

過去14年來，聯繫匯率為香港的貨幣穩定提供一個支點，對香港貢獻極大，香港決心要維持這個制度。面對近期亞洲貨幣風潮，聯繫匯率再次發揮固有的靈活性，港元兌美元匯價非常穩定。

本人很榮幸獲邀請出席香港總商會舉辦的「Hong Kong Business Summit '97」。今年的研討會意義特別大，原因是這是香港回歸祖國後首次舉辦的。隨着香港已在「一國兩制」和「港人治港」的架構下踏入新紀元，我們近期的注意力轉移到亞洲金融風暴和其對香港的影響上。由於時間所限，我不打算深入探討引發這場風暴的背後原因，我只想藉此機會向大家澄清幾點近來引起廣泛討論的事項。

首先，我要重申政府堅決維持聯繫匯率制度。香港經濟規模較小，並且採取開放模式，因此聯繫匯率不但一向以來，即使日後都會是我們最合適的選擇。我們不要忘記，過去14年來聯繫匯率為香港的貨幣穩定提供一個支點，對香港貢獻極大；沒有貨幣穩定，香港根本無法抵禦這段期間的風風雨雨，也無法發展成為亞洲區一個顯赫的金融、貿易和服務中心，以致人均收入較英國等發達國家還要高。面對近期亞洲貨幣風潮，聯繫匯率再次發揮固有的靈活性，港元兌美元匯價非常穩定。可是，有些人卻提出質疑，認為香港為維持聯繫匯率所付的代價可能太大。

這正是我要談的第二點：維持聯繫匯率的代價到底是否太大？根據貨幣發行局安排，我們捍衛港元匯價引致利率上升，確實帶來痛苦，不但資產市場受到特別大的打擊，連普遍做生意的融資成本也較大。根據貨幣發行局機制，港元受到炒賣衝擊時，本地銀行同業拆息便會突然標升，這正是10月23日出現的情況。到了10月24日，本港主要銀行受

到資金成本上漲影響紛紛將最優惠利率調高75個基點，至9.5厘。後來銀行同業短期拆息迅速回落至低水平，1個月及以上期限資金的息率超過10厘的情況則維持了較長時間。可是，11月中以來定期息率已逐步回順，其中1個月息率於今星期初回落至7.5厘。一些人可能認為現時息率水平過高，股市和物業市場的調整也帶來太大的痛楚。但若是將此完全歸咎於聯繫匯率制度，其實是看不到問題的重心，原因是他們都錯誤假設如果採用浮動匯率制度，香港利率便可保持穩定，甚至會低於採用聯繫匯率制度的水平。此外，他們又假設資產市場也可以避免類似我們經歷到的急跌現象。但事實上，鄰近東南亞經濟體系的金融風波是屬於整個地區，甚至全球的問題，香港根本不可能獨善其身。

將香港與鄰近經濟體系作一比較，可能大家會更易理解這點。各位都知道亞洲股市(包括香港在內)近期大幅度調整。若連同11月底當地貨幣兌美元匯價貶值的因素計算，泰國股市較年初高峰期下跌了71%，馬來西亞下跌69.7%，印尼64%，韓國61%，菲律賓61%。即使新加坡股市以美元計也下跌了35.7%，與恆生指數37.7%的跌幅相若。台灣的跌幅較小，報31%，日經指數也跌去28%。我逐一引述這些數字，目的是顯示這場金融風暴的劇烈程度，以及其對亞洲資產市場的連鎖效應。新加坡經濟實力強大，獲得國際評級機構給予AAA的評級，雖然採取了管理式的浮動匯率制度，但其資產市場仍無法因此而避免受到衝擊。至於利率，新加

* 本文為金融管理局副總裁陳德霖在香港總商會於1997年12月4日舉辦的「Hong Kong Business Summit '97」上發表的演辭全文。

坡在10月27日的1個月銀行同業拆息高達16厘，差不多是7月2日約3.6厘的5倍。香港方面，1個月銀行同業拆息在10月23日升至30厘之高，也是7月初6厘的5倍。目前香港1個月拆息約為7.5厘。我引述這些數字也是為了闡明一點，就是像新加坡這樣採用浮動匯率制度的經濟體系，遇到外來衝擊時，本地息率依然逃不了大幅度上升的命運，因此假設香港採取了浮動匯率，面對外來衝擊時利率仍然「處變不驚」，其實是錯誤的想法。

浮動匯率制度並不確保香港受到外來衝擊時完全不會受到加息和資產市場調整的威脅，而且如果現在就撤銷聯繫匯率制度，恐怕帶來更嚴重的後果。根據香港一家主要銀行所作分析，改行浮動匯率制度將導致明年通脹突然惡化，達到雙位數字，本地生產總值也會大幅下跌。再者，改造成不明朗和混亂局面，最終打擊公眾對香港貨幣制度的信心，以致香港作為亞洲區內一個主要國際金融中心的地位也受到不可彌補的破壞。簡單而言，為了改行浮動匯率制度而付出的代價和承受的痛苦將會更大。

近數個月來，鄰近經濟體系的貨幣相繼大幅貶值，香港的製造商顯然將會面對強烈的競爭，但競爭性貶值並非可行的對策。表面上競爭性貶值很具吸引力，但其實很冒險又會造成反效果。由於香港差不多所有原材料和設備均需倚賴外國入口，即使港元貶值，也不代表香港出口價格一定會下調至與貶值的相同幅度。各位定當熟知，不論是製造貨品抑或服務，價格固然重要，但競爭力並不單純繫於價格，也有賴有效的成本控制、創新、企業精神、市場推廣和不斷上進提高生產力等多項因素。說到這點，我想起6、7年前跟一位美國朋友所談的一段話，當時美元低企，德國馬克和日圓創出新高，我這位朋友抱怨說許多國家（包括東南亞的經濟體系）正在操控匯價以提高貿易競爭力，令美國貨品相對變得昂貴，在海外市場非常滯銷。我回

應說，即使一些國家人為地將匯價壓低的說法是正確的，但美國製造商在打入亞洲市場時遇到困難，並不單純受到價格障礙；舉例說，香港平均住宅單位細小，大部分美製電冰箱卻又高又大，幾乎要佔去整個廚房的空間，試問銷量怎麼會好？還有，美製汽車不但體積龐大，而且更重要的是，作為汽車市場關鍵因素的售後服務卻根本不存在於香港，消費者又如何會問津？事隔數年，美國製造商已得到教訓，由產品類型以至質量均有改進，競爭力也比以前提高了不少。

香港要在聯繫匯率制度下維持競爭力，便要調整土地成本和工資等價格。現時這個調整過程已經開始，物業價格固然已回落，相信下一步租金也會下調。鑑於消費開支和勞動需求將會放緩，展望明年加薪壓力也會減少。我深信香港經濟憑着高度靈活性，將能有效地面對外來衝擊，迅速恢復競爭力。在過去13年來，香港製造產品出口的單位價值年度升幅僅為3%，與工業國家3.5%的通脹率比較為低，也遠低於以消費物價指數計的8%本地通脹率。這是本港製造商辛勤努力和創革變通的成果，他們充分利用了香港和中國內地的整合優勢，一方面維持在香港的服務和支援設施，另一方面則將土地和勞動密集的工序北移到內地。

最後我將以董建華先生出席溫哥華舉行亞太經合會議的話作結：香港具備強勁的經濟基本因素、穩健的貨幣和銀行體系、龐大的儲備，以及處理外來衝擊的高度靈活性，將會是今次風潮中第一個恢復動力的經濟體系。我們應該有信心，即使短期內市場波動較大，或不時出現發展過度的現象，而且調整過程中要承受痛楚，但最終經濟基本因素將能發揮應有作用。我們也應該有信心將可以共渡時艱，然後成為亞洲區內更強大、競爭力更高的金融和服務中心。就是憑著這份信心，我們過去克服了不少困難，我們現在也必然同樣可以闖過這個難關。謝謝各位。🍀