

評現鈔固定匯率制度*

曾澍基

一、正名：是現鈔固定匯率制度而非「指導性匯率制度」

自從港府於 10 月 15 日宣佈挽救港元的措施後，市場上一片混亂，評論界和學術界亦眾說紛紜，對於救幣措施的性質，以及因何市場匯率會趨向一美元兌 7.8 港元的官定水平，很多人都一知半解。

在這種情況下，什麼「指導性匯率制度」，竟然廣泛地成為這個「新」措施的名稱，真令人啼笑皆非。基本上，港府所實行的，不過是修訂港元紙幣的發行及贖回程序(revise the arrangements for the issuing and redemption of Hong Kong dollar notes)。從 10 月 17 日開始，發行銀行(匯豐及渣打)發行鈔票時，須按照一美元兌 7.80 港元的固定匯率向外匯基金繳付美元，以換取負債證作為法定準備；反之，兩間發行銀行亦可把負債證及港元現鈔交予外匯基金，以固定匯率來換取回美元。就這方面來說，如果要起什麼名稱，最直接和貼切的就應該是現鈔固定匯率制(負債證固定匯率制度也可以，但稍嫌累贅)，因為任何人士持有港元現鈔，通過發行銀行照 7.80 匯率來換回美元，除交易費用的考慮外，理論上是沒有問題的。

至於市場上港元存款兌換美元存款的匯率，又為何會趨近 7.80 的水平，只能在它上下的狹窄幅度內移動呢？詳細原因下文會加以分析，但至少就港府的高層官員而言，市場內的「競爭及套戥動力」(forces of competition and arbitrage)以及「港元存款與港元現鈔的可兌換性」(convertibility between Hong Kong dollar deposits and Hong Kong Dollar notes)是最根本的因素。財政司的新聞公佈以及金融司白禮宜其後向銀行界發出的「註釋」，可作證明。財政司並強調在「新」制度下，港府已毋須再干預外匯市場的匯率波動了。這個制度的熱心鼓吹者之一的祈連活先生(John Greenwood)，在《亞洲華爾街日報》11 月 2 日的一篇文章裏，亦重申政府並不需要干預市場來穩定 7.80 這個匯率：

「這個計劃的美麗之處，在於它利用了私營部門的市場力量，把利率、銀行信貸、貨幣供應、國際收支的各個組成部分，以及產品和價格(包括工資)全部帶至與這個 7.80 的新匯率均衡的狀態。所有這些都是自動發生的；換言之，即毋須官方干預。」

姑無論這個計劃是否如此「美麗」(下文會討論)，它的設計者是希望想通過市場的力量來將市場匯率和現鈔固定匯率的差距減至最低幅度的，而非妄圖通過政府的「指導」來「馴服」、「駕馭」外匯市場內的「野獸精神」，「指導性匯率」的名稱根本就歪曲了他們的原意。這個名稱由那份堅持「自由經濟」原則，大力反對「政府干預」的《信報》所首先鼓吹，更是十分諷刺的事，真不明白它的主編為合會肯這樣抬舉官府。其他報刊媒介又不批判地加以襲用，實在令人慨嘆。

港府在這方面看來亦應負部分責任。首先，港府高官並沒有替這個制度定下一個正式名稱，以至輿論界要依靠自己的創造性；其次，彭勵治的公佈和白禮宜的「註釋」，

都沒有清楚地及系統地解釋市場的競爭及套戥活動為何可令市場匯率接近現鈔固定匯率，聽說其後學術界人士向高官要求詳釋，亦不得要領，港府可能想營造一種神秘感來使制度成功，但結果卻是理論上的大混亂。其三，當輿論界開始襲用「指導性匯率」這個名辭時，政府亦不加以澄清，部分官員甚至也以之作為稱號，大概港府官員亦認為這個名稱雖然誤導，卻有其穩定作用。（不過，輿論界可能私自把名稱放在他們口裏，一個例子：祈連活 11 月 2 日在《亞洲華爾街日報》的文章，英文原名為「5 Misconceptions About the Government's Plan」，直譯是「對政府計劃的五種誤解」，《信報》在 11 月 4 日譯登時，竟然將題目譯為「對『指導性匯價』的五大謬誤」，文內 pegged rate 一辭亦變為「指導性匯價」，給人的印象是祈連活也贊同「指導性匯率」這個稱號！）

二、市價趨近官價：「祈連活機能」VS.「存款與現鈔的兌換+競爭與套戥」

一位外資銀行的經濟學家在接受一家週刊訪問時，這樣地評價港府的現鈔固定匯率制度：

「倘若銀行要把市場匯價長期拉近至該固定匯率水平時，外匯基金則需要作無限量支持。但由於沒有正式的中央銀行作為後盾，如這情況趨於嚴重，外匯基金亦難以支持。」

這是一種頗為普遍的誤解。實際上，外匯基金需作的「支持」，不單不是「無限量」，而且是「極有限度」的。現鈔固定匯率制度，規定發行銀行必須把負債證及港元鈔票交回外匯基金，才能按 7.80 的匯價贖回美元。83 年 9 月底，全港流通的港元現鈔及輔幣有 153.16 億，124.64 億在公眾手中，28.52 億在銀行及存款公司手裏。此等數目絕大部分應屬鈔票；另方面，金融司白禮宜年中時曾說：外匯基金的總數等量比 350 億港元「還要高出很多」。因此，就算全港市民及銀行傾盡其持有的現鈔來換美元，外匯基金要應付也是綽綽有餘的。何況基於交易需要及流動資金儲備等考慮，公眾及銀行根本就沒有可能把全部甚至大部分的現金交出，銀行界本身的估計，能夠騰出來的現鈔，頂多是幾億元而已。簡單地說，外匯基金在這個制度之下，被擠提外幣的可能性是先天性地排除了。

自然，如果公眾將其數目達到 1,350 億的港元存款轉變為現鈔，通過發行銀行（其實任何一間銀行亦可以，請看下文）向外匯基金兌換美元，外匯基金自然「難以支持」，問題是：在「部分儲備」的金融制度裏，銀行根本就沒有這麼多的現鈔，因此當公眾這樣做的時候，銀行制度便會立刻崩潰。不過，外匯基金卻可以安然無恙。它是穩坐釣魚船。

無論如何，在現鈔固定匯率制度下，市場匯價向官價 7.80 趨近的動力，並不倚靠外匯基金放出或吸入美元來沽低或扯高美元的市場匯價；這種倚靠不可能「把市場匯價長期拉近至固定匯率水平」，亦只是普通常識。

究竟實際動力是什麼？

在這點上，最使人感到奇怪的是被稱為這個制度的倡議者祈連活先生的解釋，和

港府本身所提供的解釋，竟然不一致的。

祈連活在他自己主編的《亞洲貨幣導報》(Asian Monetary Monitor) 83 年 9、10 月號一篇名為 How to rescue the HK \$: three practical proposals 的文章裏，討論了三種挽救港元的方法其中方法(Scheme) 2 B，即現鈔固定匯率制度(祈連活並沒有採用這個名詞)。在第 30-31 頁裏，他解釋為何市場內的美電(T.T.)匯率會向官價(他用 7.50 作為例子)趨近：

「假如外匯基金的匯率是 7.50，而美電價開至 7.55。銀行現在面臨一個選擇：它們可以向外匯基金以 7.50 的匯率出售港元而取得美元，或者它們可以在商業市場以不利的 7.55 匯率拋售港元。

在某個階段裏，銀行明顯地有動機地把現金及負債證交回基金，以 7.50 匯價來換取美元，而不再利用現金來作儲備，擴展信貸。這個向外匯基金以現鈔贖回美元的行動，將引致貨幣基礎(base money)的總量收縮，而銀行體系將感到壓力而要放慢信貸。

假如信貸需求同時是強烈的話，明顯地這種行動會壓迫利率向上攀升，從而幫助美電匯價向外匯基金所定的 7.50 匯價。」

祈連活的論據非常清楚：當市場的美元匯價比官價(即現鈔固定匯價)高出達到某一幅度的時候，那麼，敏銳的銀行家便會發覺把現鈔交回給外匯基金，以換取相對地「廉價」的美元(7.50 港元現鈔便換到 1 美元，而非市場的 7.55 港元存款)，是一件有利可圖的事(例如在市場以 7.55 的匯價拋出，每 1 美元可賺得毛利港元 5 仙)。但這種套戥(arbitrage)活動，立刻便會令到銀行體系流失現金，因而要收縮信貸，引致利率上升，從至使市場的美電匯價從 7.55 回落，趨近官價的 7.50。換言之，套戥→現金流失→信貸收縮→利率上升，是市價趨近官價的基本動力。(相信毋須筆者贅言，相反的機能必然是套戥→現金流入→信貸膨脹→利率下降了。)

在港府未宣佈現鈔固定匯率制度之前，部分報章已將祈連活這個構思透露出來(10 月 6 日的《南華早報》便將是篇文章刪節登出)。不過，一般的評論都有保留，對其效用存疑。原因很簡單：(一)如果照祈連活所說，制度要靠利率來拉近兩價的差距，那麼它與大幅加息來穩定港元的措施有什麼質的分別呢？年初到現在，加息的效果已有目共睹。舉個例：若然某銀行預期港元兌美元的匯價會在 24 小時內下跌 2 % (從 8.00 跌至 8.16 左右)，那麼銀行同業拆息隔夜錢的利率將要上升至 730 厘(2 % 乘 365)，才可令借港元來拋售變成無利可圖。(二)祈連活所描繪的「現金流失→信貸收縮→利率上升」的「傳送機能」(transmission mechanism)，運作方面是否如此暢順，在理論和實際上都值得懷疑，現金/存款比率(cash/deposit ratio)的穩定性及「時間差距」(銀行界不是說要收縮信貸便可立刻收縮得到)是最富爭論性的問題，而且這個間接加息的方法，為何比直接加息優越，原因亦不明顯。

祈連活在《亞洲華爾街日報》的文章，刊於「新」制度實行後兩個多星期，但在解釋市場匯價，為何接近固定匯率方面，卻依然未有超越上述機能的框框，他在指出他人的「誤解」的同時，不過是重複了他以往的「普遍均衡」的分析論點，強調市場匯率與官價出現差距，引致利率上升(或下降)之後，國際收支的各個組成部分(貿易、資金流動等)以至產量及價格都應該產生相應的變化，趨向與固定匯率均衡的境界而已。這是一個長線分析，對於短期內市場的匯價為何會趨近官價這個問題，並沒有進一步的澄

清。

筆者不敢說祈連活並不明白他自己最熱心鼓吹的制度的真正運作機能。但無論如何，在他刊登出來的文章「誤導」之下，評論界對制度的效用一般都未予好評，聽說大學裏一個素來反對「政府干預」的經濟學者，還預言制度「會在兩個星期之內崩潰」。一些連祈連活的文章也懶得去看或者看不明白的評論者，自然就只有在「外匯基金未能無限量地供應外幣來使市場匯價接近官價」這一點上打滾。

《亞洲華爾街日報》在介紹「五種誤解」一文時，說「香港政府穩定港元的計劃，是基於祈連活先生的一項建議」，亦是「誤導性」極高的。香港政府 10 月 15 日所宣佈施行的紙幣發行及贖回程序，根本和 1935 年至 1972 年在香港所實行的制度性質上完全相同，這種制度，亦曾在英聯邦(帝國)的其他地區內實施過，正式的名稱為「貨幣局制度」(Currency board system)，香港的制度的唯一獨特點，就是發鈔由私營銀行，而非官方的「貨幣局」來進行而已。在這個制度實行期間，市場匯價的確是與官價(英鎊兌港元)趨同，連 1967 年的風潮也不曾將之衝散。祈連活早在 1970 年代後期，就已經開始在不少刊登在《亞洲貨幣導報》的文章中，鼓吹要恢復這種制度，把他說成是制度的「始創者」，我想是連他自己也未敢擔當。至少就筆者接觸到的文章而言，祈連活大多數都只集中分析比較宏觀的及長期性(long run)的經濟變動，對短期內市場匯價為何會趨近官價，他似乎從未超越過上述的「套戥→現金流失→信貸收縮→利率上升」的「傳送機能」。

可幸的是，港府在研究恢復 1972 年之前的「貨幣局制度」能否穩定港元匯價的問題上，根本不須依靠祈連活，港府自己的資料庫，應當有足夠的材料來讓它作出深入的分析，特別是為何在 1967 年裏，制度依然可以屹立不倒。更重要的是，它可以向英倫銀行這所在數十年內統籌「貨幣局制度」的官方機構資詢(英倫銀行的經濟顧問 Goodhart 聽說便曾經訪港提過意見)。這樣說法，並不是要抹煞祈連活在批判港府的「貨幣控制工具」(如利率協議)和於 1972 年開始採用的發鈔制度，以及在說服港府恢復現鈔固定匯率制度方面曾作出的貢獻。不過，港府在深入分析後，所提出有關市場匯價會趨向官價的原因，與「祈連活機能」並不相同，也就毫不奇怪。

白禮宜在發給銀行界的「註釋」裏，有一段其後未為公眾充分理解的說話：

「在浮動匯率制度之下，套戥及競爭的動力，曾令到所有金融機構提供給各種匯兌交易的匯率變成一樣或者非常接近。相同的程序將會在新方法之下運作。市場匯價將會非常接近官方宣佈的固定匯率。港元存款可以兌換為港元鈔票，以及港元鈔票最終可以(通過負債證)兌換為外幣這個簡單事實，將會在競爭與套戥的動力協助之下，保證港元存款與外幣存款的兌換率，主要由負債證的固定匯率來決定，其間並不需要進行現鈔交易。」

這段表面上看來莫明其妙的文字，就成為了官方就市場匯價與官價趨向的現象所作的唯一系統解釋，市場在其後產生混亂，亦不是沒有原因。無論如何，細心閱讀的話，它包含的要點其實亦頗為簡單。其一，它強調了市場匯率(港元存款與美元的兌換率)主要由負債證的固定匯率(即 7.80 的現鈔固定匯率)所決定。(換言之，市場匯率向官價趨同。)，「其間並不需要進行現鈔交易」，這已間接否定了「祈連活機能」(套戥→現金流

失→信貸收縮→利率上升)，是將市場美電價壓至官價 7.80 水平的主要動力，因為套戥活動(以 7.80 港元鈔票向外匯基金兌換 1 美元，然後在商業市場上以高於 7.80 的水平拋出)，本身就是一種「現鈔交易」，而且全段文字裏亦沒有提及利率。其二，它突出了港元存款與港元鈔票的可兌換性→港元鈔票與外幣(美元)的可兌換性(通過外匯基金以固定匯率來兌換)→市場匯價向官價趨同這個機能，與「祈連活機能」大相庭逕。其三，它指出了套戥及競爭活動對趨同現象有很大助力。

究竟葫蘆裏賣什麼藥？為了節省讀者的時間，讓筆者直接地提供一個詮釋：現鈔固定匯率制度，加上港元存款與港元鈔票的可兌換性，將引致一種現象，就是，當市場匯率背離官價時，市場上即產生競爭與套戥的動力，來將之再拉近官價的水平；或者更正確地說：現鈔固定匯率制度，加上港元存款與港元鈔票的可兌換性以及競爭與套戥的可能性，根本就令到銀行界作為「造市者」(Market Makers)，沒法開出(Quote)大幅高於或低於 7.80 固定匯率的市場匯價。

讓我們看看一個例子：官價是 7.80，如果銀行開價是 7.90-7.91，它將發覺沒有客人肯從它處以 7.91 港元購買美電，不單如此，客人還會把存在它處的港元存款以現金的形式提走(基於港元存款與港元鈔票的可兌換性)，找一間肯和他將港元現鈔通過發鈔銀行從外匯基金處以更「廉宜」的 7.80 匯率兌換成美電，如果他需要美元作為商業用途，他的目的就已達。否則，他仍可這樣做，然後把美電以 7.90 的匯價拋售給回原來那間開 7.90-7.91 價錢的銀行，兌換回港元存款，每美元賺取了港幣一毫子的利潤。這種活動自然就是所謂套戥。原來那間銀行因此便陷於不妙境地：它流失了港元鈔票(被客人提走了)，但卻持有以 7.90 匯價買回來的美電，為了填補現鈔，它拿著美電通過發鈔銀行向外匯基金兌換港元鈔票，卻只能以 7.80 的匯率來進行。換句話說，每美元即虧損了港幣一毫子的港元存款。

其他銀行為何肯替客人拿港元現鈔，通過發鈔銀行向外匯基金以 7.80 的固定匯率換取美元呢？很簡單，是基於競爭，你不做，他人會做。而且，替客人這樣做，是毫無風險的，唯一要考慮的是交易費用。當然，無利可圖的事是資本主義企業有所不為的事，但銀行大可向客人說：我們 7.81 才肯和你做，換言之，每美元賺其港幣 1 仙，不過，另一間銀行卻可能說：7.805 我們都肯做。競爭之下，造價自然就會非常接近 7.80 的固定匯率加交易費用的水平。

原來那間銀行卻發覺到，開出高於 7.80 官價的匯價，只會招致損失(現金流失以致匯價虧蝕)，假如它最初便開 7.80 或接近 7.80 的價錢，情況便不會如此，因為一來客人如有商業需要，亦甘於和它以港元存款來購買美電，而不會提走現鈔，二來亦不會給他製造了一個套戥機會。

基於這些考慮，銀行一開始便不應該開出大幅度地高於(或低於)7.80 的匯價，讓競爭及套戥活動有發揮餘地，令自己吃虧。這就是為什麼筆者會在上文宣稱：就港府的設想，單靠港元存款與港元鈔票的可兌換性以及競爭和套戥的可能性，已足以令到銀行界作為「造市者」，沒法開出遠離 7.80 的市場匯價。白禮宜在「註釋」內說，市價向官價趨近，「其間並不需要進行現鈔交易(即真正的套戥活動)」，其原因亦在於此。

三、現鈔固定匯率制度承受衝擊的形式

白禮宜的「註釋」內，有另一段其後未獲得應有重視的說話：「在修訂了的制度之下，任何向國際收支壓力作出調整而產生的影響，將會離開匯率而轉移到銀行系統方面，更具體地說，是轉移到銀行的流動儲備基礎以及它們開出的港存款及借貸利率方面。」白禮宜甚至承認，「新」制度可能會對部份金融機構造成困難，並謂政府將密切注視，必要時加以援手云云。

從筆者在下面的分析，讀者自可明白這些說話背後的意義。港府的構思是：在現鈔固定匯率制度之下，銀行界通過炒高或炒低港元來圖利的投機活動，基本上已難以進行；不單如此，銀行還可以說是「被迫」以接近 7.80 的匯價向非銀行界(包括公眾)提供或買回美元，否則的話，現金流失(或港元存款流失，如其他銀行開接近 7.80 的市價的話)及匯價虧蝕的「惡運」便會降臨其身上。在以往，當非銀行界對美元需求強烈，向銀行索取時，銀行可以不斷地將出匯價抬高，一方面抑制了需求，另一方面又可誘出供應，因此銀行美元資產的縮減幅度無形中有一種調節機能來限制。但在現鈔固定匯率制下，這種匯價升降的調節機能已不復存在，銀行界被競爭及套戥的可能性套死，要在 7.80 的匯價水平「無限量」地供應或吸入美元存款來兌換港元存款。

因此，當公眾大量將港元存款拋售給銀行界來兌換美元時，港元匯率依然會變動不大，銀行必須通過他種方法來作出調整。公眾的行動，在銀行界的資產負債表上的反映就是：港元存款(負債)和美元資產都迅速下降，令到港元的貸款/存款比率 (loan/deposit ratio) 急升及美元的 short position 急增。在這情況下，無論銀行想增加港元存款，放慢信貸，或者用現鈔來從外匯基金處以 7.80 匯率兌換美元來平數(或補償部份美元資產流失)，利率方面都會出現上升壓力(其實，公眾把部份港元存款轉變為美元後，對港元的交易及其他需求，亦可能要向銀行借款來滿足，加強了利率的壓力)。

換言之，利率成為了資金流動及港元所承受的壓力的「氣壓計」，而非像祈連活所說，是市場匯價趨近官價的基本動力。

當公眾對銀行界開價無法遠離現鈔固定匯率這個現象有更清楚了解，並對港元恢復信心時，港元利率若果依然還高於美元利率的話，另一類套戥——利息套戥(把美元存款轉變為港元存款來套取較高息口的活動)，將呈蓬勃，因為匯率風險已降至最低限度，資金亦將加強流入香港。因此，港元利率應該可以回降，市場匯價與官價趨同的傾向就更加鞏固。這無疑即是祈連活所指的長線均衡趨勢的重要部份。不過，就市場匯價趨勢的現象而言，這只是一個反作用：利息套戥及資金流入是首先基於市價不會大幅地背離 7.80 官價這個信心的！

港府的設想和「祈連活機能」的分野，至為明顯不過。

至於其他的商業銀行，向發行銀行領取或交存港元鈔票時，亦須按照現鈔固定匯率的美元來交易這個安排，主要的原因在於：(一)當它們開價大幅高於(或低於)7.80 因而被非銀行界提走(或存入)現鈔時，只能以美元來取回現鈔(以現鈔換十回美元)，換言之，是「被迫」承擔匯價損失(筆者強調：無論它們開出的市價是高於或低於官價，都有匯價虧損，聰明的讀者想一想便會明白)；這種安排加強了競爭及套戥的威迫力。(二)

如果現鈔固定匯率制受到衝擊，例如資金大量外流，這個安排則保證了整個銀行界(而非只是兩間發鈔銀行)都要作出調整，抽緊銀根放慢信貸或用現金來填補失去了的美元資產。說句俗說：是「有鑊同搵」。

中國銀行在評論安排所引起的問題時，似乎並沒有掌握到這兩個重點。

四、評估及展望：衝擊的極限？

現在替現鈔固定匯率制度作一個全面評估，似乎尚非時候，筆者想在此做的，只是就制度實行了三個多星期內的情況，估量一上它保衛港元匯價的效能。

港元兌美元的市場匯價，能在數天之內便趨近於 7.80 官價的水平，而且在利率急降的情況下，依然再沒有呈現任何大幅的背離，港元當然更未「在兩星期之內崩潰」，無論從任何角度來看，制度都已經算是初步成功。

從現有的資料及跡象來看，市場匯價之所以會趨近現鈔固定匯率，並非是「祈連活機能」運作的結果。原因是：(一)銀行界及新聞界提供的資料顯示：套戥活動毫不活躍，在初期美電匯價大幅高於官價(例如如高至 8.00 以上)或低於官價(例如跌至 7.55)時情況如此，在後來(一星期後)較為接近時(7.790 至 7.810 左右)亦如是；「祈連活機能」如何能夠開展運作，實在是一個謎。(二)匯價與利率的相對走勢，並不符合「祈連活機能」的預測。制度實行首兩天，市場匯價已從 8.10 高的水平回降至 7.90 之下，但利率並沒有強烈的向上壓力，反而在第三天當市場匯價跌到約 7.85—7.88 的水平時，利率才急速上升，甚至到第四五天當市價低於 7.80 時(最低曾見 7.750—7.770)，套戥活動(在市場以低於 7.80 匯率買美元，交外匯基金以 7.80 價換取港元鈔票)理論上應引起現金流入銀行體系，令到信貸膨脹、利率低降，從而使美電匯價再開回 7.80 的水平，但利率卻依然高企，要待其後匯價開回接近 7.80 時，利率才驟然急落。如果「祈連活機能」真正在發揮作用，那麼利率的變動便應先於匯率的上落(因為市價趨進官價，非靠外匯基金提供或吸收美元，而是靠套戥→現金流入(失)→信貸膨脹(收縮)→利率下降(上升)這個機能)，但實際情況卻似乎剛巧相反，匯率先行，利率隨尾。

不過，起碼就最初個多星期的情況來看，港府的設想亦並未真正實現。(一)雖說港元存款與現鈔的可兌換性加上競爭及套戥的可能性，應該使銀行界在一開始便開出於極接近 7.80 的匯價，但若果銀行並非如此「理性」，不明白制度的運作機能的話，那麼真正的套戥及競爭活動便應該開展，讓它們一嘗現金流失(入)及匯價虧損的苦果，吸取教訓。但事實上是類活動卻不活躍。(二)匯價與利率的相對走勢，亦不配合這個設想。美電匯價從 8.00 跌至 7.55 的過程，理應代表一定程度的資金流入，在此情況下，匯價應該保持在 7.80 的水平，而利率則應不斷下降，但實際結果卻是匯價下跌，利率急升後高企。

據筆者的觀察，在最初的一段時間內，真正令到市場匯價趨近官價的原因，既非「祈連活機能」，亦非港府所設想的動力，而可能是港府和發鈔銀行(或者只是匯豐)合力干預的結果。首兩天，匯豐不論市場造價如何，以 7.81 的鐵價向客戶提供美電，為他們製造在市場上沽出圖利的機會，市價在竄高之後乃逐漸下降，其間有多少美元是來

自外匯基金之處，匯豐又需否繳付港元現鈔，當然無從得知。到第三天，匯豐開始強力地收縮同業拆息市場，迫高利率，而銀行界部份人士亦逐漸明白現鈔固定匯率制度的真正機能及用意，市價乃進一步回落，其後甚至低於 7.80 的官價，但在此情況下，匯豐(加外匯基金?)依然迫使同業拆息高企，原因亦不難猜測，因為它(加外匯基金?)需要買回頭貳天放出來的美電!當這個操作完成後(市場已因而回升至接近 7.80 的水平)，利率自然可以隨便下降。當然，其後兩者合作再把利率壓低也有可能。

無論如何，經過一段時期後，市場內應該有愈來愈多的參與者開始體會到港元存款與現鈔的可兌換性以及競爭和套戥等因素的潛在壓迫力(雖然可能並非完全理解其中邏輯)，銀行體系的開價，亦逐漸在 7.80 的水平安頓，只能在上下一個狹窄波幅(7.79 至 7.81)內移動。當公眾對於銀行的開價會非常接近官價這個現象接受下來，並產生信心後，利息套戥活動以及資金回流和注入，就令到利率進一步下降，短期的市場利率在執筆時(11 月 7 日)還跌至比美元利率更低的水平。

不過，要真正地評價這個現鈔固定匯率制度的效能及其對穩定港元的貢獻，卻並不容易。它在 1935 年至 72 年間的「業績」，當具參考價值，但稍具經濟常識的人士都會指出：(一)當年是固定匯率制度的世界，而今天大部份主要貨幣都在浮動；(二)現時香港的金融業務蓬勃發展，金融工具繁多，資金移動只屬彈指間的事情，和以前的呆滯境況不可同日而語。另一面，今次的初步成功，與中英有關香港前途談判的氣氛改善有著非常明顯的關係，況且美元匯率和利率在外圍表現相對地淡靜，也屬於有利的因素；如果這兩方面在未來情勢逆轉，現鈔固定匯率制度能否繼續穩定港元以及平衡利率，難免惹人疑慮。

當然，除非有於其強烈的衝擊，這個制度基本上應該可以穩定港元的匯率。正如上面的分析指出，這個制度的核心動力一不靠外匯基金在自由市場上拋售或吸納美元，二不靠扯高或壓低利率，而是通過外匯買賣的「遊戲規則」的設計，利用了市場內的競爭及套戥力量，壓迫銀行界作為造市者接受固定匯率，否則便要面對現金(或存款)大量流失的風險以及匯價虧損的問題。無論是基於什麼原因，這個制度的初步成功，顯示出投機活動是可以通過適當的「遊戲規則」來規限，甚至使投機者互相「敵對」(競爭進行相反做法的套戥活動)，以抵消其搗亂性效果的。「自由經濟」的捍衛士，應該認真地研習一下由紐曼(von Neumann)開創的「遊戲理論」(game theory)。

上面說過，如果公眾對市價不會背離官價這一點加以接受，並對港元恢復信心，利率套戥活動以及資金的流入便會加強，從而令港元利率可以下降(理論上，由於港元與美元「聯繫」(linked)，港元利率應下降(或上升)至美元利率的水平)。相反，若然信心不足，大規模將港元轉變為美元的行動便會使港元利率攀升。或者換個角度來說，港元利率高於美元利率，為何投資者還不將資金調入來套息？為何出口商不把外匯收益轉兌為港元？還不是因為他們對港元沒有信心，恐懼未來市價會大幅度背離現鈔固定匯率，令他們從利息差距得回來的收益，無法補償匯價方面的虧損。因此，港元利率水平可算是對港元匯價信心的最要指標。

假若在未來，中英談判又再遭遇阻礙，引致所謂「信心問題」重新產生壓力以及資金外流時，怎麼辦？我看除非情況非常嚴重，否則的話，主要的後果應該都只是貨幣供應下降，利率標升，對經濟當然亦有強力打擊，但市場匯率照理依然是不會遠離官價，

因而引起了如 83 年 9 月 23、24 日的恐慌性拋售的惡性循環的。

現鈔固定匯率制度保衛港元匯價的能力極限究竟是如何的呢？筆者掌握到的資料有限，目前亦未有時間去詳細加以推敲，在此只能作些初步的猜測。

如果未來政治或經濟衝擊空前強烈，以致資金大量流出，貨幣供應劇烈收縮，利率狂升的情況極其嚴重，銀行界的美電開價又會否依然靠近現鈔固定匯率呢？上文分析過，銀行界的港元存款(負債)和美元資產迅速下降，將令到它的港元貸款/存款比率急升及美元的 short position 急增，它必須尋求增加存款，放慢信貸以及填補美元的方法，但在港元的信心受龐大衝擊的形勢下，填補美元資產的迫切性對銀行來說，可能凌駕一切。部份銀行因此或許會開出大幅度地高於官價的匯率，企圖吸引客戶向其拋售美元，代價卻是：(一)港元現金流失，銀行若想保有美元，使不能用之來向發行銀行領回現鈔，或者(二)其他銀行開價依然接近官價，客戶只調走港元存款而不提取現鈔。不過，無論是現金流失(不補回因此要收縮信貸)或是港元存款進一步減少，銀行都要付出代價，這些代價與填補回美元資產的得益比較，是否值得，則要視乎實際情況而定。

如果制度所受的衝擊非常強大，以至利率攀升至窒息性的地步，當局便可能被迫介入挽救危機，除直接的外匯管制外，其中一個方法是將港元「貶值」(例如將港元兌美元固定匯率從 7.80 升至 8.80)，以減低資金外流的速度和加強資金流入的誘因；若然認為「貶值」迫在眉捷的話，那麼開出高於未更變的「固定匯率」的匯價，只不過是忍受一時的損失，以換取未來更大的得益而已，參與開高價行列的銀行必然就更多。問題是，公眾同時亦大概會持相同的意見，因而加入搶高美元(令市價再進一步背離官價)，或者提取現鈔，通過發銀行或其他銀行來以較「廉宜」的價錢來兌換美元(從而提高銀行高價來填補美元的代價)。結果如何，實在難以逆料。「貶值」之後，對制度的衝擊會因而減少，或者是相反地更為加強(公眾及銀行界的信心再進一步搖動)，亦不易預先設想。當然，制度的整體崩潰在理論上是不能完全抹煞的。

* 文章於一九八三年十一月在《財經日報》發表；後載入曾澍基，《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。