

聯匯卅年

棄美元改掛人幣言之尚早

陳德霖重申毋須變

【香港商報訊】香港於1983年9月爆發歷來最嚴重貨幣危機，港府於30年前的今日（1983年10月15日）宣布聯繫匯率定位，港元再度與美元掛鈎，匯率定為7.8港元兌1美元，兩日後（10月17日）實施，聯繫匯率制度運作至今。不過，過去幾年人民幣升值速度加快，本港物價上升亦隨之加速，因此市場有意見認為目前的聯匯制度已不合時宜，要求港元與美元脫鈎，改與人民幣掛鈎，或要求港元自由浮動。金管局總裁陳德霖昨日撰文《寫在聯匯三十年》，重申聯匯制度30年實踐證明行之有效，是維持香港貨幣金融體系穩定的基石，當局無意對聯匯制度作任何改變。

近年市場對聯匯制度意見紛紜，有人批評聯匯制度被不合理地神聖化，例如於2012年6月，一直捍衛港元與美元掛鈎的金管局前任總裁任志剛，便以中文大學全球經濟及金融研究所傑出研究員身份，發表《香港貨幣體制的未來》，強調神聖不可侵犯的聯匯制度應是為公眾服務；但他同時強調，無意要求更改聯匯制度，而只想引發討論，制度未必要變。不過亦有市場意見認為，任志剛的用意是想政府向市場表態，聲明聯匯制度不變。

陳德霖在文章中表示，過去30年出現過1997年亞洲金融風暴、2008年金融海嘯、近期的歐債危機等，聯繫匯率制度都成為香港的貨幣和金融體系穩定的基石，發揮無可替代的功用。對於市場有人建議港元與人民幣掛

鈎，陳德霖認為，港元和人民幣掛鈎的主要先決條件仍未形成，一來人民幣未能完全自由和大量兌換，不足提供信心保證和維持匯率穩定基礎。此外，自2005年7月匯改以來，人民幣兌主要貿易夥伴貨幣升值30%至35%，港元與人民幣掛鈎將大大削弱香港出口和整體經濟競爭力。

此外，陳德霖亦不認同本港應考慮實行浮動匯率制度，因香港是對外開放的小型經濟體，動蕩時期會因信心不足、資金外流、港元大幅貶值、信心崩潰、金融體系受壓等，形成系統性金融危機。他重申，現行聯繫匯率制度有助進一步發展本港國際金融中心地位，是最適合的選擇。



以下為陳德霖《寫在聯匯三十年》全文（金管局文章《聯匯制常見問題》刊A3）

陳德霖《寫在聯匯三十年》摘要：

- 聯匯制度不是單純保持匯率穩定的機制。
- 港元是有錨貨幣，由主要國際儲備貨幣支持可減低市場對港元失去信心而出現危機的風險，並有助發展國際金融中心地位。
- 港元必須與錨貨幣完全自由和大量地兌換。
- 香港現時有約3千多億美元等值的外匯儲備，假如換成人民幣，外匯基金要持有近2萬億元人民幣儲備，遠超離岸市場流通總量。
- 不認同與美元脫鈎，通脹高企和樓市過熱等問題就能迎刃而解。
- 香港採取浮動匯率便要更加遏抑通脹和資產泡沫，必然引來更多資金和大鱷炒作港元。
- 2005年7月匯改後人民幣升值逾30%，港元與人民幣掛鈎將削弱香港出口和整體經濟競爭力。
- 香港勞動生產力增長率低於內地，港元與人民幣掛鈎，香港可能出現減薪和通縮。
- 貨幣發行制度是社會和經濟活動根基，不可輕言變更或左搖右擺，否則可能導致災難性結果。
- 港府和國際貨幣基金組織（IMF）都認為現有的聯繫匯率制度最合適香港。

寫在聯匯三十年



三十年，已經完成歷史任務，應該是時候考慮換一個新的匯率制度了。當然亦有人認為聯繫匯率制度有重大缺點，主要是香港沒有主動制訂港元利率的自主能力，不能像使用浮動匯率制度的經濟體，可以藉調控利率去遏抑本地通脹。有人更認為因為近年美元偏弱，聯繫匯率是造成香港樓市泡沫的元兇，所以特區政府應該考慮採用其他的匯率制度，例如與人民幣掛鈎，或干脆採用浮動匯率制度。

3.首先，我要指出世上並沒有一種完美的貨幣和匯率制度。聯繫匯率制度有很多優點，但亦有其缺點。當大家分析聯匯的利弊時，要明白香港的聯繫匯率制度並不是一個單純的保持匯率穩定的機制。香港實行的是貨幣發行局（currency board）制度，也就是一些經濟學者所指的「有錨」貨幣。在第二次世界大戰後三十年間，國際主要貨幣都是與美元有固定匯率，而美國政府保證每35美元可以換取1盎司黃金，這就是「半」金本位制度，亦即「有錨」貨幣制度。但在上

世紀60年代末，美國財政入不敷支，經常帳不斷惡化並最後轉為赤字，其貿易夥伴將手上的美元以固定價格換取黃金，以致美國政府無法維持以官方兌換率提供黃金，所以於1971年取消半金本位制度，世界自此便進入一個「信用」貨幣（fiat money）的年代。美國及其他主要發達國家可以採用浮動匯率 and 以信用貨幣為基礎的貨幣制度，是基於其國際貿易、金融系統和儲備貨幣的規模和重要性。但小型新興經濟體則不一樣，尤其香港是區內的國際商貿及金融中心，大額貿易及資金不斷流進流出，使用「有錨」貨幣制度，也就是說我們的貨幣由一種主要國際儲備貨幣支持，會令大家對港元信心增強，減低重現像1983年對貨幣失去信心危機的風險，亦有助香港發展國際金融中心的地位。

人幣作港「錨」貨幣尚不成熟

4.但如果使用「有錨」貨幣發行制度，什麼是最適合的「錨」呢？1983年無疑只有一個選擇：美元。就算直到現在，美元仍然是國際貿易與金融交易中最常用的貨幣。美國和以美元計價的金融市場無論在深度、廣度及流通性方面都是全球之冠。另外，美國聯儲局維持美國低通脹率超過三十年，在維持價格穩定方面有高公信力。同時，香港作為國際商貿及金融中

心，經濟周期的波動和金融環境很大程度上受全球經濟及金融環境所影響。而最近美國聯儲局表示將減少買債，導致全球金融市場震盪，全球信息急升，以及新興市場貨幣大幅貶值及資金外流，都足以顯示美國的貨幣政策對全球經濟及金融市場的影響力，無遠弗屆。

5.現在香港已經回歸，中國成為全世界第二大經濟體，人民幣又已經開始國際化，那麼香港是否應捨美元而改與人民幣掛鈎呢？我過去多次說明，考慮港元和人民幣掛鈎的幾個主要先決條件仍未存在。最明顯的是港元一定要與作為「錨」的貨幣可以完全自由和大量地兌換，才可以提供信心保證和維持匯率穩定的基礎。香港現時約有3千多億美元等值的外匯儲備，主要持有美元資產，如果換成人民幣，單是外匯基金就要持有近2萬億元人民幣的儲備，遠超現時離岸市場流通的人民幣資產總量。所以在人民幣未能完全自由兌換和內地資本帳未完全開放的情況下，考慮將其作為港元的「錨」貨幣是言之尚早。

浮動匯率制風險大不可取

6.另外有些人認為採用固定匯率制度，便要放棄制訂利率自主權，沒有工具調控通脹，並不可取，所以香港應該考慮採用浮動匯率制度。在此我想指出，在太平盛世之時，採用浮動匯率制度可能問題不大，但在動蕩時期，一些像香港這樣的小型對外開放經濟體系和國際金融中心，就隨時可能會出現一種惡性循環——信心不足，資金外流，港元大幅貶值，信心崩潰，金融體系受壓，最終形成系統性金融危機。

7.大家只要回顧一下，過去三十年，香港渡過了大大小小的難關，包括在1997年的亞洲金融風暴、2008年的全球金融危機和最近的歐債危機。每次香港出現動蕩的時候，聯繫匯率制度都發揮了無可替代的功用，成為香港的貨幣和金融體系穩定的基石。

聯匯制是港金融體系基石

8.有人認為近年美國因進行量化寬鬆，亦即「印鈔票」，而令到美元不斷貶值，港元受到拖累，以致通脹高企和樓市過熱。有論者認為香港如果轉用浮動匯率，這些問題就可迎刃而解。我不認同這看法，因為理論和實踐可能有很大差距。過去幾年，在全球量化寬鬆的情況下，資金大量流入新興經濟體系。如果香港使用浮動匯率，就可能要加息去遏抑通脹和資產泡沫，那麼必然引來更多資金，包括一些國際「大鱷」來「炒作」港元，既想炒港元升值，又可套高息。但當美國開始退市之時，國際資

金必然會撤走，屆時港元又會大幅貶值，資產價格大跌，金融市場反覆難料。事實上，這正是一些採取浮動匯率制度的較大型新興經濟體所面對的難題。

9.另外，我想談一下港元匯率和香港競爭力的關係。大家都明白，港元越強，對外的購買力就越高，從進口消費品和市民出外旅遊來看，這是好事。但對於香港貨物和服務出口，這可能是壞事，因為對我們的貿易夥伴來說香港的貨品和服務會變得大貴。從理論層面看，一種貨幣兌換外幣的匯率升跌長遠來說是受到生產力增長速度差異影響。舉一個例，日本在戰後經歷經濟起飛，生產力增長比貿易夥伴快得多，所以日圓匯率從1970年代開始持續升值。其後因為超級泡沫爆破，日本經濟裹足不前，日圓匯率就變成浮浮沉沉。而中國因生產力增長持續較其他主要國家為快，人民幣兌主要貿易夥伴的一籃子貨幣自2005年7月匯改以來升值了30%左右（兌美元則升了35%）。中國內地作為一個新興經濟體，生產力在相當長的時間內可以保持較快的增長，假若香港與人民幣掛鈎，將大大削弱香港出口和整體經濟的競爭力。由於香港的勞動生產力增長率較內地慢得多（我們估算過去10年香港平均每年增長約3%至4%，而內地的增長率則接近10%），屆時香港可能要經歷減薪和通縮之苦，才可恢復競爭力。所以在國際上，很多國家對本身貨幣持續或過分升值十分擔憂，例如瑞士，面對資金不斷流入的壓力，瑞士中央銀行在2011年9月設定了匯率上限，確保瑞士法郎兌歐元不會強於1.20水平。

實踐證明聯匯制最適合香港

10.貨幣制度和貨幣經濟學是一門頗艱深的學問，很難用淺白的語言去解說。所以我隨本文附錄一些關於聯繫匯率常見的問題和答案，希望用較簡單的方法去幫助大家多了解這制度。要知道一個經濟體系的貨幣發行制度乃是所有社會和經濟活動的根基，一定要小心從事，不可輕言變更，更忌左搖右擺，否則可能導致災難性的結果。香港的聯繫匯率制度在過去三十年的實踐證明是行之有效，是維持香港貨幣金融體系穩定的基石。這制度不是十全十美，我們不斷反覆研究和思量其他不同方案，但結論是聯繫匯率制度仍然是最合適香港的選擇。這亦是國際貨幣基金組織（IMF）一直以來的結論。所以我在此重申，香港毋須亦無意改變聯繫匯率制度。

香港金融管理局總裁 陳德霖
2013年10月14日
（文中小題為編者所加）

香港商報

中國政府特許在內地發行之報刊

Hong Kong Commercial Daily
http://www.hkcd.com.hk

2013年10月 15 星期二
癸巳年九月十一日

為商界代言
為商家服務

今天出版 3 疊共 28 版
1952 年創刊 第 21861 號
香港政府指定刊登法律廣告有效刊物
港澳台及海外每份零售 5 元港幣
廣東省外每份零售 5 元人民幣
廣東省每份零售 4 元人民幣
承印人：香港商報有限公司
地址：香港九龍觀塘道 332 號香港商報大廈

4 892246 888889

Byford LONDON

见证幸福承诺
婚庆优惠套装限量热卖中
指定國內門店及專櫃有售

小曼家族 KAKA CLUB

蔗糖特滋潤沐浴露

小曼家族 KAKA CLUB
Sugar
傳統配方
小曼家族 KAKA CLUB
Sugar
滋潤保潔
蔗糖精華

傳統配方，添加天然蔗糖成份，溫和水潤，保潔舒暢，美白肌膚，品質保證，不含塑化劑，嬰兒、孩子、大人、老人家全適用。

專家熱線電話 31188671

廣昌隆 廣昌隆(1978)品牌管理專家

深圳龙济医院
SHENZHEN LONGJI HOSPITAL

深圳首家男科
疑难杂症诊疗中心

電話：0755-29111999 藍：www.szjnk.com
院址：深圳龙华观西路171号（龙济医院泌尿外科大樓）

今日視點

A5
施永青料
樓價一年跌兩成

A17
為資產價格認知奠基
3美學者分享經濟諾獎