

經濟破舊未立新 歐美摸索香港愁

鄭宏泰 陸觀豪

8月底，美國聯邦儲備局主席鮑威爾(Jerome Powell)借公開場合透露，調整長期貨幣政策，通脹目標2%不變，但改為平均值，至於具體實施有待說明。消息公布後，眾說紛紜，毀譽參半，正反兩派爭議不休。不論是否投石問路，國內外引起頗大迴響，且聯邦儲備局更鮮有地跟進解釋理念，與人有意運籌帷幄之感。

儲局改通脹目標 港官乏跟進

貨幣政策調整，對經濟民生之影響不一，百業有得也有失。不過時機敏感，接近總統大選投票日，難免啟人疑竇，而聯邦儲備局矢口否認有政治考慮。時移世易，香港與美國經濟貿易關係不如以前密切，然而港元掛鈎美元，聯邦儲備局變成有實無名之「最終貸款人」，特區猶如局中人而非局外人。形勢比人強，美元貨幣政策調整，港元豈能置身度外，仍可事不關己嗎？

環球抗疫防疫，各地疲於奔命之餘，也惆悵經濟基礎轉變，破舊而未立新，傳統理論過時，探索復元之路，猶如摸着石頭過河。眾所周知，聯邦儲備局有兩大職責，促進就業及穩定物價。所謂虛則實之，實則虛之，是回調整政策，時機及公布之選擇，皆出乎意料，也令人有所遐想。撇開有否出口術之嫌不談，通脹目標改為平均2%，意味着容忍通脹超越2%，目標要刺激經濟可謂不言而喻。極端情況下，通脹前後4年從0%拾級而升至4%，平均又不高於2%，也合乎政策，現實卻與連年通脹2%，有天淵之別。不過鮑威爾主席一貫語焉不詳，諱莫如深，而香港財經官員也未有認真跟進。

基層變相減薪 加劇貧富差距

就業與通脹關係是經濟學入門必修課題，著名之「菲利浦曲線」(Philips Curve)，大眾耳熟能詳。原始理論緣自早年研究英國勞動力市場，發現失業高則工資趨跌，反之亦然，失業低則工資趨升。有學者深入研究，再發現失業升則通脹率低，失業跌則通脹率高，短期明顯而長期難測。不過歐美發達經濟相繼轉型，服務(第三級)產業主導，取代製造業(第二級)，就業與通脹關係變得反覆。無怪貨幣學派泰斗

佛利民(Milton Friedman)力排眾議，預言上世紀七十年代(1975至78)滯脹(stagflation)難逃，一語成讖，應驗失業與通脹率可以齊升。

是回瘟疫曠日持久，外貿幾乎停頓，經濟重創，各地貨幣財政措施雙管齊下，放寬銀根，赤字預算，催促復元步伐，利息必然偏低，甚至零息。適值失業大幅回落至8.4%(8月份)，聯邦儲備局順水推舟，借勢調整政策，放寬通脹，卻未交代如何促進就業及穩定物價，以至帶動經濟增長？其實新政策並不新，擴大菲利浦曲線理論，加入經濟增長(GDP)目標，變成就業、通脹、增長三維互動。問題是超低利率環境下，高通脹是否高增長？低通脹是否低增長？智庫及學者皆存疑。

綜合各方評論，若通脹率平均2%，意味着實質負利率2%，有利借貸負債而不利貨幣資產，勢必加劇貧富差距。此外貨幣購買力36年後損失過半，若工資追不上通脹，變相年年減薪，影響基層民生頗大，種下社會矛盾，不可忽視。通脹重現，長期利率那會停滯不前？對置業借貸按揭、企業債券融資等長期財務安排，有形及無形影響難料。

資產節節漲價 蠶食社會穩定

故此聯邦儲備局公開市場委員會之聲明，措詞耐人尋味。聲明首先重申以全民就業為政策目標，措施應因時制宜，按實際差距而定。其次通脹多年低於2%，今後將調整政策目標，容忍稍高於2%，以達至平均2%。其三面對低息以至零息之現實，貨幣政策不免受客觀因素掣肘。然而，官方自說自話，混淆超低息因果，有迴避現實之嫌。

經濟全球化，貿易多邊互動，發達經濟以服務消費主導，新興經濟以製造業主導，相輔相成。瘟疫肆虐，服務消費淪陷，貿易往來停頓。獨步單方量化寬鬆加赤字預算，保就業、促內銷、挽經濟、穩民生，即使力挽狂瀾，成效卻成疑，既不治標也不治本。

其實10年來聯邦儲備局掩耳盜鈴，金融後院失火波及全球，再三推出量化寬鬆救市，先天具有通脹效應。傳統消費指數未反映現實，若租金跟隨樓價上升，而收入落後形勢，家庭開支此消彼長，基礎模式與現實脫節，影響指數準確性。以美國一家四口受薪階級為例，去年稅後中位收入約51714美元，新落成住房中位租金約19440美元，相等於收入37.6%，而消費指數之權數仍停留在21.4%，相距甚遠，難免偏

差。

更需關注者，是有形資產節節漲價，有產者愈富，無產者愈貧，蠶食社會定海神針。此外干預債券市場，購買國庫債券，貼現企業票據等舉措，變本加厲，資金泛濫，借貸成本低處未見低。新晉行業集資不難，交易所見獵心起，爭取初創企業上市，取代傳統私募或創業基金之角色。儘管瘟疫嚴峻，歐美股市大漲小回，便是此道理。

港三級產業不全 貿易主導

香港是自由商埠，中國特別行政區，港元掛鈎美元，與美國經濟金融關係微妙，既矛盾也緊密。瘟疫嚴峻，同病相憐，消費服務產業一落千丈，經濟告急。不過美國是大陸型經濟，三級產業齊全，內部消費主導，出入口貿易居次。香港是彈丸之地，三級產業不全，出入口貿易主導，內部消費居次。美國原是最大貿易夥伴，時移世易，內地早已取而代之，而中美港三地之經貿金融關係，也有實際變化。

傳統宏觀理論，以個別經濟為主體，自給自足之餘，互通有無，組成環球經濟，分工合作，互惠互利。外匯交易源自有形商品貿易及無形服務貿易，匯率固定，調整視乎長期外貿盈虧。上世紀七十年代，美元本位制度取代黃金匯兌本位，貨幣進入浮動匯率年代，演變成商品，交易倍增，環球外匯市場應運而生。香港先天後天條件皆優越，市場開放，進出自由，成為亞洲時區之要塞，與紐約及倫敦齊名。

浮動匯率及環球交易顛覆傳統理論，外匯市場反客為主，貨幣政策受制於「三悖論」(Impossible Trinity)。匯率、利率、資金之管制，可擇其二而不可兼得。換言之，若匯率及利率固定，必須放棄資金管制，而港元聯繫匯率是典範。

明日大嶼遠水難救近火

金融全球化也顛覆傳統生產理論，催生經濟全球化。傳統理論有三大要素：勞工、土地、資金；勞工及土地不流動，而資金也流動有限。中國牽頭改革開放，引進外資及科技，以出口加工代工主導，改造產業結構，提高產能效益，促進經濟增長。關鍵是外資即買家，產銷有保證，釋放勞工生產力及優化土地經濟，也可以說變相「輸出」人和地賺取龐大外匯。其後東歐接力，借鑑改革，與中國及中美洲連成環球加工代工帶。供應鏈及需求鏈全球化，主客易位；環球

經濟自成主體，個別經濟變成單位，兩者之間也催生經濟同盟，推翻傳統經濟理論之框架。

簡言之，環球化突飛猛進，受惠於資訊科技及航運發達，物流管理得心應手，產品價廉物美。傳統理論已遠落後於現實，學者還未及提出新理論之際，又節外生枝。環球抗疫防疫大半年，航運幾乎停頓，外貿需求鏈及供應鏈支離破碎，經濟大倒退，環球化之盲點，暴露無遺，各地政府自顧不暇，無法獨力挽狂瀾。環球經濟陷於災難，如何重建供應鏈及需求鏈，學者智囊也眾說紛紜，未有良方妙藥。

形勢比人強，香港首當其衝，無從轉化優勢為外匯之際，聯邦儲備局調整通脹目標，衝擊經濟基礎。癥結是與內地經濟密切，港美經濟循環分歧，但通脹被迫同步。同樣「派錢」帶動內部需求，美國之經濟效益較香港大，復元較快，可以承受較高通脹，再加快步伐。

通脹升美元弱，聯繫匯率制度下，港元同步弱勢，被迫輸入通脹。在零息環境下，通脹加深負利率，有利借貸投資，樓價高企之老問題，揮之不去。若政府冥頑不靈，不檢討「逆周期措施」得失，不鬆綁住房轉手市場，恢復正常流轉，租置者皆有其屋，怎能徹底解決問題？明日大嶼，肯定遠水難救近火。

認清聯繫匯率及早作部署

近來香港捲入中美爭拗，政府重申聯繫匯率不變，強調掛鈎美元是自主選擇，其實以偏概全。新冠狀病毒肺炎肆虐，全球經濟陷入危機，各家忙碌自掃門前雪，無暇兼顧他人瓦上霜。聯邦儲備局調整貨幣政策，無可厚非，殃及港元與否，並非其考慮之事，也顯露香港聯繫匯率之兩大盲點。若外匯收入不繼，貨幣局制度難以維持。若美元調整貨幣政策，港元完全處於被動，只能逆來順受。若兩者同時出現，有如屋漏兼逢連夜雨，禍福難料。香港受制於貨幣三悖論，若財經政策仍抱殘守缺，不懂變通，未能因時制宜，又怎能疫後迅速重生？日後又怎能趕上環球經貿復元列車？處此關鍵時刻，特區財金高官，實應認清聯繫匯率的客觀現實，及早作出部署應對，以防坐困愁城。

鄭宏泰是香港中文大學香港亞太研究所副所長(執行)、社會及政治發展研究中心主任；陸觀豪是退休銀行家，香港亞太研究所名譽研究員、工商管理學院客座教授