

# 香港聯繫匯率制度檢討與改革建議 報告摘要

曾澍基  
香港浸會大學經濟系  
一九九六年十月

## 歷史、制度及國際背景

### 1. 危機

香港的聯繫匯率制度，於一九八三年十月十七日實施。其時，中英正陷入有關香港前途的爭議中；港元匯價急挫，香港政府急謀對策，要挽救港幣。

### 2. 新瓶舊酒

最後採取的挽救方案是聯繫匯率制度——將港元兌美元的匯率釘在 7.80 的水平。基本上安排不過是一九三五年至一九七二年在港推行的“貨幣局制度”的翻版，雖然細節方面有一些改變。

### 3. 純粹的貨幣局制度

設計上，一個貨幣局要發行本地貨幣，必須先具有按固定匯率計算的百份之百的外匯儲備。這個規定，意味除非出現了國際收支的盈餘，使外匯儲備上升，貨幣局不能發行新的貨幣。此一紀律，是匯率穩定的有力保證。

### 4. 歷史高峰

貨幣局制度歷史悠久。一八四九年，毛里求斯建立了世界上第一個貨幣局。其後，約有七十個經濟體系採用這個制度。二十世紀四十年代是貨幣局的黃金時期。但是，二次大戰後，貨幣局不再是時尚，紛紛獨立的國家都以建立自己的中央銀行，推行獨立的貨幣政策來促進經濟發展作為重要任務。

### 5. 復興

近年來，貨幣局制度又獲垂青。一九八三年，香港帶頭再用。一九九一年，阿根廷

採納了同類制度，而愛沙尼亞和立陶宛則分別於一九九二年和一九九四年加入行列。目前約有十個國家或地區採用貨幣局制度。

## 6. 理論

作為一種固定匯率安排，貨幣局並不依靠外匯管制或市場干預。它只定出狹義貨幣（現鈔）兌外幣的匯價，並按照此固定匯率讓人們自由兌換。由於貨幣局擁有的外匯儲備，等如或超過現鈔流通額，這樣的自由兌換並無問題。至於廣義貨幣（存款）要兌換外幣，貨幣局制度則跟黃金本位制度差不多，依靠“套戥和競爭”的活動，來使市場匯價趨向官方所定的現鈔兌外幣的固定匯率。

## 7. 貨幣局加中央銀行

近年來，採取貨幣局制度的經濟體系都同時發展中央銀行，香港（自一九九三年）如此，阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛亦不例外。

## 8. 香港獨特之處

香港的聯繫匯率安排，理念上是一種貨幣局制度，但它有自己的特點：(1)港元貨幣並非由真正的“貨幣局”來發行，責任落在少數發鈔銀行身上；(2)跟阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛不同，香港還未建立完整的中央銀行制度，特別是商業銀行與央行之間，沒有儲備存款的規定和調控機制。

## 9. 不完善之處

換言之，香港的聯繫匯率制度，既不符合古典的貨幣局制模式，也跟現代化的貨幣局制度有所距離。這種局面，是一些持續不散的問題的主因。

## 技術上的可能性

### 10. 不錯的表現

表面上，自推行以來，聯繫制度在承受政治及經濟衝擊方面，有頗為不錯的表現（例如，一九八四年、一九八七及一九八九年）。不過，在八十年代，市場匯價曾偏離 7.80 的官價達 3%（雖然時間很短暫）；而在九十年代，則有 1%左右的背離。過去六

年，市場匯率都持續地低於 7.80。顯示出港元的強勢。

#### 11. 難以清楚解釋

這些偏離，或許屬“可接受”甚至應予以“歡迎”。問題是：偏離為什麼會出現？為何理論上制度所倚靠的動力：套戥與競爭，沒有把偏離消除呢？在古典的貨幣局制度下，市價不應背離官方匯率，些微的差距只是由於所謂“交易費用”（在香港誰也無法準確地計算出套戥的交易費用是多少）。至於阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛貨幣局制度，像香港這樣程度的偏離未有出現。

#### 12. 缺乏透明度及緊密性

過去的良好表現，大概屬維持現狀的最佳理由，但其實對未來的穩定不是可靠的保證。現行聯繫匯率制度的最大問題是它理論上的維繫動力看來並未有效運作，而誰也難以清楚地解釋為何會於過去、現在以至將來保持堅強。由於缺乏透明度及緊密性，在極端情況之下聯繫匯率能否維持，仍有疑問。

#### 13. 雙重災難的噩夢

聯繫制度經歷了幾個重大考驗。但從來未面對過銀行擠提和港元受衝擊同時發生的嚴峻局面（一九八四、八七和八九年都不見這種情況）。假如這種情勢出現，香港的銀行將因為擠提而更缺乏現鈔，無力開展套戥活動來保衛深受壓力的聯繫匯率。故此，有需要事先把制度加以改善，把壓力從匯率移往經濟內其他具備更強抵抗能力的範疇，像阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛的制度一樣。

#### 14. 改革不應產生不穩定效果

聯繫制度應該改革成為一個更可靠的防洪閘。不過，改革本身最好不要帶來不穩定，社會性爭議，或動搖信心的後果。這份報告的各個主要建議，都考慮到並且符合這種要求。它們亦可視作為減低在聯匯制度下進行套戥的交易費用的方案。

#### 15. 以銀行作主體的改革

要維持聯繫匯率制度的可行性，銀行的角色至為重要。由於在現行安排之下，它們似乎未有積極開展套戥活動，使市場匯價更接近官方匯率，這份報告乃探討了兩個

提高銀行套戥效率的方案：

方案一：改良的結算所方案。在銀行之間的支票結算過程，容許以現鈔作為支付手段。對銀行來說，港元現鈔與港元存款不可直接兌換（除非通過抵消套戥利潤的兌換美元的外匯交易）的問題，將獲得紓解。不過，以現鈔來進行的套戥活躍程度，仍然會受到結算組織的現鈔存量和運作架構的制約。

方案二：可兌換儲備制度方案。參照阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛的模式，香港的中央銀行——香港金融管理局——可建立一般性的銀行儲備制度，並保證整個貨幣基礎（即貨幣流通量加銀行存於央行的儲備存款）以至央行的所有金融負債（即貨幣基礎加上其他負債），都能夠按 7.80 的匯率，兌換成美元。這樣，以現金作基礎的套戥活動差不多毋須直接進行，甚至完全沒有必要，市場匯率便會非常接近官價。

#### 16. 現實發展正趨向兩個方案

上述兩個方案，大致都符合香港內部的發展趨勢。香港正引入所謂“即時支付結算”（RTGS）系統，將會由香港銀行同業結算有限公司（HKIC）來執行運作。這個安排替兩個方案提供了基本的硬件及軟件。方案一需要較少的機制改變，但它的效率可能有些限制。方案二是受過考驗的成功例子，惟需要較多的機制改變，或會遇到某類抗拒。無論如何，香港不必完全倣效阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛的模式，我們可以保持自己的特色。

#### 17. 先試方案一，然後考慮方案二

方案一或方案二的取捨，涉及的不單是經濟分析，正轉變中的政治及社會經濟氣候亦屬關鍵因素。一九九六年底，RTGS 系統將開始實際運作，故此，港府可以首先試行方案一，察看市場匯價與官方匯率的差距能否收窄。若不能，或者嚴重問題浮現的話，便應認真考慮推行方案二。

#### 18. 毋須設立永久櫥窗

向全民提供 7.80 匯率自由兌換的櫥窗，沒有永久設立的必要，在危機中，櫥窗可以採用，作為一種提高信心的標記。愛沙尼亞在推行它的新貨幣之時，便曾經設立“全

民櫥窗”。這種“方便”有利有弊，應小心考慮。

#### 19. 壓力之下，不應調整聯繫匯率或把港元重新浮動

由於聯繫匯率制度的歷史背景，以及未來可能面對的挑戰，港府絕對不應向任何衝擊聯繫匯率的壓力低頭，例如把港元貶值，或者重新浮動，來“紓緩”對港元的攻擊。這些“讓步”，只會被視為失敗主義者的行動，引致更大的問題。港府必須全力保衛 7.80 的官方匯率。

### 經濟的優化考慮

#### 20. 貨幣局制度的好處與壞處

威廉遜（1995）總結了貨幣局的“四點好處與七點壞處”。按他的準則，香港的聯繫匯率正能盡量利用貨幣局的好處，以及減低其壞處。故此，香港採取聯匯制度是很適當的。

#### 21. 貨幣發行利潤與過渡問題

不過，香港正不斷積累的大量財政及外匯儲備，卻突顯了威廉遜所指出的兩個貨幣局制度的弱點：貨幣發行利潤（seigniorage）及過渡問題。貨幣局積存巨額外匯儲備，如何賺取合理投資回報是個難題。特別在本地的通漲率高於掛勾外幣的所屬國（美國）的情形下。香港所積聚的儲備，似乎已遠超過實際需要；例如，貨幣局的貨幣發行需要 100% 的外幣儲備保證，但一九九六年六月底，香港已具有 56% 的儲備規模。看來，為了要取得“足夠”外匯儲備來保衛聯繫匯率，港府並未充份顧及“適量儲備”這個問題。

#### 22. 通貨膨脹

九十年代，香港的通脹壓力加強，但受到聯繫匯率作為固定匯率制度的限制，香港政府缺乏適當的政策工具來作出對應；這顯示出了貨幣局的另一弱點：管理（management）問題。不過，情況並非如想像中那麼嚴重。通脹的兩大傳遞途徑是：（一）貿易帶來的通脹；（二）資產通脹。經過分析後，並沒有足夠證據認為聯匯制度通過貿易輸入了顯著的通脹壓力；而資產通脹問題，主要只在九十年代浮現。

### 23. 港元重新浮動

浮動匯率可能會於九十年代令到港府有較大的政策週旋餘地，以應付通脹問題，但它帶來的風險，不容忽視。

### 24. 控制通脹與促進經濟增長的矛盾

浮動匯率制度不會同時壓抑通脹和促進經濟增長。假如九十年代上半葉港元是重新浮動的話，市場匯率極可能顯著趨強，那麼香港的通脹率或會降低，但增長率卻大概要受挫。

### 25. 固定匯率對浮動匯率

一般而言，一個經濟的實質部門的彈性愈大的話，固定匯率便會適宜，因為不必通過匯率變化，來改變名義價格，以抵消外因的衝擊。經濟的實質部門會自行作出快速的調整。香港看來是一個彈性極高的經濟體系。此外，對於具有龐大的金融業的小型開放經濟，浮動匯率會帶來不穩定及風險，因為投機性的資金流動和對港元的攻擊，都難加以調控。固定匯率的優點，是它把壓力轉移到經濟內其他比較堅實的領域。換言之，它提供了一種“船錨”作用。

### 26. 不必把港元跟一籃子貨幣掛勾

把港元與一籃子貨幣掛勾並非良策，因為它會進一步減低制度的透明度，甚至令到套戥完全沒法進行。

### 27. 中港經濟聯繫：與人民幣掛勾？

長遠而言，假設基於經濟優化的考慮，金融當局認為港元應與另一種貨幣聯繫，一個平面式的轉軌是很容易推行的。例如，人民幣於未來變成自由兌換貨幣，中港經濟水乳交融，政府決定把港元轉與人民幣掛勾；在這種情形之下，香港金融管理局可選擇一個國際外匯市場相對平靜的時期，比方說人民幣兌美元的匯率穩定於 7.80 的水平，宣佈港元兌人民幣進行 1 兌 1 的掛勾。

## 結論

28. 就政策建議而言，這份報告的複雜分析及結論可簡化為下列數點：

- (一) 從技術及適可兩個角度來看，香港都應該維持聯繫匯率制度，跨越九七，邁向二十一世紀。
- (二) 技術上，聯繫匯率制度應先通過“改良的結算所方案”(方案一)來增強其穩定性。假若效果不佳的話，便應實施“可兌換儲備方案”(方案二)。不思改進，維持現狀會有一定的風險，因為聯匯制度並未受過銀行擠提和拋售港元同時出現的衝擊。
- (三) 方案一與方案二都是針對外在衝擊的防洪閘，需要一定的時間才能落實推行。換言之，它們並不是當危機出現之後，臨時可用來應急的靈丹。準備工作必須事先做好。
- (四) 面對危機，7.80 的匯率不可改變，港元亦不應重新浮動，來紓解壓力。港府只能夠傾盡全力來捍衛聯繫匯率。“全民櫥窗”可暫時採用，但須小心行事。
- (五) 港元不應與一籃子貨幣掛勾。
- (六) 從優化角度來考慮，在可見將來並沒有必要取消聯繫匯率，把港元重新浮動。
- (七) 如果中港經濟聯繫繼續加強，而港元與美元掛勾的支持因素日趨薄弱的話，港元可採取平面式的轉軌，改而跟人民幣掛勾，其中沒有太大的技術困難。

\* 這是筆者為香港政策研究所(Hong Kong Policy Research Institute)撰寫的顧問報告A Study of the Linked Exchange Rate System and Policy Options for Hong Kong (October 1996) 的中文摘要。