

賭港元升值須小心 人幣業務興旺 紓港元升值壓力

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

以我們近日收到的問題數量來看，美國著名對沖基金經理、Pershing Square 行政總裁比爾·阿克曼（Bill Ackman）打賭港元在短期內將會對美元重估和大幅升值三成的言論，已經引起轟動。

港元重估的基本理由是，香港與極端寬鬆的美國貨幣政策掛鉤，但掛鉤明顯不適合一個經濟高速增長、通脹急升、勞工市場短缺兼且房地產有泡沫的地方。香港經濟現時與內地融合的程度，是遠遠高於1983年開始推行聯繫匯率時。

就這些基本因素而言，我們可以理解，為何港元被視為低估了。但是，本欄的長期讀者應該知道，我們並不認為聯繫匯率將會取消，至少在可預見的將來，都不會如此。這有兩大理由：

脫鉤反招熱錢湧入料刺激通脹

1. 第一個原因最簡單，也是最實際的：若香港金融管理局決定放棄聯繫匯率，那可以用什麼東西代替它？

由於香港沒有資金管制措施，港元小幅度的重估升值（如5%），或者變成完全自由浮動的貨幣之後，可能會引致從外國流入的熱錢大增。因為有些外國投資者會將港元當成人民幣的代替品，又或者一味炒起它，只因覺得它可以升值。

同時，由於香港金融管理局不能阻止這些熱錢流入，它將會發覺，香港市場上的游資比取消聯繫匯率

之前還要多，這樣對穩定物價根本就沒有什麼幫助，至少在短期內是如此。

香港通脹壓力上升的真正癥結和主要原因是低利率，而非人口價格問題。即使港元作一次過的大幅重估和升值，也不能改變這點。港元仍然會與美國的零利率政策掛鉤，只是以一個較高的匯率掛鉤而已。這正是為何新加坡等國家的貨幣大幅升值了，但其通脹卻不見得比香港低。

港「職業官僚」寧保現狀避改革

2. 第二個原因可能較為屬於制度問題，與香港的特殊政治架構有關。香港的政治領袖本身傾向做「職業官僚」，多於政客。根據往績，他們寧可不惜一切代價來維持現狀，而非建議推行一些革命性的改革。（這可能正是中國前總理朱鎔基在2001年批評香港政府官員「議而不決、決而不行」的原因。）

但是，有一些分析員（包括比爾·阿克曼）亦指出，在後金融危機時代，香港金融管理局不得不印發大量港元鈔票，以防止港元升破聯繫匯率的上限（1美元兌7.75港元）。他們留意到，這樣做也要付出相當大的代價。

而且，還有一個風險。因為美國聯儲局在未來兩年都會維持接近零利率的政策，香港金融管理局可能需要發行多很多港元，以令港元的匯率保持在聯繫匯率的上下波動範圍內。擴大了的貨幣基礎又會反過來令通脹壓力加劇和惡化。

港人增持人幣 起抑制港元貸款

然而，投資者應該緊記，儘管美元轉弱，以及美國聯儲局擴充資產負債表，香港金融管理局去年實際並非真的發行了很多貨幣。最主要的原因可能是，因為中國正在適度收緊貨幣政策，令到流入香港的投機熱錢減少了（香港是中國游資在境外的首站）。

但有趣的是，香港維持匯率和貨幣情況的努力，可能正透過另一種形式，從側面獲得中國的協助。因為



美國著名對沖基金經理、Pershing Square 行政總裁比爾·阿克曼（Bill Ackman）打賭，港元在短期內將會對美元重估和大幅升值三成。（資料圖片）

中國透過將香港變成人民幣離岸交易中心，已不自覺地略為收緊了香港的貨幣情況。原因如下：

1. 香港對人民幣的需求正快速增長，由2010年初的只佔香港貨幣供應不到1%，上升至現時的7%。假設至少一部分本地居民賣出港元來購入人民幣，這也可以紓緩港元（兌美元）的升值壓力，以及增加發行量的需要。
 2. 可以賺到人民幣的香港企業，較少將人民幣帶回香港及兌換回港元，因此同樣有助減低港元的潛在需求。
 3. 嶄新的人民幣金融產品，好像人民幣債券等，非常受機構投資者和散戶歡迎。因此，很多時，它們都是賣出港元，來購入人民幣金融產品。
- 當然，以上三點的作用都是有限的，但它們帶來了

一個關鍵性的分別：過去1年，港元存款的增長率低於港元貸款的增長率。這一趨勢正在限制未來的貸款增長（對金管局來說，這是可喜可賀，謝天謝地）。

HIBOR與LIBOR拉近 去年來首次

這有助解釋，為何HIBOR（香港銀行同業拆息港元利率）最近拉近了和LIBOR（倫敦美元同業拆息）的差距。這乃是2010年以來，首次出現這現象（之前幾年，HIBOR都持續低於LIBOR）。

長遠來說，市場對人民幣的偏好，可能會令港元被邊緣化，變成無足輕重的貨幣。但短期來說，這種偏好反而可以作為金融管理局略為收緊港元供應的調控工具——換句話說，是對聯繫匯率起着支持作用。