

屋漏兼逢連夜雨 走資困惑虛還實

鄭宏泰 陸觀豪

近月來新冠病毒肺炎變本加厲，各地疫情反覆，打亂經濟復原計劃。香港更連環爆發感染群組，區域分散且源頭不明。政府再三收緊措施，加強檢疫防疫，阻截瘟疫蔓延。經濟再陷停頓，復原步伐再放緩，短期難見曙光。

屋漏兼逢連夜雨之際，中美交惡，外交對碰二連三，金融、科技成為爭奪關鍵，不但令香港科技交流前景未卜，影響香港作為國際經貿、金融、創新中心前途，更掀起走資困惑。

瘟疫肆虐，環球經濟陷入非典型衰退，情勢前所未見。上半年歐盟經濟縮減，一筆勾銷過往15年增幅，可見一斑。美國凱盛通投資管理公司(Hoisington Investment)今年次季《市情通訊錄》，指出四大因素困擾之下，經濟復原需時，低通脹甚至通縮、高失業、低經濟增長等問題將困擾多年。

其一、全球經濟幾乎同步停擺，乃歷來罕見。中國次季產出(GDP)增加2.5%，冠於各地，但乏力拉動全球經濟。依賴代工出口，歐美不景氣，難以獨善其身；以內部建設及消費帶動復原，再而衰、三而竭，乃經濟規律。

其二、需求鏈及供應鏈支離破碎，環球貿易萎縮，傳統經濟火車頭欠缺動力。各地民族主義抬頭，狹隘得失爭拗再現，貿易摩擦頻繁，壁壘故伎重施。

其三、各地政府不約而同增加公共開支，保就業、扶企業、振經濟，冀減低影響。國庫公債對總產出比率，飆升至史無前例之高點。經濟不景氣，資金泛濫，供求錯配，在所難免，間接削弱企業融資，長遠不免擾亂正常產出。

其四、今年人均產出萎縮之大，應該是個半世紀以來僅見，也是1945年以來跌幅最大者。故此復原期難以預料，時間預計頗長。

半年以來，飽受瘟疫煎熬，中小企業辛酸不足為外人道。香港經濟有如美國，以服務及消費為骨幹，中小企業榮辱至為關鍵，在衰退蕭條時，也打擊至大。抗疫政策反覆，小商人無所適從，大眾就業難保，也令創業守業夢碎。

中小企業成功之道在於專注本業，捨短取長，公共衛生問題，依從政府指示。早前疫情放緩，似乎受到控制，5月中及6月中父親節及母親節之前，先後放寬社交間距及聚會限制。當時消費及服務行業心懷希望，滿以為即將雨過天青。誰料好景不常，踏入7月情勢急轉直下。社區爆發不可收拾，政府急忙收緊措施，加倍限制防疫。

紓困措施粗枝大葉

香港商業統計欠完整，難以掌握市場實況，全面評核社交限制之影響，以至保就業、振經濟措施之效益。反觀美國共有3075萬家中小企業，佔總數九成多，僱用5992萬人，佔總數近半。大小智庫緊追迫，資料豐富完備，分析深入充分，不妨借鑑，以管窺豹。

瘟疫捲土重來，對經濟無疑落井下石，元氣尚未恢復，企業再受打擊。基本問題是大眾足不出戶，購物限於必需品，欠心情消費，甚至轉移網上交易。美國芝加哥大學佛利民研究所搜集流動電話數據，分析225萬家商店人流，發現大眾自覺性高，早在政府實施限制以前已銳減。此外最高檔者減幅最大，而最低檔者減幅最小。風雲變色，既有商業模式，利弊顛倒，實措手不及。

故此《瘟疫救助紓困及經濟保障法》(CARES Act)，設置「就業保障計劃」(PPP)應急，協助中小企業渡過難關。可是實務與構思始終有距離，首期撥款僅多粥少，用款限制反令高租金區之商戶未能受惠等，障礙頻生。時不我與，撥亂反正之際，有商戶已結業，也有裁員自保，效益大打折扣。

綜合官方統計，約有3200萬人正領取失業保障，而在職人士(全職及兼職合計)共1.57億人，官方失業率是20%。其實兼職者未必合資格領取失業保障，餘此類推，實際失業率應該不少於23%，影響經濟之大，可想而知。

不過高消費群組之減幅遠較低消費群組大。據睿智市情研究所(Quill Intelligence)分析，按7月8日統計，高消費群組，較年初瘟疫前減少10.8%，中群組減少5.5%，低群組減少1.9%。所謂多賺多花，以高薪之40%群組計，佔消費61%，相等42%產出。可想而知，消費縮減，牽一髮而動全身。非常時期，失業保障救急，維持民眾生計之外，也是中小企業以至整體經濟之活命靈丹。

香港與美國同病相憐，不過紓困措施粗枝大葉，尤其「保就業」補助計劃。最顯著分別是，美國採取標靶政策，針對中小企業困境，失業援助與就業保障雙管齊下，穩定民心鞏固經濟。香港則大中小企業一視同仁，有若漁翁撒網，收穫未知。大企業底子厚，以億元計補貼只是錦上添花。中小企業底子薄，數十萬元補貼雖是雪中送炭，卻未必能持撐活命。此外大企業即使是業主，援手減租，共渡難關，也有底線，尤其是上市公司。

不過美國標靶措施也掛一漏萬，中小企業周轉艱難，仍掙扎求存。大企業財力較佳，討價還價實力較強，能爭取較優待遇，來貨價更低、除賬期更長、租金減幅更大，融資渠道更多。智庫權威莊莫敦(John Mauldin)稱之為「非創造性保障論」(non-creative protection)，與經濟學大師熊彼得(Joseph Schumpeter)之「創造性破壞論」(creative destruction)正反互見。難怪次季經濟下滑9.5%之多，折合全年下跌近33%，創新紀錄。

傳統優點變成缺點

中美交惡未見和緩，反變本加厲。近日爭拗頻繁，各執一詞，更付諸行動，關閉對方總領事館。香港是自由商埠，左右逢源，無奈陷於夾縫中，傳統優點變成缺點。百八年以來，憑藉先天地利，鄰近廣州通商口岸，及後天人和，以華洋共識規矩(香港例)買賣，以雙方共識貨幣(香港元)交易，穩坐離岸商業貿易中心。香港在1997年回歸中國，實行「一國兩制」，正是維持此微妙角色，鞏固此特殊地位。

英鎊於1972年浮動，港元轉鈎不改制，前後正式及非正式改掛鈎美元。自1983年更恢復傳統貨幣局制度，聯繫滙



■港元聯繫滙率制度之本，建基賺取外滙盈餘，增加貨幣發行，支持經濟增長。(中新社圖片)

率官價兌7.8，而聯邦儲備局變成港元有實無名之「中央銀行」。

不過香港屬地方政府，不能直接交易，貨幣儲備等外滙存放商業銀行(花旗、大通等)，信貸及交易風險難以迴避。若無美方監管配合，實難安枕無憂。中美劍拔弩張，美方一改過去樂觀其成態度，甚至想藉此反制中國，系統性風險難免，引發資金流失避險之隱憂。

存系統性風險隱憂

港元聯繫滙率制度之本，建基賺取外滙盈餘，增加貨幣發行，支持經濟增長。外滙定義，指美元及可自由兌換之貨幣，人民幣有外滙管制，離岸賬戶始算作外滙。瘟疫肆虐，環球經濟不景氣，外貿投資萎縮，公幹旅遊停滯，香港首當其衝，經濟下滑，失業飆升。政府束手無策，濟眾治標不治本，反而消耗財政儲備。內外交困，民心忐忑，資金流走之疑慮，空穴來風，卻傳聞不絕。

附表比較今年新冠肺炎與2003年「沙士」肺炎時期，資金進出統計。香港金融統計未夠精密，只可粗略分析。港元M3增減，可分拆為本地信貸增減、外滙淨進出及其他淨資產增減。若有資金流失，貨幣銀根收縮，港元滙率偏軟，接近7.85弱方官價；銀行清算結餘偏低，按今天實務要求，是對活期存款(往來及儲蓄)之比率跌破1%。

「沙士」肺炎在2003年第二季爆發，按季分析外滙淨進出統計之「貨幣金融」部分，顯示全年淨流入而非流失。其實2003年上半年，銀行結餘比率(0.1%)按當時實務屬正常，港元滙率穩定於官價7.8。各項統計互相印證，無資金流走

問題。新冠肺炎今年初爆發，首季外滙淨進出統計之「貨幣金融」部分縮減，是外滙基金調節債券發行，與「銀行業務」部分，互相抵消有餘。次季大致不變，不過「貨幣金融」部分之增幅，抵消「銀行業務」部分之減幅有餘。上半年共有64隻新股上市，集資875億港元，資金重複積壓，港元緊絀，拆息偏高。況且有外滙參與，滙率偏強(7.75)，銀行結餘比率偏高(1.4%-4.5%)。綜合而言，未見資金流失跡象，不過政治陰霾籠罩，系統性風險仍隱憂，須防形勢有變。

慎防政治騎劫經濟

上月底英國《經濟學人》周刊(23/7期)之封面專題，是「免費錢」(Free Money)，分析新冠肺炎或改變宏觀經濟路向。回顧1970年代，佛利民貨幣學派抬頭，取代凱恩斯需求學派，政策從緊不從寬；及至1990年代，中央銀行脫離政府體制獨立，皆影響環球金融經濟路向。是回瘟疫肆虐，政府不惜推低貼現息，廣發公債、增發貨幣、干預資金市場等，非常措施救亡。不同年代，有不同挑戰；1930年代是力挽蕭條狂瀾，1970及1980年代是擺脫滯脹困局。今天調節經濟循環，扭轉金融危機之際，慎防政治騎劫經濟，進退維谷。

全球經貿近乎停擺，以旅遊業為例，聯合國估算首5個月損失達3200億美元收入，3倍於2009年金融海嘯。外滙收入不繼，香港身陷困境。回顧「沙士」肺炎疫後，與內地達成「緊密經濟合作協議」(CEPA)，北水南下，氣象一新。當年人民幣仍未改制，南來者是國家外滙。時移世易，離岸人民幣市場龐大，套滙頻繁，即使依樣畫葫蘆，相信也效益不彰，更遑論當前社會嚴重撕裂，部分市民對內地旅客來港有抗拒之心。

中美摩擦未了，可能更趨激烈，金融及科技系統性風險，不可忽視。港元聯繫滙率根基有隱憂，影響國際經貿金融中心前景。香港-深圳躋身環球創新科技帶之三甲，中外科技交流前景未卜，影響大灣區發展大業。傳統智慧是有危便有機，在形勢比人強之下，自強不息總勝過仰仗他人，惟如何能打好自身科技、金融和經濟的底子，則又很自然地考驗着特區官員的領導和智慧。

鄭宏泰是香港中文大學香港亞太研究所副所長(執行)、全球中國研究計劃聯合召集人；陸觀豪是退休銀行家，亞太研究所名譽研究員、工商管理學院客座教授

分析兩次疫期資金淨進出

(期末統計)	Q1/03	Q2/03	Q1/20	Q2/20
HK\$M3增減(=a+b+c)	-0.8%	+2.1%	+0.1%	+2.5%
本地信貸增減(a)	+1.7pp	-0.5pp	+0.2pp	-2.3pp
外滙淨進出(b=e+f)	-0.2pp	-0.2pp	+1.3pp	+3.8pp
-銀行業務(e)	-0.3pp	-0.3pp	+1.7pp	+1.3pp
-貨幣金融(f)	+0.1pp	+0.1pp	-0.4pp	+2.5pp
其他淨資產增減(c)	-2.3pp	+2.9pp	-1.4pp	+1.0pp
銀行結餘比率	0.1%	0.1%	1.4%	4.5%
港元兌美元滙率	7.798	7.797	7.755	7.752

資料來源：香港金融管理局於2003及2020年出版的《金融數據月報》

信報