

聯繫匯率衝擊的教訓*

曾澍基

港元兌美元的七點八聯繫匯率(LINKED RATE)，靠什麼動力來支持？84年7月6日(星期五)四時之後為何美電又會急升，幾近八算？銀行公會加息三厘之後，為什麼美電在7月7日(星期六)及9日(星期一)依然未能跌回七點八二的範圍之內？

除非你是那些冥頑不靈，罔顧現實，硬要叫現時的匯率制度(官方稱聯繫匯率制，筆者稱現鈔固定匯率制)做什麼莫名其妙的「指導性匯率」，強說什麼市場力量勝於一切，匯率不能靠官府一紙命令來規定，否則你便應該對上述的問題加以「理性」的考慮，不要被較民族主義更為「狹隘」、「反智」的個人主義激情所蒙蔽。

依靠市場力量非賴政令

83年10月中實施的聯繫匯率制，根本不是港府為了要干預市場而設置的臨時創制，而是香港於1935年至72年早已實行的制度的翻版，其時正屬「自由經濟」論者所幻想的前麥理浩的「黃金時代」，現時安排的分野，主要是港元與之掛鉤的，已不再為英鎊，香港亦取消了所有外匯管制！論者如信報主筆林行止等，在再發表關於「指導性匯率」的「言論」之前，請你們用點時間，再翻一翻72年之前的香港年報或遠東經濟評論好不好？為什麼如此懶惰和盲目呢？

聯繫匯率制的支柱，是港府對港元現鈔兌美元的匯率的固定，此所以筆者稱之為現鈔固定匯率制度，而非甚麼「指導性匯率」。港府之所以有能力這樣做，原因很簡單。「外匯基金」的數目(其中大部份為美元)超過三百億港元的等值，但港元鈔票的流通量只有一百四十多億，港府要應付任何的兌換行動，是綽綽有餘的。

港元現鈔兌美元的匯率固定在七點八，為何美電(港元存款兌美元)又會靠近這個「官價」呢？原因亦不難明白(只要你把心靈開放一點)：對公眾來說，他們隨時可以將港元存款兌換為現鈔(銀行不給，分分鐘引起擠提)，銀行如果開價超過七點八(例如八算)，他們根本沒理由向之購買美電，而大可先將港元存款換了現鈔，找另一間銀行通過發鈔銀行向外匯基金取「廉價」的一七點八的美電，此所謂「套戥」(ARBITRAGE)是也，這種行動不單屬「自私自利」，而且完全按照「市場」規律。

發鈔銀行為什麼肯替顧客這樣做？因為外匯基金保證以七點八兌換；當然，這種交易牽涉及費用，因此銀行可能只肯以七點八加些點數(七點八二?)才替顧客兌換美電，但你不做我做，競爭的動力(「自由經濟」論者最「信任」的動力)應該更將美電拉近至七點八的水平。那些開價大幅高於七點八的銀行，因此便面臨如下的處境：(一)沒有人光顧；(二)顧客大量將港元存款兌換為現鈔—變相擠提；(三)套戥行動蓬勃，美電下跌近七點八的水平的話，便會遭受匯價損失。

其他銀行為什麼肯替顧客用港元現鈔以接近七點八的匯價兌換美電？因現時的安排是：持牌銀行與兩間發鈔銀行的交易，亦照發鈔銀行與外匯基金的發鈔及贖鈔方式來進行。換言之，它們隨時可用港元現鈔向發鈔銀行以七點八的匯率來兌換美電！

此所以港府在 83 年 10 月 15 日宣佈「新」的匯率安排之時，強調政府不須直接干預外匯市場，制度所倚靠的，只是倚靠所謂「競爭及套戥的動力」，(FORCES OF COMPETITION AND ARBITRAGE)。「自由經濟」論者說政府以「行政命令」來固定匯率，稱制度為「指導性匯率」，簡直是不知所謂。

現鈔固定匯率制當然不是完全沒有弱點。它既然倚靠以港元現鈔來進行的競爭及套戥活動來維繫，當銀行界以外的公眾沒法取得大量港元現鈔之時，美電靠近七點八匯率的約制力便暫時消失。7 月 6 日(星期五)下午四時之前美電的急升，便是在這種情況下出現。

下午四時後，非銀行界的公眾要把港元存款轉為現鈔，根本沒有足夠時間。在此情況下，銀行開價大幅高於七點八，一來不怕有人擠提現鈔(倫敦以至紐約的匯市期內亦沒有這種危險)，二來外圍匯市的參與者—銀行以及炒家大都沒有港元存款基礎或不能進行套戥，因此在香港匯市臨近收市到下一個交易天港匯開市的期間內，聯繫匯率制基本上是沒有直接的支持的！

間接的支持自然存在—下一個交易天開始時，套戥活動便可開展，把美電拉回七點八附近的水平，但投機者卻有一段時間大展拳腳，特別是如果他們加鹽加醋—政治謠言(英國提早放棄香港)及經濟謠言(港府會將聯繫匯率貶值為八算)—齊發出的話。如果真的是有人作怪的話(可能性不能抹煞，自然亦沒法證實)，筆者實在非常懷疑這次發動將港匯拋至近八算者的身份和動機。美電為何遲不升、早不升，卻會在套戥活動沒法充份發揮功能的情況下，才因「外圍大買盤」湧現而大幅急躍呢？這些買盤的發出者，應該是對聯繫匯率制度的運作機能以及弱點有深切了解的資深人士(基於此，香港的「自由經濟」論者乃可自動宣佈自己的清白)。

應該改善套戥效率

7 月 7 日(星期六)及 7 月 9 日(星期一)的「正常交易」時間內，美電依然不能回落七點八二的範圍內，卻顯示出現時的匯率制度內的套戥機能，效率還未充份發揮，這剛巧證明香港的金融市場的架構及功能，距離「自由經濟」論者所幻想的完美境界，還有一段距離。

香港政府要做的，因此應該是設法改進套戥機能的運作效率，以使市場內的競爭及套戥力量，更有效地制約美電背離現鈔固定匯率的波動。

在美電做價七點八五甚或更高的情況下，套戥仍然不大活躍。非銀行界為何不大量將港元存款轉為現鈔，通過發鈔銀行兌換七點八匯率的美電，然後反售給銀行呢？原因及初步建議如下：

(一)他們未明白可以這樣做，這是那些「自由經濟」論者及水平甚低的輿論界有意歪曲或無意誤導大眾的結果，港府從未清楚向市民解釋聯繫匯率制的真正運作機能，亦難辭其咎，現在應該是金融事務司正式地、公開地、明確再向全港居民再闡釋當前匯率制度的時候。

(二)當非銀行界要求銀行將港元存款轉為現鈔時，可能受到銀行界某些措施的障礙。聽說某存款者向銀行提取數千萬港元以進行套戥，卻被告之須繳百份之幾的手續費(七點八五只是比七點八高出千份之六而已!)銀行公會應該明令限制這種行為。

(三)市民拿著港元現鈔，不知如何去找銀行替其兌換接近「官價」的美元，很多人都怕麻煩。基於此點，身為公營銀行的恒隆應該率先起帶頭作用，立刻宣佈無限制地以七點八〇五或七點八一的匯率(夠交易費用有餘)來和任何持有港元現鈔的市民兌換美元，兩間發鈔銀行及中銀十三行集團甚至亦應考慮加入其行列，以擴大宣傳面及集結力量。

這些行動，將大大提高香港匯市交易時間內的套戥機能的效率，使美電趨向於七點八的現鈔固定匯率。同時，港府應再申明不會在任何投機壓力之下把港元的聯繫匯率調整。

當這一切變得清楚之後，利用外圍市場來作怪的投機者將不會再輕易得逞。那些持有大量港元存款的企業(如和黃)亦應明白，如果它們在外圍美電急升時大手拋售美電，而再在翌日以港元存款(轉為現鈔)用接近七點八的匯率補回，不單有利可圖，而且還會對香港整體作出了貢獻。--- (84年7月9日晚上)

* 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。