

鄭國漢、雷鼎鳴

合編

為港元危斷症

匯訊出版有限公司



鄭國漢、雷鼎鳴

合編

為港元危機斷症

匯訊出版有限公司

香港經濟學家論著系列

為港元危機斷症

作者 : 鄭國漢、雷鼎鳴合編
封面設計 : 梁奕山
出版 : 匯訊出版有限公司
地址 : 香港德輔道中 317 - 321 號
啟德商業大廈 605A 室
網址 : <http://www.infowidemulti-media.com>
電子郵箱 : infowide @ netvigator.com
電話 : (852) 28512600
傳真 : (852) 25813555

發行 : 利源書報社
地址 : 九龍旺角洗衣街 245 - 251 號地下

版次 : 一九九八年一月初版
ISBN : 962 - 8383 - 08 - 6
承印 : 亨達印刷公司

版權所有 翻版必究

作者簡介

鄭國漢

科技大學經濟系教授及系主任。研究範圍包括國際經濟、市場結構理論及科技創新與模仿。有關香港的經濟專著包括《港口設施及貨櫃處理服務》與王于漸合著），以及《競爭政策與企業監管》（與武常岐合著）。

雷鼎鳴

科技大學經濟發展研究中心主任。研究興趣主要包括經濟增長理論、貪污經濟學、宏觀及貨幣經濟學、退休保障及香港的經濟問題。除了國際專業期刊的論著外，編著有《中國經濟改革》、《用經濟學做眼睛》、《生活經濟禪》和《風眼中的經濟學》等書。

陳家強

科技大學商學院財務系教授及系主任兼任商學院副院長。陳教授在美國唸大學，於芝加哥大學商學院取得商管碩士及財務學博士學位。在八四至九三年期間，任教於俄亥俄州立大學。

2/10/11

陳乃虎 科技大學財務系教授，也是美國加州大學Irvine校園的財務教授。持有布克萊的數學博士及加州大學洛杉磯分校的財務學博士學位，曾在芝加哥大學財務系任教多年。

關蔭強 曾任芝加哥大學商學院助理教授，現任教於科技大學經濟系，兼任科大經濟發展研究中心研究員。研究領域包括計量經濟學、宏觀及貨幣經濟學、香港及中國經濟。論文散見於專業國際期刊。他與普林斯頓大學鄒至莊教授合著的關於中國大躍進的論文，獲得「太平洋經濟評論」(Pacific Economic Review)第一屆最佳論文獎。

陳永豪 科技大學財務系客席助理教授。九二年在香港大學獲一級榮譽學位，主修經濟學及統計學的社會科學學士。九七年在香港科技大學取得財務學博士學位。研究興趣主要包括衍生工具定價及風險管理。

序

去年十月，當港元受到第二次衝擊時，科技大學財務系及經濟系很多同事都極為關注。在十月底，鄭國漢組織了一個內部座談會，討論對策，反應十分熱烈。其後的一個多月內，七位對匯市有研究興趣的同事幾乎天天走在一起，激辯大量與聯繫匯率有關的問題。這七位同事是財務系四位陳姓教授，陳玉樹、陳永豪、陳乃虎和陳家強，及經濟系的關蔭強、鄭國漢和雷鼎鳴。

這一個多月的辯論過程是一種很新鮮及奇特的經驗。七位同事對聯繫匯率都沒有個人的理論偏見及預先設定的思想約束，當某新論點出現時，所有的人，包括提出該論點的人，都會努力找尋理據批判這個論點。在高壓及密集的思想衝擊下，我們發現了一近乎奇蹟的現象，本來

各有獨立見解並自信心堅強的七位經濟學家，按着理據的指引，竟慢慢地達到了某種共識，而且在後來社會上對我們意見的眾多反應中，幾乎沒有甚麼論點是我們未事先預期過的。這種在壓力鍋中逼出的思想跳躍，似乎也是做學問的一種有效途徑。我們把意見向一些國際上的專家請教，得回的反應使我們增加了信心，經濟學諾貝爾得主默頓·米勒(Merton Miller)一直都關注我們的研究，他對我們論點的認可，更使我們感到鼓舞。

這七位同事的觀點，若要勉強作一總結，可能包含了五點。第一，聯繫匯率是一個很好的制度，若把它放棄，後果不堪設想，香港絕不應放棄，而且亦有足夠財力去捍衛。第二，現時金管局所倚靠的加息方法，亦即香港社會上俗稱的「任一招」，在理論及實踐上已經過時，並不是可靠的捍衛聯匯制的工具。第三，對金管局過去偏離了經典的「貨幣發行局」(Currency Board)的一些規則(Rules)而改按酌情權(Discretion)辦事，我們有很大的保留。這點香港大學的張五常及李浩早已有所批判，珠玉在前，我們便較少論及。第四，美元化，亦即立法容許香港的資產負債用美元結算及增加在港使用美元的比率，是徹底避免港元危機的辦法，而且符合基本法。第五，設立一種特別的美元資金調節機制，可有效減少外來震盪對香港的負面影響，但它有局限性，對於真正威力驚人的衝擊，它並不足以捍衛港元。

本書收集的文章，散見於各報刊，部份是第一次發表。第一篇（雷鼎鳴及關蔭強執筆）及第二篇（鄭國漢執筆）是總結及綱要式文章，解釋我們的思想脈絡。其後十篇則各自針對我們具體的建議及社會上的一些觀點，逐項評析。每一篇文章都是作者本人文責自負，與編者無關。

本書的編印，主要是受到匯訊出版社的陸錦榮先生敦促所致。各篇文章，不應視作定論，我們最希望本書能刺激到讀者對聯匯制的討論，並且早日找到方法平息這次金融風暴。對於各方意見，無論是贊成或反對我們觀點的，我們都十分感謝。沒有這些意見，我們很難把要講的話鮮明的說出來。

鄭國漢、雷鼎鳴 識

一九九八年一月十三日於科技大學

目錄

序	鄭漢國	雷鼎鳴	1
不勝而屈人之兵		雷鼎鳴	7
捍衛聯繫匯率的核心問題就是信心	鄭漢國	鄭漢國	21
「二陳方案」並非派大包	鄭漢國	鄭漢國	31
「亞洲風險」的片面性	鄭漢國	鄭漢國	43
捍衛港元的核心問題	陳家強	陳家強	45
捍衛港元方案	陳乃虎	陳永豪	53
捍衛港元方案再探討	陳永豪	陳永豪	61
「七傷拳」政策可保港元？	關蔭強	雷鼎鳴	85
部署美元化可解港幣危機	雷鼎鳴	雷鼎鳴	97
貨幣聯盟和美元化	關蔭強	關蔭強	103
為美元化釋疑	關蔭強	關蔭強	109
為甚麼高息不是捍衛港元的可靠方法	雷鼎鳴	雷鼎鳴	115

不戰而屈人之兵

雷鼎鳴

科大經濟發展研究中心主任

關蔭強

科大經濟發展研究中心研究員

香港的經濟實力雄厚，基調良好，早為世界財經界所確認。但在多間主要上市公司錄得驚人的巨額利潤後，恆指卻在兩個多月內下跌七千點，賬面的損失高達二萬多億元，就算扣除股值中重複計算的部分，港人賬面財富下降的幅度，仍等於接近十個飛機場的成本，每一家庭平均大約有一百萬元財富不翼而飛，形勢之慘烈，幾乎史未曾有。

今次股災，顯然是炒家利用東南亞貨幣動盪的機會，狙擊港元所觸生，這次經驗告訴我們，

在世界經濟趨向一體化中，一個國家或地區就算發展得很好，也可以禍從天降，受到別國金融危機的衝擊。現在香港又再成為世界的焦點，若香港聯繫匯率守不住，南韓的貨幣多半不能倖免，日本相信也不能獨善其身；日本經濟若不妥，美國也隨時可出現股災。經濟學諾貝爾獎得主米勒（Merton Miller）最近便對科大同事陳乃虎兄說，他正在擔憂現在會不會發展至一九二九年的局勢。這雖然有點危言聳聽，但我們不可等閒視之，金融政策的一些錯誤，有時的確可帶來災難性的後果，二九年的大蕭條，正是被當時未察覺到的貨幣大緊縮所引致。《明報》主筆憑他新聞觸覺警告筆者，我們應放下一切工作專心研究今次港元動盪，否則香港經濟學界的信譽便要受損；害得我們近日茶飯不思，天天反覆論證有關聯繫匯率的問題，現在我們自覺對聯匯制的認識，比兩年前剛開始這方面的研究時遠為深刻。

聯匯制度必須維持

我們知道，在東南亞的貨幣貶值後，港元便變得很貴，若香港的物價不下調的話，競爭力會大受影響。我們也知道，物價（尤其是薪金）下調的速度不會很快，遠不及匯價貶值般有立竿見影的作用。但我們還是認為保持聯繫匯率利遠大於弊，這起碼有三個原因：

第一，據去年我們完成一個定量研究顯示，聯匯制的確使到香港的經濟更為穩定，而且束縛著政府，使其理財方法小心謹慎；

第二，若現時聯匯制失守，我們不知道港元會下降至甚麼地步。人民一旦信心虛浮，便會要求外國用外幣而不是港元去購買港貨，香港就算經濟及出口都很好，也不一定穩得住港元匯價。東南亞諸國宣布用浮動匯價後，幣值便一直下降，現時仍尋不到底；

第三，香港若放棄聯匯制，對香港要發展成為一真正世界級金融中心這一目標，將會是一個嚴重挫折，外國及中國大陸的資金願意來港，相當大程度是因為香港匯價穩定。若大陸的國企不願意利用香港來融資，香港的股票便主要是為一個城市而不是一個國家服務，市場格局有限。

要知道聯匯制是否可保得住及應該用甚麼方法去捍衛，我們必須先對這制度有深刻了解。香港的聯匯制是所謂「貨幣發行局」(Currency Board)的一個變種，經典的貨幣發行局運作很

簡單，假如你把一美元存放在我處，我便給你七點八港元現鈔；你若把七點八港元交回給我，我便把一美元退還給你，經典的貨幣發行局有如存款銀行一樣，來的美元是存款，兌換的港元是存摺，憑此存摺隨時可取回存款，貨幣發行局是一個嚴格按規則辦事的制度，它不涉及任何可以隨意改變的貨幣政策，貨幣的現鈔數量是被動的由市場決定，但兩種貨幣的兌換比率卻是固定不變的。在一般的情況下，貨幣發行局制度的確是穩如泰山，但香港的聯匯制仍有幾個弱點，必須我們正視。

聯匯制度的幾個弱點

第一，香港流通的現鈔雖有超過百分之一百外匯儲備作支持，銀行存款卻非如此，金管局收到一美元的「抵押」後，才容許銀行體制多發行七點八港元現鈔，但有了這現鈔後，銀行卻可以通過信貸以倍數地多製造存款。香港現有的港元總貨幣量 $M3$ （已含現鈔及各種存款）超過

一萬七千億，但外匯總儲備量卻尚未達到七千億，七千當然不是一萬七千的百分百儲備，所以若港人產生恐慌，把大量的港元存款轉為外幣存款，金管局終會彈盡糧絕，因為後者亦需要外幣資產作支持。

第二，聯匯制的所謂「自動調節機制」並不可靠。當炒家狙擊港元，或人民失去信心進而沽出港元時，港元的供應自會短缺，進而推高利率。有人認為這樣會提高港元的吸引力，因而保障到港元的匯價。在正常或者是沒有風險考慮的情況下，這的確很有效，但假如港元利率升得很高時，效果卻會適得其反。假設美元存款利率是百分之五，港元是百分之十，人們便難免會問，為甚麼港元利率會高出這麼多？答案是市場正在告訴我們，港元風險大增，所以要用較高利率去補償。港元美元之間的息差，正好等於風險補貼（Risk Premium），息差愈高，愈顯示出有更多人對港元投不信任票。在草木皆兵的恐慌時，港元利息愈高，港元的沽壓便愈大。靠加息去捍衛港元，可以是無效甚或危險的事。

第三，這個涉及貨幣發行局的歷史。貨幣發行局源於一八四九年的英國殖民地毛里裘斯，此後大多數貨幣發行局都在英屬殖民地出現，而且與英鎊掛鉤。英國這個宗主國地位很重要，一旦某殖民地的貨幣受到衝擊，在最後的關頭，英倫銀行總可以出面支持，而英倫銀行理論上

可以大量供應英鎊去支援，所以殖民地的貨幣發行局應十分安穩。不過，現在的貨幣發行局已經不再一定與英鎊掛鉤，港元雖與美元掛鉤，但美國不是香港的宗主國，並無責任用美元去幫助香港保衛聯匯制。中國雖然是宗主國，但根本不可能無限量供應美元，沒有宗主國作為最後關頭的借貸人（Lender of last resort），聯匯制的穩定性會下降。

諱疾忌醫 貽笑國際炒家

聯匯制既有這些弱點，當然絕不是水火不侵的制度。香港財金管當局的負責人諱言這些弱點，是情理之事。但不說不等於它們不存在，更加不等於國際匯市大炒家不知道這些弱點。當炒家狙擊港元時，有一種十分奇怪的說法，炒家來犯，只是因為他們不明白香港的聯匯制原來是刀槍不入的，他們的一時胡塗害己害人，只要向他們多作解釋，狙擊之風便會平息。對那些近來在遠期港匯及期指中上下其手獲得巨利的炒家而言，這種看法當然十分有趣。更正確的態