

香港信報

專家之言【解牛集】

2011-11-22 刊登

解除聯匯，越早越好

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

港元與美元掛鈎的聯繫匯率最近再度成為各方關注的焦點。由於美元持續疲弱，加上美國經濟疲莫能興，香港輸入型通脹嚴重，令解除聯繫匯率的討論再次成為公眾關心的議題。

筆者認為，解除聯繫匯率是早晚之事，愈早拆解，對香港的發展反而有利。本文先對聯繫匯率實施的利弊作出分析，並且破解一些認為聯繫匯率不可拆解的「神話」講法。通過理性的剖析，去檢視這個實施了近三十年的制度存廢問題。

討論問題前，先讓我們試想一下，假設全球只有三個國家，分別稱為甲、乙和丙三國。甲地只是一個小國；乙及丙的規模比甲大得多。

28年前（即1983年），甲地的貨幣與丙國掛鈎，當時，乙國的經濟規模比丙國小，還未成大器，甲主要與丙進行貿易往來。

13年前（即1998年），甲陷入嚴重經濟衰退，但丙卻仍欣欣向榮，經濟一片熾熱，利率高企。由於甲的貨幣匯率與丙國掛鈎，在這種情況下，甲地的利率也必須跟隨丙而高企。換言之，甲不能通過貨幣貶值對丙國的經貿往還進行調整，因而在經濟陷入衰退的惡劣環境下，貨幣政策繼續緊縮，可謂水深火熱，以致引發嚴重的失業和通縮。

世界出現了巨大轉變

目前（2011年），此一時，彼一時。世界出現了巨大轉變。乙國崛起，發展成為經濟規模大國。甲與乙如今亦已成為最密切的貿易夥伴，丙則陷入八十年來所未見的經濟不景氣之中，在衰退陰影籠罩下，預期未來幾年，經濟只能以極之緩慢的速度在低位元爬行。反觀不斷冒起的乙國，則預期經濟以高速增長。而且，丙國的貨幣還預期對乙國每年持續貶值約百分之五，甚至貶幅更大。

由於實行聯繫匯率制度，甲如今處於低利率和高通脹的狀況，引致房地產出現嚴重泡沫。

在這種發展形勢下，若然甲繼續與丙國的貨幣掛鉤，未來幾年的經濟發展會出現甚麼後果？甲應否及早與丙國的貨幣脫鉤？答案可謂呼之欲出了。

香港於1983年把港元與美元掛鉤，實行貨幣發行局制度（currency board），港元與美元以1比7.8的匯價水準掛鉤，是出於當時香港回歸中國，爆發所謂「九七信心」問題所致。由於當時大家對港元缺乏信心，港元匯價也如江河日下，最終需要與美元掛鉤來穩定信心。貨幣發行當局承諾，以1港元兌7.8的匯價水準，無限額承兌。事件的經過在此不再複述及細表。

從成本效益檢視制度利弊

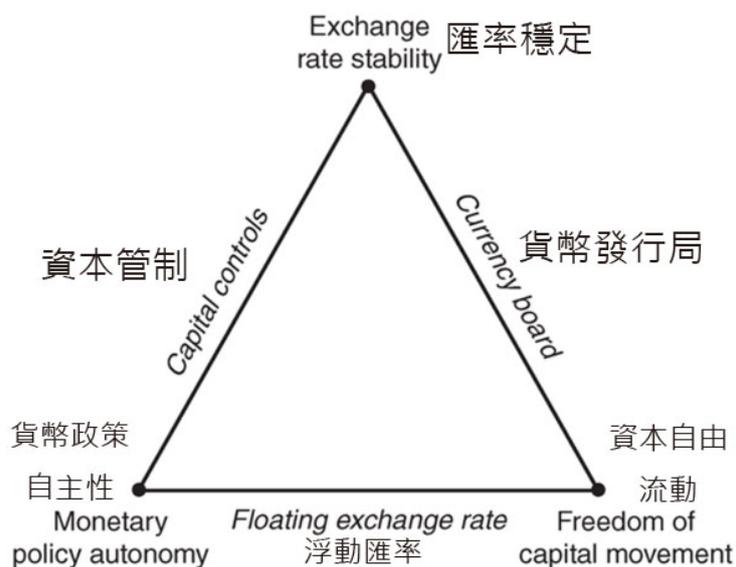
可以說，聯繫匯率制只是一種「權宜」，當公眾對港元恢復信心之後可加以取消。如今香港已回歸中國十四年了，九七信心問題亦已不復存在，我們還需要固守這個聯繫匯率制度嗎？實施這個制度，目前對香港有何利弊？很明顯，我們應該以理性的態度，從成本效益的角度，重新檢視這個制度對香港今後發展的利弊以至制約。

先看效益的觀點及其論據：港元與一硬通貨掛鉤，使得港元的國際購買力得到穩定（例如，美國與其他主要貨幣的匯率穩定、低通脹等），讓持有港元的人有信心，也使炒家對港元的投機活動興趣大減，港元匯價穩定。

再看成本問題：由於港元與美元掛鉤，在聯繫匯率制度下，香港喪失了貨幣政策的自主性，無法以貨幣調節工具對宏觀經濟進行調控，即在匯率制度的政策選擇上，所謂的「三元悖論」（Foreign exchange regime trilemma）。按照「三元悖論」，中央銀行的政策目標，只能在(1)匯率穩定、(2)資本自由流動、(3)實現內部目標進行的貨幣政策自主性，在三者中，最多只能選擇兩項，亦即必須「三棄其一」。

舉例來說（請參看下圖）：

貨幣發行局一邊：在香港，喪失了貨幣政策的自主性；
 浮動匯率一邊：在美國，美元匯價浮動，喪失匯率穩定性；
 資本管制一邊：在中國（當人民幣與美元掛鈎），資本不能夠自由流動，即有資本管制。



港元與美元掛鈎的代價，從圖一至五及附表表露無遺。包括：(a) 亞洲金融危機後陷入嚴重通縮，失業率高企，以及經濟陷入負增長；(b) 從2000至2011年，通貨膨脹率急遽波動；(c) 實質利率亦上下波動；(d) 從2000年至2011年，中型住宅（面積小於一百平方米）物業價格大舉波動。

筆者將香港與新加坡比較，由於兩地都可說是城市型國家或地區，在經濟結構上有很多相似之處。當然，兩者不會完全相似，由於新加坡實行較具彈性的匯率政策，反映經濟波動的幅度較小。

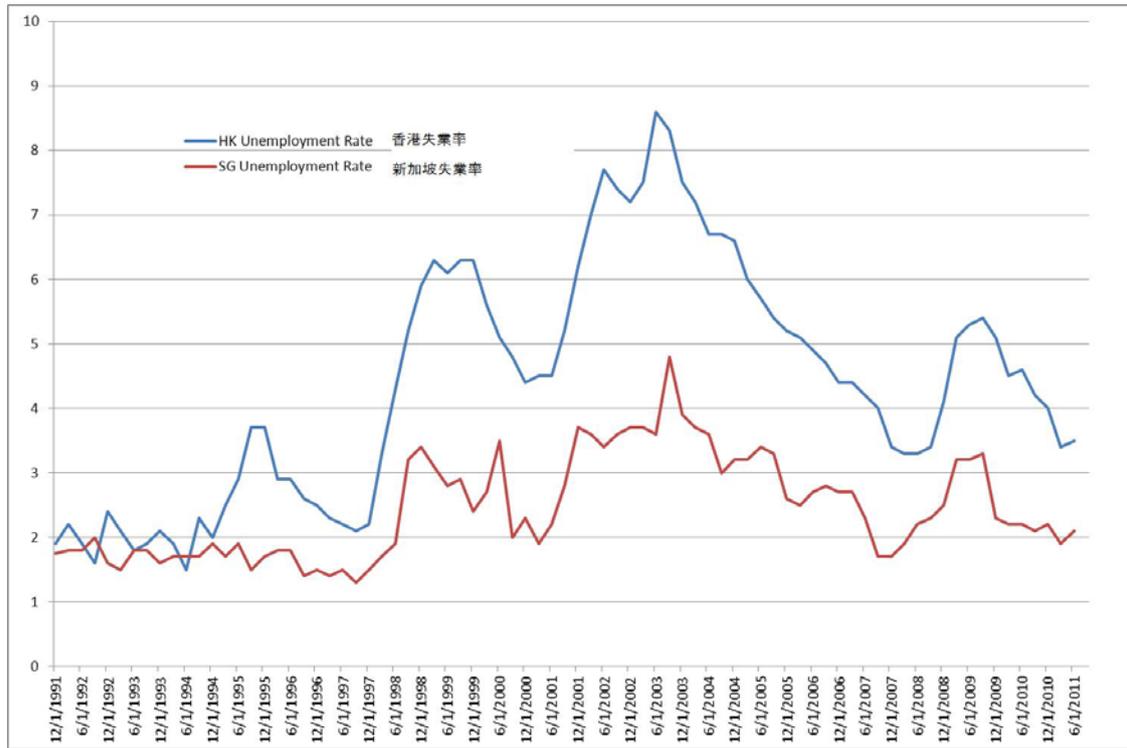
圖一



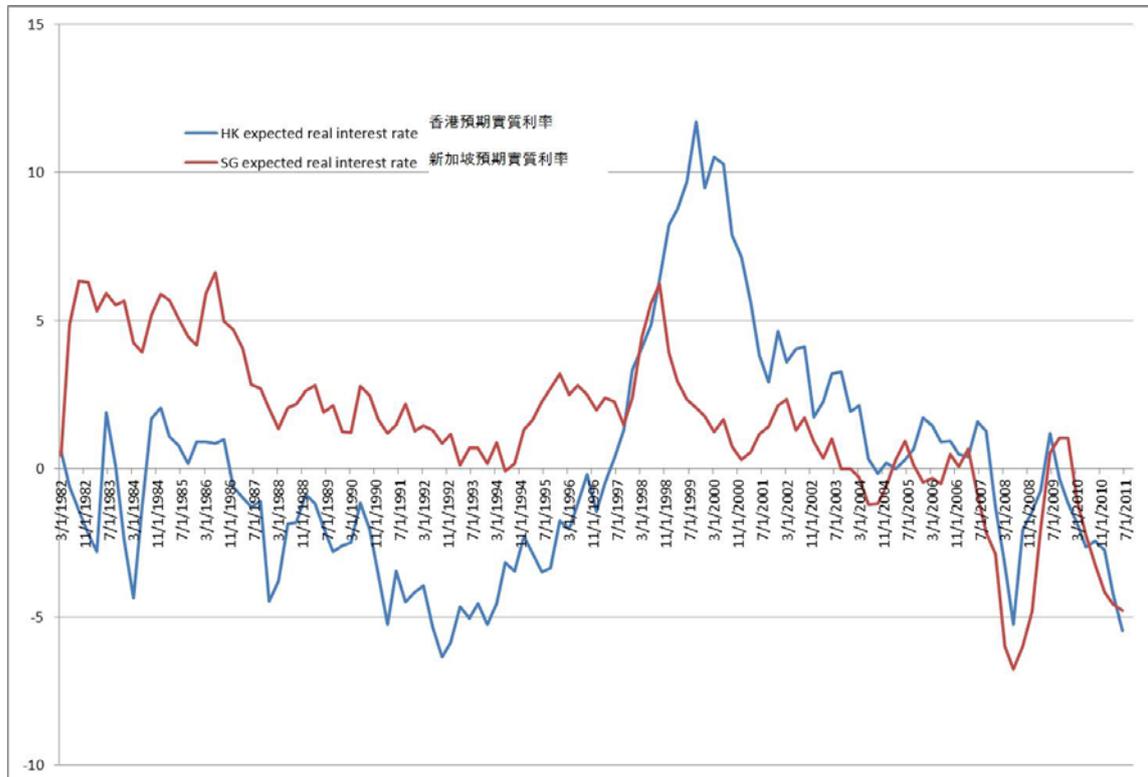
圖二



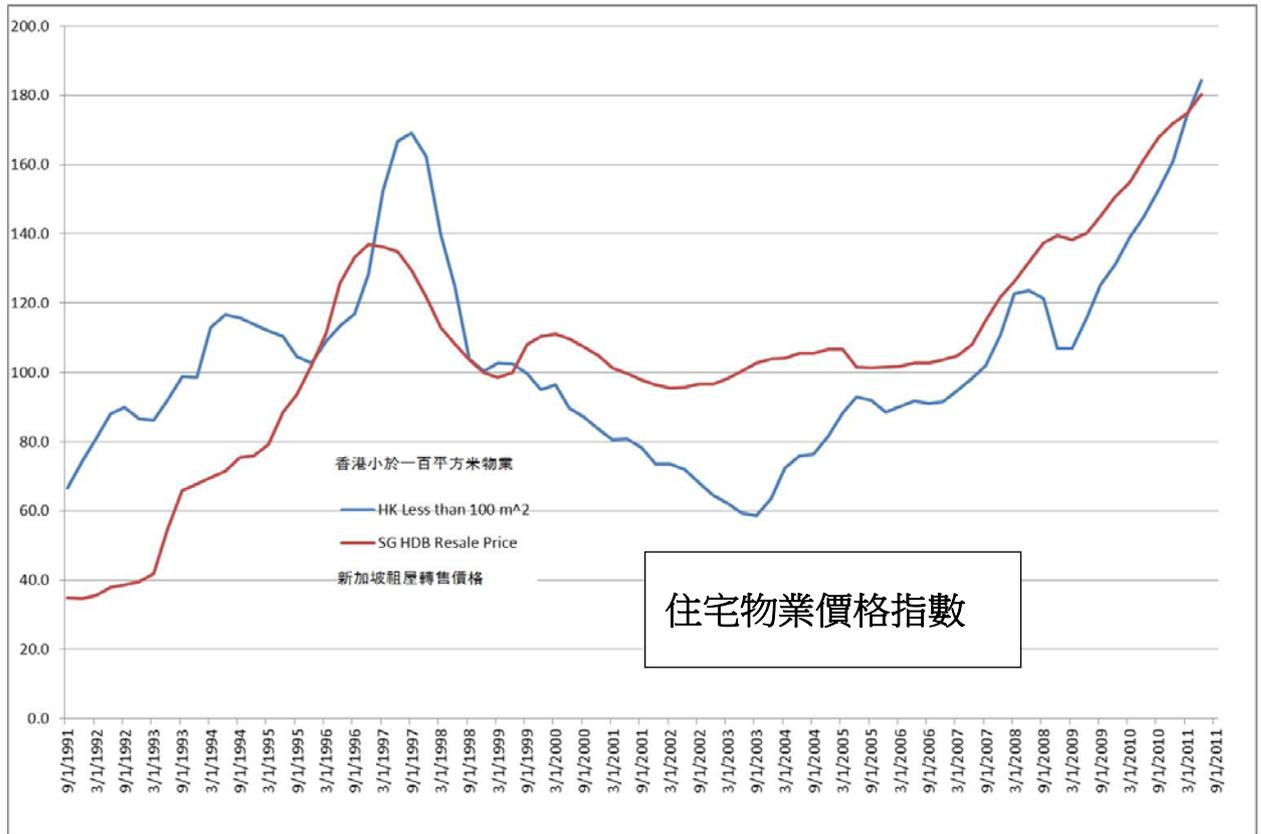
圖三



圖四



圖五



	香港實質利率	新加坡實質利率	香港通脹率	新加坡通脹率	香港住宅物價 (小於一百平方米)	新加坡組屋轉售價格
標準差 (standard deviation)	10.6	4.6	6.8	3.2	63.1	49.4

附表：香港與新加坡在亞洲金融危機後的經濟波動及表現 (從2000年1月1日至2011年六月三十日)。

從圖一至圖五及附表看到，香港實施港元與美元的聯繫匯率，在九七信心危機中雖然一度發揮了穩定市場信心的作用，但代價或成本其實也不菲。令人不禁要問，既然新加坡可以靈活調整匯率，為甚麼今天「九七信心」危機已過的香港不可

以？

破除聯匯三大神話

走筆至此，我們也應該以客觀的角度檢視一下，對否定解除聯繫匯率制度一些固有觀點的謬誤。

神話一：香港國際金融中心地位的維繫，需要借助聯繫匯率制度。

這種觀點，包括 Tony Latter（前香港金融管理局副總裁）、美國商務部負責國際貿易事務的副部長 Franklin Lavin，以至有「聯匯之父」美稱的祈連活（John Greenwood）的言論。事實上，一個城市或地區的金融中心地位，毋須借助與美元完全不變的兌換率。更重要的是資金自由流動，監管得宜，法制，歷史等因素。環顧全球主要的金融中心，沒有一個需要依賴貨幣發行局制度，來鞏固或維繫國際金融中心的地位。因而這個「神話」可謂不攻自破。

神話二：解除聯繫匯率，實行浮動，容易受到炒家的投機衝擊。

事實上，實行貨幣發行局制度，與實行有管理的浮動匯率制（managed float），若中央銀行持有充足的外匯儲備，兩者界線並不分明，甚至可以說很模糊。貨幣發行局制度不能「保證」匯率穩如泰山（阿根廷就是一個很好的說明例子）。很明顯，聯繫匯率的「信用」最終繫於健康的經濟，以及中央銀行所持的外匯儲備，在必要時，有足夠「彈藥」進行干預，以保證匯率的穩定。

神話三：解除港元與美元的聯繫匯率，港元一定與人民幣掛鈎。

事實是：脫鈎後，最理想的政策選擇，很可能是港元與不明示的一籃子貨幣掛鈎。同時，匯率價格可基於通脹目標而作出調整（inflation targeting），因時制宜。是實上，訂立通脹目標是全世界許多中央銀行廣泛採納的政策。下文將詳細表述通脹目標政策如何實施。

囿於篇幅，有關解除港元與美元聯繫匯率的利弊問題，下周另文再論。

【論解除港元與美元聯繫匯率·二之一】