

聯繫匯率制度的運作機能*

曾澍基

港府於 83 年 10 月 17 日開始實施的聯繫匯率制度，成功地把港元匯價穩定下來。除最初一段短時期出現過較大的波動外，港元兌美元的市場匯率至 84 年 6 月為止一直都非常接近官方就發鈔及贖鈔程序而訂定的七點八比率，游離幅度只在千份之三以下，美元在國際外匯市場內急升驟降，亦未對港元造成任何重大衝擊。在布列頓森林會議之後，一般採用固定匯率制度的國家或地區容許市場匯率背離官價的限度大都為 2.25%，香港的聯繫匯率制到現時為止的成效可算十分突出。

在施行聯繫匯率制度的同時，本港的經濟展望以及中英有關香港前途談判的氣氛都出現了顯著改善。這些發展對於恢復大眾對港元的信心無疑作出了重要貢獻。不過，假使本港未有採用聯繫匯率制度的話，港元匯價如此高度的穩定恐怕還是不易達致的。

聯繫匯率制度的關鍵，是港元紙幣發行及贖回的官方規定和其他有關安排。這些規定和安排實際上創造了一個讓港元紙幣按照七點八的固定匯率來與美元匯兌的新市場。雖然，港元存款匯兌美元的交易依然像以往一樣直接受到供求因素所影響，但兩個市場之間的套戥活動，產生了一種動力，推使港元存款兌美元的匯率趨向於七點八的水平。

聯繫匯率制度與戰後一般的固定匯率度的分野，主要在於它利用了市場的動力來限制匯率的波動，而不須倚靠政府在外匯市場的買賣操作。通過政府的買賣活動來把匯款固定，成效非常有限，這方面已有不少例證。就香港而言，由於本地經濟開放程度極高，而且進出港元的資金數額亦比港府的外匯儲備遠為龐大，港元匯率也就更難由政府的買賣操作來固定。在此種情況下，利用市場動力的制度很明顯是比較優勝。

另一點值得注意的是銀行界在聯繫匯率制度之內所扮演的角色。兩間發鈔銀行在發行或贖回港元紙幣時，固然是要按照七點八的固定匯率向外匯基金存交或提取美元；而且，在現今的安排底下，其他持牌銀行向兩間發鈔銀行提取或存放港元現鈔時，亦須同樣地按固定匯率以美元來交易。因此，所有的持牌銀行(包括兩間發鈔銀行在內)就匯率差距而進行套戥的能力，是比其他金融機構及一般公眾為低的。對後者來說，港元鈔票與港元存款的自由兌換性質，並未有受到任何的限制。

另一方面，在港元存款兌美元的外匯交易裏，持牌銀行是主要的「造市者」，意指它們於市場內不斷地提供買賣的匯價及服務。在這樣的情況下，假如市場匯價大幅度地離開七點八的水平的話，持牌銀行作為「造市者」便可能面對兩個問題：

(一) 它們的顧客可能向它們提取或存入大量的港元鈔票以進行套戥或其他外匯交易；

(二) 若其他金融機構或公眾向它們購入或沽出港元，而市場匯價其後又因套戥活動的壓力再返回七點八的水平，它們便會蒙受匯價的損失。

換言之，銀行界為著本身利益著想，亦並不希望港元存款兌美元的市場匯率，顯著地背離港元現鈔的固定匯率。

在過往七個月裏，市場匯率一直都非常接近七點八的水平，上述的問題自然就不會出現。無論如何，我們有理由相信銀行界的特殊角色對聯繫匯率制度的穩定性起了很重要的作用。在布列頓森林式的固定匯率制度裏，銀行界的位置就並非這樣關鍵性。

雖然港元兌美元的匯價基本上已固定下來，但港元兌其他主要貨幣的匯率依然會跟隨美元的走勢而波動。有些論者擔心港元可能受到美元大幅下挫所拖累，另一些卻希望為港元匯價尋求更高的穩定性，因此他們提議將港元改與一籃子的貨幣來聯繫。

事實上，反映港元兌主要貨幣走勢的港匯指數，在新的匯率制度之下波動並不算大，絕大部份時間都在六十六到七十之間徘徊。一個穩定港匯指數的因素是：與港元聯繫的美元於指數內所佔的權數頗大，達 23.14%。況且，香港的出口及入口以美元計價的比重，一般估計比這個權數還要高出很多，所以美元兌其他貨幣的匯率波動對香港經濟所產生的影響，實際上遠比港匯指數的上落所意味的為低。此外，美國經濟雖然受到聯邦財政及國際收支的往來帳項的赤字問題的困擾，但美元匯率是否因而就一定大幅回落，或者波動更大，目前仍未有一致結論。港元單與美元聯繫的安排應否更改，看來應小心詳加考慮始作決定。

正如上述，聯繫匯率制主要倚靠市場內的套戥活動來穩定匯價；而港元單與美元聯繫的好處是安排簡單，易為市場的參與者所明白。若果港府改將港元與一籃子的貨幣聯繫的話，問題卻可能出現，因為這種聯繫將牽及一個遠為複雜的指數公式，而且港元兌籃內的一個或多個貨幣的匯價，亦可能要隨著國際市場的匯率上落而不時作出調整，以使港元兌籃子的加權指數保持不變。這種做法可能把更多的不明朗因素帶進市場，從而影響制度的穩定性，這點我們必須再加以研究一下。

值得注意的是，把本身貨幣與一籃子貨幣掛鉤的國家或地區，通常都是倚靠政府在外匯市場的買賣操作甚至外匯管制來固定匯率的。我們已經分析過，港元實在很難通過政府的市場操作來固定；另方面，相信很少人士會主張在本港實行外匯管制。

理論上，為了減低美元匯價波動對香港的負面效果，或者糾正本地經濟的一些不良發展趨向，港元兌美元的聯繫匯率是可以調整的。舉個例：如果美元在外匯市場兌其他貨幣大幅下挫，或者香港經濟出現「過熱」情況，港元大可升值。反過來說，當美元匯價暴升或本港出口嚴重萎縮的時候，港府便應考慮是否需要把聯繫匯率改變，使港元貶值。

不過，我們亦須留意調整聯繫匯率所可能引起的問題。任何調整，除非有足夠的理由以及為大部份的投資者和公眾所接受，否則很容易便會被理解為政府決斷力不足的表現。投機性的猜測將會如雨後春筍，對金融市場造成衝擊，特別是當政治因素仍然強

烈地影響著經濟進展的時候。

當然，基於具體的經濟理由，深思熟慮之後而作出的匯率調整，其可行性我們亦不應抹煞。

* 文章於一九八四年七月發表；後載入曾澍基，《香港政治經濟學》，香港廣角鏡出版社，一九八五年。