

# 最近修訂的匯率制度與香港經濟\*

曾澍基

## 穩定港元，初具成效

香港政府於 83 年 10 月中取消了港元存款利息稅，以及修訂了港元鈔票的發行及贖回程序之後，港元匯率即迅速穩定下來，在接近 7.8 的範圍之內移動。近來，美元在國際外匯市場上又再表現凌厲升勢，連對英鎊亦創出歷史的新高，但港元依然平穩，兌美元的匯價到現時為止最低只跌至 7.820 到 7.825 之間，與官方就發鈔及贖鈔程序所訂定的 7.8 匯價比較，跌幅不過 0.3% 左右，可算非常輕微。大致來說，港府穩定港元匯率的措施，已經初步成功。

政府對港元紙幣的發行及贖回程序的修訂，其實並非是一種全新的措施，同類的安排，早在 1972 年之前在香港實施過，亦曾被「英鎊地區」(Sterling Area)的屬地如新加坡、馬來西亞等所採用，正式名稱為「殖民地貨幣局制度」(Colonial Currency Board System)，香港的制度的特點，是發鈔由私營銀行而非官方的「貨幣局」處理。

## 港元利率變動的兩個因素

這種制度的運作機能，主要是通過港元現鈔兌外幣(72 年前對英鎊，現時對美元)的匯率的固定，來規限市場匯率(主要是港元存款兌美元的匯率)，使之只能在這個官方所訂的「聯繫匯率」(Linked Rate)的狹窄範圍內移動。這種規限之所以有效，主要並不倚靠政府直接干預外匯市場，以及港元利率的扯高或拉低，而是依賴兩個因素：

- (一) 港元存款與港元鈔票可以互相兌換；
- (二) 外匯市場內的競爭及套戥活動。

港府的外匯基金數目大過港元鈔票的流通量很多，它因此完全有能力把港元現鈔兌美元的匯率加以固定。在這種情況下，銀行界作為外匯市場的主要參與者，亦自然要以接近 7.8 現鈔固定匯率的價錢，來讓公眾把港元存款與美元兌換。就算美元表現十分強勁，銀行方面開價亦不能大幅地高於 7.8，否則公眾如需要美元，便可先將他們的港元存款轉變為現鈔，然後找其他的銀行，通過兩間發行銀行以現鈔向外匯基金按 7.8 的匯價兌換美元，頂多付出一些交易費用(實際匯價因此可比能 7.8 比高出少許)，而不必光顧開高價的銀行。而且，如果市場匯價與官定匯價有大幅距離，套戥活動將因為有利可圖而趨於活躍，開高價的銀行亦可能面臨匯價虧損的危險。

## 港府干預外匯市場？

換言之，這個制度運用了市場的力量來把匯率固定下來。一般人士以為：要實施固定匯率，就必須倚靠政府直接干預外匯市場，按固定匯率無限量地向市民供應或吸收

外幣，否則便要進行外匯管制，限制公眾兌換外幣的活動，這其實只是一種誤解。固定匯率制的早期形式「黃金本位制」(Gold Standard)，本身就不靠政府直接插手外匯市場來進行。由於每種參與貨幣都以黃金量來定價，如果它們在自由市場的匯率與含金量的比率背離，銀行界或公眾便可進行套戥，運送黃金來套取利潤，市場匯率自然便會回落至黃金比率的水平。香港現時所採用的聯繫匯率制，所倚靠的也是市場內的競爭及套戥動力，而毋須政府直接干預，可算是一種頗為「古典」的固定匯率制。第二次世界大戰之後，「黃金本位制」正式被所謂「布列頓森林制度」所代替，後者所依靠的，主要是貨幣當局在市場直接買賣的干預活動，很多第三世界國家甚至依賴外匯管制，以致現時我們一說起固定匯率，便想到「政府干預」。其實，對經濟學家來說，無論是「黃金本位制」、「貨幣局制度」或者是「布列頓森林制度」，都不過是固定匯率制度的不同形式而已。

## 固定匯率制更靠市場力量調節

香港政府最近把港元匯率固定於 7.8 水平的措施，雖然可算有點迫於形勢，但長遠來說，香港作為一個「小型開放經濟」，實行固定匯率制的效果也未必一定差於浮動匯率制，就算在實行浮動匯率制期間，政府亦會不斷強調須有效地運用利率協議來減低匯率波動的反效果。有些人士以香港金融市場的蓬勃發展來作為支持浮動匯率制，反對固定匯率制的論據，其中一個原因是政府干預市場來穩定匯率的行動，效果將會被資金的自由流動所抵消；不過，現時的固定匯率制不但不靠政府直接干預，而且還須利用市場的競爭與套戥力量，資金的自由流動性加強，會使競爭及套戥活動變得暢順，從而令到市場匯價更難大幅地背離官定匯價，故此上述的論據是不成立的。

有些人士擔心固定匯率制對香港內部經濟有偏向壓縮的作用，本人對這點亦有保留。在以往「貨幣局制度」實行的 30 多年裏，香港的經濟一樣高速成長，內部過熱的情況也曾數度出現。這些人士可能以「黃金本位制」的經驗為鑑；作為儲備本位的黃金，增長量受到物質的限制，黃金產量增速追不上國際經濟發展的需求，因而產生壓縮作用，這的確是它被放棄的原因之一，但現時香港所採用的固定匯率制，只不過以美元為儲備本位，不會有這方面的限制。當然，在固定匯率之下，香港的內部經濟比在浮動匯率制之下更受到國際收支平衡的影響，因為任何國際收支的順差或逆差，將不會通過匯率的升降來糾正，而會較大程度上反映在香港的貨幣供應、利率、以至實質經濟活動方面，但這種影響可以是膨脹性的，亦可以是收縮性的，視乎香港的貿易表現以及資金進出的情況。

## 香港經濟會更受美國影響

真正的問題是港元兌美元的匯率固定後，香港經濟會更直接地受到美國影響。短期而言，影響將集中於利率及貨幣供應的變動，較長一點時間來說，則會擴散至通貨膨脹及其他方面。不過，目前美國經濟展望不差，聯邦赤字雖然高企，但明年是競選年，聯邦儲備局大力收緊銀根，引致利率急升的可能似乎不高，自然，溫和的上升看來無可避免，我們唯有寄望美國政府能夠通過加稅或削減開支的方法，來克服這個深受世界注視的赤字問題。至於通貨膨脹方面，美國的前景頗為良好，還未有任何壓力重新出現的跡象。香港要面對的，只是過去一段時間港元匯價劇跌的剩餘效果，但估計在 84 年中以後，這些效果應該已經發揮殆盡。

無論如何，如有需要的話，香港政府大可修改固定匯率或把港元改與其他貨幣聯繫，來減低源自美國經濟方面的不良影響，這自須謹慎從事，以免削弱固定匯率的穩性。

\* 文章於一九八四年一月發表；後載於曾澍基，《巨龍口裡的明珠》，政經論文集，香港廣角鏡出版社，一九八四年八月。