

金融科技毋忘聯繫滙率制度初心

鄭宏泰 陸觀豪

金融科技日新月異，電子收支、儲值便利、智慧銀行等方興未艾。政府積極趕上，促進智慧金融，構築智慧城市，便民利民惠民，快速支付系統和虛擬銀行乃表表者。不過，港元聯繫滙率獨特，表面簡單，其實內有乾坤，尤其與銀行體制唇齒相依；拓展金融科技之餘，莫願此失彼，令貨幣制度倒退，動搖聯繫滙率根基，因小失大。

虛擬銀行恐重蹈覆轍

追本溯源，不論環球實施固定或浮動滙率，港元聯繫滙率建基於兩大原則：一、銀根以官價外滙儲備支持，所謂銀根（貨幣根基）是發鈔儲備及清算結餘總和；二、同業清算須覆蓋所有存款機構，而昔年只有銀行合法收受存款，未有異曲同工者（存款公司、八達通儲值卡、支付寶賬戶等）。聯繫滙率精髓是自動防禦機制，外滙基金及銀行聯手官價買賣貨幣，借助市場化解投機炒賣於無形，四兩撥千斤，技術細節且從略。香港不設貨幣局，法定鈔票由商業銀行發行，儲備由外滙基金保管。同業清算原分兩級，並由主要發鈔銀行滙豐管理，上層直接清算銀行須在滙豐開立往來賬戶，下層間接清算銀行須在代辦銀行開立往來賬戶。

法例規定，同業即期存款須悉數撥備，而香港不設中央銀行，在固定滙率制度期間，清算結餘實際以官價外滙儲備支持。回顧英鎊於1967年貶值14.3%，港元先同步後升值，前後計，實際貶值

5.7%。銀根英鎊儲備的滙兌損失折算1.5億港元，外滙基金悉數補償乃實證。

新一輩銀行家和官僚所認識的聯繫滙率，多局限於1983年恢復掛鈎以後，對沿革或知其然，卻不知其所以然。尤其早前浮動期的虛與實，即使經濟學家也一知半解，誤以為質變，忽視非正式掛鈎美元的事實。不過，港元浮動，外滙儲備無官價可依，自動防禦失效也是現實，所以九七回歸政治浮現，人心忐忑，滙率波動，政府束手無策。當年財政司夏鼎基宣讀1979/80年度《財政預算案》，深入淺出交代問題，解釋市場操作原理，值得重溫。

有人鑽法律漏洞，開辦投資銀行及財務公司，發行存款證，不受銀行法例規管，不受利息協議約束，變相無牌高息吸納定活兩便存款，更擾亂貨幣制度。銀行流失存款，以牙還牙，利率戰歷史重演。截至1981年底，非銀行財務機構佔總存款達36%，不隸屬銀行系統，不參與同業清算，削弱市場操作成效，動搖聯繫滙率基礎。舉一反三，儲值便利是活期存款分支，虛擬銀行是傳統銀行分支，現今另起爐灶，恐怕重蹈覆轍。

釜底抽薪，政府實施存款機構三級制（即銀行、有限制銀行、存款公司），驅趕存款回流銀行，受制利率協議，納入同業清算。有限制銀行及存款公司只可收受定期存款，前者最低50萬元，後者最低5萬元，皆豁免利率協議規限。此外銀行公會升格為法定機構，利率協議也變身貨幣工具，政府干預出師有名。雙管齊下，市場操作成效可顯著提升。

形勢比人強，重整架構於1983年中生效不久，港元恢復掛鈎美元治本。政府以為回復官價外滙

發鈔，蕭規曹隨，聯繫滙率即回復原貌。其實百密一疏，清算結餘儲備是市價外滙，銀根變成雙價制（發鈔官價及儲備市價），偏離基本原則。聯繫滙率虛有其表，自動防禦並未復元，留下尾巴。

外滙基金在1995年接管同業清算，各銀行直接交換，不再分級。政府錯失良機，未同時取消銀根雙價制，糾正偏差。直至1998年投機大鱷乘虛而入，股市外滙期貨聲東擊西，始如夢初醒，亡羊補牢。所謂「任七招」的第一招，就是把清算結餘納入官價外滙，恢復自動防禦效能。日久玩生，現今官僚已忘掉初心，也未汲取九八教訓。

上文不厭其煩回顧聯繫滙率80多年沿革，是說明成敗繫於兩大原則，缺一不可。畫龍點睛，假若1983年恢復正式掛鈎美元時，滙豐已須存放清算結餘於外滙基金，並以官價美元提存，所有銀行清算賬戶也依樣葫蘆，公會毋須於1987年制定「負利率措施」，而投機者也無從在1998年「明炒港元、暗空期指」圖利，何需千億元「打大鱷」？假若1988年推出「新會計安排」之策及時補遺，10年後亦毋須勞民傷財抵抗外侮。

防政策傾斜致因小失大

近年政府提倡智慧城市，金融科技也是重點，主調是共享財經，發揮互聯網移動交易快捷簡便的優越。快速收支平台連結儲值及銀行賬戶，跨系統跨銀行轉賬即時清算，利便P2P、P2C、C2P、C2C等小額收支。虛擬銀行針對小戶小額存貸收支，簡化手續便民，降低成本利民。儲值便利實質是銀行存款，快速收支也是同業清算，虛擬銀行存款與傳統銀行無異。

前車可鑑，若不納入同業清算及官價外滙，難免削弱聯繫滙率自動防禦機制，動搖貨幣制度根基。

有意見認為，既然有限制銀行及存款公司也未納入同業清算，儲值便利及虛擬銀行也無必要，快速收支簡單便捷，綽綽有餘，其實一廂情願。存款機構三級制，實際是驅趕存款回流銀行，其他存款機構被拒諸清算門外是政策傾斜，事實也證明有效，銀行現時幾乎獨佔市場。況且有限制銀行及存款公司不得收受活期存款，與儲值便利及虛擬銀行有別，納入與否對貨幣制度影響有限。

今非昔比，智慧城市是大氣候，政策剛好相反，傾斜智慧金融，傳統銀行存款流失不容輕視。溫故知新，倘若智慧銀行漸成氣候，分庭抗禮，猶如昔日存款財務公司佔港元存款達三成多，其清算結餘又不受官價外滙約束，難免重現銀根雙價制，擾亂貨幣制度。前車可鑑，聯繫滙率自動防禦如何有效操作？

此外，快速收支的跨行交易，須通過同業清算平台，觸動銀行官價清算結餘。目前儲值便利結餘相等0.1%港元存款，清算代理銀行承擔外滙風險有限。日後儲值便利及虛擬銀行交易倍增，所衍生之外滙風險也倍增，誰來承擔？

港元聯繫滙率制度青出於藍，猶勝傳統貨幣局，歸功因時制宜。先進經濟奉行浮動滙率，而且設有中央銀行，無論儲值便利或虛擬銀行，皆可置於傳統銀行體制外，不影響貨幣金融穩定。香港獨善其身，實施固定滙率，不能依樣葫蘆。政出多門，各自修行，難免動搖聯繫滙率根基。傳統銀行始終是中流砥柱，提倡金融科技之餘，毋忘聯繫滙率初心本意，慎防政策傾斜，進退失據，因小失大。

鄭宏泰為香港中文大學香港亞太研究所助理所長；陸觀豪為退休銀行家、香港中文大學香港亞太研究所名譽研究員