

立法會  
財經事務委員會  
保衛聯繫匯率制度之機制

一九九八年十一月十四日

意見要點

香港浸會大學經濟系  
曾澍基教授

一 我希望在這裡談一談我的主要意見。更詳細的分析及論據，請議員參考附上的技術註解(Technical Note)。一般來說，我支持與聯繫匯率制度有關的七項技術措施，以及應用於証券及期貨市場的三十項建議。不過，這些措施和建議的其中大部份，可以更早地推行及推出。果如是，香港經濟因為高而波動的利率與投機者的「雙邊操控」，而要承受的調整代價將會較少。同時，香港政府可能不必干預股票和期貨市場，雖然我是有條件地支持那次干預。

二 作為一種貨幣局安排，聯匯制度在七項技術措施推出之前，是存在著缺憾的，因為它沒有建立有效的貨幣套戩機制，直接地動員市場力量來穩定匯率。當港元受到沖擊時，香港金融管理局就須訴諸銀根及同業拆息利率的調控，以及對外匯市場的酌情干預。

三 七項技術措施標誌著香港的貨幣局安排的一個重要改革。目前的制度，與一九八三年十月所推出的聯匯架構，已經非常不同。原來制度的設計，跟正迅速變化的金融現實格格不入。很奇怪，只有很少的分析家和評論者了解這一點。這大概反映出問題的技術複雜程度。

四 金管局於九八年九月推出的七項技術措施包含兩大舉動。首先是對銀行於金管局的港元結餘的兌換保證；其次是貼現窗的建立。兩大舉措跟我所建議的 AEL（阿根廷、愛沙尼亞、立陶宛）模式原則上是一致的。我曾經向特區政府提議這個模式。財經事務局於九八年四月發表了《金融市場檢討報告》；它這樣說：

「……曾澍基教授建議香港政府應仿效 AEL（阿根廷、愛沙尼亞、立陶宛）三國實行的……貨幣發行局制度……。具體來說：

- (a) 曾教授建議把根據固定匯率 7.80 進行兌換的適用範圍由紙幣擴展至整

個貨幣基礎。換言之，金管局就購買及出售美元（再分別從持牌銀行港元結餘中扣除及存入有關的港元款項）所用匯率將會是完全透明、被動及固定於 7.80 的水平；及

- (b) 基於……持牌銀行在金管局所持的結算餘額總和極小，如果實施(a)項所述措施，即使少量資金流入或流出港元……也會引致利率大幅波動。有見及此，曾教授亦建議實施法定儲備規定（要求銀行在某段時間的平均儲備率達到法定的要求），作為銀行同業資金管理的緩衝機制。」

《報告》跟著否決了我的建議。政府於九八年九月推出七項技術措施，反映出態度的轉變。金管局對銀行港元結餘的兌換保證，明顯是我的建議(a)的一個變種。兌換保證乃 AEL 模式的核心機制。分別是金管局還未容許銀行按固定匯率把美元兌換為港元；換言之，保證目前還是單邊的。

五 為了減低利率波動，金管局選擇了貼現窗，而並未採用我建議的存款儲備規定，我對此沒有強烈的反對。我的建議的目的，無非要擴大貨幣基礎，以減低資金進出對利率的衝擊。就算兌換保證可以鎖定了現匯匯率，這種衝擊還是會出現的。如果貼現窗能夠達到此一目標，我們無妨試用它。

六 對於七項措施下的其餘技術問題，我的建議如下：

- (a) 貼現窗基本利率的決定：我提議採取「風險溢價目標」。美國的聯邦基金目標利率應該作為基準，再加上一個反映港元風險的溢價。溢價可按市場的狀況來調整，但必須有明確的公式，例如根據港元與美元的隔夜同業拆息於過往一個月的平均差距。這個方法的優點在於它的透明度，以及不易為人操控。
- (b) 兌換保證的匯率：它現在定為 7.75。其一選擇是把發鈔的負債證明書的匯率也從 7.80 改為 7.75。否則，金管局可推行有紀律的五百日貶值計劃，把匯率於每一個日曆天貶值一點子，而且兌換保證應改為雙邊（港元兌美元與美元兌港元均可）。

七 有些人士認為兌換保證帶來了「新」的風險，可能衝擊香港的貨幣局安排。這是否金管局延遲採用 AEL 模式的原因，我無從判定。無論如何，大家細心分析的話，將發現此一恐懼屬於過慮。如果沒有兌換保證，金管局需要通過干預外匯市場來穩定港元，政府的美元儲備將會直接流失。實際上，金管局是單獨地面對整群投機者和缺乏信心的投資者，而未有利用銀行界的套戥者的助力。假如香港出現資金逃跑而政府又堅持固定匯率，儲備的流失將主要由政府來承受。

八 在兌換保證下，銀行間的貨幣套戥將令到現匯匯率可以鎖定。這對於提高信心有很大幫助。持牌銀行會受到競爭的壓力，把保證擴展予非銀行的顧客；但它們必須首先取得作為貨幣基礎組成部份的港元資金（包括現鈔、銀行於金管局的結餘、或者外匯基金票據），才能代表顧客向金管局兌換。這些港元資金的成本是迅速上升的。銀行直接把本身的外幣資金售給顧客，可能更為化算。故此，資金逃離香港所引起的外匯儲備損失，將會由政府與銀行界比較平均地分擔。

九 總言之，七項技術措施雖然來遲，但它們為強化香港的貨幣局安排，提供了一個基石。金管局應該在幾個操作方面再加改進；但我看不到有迫切性要引入新的機制來顯示政府對保衛聯繫匯率的決心。決心已經清楚不過。市場內揮之不去的懷疑，並非關於官方的意向和能力，而是針對 7.80 這個匯率是否適當的問題，特別在經濟環境可能繼續惡化的情況下。此類關注是無法根除的，它在未來或會再度反映在利率的更高風險溢價之中。

十 最後，讓我評論一種有關外匯基金投資公司的意見。有些人士認為，投資公司應該把政府於九八年八月干預股市所購入的股票出售，愈快愈好。我想強調，我現在是以個人身份，而非外匯基金投資公司的董事身份來發言。政府干預股市無疑引起了很大的爭論。我支持干預，因為我同意香港可能出現信用危機，如果股價和樓價形成下降漩渦的話；銀行制度的穩定會被危及，經濟將被推向深淵。不過，當時以及現在，我都認為如果政府先行改革匯率制度，干預股市就或者沒有必要。無論如何，很多批評者的末日預言並未實現。今天，外匯基金投資公司若為了要滿足信奉「自由市場經濟學」的人士的意識形態取向，便儘快把股票出售，將屬非常不負責任的行為。

十一 外匯基金投資公司的任務是簡單的，那就是有秩序地出售股票，避免影響市場的正常運作。在出售時，公司當然會尋求增值機會；公司亦不想納稅人有所虧損。不過，它的目標並非利潤的最大化，特別是這種追求會增加市場波動的話。公司亦不應進行活躍的買賣。故此，它最佳的策略是明顯的；謹慎從事，有需要就慢慢來。

十二 我個人的意見是：股票市場的流動性收緊，為上市公司發行新股提供了機會。當然，上市公司本身，應把價格訂於恰當水平。外匯基金投資公司可通過出售部份股票來增加市場的流動性。不過，我認為它必須小心，並且避免一下子增加太大的流動性，令市場再度出現持續的拋售壓力。