

香港貨幣局制度的命運

曾澍基

香港浸會大學經濟系教授

一九九八年九月二日 (明報論壇)

香港的貨幣局匯率制度，正處於歷史的十字街頭，何去何從，將對香港整體經濟產生極為深遠的影響。

政府爲了保衛七點八聯匯，歷史性地干預股市，引起軒然大波，雖然是逼不得已，有其苦衷；但如果到現在仍然看不出問題的癥結，並作出斷然的改革的話，香港的經濟苦難真不知何時才能紓解。

歷史的十字頭

政府干預股票及期指市場，理由是國際炒家進行「雙市投機」(double market play)，一方面攻擊港元，推高息口，另一方面拋售股票及期指來圖利，搗亂了金融秩序。這其實只是故事的一半。財金官員所未明言的是：高息與沒完沒了的資產通縮，使本已嚴重的信貸緊縮，有可能愈演愈烈，引致全面性的信用危機甚至經濟災難，徹底地搖動聯繫匯率的根基。倘若到時才貶值或浮動.....

自由經濟論者反對政府干預，認爲應讓市場自己尋找「均衡」水平，問題是當前的市場本身存在不少結構性漏洞，讓「富可敵國」的國際投機者有機可乘。況且，金融市場容易出現「過籠」(overshooting) 現象，而「過籠」有時不能自我糾正，越過了「臨界點」(threshold)，更會形成惡性循環、下降漩渦。

干預股市的理由

俄羅斯盧布在一九九二年初開始浮動，到現在已貶值幾百倍！但還找不到「均衡」水平，這是最慘烈的例證之一。

不過，國際大鱷這樣容易地進行「雙市炒賣」，根本原因在於聯繫匯率機制存有缺陷，這方面政府是難辭其咎的。

「雙市投機」的禍根

「雙市炒賣」的起點，是由於香港並未採取阿根廷、愛沙尼亞、立陶宛的 AEL (Argentina、Estonia、Lithuania) 模式，亦即現代的貨幣局制度。由於香港沒

有存款儲備規定（銀行按存款的一定比例，存儲備於金管局），現時的「RTGS 即時支付結算」（Real Time Gross Settlement）系統，基本不過是一個銀行間的交收安排，故此，銀行的整體結餘，理論上應該等如零（一家銀行的收支順差意味另一家銀行出現收支逆差）；實際上資訊不會完美，資金管理要保守一些，亦有誤差，那麼銀行結餘可以是正數或負數。

無論如何，銀行結餘一般只是個幾十億港元的「小氹」。更且，港府沒有像 AEL 模式一樣，按七點八的固定匯率來跟銀行進行港元/美元交易，而只是採用偏離七點八的市場匯率。

這個沒有固定匯率的「氹仔」，現在證明是聯繫匯率制度的死穴。幾十億港元的結餘，大鱷一擲下五億美元便可「乾塘」，情況極不健康；這點我在去年底港府徵詢學者意見時，已向金管局反映，今年四月港府的《金融市場檢討報告》，亦記錄在案。我的另一篇文章，更有所引申（《未完的故事：危機中再論捍匯降息》，《明報》論壇版，九八年六月十九日）。

香港的貨幣局制度，基本靠效用早已成疑的所謂「硬幣流動」（specie flow）的利率自動調節機制。在目前的金融風暴之下，它竟產生嚴重的負面作用。港元受到攻擊，資金流出，利率上升，「因而」可以吸引資金回流，穩住匯率。這種「教科書式」的道理，不幸變成了國際投機者所掌握的「發財捷徑」：利率上升真好！「貨幣局」制度萬歲！

擴大結餘與電子套戩

要對抗「雙市投機」，正本清源，必然是在其起點，亦即聯匯制度那個「沒有固定匯率氹仔」，加以堵塞。財政司司長曾蔭權在上星期五的聲明與答問，這方面似乎是有所肯定。

擴大結餘的一個直接方法，就是推行存款儲備制度，若規定為 5%（即銀行一百元存款，須有五元儲備於金管局），再加上 1% 至 2% 的「超額儲備」（銀行「加碼」，以避免儲備不足規定比率而受罰），銀行的結餘將近一千億港元之譜。「氹仔」變成大湖，國際大鱷已無法那麼容易便掀起利率波瀾。

港府在起步點便對「雙市投機」活動加以強有力的攔截。這種先發制人的方法，肯定優於利率被推高之後，才再在股市托價的後發行動。

擴大結餘，除存款儲備安排外，可能還有一些其他方法。但另一關鍵是，金管局必須保證，任何銀行的結餘，都可按照七點八的聯匯匯率來自由兌換。金管局現時只跟隨市場匯率，而不肯採用七點八。

它的理據，近乎對貨幣局制度的理論創新：保留在七點八匯率水平附近的「酌情」干預。問題是這種央行式的保衛行動，跟有效的套戥機制是兩回事。

有存款儲備，將擴大結餘。倘金管局還保證結餘的銀行存款隨時可按七點八匯率轉成港元或美元，那麼一個效率奇高的無鈔化、電子套戥機制立刻便成立。AEL 模式就會降臨香港。

到其時，沒有任何一家銀行會開出偏離七點八的匯率；否則，其他銀行將可對它進行電子套戥。現匯價鎖死了，其他問題就好辦，這種種，我在《明報》以往的文章，以至我網址上的分析(www.hkbu.edu.hk/~econ/tsang.html)，都作了更詳細的闡明。

爲今之計

AEL 模式的精髓，是政府設計一個套戥的遊戲規則，讓投資者或投機者互相對賭，抵銷力量。政府並不需要直接下場賭博，做「莊家」，它不過是個「荷官」，負責派牌。固定匯率有多種，不靠政府干預，動用市場的「自利」力量的，主要就是黃金本位制和貨幣局制度。

不過，政府已對股市進行直接干預。當下情勢凶險，政府若在匯市與股市都繼續「做莊」，戰線會太長。它應盡速設立存款儲備制度，並保證銀行結餘以七點八的匯率來交易——亦即推行 AEL 模式。

那麼，在匯市這邊，將可大大減壓。「雙市投機」的禍根，等如是大灑了殺蟲水。

股市干預方面，既入市，看來就不能輕易言退。國際大鱷明顯地會與我們再「玩」幾鋪。筆者所冀望的，是政府「玩」得聰明一些。不要忘記，這絕非面子問題，或者意氣問題。這是香港的福祉所在！亂世之中，最佳的爲政者，真的屬豺狼與獅子的混合化身？