

捍衛聯系匯率

宋恩榮（中文大學經濟系教授及主任）

1. 一種貨幣所以受狙擊，通常是因為該經濟的產品太昂貴，缺乏競爭力。香港在回歸前後，出現了泡沫經濟，成為世界營商成本最高的城市，是以貨幣被狙擊。
2. 解決問題的辦法，是降低成本以回復競爭力。降低成本可以通過貶值。如果維持固定匯率的話，便要通過通縮和加息，以降低物價／工資水平。在固定匯率制度下，加息和通縮的代價無可避免，是調整過程的一部份。
3. 在香港的情況下，維持聯匯比貶值為佳。聯匯實行已十五年，深入人心，一旦放棄聯匯，會帶來極大震盪。香港雖然有龐大外匯儲備，不過與台灣和新加坡不同，香港對資金出入完全沒有限制，一旦市民對港幣失去信心，便難以抵禦狙擊。況且在東亞金融市場十分不穩定的情況下，容易出現過度貶值的現象。
4. 聯匯是貨幣局制度的一種。貨幣局保證用作結算的基礎貨幣，有百分之百的外匯保證，並可按固定匯率兌換成外幣。基礎貨幣傳統上是現鈔，可是現代金融制度並非通過現鈔結算而是通過存款貨幣結算，是以兌換保證應包括銀行在貨幣局的結算戶口。
5. 貨幣局依靠自動套戥而非中央銀行的酌情干預來穩定匯率。在貨幣局制下，經濟一定要有淨資金流入才能增加貨幣供應，是以貨幣局比一般固定匯率制度更鞏固。
6. 貨幣局依靠兩個套戥機制來固定匯率：基礎貨幣套戥（傳統上是現鈔套戥）和利率套戥。假設港元因被狙擊而偏弱，自然會有人以美元購買港元，並以港元基礎貨幣，使用保證匯率兌換美元，賺取差價，從而使港元匯率轉強，這便是基礎貨幣套戥。基礎貨幣套戥會做成部分外匯儲備流失，使香港貨幣供應收縮，利率因此上升，吸引資金流入，這便是利率套戥。換言之，狙擊的震盪部份被外匯儲備流失吸收，部份被利率上升吸引的資金流入吸收。
7. 在「任七招」實施之前，香港的貨幣局制度並不完善，基礎貨幣套戥功能很弱，過於依賴利率套戥，是以利率上升幅度過猛。當時香港貨幣局的兌換保證祇包括現鈔而不包括銀行在金管局的結算戶口。在現代金融體系中，

現鈔太少，不能用作套戩，而銀行在金管局的結算戶口中的存款貨幣，沒有兌換保證，不能按官價兌換美元，亦難以進行套戩。況且銀行結算戶口的總和祇有數十億港元，炒家祇要動用幾億美元，銀行結算戶口便會「乾塘」，使利率大幅上升。結算餘額太小的結果是利率因資金進出而大幅波動。

8. 除了制度不完善外，金管局政策失當，亦使利率上升過猛，例如去十月廿三日港元被狙擊時，金管局發表聲明警告銀行不可重複使用流動資金調節機制，做成恐慌，為公眾垢病。此外，在「黑色星期四」狙擊過後，因超高息吸引資金流入，使香港外匯儲備不減反增，亦為不正常現象。如前所述，貨幣局制度，面對狙擊時，部份壓力會被外匯儲備下降化解，餘下壓力便由利率承擔。外匯儲備不減反增，說明利率過度上升，對經濟破壞甚大，並非可喜現象。
9. 「任七招」基本上解決了香港貨幣局的弱點。「七招」的核心有兩點，第一點是金管局向持牌銀行作出保證，可以用固定匯率（七點七五港元兌一美元）利用結算戶口中的基礎貨幣兌換美元，使基礎貨幣套戩可以順利進行（第一招）。第二點（其餘六招）則是通過貼現窗，在結算戶口「乾塘」的情況下，可以向金管局借貸應急，解決結算餘額太小的問題。貼現窗的利率，則參考市場利率釐定。
10. 浸會大學曾澍基教授一早提出，金管局應擴大結算餘額，並保證結餘存款可按固定匯率兌換，方法是效法外國的模式（即 AEL 模式），推行存款儲備制度，銀行須把其存款的一定比例（如 5%），有放於金管局作為儲備，這樣銀行結餘將大幅度上升。
11. 「任七招」，同樣達到 AEL 模式的目標（擴大結餘並保證結餘存款可按固定匯率兌換美元），方法卻比 AEL 模式有優勝的地方。AEL 模式需要存款儲備制度，而香港的銀行一般反對此制度，因為存款儲備沒有利息（或利息較低），等如鎖死銀行部分資金。此外，在存款儲備制度中，祇是「超額儲備」（銀行一般會保持規定以上的儲備，以免儲備不足規定而受罰）可以用作套戩，其餘規定內的儲備則被鎖死，不能用作套戩（除非金管局在「乾塘」時降低規定儲備）。如今「任七招」的做法，無需引入存款儲備制度，銀行可用利用其持有的外匯基金票據，通過貼現擴大結餘，沒有鎖死銀行資金，銀行利息損失較少，方法較靈活，制度的改變也較少，比採用 AEL 模式為佳。當今世界中央銀行流行零儲備系統，以減低銀行運作成本，是以設立存款儲備制度與世界趨勢背道而馳。
12. 中文大學經濟系學者於去年十二月初提出「港元流動資金利率市場化」的

方案，目的是減少金管局向銀行罰息和關閉流動資金機制的酌情權。我們建議金管局收取市場利率（參考銀行同業拆息釐定），通過經濟手段（市場利率）而非行政手段拆借，透明度較高，酌情權較低，利率也會較穩定。如今「任七招」有關貼現窗的安排，便包括了參考銀行同業拆息訂定貼現窗的基礎利率，並廢除對「重複使用」貼現窗的銀行罰息等措施，與本系同仁的建議相吻合。最近金管局廣泛諮詢學界及業界有關按市場利率釐定貼現窗的基本利率的辦法，這是個好的開始。

13. 米勒教授提出的「聯匯保險」方案，目的是加強市民／投資者對聯匯的信心。此方案是否有效，需視乎公眾對港府捍衛聯匯的決心是否有正確認識。如果公眾普遍低估政府捍衛聯匯的決心，那麼「聯匯保險」的方案能夠使市民清楚知道政府的決心，此方案可能有一些作用。反之，如果公眾對政府捍衛聯匯的決心有正確認識，「聯匯保險」便沒有作用。此外，「聯匯保險」方案本身的目的並不在於改善貨幣局的基礎貨幣套戥功能，也不在於擴大結算餘額，與「任七招」的目的迥異。「聯匯保險」的一個缺點，是增加了改變匯率制度的成本。世界上並沒有永恆的匯率制度，如果將來香港選擇另一種匯率制度（例如與其他貨幣或一籃子貨幣掛鈎，或者選擇浮動匯率），「聯匯保險」會增加改制的成本。
14. 雖然「任七招」補救了香港貨幣局的漏洞，不過如果香港基本經濟因素不佳，港元仍有可能被狙擊，屆時利率仍會上升，不過上升的幅度會較小。
15. 金管局問責性是個重要問題。我們一方面要在制度上確保央行的獨立性，否則其匯率和貨幣政策會因政治壓力而左搖右擺，使投資者失去信心。在另一方面，央行也要向社會負責。提高金管局運作的透明度是個正確的方向。在宣佈實施「任七招」的同時，金管局亦宣佈提高其貨幣局運作程序的透明度（包括銀行結餘、外匯儲備、及基準利率釐定的方式等等），這些措施應予肯定。