 AAAi 级国家平均水平，但呈上升趋势。



数据来源：IMF

图 6 香港人均 GDP

根据联合国开发计划署公布的《2016 年人类发展报告》，香港人类发展指数为 0.912，世界排名第 12 位（共 188 个国家），属于“极高人类发展水平”国家。

香港营商环境良好，对外资具有极强的吸引力。根据世界银行发布的《2017 年营商环境报告》，香港综合营商环境指标排名第 4 位（共 189 个国家）。香港政府采取降低税收等优惠政策来吸引外商投资，同时鼓励本地企业积极创业、产业成长和私人投资。

#### 7. 香港逐步进入老龄化社会，面临劳动力结构性短缺问题

香港正急速进入人口老龄化社会，截至 2016 年末，65 岁或以上的老年人占全港人口的 15% 以上。预计到 2041 年，老年人将达到全港人口 30%。过去四年，香港特区政府用于老年人的经常性开支（包括安老服务、医疗及社会保障）已增长 56%。为应对未来人口老龄化对公共财政的挑战，香港特区政府于 2016 年 1 月

成立“未来基金”，以缓减未来的财政压力。

在老龄化背景下，香港劳动力的年均增长率仅为 0.90%，劳动力不足已成为香港劳动密集型行业普遍面临的问题，尤其是零售业、餐饮业和建筑业。从建筑业来看，未来 10 年技术工人缺口可达 1 万至 1.50 万，同时非技术性工人也面临人手短缺的情况，香港结构性劳动力短缺问题严重。香港政府主张在保障本地工人充分就业前提下，再考虑适度输入劳工，以弥补劳动力不足。

综上所述，香港国家发达程度很高，居民消费是拉动经济增长的主要动力，稳居国际金融中心地位，银行体系较为稳健；但产业结构抗风险能力较差，面临老龄化和人口结构性短缺问题。

## 五、公共财政实力

1. 稳健的税收政策和财政政策，有助于提升香港国际竞争力和缓解社会矛盾

从税收政策看，根据《2016 年政府预算报告》，政府致力于优化税务条例，确保香港的税制与国际标准接轨。具体措施包括：一是落实“自动交换财务账户资料 (AEOI)”<sup>11</sup> 和“税基侵蚀<sup>12</sup>及利润转移”的相关举措，以优化税收流程。二是全面宽免交易所买卖基金转让的印花税、将离岸基金的税务豁免延伸至私募基金，以提供税收优惠。三是推出 388 亿港元的短期纾缓措施，惠及各阶层市民，有效拉动内需并促进经济稳定。

从财政政策看，香港政府采取稳健的财政政策。在财政支出方面，更多的倾向解决社会矛盾。面对老龄化日益严峻的挑战，政府成立未来基金，通过长期投资的方式获得更多回报，以减轻财政支出的压力。总体看，稳健的税收

<sup>11</sup> 在自动交换资料的标准下，财务机构须根据尽职审查程序，以识别申报税务管辖区的税务居民所持有的财务帐户或是其控权人为申报税务管辖区的税务居民的被动非财务实体所持有的帐户。财务机构须收集并向税务局提交这些帐户的所需资料。

<sup>12</sup> 税基侵蚀是指由于设置特别的减免税项目，从而增加对纳税人的某些税务优待，进而带来的税基的缩小。

政策和财政政策为香港发展营造良好环境。

## 2. 常年保持财政盈余

财政收入方面，2012年~2016年，政府财政收入稳步增长，五年复合增长率为3.43%。2016年，香港政府财政收入为5233.09亿港元，同比增长13.20%。从财政收入结构看，香港财政收入主要来自直接税，收入来源较为稳定。

财政支出方面，2012年~2016年，政府财政支出的五年复合增长率为5.23%，高于财政收入的增速。2016年，香港政府财政支出为4868.71亿港元，同比增长14.03%。从财政支出结构看，香港财政支出主要分布在社会保障、医疗卫生和教育领域，刚性支出占比较高。

财政盈余方面，2012年~2016年，政府一直保持财政盈余，但盈余水平呈现波动下降趋势。2016年，财政盈余规模进一步下降至364.38亿港元，财政盈余相当于GDP的比重为1.45%，较上年小幅上升了0.07个百分点。与其他国家相比，香港的财政盈余水平高于其他AAAi级国家平均水平。

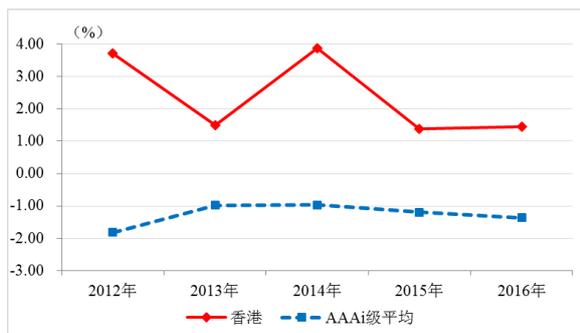
表2 2012年~2016年香港财政状况

单位：亿港元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
财政收入	4421.50	4553.46	4786.68	4622.70	5233.09
财政收入/GDP	21.44	21.05	20.85	19.07	20.63
财政支出	3773.25	4335.43	3961.83	4269.81	4868.71
财政盈余	757.35	318.23	877.00	332.09	364.38
财政盈余/GDP	3.72	1.49	3.88	1.38	1.45

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值，以下同。

数据来源：香港库务署、IMF



数据来源：IMF

图7 香港财政盈余/GDP

## 3. 政府债务控制在很低水平

从政府债务总水平来看，2012年~2016年，香港政府债务呈现下降趋势。由于香港政府债务统计口径不包括政府债券计划所发行而未偿还的债券以及另类债券，因此2014年~2016年，香港一般政府债务总额都控制在15亿港元，相当于GDP的比值仅为0.06%，保持在很低水平。

从或有负债看，香港政府负有担保责任的债务也呈下降趋势，从783.59亿港元(2012年)下降至291.82亿港元(2016年)，下降超过60%，相当于GDP的比例由3.85%下降2.69个百分点至1.16%。

表3 2012年~2016年香港一般政府债务情况

单位：亿港元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
债务总额	111.96	112.01	15.00	15.00	15.00
债务总额/GDP	0.55	0.52	0.07	0.06	0.06
财政收入/债务总额	39.49	40.65	319.11	308.18	348.87

注：政府债务为一般政府债务总额，以下同。

数据来源：香港库务署、世界银行

## 4. 财政收入对政府债务的保障能力较强

从财政收入对政府债务的保障情况看，2014年以来，政府债务得到有效控制，财政收入与一般政府债务总额的比重维持在300%以上。截至2016年末，香港财政收入与一般政府债务总额的比值为348.87%，该比例较上年上升超过40个百分点，财政收入对于政府债务的保障程度保持较好水平。

总体看，香港政府通过税收政策有效优化政府财政效率，财政赤字水平得到有效控制；近3年政府债务也得到有效控制，财政收入对政府债务的保障能力很强。

## 六、外部融资实力

### 1. 外部贸易状况好转，贸易顺差有所扩大

从对外贸易看，香港2012年~2016年贸易状况不断好转。2016年香港进口额为5944.75

亿美元，较上年基本持平；出口额为 6009.26 亿美元，较上年小幅下降约 0.85%；贸易顺差为 64.51 亿美元，但较上年下降约 12.74%，主要是因为香港贸易主要依托内地、欧盟和美国等经济体市场，由于大陆供给侧改革、英国脱欧、美国特朗普新政等变化，给香港对外贸易带来诸多不确定因素。

从经常账户收入看，2012 年~2016 年，香港经常账户收入稳定增长，其五年复合增长率为 1.55%。2016 年，香港经常账户收入为 7651.21 亿美元，较上年减少了 0.86%。从经常账户余额看，2012 年~2016 年香港经常账户一直处盈余状态，且盈余规模不断扩大。2016 年，香港经常账户盈余进一步上升到 145.02 亿美元，经常账户盈余相当于 GDP 的比例为 4.50%，赤字水平较上年增长约 1.20 个百分点。

表 4 2012 年~2016 年香港经常账户情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
进口额(亿美元)	5639.29	6093.22	6204.83	5986.91	5944.75
出口额(亿美元)	5669.02	6109.81	6210.81	6060.84	6009.26
贸易差额(亿美元)	29.73	16.59	5.99	73.93	64.51
CAR(亿美元)	7084.94	7646.19	7840.38	7717.38	7651.21
CAB(亿美元)	41.47	41.91	40.57	102.64	145.02
CAB/GDP(%)	1.58	1.52	1.39	3.31	4.50

注：CAR 为经常账户收入，CAB 为经常账户余额，下同。

数据来源：世界银行、IMF

## 2. 外债水平很高，但政府外债占比很低

香港整体外债水平很高，外债总额相当于 GDP 的比重近年保持在 390% 以上。截至 2016 年末，香港外部债务总额为 13300.55 亿美元，外债总额相当于 GDP 的比值为 412.51%，较上年小幅下降约 7 个百分点。与其他国家相比，香港外债水平高于 AAA<sub>i</sub> 级国家平均水平。

从外债期限看，2016 年香港长期外债占比为 68.88%，短期外债偿付压力（31.12%）较高，其中以金融机构外债占比较大，且近 5 年短期债务比重呈现增长趋势，存在短期偿付压力。

从外债结构看，由于香港是国际金融中心，金融机构外债占比较高（为 64.87%），其他部门和非金融企业占比适中（约为 19.10% 和

15.82%），政府机构（0.18%）和金融当局（0.03%）外债占比很低。

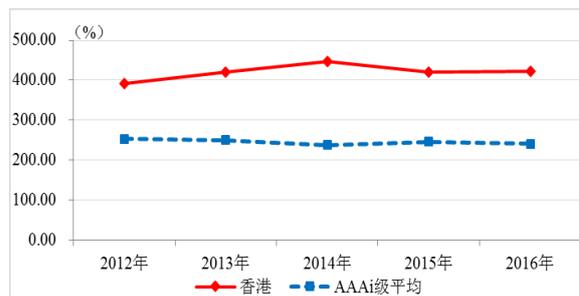
海外资产方面，2012 年~2016 年，香港海外资产规模呈现增长趋势，由 12737.97 亿美元上升至 17225.74 亿美元，较上年增长 0.91%。近 5 年，香港海外资产与外债总额的比重一直维持在 110% 以上，海外资产可以覆盖外债。截至 2016 年末，该比值达到 129.51%，海外净资产达到 3952.18 亿美元。

表 5 2012 年~2016 香港外债情况

单位：亿美元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
外债总额	10305.83	11607.38	13009.81	13003.48	13300.55
政府外债	13.98	13.90	12.56	24.05	23.89
外债总额/GDP	392.41	421.08	446.72	419.56	412.51
政府外债/外债总额	0.14	0.12	0.10	0.18	0.18

数据来源：世界银行



数据来源：世界银行

图 8 香港外债总额/GDP

3. 经常账户收入对外债总额的保障程度有所降低，但海外资产的保障能力较强

经常账户方面，2012 年~2016 年，香港经常账户收入与外债的比重稳定在 62% 左右，但保障能力呈现下降趋势。2016 年经常账户收入与外债的比重为 57.53%，较上年下降约 2 个百分点，表明经常账户收入对外债的偿付能力降低。

外汇储备方面，截至 2016 年末，香港外汇储备规模为 3862 亿美元，相当于外债总额的 29.04%，较上年增加 1.45 个百分点。

表 6 2012 年~2016 年香港外部债务的保障情况

单位：亿美元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
外汇储备	3173.62	3112.10	3285.17	3587.73	3862.00
海外资产	12737.97	13520.96	15935.16	17070.92	17225.74
CAR/外债总额	68.75	65.87	60.27	59.35	57.53
外汇储备/外债总额	30.79	26.81	25.25	27.59	29.04
海外资产/外债总额	123.60	116.49	122.49	131.28	129.51

数据来源：IMF

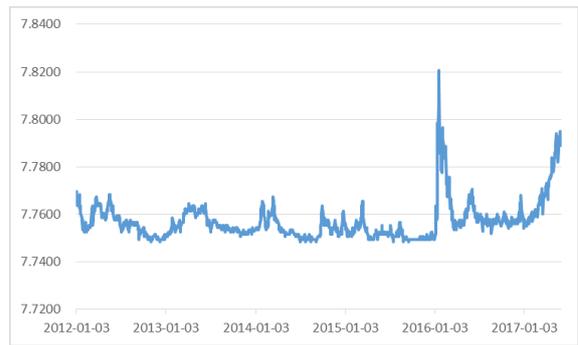
#### 4. 港元兑美元有所贬值，但仍处于合理区间

从汇率制度上看，香港政府实行联系汇率制度<sup>13</sup>，致力于确保汇价稳定。

从汇率表现看，受美国 2015 年底加息以及亚洲货币普遍疲软的影响，2016 年初港元汇率转弱，港元与美元的负息差扩大。2 月后，市场信息逐渐恢复，港元汇率转强，即使英国脱欧公投和美国总统选举引发市场波动，但对港元汇率影响较小，并保持强劲趋势。但从 2017 年 1 月起，美元兑港元汇率呈上升趋势，到 2017 年 5 月底，港元贬值约 0.40%。

美元兑港元汇率主要是由美港利差<sup>14</sup>和资本流动共同作用的结果。一方面，随着美联储进入加息周期，导致 LIBOR 不断提高，而香港 2015 年以来逐步收紧的房贷政策使香港资金需求下降，是 HIBOR 逐步走低的重要原因，因此美港利差扩大，港币贬值。另一方面，香港是国际金融中心，港股的涨跌和港交所的 IPO 是资本流动的主要平台，特朗普上台后全球风险偏好提升，成为推动港股上涨的主要动力；港交所 IPO 数额巨大，吸引了大量资本。资本流入进一步加剧港币贬值。

整体看，虽然港币有所贬值，但美元兑港元汇率仍保持在 7.75~7.85 区间，暂时不需要动用外汇进行调节。



数据来源：香港金融管理局

图 8 2012~2017 年美元兑港元汇率变化图

总体看，经常账户收入呈现波动上升趋势，经常账户盈余规模不断增长；外债规模较高，其中政府部门外债规模占比很小；外汇储备规模有所提升；经常账户收入对外债的保障能力较低，海外资产对外债的保障能力很强。

<sup>13</sup> 联系汇率制度是一种固定汇率制度，将美元兑港元的汇率固定在 7.75~7.85 区间，用外汇储备对汇率变动进行调节。

<sup>14</sup> 美港利差是指 LIBOR 与 HIBOR 之差，二者差值越大，港币贬值越大。

### 香港主要数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
<b>宏观数据</b>					
GDP (亿港币)	20370.59	21380.10	22582.25	24025.06	25058.46
GDP (亿美元)	2626.29	2756.59	2912.30	3099.31	3224.29
GDP 增长率 (%)	1.70	3.09	2.65	2.36	2.15
CPI 增幅 (%)	4.07	4.33	4.42	3.04	2.50
失业率 (%)	3.29	3.37	3.25	3.25	3.16
<b>结构特征</b>					
人均 GDP (美元)	36588.54	38170.38	40078.50	42389.63	43827.71
消费在 GDP 中的占比 (%)	73.65	75.37	75.97	76.07	76.12
投资在 GDP 中的占比 (%)	25.40	24.11	23.49	22.40	21.52
净出口在 GDP 中的占比 (%)	1.13	0.60	0.20	2.39	2.13
进出口总额/GDP (%)	430.58	442.69	426.32	388.72	370.75
银行业不良贷款率 (%)	0.60	0.54	0.51	0.73	0.90
银行资本充足率 (%)	15.70	15.91	16.83	18.33	19.16
资产收益率 ROA (%)	0.90	1.06	0.98	0.99	1.14
净资产收益率 ROE (%)	15.50	14.39	13.06	13.24	16.00
<b>公共财政</b>					
财政收入 (亿港币)	4421.50	4553.46	4786.68	4622.70	5233.09
财政收入/GDP (%)	21.44	21.05	20.85	19.07	20.63
财政支出 (亿港币)	3773.25	4335.43	3961.83	4269.81	4868.71
财政盈余 (亿港币)	757.35	318.23	877.00	332.09	364.38
财政盈余/GDP (%)	3.72	1.49	3.88	1.38	1.45
政府债务总额 (亿港币)	111.96	112.01	15.00	15.00	15.00
政府债务总额/GDP (%)	0.55	0.52	0.07	0.06	0.06
财政收入/政府债务 (%)	39.49	40.65	319.11	308.18	348.87
<b>外部融资</b>					
进口总额 (亿美元)	5639.29	6093.22	6204.83	5986.91	5944.75
出口总额 (亿美元)	5669.02	6109.81	6210.81	6060.84	6009.26
进出口净额 (亿美元)	29.73	16.59	5.99	73.93	64.51
经常账户收入 (亿美元)	7084.94	7646.19	7840.38	7717.38	7651.21
经常账户余额 (亿美元)	41.47	41.91	40.57	102.64	145.02
经常账户余额/GDP (%)	1.58	1.52	1.39	3.31	4.50
外债总额 (亿美元)	10305.83	11607.38	13009.81	13003.48	13300.55
政府外债总额 (亿美元)	13.98	13.90	12.56	24.05	23.89
外债总额/GDP (%)	392.41	421.08	446.72	419.56	412.51
政府外债/外债总额 (%)	0.14	0.12	0.10	0.18	0.18
外汇储备 (亿美元)	3173.62	3112.10	3285.17	3587.73	3862.00
海外资产 (亿美元)	12737.97	13520.96	15935.16	17070.92	17225.74
经常账户收入/外债总额 (%)	68.75	65.87	60.27	59.35	57.53
经常账户收入/政府外债总额 (%)	50670.69	55005.29	62403.59	32088.80	32025.64
外汇储备/外债总额 (%)	30.79	26.81	25.25	27.59	29.04
外汇储备/政府外债 (%)	22697.40	22387.86	26147.50	14917.75	16165.15
海外资产/外债总额 (%)	123.60	116.49	122.49	131.28	129.51

数据来源：香港政府统计处、香港库务署、香港金融管理局、世界银行、IMF

## 国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA <sub>i</sub>	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA <sub>i</sub>	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A <sub>i</sub>	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB <sub>i</sub>	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB <sub>i</sub>	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B <sub>i</sub>	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC <sub>i</sub>	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC <sub>i</sub>	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C <sub>i</sub>	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D <sub>i</sub>	已经违约，进入重组或者清算程序。