

陳德霖：毋須改變聯匯制度

人幣掛鈎條件未存在 改制削港整體競爭力

香港文匯報訊（記者 陳遠威）香港實行的聯繫匯率制度將踏入第30個年頭，近年有聲音指聯繫匯率已完成歷史任務，甚至提出可考慮將港元改與人民幣掛鈎。金管局總裁陳德霖昨在官方網誌《匯思》撰文，重申香港毋須亦無意改變聯匯制度，並指考慮港元和人民幣掛鈎的主要先決條件仍未存在，現時人民幣資產總量與轉制後外匯基金所需的人民幣儲備仍有頗大差距，並指改與人民幣掛鈎將大大削弱本港出口及整體經濟競爭力。

本港在1983年10月17日推出聯繫匯率，將港元兌美元的匯率固定在7.8的水平。陳德霖在《寫在聯匯三十年》文中表示，有人提出聯匯是當年香港出現重大危機時推出的應急措施，現已完成歷史任務，應可考慮更換新的匯率制度；同時有指聯匯制度有重大缺點，包括沒有主動制訂港元利率的自主能力，無法藉调控利率去遏抑本地通脹；有人更認為因為近年美元偏弱，聯匯是造成本港樓市泡沫的元兇，並建議政府考慮將港元與人民幣掛鈎，或乾脆採用浮動匯率制度。

美元掛鈎增國際信心

陳德霖認為，聯匯有很多優點但亦有缺點，然而讓港元由一種主要國際儲備貨幣支持，會令大家對港元信心增強，降低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。現時中國已成為全球第二大經濟體，人民幣亦開始國際化，但考慮港元和人民幣掛鈎的數個主要先決條件仍未存在。

離岸人幣資產量不足

他解釋，為提供信心保證和維持匯率穩定的基礎，港元必需按貨幣發行局制度與掛鈎貨幣可以完全自由和大量地兌換。本港現有約3,000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賬未完全開放下，考慮將港元與人民幣掛鈎是言之尚早。

現時本港人民幣資產總量距離2萬億元人民幣這先決條件仍有差

距，據金管局資料顯示，截至今年8月底，人民幣存款升至7,095億元新高，連同期內未償還人民幣存款證1,635億元，整體存款為8,730億元。銀行界人士預期，若按現時離岸人民幣業務及貿易融資走勢，預料今年全年人民幣存款可達7,500億元。財經事務及庫務局局長陳家強曾表示，有序擴大人民幣回流及流出機制，將可增加離岸人民幣的吸引力，期望本港人民幣存款可達2萬億元。

人幣掛鈎 港或通縮

至於港元匯率與競爭力的關係，陳德霖指，一種貨幣兌換外幣的匯率升跌，長遠而言受生產力增長速度差異影響。港元越強，對外購買力便越高，有利進口消費品和市民出外旅遊，但本港貨物和服務出口則因對外價格上升而相應受損。

由此可見，中國內地作為新興經濟體，生產力在相當長時間內可以保持較快增長，人民幣兌主要貿易夥伴的一籃子貨幣自匯改以來便升值約30%，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。由於本港勞動生產力增長率在過去10年平均年增長約3%至4%，較內地接近10%的增長率慢得多，如與人民幣掛鈎，屆時香港可能要經歷減薪和通縮之苦，才可恢復競爭力。

陳德霖強調，聯匯制度在過去30年行之有效，是維持香港貨幣金融體系穩定的基石。聯匯並非十全十美，當局不斷反覆研究和思量其他不同方案，但結論是聯匯制度仍是最合適本港的選擇，亦是國際貨幣基金組織（IMF）一直以來的結論。重申本港毋須亦無意改變聯繫匯率制度。



■陳德霖重中，香港毋須亦無意改變聯匯制度。 資料圖片

香港適合行聯匯制

香港文匯報訊（記者 黃子慢）因為美元匯價及地位日趨衰落，引來港元應否與美元脫鈎，改與一籃子貨幣掛鈎的討論。金管局總裁陳德霖撰文指，並沒有實證顯示美元必然會持續貶值。美元目前仍然是世界上主要儲備貨幣，亦是主要金融產品和貿易往來的計價和支付貨幣；而一籃子貨幣掛鈎的制度不及現行在貨幣發行局制度下與美元掛鈎的安排具透明度、簡單及具運作效率。

改浮動匯率不利跨境投資

陳德霖表示，國際主要交易和儲備貨幣（美元、歐元、日圓、英鎊）之間的匯率是一個相對的關係，即使美國經濟增長仍然溫和，但歐元區和英國等主要發達經濟體系亦面對類似問題，而情況可能比美國更差。雖然美元匯率短線波動在所難免，但不能斷定美元在中長線相對其他主要貨幣必

然會持續貶值。

此外，在一籃子貨幣掛鈎制度下，本港利率應為籃子內貨幣的相應利率的加權平均數。鑑於美元在香港的貿易份額中佔極大比重，因此在一籃子貨幣掛鈎制度下的港元利率應不會與聯匯制下的有很大差距。假設港元與一籃子G3貨幣掛鈎，以貿易加權平均數計算，3個月港元銀行同業拆息在2012年的平均息率為0.44%，與同期的實際3個月港元銀行同業拆息的0.40%相若。轉為與一籃子貨幣掛鈎，不會令香港的貨幣狀況有任何重大變化，因此亦無助遏抑通脹或物業市場過熱。

至於浮動匯率，在理論上可以讓央行利用獨立貨幣政策調控經濟，但在一個小規模開放型經濟體系裡不一定能實現，因香港若採取浮動匯率制度，匯率可能大幅波動，不利對外貿易及跨境金融投資。

港元不會被邊緣化

香港文匯報訊（記者 黃子慢）本港銳意發展為人民幣離岸中心，自然帶動本地人民幣交易量上升。惟早前人民幣兌美元的外匯交易量超越港元兌美元，令市場不禁擔心港元會否受到邊緣化。金管局總裁陳德霖表示，一種貨幣在本土是否被邊緣化，取決於當地居民對該貨幣的信心；因此即使本港成為人民幣離岸中心，亦不代表港元會被邊緣化。

對港元信心非常高

人民幣國際地位提升，早前更成為本港交投最活躍的貨幣組合，令市場人士關心港元作為主要貨幣的身份會被淡化。陳德霖則認為，儘管香港正發展為全球最大的離岸人民幣中心，但這並不代表港元會被邊緣化。因一種貨幣在本土是否被邊緣化，主要是取決於當地居民對該貨幣的信心，即是他們是否願意繼續使用它作為交易計價和儲蓄的工具。他

指，本地市民在上述方面，對港元的信心仍然非常高。

港元存款未見流失

他舉例指，雖自2008年底以來，本港銀行體系的人民幣存款隨着人民幣業務的發展而大幅增長12倍，至今年8月底的7,095千億人民幣，約佔整體存款的10%。但期內港元存款亦大幅增加增至4.2萬億港元，佔銀行整體存款的比率仍一直維持在過去20、30年50%左右的水平，反映港元存款並未因為人民幣存款增長而出現流失。他稱，本港是國際金融中心，銀行體系的外幣存款一直約佔整體存款的一半，與其他國際金融中心如英國和新加坡相若。

他又指隨着訪港內地旅客增多，在本港市場流通和使用人民幣會有所上升，但以港元作為香港日常交易貨幣的需求有增無減。縱使現在電子轉賬和支付的使用越來越普遍，港元現鈔的流通量仍從2001



■陳德霖認為，讓港元由一種主要國際儲備貨幣支持，會令大家對港元信心增強。 資料圖片

年底的1.08千億港元，增長至2012年底的2.92千億港元，而其佔本地生產總值的比率，期內亦從8%上升至14%。他表示，這充分證明港元作為交易和支付貨幣完全沒有被邊緣化的跡象。

李小加：滬設自貿區對港有利

香港文匯報記者 周紹基

港交所（0388）行政總裁李小加昨日在網誌撰文，講述他對上海自貿區的看法。他表示，上海自貿區引發了大家對內地進一步改革開放的無限遐想與憧憬。最常聽到的議論是，「上海自貿區來了，香港的領先地位能否保持」，「自貿區將幫助上海成為國際金融中心，直接威脅香港金融中心的地位」。但他卻認為，港人應該自問，一個有上海自貿區的中國，和一個沒有上海自貿區的中國，哪個對香港更有利。李小加就肯定前者對香港更有利。

中國開放轉化自身機遇

他認為，有了上海自貿區的中國一定更開放、更國際化，在所有國際金融中心中，香港最有條件將中國的開放轉化為自身機遇，中國經濟和金融開放的節奏越快，香港的機遇也越大。過去30年，香港已經是中國改革開放最大受益者之一。在中國經濟和金融仍處封閉狀態時，彈丸之地的香

港憑藉「一國兩制」優勢，成為內地與世界經濟一體化的最主要橋樑。香港幫助內地實現了資本項下開放的第一步，即中國企業的股權境外上市，香港成為中國最主要的境外資本聚集中心，也成為海外投資者參與中國投資最重要的市場與基地。作為國家級的自由貿易試驗區，上海自貿區的主要任務是制度創新，是為中國經濟的進一步開放探路，在自貿區試驗成功的改革，未來將被複製到全國。換言之，上海自貿區將成為中國進一步改革開放的催化劑和加速器，它的成功意味着中國經濟的開放力度加大、速度加快，相當於內地和海外的貿易與資金「直航」。轉型有吸引力「中轉站」由於香港資本市場前20年的發展，使得全球資金、機構與人才大量沉積香港，成為全球投資中國的最主要前沿陣地。未來上海自貿區的發展，會從香港吸引

越來越多的人、財、物北上，但一個更加開放的中國，又會使香港成為更有吸引力的「中轉站」。從這個意義上說，上海自貿區對香港一定是利好因素。李小加預期，香港很快會從「單向」變成「雙向」的中轉站和終點站。一方面，海外的資金會繼續通過香港進入內地，另一方面，內地資本市場對外開放，允許內地投資者進軍國際市場的步伐加快，香港市場憑藉其法制、信用、國際化和開放的營商環境等優勢，必將成為中國資本國際化進程中，初期的主要終點站和長期的中轉站。他相信，內地經濟改革開放的規模越大、速度越快，給香港這個「中轉站」和「終點站」的機會也就越大。中國目前的金融資產總值已超過100萬億人民幣，在過去20年間，H股公司從香港市場募集的資金僅1.5萬億港元，還不到中國金融總資產的2%，但已為香港資本市場帶來巨大機遇，若中國進一步開放，將為香港帶來更大的「蛋糕」。

金管局：聯匯可適時修訂

香港文匯報訊（記者 陳遠威）金管局重申，聯匯制度行之有效毋須改制。但至於是否有優化空間推出技術措施令制度更具彈性，包括重訂與美元掛鈎的水平或擴大兌換區間，金管局表示，會因應市場環境變化不時檢視制度運作，不排除在有需要時推出措施優化機制，但不認為目前有這個需要。金管局指出，重訂與美元掛鈎的水平或擴大匯率波動區間，無助遏止資金流入或控制資產價格上升，此舉反而會引起市場猜測當局日後可能再擴大兌換區間或重訂掛鈎水平，嚴重削弱聯匯制的公信力及引致更多投機性資金流入或流出港元。

過往兩度改善聯匯

回顧過去30年，金管局曾兩度對聯匯作出技術性優化：亞洲金融危機以引發大量資金炒作，聯匯自動調節機制的壓抑力度不足，對維持聯匯造成威脅，因此當局在1998年9月推出7項技術措施，以鞏固貨幣發行局制度，減低港元受到炒家操控的機會。主要措施包括提供弱方兌換保證及調整貼現窗機制。此外，2004年及2005年間美元轉弱而本港經濟走勢強勁，誘發大量資金湧入，金管局在2005年5月推出三項優化聯匯制運作的措施，以消除有關港元匯率在聯匯制下可轉強程度的不確定性。措施包括提供強方兌換保證、將弱方兌換保證的匯率移至每美元兌7.85港元匯率水平，以及允許金管局在兌換範圍內進行符合貨幣發行局（currency board）原則的市場操作。

離岸人幣市場未完善

香港文匯報訊（記者 黃子慢）內地與香港經濟日益融合，不少意見指港元改為與人民幣掛鈎最有利香港，因為人民幣升值導致香港從內地進口價格上升，所以與人民幣掛鈎後可減輕香港進口通脹的壓力。惟金管局總裁陳德霖指，雖然內地有關當局不斷努力推動人民幣作為國際貨幣，但考慮選擇人民幣作為港元的掛鈎貨幣言之尚早。

陳德霖說，人民幣現時仍未能完全自由和大量的兌換，尤其是內地資本帳並非完全開放，資金不能自由進出。此外，離岸人民幣的金融市場的廣度、深度和流動性亦未足夠讓外匯基金靈活持有人民幣資產以支持港元貨幣基礎。另外，即使內地與港貿易持續增長，但香港經濟的周期波動仍然在很大程度上受美國和其他發達經濟體所影響，未達至作為掛鈎貨幣的主要先決條件，即兩地經濟的周期波動須較為同步。

聯匯之父：聯匯玩多廿年

香港文匯報訊（記者 陳遠威）「聯匯之父」景順首席經濟師祈連活認為，聯匯制度將會在港維持多20年以上，雖然有意見經常提出若人民幣可自由兌換，並成為具競爭力的國際貨幣，港元將有可能轉為與人民幣掛鈎，但他相信不會在短期內發生，由於人民幣要發展至可替代美元與港元掛鈎的階段，仍要很久。祈連活認為，聯匯制度可維持本港貨幣制度穩定，同時提供靈活性，讓本港經濟主導貨幣水平，即使美聯儲退市，亦不會對本港貨幣造成影響，由於香港擁有行之有效的制度控制資金流向。

聯繫匯率制度

香港文匯報訊 為保持港元匯價穩定，香港在1983年10月開始實施聯匯制，在外匯市場港元兌美元的匯率保持在7.80港元兌一美元左右的水平。香港的貨幣體制採用貨幣發行局模式，規定港元貨幣基礎由外匯基金持有的美元儲備按7.80港元兌一美元的固定匯率提供最少百分百的支持；而港元貨幣基礎的任何變動亦要與該等美元儲備的相應變動配合。

在貨幣發行局制度下，港元匯率透過自動的利率調節機制維持穩定。當港元資產的需求減少，港元匯率轉弱至7.85港元兌一美元的弱方兌換保證水平時，金管局便會因應銀行需求，向銀行買入港元，貨幣基礎隨之收縮，令銀行同業拆借市場的流動性減少，本地利率因而上升，吸引資金流入，以維持匯率穩定。相反，若港元資產的需求增加，使匯率轉強至7.75港元兌一美元的強方兌換保證水平時，銀行可向金管局買入港元，貨幣基礎因而擴大，對本地利率造成下調壓力，遏止資金繼續流入。



■李小加認為，上海設自貿區對香港發展有利。 資料圖片

至於上海自貿區會否加劇香港與上海之間的競爭，他指出，香港自開埠以來，無時無刻不在競爭中。香港所面臨的競爭，不僅是與上海或內地其他城市的競爭，更是在增量中的競爭。當上海自貿區的成功來得越快，意味內地市場開放得越快，香港的成功也來得越快。從這個角度看，香港應為上海自貿區發展喝彩，也是其最好的發展夥伴。