

有關聯繫匯率制度(聯匯制)的常見問題

1. 甚麼是聯繫匯率制度(聯匯制)？

香港在 1983 年 10 月開始實施聯匯制，其政策目標為貨幣穩定，即保持港元匯價穩定，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¹。

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。

2. 甚麼是浮動匯率制度？

在浮動匯率制度下，貨幣的匯率主要由外匯市場的供求力量所決定，但有些實行浮動匯率的經濟體系，其央行仍可能會在外匯市場進行干預，以避免匯率短期出現過

¹ 港元貨幣基礎的組成部分包括：(甲)已發行負債證明書和由政府發行的紙幣及硬幣；(乙)持牌銀行在金管局的結算戶口結餘總額，即總結餘；及(丙)未償還外匯基金票據和債券總額。

度波動。不過，亦有一些主要發達經濟體系，例如美國和歐元區，基本上容忍匯率自由浮動，甚少進行外匯市場干預。

理論上，採用浮動匯率的開放經濟體系，其央行可以使用利率等貨幣政策工具調控經濟。不過，匯率波動會逼使進出口商、投資者和集資者為其國際貿易和金融活動進行匯率對沖，增加了他們的交易成本。更甚的是，匯率變化往往是由資金流所帶動，不一定與本地經濟基礎因素配合。若市場氣氛轉變，資金流向更可以突然逆轉，造成匯率不必要地大幅波動。

如果央行想同時控制匯率和利率，則必須放棄資金自由流動，但資本管制會嚴重打擊國際金融業務，對國際金融中心來說並不可行。

3. 為甚麼聯匯制特別適合香港呢？

聯匯制適合香港這類小規模開放型的經濟體系。由於香港經濟增長主要由境外因素帶動，因此較大匯率波動所引致的代價遠高於因本地經濟環節波動涉及的代價。而且聯匯制是香港貨幣與金融穩定的支柱，經歷了多個經濟周期仍然行之有效，在過去三十年多次地區及全球金融危機中的表現也證實這個制度穩健可靠。

另一方面，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裏不一定能實現。央行理論上可以加息和讓貨幣升值去紓緩通脹，但根據很多新興市場的經驗，加息會拉闊當地貨幣和外幣之間的息差，而貨幣升值可能會製造更多升值預期，這些因素都會吸引資金和熱錢大量流入，從而減弱甚至抵消了緊縮貨幣政策的有效性。金融市場及宏觀經濟的風險因此可能會增加，因為貨幣升值的壓力在短期

內加劇，令遲些時候資金急速撤走導致貨幣大幅貶值的風險上升。作為國際商貿及金融中心的小規模開放型經濟體系，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。

瑞士近年的經驗更突出國際資金大幅進入所帶出的問題。在歐洲主權債務危機爆發後，避險資金源源不絕流入瑞士法郎，令瑞士法郎的匯率被大幅推高，引致經濟活動在 2011 年第三季顯著放緩，更在 2011 年 10 月物價變化轉為負數。由於干預匯市、量化寬鬆及調低利率等措施都未能遏止貨幣持續升值，瑞士央行於 2011 年 9 月決定為瑞士法郎兌歐元的匯率設定上限（1.20 瑞士法郎兌 1 歐元），才得以紓緩通縮的壓力。

4. 在聯匯制下，美國的寬鬆貨幣政策及弱美元是否引致近年香港通脹上升的主因？

香港通脹受多項內部及外圍因素影響。聯繫匯率並非推高香港通脹的主因。近年，受到食品及商品價格急升等全球因素影響，香港通脹上升。事實上，在 2011 年港元兌人民幣貶值 4.7%，但同期全球商品價格則上漲 26%。隨着全球商品價格略為穩定下來，香港通脹亦由 2011 年的 5.3%，逐步回落至 2012 年的 4.1%。此外，由於香港在服務項目的支出高於商品，商品（包括進口商品）只佔香港消費籃子約四分之一，因此匯率並非推高香港通脹的主要因素。

應注意的是，雖然香港一些鄰近經濟體系沒有採用固定匯率制度，但它們近年仍面對極大的通脹壓力。以新加坡為例，即使其貨幣在 2012 年兌美元升值約 6%，同期新加坡的通脹率為 4.6%，高於香港。新加坡的例子說明港元兌人民幣和其他非美元外幣貶值並非香港近年通脹較高的主因。

5. 浮動匯率制度可否解決香港物業市場過熱的問題？

資產價格變動受到很多不同因素影響，匯率只是其中一個因素。物業價格會因應利率、人口結構、土地及房屋供應，以及家庭收入前景等因素改變。很多實行較具彈性的匯率制度的新興經濟體系在過去幾年亦同樣要面對資金流入和資產泡沫的問題。舉例說，自 2009 年初新加坡元兌美元升值超過 20%，但物業市場和香港一樣，出現過熱的情況。因此新加坡當局亦推出多項措施使市場降溫，包括對境外人士購買新加坡物業徵收額外的印花稅。

有很多研究發現，貨幣政策並非調控資產價格最有效的工具。原因是酌情利率政策很難只針對個別資產市場來發揮作用，而不會波及其他金融市場及整體經濟。若需針對資產市場過熱，利率可能需要大幅調升，對其他經濟層面可能造成過度負面的影響。針對物業及個別市場的政策，例如房屋供應、宏觀審慎及需求管理措施，會更有效處理物業市場過熱的問題。

6. 由於美元匯價及地位日趨衰落，港元與一籃子貨幣掛鈎是否較為合適？

首先，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（見 A.7）。要知道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，與一籃子貨幣掛鈎的制度，仍然是掛鈎匯率制度（不論是固定或小幅調整匯率），香港同樣不會有獨立的貨幣政策。這個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，而且公眾亦難於明白。

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，三個月港元銀行同業拆息在 2012 年的平均息率為 0.44%，與同期的實際三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。

7. 即使聯匯制適合香港，但美元是否仍然是最佳的掛鈎貨幣？

基於以下原因，美元依然是最合適的港元掛鈎貨幣或“錨”。

第一，港元掛鈎貨幣必須可以完全自由和大量地兌換，並完全符合作為國際儲備貨幣的條件，以促使外匯市場操作和日常儲備管理。美元是國際貿易與金融交易中最常用的貨幣。美國和以美元計價結算的金融市場無論在深度、廣度及流通性方面都是全球之冠。另外，聯儲局維持美國低通脹率超過三十年，在維持價格穩定方面有良好往績。

第二，儘管內地與香港之間的經濟越趨融合，但是香港作為國際商貿及金融中心，經濟活動受中國內地與先進國家之間的貿易及資金流的影響，大於受內地本土經濟波動所帶來的影響。香港蓬勃的轉口和離岸貿易是一個明顯的例子。應該承認，全球經濟及金融環境仍深受美國影響。而香港作為國際金融中心，經濟周期和金融環境仍很大程度上受美國及先進經濟體系的金融環境影響。

8. 鑑於中港經濟日益融合，港元應否改與人民幣掛鈎？

中港經濟已日益融合，內地有關當局也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：

首先，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。

另一個作為掛鈎貨幣的主要先決條件是兩地經濟的周期波動須較為同步。然而，儘管中港貿易持續增長，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(見 A.7)。

9. 人民幣兌美元處於升值的強勢，港元與人民幣掛鈎不是對香港有利嗎？

有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。也有意見認為香港和

內地經濟已越趨融合，經濟周期似乎也更為同步，因此適合貨幣掛鈎。

值得注意的是，內地作為一個新興市場經濟體，在經濟發展及人均收入追趕先進國家的過程中，匯率會傾向出現持續升值的趨勢。自 2005 年 7 月人民幣匯改以來，人民幣實質匯率已上升了將近 40%，而名義匯率亦升值了接近 30%。除了人民幣作為掛鈎貨幣的先決條件尚未存在之外（見 A.8），港元與一個持續升值的貨幣掛鈎，可能會因為競爭力以及兩地經濟結構差異而出現以下問題：

- （一） 在人民幣匯率升值的中期趨勢下，港元與人民幣掛鈎會令港元兌其他貨幣升值。因此，港元升值會削弱香港的貨物及服務出口競爭力，尤其是旅遊業和其他相關行業。由於香港的出口、物流、旅遊等行業佔香港經濟活動比重很大，不論在本地生產總值方面或就業方面都達到三成左右，影響不可小覷。而內地遊客對香港餐飲、零售、酒店住宿這三個行業的業務收益貢獻特別大。因此，這些僱有大量基層勞工的行業會首當其衝。
- （二） 雖然香港和內地經濟已越趨融合，但是中港兩地經濟結構及生產力增長速度仍存在重大差異。因此在人民幣匯率升值的趨勢下，一旦港元與人民幣掛鈎，雙邊匯價不能調節，香港就可能承受本地價格（包括工資，物價及樓價等）下調的壓力，甚至要面對結構性通縮。要對抗薪酬下調唯一的方法就是增加勞動生產力來減低單位勞動成本（unit labour cost）。但香港經濟發展成熟程度較高，勞動生產力難以像內地一樣持續大幅增加。根據金管局估計，過去十年香港勞動生產力平均每年增長 3-4%，遠低於內地接近 10% 的平

均每年增速²。因此本地工資將很可能承受下調壓力，進而拖累本地需求，打擊就業和實體經濟。

10. 即使維持聯匯制是香港最佳的政策選擇，是否有空間可以推出技術措施，進一步優化聯匯制，令制度更具彈性，例如重訂與美元掛鈎的水平或擴大兌換區間？

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。

金管局因應亞洲金融危機於 1998 年 9 月推出七項技術性措施，以鞏固貨幣發行局制度，減低港元受到炒家操控的機會。此外，金管局又在 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。金管局因應市場環境的變化，不時檢視聯匯制度的運作，不排除在有需要時會推出措施，優化機制。但目前我們並不認為有這個需要。

11. 國際貨幣基金組織對聯匯制有何看法？

國際貨幣基金組織每年都會對香港的貨幣、金融和經濟體系進行評估（Article IV Consultations），多年來均明確支持香港的聯繫匯率，認為聯繫匯率是一個簡單、具

² 勞動生產力是指每單位勞動力的實質產出，有多種計算方法。但由於中國內地並沒有實質工時的數據，為方便比較，這裡的勞動生產力以實質本地生產總值除以總就業人數來計算。中國內地數據來自經濟合作與發展組織(OECD)，香港的數字則以統計處的數據計算得來。

公信力、透明、並廣為各界了解的匯率制度，有助香港維持貨幣與金融穩定。

基金組織認為香港完全符合維持現行匯率制度的先決條件，包括靈活的經濟體系、長久以來的審慎財政紀律，以及穩健的金融監管。而港元現時的實質匯率水平亦與經濟基本因素大致相符。繼續維持聯匯制的理據非常充分。

基金組織亦認為有關放棄聯匯制而改用其他匯率制度的建議欠缺說服力。聯匯制較其他匯率制度更適合香港。

12. 隨着離岸人民幣市場在香港發展，港元會否被邊緣化？

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。其實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。在這方面，香港市民對港元的信心仍然非常高。自 2008 年底以來，本港銀行體系的人民幣存款隨著人民幣業務的發展而大幅增長 12 倍，至今年 8 月底的 7,095 億人民幣，約佔整體存款的 10%。但期內港元存款亦大幅增加至 42,050 億港元，其佔銀行整體存款的比率，仍一直維持在過去二、三十年 50% 左右的水平，這反映港元存款並未因為人民幣存款增長而出現流失。事實上，香港作為國際金融中心，本港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的情況相若。

雖然在本港市場流通和使用人民幣隨著訪港內地旅客增多而有所上升，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 年底的 1,080 億港元，增長至 2012 年底的 2,920 億港元，而其佔本地生產總值的比率，期內亦從 8% 上升至 14%，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。

香港金融管理局
2013 年 10 月 14 日