



▶ 港元與美元掛鈎的聯繫匯率制度，擁有明顯優勢。

本週三（8月10日）香港金管局再度出手承接14.92億港元沽盤。自今年5月12日以來，金管局已累計31次入市，涉及資金2130.97億港元。而香港銀行體系總結餘跌至1247.4億港元，3個月內縮水63.6%，逐漸接近千億港元的心理關口。

聯匯成亞太金融市場避風港

大學之道 清和
智本社社長

隨着美國聯儲局激進加息，美匯指數飆升，港元表現疲軟，金管局頻繁承接港元沽盤，這也引發了市場對於港元及聯繫匯率制度前景的擔憂。金管局總裁余偉文於7月22日發文指：

「事實上，金管局多年來在金融及銀行體系建立了強大的緩衝和抗震能力，香港外匯儲備規模龐大，相當於港元貨幣基礎約1.7倍，是聯匯制度的堅實後盾。金管局絕對有能力及決心，繼續維持聯匯制度，以及香港貨幣及金融穩定。香港不需亦無意更改聯匯制度。」

香港於1983年開始實施的聯繫匯率制度，既是貨幣發行制度，又是固定匯率制度。貨幣發行制度，指的是發鈔銀行一律以1美元兌換7.8港元的比價，事先向外匯基金繳納美元，換取等值的港元「負債證明書」後，才增發港元現鈔。金管局亦承諾，發鈔銀行可以用該比價兌回美元。所謂固定匯率制度，指的是金管局確保美元與港元的匯價固定在7.8（其後優化到7.75至7.85區間）。因此，聯繫匯率制度成為了金管局首要貨幣政策目標。金管局同樣充當最後貸款人角色，主要通過維持港元匯價來挽救金融市場——儘管其貨幣政策工具相對有限。

聯繫匯率制度優勢明顯，貴在至簡：

一則減權。金管局不具備主動發行貨幣的權力，與美聯儲等中央銀行相比，金管局的權限更弱、操作工具更少，削減了行政干預市場的可能性，避免人為主動超發貨幣的風險。實際上，近20年金融危機頻發的原因之一就是中央銀行過度和不當干預。

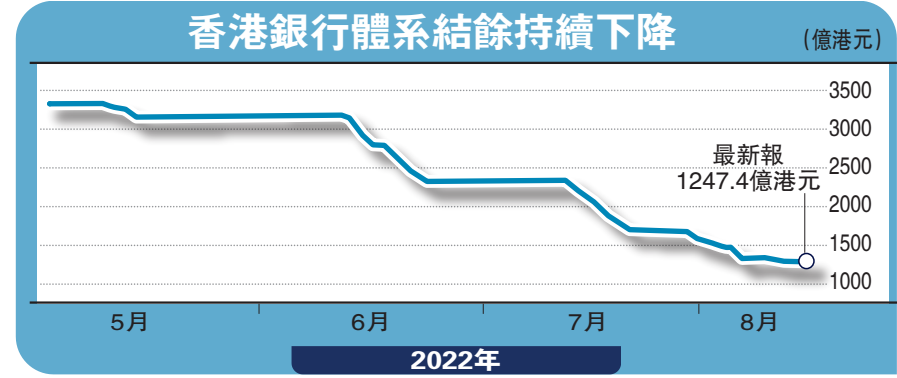
二則減規。聯繫匯率制度的貨幣發行制度簡單明確，發鈔銀行一律按照1：7.8的比價儲備美元發行港元。這種強制儲備制度確保了港元的信用資產充實與穩定。

三則減震。聯繫匯率的機制削減了匯率波動風險，可以增強企業投資的穩定預期，降低交易費用。香港是全球金融中心和貿易中心，國際資本進入香港投資和貿易，可以降低匯率波動帶來的損失。今年以來全球匯率動盪，日圓匯率大跌，不少國際資本逃離日本避險。與東京金融市場相比，聯繫匯率制度下的香港金融市場是亞洲金融資本更好的避風港。

歷史上，聯繫匯率制度遭受多次國際金融風險的衝擊，包括1987年股災、1992年歐洲匯率機制風暴、1994年拉美貨幣危機、1997年亞洲金融危機、2008年金融危機和2020年疫情危機。但聯繫匯率始終穩固，港元固定匯價延續至今。最兇險的一次莫過於1997年亞洲金融危機，當時香港股市、樓市崩盤，但金管局最終成功捍衛港元和聯繫匯率制度。

抵禦外圍幣策外溢衝擊

另一方面，聯繫匯率制度的劣勢也很明顯，即缺乏獨立性。金管局儲備美元發行港元，同時港元錨定美元，這意味着金管局的貨幣政策與美



聯儲高度綁綁，且貨幣政策缺乏靈活性。形同與「博爾特」長期賽跑，香港必須確保經濟增長時刻緊跟美國節奏，金融周期與美國保持一致，槓桿率與金融泡沫長期維持低位，同時還要祈禱美聯儲在每一輪貨幣操作中不犯大錯。

當市場發生劇變，如經濟增長低迷、金融泡沫破裂，聯繫匯率制度的弱點容易暴露，金管局就容易成為國際投機者的交易對手。1997年，泰國央行試圖捍衛泰銖固定匯率，但海外金融大鱷吃定對手無足夠外匯儲備，最終成功做空泰銖。泰國央行被迫棄守泰銖匯價，亞洲金融危機爆發。

該次危機的外溢性風險，深度衝擊了香港金融市場。彼時香港樓市和股市泡沫處於歷史高位，受到衝擊後市場開始崩潰，引發大規模資產外流，衝擊着港元固定匯價。這場危機並未給美國帶來太大的影響，美聯儲繼續加息，美元持續升值，港元貶值壓力陡升。事實上，金管局也在這場危機中成為了做空機構的交易對手。

經濟學界常用三元悖論來解釋聯繫匯率制度的合理性。所謂三元悖論，是指在開放經濟條件下，本國貨幣政策的獨立性、匯率的穩定性、資本的完全流動性不能同時實現，最多只能同時滿足兩個目標。香港聯繫匯率制度滿足匯率的穩定性和資本的完全流動性兩個條件，放棄了貨幣政策的獨立性。

實際上，在開放經濟條件下，自由市場會促使金融條件趨於匯率的自由化、資本的完全流動性和貨幣政策的獨立性（競爭性）。為什麼這麼說呢？經濟學者張五常曾說過，自由市場價格是唯一沒有租值消散的機制。在金融市場中，自由價格可以促使資源配置效率最大化，而固定匯率相當廢止了價格的調節功能。

在過去50年中，金融自由化即匯率市場化、利率市場化和國際資本自由流通是一股不可逆的大勢。布雷頓森林體系是一個固定匯率體系，但因其自身不可調和的矛盾而崩潰於1971年。其後，國際匯率開始走向浮動匯率，自由匯率具有更高的資源配置效率，促進了投資銀行市場的興起。這股大勢推動了全球金融條件趨於自由化。九十年代之後，美國、英國、日本、德國、法國、加拿大等主要發達經濟體都已實現了自由匯率與資本自由流通。

1974年，港元也實施過浮動匯率，但3年後，香港通脹高企，貿易赤字擴大，引發外匯波動，港元持續貶值，港府在1983年放棄了浮動匯率，實施聯繫匯率制度。那麼，如何解釋在自由匯率大勢下聯繫匯率制度的成功呢？

經濟全球化存在兩股相互並存與

切換的大勢：一體化與個體化。一體化是表，個體化是裏，個體的自由競爭促進一體化，一體化的交易費用依賴於個體化。自由競爭最終促使了貿易、金融與科技的深度融合與一體化。全球一體化的傑出代表是歐盟，經典之作是歐元。歐元是區域性貨幣，是固定匯率體系的升級版。

上述邏輯可以解釋聯繫匯率制度的成功。過去40年，港元能夠錨定美元，匯率制度固然有功，但根本在於香港持續增強的經濟力量。簡言之，香港的經濟力量、政府治理、金融周期能夠長期與美國保持同頻共振。但2009年歐債危機爆發後，人們意識到，歐洲一體化奇高的交易費用給歐元區及歐盟帶來極大的困擾。而背後深層的原因是，個體化之間的自由競爭，包括貨幣之間的自由競爭，比一體化的區域性貨幣，更具效率。與貨幣一體化或固定匯率相比，自由匯率的價格機制可以更充分地釋放風險。

2005年，金管局對聯繫匯率制度進行優化，將強方兌換保證匯率定為7.75港元，將弱方兌換保證匯率定為7.85港元。金管局在兌換範圍內進行符合貨幣發行原則的操作。此舉旨在增強利率的價格調節功能和釋放匯率風險——儘管只增加了0.1港元的價格浮動空間。

提防資產泡沫風險

港元風險取決於香港銀行體系結餘、外匯儲備與廣義貨幣（M3）支撐的金融資產拋壓比例。港元發行以美元現鈔作為儲備金，但港元的貶值壓力不是來自狹義貨幣（M0），而是廣義貨幣。廣義貨幣規模愈大，金融資產泡沫和資產拋壓愈大。如今，香港現鈔為5959億港元，廣義貨幣為16.3398萬億港元，廣義貨幣是現鈔的27倍，是外匯儲備的4.77倍。目前，港股市值處於歷史低位，樓市處於歷史高位，需要防止類似於1997年的資產拋售。

自由匯率更符合邏輯，但就當下而言，聯繫匯率依然具有競爭力。原因在於，全球主要國家的央行的不當操作帶來巨大風險；非美元貨幣紛紛貶值，聯繫匯率暫時成為亞太金融市場的避風港；香港經濟依然保持着國際競爭力。

信心勝於黃金，信心來自香港作為國際金融中心的制度穩定性，而市場持有香港資產的信心決定着港元的走向與香港的前途。

產業升級須資本市場支持

廟堂江湖 沈凌
德國波恩大學
經濟學博士

3年前有個老朋友約飯，他說自己打破了20多年「只做貿易不辦廠」的原則。為什麼呢？因為國際貿易的利潤愈來愈薄，辦個小工廠，可以把自己的訂單放到廠裏生產，自然能夠多賺一點。這個邏輯並沒錯，當年筆者做外貿員的時候，也萌發過這樣的念頭。如今從商海裏上岸，研究宏觀經濟的我，已經不習慣微觀地看待這個商業案例，更加希望把它作為一個代表性事件，分析其宏觀的背景和緣由。

筆者的朋友實際上代表了改革開放40年來的商業成功人士。他們得益於國家的好政策，通過各種手段（有人勤勞努力，有人以巧取，有人歪門邪道）積累了大量的物質財富，現在所在的行業的競爭愈來愈激烈，利潤前景也愈來愈暗淡，於是一個問題被提出來了：如何傳承這個物質財富呢？

傳統中小企面對傳承難題

當然，我知道一大批吃瓜群眾，希望國內企業家都能學習巴菲特把全部財產裸捐出來，但這並不現實。作為一個宏觀經濟學者，我並不能為一個成功商人給出具體指導，比如告訴他哪個行業更加賺錢等等。大家都知道當下的經濟環境，中國經歷了長期的高速增長之後，到了必須轉型升級的關鍵階段，過去的勞動密集型和資本密集型產業不是說會全部消失，但必將進入一個由完全競爭時代逐步走向寡頭壟斷時代的慘烈過程。

上述過程之所以慘烈，就因為它是一個淘汰絕大多數中小型傳統企業的過程。大部分在過去幾十年比較成功的小廠商，不一定能夠繼續成功下去，尤其是創始人已經到了差不多退休的年齡，無論是體力還是智力，都到了「夕陽無限好，只是近黃昏」的時候。因此，退下來大概率是一個好建議。當然，筆者將這個建議向朋友提出的時候，也大概率得到嗤之以鼻的回應。作為當事人，大家都傾向高估自己的能力，低估未來的風險。

即使朋友聽了筆者的勸告，問題仍然沒有解決。那麼，退休後的商業成功

人士，如何傳遞物質財富給下一代呢？經濟需要轉型，技術創新在經濟增長中的比重逐步增加，經濟增長動力應該從勞動密集型轉向技術密集型，這些在宏觀經濟學中的煌煌之言，如何落實到五六十歲的企業家身上呢？

如果他們是行業翹楚，當然可以引入新鮮血液——職業經理人，把老企業脫胎換骨。比如美的集團就由一間生產家電的傳統企業，幾年來轉型升級，並收購了德國的高科技機器人公司，一步跨入技術密集型的生產領域。但對於朋友這類中小廠商來說，這是不現實的，如果大部分中小企業都能實現這種轉型升級，那麼又和全行業逐步邁入寡頭壟斷的大趨勢相違背了。

所以，一個重要的分配制度，能夠促進社會資源由分散的個人集中到行業龍頭企業中去，就成為了經濟轉型升級的必要環節，它就是資本市場。一個擁有幾千萬或者甚至於幾個億的傳統廠商，想要轉型升級到高科技行業，是不可能讓年過五旬的創始人重新學習新技術、親自下場辦高科技企業的。最好的辦法是從傳統行業中退出來，投資到這些高科技企業中去，分享他們的成果。這就是資本市場的存在價值。

如果傳統廠商的創始人都極其信賴資本市場，認為買股票比買房產更加能夠分享經濟增長成果，那麼新科技的企業家愈有可能獲得這個社會中的絕大部分資本，從而推動經濟增長。反之，既有的企業遇到了增長瓶頸，新興的企業得不到資本市場的助力，經濟轉型就是一句空話，難以落地。



▲ 中國經歷長期高速增長後，必須轉型升級。

樓市適當減辣 提振港競爭力

主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

過去一周本港樓市最大「震撼彈」，莫過於有政界人士接受傳媒訪問時稱，建議免除本港對內地人買樓徵收的「雙重印花稅」。雖則事後特區政府極速澄清，現階段無意降低上述印花稅率，同時亦未有相關討論，令不少業界中人頗有「中空實」之感。

但大家不妨細想想，買家印花稅（BSD）早於2012年10月初開始實施至今近十年。最初推出辣招時的「初心」，現在也有值得檢討的空間。個人認為，放寬辣招正好是重新放上「談判桌」的合適時機。

以辣招實施情況，假如買家沒有香港身份證，內地人在港買樓時，需同時繳付15% BSD以及15%劃一從價印花稅，印花稅率高達30%。由於印花稅率高昂，所以近年內地人來港買樓的個案着實不多。

吸引海外內資金人才

稅務局最新公布的資料顯示，今年7月份主要反映涉及內地客及公司客入市的BSD成交宗數及稅款，分別為33宗及不足1億元，雙雙創約一年半新低；單以BSD計算，若以每半年計，相關稅

項於2017年下半年及2018年上半年曾錄得超過2000宗，相信當中不少為內地買家入市個案，但受到新冠疫情及未能免檢疫通關等措施限制，內地買家個案大幅回落，今年上半年BSD個案僅錄得約425宗。

另一邊廂，據統計處日前公布的數據，今年年中本港人口為729萬人，按年減少12.15萬人，錄得約11.3萬名香港居民淨移出。這絕對是令人不能忽視的數字，香港作為國際金融中心，樓市一向極具抗跌力及保值能力，向來不乏環球及內地買家垂青。面對移民及加息帶來的影響，特區政府應大幅放寬辣招及投資政策，以吸引環球人才及資金來港投資。

事實上，日前特區政府已正式縮短免檢疫通關限制至「3+4」，若能考慮降低相關印花稅率，定將刺激物業成交量進一步回升，加速本港物業市場疫下回勇帶動經濟。加上兩地始終未完全「通關」，又有不少內地人士來港住滿7年，成為「新香港人」，可以正常稅率置業，故相信即使免除部分印花稅，亦毋須太擔心北水大規模南下買樓，以及大幅刺激樓價的情況發生。

故此，筆者呼籲特區政府應重新審視辣招情況，考慮放寬甚至撤銷部分不合時的措施，以吸引更多國內外的資金、人才來港置業就業，以鞏固及提升香港的競爭力。



◀ 買家印花稅推出至今近十年，現時是檢討的合適時機。