

改變聯滙正合時機？

葉劉淑儀

9月中，美國著名對沖基金Pershing Square Capital Management掌門人Bill Ackman於紐約一個記者會發言時指出，認為香港的聯繫滙率制度將會改變，並指港元一直長期受低估，預測港元長遠而言有升值空間；並透過高槓桿的港元認購證，賭港元兌美元脫鈎升值。

這高調動作引起各界議論紛紛，令「特區政府會否檢討聯繫滙率制度」再次成為城中熱話。究竟香港聯繫滙率是否有改變的契機？各方的論點為何，實在值得一仔細分析。

取消聯滙 多有提議

無獨有偶，早前田北俊接受報章專訪，談及香港商界眼中的五大困局時，亦提出疑問：為什麼香港貨幣不能與歐羅和人民幣等一籃子貨幣掛鈎？他認為美元持續走弱，導致進口貨品愈來愈貴，內地貨和日本貨也貴，對商人影響很大；加上通脹升溫、租金上升、打工仔要求加薪，在在引致營商成本上漲，故建議政府考慮將港元與美元脫鈎，改與歐羅、人民幣等一籃子貨幣掛鈎。他認為雖然銀行界一定反對，但商界未必不認同。

而於最近一次特首主持的策略發展委員會中，委員陳永棋向曾蔭權提出香港實施聯繫滙率多年的種種弊端，並提出檢討此制度的需要，但遭曾特首一口拒絕，並請陳永棋閱讀金管局總裁陳德霖和財政司司長曾俊華的文章，以了解政府政策，云云。其實，早於我在政府為官時，已知悉陳永棋多次向政府提出同一建議，但意見沒有獲得接納。

港元跟美元掛鈎，可說等同於讓本港經濟跟美國經濟掛鈎。香港經濟處於高增長，卻跟一個增長慢、利率低的國家貨幣掛鈎，引致香港出現高通脹和資產泡沫。須知道，內部資產價值（domestic asset value）的國際價值

（international value）是由內部資產價值乘滙率（exchange rate）而得出，所以滙率愈低，內部資產價值便愈高。

在此情形下，所有本地資產包括股票、地價、樓價的國際價值都處於低水平，自然吸引大批境外人士購買本港資產作投資（如內地人來港買樓），從而推高價格，造成資產泡沫。因此，根據香港經濟基本因素而言，政府應檢討聯繫滙率制度。

政府策略 不變為先

有指特區政府可考慮將港元與一籃子貨幣掛鈎，以取代聯繫滙率；鄰近國家包括新加坡和南韓皆採取這種做法。香港若採取此滙率制度，可根據貿易加權指數，計算出滙率的可浮動上下限（trading range），這是一種由政府管理的浮動滙率（managed float）。

然而，在Bill Ackman的言論獲廣泛報道後，財政司司長曾俊華在另一個訪問中已表明不會考慮將港元與一籃子貨幣掛鈎，並說There are suggestions that we should link the Hong Kong dollar to basket of currencies, but that's like asking us to leave one dubious currency and adopt three others.

由此可見，雖然聯繫滙率導致香港高通脹及資產泡沫問題，困擾商界多時，要求檢討之聲不絕，但政府依然決心採取不變應萬變的態度。

與一籃子貨幣掛鈎的滙率制度有利有弊，好處是有彈性，可加強整體經濟因應外圍市場環境調整的靈活性，並減輕內部資產泡沫問題；壞處是缺乏金融穩定性。

Bill Ackman發表言論後不久，另一金融分析機構指出，香港現階段沒可能改變聯繫滙率制。理由有二，首先，若政府目前檢討聯繫滙率制度，將觸發大量投機熱錢湧入，令港元升值並令滙率大幅波動，經濟隨即失去金融穩定性，在現今外圍經濟風高浪急的情形下，對

香港極為不利，風險太大。

第二，政府公務員一定不願意 rock the boat in such a risky fashion，以他們追求穩健的特質而言，不會願意冒此風險。

除了上述原因，我認為還有一個理由令政府不欲改變聯繫滙率制度。香港自1983年實施聯繫滙率以來，港元滙價與美元只可作有限度的自由浮動，只要與掛鈎滙率差距不大即可；至2005年，當時的金管局總裁任志剛更進一步穩定聯繫滙率制度，收緊滙率控制措施，限制1美元兌7.75至7.85港元之間作浮動。

因此，過去三十年來，由公務員體系（包括庫務局）以至金管局，根本無人擁有操作浮動利率的經驗，他們向來只須以行政手段管理聯繫滙率，毋須管理利率，若要他們重新學習操作浮動利率制度，等於叫他們自找麻煩，這個可能性甚低。

是否脫鈎 政治考慮

此外，Bill Ackman指出，為了維持港元於1兌7.75至7.85這個規範，金管局須印製大量現鈔。然而，財經研究中心Gavekal Institute的評論員卻指出，儘管過去兩年外圍經濟極其波動，但卻沒有出現「金管局大量印鈔」的情況，因為在中央政府確認香港為人民幣離岸中心後，人民幣於香港的存款比例迅速增長——今年6月底，香港的人民幣存款已達5536億元，比去年年底高出75.8%，佔整體銀行存款的9.3%。可見很多香港人紛紛將港幣儲蓄轉為人民幣，令港幣減少，金管局亦毋須像2008年雷曼風暴後一樣，印製大量現鈔。

很多既得利益者不贊成改變聯繫滙率制度，恐怕影響行業收益。其實，取締聯滙後令港元升值，對不同行業可說是有利有弊，例如會即時打擊內

訪旅遊，但卻能刺激外訪旅遊；香港地皮跌價會令酒店成本下降，有利酒店業發展；本土資產如物業和股票將跌價，而其他物價亦會相應下跌；租金下跌有利營商及民生。

長遠而言，只要維持經濟市場開放和靈活，相信經濟會自動調整滙率制度轉變所帶來的影響，其正負效果最終會互相抵銷。

記得我在美國史丹福大學求學時聽過不少經濟學大師說，無論貨幣是升是跌，定必有人歡喜有人愁。因此，改變滙率制度純粹政治決定，完全視乎政府欲採取什麼經濟政策，是想鼓勵外銷抑或平抑物價，都視乎政府宏觀經濟政策而定。

我非常認同上述見解。綜觀目前現實因素，外圍經濟陰雲密布，歐美世界經濟進入非常危險期，若香港如今放棄其金融穩定性，風險太高；加上特區政府和金管局均無人願意或有能力管理全新的浮動利率制，缺乏條件調整聯繫滙率，因此，雖然這個制度長遠而言須作檢討，但目前並非作出調整的適當時機。

新民黨主席



■現今以歐美經濟進入非常危險期而言，如香港改變聯滙制度，風險也許太高。

（資料圖片）