

香港信報

專家之言【解牛集】

2011-11-29 刊登

## 解除聯匯，實行爬行釘住匯率制

黎麟祥 (Edwin L.-C. LAI)

香港科技大學商學院經濟學系教授

前美國達拉斯聯邦儲備銀行高級經濟師及顧問

筆者上周於本欄分析，認為港元與美元掛鈎的聯繫匯率制度愈早解除愈好，並通過剖析，闡述了港元與美元掛鈎所付出的代價，包括 (1) 亞洲金融危機後陷入嚴重通縮，失業率高企，經濟陷入負增長；(2)從 2000 至 2011 年，通貨膨脹率急遽波動；(3)實質利率亦出現上下波動，呈現不穩定；(4)從 2000 年至 2011 年，香港中型住宅（面積小於一百平方米）物業價格大舉波動。

上述經濟表現為香港社會帶來的問題，筆者不在此贅述。本文從「前瞻性」的角度，去看解除聯繫匯率的得失。當中一個重要理據，是自港元與美元實行掛鈎廿八年來，全球經濟出現了「翻天覆地」的巨大變化。中國經濟崛起，並成為全球第二大經濟體。香港與中國內地以至亞洲國家的經貿往來不斷加大，超越了美國。

### 美元疲弱之勢預料持續

目前，美國經濟陷入水深火熱，第一季度經濟增長終值 0.4%；第二季度增長 1.3%，上半年增長不及 1%。剛公佈的第三季經濟增長，由原先估計的 2.5%，向下修訂為 2%，但發展前景顯然並不樂觀，在可見將來，經濟增長只能在低位爬行。

美國聯邦儲備局推出兩輪貨幣量化寬鬆政策，聯邦基金利率也處於 0 至 0.25% 的極低水準並延至起碼 2013 年，聯儲局增加貨幣供應，勢必令美元兌其他經濟高增長國家或地區的貨幣出現貶值，例如對中國、香港以至新加坡等。若然這些國家不讓其本幣升值，便需要增加貨幣供應，以致引發通脹飆升。

基於香港實行貨幣發行局制度，港元與美元匯價固定在 1 比 7.8 的水準，不能改變，導致通脹不斷上升，充份展現了這種效應。

## 香港面對的多重社會困局

面對目前這個形勢，對香港會產生甚麼後果？

- 1、高通脹；
- 2、低利率；
- 3、因此，形成嚴重的負實質利率情況；
- 4、也因此，出現了資產價格飆升（甚至形成資產泡沫）。由於大家不願把資金存入銀行，傾向購買資產保值，物業市場出現泡沫，無疑只是其中一個例子。
- 5、高通脹衝擊低收入家庭的生活水準，由於他們收入與通脹有時滯效應，收入追不上通脹。對依靠儲蓄生活的，如已退休長者，負實質利率的遺害尤甚。
- 6、對年青人口來說，物業價格高居不下，且愈升愈高，根本缺乏置業的可負擔能力。
- 7、上述 5 及 6 項的後果會引發社會不穩。

很清楚看到，未來幾年，美國經濟很大機率處於低增長態勢，利率低企；但另一方面，中國經濟則繼續維持高增長速度。世界銀行 11 月 22 日發表最新的《東亞和太平洋地區經濟形勢》報告，估計中國經濟今年增長百分之九點一，明年為百分之八點四。雖有所放緩，但相對仍處於高增長狀態；未來幾年，估計美元將繼續對人民幣貶值。

## 解除聯匯的好處

2010 年，如今香港從中國、日本、新加坡，台灣等亞洲國家和地區進口的總和，是從美國進口的 12 倍以上。港元持續性及大幅度對人民幣、以及其他亞太地區國家的貨幣，如日圓及新加坡元等貶值，會降低香港人的生活水準，對低收入家庭尤甚。若港元與美元脫鈎，解除了聯匯的掣肘後有序升值，可以增加香港人的國際購買力，產生的財富效應，對香港整體社會會有不少益處。

港元有序升值，對香港的競爭力造成的不利影響很有限，從新加坡的情況可加印証。新元在過去五年中對美元升值約 20%，而並不削弱其競爭力，因其是漸進的。事實上，港元幣值上升，使資本財的進口更便宜，商界和政府的投資成本也可以得以下降；與此同時，也可以增加香港對國際人才的吸引力。

從歷史看，港元在 1974 年也曾與美元脫鈎，並在 1974 至 1983 年間實行自由浮動。

因此，筆者提議港元盡快與美元脫鈎，但需要基於：

- 1、解除行動要出其不意，事前不動聲色；
- 2、香港政府必須訓練並確保有足夠的、熟悉有管理的浮動匯率制（managed float）人力（在這方面，可請新加坡貨幣管理局提供協助。事實上，熟習當中的操作技巧所需的時間不會太長）；
- 3、在理論及實務層面，都要取得中央政府的大力支持（如中央政府宣佈全力支持港元實行有管理的浮動匯率制，並以中國巨大的外匯儲備作後盾，阻嚇投機者）；
- 4、制訂港元兌美元的有序升值幅度。

### 不動聲色宣佈匯率浮動

**採取行動：**香港政府只需簡單公佈，容許港元匯率浮動，即時生效，並以 7.8 港元兌 1 美元為最低水準，若匯率水準低於 7.8 便進行幹預，而且強調，若需要進行幹預，會得到中央政府的全力支持。

解除聯匯後，下一步如何？無疑是採取以一個不作明示的貨幣籃子，作為貨幣錨實行有管理的浮動匯率制度。這個貨幣籃子的成份比重，可由下列因素決定：（1）以香港的貨物及服務出口國家所佔的份額作衡量（基於香港的實際附加值）；（2）香港進口貨物和服務的國家所佔份額的多寡（基於本地的實際使用和消費）。值得一提是，這是一種爬行釘住匯率制(crawling peg)。釘住的水準可作調整變化，並以維持通脹在一個可接受範疇作調整的准則。

### 金管局擔當的角色轉變

在這個制度下，如何實施貨幣政策？香港金管局可以在外匯市場，基於維持香港境內價格穩定的原則，對港元與貨幣籃的匯價進行幹預。換言之，這是基於通脹目標而作出調整 (inflation targeting)。由於香港是一個小型的開放經濟體，通脹率容易波動。但可以把通脹目標定在年率在 2%至 3%的範圍，而不高於年率 5%。

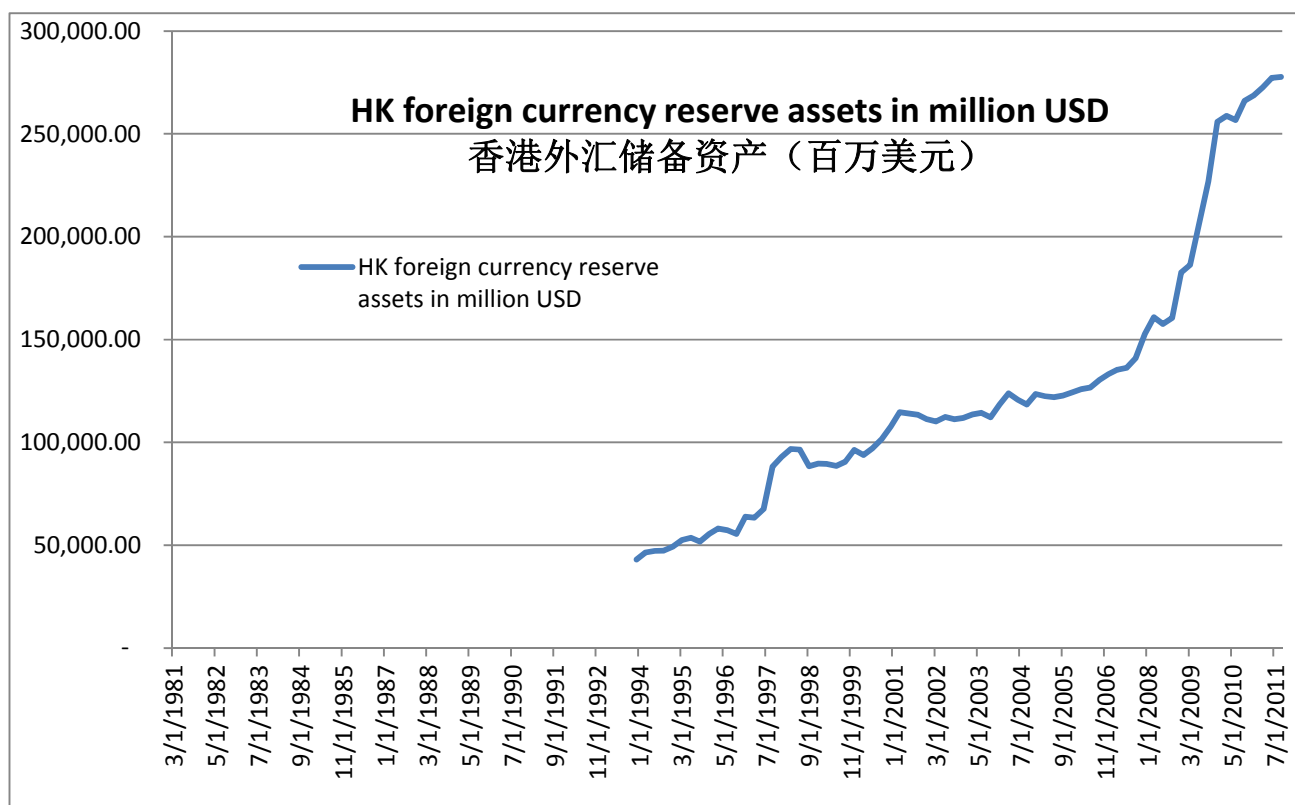
假如通脹過高，香港金管局可以買入港元，沽出籃子的貨幣，收緊銀根，升高利率，冷卻過熱的經濟活動，壓抑價格上升的趨勢。

若然出現通脹率低於目標或通貨收縮跡象，金管局可以沽出港元，買入籃子的貨幣，這樣一來，放鬆銀根，令利率下降，鼓勵加強經濟活動，例如商業投資、購入物業和消費等。

也許有人認為人民幣不是完全可兌的貨幣，故不能把它放在籃子之內，隨時買賣。但是，因為香港是一個小型經濟體，故香港在外匯市場幹預，雖然影響港元對籃子的匯

率，但並不影響美元對籃子的匯率。因此，在實際行動上，可以毋須真正買賣籃子貨幣，而是買賣美元，來保持港元與籃子貨幣的目標兌換率。也就是說，我們可以用美元作為「幹預貨幣」，來保持港元與籃子的目標兌換率。因而，我們不需要在干預過程中買賣人民幣。

目前，對解除港元與美元聯繫匯率其中一個引起的激辯觀點，是市場如今一面倒估港元升值，亦即港元幣值被認為低估了。然而，在這時候安排它有序升值，風險其實不大，因為壓抑貨幣升值一般不會失控。原因在於政府在壓抑升值過程中，是積累而不是消耗外匯儲備。比如說香港就是一例。**(參考附圖：由於過去壓抑港元升值，香港積累大量外匯儲備)**。另一方面，若然港元在未來某個時間被迫脫鈎，而當時市場傾向認為港元幣值高估，在這種情況下，脫鈎的風險就真的很大。換言之，當該貨幣的幣值被認為高估，而實行貶值，其失控風險會很大，因為政府在捍衛匯率的過程中，很容易把有限的外匯儲備耗光，「彈盡糧絕」。



究竟我們如何選擇？是當港元幣值被認為大幅低估時而解除聯匯，抑或在港元幣值被認為高估或不那麼低估之時？聰明的讀者應該已經有了答案。

最後，我們已看到，相對於亞洲許多貨幣，美元已經是一個不斷下沉的貨幣。在今後數年應不會有大變化。原本用來作錨保持港元國際購買力的作用已不復存在。雖然它可能在若干年後東山再起，但是，港元為甚麼要在未來的數年與一個下沉中的貨幣網綁在一起呢？

### 聯匯制度已到改變關頭

解除聯繫並非「萬應靈藥」，港元與美元的聯繫匯率制度也非香港一切問題的「罪魁禍首」。但解除這個聯繫匯率制，有助我們紓解若干社會苦痛，增加香港實行宏觀經濟政策的彈性。有序升值也有助增加香港人的國際購買力，降低入口貨品價格（包括物質資本和人力資本），從而降低香港營商及投資的成本。此外，亦有助香港通過以較低的成本，吸納到國際人才，有利深化轉型和發展成為一個創新推動（innovation-driven）的經濟體。當然，其他如教育改革、對研究及開發（R & D）的支持等相關政策配合不可或缺。

在外圍經濟環境不明朗的今天，解除聯匯可增加宏觀經濟調控的自主性，因而減低外來的負面沖擊，避免重演上次亞洲金融風暴為香港帶來的災難。

但無論如何，香港實施了二十八年的貨幣發行局制度，如今已走到一個需要因應時勢變化而改變的轉折路口。

**【論解除港元與美元聯繫匯率·二之二·完】**