

香港 聯繫匯率制度 損益評估



23011.79 (-424.84) 恒生指數 HSI 16360.33 (-210.39) 恒生中國企業指數 HSCES 5535.13 (-81.07) 恒生環球中股企業指數 HSCG 307248 (-254)
CENT 241.8 (-7.4) 00783 中國石油股份 PETROCHINA 3.32

香港聯繫匯率制度損益評估

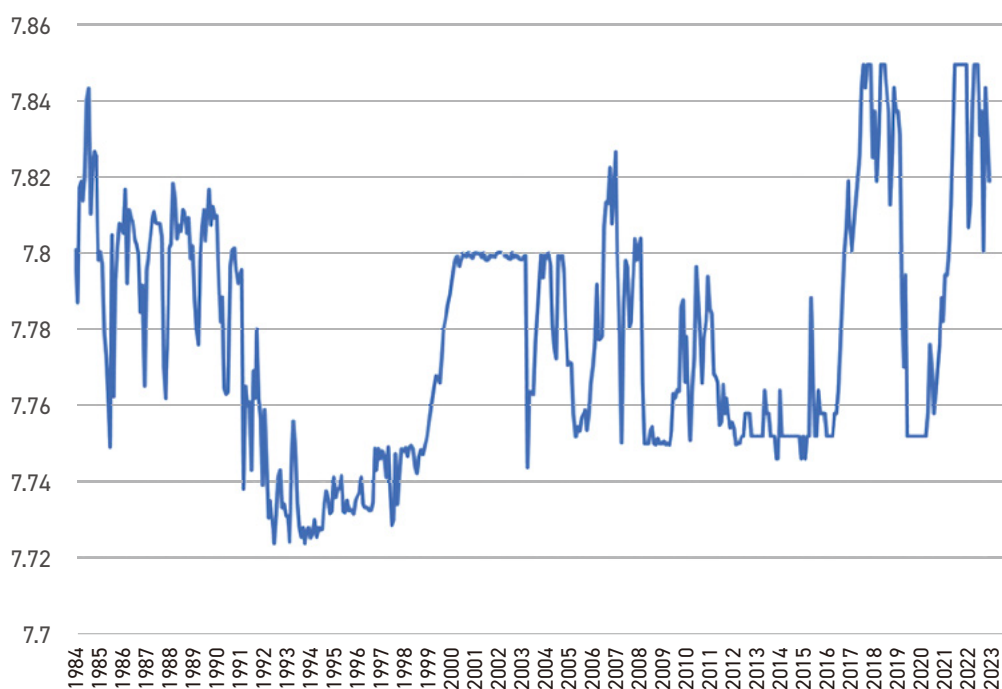
方翔 劉洋

自1983年起，香港一直實施與美元掛鈎的聯繫匯率制度（聯匯制度）。在這40年間，制度運行穩定，順利應對了多次重大挑戰，如1997至1998年的亞洲金融危機和2007至2008年的全球金融危機等。值此制度40周年之際，本文將探討在新的國際經濟形勢下聯匯制度的現狀與發展。基於最新國際經濟學研究成果，通過量化指標，分析不同匯率制度對香港的利弊。

1. 聯匯制度

在當前香港聯匯制度下，匯率維持在窄幅兌換範圍，即1美元兌7.75至7.85港元。與眾多固定匯率制經濟體不同，香港的貨幣基礎100%由美元資產支援，因此任何貨幣基礎變動都會伴隨香港金融管理局外匯基金所持美元資產的數量變化。充足的國際儲備為聯匯制度的順利實施提供了堅實基礎。聯匯制度通過香港金融管理局提供的兌換保證來實現：金融管理局承諾以7.75港元兌1美元的強方兌換保證水準賣出港元，以7.85港元兌1美元的弱方兌換保證水平買入港元。當港元需求過剩（不足）時，金融管理局會在市場上賣出（買入）港元以穩定其價格。近40年來，聯匯制度雖然經歷了數次技術性調整，但總體運作穩健。如【圖1】所示，港元兌美元的匯率成功地維持在匯率目標區間內。

圖1 港元/美元匯率



資料來源：全球金融資料庫

近年來，國際經濟政治環境發生了重大變化，以致有觀點認為香港應考慮調整其聯匯制度。其中最重要的兩個變化是香港與中國內地之間的經濟貿易往來日益頻繁，以及中美關係的日趨複雜化。此外，近期美國聯邦儲備局（聯儲局）在2022年3月至2023年7月的17個月內，將聯邦基金利率從零升至超過5%的水平。儘管香港並未遭受與美國同等的通貨膨脹壓力，由於聯匯制度，也被迫隨之提高利率，不利於本地經濟。港元兌美元的匯率在過去數年多次達到1美元兌7.85港元的弱方兌換保證水平。香港的外匯儲備資產從2021年的高點至今已下降了15%。多家知名對沖基金都公開宣稱將通過期權持倉做空港元，押注目前的聯繫匯率將走向終結。聯匯制度在當前確實面臨重重挑戰。

然而，筆者認為，香港面臨的國際經濟政治挑戰是暫時的，而聯匯制度為香港帶來的好處將更為持久。

以下將對香港匯率制度的各個方面進行探討。第二節討論聯匯制度為香港金融和貿易帶來的益處。第三節闡述港元浮動匯率帶來的好處未如預想之大。第四節則指出維持聯匯制度所面臨的挑戰與應對方案。第五節分析港元與人民幣掛鈎的可能性。

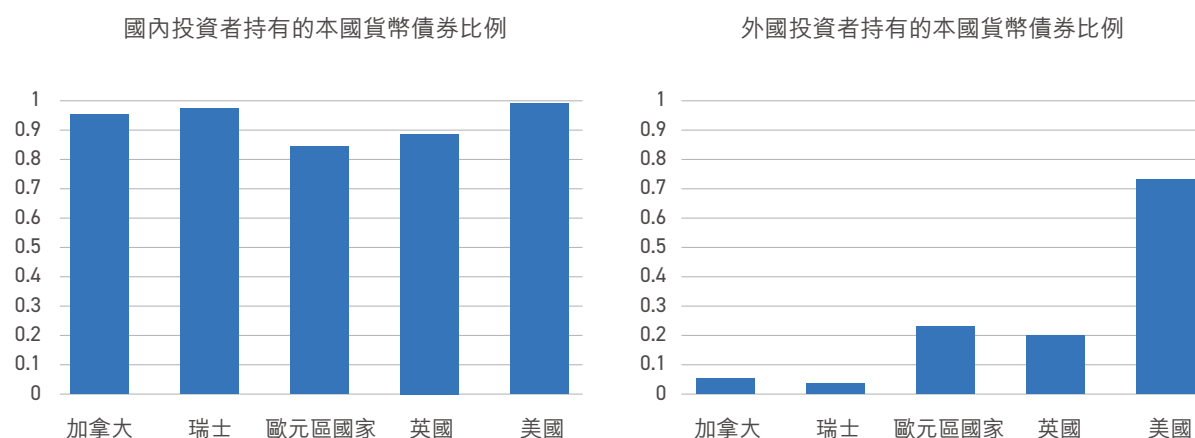
2. 聯匯制度的好處

國際金融

作為國際金融中心，香港是企業重要的融資平台，吸引了大量來自世界各地的資金。2022年香港的對外債務融資達到了1萬5千億美元，約為香港本地生產總值(GDP)的4倍，遠高於股權融資。債務融資的蓬勃發展離不開港元與美元掛鈎的制度基礎。

首先，若特區放棄聯匯制度，企業融資能力將面臨巨大限制。最近的研究顯示，債務投資者對貨幣有強烈偏好，往往只會持有本國貨幣。從【圖2】(左)可見，各國的本國投資者持有的本國貨幣債券佔90%左右，而美國投資者的此一比例更接近100%。相比之下，外國投資者基本上不持有債券發行國貨幣的債券，而會追求投資者本國貨幣的債券。因此，如果港元浮動，企業將難以通過港元債務吸引外國投資者，而需發行美元、歐元、英鎊、日圓等外幣債務來吸引相應的投資者。大企業須面對較高融資成本和風險，而小企業則會處於無從選擇的困境。研究進一步發現，即使在發達國家，歐洲、英國和加拿大的中小企業也很難發行外幣債務，只能依賴美元債務來吸引外國投資者。反觀美國的中小企業卻能輕鬆地通過美元債務，從世界各地獲得融資。這是由美國主導的國際金融體系為該國帶來的眾多優勢之一。在目前的聯匯制度下，香港的企業也同樣享有這一融資優勢。

圖2 投資者持有本國貨幣債券比例



資料來源：Majors, M. ; Neiman, B. ; Schreger, J. (2020)

其次，發行外幣債務給企業帶來了很大的匯率風險。在港元貶值時，雖然需要償還的外幣債務款額不變，但本幣債務則有所增加。作為固定收益的金融工具，債務的一大優勢在於確定性，但外幣債的現金流則因極具不確定性，而不利於企業的生產、投資、融資，以及其他決策程序。根據【圖2】（右），美國企業的對外債務有73%由美元計價，而其他國家（包括歐元區國家）只能發行20%的本幣債務，其餘80%的外幣債務就須承受匯率風險。可見一旦港元與美元脫鉤，香港的1萬5千億美元債務中，將有1萬2千億美元（約9萬4千億港元）的貨幣風險。按照每年匯率一般10%的波動來計算，港元有30%的可能性在1年內貶值10%（1個標準差）。即使以外幣計價的債務數額固定，仍會導致以港元計價的債務上升9千億港元，相當於GDP的34%，而產生系統性風險。縱然企業有可用的對沖方法，但由於成本較高，實際上進行全面對沖的企業不多。

除了增加融資途徑和排除匯率風險外，與美元掛鉤還有融資成本較低的優勢。美元被視為安全資產，備受避險資金的追捧。儘管傳統觀點認為這一優勢主要體現在美國國庫債券上，但近期研究發現，這一效應也延伸到所有以美元計價的固定收益產品。相較於同等風險的其他貨幣債券，美元債券的收益率平均減少1.8%，這是一個極具吸引力的優勢。而美國國債相對於美元債券所享的額外折價僅為0.2%左右。港元債券可以部分享有美元債券的低融資成本優勢，而香港企業可選擇以美元融資而毋需承受匯率風險。相反，其他國家公司若要受惠於美元債券的低成本優勢，則不得不承擔匯率風險。

上述各種融資優勢不僅有利於有意集資的公司和個人，更有助於香港金融機構的發展。香港的GDP中有五分之一來自金融業，而業界的繁榮在很大程度上依賴於融資活動、金融交易和資金流動。儘管資金和融資可能來自世界各地，但其通過金融活動創造的價值確實惠及香港經濟和市民。聯匯制度為資金選擇來港創造了有利條件，因為它既使投資者無需顧慮匯率風險，又增加投資者對港元資產的需求。這有助於吸引國際資本流入和金融交易，進一步推動香港金融業和整體經濟的繁榮。

國際貿易

作為一大國際貿易樞紐，香港的貿易量為其GDP 4倍有多。相較之下，其他各大經濟體的貿易量則往往不高於其GDP。一如金融業，貿易佔香港的GDP五分之一，對整個經濟體系發展的驅動作用至關重要。在這樣一個高度依賴貿易的經濟體中，匯率波動對企業的收入和利潤產生的影響尤為顯著。由於本地商業活動風險遠低於國際貿易，企業往往會因匯率波動而對國際貿易望而卻步，因而影響整個市場的廣度和發展潛力。儘管部分金融工具可以幫助企業對沖匯率風險，但往往涉及高昂成本，引致降低匯率風險的代價不菲。香港採取的聯匯制度為進出口企業提供了免費的風險對沖，為營商創造了一個相對穩定的匯率環境。

轉口貿易在香港的國際貿易中佔據很大比重，香港扮演着貿易中介和物流中心的角色。在貿易結算中，除了港元和美元之外，包括人民幣在內的其他國家和地區的貨幣也佔一定的比例。部分傳統觀點主張以貿易量為權重與一籃子貨幣掛鉤，藉以減輕匯率風險。然而，根據近期研究，無論採用何種貨幣結算，國際貿易中商品的價格始終對美元保持穩定。換言之，使用本地貨幣結算不代表就消除了貿易中的匯率風險，而現有最好的降低風險的方法就是與美元掛鉤。

研究顯示，在同等條件下，固定匯率制度使雙邊貿易量較浮動匯率制度提高了38%。按照現有貿易量和對GDP的貢獻，固定匯率帶來的穩定的貿易環境大幅提高了香港進出口貿易總量，以及貿易產業的產值，令香港的GDP得以提高8%。然而，近年來香港的港口貨物吞吐量不斷下滑，或許意味著香港在國際貿易領域的地位正面臨挑戰。在當前多元化、競爭激烈的國際貿易市場中，聯匯制度能保持香港的核心競爭力，並維護其國際貿易中心的地位。

3. 浮動匯率的得益與成本

固定匯率經常被詬病的弊端是中央銀行喪失了貨幣政策的自主權。例如，從2022年3月至2023年7月，美國聯儲局為了應對高通貨膨脹而將聯邦基金利率從零升到5.25%。由於聯匯制度，香港儘管面對與美國不同的通脹壓力，也被迫以同樣的速度提升利率。這種被動的貨幣政策或與本地經濟的政策目標不相一致，甚至有損本地投資和融資活動的效率。過去25年，香港和美國通貨膨脹之間的相關性僅為-0.02。同樣，在本地經濟低迷期間，香港缺乏靈活的貨幣政策來刺激經濟或拯救金融市場。

本節將闡述以下論點：對香港這個國際金融中心而言，即使匯率浮動，其貨幣政策的自主性也有限。基於香港在國際貿易中主要從事轉口貿易這一特徵，貨幣政策刺激經濟的作用亦不宜高估。

環球金融對浮動匯率經濟體的溢出效應

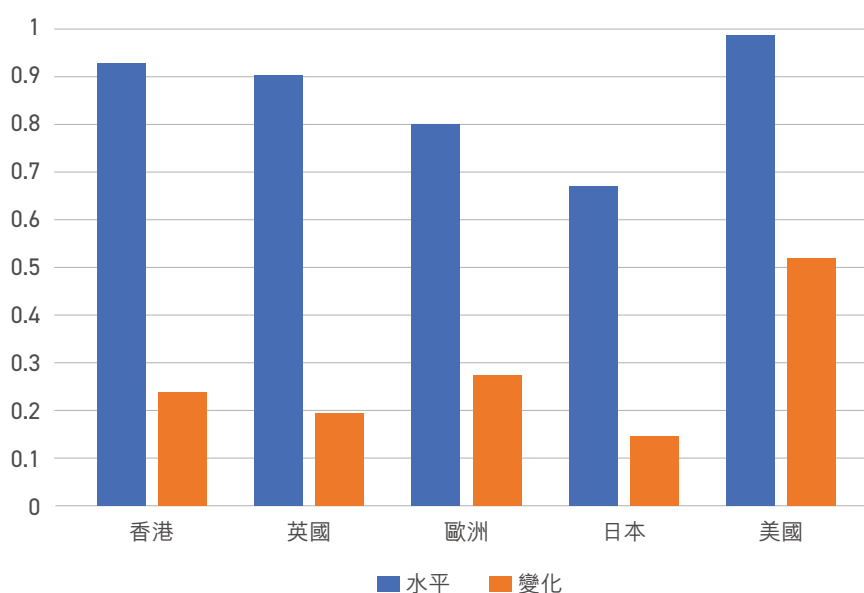
近年來世界金融市場變得愈發一體化，跨國資本流動增長迅速。根據近期研究，全球資本流動和風險資產價格均由相同的共同因素驅動，與美國貨幣政策高度相關。美國聯儲局將聯邦基金利率提高1%時，全球風險資產價格就下降8%，而各國國內和外國信貸則減少5%。這一現象對浮動匯率國家同樣適用，令人不禁重新審視浮動匯率的優勢。浮動匯率制度未如傳統觀點所示足以抵消外部經濟衝擊，而使本國的金融市場免受外部經濟動盪影響。

美國貨幣政策藉以發揮強大跨國影響力的傳導機制之一，就是其對國際投資者風險承受力的影響。作為全球資本市場的主導貨幣，美元利率的任何變化都會改變國際投資者，尤其是機構投資者的冒險行為。研究表明，美國加息將明顯降低投資者的風險承受力。作為國際金融中心的香港，長期以來面臨大量資金流入和流出；即使採用浮動匯率制度，亦自然會因國際投資者的冒險選擇，受美國的貨幣政策所影響。

許多人期望通過採用浮動匯率制度來恢復貨幣政策的自主權，但實際上，浮動匯率國家的貨幣政策自主權也不大。根據研究，浮動匯率國家的利率變化對美國聯邦基金利率變化的依賴程度是0.54，亦即若美國聯儲局提升聯邦基金利率25個基點，浮動匯率國家就會平均提升本國政策利率13個基點。

從另一個角度來看，對於本地金融市場參與者而言，實際借貸利率比直接的中央銀行政策利率更為重要。實際借貸利率與中央銀行政策利率之間存在的利差，反映出市場上的資金供需和流動性情況。以香港的銀行同業拆息率為例，【圖3】顯示，其與美國聯邦基金利率之間的相關性高達0.93。相比之下，美國的銀行同業拆息率與聯邦基金利率的相關性為0.99；英鎊、歐元和日圓等其他主要浮動匯率經濟體的銀行同業拆息率與聯邦基金利率的相關性則分別為0.90、0.80和0.67。儘管這些經濟體都採用了浮動匯率制度，但它們的利率與美元利率的高度相關性仍與香港相似。相較於利率水平，利率變化更能反映各國利率短期波動的聯動程度。至於銀行同業拆息率變化與聯邦基金利率變化之間的相關性，港元的相關性僅為0.24，而美元、英鎊、歐元和日圓的相關性則分別為0.52、0.20、0.27和0.14。

圖3 美國聯邦基金利率與各國銀行同業拆息率的相關性

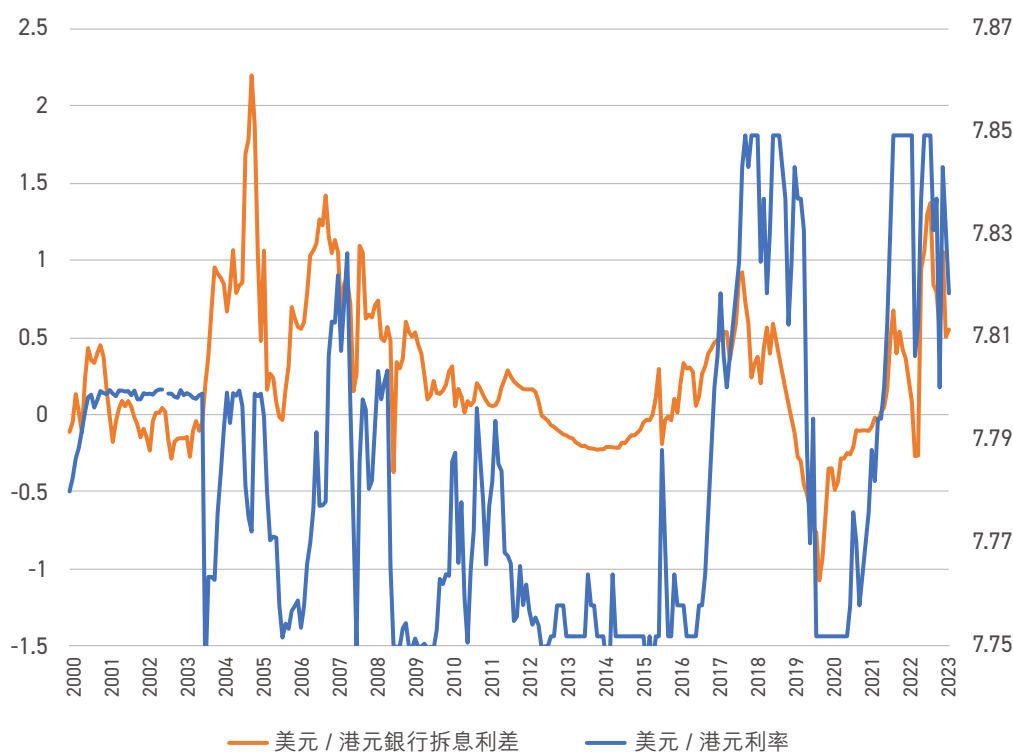


資料來源：全球金融資料庫

【圖3】傳遞了兩個重要資訊。一、即使採取浮動匯率制度，銀行同業拆息率和美國聯邦基金利率仍然具有高度的相關性。二、香港實際的銀行同業拆息率變化與美國聯邦基金利率變化之間的相關性甚低。這種差異反映出本地金融市場的供求因素，說明即使在聯匯制度下，港元利率仍有調控的空間。

【圖4】進一步解釋美元和港元銀行同業拆息率差異所反映的重大經濟和金融市場狀況，與港元匯率的波動有關。圖中左軸顯示美元與港元的銀行同業拆息率的差距，右軸為美元對港元的匯率。當港元的銀行同業拆息率高於美元時，通常意味著港元市場需求強勁，足以導致資金流入，導致港元升值。即使在最近港元接近7.85港元兌1美元的弱方兌換保證匯率水平時，此一機制仍然有效：港元在銀行同業拆息率上升之際會隨即升值。

圖4 銀行同業拆息利差與港元匯率



資料來源：全球金融資料庫

貨幣政策自主性對香港好處有限

正如前文所述，浮動港元並不能使香港獲得高度的貨幣政策自主性。這裏進一步闡述，為何貨幣政策自主性與浮動匯率對香港的好處實在有限。傳統的觀點認為，如果中央銀行可以自主制定貨幣政策，貨幣政策就能調節本地就業和通脹，而浮動匯率則能實現對外收支平衡。然而這一邏輯只適用於專事生產貿易品的大國，而非如香港般以轉口貿易為主的經濟體。香港處於全球價值鏈的中間，在中國內地和世界各國之間的产品貿易中扮演了重要的角色。最終的進出口數量依然很大程度上取決於最終產地和銷售地的供求關係。浮動港元只能改變在香港增值部分的相對價格，增值部分在整體的貿易量中佔比甚小，因此進出口價格主要受最終產地和銷售地之間的匯率影響，而非受港元作為中轉站所影響。

再者，全球大部分商品貿易都以美元計算，進出口價格對美元於是相對穩定。因此，單方面將港元貶值並不能夠促進出口，因為消費者支付的價格不會因港元匯率貶值而下降。浮動港元的好處更因這一因素而進一步削弱。

4. 管理聯匯制度

管理聯匯制度並非毫無代價，1997至1998年亞洲金融危機的挑戰正是一例。當時東南亞有多種貨幣受到投機性攻擊，部分國家更因而放棄了所用的聯匯制度。香港克服了這次危機，一直維持聯匯制度運作良好。話雖如此，這一經歷也提醒我們，必須時刻準備面對管理聯匯制度的挑戰。

儲備必須充裕

在現有的聯匯制度下，香港的貨幣基礎獲得特區政府金融管理局（金管局）外匯基金的美元資產十足支持，此對保持投資者對聯匯制度的信心至關重要。金管局必須持有足夠的儲備來防止可能的大量資金外流，以及建立投資者對維持港元聯匯制度的信心。

當前，金管局的儲備資產為3萬5千億港元，6倍於本地流通貨幣，兩倍於貨幣基礎，而相當於廣義貨幣的40%。如此的儲備資產水平看來足以應付日常的資金流動。令人憂慮的事實是，從2021年峰值至今，儲備資產已減少了15%。【圖5】顯示香港儲備資產的近期變化，從中可見大幅下跌。持續的資金外流可危及投資者對港元聯繫匯率的信心，而引發進一步資金外流。一旦出現這種情況，就要提高儲備資產水平，始能減輕投資者的顧慮。

然而，只要檢視另一指標，即儲備資產對廣義貨幣的比例，其實現況已有先例。從2021年至今，該比例由0.50下降至0.4；而在2003年的「沙士」疫情期間，以及在2007至2008年全球金融海嘯期間，該比例更先後兩度下跌，而且跌幅更大。雖然目前外匯儲備資產大幅減少確已對貨幣政策當局敲響警鐘，務須多加留意資金外流壓力，但筆者對香港克服所處困境的能力依然抱有信心。

圖5 外匯儲備



資料來源：香港特區金融管理局

信心所繫

一如上文強調，信心是維持聯匯制度正常運作的關鍵因素。投資者若不相信其持續性，此制度就會很快崩潰。建立投資者信心既需時又費力，但在履行承諾上稍有差池，就足以打破投資者信心。香港特區政府與中央政府在過往歷次危機中，對維持聯匯制度的堅定承擔，已成為投資者對此制度信心的一大保證。

社會上一直議論紛紛，認為聯匯制度或會無以為繼，而在中美兩國經濟政治摩擦不斷之際，或應加以調整甚至替代。誠然，經貿摩擦使聯匯制度對香港的好處有所削弱。然而筆者相信，從長遠發展來看，有關摩擦只屬短暫，而在這困境中對聯匯制度的堅持，則更能為投資者對港元穩定性的信心注入強心針。

5. 掛鈎人民幣的可能性

除了現有的聯匯制度和浮動匯率以外，香港還可以採取其他形式的固定匯率制度。部分觀點支持港元與人民幣掛鈎，主因包括貿易、人民幣國際化等。

首先，掛鈎人民幣能夠促進內地和特區之間的貿易。香港輸往內地的出口佔本港對外貿易的一半；但由於美元在國際貿易中的主導地位，以美元計價的貿易額仍遠超人民幣。此外，基於轉口貿易的特點，內地的貿易企業在下階段的定價時仍需考慮以美元結算。由於貨物價格對美元相對穩定，內地企業和香港貿易公司面對的匯率風險，與現行的聯匯制度下的風險相若。因此，即使與內地的貿易有所增加，港元掛鈎人民幣對整體貿易額大概影響有限。上述分析基於貿易貨幣結算和貿易定價現況。隨着人民幣在貿易結算中更廣泛應用，若將來在轉口貿易兩端都佔據主導地位，而貨物價格對人民幣又保持穩定，則掛鈎人民幣的貿易優勢相信就能逐漸顯現。

另一方面，港元與人民幣掛鈎能否助推人民幣國際化仍未可知。香港作為離岸人民幣的樞紐，大多數推動人民幣國際化的措施都可在當前制度下針對離岸人民幣進行，比如擴大人民幣使用範圍，包括國際貿易、投資和國際儲備、跨境支付和清算等。港元若掛鈎人民幣，即會趨近於離岸人民幣。現時以港元計價的不少金融資產，則會選擇以美元而非人民幣計算，對加強人民幣在國際金融體系中的作用幫助不大。

掛鈎人民幣亦或會帶來運作上的挑戰，處理不當的話可能引致系統性金融風險；國際資金或因資金管制而受阻，使針對在岸人民幣的貨幣投機活動難以進行。掛鈎人民幣的港元市場深度將變得更大、流動性更佳，金融衍生工具發展更全面，容易成為更直接的投機目標。若出現此一情況，政府就需要以更多的外匯儲備維持港元幣值，以免在金融系統中埋下隱患。

參考文獻

Gopinath, G., Boz, E., Casas, C., Díez, F. J., Gourinchas, P. O., & Plagborg-Møller, M. (2020). Dominant currency paradigm. *American Economic Review*, 110(3), 677-719.

Itskhoki, O., & Mukhin, D. (2023). Optimal exchange rate policy (No. w31933). National Bureau of Economic Research.

Jiang, Z., Krishnamurthy, A., & Lustig, H. (2021). Foreign safe asset demand and the dollar exchange rate. *The Journal of Finance*, 76(3), 1049-1089.

Klein, M. W., & Shambaugh, J. C. (2012). *Exchange rate regimes in the modern era*. MIT press.

Maggiore, M., Neiman, B., & Schreger, J. (2020). International currencies and capital allocation. *Journal of Political Economy*, 128(6), 2019-2066.

Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2020). US monetary policy and the global financial cycle. *The Review of Economic Studies*, 87(6), 2754-2776.

