

維持聯匯 香港代價不菲



**國際
視野**

Pierre Gave

GaveKal 亞洲區研究部主管

當港元在 1983 年與美元以 1 美元兌 7.8 港元掛鈎時，美國的聯邦基金利率高達約 10 壓，但美國的經濟增長佔了全球經濟增長的大約一半。但今天世事明顯不同了，香港的經濟與繁榮的中國緊密聯繫，後者的經濟增長最近已佔了全球經濟增長的大約三分一。這不禁令人產生一個疑問——仍然將香港的貨幣政策與全世界最隨便印銀紙的中央銀行聯繫起來，究竟還有沒有意義？

更加加重這個疑問的，是內地政府正加緊嘗試將香港塑造成離岸人民幣中心。結果，香港的銀行體系因爲人民幣流入而快速膨脹。

這股力量今年就更大了，因爲香港銀行的人民幣存款足足比去年增加了超過 100%。隨着中國計劃加強以人民幣作為貿易的結算貨幣，加上其他將人民幣國際化的努力，這個趨勢預期還會繼續下去。由現時至 2015 年，香港銀行的人民幣存款可以每年增加超過 100%。到了 2015 年，人民幣將成爲本地銀行的存款的三分之一（現時僅佔 2% 多一點）。

現在脫鈎 或弄巧反拙

當然，大家都知道，港元和美元這種聯繫匯率制度不會永遠維持。某程度來說，當這種聯繫匯率制度失去作用後，還會維持一段時間。對大多數投資者來說，現在的問題是，是否已到了這段時間？

若答案是肯定的話，香港金融管理局的一個選擇是取消聯繫匯率制度，讓港元自由浮動，或者轉爲與一籃子貨幣掛鈎。

但不幸地，這樣做的話，至少會在初期弄巧反拙——一大批熱錢將會流入細小的香港經濟，因爲投機者會借港元來炒作人民幣升值。這些熱錢又會進一步加劇香港的資產價格過高問題和通脹問題。

另一個選擇，則是社會經常討論的將港元與人民幣掛鈎，代替與美元掛鈎。理論上，這好像不錯，但實際上，卻有太多問題。例如：

掛鈎人幣 有三大難題

一、將可以自由兌換的港元，與只能局部兌換的人民幣掛鈎，將會削弱香港作爲金融中心的可信性。對中國來說，亦沒有好處。事實上，香港的金融基建令

中國可以將其經濟國際化，但又同時對熱錢流向保持嚴密的控制。中國也不會希望破壞其金融制度與國際金融制度之間的這種緩衝關係。

二、中國的金融制度還未成熟，還不足以令國際玩家相信，可以用人民幣來代替港元或美元。現時，港元乃是全球第八、全亞洲第二交易頻繁的貨幣。

三、將強調自由經濟的港元，與反映資本控制的人民幣掛鈎，將會引入大批熱錢，炒作人民幣升值。大批熱錢將會流入細小的香港經濟，因爲投機者會借港元來炒作人民幣升值。這些熱錢又會進一步加劇香港的通脹問題。

考慮到好處和壞處，不難想像到，金融管理局只會在聯繫匯率明顯失去作用時（例如香港出現超高的通脹率），才會改變現行制度。我們現時和此還有一大段距離。

人幣自由兌換 港元將邊緣化

還有一個選擇。現時，港人只將人民幣作爲儲蓄保值的貨幣。但假以時日，人民幣將會成爲一種主要的兌換貨幣。屆時就會出現「良幣驅逐劣幣」的現象。

現時已經有一些商店、的士、主題公園接受顧客以人民幣付款。隨着人民幣自由兌換的程度增加，港幣將會被邊緣化。

若真的採用這方案，剩下的問題將會是，如何處理香港龐大的外匯儲備（約相當於貨幣流通量的 9 倍）。其中一個選擇是，用這些錢去興建一些社會房屋。因爲那時候，香港市民絕大部分都買不起樓。

儘管政府盡力防止香港樓市形成另一個泡沫，現時的樓價已經接近 1997 年 10 月那令人頭暈眼花的高位了，不只是豪宅（那超過 97 很久了），還有大衆化市場。政府的擔心是可以理解的。



環球經濟今非昔比，經濟增長動力東移，中國的經濟增長已佔全球約三分之一。現在香港經濟與中國緊密聯繫，是否應該與美元脫鈎，甚至改爲掛鈎人民幣，便成爲備受關注的問題。

但是，只要聯繫匯率一日仍然存在，香港政府就很難有什麼具體的行動。爲了匯率穩定，香港就付出了資產價格波動的代價。但近期，若將所有東西綜合考慮，這樣的代價似乎太大了：

一、結構性和周期性的游資增長繼續。由於香港是人民幣國際化的中心，本地的銀行體系充斥着新的人民幣游資和存款。同時，由於聯繫匯率制度和開放的資本帳，香港沒有選擇，只能接受被美國量化寬鬆計劃煽動的投機性熱錢。

二、香港政府不會進行任何激烈的行動。1997 年樓市大跌的其中一個原因，是香港政府宣布了龐大的公營房屋計劃。政府官員不會再犯同一錯誤。這不是說，香港政府不會嘗試遏抑樓價增長，但這些努力將會非常謹慎和不太有效。因爲在現階段，政府並不想得失擁有樓宇的中產階層。

因此，雖然資產價格上有泡沫的風險，但這個泡沫爆發後，出現災難性結果，引致負資產、拖欠供款，以及大規模拋售樓宇的機會卻很低。

二、整體來說，房地產在香港的槓桿比例，仍然相對較低。

香港的整體樓宇貸款相對 GDP 的比例最近才超過 40%，美國在金融海嘯前是超過 70%。換言之，這個泡沫還需要一點時間才會爆破。