



香港亞太研究所

Hong Kong Institute of Asia-Pacific Studies

The Hong Kong Institute of Asia-Pacific Studies was established in September 1990 to promote multidisciplinary social science research on social, political and economic development. Research emphasis is placed on the role of Hong Kong in the Asia-Pacific region and the reciprocal effects of the development of Hong Kong and the Asia-Pacific region.

Director : Yeung Yue-man, PhD(*Chic.*), Professor of Geography
Associate Director : Lau Siu-kai, PhD(*Minn.*), Professor of Sociology

HK\$30.00
ISBN 962-441-095-X

亞洲金融危機一週年 堅守聯繫匯率的利弊

廖柏偉

Hong Kong Institute of Asia-Pacific Studies
The Chinese University of Hong Kong
Shatin, New Territories
Hong Kong

公共政策論壇報告

亞洲金融危機一週年

堅守聯繫匯率的利弊

廖柏偉

香港中文大學

香港亞太研究所

作者簡介

廖柏偉教授為香港中文大學副校長及經濟學講座教授。

鳴謝

本論壇之籌備及本報告之完成，有賴朱耀光博士鼎力協助。
另外，本報告亦有賴張佩思小姐編輯，作者深表謝意。

© 廖柏偉 1999

ISBN 962-441-095-X

版權所有 不准翻印

目 錄

前言	1
討論內容	
亞洲金融危機一週年：堅守聯繫匯率的利弊	2
聯繫匯率制度的歷史	6
聯繫匯率或浮動匯率	7
維持聯繫匯率的代價	8
政府干預	9
全球性資金流動	11
信貸緊縮與政府注資	12
香港的競爭力	13
人民幣與港幣的關係	14
中港政經關係	15
香港經濟結構問題	16
美元化	17
對香港的信心	18
改善聯繫匯率制度	19
總結	20
附錄	
「亞洲金融危機一週年：市民對堅守聯繫匯率政策 之態度」電話訪問調查報告	21
參加者名單	32

亞洲金融危機一週年

堅守聯繫匯率的利弊

前言

香港中文大學社會科學院及香港亞太研究所得校方資助，聯合策劃了一系列公共政策論壇。整個論壇系列由社會學系劉兆佳教授統籌，目的主要是探討各項有關社會民生及福利的政策。主講者及出席論壇的嘉賓包括政府高級官員、專業人士、政策專家、學者及有關之工作者。

我們籌劃這一系列論壇，目的是藉著論壇所引發的討論，使政策策劃者和學術研究人士能夠建立緊密和持續的對話，最終促成政府與學術界建立一種長期合作的夥伴關係。我們同時亦希望透過政策討論，向大學的同事推廣政策研究，使學術界更能廣泛地參與社會民生事項，使他們的學術和專業知識應用到與民生息息相關的公共政策上。我們強調以理性作為決策的基礎，我們因此希望這一系列的政策論壇，能為越來越政治化的公共討論注入更多理性的元素，令政策制定的過程更趨完善，並從而拉近政府與社會大眾的距離。

今次的論壇是討論聯繫匯率政策於一九九八年八月二十六日在香港中文大學舉行，由筆者擔任召集人，並在舉行此

論壇前進行了一項民意調查，目的是了解市民對「堅守聯繫匯率的利弊」的看法，調查結果見附錄部分。今次論壇我們分別邀請了三位嘉賓發言，包括金融管理局總裁任志剛先生（任先生由於臨時有要事未克出席，因此只有講稿）、香港大學商學院院長王于漸教授和渣打銀行總經濟師郭國全先生。我們相信今次論壇的參與者對於香港金融政策的見解，必定能夠引起更多的思考和討論。

亞洲金融危機一週年：堅守聯繫匯率的利弊

（任志剛）

任志剛分別探討了現時全球的金融形勢、香港在這次金融風暴下的表現、港元受衝擊的情況以及金融管理局的處理手法。

全球的金融形勢，現時可說是十分嚴峻。問題源於過去數年，金融改革開放的步伐頗為急促。這當然會帶來好處，但是也要付出代價。市場中介活動於改革開放中變得更有效率，促進了經濟增長，科技、資訊業從而變得更加發達，這些好處是顯而易見的。然而，在這種情況下，國際資金流動性提高，流量更大，速度也更快，衍生工具種類之繁多也使國際資金更為流竄不定。在這樣有效率的國際金融體系下，是不會容忍錯誤的經濟政策，一旦出現錯誤，就會受到「粗暴」對待。例如，當印尼出現危機時，資金便立即流走，匯率隨即下跌，資產價格下調。面對這樣的跌市，市場人士便一窩蜂做套戥，使匯率跌得更急更多，這就是所謂的「螺旋式」下挫。當這情況出現，市場跌過了某一水平時，便會繼續往下跌。無論該經濟體系基調如何良好，市場在一片恐慌下出現超賣的情況，跌勢不會停止，這是十分危險的。

任志剛認為隨著金融市場開放，再加上先進的資訊和電訊技術，全球金融體系出現了國際資金極之波動的情況。規模細小的經濟體系，其貨幣不可能鬆散的與另一貨幣掛鉤，要不然便要像香港這樣實行貨幣發行局制度下的固定匯率政策。而任志剛更進一步認為完全自由浮動的貨幣很難生存，就像在波濤洶湧的大海中，無論結構如何堅固的小船，也難免會在風浪中沉沒。假如小船緊緊的與大船連接，雖然它會隨著風浪，時而被浸在水裏，時而浮在海面，但小船都不會沉沒。

在這場前所未見的金融風暴下，東南亞沒有一個地區可以不受影響。部分經濟體系甚至需要採取一些極端措施如資本管制等。但香港不會實行任何外匯抵制，《基本法》明確規定香港不實行外匯管制政策。然而，假如香港這樣的都市，雖具備穩健的貨幣制度如龐大儲備，也會因為資金流向波動而出現動盪，被迫在股票及期貨市場操作，杜絕市場操控，這反映國際金融政策有問題存在。

有關這方面的問題，香港政府早於一九九五年墨西哥危機發生時已開始關注到。當時政府邀請了其他地區中央銀行代表來香港商討，還達成了多個回購協議，那標誌著地區內中央銀行合作的開始，這類合作可分三方面：市場監管、市場機制以及資金流向。當大量資金流入和流出金融體系時，若各中央銀行加緊合作，妥善處理有關風險，便能大為減低出現危機的可能性。雖然要達到以上目標並不容易，但希望金融管理局可以在促進各中央銀行之間的合作上做得更多。金融管理局與英倫銀行（Bank of England）一起擔任聯席主席的「提高透明度與問責性」的工作小組，就是二十二個經濟體系集團，為了促進中央銀行間的合作，強化國際金融體系

而成立的。具體來說，就是增加透明度，披露更多資料。這不單是指公營部門，私營機構如對沖基金也有這個需要。

可是，一向以來，七大工業國因為未受到危機波及，對於推動這些合作似乎興趣不大，但這場危機的影響有可能會遍及全球，先進國家是需要共同合作解決問題。希望七大工業國可以認真處理亞洲危機引起的連鎖效應。如果美國和歐洲減息，會有助紓緩目前的困境。另外，主要貨幣的匯價保持穩定，也對全球金融穩定有幫助。

至於香港在這場金融風暴中，可算是比區內其他經濟體系表現較佳。雖然香港也承受到經濟下調的痛楚，但是情況還不如區內許多經濟體系般嚴重。與一九九七年七月一日比較，泰國銖下跌了 40%，菲律賓披索跌 40%，印尼盾跌 78%，馬來西亞元跌 34%，新加坡元跌 17%，新台幣跌 20%，澳元跌 20%，南韓圓跌 36%。相比之下，港元匯價一直保持穩定。至於資產價格下調方面，以美元計算，香港的股市下調幅度最少（跟香港結構不同的台灣、澳洲和紐西蘭除外）。

香港的表現其實不算差，但由於市民要承受經濟調控的痛楚，所以對政府的支持有所保留。在這方面任志剛覺得本地傳媒與外國傳媒的言論有很大分別。例如，對高息以穩定匯率的說法，外國傳媒普遍表示支持，認為不怕痛是遵守貨幣發行局的原則，但本地傳媒則因為大眾市民承受痛楚便提出批評，認為政府應該可以做得更好，減低市民承受的痛楚。但假如政府真的做了，減低了息率的波幅，外國傳媒便會批評香港政府干預自由市場。

金融風暴中港元經歷了的四次衝擊，金融管理局採取了如下的處理手法。九七年十月，大量沽盤引發貨幣發行局的

自動調節機制，利息一度抽高（隔夜拆息一度升至 280 厘）。一個月及三個月分別上升超過 45 厘及 35 厘，但這亦使港元迅速穩定下來。而金融管理局在那次事件中的角色，是完全被動的。金融管理局當時沒有採取任何行動，是因為完全察覺不到有操控市場的行為。金融管理局看不到市場內有人預先借入港元，這點從他們當天要在市場內借入港元，以至息口抽高便可引證，於是高息可以有效打擊他們（雖然股市同受影響）。

九八年一月，由於南韓的經濟問題浮現，加上日本兩間主要金融機構倒閉、印尼盾下滑等等因素，令亞洲金融危機惡化，港元再次受衝擊。香港市場的警覺性已加強，同時金融管理局在九七年十一月已清晰界定流動資金調節機制重覆使用者的定義，減輕恐慌性情緒（隔夜拆息升至 15 厘，一個月及三個月拆息升至 20 厘），當時還未有跡象顯示有人預先借入了港元，有的也只是很少。但是，自此以後，他們便藉多邊組織借入港元。

在九八年六月的衝擊中，如以往一樣，自動調節機制發揮作用，穩定港元匯價，這次的利率調整比以前溫和（隔夜拆息升至 17 厘，一個月及三個月拆息分別為 20 厘及 16.5 厘）。部分原因是金融管理局已引進了預先警報系統，提高透明度，公布流動資金變動情況的預測。這次雖已看到有操控市場的情況，但金融管理局只是提高了透明度，並沒有立即干預市場。不過，金融管理局也開始部署打擊市場操控的行動。

直至九八年八月，本港經濟進一步調整。第二季出現 5% 的負增長，失業率上升至 4.8%。銀行公布中期業績，盈利較九七年同期下跌了三至四成，對沖基金以為時機已到，進行

兩邊市場操控。金融管理局也看準了庫房需要提取港元的時機，沽售美元換取港元，令銀行體系結算餘額沒有下降，使息口不致被抽高，從而令市場操控者無法得益，這做法符合貨幣發行局制度的原則。

至九八年八月中，本港經濟下調持續，美國股市大跌，加上炒家散播人民幣貶值及港元脫鈎的謠言，全面動搖市場信心。因此，香港政府以為有必要打擊市場操控活動，避免出現信心危機，危害金融市場的穩定性。一方面，《基本法》訂明香港不可實行外匯管制政策，政府便要利用市場方法解決這個市場問題；另一方面，要避免香港的金融制度被操控，便需要淨化貨幣發行局制度。於是在九八年八月中，金融管理局決定在股票及期貨市場活動，打擊兩邊操控活動。而在九八年九月初，便推出了七個技術性措施，強化貨幣發行局制度。

這些措施，大致上可分為兩大類。第一，兌換保證。金融管理局明確給予銀行保證在 7.75 沽售美元吸納港元，這是進一步靠緊貨幣發行局的理論。第二，貼現窗。取消利用外匯基金票據貼現時重覆使用者的限制，制定貼現利率兩級制等等。但是我們也為這些新措施付出代價，要匯率穩定，利率又沒有太大波動，外匯儲備便需承受較大的波動。另外，外匯市場及港元債務市場的發展也難免會受到影響。但是為了金融市場穩定，任志剛認為這些代價是值得付出的。

聯繫匯率制度的歷史

（郭國全）

郭國全介紹了香港實施聯繫匯率制度的歷史。香港在近代歷史上有好一段日子是實施固定匯率制度的。港元成立初

期是跟白銀掛鈎，一九四六年香港政府成立外匯基金（Exchange Fund），改跟英鎊掛鈎，那時大概是一英鎊等如十六港元。其後英鎊多次改變其與其他主要貨幣的匯率，港元亦隨之改變，但仍保持固定匯率。直至一九七二年，全球金融體系受到很大的衝擊，浮動匯率制度開始興起，港元改跟美元掛鈎。一九七四年更實行自由浮動，至一九八三年再實施固定匯率。

在那九年實施浮動匯率中，香港政府所採取的貨幣政策是跟隨美國加息和減息。兩地的經濟或有差別，但港元對美元的上下浮動並不多。直至一九八二年，香港出現信心危機，港幣面對很大壓力。當時，香港政府利用加息來捍衛港元，卻未能阻止港元匯率急速下跌。最後，政府宣布實施聯繫匯率，此政策實施至今已十五年。

聯繫匯率或浮動匯率

（郭國全、鄭國漢、雷鼎鳴）

郭國全指出傳統經濟理論認為貿易產生對外幣的需求與供應。香港經濟的外向性很強，一九九七年的數字顯示，本港的商品貿易（trade of good）對本地生產總值的百分比是二百多；而服務貿易（trade in services）在本地生產總值的比例是三十多百分比。由此可見，貿易佔香港的經濟比例很大。因此，匯率不穩對對外貿易造成很大障礙。從香港的對外直接投資（foreign direct investment）的數字來看，流入香港不是很多，但流出的比例卻很大，而當中很多是香港在中國內地的投資。另外，香港的資金流量（capital flow）也很大。香港的經濟體系其實很細小，國際上收支流量又這樣大，所以香港是需要一個穩定的匯率環境。

鄭國漢則認為很多人誤以為在開放的小型經濟體系中，以貶值增加其競爭力是一種無痛的做法。但若競爭力不足，便要犧牲實際收入。英鎊以往也貶值了好幾次，但工人加薪以維持生活，結果英國還是不能維持其競爭力。對小型及開放的經濟體系來說，採納其貿易夥伴的貨幣，即貨幣聯盟，或是加入其貨幣區，反而是可取的方法。

雷鼎鳴也認為香港是一個很細和很弱的地區，其生存之道在於其實行的貨幣制度。香港必須倚靠聯繫匯率，聯繫匯率是不應放棄的。

維持聯繫匯率的代價

（王于漸、謝國樑、李鵬飛）

王于漸表示保持聯繫匯率制度的代價是在經濟週期中需要調整內部價格。除此之外，就業和產量亦會有波動。當就業環境好，失業率停留在百分之一與二之際，物價——尤其是資產價格——會節節上升。有一段時期的利息甚至是負利率，因為大家認為港元應升值，但為了維持聯繫匯率，便唯有是負利率。現在經濟的週期已開始逆轉，息口高，失業高，就業低，物價增長放緩，資產價格下跌，這便是香港要付出的代價。經權衡輕重後，這制度始終是較好的。

謝國樑指出九七年十月當香港市場開始下塌時，有人認為港元需要貶值。現在，很多東南亞國家已把其貨幣貶值了百分之七十或五十，但對其經濟並沒有好處，甚至拖垮了銀行的體系。由此來看，聯繫匯率是不可以放棄的，這是信心的基礎。

李鵬飛指出從渣打銀行的分析得知香港每個家庭的財產損失了二百萬，合共四萬三千億，香港人已經付出了慘痛的代價。

政府干預

（郭國全、王于漸、李鵬飛、陳家強、雷鼎鳴、邵善波）

郭國全引述 James Tobin 在一演講中提到投機資金流動（speculative capital flow）對生產的反作用（counter-productive），並會對本地經濟造成破壞，而政府政策亦沒有辦法抵擋。現在全球一體化（globalization），金融市場自由化（liberalization），以及科技發展，全球資本流通增加。在這樣的金融形勢下，香港政府進行干預不一定正確；但若香港政府抱手不幹就必會被人打一記，只會更加積弱。金融市場下跌會令市場混亂，最後拖垮整個市場。很多人接受政府干預外匯市場，因為外匯及市場過熱對經濟的破壞很大，但中央銀行干預股票市場便不被接受。現在全球金融市場一體化，金融市場的關係千絲萬縷，干預股票市場未必不對，但改善機制和加強監管仍是重要的。

王于漸贊同郭國全所說，理論未必可以解釋當前的現象。他指出 James Tobin 曾提出穩定市場的方法是在每個市場中，掉下一些沙石，使每個市場的運作也不完全順暢。Friedman 則認為貨幣市場與其他市場不同，只要抓緊這市場，其他市場定會跟從。究竟誰是誰非，這方面的學術討論至今未有定案。貨幣市場跟其他市場未必相同，有說貨幣市場是政府的範疇，因為其他資產不是政府的。貨幣除了可作資產買賣外，亦是流通媒介，但控制貨幣市場未必可以控制

整個市場。香港市場很開放，又有聯繫匯率，是很難控制的。香港政府要做的不是透過什麼方法來干預市場，而是如何更有效地穩定市場。政府買入股票與買家角逐，無人能料鹿死誰手，但香港要穩定整個金融體系，便要先穩定價格。其中，地產市場的供應很重要，問題不在於建樓多少，而是政府的政策方向。政府若能早些宣布，便可有效地穩定所有市場。

李鵬飛表示他支持政府干預，他並不相信積極不干預政策，因為這只是一個口號，政府一直也有干預市場。真正的自由市場經濟，是什麼也不理，讓它自由調節。現在，政府要做的是不惜犧牲一切來打擊這群專門賺取香港金錢的人。

陳家強指出經濟學家對干預問題的看法很不一致，而他認為不干預是不對的，因為政府已干預了很多事情，例如要求政府解決銀行資金的問題，這亦是干預，問題是什麼才是好和適當的干預。這次政府干預不只是調節市場機制，調節市場是支持市場，令市場有喘息機會。但這次政府是打垮炒家，政府若繼續干預，真正的投資者便會離場，因為香港的危機不只是貶值風險，而是政府的干預風險（intervention risk）。

雷鼎鳴表示很反對政府干預，但反對干預不等如贊成無政府主義，或政府在市場不扮演任何角色。干預是指政府的行動歪曲了市場價格，令市場不可提供正確信息，但政府監管股票交易便不是干預。

邵善波指出香港現在面對的是很新的問題，應多給政府時間，政府並不是托市，只是在短期方面跟炒家鬥，以前只有「任一招」，令人知道香港是死定的，現在用兩招、三招，製造出新的情況來，令到不是只有炒家在市場，利息亦

不會動輒升上三百厘，現在政府成功的地方是令炒家不是每次也成功賺取香港的錢。

全球性資金流動

（郭國全）

多年前 “International Survey of Foreign Currency Market” 的數字顯示，平均每一天的資金流量大概是 1.2 兆美元，而香港大約是 900 億。把這個數與全球貿易（global trade）比較，1.2 兆美元的外匯交易中，大概只有百分之一是國際貿易（international trade flow），炒賣的比率很明顯，但炒賣仍是有價值的，因為它創造了資金流動市場（liquid market），問題是當炒賣的發展速度加快，便要評估金融市場對經濟的影響與及維持自由市場運作的必要。現在各國的監管能力（supervisory capability）仍停留在二十年前的水平，二十多年來，全球的金融體系沒有什麼改變，但全球的金融市場變化卻很大。今天的貨幣局（monetary authorities）和中央銀行未必有能力面對今天自由市場的挑戰。每個市場都有相關的監管系統，最近英倫銀行便把所有市場監管工作集中一起。現時，規模大的基金可以把錢由一個市場調到另一個市場，利用一個市場來賺取另一個市場的錢，監管機制未必有能力去面對這方面的危機。

當全球資金流量增加，產生的問題不是七十年代的理論能解決。十年前整個亞洲股市的市場資金（market capitalization）總和，大概有 4.5 兆美元。當年美國的市場資金約是 3.5 兆美元，十年後，整個亞洲總數大約是 3.3 至 3.5 兆，美國是 11 至 12 兆，這數字只包括股票市場而未包

括債券市場。由此可見，美國已是全球金融強國，當中亦看到財力不均的現象，只消數個基金便可以買起整個市場。

信貸緊縮與政府注資

（王于漸、謝國樑）

王于漸指出一九二九年的經驗是政府若將資金注入銀行體系，再由銀行體系作市場的潤滑劑，便可以令金融風暴不致演變成經濟大蕭條，但當年政府沒有這樣做，結果經濟衰退了十年。一九八七年危機重現，政府做了，結果令經濟好轉。這次是全球危機，由亞洲開始，並滾動得越來越嚴重，香港政府似乎要注資入金融體系，但問題是現在是否已到了這局面。在聯繫匯率的制度下，邏輯上這是不可行的，因為我們的金融管理局並非中央銀行，中央銀行可以注資，但金融管理局是不可以注資的。當然，金融管理局並不是完全沒有中央銀行的功能，問題是可以怎樣做。現在注資入銀行體制未必令信貸放寬，可能只是幫銀行撇除壞賬，未必潤滑了整個經濟。注入了的資金必須用作資產按揭，以便穩定樓價。若銀行利用注資借款予新的樓宇按揭，再加上如樓宇供應量增加速度減低，短期內便能穩定樓價，然後穩定整個金融體制。政府可用外匯儲備、土地基金和財政儲備，注入銀行買銀行的按揭，亦可以從國際市場借美元，再注入銀行體制，增加資金流動。香港的房地產市場很重要，資金流入這市場對穩定金融市場相當有效。

謝國樑表示香港現在最主要有兩個問題，一是流動資金，另一是經濟結構。在高息底下，銀行的抵押資產大幅下跌，引起信貸緊縮，整個經濟體系的資金很短缺，這個是比

較短期的問題；另一個是經濟結構的問題，即失業的問題。這反映出香港過往過分倚靠金融和服務業。

結構是一比較長期性的問題，而現在政府應考慮如何去改善這些問題，令香港經濟可以恢復。銀行流動資金問題比較難解決，要看整體環境的配合，就是政府注資也未必成功。物業貸款是銀行的主要業務，樓市前景不明朗，買樓的人減少，這方面的資金便放不出來了。另一個貸款對象是商業機構，但銀行借錢需要抵押品，金融風暴後企業資產急降，沒有可作抵押的資產來借錢。所以流動資金這問題是不容易解決的。

香港的競爭力

（郭國全）

郭國全指出有些人認為港元不貶值令香港沒有競爭力，沒能力跟已貶值的亞洲國家競爭。金融風暴發生已一年多，南韓在一九九七年第三季出口增長是 5.6%，第四季是 3.6%，九八年第一季是 8%，第二季是 -0.5%；九八年四、五、六、七月，增長由 6.5% 跌至 -3.1%、-4.6%、-13.6%；南韓圓是貶值了，但出口卻不見增長。貨幣一下子貶值，並不會增加競爭力，反而會拖垮整個金融體系，令公司被迫結業。中國的貨幣沒有貶值，但出口數字與其他東南亞國家比較，一點也不差。香港的出口數字也很平穩，雖然數字是一直向下。香港和中國大陸總體增長下降的原因，並不是在第三市場，即美國、歐洲、非洲、南美等市場，而在於東亞地區。香港對日本和南韓一直有很大的貿易赤字，而出口盈餘主要來自美國及歐洲的貿易。當日元及其他亞洲貨幣貶值，入口成本降低，對香港是有利的。

另外，除了出口外，服務行業在香港也很重要。很多外國人都說香港成本貴，但在《經濟學人》(Economists)的調查顯示，一九九七年商業成本最貴的是德國，其後是美國、比利時、英國、法國、荷蘭、瑞典、澳洲，然後才是香港，比香港便宜的是俄羅斯、波蘭、印度、捷克、中國、泰國、匈牙利、馬來西亞和印尼。香港商業成本雖貴，但要看是相對什麼地方。香港是全世界生活最貴的城市之一，但也有便宜的東西，例如香港的麥當奴價錢是全世界最便宜之一，可以在香港選擇的東西很多，若隨意說香港貴或平是多餘的，最重要的不是令自己比別人便宜，而是令自己更有競爭力。

人民幣與港幣的關係

(李鵬飛、王于漸、邵善波、劉迺強)

李鵬飛指出市場上盛傳人民幣貶值，港幣一定貶值，這可能是謠言。自從港幣和美金掛鈎後，人民幣貶值了百分之七十至七十五，但港幣沒有受影響。金融市場上有羊群效應這問題，市場參與者不論道理上是否同意，若整個市場都這樣做，對市場有一定壓力。若人民幣真的貶值，港幣的壓力會是很大的。

王于漸也認為如果大家相信人民幣貶值，港幣亦貶值便可能發生。除去羊群效應這問題，其實人民幣貶值對香港是有利的。香港是中國和歐美的中間人，香港廠商在大陸投資設廠，然後把產品賣去美國。如人民幣貶值，生產成本便減低，產品賣去美國便會更容易了。香港作為中間人，人民幣貶值是沒有理由不合乎香港利益的，問題是人民幣會否貶值。它不是自由兌換的貨幣，所以貶值與否，並不是炒家所

能影響，而是由中央領導人決定。中國要考慮不貶值的代價，中國人民的儲蓄率非常高，投資主要依靠人民的儲蓄，而非外來投資。外來投資又是直接投資，不可以輕易抽離，所以貶值與否是不受這方面的影響，而中國與亞洲和其他東南亞國家的競爭是製造業產品。貶值不會增加其競爭力，因為中國仍然要進口原材料。若貶值，進口便會貴，再出口也會貴，這是沒有好處的，貶值沒有提升競爭力。

邵善波指出沒有人可清楚解釋為何人民幣貶值，港元也會貶值，這只是一種輿論壓力。自回歸後，人們認為香港是中國一部分，人民幣貶值，他們在心理上和情緒上也會認為港幣也會貶值，但這是沒有道理的。

劉迺強認為人民幣的防壓力是很大的。中國有兩道火牆，第一道火牆是貨幣不可自由兌換，第二道是外資只能買A股。有兩道火牆夾著，外界是不容易衝擊中國的金融市場。前一段時間，有謠傳人民幣貶值，於是官價和黑市價的距離越來越大。港幣若貶值，會令中央政府很麻煩。因此香港考慮是否棄守聯繫匯率時，這亦是一個需要考慮的因素。

中港政經關係

(邵善波、劉迺強)

邵善波認為現在的核心問題，是以中國為核心，香港為邊緣的經濟，能否在全球動盪的經濟中劃出一獨立的經濟。香港夾在中間，是中國的窗口和橋樑。

劉迺強表示所謂貨幣局的制度，是以前英國貨幣局一個很流行的制度，其基本考慮是在任何情況下都不會牽涉宗主國。回歸中國後，香港要考慮中央政府的利益，不要影響中

央政府，不要妨礙中央政府的政經目標，不能夠損害中國整體的利益。九八年中國的第一項經濟目標是經濟增長，第二是出口增長，第三是中央政府一再強調的人民幣不貶值的目標。這三個目標是香港考慮是否堅守聯繫匯率時，一定要考慮的。港元貶值與否對中國的影響雖然不是很大，但影響還是有的。中國大部分的出口是廣東省的出口，而廣東省大部分的出口又來自香港人在內地的工廠，佔百分之四十的出口。如果港幣貶值，有部分的工廠會轉到香港進行加工。我們的命運或多或少和中國的整體聯繫一起，聯繫匯率的改變，是要和中央商討。

香港經濟結構問題

（謝國樑、李鵬飛）

謝國樑認為政府應處理比較根本的問題，就是香港的經濟結構問題，其中有兩項是很重要。一是旅遊業，一九九六年最高峰時，旅遊業的收益有八百多億，佔本地生產總值約百分之八，為三十五萬人提供就業。旅遊業在金融風暴前是香港最大的收入來源，所以旅遊業是一很值得挽救的行業，而且這行業是不太難救的，只要開拓國內市場便可。一九九七年旅遊業收益大概下降百分之十一，一九九八年的趨勢將會跌二成，收入比九七年大約減少二百億。只要在大陸加強宣傳，及放寬配額，便可以救回旅遊業，只要旅遊業有起色，酒店業及經濟便有好轉。

另外是要想辦法協助中小型企業解決資金短缺的問題，這對就業及生產有直接幫助。政府最近推出了小型企業貸款計劃，但中小型企業得到的幫助不是很大。因為這計劃是會

交回銀行去辦，從銀行的角度看，就算政府攤分百分之五十的風險，銀行也要抵押資產，中小型企業若是沒有抵押還是借不到資金的。這計劃有些根本性的問題未解決，但整個的思路仍是好的，挽救中小型企業應與長期目標結合，香港要發展高增值企業，應把支持的目標放在高增值的企業方面。

李鵬飛指出政府要令經濟多元化，若只倚靠地產、服務業、金融業等，香港是不能站得穩的。香港一定要辦高科技和高增值的工業，但這可能要二十年後才會見效。

美元化

（鄭國漢、李鵬飛、雷鼎鳴、劉迺強、邵善波）

鄭國漢認為要鞏固聯繫匯率，最好的方法是直接使用美元，美元化在政治上是有問題的，但從經濟角度看是最有效的，事實上這跟使用黃金和白銀是沒有不同的，若使用美元，便可以清除匯率被衝擊的風險。

李鵬飛表示美元化是要克服很大的心理和政治障礙。港元與一貨幣掛鈎，利息差異是不應有那麼大的，問題是人們沒有信心，港元利率唯有跟美元利率有四至五個百分點的差異。這是假的聯繫匯率，若是真正的聯繫匯率，雙方的利率應是一致的。美元化有心理的障礙，中國的領導階層一定要很清楚現時香港的貨幣政策及面對的問題，對美元化不應只顧及面子問題。美元化是很好而且是較為不太痛的解決方法。

雷鼎鳴認為聯匯保險票據原則是借力打力。若香港經濟有一定實力，那是一個很好的方法。但假如全世界的人也不理會，仍是堅持打擊你的話，那便是沒有得守了。美元化

不只是借力打力，是要令炒家沒東西可炒，讓香港經濟的根基保存。

劉迺強指出美元化不是政治正確的，現有的聯繫匯率讓香港有貨幣發行權，發行權使香港還有宏觀調控的工具。若美元化，香港便要跟美國同步，香港現時最大的貿易夥伴是中國大陸，若香港與美國同步便有問題。

邵善波表示貨幣的基本支持是市民對它的信心，如果這信心垮了，什麼手段和制度也沒辦法。在這情況下談美元化，會催化信心危機。如果香港轉用美元，便違反了《基本法》。《基本法》說明香港的法定貨幣是港元，而不是美元，如果香港宣布美元化，整個金融市場便先垮了。

對香港的信心

（郭國全、李鵬飛、雷鼎鳴、鄭維新）

郭國全認為東南亞的金融市場在過去大半至一年的發展，有一個很基本的因素，就是沒有了信心。在這情況下，香港人對聯繫匯率信心的根基是不可動搖的。

李鵬飛亦認為萬事由信心開始，經濟體系若沒有信心便什麼也做不成。香港現時唯一的出路是如何發揮信心。香港人要支持政府這次入市的行動，這是信心的象徵。

雷鼎鳴認為聯繫匯率是好的，對香港經濟有很大的貢獻，但聯繫匯率的漏洞是港元可以給別人炒垮的，但是否可以炒得垮主要看信心，若港人沒有信心，把港幣轉為美金存款，聯繫匯率是不可能守的，守也是沒有用的。

鄭維新指出信心對商人很重要。就算政府注資入銀行體系，若是商人沒有信心，銀行也不知要借給誰，商人也不想

做生意。政府干預股票市場是好的，但也可能會令香港人的信心更加低落。政府要有一個長遠的計劃來解決聯繫匯率不足的地方，否則信心一天比一天低落，經濟便走不出這圈套。

改善聯繫匯率制度

（劉迺強、何漢傑、王于漸、陳家強）

劉迺強質詢特區政府為何不聽專家和學者的意見，致力完善聯繫匯率機制，使香港防守得更好，少些痛若和更具效率。

何漢傑指出香港實施的聯繫匯率是有漏洞的，炒家到來滋擾港元的目標是要推高利率，從而在股票市場和期票市場中獲利。銀行同業資金的淨結餘（inter-bank balance）只有十八億港幣，炒家在 7.75 港元兌 1 美元的水平拋售港元，使銀行同業的淨結餘下跌，推高利率。按貨幣局制度的精神，一個國家或一個經濟的貨幣增長，是不能超出其外匯儲備增長，以保障匯率穩定。香港有九百六十億美元外匯儲備，若按貨幣局的精神，以 7.8 這匯率化成基礎貨幣，香港應有七千五百億港元的基礎貨幣。現在現鈔流通約有九百億，銀行同業淨結餘水平約有十八億，即約有九百二十億的基礎貨幣，由此來看，香港並不是真正的貨幣局制度。

王于漸表示在墨西哥危機時，香港已有人提出要改善貨幣局制度，但那次危機很快便解決了。

陳家強指出香港的基礎貨幣很少，尤其是銀行淨結餘，港元很容易被炒家操縱。過去多個月以來，學界不同的人仕亦提過不同意見，就是金融管理局用的方法太急躁。因為銀

行淨結餘是很少，當別人攻擊港元時，息口被迫急升，金融管理局以為是打擊炒家，但事實上炒家卻在某些市場上賺取了利益。金融管理局應調節供求，在操作方面用其他不同的方法接貨，而不致令息口升高。看九八年六月的接貨情況，息口似乎已經沒有那麼高，金融管理局對自己以往的操作已重新檢討。九七年十月，香港經濟基礎是很好的，炒家狙擊港元，如果息率不是那麼高，炒家可能會因為賺不到錢離開，造市的機會便不是那麼多。但現在全球的形勢那麼差，炒家是不會離開的，無論說什麼，炒家斷定港元有很大的貶值壓力，只要製造恐慌，已經可以賺錢。除非外圍情況改變，或是推行美元化才可解決問題。

總結

聯繫匯率是香港經濟穩定的支柱，也是港人對香港經濟的信心基石，不能動搖。可是在亞洲金融風暴中維持聯繫匯率，香港便需付出高利率、高失業、資產價格下跌和經濟衰退的代價。聯繫匯率能否成功堅持，主要看港人對港元有沒有信心，如果失去信心，聯繫匯率便不能守住。香港當前信貸緊縮的問題不易解決，而中期的競爭力和經濟結構重整的問題是更為根本和必須面對。

附錄

「亞洲金融危機一週年：市民對堅守聯繫匯率政策之態度」電話訪問調查報告

香港中文大學經濟學講座教授廖柏偉於一九九八年八月十一日至八月十二日期間委托了香港亞太研究所進行了一次電話民意調查，以了解市民於亞洲金融危機發生一年之後，對堅守聯繫匯率政策之看法。是次調查成功訪問了 993 名成年市民，男性佔 54.5%，女性佔 45.5%。其中二十一歲至四十歲的被訪者佔六成（61.4%），而持有大專或大學學歷的有 23.1%。至於有關抽樣及訪問成功率，詳見「抽樣方法及調查概況」。

對亞洲金融風暴後的香港經濟前景持有現實看法

調查資料顯示有三成半（35.1%）被訪者認為金融風暴仍會持續一年以上。當被問及香港的經濟需要多少時間才可以復蘇，七成（69.9%）被訪者表示需要一年以上，亦有七成（70.9%）的被訪者認為外匯炒家會再次狙擊港元。從以上的數字可反映大部分香港市民對香港未來經濟前景持有現實看法，他們不相信金融風暴會在短期內結束，亦沒有期望香港經濟在短期內復蘇，更估計國際外匯炒家會再次狙擊港元。

港元貶值會帶來嚴重後果

亞洲金融風暴發生之後，香港經濟陷入衰退危機，失業上升，股市及樓市大跌，息口上升，借貸出現困難。加上鄰近東南亞國家已紛紛將其貨幣貶值，以增加競爭力，因此有意見認為香港不應該堅守 7.8 聯繫匯率，港元應該貶值。

這次問卷調查的結果並不認同以上的觀點，反而傾向支持政府穩定港元幣值。當被問及如果特區政府現時讓港元貶值，有 62.8% 被訪者認為香港經濟衰退的情況會較現時嚴重；54.7% 被訪者認為香港的失業情況會較現時更壞；59.5% 被訪者認為香港的股市會下調；55.1% 被訪者認為香港的樓市會下跌；58.0% 被訪者認為香港的銀行息口會較現時更波動；61.4% 被訪者認為向銀行借錢會較現時更難；65.2% 被訪者認為香港人會一窩蜂兌換美金；54.6% 被訪者認為香港的銀行會較現時更加不穩定；更有 58.9% 被訪者表示會減弱他們對香港經濟的信心。由於大部分市民相信港元貶值會帶來嚴重後果，反映出他們並不贊成政府將港元貶值。

應該堅守 7.8 聯繫匯率

調查資料顯示有六成半（65.7%）被訪者認為在整體上堅守 7.8 聯繫匯率的好處多於壞處，而更有七成半（74.6%）被訪者認為香港應該繼續堅守 7.8 聯繫匯率。因此，大部分香港市民是支持政府堅守 7.8 聯繫匯率的政策。

金融管理局處理金融問題的表現未如理想

亞洲金融風暴令香港近期經濟環境及信心全面滑落，這次民意調查特別詢問被訪者對金融管理局在處理金融問題的

表現。從 100 分為滿分，50 分為合格標準，被訪者對金融管理局在處理金融問題的表現所給予的平均分數是 49.13，只是接近合格的標準。雖然這結果反映出市民大都感到金融管理局在處理金融問題的表現未如理想，但卻不能具體顯示市民對那項金融政策表示不適當。由於當前經濟困難，樓市及股市大跌導致大部分香港市民經濟受損，市民對政府處理金融風暴及經濟問題不滿是可以理解的。

小結

經過九七年亞洲金融風暴的衝擊，大部分市民對香港未來經濟前景持有相當現實的看法。他們相信金融風暴會在短期內持續困擾香港，香港的經濟需要一段頗長的時間才會好轉，更有心理準備國際外匯炒家會再次狙擊港元。由於市民相信港元貶值會對香港整體經濟、失業情況、股市、樓市及銀行體系帶來嚴重負面後果，所以他們並不贊成政府將港元貶值。在亞洲金融風暴中，泰國、馬來西亞、韓國及印尼等國家的貨幣大幅貶值，股市及樓市下挫，通脹、失業率和利率急升，企業倒閉，銀行不穩，經濟環境動盪不安，香港市民以東南亞各國經驗為鑑，可能認為香港面對當前困境——資產價格大幅下調和利率波動，7.8 聯繫匯率是唯一的穩定因素，支撐港人對香港經濟信心的重要基石，市民因而明確表示支持政府堅守 7.8 聯繫匯率的政策。

抽樣方法及調查概況

是次電話調查為香港中文大學社會科學院與香港亞太研究所合辦的「公共政策論壇系列」研究之一，由廖柏偉教授主持，香港亞太研究所電話調查研究計劃負責執行。此調查的抽樣方法如下：首先，從最新的香港住宅電話簿（英文版）中隨機抽出若干電話號碼；為了使未刊載之住宅電話號碼也有機會被選中，將已抽選的電話號碼最後的兩個數字刪去，再配上由電腦產生的隨機數字，成為是次調查的樣本。第二步，當成功接觸住戶後，再抽取其中一名十八歲或以上的家庭成員作為訪問對象。調查於一九九八年八月十一日至八月十二日晚上六時至十時進行。抽樣結果如下：

抽選電話數目	5,390
線路有問題／非住宅電話	1,112
無人接聽（經 2 次不同時間嘗試）	1,945
接觸住戶數目	2,333
拒絕受訪	964
無適當被訪者／其他問題	376
成功訪問	993
成功接觸住戶後的訪問成功率	
= 成功訪問／（成功訪問 + 拒絕受訪）	
= $993 / (993 + 964) = 50.7\%$	

調查結果：頻數及百分比分布

- (1) 「近期香港接連受到外匯炒家炒賣港元，你認為炒家仲會唔會狙擊港元呢？」

	百分比
唔會	8.8
會	70.9
唔知道／好難講	20.3
總計	100.0
(N)	(993)

- (2) 「你認為今次金融風暴仲會持續幾耐呢？」

	百分比
3 個月或以下	7.8
4-6 個月（半年）	19.9
7-12 個月（一年）	18.6
1-2 年（年幾、兩年）	21.7
2 年以上（兩年幾或以上）	13.4
唔知道／好難講	18.6
總計	100.0
(N)	(993)

(3) 「你認為香港經濟幾時先至可以復蘇呢？」

	百分比
1-6 個月（半年）	4.7
7-12 個月（一年）	11.4
1-2 年（年幾、兩年）	22.2
2-3 年（兩年幾、三年）	24.3
3 年以上（三年幾或以上）	23.4
唔知道／好難講	14.1
總計	100.1
(N)	(993)

「亞洲嘅金融風暴發生之後，香港經濟陷入衰退危機，失業上升，股市、樓市大跌，息口上升，借貸出現困難。加上鄰近東南亞國家已紛紛將其貨幣貶值，以增加競爭力，因此有意見認為香港唔應該堅守 7.8 聯繫匯率，港元應該貶值。我地想知道一吓你對呢方面嘅意見。」

(4) 「如果特區政府依家俾港元貶值，你認為香港經濟衰退嘅情況會較現時嚴重、有所改善，定係同依家一樣呢？」

	百分比
較現時嚴重	62.8
同依家一樣	13.0
有所改善	16.0
唔知道／好難講	8.2
總計	100.0
(N)	(992)

(5) 「如果特區政府依家俾港元貶值，你認為香港嘅失業情況會較現時嚴重、有所改善，定係同依家一樣呢？」

	百分比
較現時嚴重	54.7
同依家一樣	20.1
有所改善	17.5
唔知道／好難講	7.7
總計	100.0
(N)	(992)

(6) 「如果特區政府依家俾港元貶值，你認為香港嘅股市會下跌、上升，定係同依家一樣呢？」

	百分比
下跌	59.5
同依家一樣	13.1
上升	15.5
唔知道／好難講	11.9
總計	100.0
(N)	(992)

(7) 「如果特區政府依家俾港元貶值，你認為香港嘅樓市會下跌、上升，定係同依家一樣呢？」

	百分比
下跌	55.1
同依家一樣	22.6
上升	13.1
唔知道／好難講	9.2
總計	100.0
(N)	(991)

(8) 「如果特區政府依家俾港元貶值，你認為香港嘅銀行息口會較現時更波動、減少波動，定係同依家一樣呢？」

	百分比
更波動	58.0
一樣	15.3
減少波動	15.0
唔知道／好難講	11.7
總計	100.0
(N)	(989)

(9) 「如果特區政府依家俾港元貶值，你認為向銀行借錢會較現時更難、更易，定係同依家一樣呢？」

	百分比
會更難	61.4
一樣	14.9
會更易	12.7
唔知道／好難講	11.0
總計	100.0
(N)	(987)

(10) 「如果特區政府依家俾港元貶值，你認為香港人會唔會一窩蜂兌換美金呢？」

	百分比
唔會	29.8
會	65.2
唔知道／好難講	5.0
總計	100.0
(N)	(977)

(11) 「如果特區政府依家俾港元貶值，你認為香港嘅銀行會較現時穩固、更加不穩，定係同依家一樣呢？」

	百分比
銀行會更加不穩	54.6
一樣	30.0
銀行會更加穩固	7.1
唔知道／好難講	8.3
總計	100.0
(N)	(987)

(12) 「如果特區政府依家俾港元貶值，你對香港經濟嘅信心會增強、減弱，定係同依家一樣呢？」

	百分比
減弱	58.9
一樣	24.7
增強	10.8
唔知道／好難講	5.6
總計	100.0
(N)	(987)

(13) 「整體嚟講，你認為堅守 7.8 聯繫匯率嘅好處多啲定係壞處多啲呢？」

	百分比
壞處多啲	16.8
好處多啲	65.7
差唔多	6.8
唔知道／好難講	10.7
總計	100.0
(N)	(987)

(14) 「整體嚟講，你認為香港應唔應該堅守 7.8 聯繫匯率呢？」

	百分比
應該堅守	74.6
唔應該堅守	14.2
無所謂	1.6
唔知道／好難講	9.6
總計	100.0
(N)	(983)

參加者名單

召集人： 廖柏偉（香港中文大學副校長及經濟學講座教授）

講者： 王于漸（香港大學商學院院長）
任志剛（金融管理局總裁）（缺席）
郭國全（渣打銀行總經濟師）

嘉賓： 何漢傑（怡富高級經濟師）
李鵬飛（自由黨主席）
周健林（香港中文大學社會科學院院長）
邵善波（一國兩制經濟研究中心主任）
袁鑑輝（新鴻基地產發展公司策略發展部）
馬日暉（富達投資分析員）
梁志明（香港中文大學經濟學系助理教授）
莊淑瑩（新鴻基地產發展公司）
許浩明（粵海投資董事總經理）
陳友正（香港城市大學經濟及金融學系助理教授）
陳永豪（香港科技大學財務學系助理教授）
陳家強（香港科技大學工商管理學院副院長）
陳祖傑（滙豐證券首席經濟師）
賀賢平（香港中文大學經濟學系講師）
黃寶芬（中央政策組高級統計師）
楊汝萬（香港中文大學香港亞太研究所所長）
雷鼎鳴（香港科技大學經濟發展研究中心主任）
劉兆佳（香港中文大學香港亞太研究所副所長）
劉迺強（香港社團服務中心）

劉國華（瑞士銀行副董事）

鄭國漢（香港科技大學經濟學系系主任）

鄭維新（富聯國際集團行政總裁）

謝國樑（中國銀行高級經濟師）

羅偉忠（香港公開大學人文及社會科學院副教授）

亞洲金融危機一週年

堅守聯繫匯率的利弊

摘要

聯繫匯率是香港經濟穩定的支柱，也是港人對香港經濟的信心基石，不能動搖。可是在亞洲金融風暴中維持聯繫匯率，香港便需付出高利率、高失業、資產價格下跌和經濟衰退的代價。聯繫匯率能否成功堅持，主要看港人對港元有沒有信心，如果失去信心，聯繫匯率便不能守住。香港當前信貸緊縮的問題不易解決，而中期的競爭力和經濟結構重整的問題是更為根本和必須面對。

One Year into the Asian Financial Crisis

The Pros and Cons of Maintaining the Linked Exchange Rate

Liu Pak-wai

Abstract

The linked exchange rate is the pillar of economic stability and the cornerstone of Hong Kong people's confidence in the economy of Hong Kong. It must not be undermined. In the Asian financial crisis, Hong Kong has paid the cost of maintaining the linked exchange rate through high interest rates, high unemployment, the collapse of asset prices and economic recession. Whether the linked exchange rate can be defended successfully depends very much on Hong Kong people's confidence in the Hong Kong dollar. If the confidence is lost, any defence of the linked exchange will be in vain. At present, Hong Kong is beset by the intractable short-term problem of a liquidity crunch. The medium- and long-term problems of competitiveness and economic restructuring are the most fundamental, which Hong Kong must address.