

# 通過貨幣局制度來鎖定匯率

曾澍基

香港浸會大學經濟系教授

一九九八年八月廿一日

## 一. 引言

一九九七年中開始的東亞金融風暴，來勢之兇、速度之快、牽連之廣，可算超乎絕大多數人的意料。泰國先受沖擊，泰銖失守；浪潮繼而席捲菲律賓、印度尼西亞、馬來西亞、南韓、甚至新加坡。十月下旬，投機者進擊香港聯繫匯率，港元雖然無恙，但同業隔夜拆息利率一度升至歷史高峰的二百八十厘，聯繫匯率機制的一些運作問題，亦顯露出來。

東亞金融風暴是否已成過去？匯率、股價、房地產價格大跌對實質經濟部門的影響，會否帶來不斷的襲擊機會？只能拭目以待。無論如何，港元受到衝擊後，作為“明掛勾”的聯繫匯率雖然保住，但標升後高企以及波動很大的利率，已對經濟造成明顯的負面效應，資產通縮，企業盈利急降，失業率攀升，工資下跌，而過去一段時間所積累的矛盾，亦陸續浮現。

人們仍在爭論，九七年十月廿三、廿四日的利率急升，是香港金融管理局造成的政策後果？還是市場的“自然現象”？無論如何，作為貨幣局制度 (currency board system) 的一個變種，聯繫匯率安排原則上並不應該倚靠政府干預匯市和抽緊銀根、推高利率來保衛港元。這篇報告的目的，是對貨幣局制度的沿革、它在香港以及其他地區的最新發展、以至制度的一般優點和缺點，作一個簡要的說明與評估。

## 二. 傳統貨幣局制度的運作機制

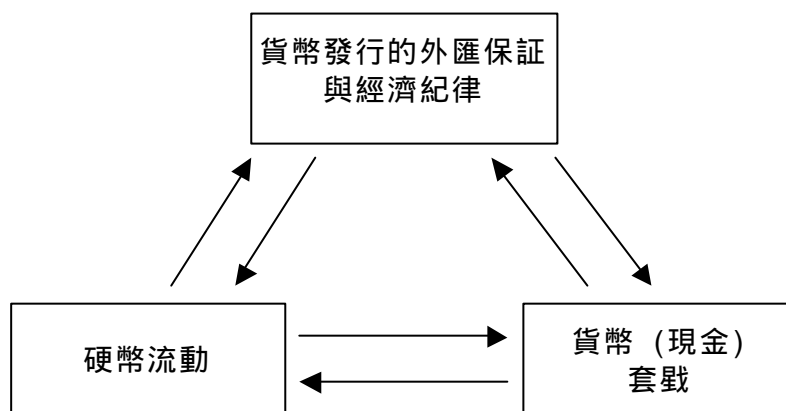
要固定一種貨幣的匯率，不靠政府干預，就須倚賴市場力量。黃金本位制 (gold standard) 及貨幣局制度便屬後者。最早的貨幣局，於一八四九年在毛里裘斯設立。其後，有七十個左右的地區採用同類制度，而且不少是英國的殖民地（例如一九三五年至七二年間，香港的固定匯率制度便是一種“貨幣局”安排）。二次世界大戰之後，殖民地紛紛獨立，貨幣局不再屬時尚。七十年代開始，浮動匯率制更成為新趨向。不過，貨幣局近期有復甦的跡象。香港於八三年再用它來挽救港元，而阿根廷、愛沙尼

亞和立陶宛也分別在九一、九二及九四年採納此一制度。現時，世界上採用貨幣局安排的國家和地區有十多個。(註一)

傳統的貨幣局之能固定匯率，原則上倚靠所謂三角支柱：(一) 發行貨幣要有百分之百的外匯儲備保證；(二) “硬幣流動” (specie-flow)；以及(三) “現金套戥” (cash arbitrage)。

圖一

傳統貨幣局制度的三角支柱



百分百的外匯保證，意味政府不能濫發貨幣，是經濟紀律的表現，應令公眾有一定的信心。但是，單靠信心是難以把匯率鎖定的。所謂“硬幣流動”，是個自動調節的過程。港元受到沖擊，資金外流的話，貨幣供應便會收縮，利率於是上升，反過來吸納資金回流，匯率因而可以穩定。整個流程將自動和快速地發生，毋須官方干預。

這亦是香港金管局對聯匯制的運作模式的標準解釋。不幸地，它的說服力並不很強。貨幣收縮和利率上升，不一定會自動和快速地導致資金回流，特別是當匯率本身受到衝擊的時候。匯率貶值的風險，可能完全抵銷了高息的效用。東亞各國利率一面標升，匯率另方面大跌的現象，是清楚的反證。

故此，第三個機制—套戥，才是黃金本位制及貨幣局制度的核心保衛機制，因為它直接動員市場力量，訴諸參與者的自利心理，去進行貨幣套戥 (currency arbitrage)，穩住匯率；而非間接地通過利率，吸引沒有保證的資金流入。現金套戥的道理很簡單。

由於貨幣局發行鈔票要按指定匯率存有百份之百的外匯儲備，那麼，誰人拿著本地鈔票到貨幣局，都可按指定匯率兌換成外幣，鈔票（或狹義貨幣）兌外幣的匯率便能固定下來。

當然，還有存款（廣義貨幣）的匯率問題。這方面基本倚靠套戥，如果外匯市場裡，本幣貶值（即須以較多的本幣單位才能兌為外幣），那麼存款者可先將本幣存款換成本幣鈔票，到貨幣局按官價轉入外幣，然後在外匯市場賣出外幣，換回本幣。由於本幣的官方匯率比市場匯率高，利用差價來套戥的存款者便會獲取沒有風險的利潤。到最後，市場匯率便會向官方匯率趨同，直至差價消失為止。以小（狹義貨幣）控大（廣義貨幣），是貨幣局制度不靠管制或干預來固定本幣匯率的精義。這個機制，與黃金本位制原理上是相同的。（註二）

但是，黃金本位制和傳統貨幣局制度的套戥效率，受到黃金存量及現金存量的限制。在現代金融體制下，現金存量的制約尤為嚴重。目前，港元的鈔票對存款的比率只有百分之五，於銀行體系內的更不足百分之一。大規模的現鈔套戥可能引起銀行擠提，而廿一世紀若變為“無現金社會”，傳統的貨幣局將會消失。

### 三. 香港的特殊貨幣局制度

實際上，香港的聯匯制是連傳統的貨幣局的要求也未能達到的；因此，港元的市場匯價，自八三年十月以來，從未真正貼住七點八的官訂水平，平均偏離幅度約為0.8%。

原因並不難找。首先，香港並沒有真正的貨幣局，發鈔現由三家商業銀行（匯豐、渣打、中銀）來進行。當然，它們發鈔時亦須按七點八的匯率向港府的外匯基金提交準備金，這跟貨幣局的原則是相符的。但是，其他的銀行、金融機構，以至一般的存款者，並無任何直接途徑，與外匯基金進行套戥活動。

其次，理論上，套戥仍可通過三家發鈔銀行來實現，但發鈔銀行以至其他金融機構，對之毫不熱心，因為套戥的先決條件，是存款者先把港元存款，轉換為港元鈔票。假如這種行動大規模出現的話，等如是對銀行“擠提”——銀行最不願見到的現象。

簡言之，香港的聯繫匯率制度並非純粹的貨幣局制度，它只是一個間接式的變種，不“固定”的根源亦出於此。九七年十月下旬，當亞洲金融風暴吹至香港之時，

倚靠“硬幣流動”和“現鈔套戥”兩個自動調節機制來捍衛港元，似乎力有不逮，要擊退來勢兇猛的投機者，匯市干預與抽緊銀根似乎有所必要。

#### 四. 聯匯改進之道：AEL模式

此所以我提議把香港的貨幣局制度現代化，做法阿根廷、愛沙尼亞及立陶宛的 AEL 模式，亦即可兌換儲備制度 (convertible reserves system)。當中央銀行保證銀行存於它戶口的任何儲備，都可按照固定匯率自由兌換的時候，銀行之間的套戥便變成“無鈔化”、“電子化”，就像程式買賣 (programmed transactions) 一般，交易費用減到最低，套戥效率提至最高。匯率現價 (spot exchange rate) 將會鐵板一塊。事實上，阿、愛、立三國的情況正是如此。(註三)

讓我用一個實際例子來說明它的運作機制。假如香港金管局建立了可兌換儲備制，每一家銀行都在它開有戶口，存放一定的儲備，而金管局又保證這些儲備可以用七點八的匯率隨時兌成港元或美元。那麼，根本沒有任何一家銀行膽敢在市場裏開出偏離七點八的匯價。

如果有銀行甲看淡港元，開出八點零的匯價 (即八塊港幣才可兌換一塊美元)，銀行乙可以立刻的售給它一百萬 (或更多) 的美元，同時指示銀行甲把八百萬港元的款項，轉帳至乙在金管局的戶口。由於金管局保證港元可按七點八換成美元，銀行乙便可即時取得二萬五千六百四十一塊美元的“套戥”利潤。

銀行甲卻可憐，它沽售八百萬港元予銀行乙之後，得回一百萬美元。乙把款項匯進甲於金管局的戶口，甲只能兌換成七百八十萬港元，結果虧損了二十萬港元。假如銀行甲不肯悔改的話，銀行乙、丙、丁都會蜂湧前來，沽售美元給它。

要留意，這類套戥交易完全可以在分秒之間，通過電話或其他電子媒介來進行，而不涉及現鈔。它解開了傳統貨幣局的一個死穴。

表面上，在上述的例子中，金管局的外匯儲備將會減少了二萬五千六百四十一塊美元 (即銀行乙的套戥利潤)。不過，這之所以會發生，是因為銀行甲愚蠢到在市場裏開出八點零的匯價，從而接受二十萬港元損失的“命運”。

實際上，在可兌換儲備制度之下，沒有任何銀行以至其他金融機構會開出偏離官方固定匯率的現匯匯價。換言之，制度把銀行系統縛住，將之改變為“抗禦外敵”的工具，而不靠央行自己。用廣東話的俗語來說，央行只任“荷官”(賭場內負責派牌的

主持人)，而不當“莊家”(落場親自賭博的大戶)。它只設計一個遊戲規則，讓投機者對賭，互相抵消力量，便能將現匯匯率鎖定。

可兌換儲備制度，可算是現代金融史上的一個突破。由於不用搬運黃金或鈔票，AEL模式的套戥效率，超越了傳統的貨幣局制度以至黃金本位制。很可惜，阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛都是發展水平不高的國家，制度創新並未受到應有的重視。(註四)

香港能否推行可兌換儲備制度？關鍵是，香港須設立銀行在央行的儲備制度，並保證這些銀行儲備按七點八的匯率自由兌換。以特區政府的龐大外匯儲備來看，這屬輕而易舉之事。再者，香港於九六年底已建立了“即時支付結算”(RTGS)系統，金融管理局直接可與每一家銀行交易，要進一步推行銀行儲備制度，亦沒有太大的技術困難。

## 五. 效率風險與制度風險

不過，我不想把可兌換儲備制度和 AEL 模式理想化。它通過電子化的匯率套戥，鎖住現匯匯價 (spot exchange rate)，消除了固定匯率的“效率風險”(efficiency risk)—即保住現匯的風險。但另一方面，它卻沒法排除“制度風險”(systemic risk)：一種套戥機制，無論如何有效，如何完善，也可能因為其他經濟考慮(如全球貨幣大貶值、本地經濟結構發生巨變、掛勾的貨幣太強或太弱、固匯水平不合時宜)，以至政治因素(如政變、外敵入侵、改朝換代)，而被迫更改。

換言之，即使現匯鎖住，制度風險也會令到投資者要求所謂“風險溢價”(risk premium)；那麼，本地利率依然會高於外幣利率，而遠期匯價將弱於官方固定匯率。阿、愛、立三國都有這種現象，但隨著近年局勢的穩定化，情況已大為改善。

其實，國際貨幣基金組織(IMF)去年協助了保加利亞和波斯尼亞推行貨幣局安排。據我所知，是類似 AEL 模式的。但是，IMF今年又帶頭反對印度尼西亞實施同樣制度，究竟是什麼原故？

問題看來跟效率風險及制度風險有關。實行可兌換儲備制度，需要適當的硬件及軟件，香港在九六年底才完備，印度尼西亞現時是否準備妥當？假如不是，效率風險將難消除，現匯匯價會呈不穩狀態。

更嚴重的是制度風險。就算印尼式貨幣局制度可穩住現匯匯價，它能否在未來抵受其他經濟因素以致政治的衝擊？目前仍屬一個疑問。此所以國際貨幣基金組織對印尼的提議有強烈的反應。（註五）

## 六. 香港聯匯制的最新發展

最近的發展是香港特區政府於今年四月發表了有關去年十月金融風暴的檢討，即《金融市場檢討報告》。它並未有採納 AEL 模式，以及其他學者所提的建議。（註六）我就《報告》對 AEL 模式的保留及批評，亦已作出了回應。（註七）

無論如何，《報告》有關聯繫匯率部分，對聯匯作為貨幣局制度的運作機制的界定，跟東亞金融風暴之前的已有所不同：關鍵是政府表明不會再用“挾息”（即抽緊銀根以推高利率）的方法來捍衛港元。

金管局透過影響銀根以及銀行同業拆息穩定港元匯率，是風暴前所沿用的手段，高層官員對之屢次加以闡釋，大家只要翻開近幾年的《金管局季報》，便很清楚。其實，“挾息”如果“挾”得其所，並不可怕，而且屬世界上很多中央銀行所常用的招數。九五年初墨西哥危機波及港元，金管局便靠“挾息”來穩定局面。九七年七月，東亞金融風暴初起時，金管局據報亦曾經抽緊銀根，而且效果不錯。

不過，九七年十月廿三日“黑色星期四”，利率升至前所未見水平，引發了一系列的惡果，社會上自然爭論不休。“挾息”一時成了洪水猛獸。金管局以至《報告》的解釋是：當天政府根本沒有“挾息”，利率標升是資金流出反映於利率的“自動調節”的結果，金管局只不過是“消極地坐在那裡”。

更進一步，《報告》的第3.36至3.41段，清楚地顯示聯匯制度作為貨幣局安排的原則：即金管局不會主動地去影響銀根的關鍵部分——銀行體系結算餘額，除了幾種情況：（一）出現會令銀根“異常波動”的公開發售新股和其他港元交易；（二）透過港元流動資金調節機制來確保銀行間的交易結算能順利進行；（三）抵銷例如政府財政盈餘過戶的衝擊。

這些情況之外，“金管局恪守這個原則，即銀行體系結算餘額因應銀行主動向金管局出售或購買美元的金額而變動。”（《報告》第3.37段）；換言之，金管局將處於“被動”地位，不會再主動抽緊銀根來“挾息”。利率之升降，將由資金流出流入的市場情況來決定。

政府如此清楚地宣稱要“恪守”貨幣局的不干預原則，歷史上還是第一次，這肯定是香港金融制度發展的一個里程碑。

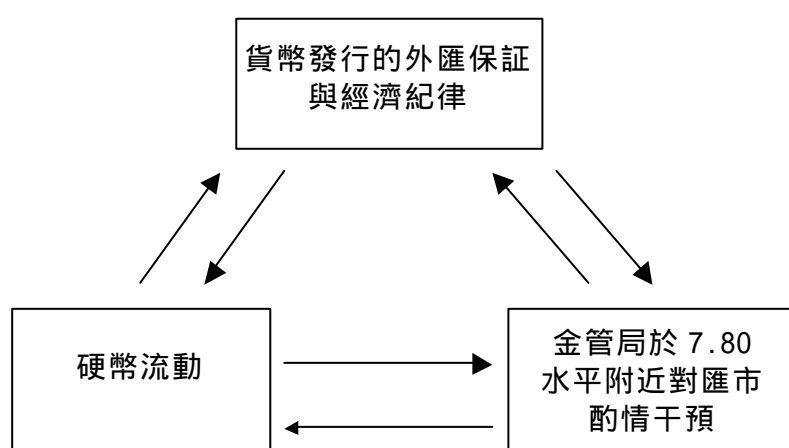
這個“利率自動調節機制”即是“硬幣流動”(specie flow) 機制，正如上述乃傳統貨幣局制度的兩個自動穩定機能之一，另一為“現金套戥”。“現金套戥”與現代金融發展格格不入，因為現鈔佔貨幣供應的比例愈來愈小，要通過搬運鈔票來進行套匯交易，可能性極低。這亦是我建議要採用阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛的“無鈔、電子化套戥機制”的根本原因。

《報告》認同了筆者這個觀點，指出“現鈔套戥根本不可行”(第3.34段)。不過，它並沒有採納AEL模式；換言之，現時的聯匯制度只有利率的自動調節機制，而沒有匯率套戥(exchange rate arbitrage)，或稱貨幣套戥(currency arbitrage) 機制，雙翼折了一隻。

但反過來，聯匯制又有它的“香港特色”，因為金管局保留了在外匯市場干預的主動，以反擊投機者(《報告》3.42至3.45段)，而且利用酌情權(discretion)，按市場具體情況，才決定入市干預的匯率水平。這樣做法，明顯是對傳統貨幣局制度的“自動調節”的背離。圖二表示了香港聯匯作為貨幣局制度的最新三角支柱。

圖二

香港貨幣局制度的最新三角支柱



一個緊跟、加一個背離，是否打和？等於聯匯制可盡取貨幣局制度的優點？完全放棄透過對利率的調控來穩定港元，讓利率按照資金進出的市場規律來“自然升

降”，現時是否適宜？不通過任何貨幣套戥來鎖住現匯匯率，而改用金管局的“酌情”干預，會不會更有效、更適合香港的具體情況？

我始終認為，不建立一個鎖定現匯匯率的高效率套戥機制，一方面不符合貨幣局制度的原則（政府只設計遊戲規則，讓市場參與者“對賭”）；另一方面亦有其危險性，因為倚靠金管局在7.80水平附近“酌情”干預，等如是金管局扮演“莊家”的角色，獨力對抗國際及本地的投機者。特區政府雖然儲備龐大，但未能像黃金本位制和AEL模式一樣，有效地利用市場力量，始終是一件憾事。

至於港府拒絕採納AEL模式的論據，主要是《金融市場檢討報告》所列的幾點：（一）模式並不能使經濟免受利率之苦；（二）從低於7.80匯率水平過渡到7.80可能產生問題；（三）銀行界不會歡迎存款儲備規定；我認為都不是很強的論點。相對於“酌情”干預的不穩固性和風險，採用AEL模式的代價可算是頗低，而且是可以接受的。（註八）

## 七. 港元聯匯的長遠考慮：離場成本

無論如何，爭論看來還未終結，不單因為投機者隨時會捲土重來，而且由於東亞危機及日本的經濟困境，加上歐美最近的金融泡沫，令世界經濟前景呈現十分不穩定的形勢。換言之，香港的匯率制度的改進應該繼續討論。情況表明：香港的聯匯制，效率風險超過AEL模式，但制度風險，就中短期而言，應比三國為低。若香港採用可兌換儲備制度，利率差距以致現匯遠匯差價看來更易拉近。

不過，有些論者提議更為“激進”的方法，來保衛聯匯制度，例如香港科技大學一些學者的“美元流動資金調節機制”和諾貝爾經濟學獎得主默頓·米勒（Merton Miller）的“聯匯保險票據”等方案。

香港科技大學的方案要求金管局同時承擔“信貸風險”（貸出美元）和“匯率風險”（保證還款匯價）。相對之下，米勒的提議便更為簡單：“聯匯保險票據”只包匯率，不涉信貸風險。

這兩個包含保險工具的建議，用意在於令到政府言行一致（“put money where the mouth is”）：貶值的話，便要賠償！不過，它們有兩大問題：（一）在世界金融一體化的情況下，金管局發出的保險工具，能否滿足投資者和投機者的需要？不要忘記，金管局有本身的實力限制，不可以無限制的“廣施雨露”。在保險工具有限制的流通底下，“獲保險者”與“未獲保險者”之間的力量對比如何？後者攻擊港元，前者能否



抗禦？投機者如果在二手市場炒高“保險票據”，並拋售港元，聯匯能否保住？這些問題都屬未知之數。（二）若把建議實施為固匯的一種長久性機制，將引起另外的考慮；就算它們能夠穩住匯率，但政府在未來又因其他的原因，有必要放棄固定匯率制度，或者改變匯率水平，“改制成本”、“離場費用”(exit cost)將會很高。

沒有一個匯率制度，可以永遠不變，這倒不是政府單方面的決心問題。假如除美元外，全世界的貨幣都貶值百分之八十，堅持固定匯率還有什麼理性可言？那麼政府做“莊家”，“落場賭博”，以儲備作賭注，發出保險工具來尋求匯率的固定，又是否明智呢？說到底，儲備都是屬於社會大眾的。

這方面，我們需要明確區分所謂“內在危機”(internal crisis)與“外在危機”(external crisis)。貨幣局制度通過嚴格的經濟紀律、足夠的外匯儲備、以及套戥機制的效率，於解決由內在因素引起的危機無疑是卓有成效的，香港，以至阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛的經驗都是明証。但是，如果危機是由外在的大環境、大趨勢的巨變而引起的，那麼貨幣局的抵禦能力始終是有限的。(註九)

相對於保險票據之類建議，傳統的貨幣局制度只保流通貨幣，A E L 模式則包貨幣基礎（流通貨幣加銀行於央行存款），並沒有對任何其他存款或借款給予匯率保險；故此，離場成本低得多。政府經常信誓旦旦，宣稱固定匯率不會貶值，A E L 三國甚至在法律內有所規定；但“信譽受損”作為離場費用並不直接牽涉金錢。

## 八. 結語：保持平衡

如果我們把視野拉闊，不再拘泥於如何保衛一個固定匯率的話，問題就更為複雜。究竟，港元應不應該跟美元永遠掛勾？說到底，對美元七點八的掛勾是個八十年代中英談判香港前途的政治產物，而由於九七回歸穩定的考慮，無人敢動它。我的意見也是：三五年內，應該加強聯繫匯率的穩定性。A E L 模式、可兌換儲備機制，因此是我的短期建議。

不過，短期穩定和長期制度的彈性選擇之間，必須小心地加以平衡。保險工具的用意，在於進一步地減少甚至消除制度風險，但另一方面它卻提高了改制成本，增加“下馬”的困難，表面上一了百了的“美元化”建議亦一樣。假如未來有需要重新發行港元，將之浮動或與人民幣掛勾，改制成本會頗為昂貴。

故此，我認為在香港施行 A E L 模式，鞏固現匯匯價，再加一些減低利率波動的措施，已經足夠。保險工具方案，不單捍衛聯匯的效率成疑，更且增加離場成本，並不可取。

## 註釋：

- 一、 參考 Anna Schwartz, “Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role”, Carnegie-Rochester Conference on Public Policy, No. 39, 1993 ; 及 John Williamson, What Role for Currency Boards? US: Institute for International Economics, 1995。
- 二、 參看筆者先前的文章和報告：曾澍基，評現鈔固定匯率制度 及 最近修訂的匯率制度與香港經濟，見《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；Tsang Shu-ki, A Study of the Linked Exchange Rate System and Policy Options for Hong Kong, a report commissioned by the Hong Kong Policy Research Institute, October 1996; Tsang Shu-ki, “The Linked Rate System: through 1997 and into the 21st Century”, in The Other Hong Kong Report 1996, Hong Kong: The Chinese University Press, 1996, chapter 11。有關黃金本位制的分析，參考 T. Bayoumi, B. Eichengreen, and M. P. Taylor, Modern Perspectives on the Gold Standard, Cambridge University Press, 1996。
- 三、 同註二。
- 四、 參考 Tsang Shu-ki, “The Case for Adopting the Convertible Reserves System in Hong Kong”, Pacific Economic Review, 1998, forthcoming。國際貨幣基金組織去年有一篇論文，對三國的貨幣局安排作出比較詳細的分析。見 T. Baliño and C. Enoch, “Currency Board Arrangements: Issues and Experiences”, IMF Occasional Paper, No. 151, August, 1997。很可惜，它也未對 AEL 模式的特點加以強調。
- 五、 我在另一篇短文內對此有所評論。參看 Tsang Shu-ki, “Indonesian Currency Board? Two Questions to Answer”, 16 February 1998, at the web site [www.hkbu.edu.hk/~econ/tsang.html](http://www.hkbu.edu.hk/~econ/tsang.html)
- 六、 香港特區政府財經事務局，《金融市場檢討報告》，一九九八年四月。
- 七、 Tsang Shu-ki, “The Hong Kong Government’s Review Report : An Interpretation and A Response”, 4 May 1998, at the web site [www.hkbu.edu.hk/~econ/tsang.html](http://www.hkbu.edu.hk/~econ/tsang.html).
- 八、 參考註七以及曾澍基，未完的故事：危機中再論捍匯降息，《明報》論壇版，一九九八年六月十九日。
- 九、 Tsang Shu-ki, “Is a Currency System Optimal for Hong Kong? 18 May 1998, at the web site [www.hkbu.edu.hk/~econ/tsang.html](http://www.hkbu.edu.hk/~econ/tsang.html).

\* 此篇文章為筆者於 PECC 金融市場發展中國委員會在北京主辦之“亞洲金融危機與中國內地、香港金融市場發展”研討會上所發表的專題報告。