

中美交惡 港元聯繫滙率備受考驗

鄭宏泰 陸觀豪

近年來中美關係緊張，一波未平一波又起。外貿摩擦各不相讓，擾攘經年始偃旗息鼓；惟新冠狀病毒肺炎肆虐，又掀防疫控疫互相指摘；維護國家安全大前提下，香港特別行政區之虛實，又惹起爭端。兩強角力，且劍拔弩張，香港身陷夾縫，處境被動，大眾焦點所聚者，莫過於港元聯繫滙率會否有變？國際財經樞紐地位會否動搖？

政府不敢怠慢，重申資金自由進出不受影響，聯繫滙率制度維持不變，國際金融中心地位穩如泰山，穩定內外人心。特區恪守《基本法》第112條，不會實施外滙管制，保障資金自由流動，貨幣自由兌換，金融及投資市場開放。再次強調聯繫滙率乃香港自身選擇，美元外滙儲備充足，信守官價上下限承諾，從容應付資金進出。況且制度歷盡風浪，經得起考驗。尤其港元聯繫滙率在前（1983），美國立《香港政策法》在後（1992），無直接關連。即使美方關稅優惠及高科技開放等政策有變，干擾在所難免，但實際影響也有限。

原屬土貨幣制度

政府並非空談，不過聯繫滙率實務錯綜複雜，需要天時地利人和三方配合，始揮灑自如，缺一不可。若不認識港元原始掛鈎英鎊操作的奧妙，不易理解中美交惡不和，對港元掛鈎美元機制的微妙影響，會否動搖香港國際樞紐地位？

翻查歷史，香港開埠，成就華洋經貿離岸交易中心，絕非偶然。箇中玄機，是交易不受中國法律約束，結算沿用中國貨幣，買賣貨銀兩訖，華商洋商各得其所；更衍生本土貨幣港元，與流通華南的中國銀錠及西洋銀圓互通互換，鞏固地位。中國貨幣在1935年捨棄白銀本位，港元亦改制，轉為英鎊外滙本位，兌換率固定為16港元，採用貨幣局聯繫滙率體制，設立外滙基金，以貫徹香港是華洋離岸交易中心的地位，突顯港元是中國貨幣外滙版的功能。不過地緣政治驟變，日本侵華（1937），香港淪陷（1941），直至重光（1945）後，方實踐新制度。

戰後新秩序新氣象，實行黃金滙兌本位貨幣制度，而黃金官價是每盎司35美元。各地貨幣以黃金計價定價，以美元（或英鎊）報價交易。在環球固定滙率體制下，港元聯繫滙率如魚得水。此外，英國保留外滙管制區不變，實施局部外滙管制，香港銀行區分特許外滙銀行及非外滙銀行兩類。特許外滙銀行可官價買賣英鎊，組成同業票據清算所。非外滙銀行買賣英鎊必須與特許銀行交易，票據清算也須委託彼等代理。外滙基金、財政盈餘、特許銀行等的官價英鎊儲備，須存放英倫銀行（即英國中央銀行）。換言之，聯繫滙率體制是傳統屬土貨幣制度，關鍵是英國承諾可自由兌換英鎊。

四大支柱不可少

總結歷史，貨幣局聯繫（固定）滙率體制，有四大支柱：

1. 掛鈎主權國貨幣；
2. 銀根（實體貨幣儲備及銀行清算結餘）具有十足外滙儲備支持；
3. 外滙儲備及財政盈餘存放中央銀行；
4. 中央銀行提供最終信貸支持。

香港與內地的財經關係深遠，國內政局變遷，未動搖香港華洋交易離岸中心地位。天時地利人和俱備。配套英鎊外滙本位的固定滙率體制，香港是新中國外滙窗戶的首選，舉足輕重。人民幣在中國銀行及12家姊妹銀行可兌換港元，折算官價每百港元兌35元人民幣，間接自由兌換美元，相輔相成。互惠互利，香港也倍加留神，不可忽略中國利益，港元在1967年兌英鎊升值是佐證。

該年11月19日英鎊貶值14.3%，香港本來同步跟隨，兌美元滙率從5.742港元調低至6.563港元，此舉明顯影響中國外滙收益。其後改變初衷，同月23日升值10%；來回之間實際貶值5.7%。新訂官價為每英鎊兌14.551港元，折合每美元兌6.061港元。是次先跌後升，極富戲劇性，顧及中國利益的背後原因不言而喻。

歷史不會重演，但會押韻，港元於1983年恢復固定滙率便屬異曲同工。遠因是1971年美元與黃金脫鈎，環球固定滙率體制終結。翌年英鎊浮動，港元

改掛鈎美元。及至1973年美元貶值，港元先調升外滙官價至5.085，再順應客觀現實，脫鈎浮動。期間（1973-1983）仍局部實行聯繫滙率，流通鈔票有十足美元儲備支持，港元維持穩定，直至九七政治問題浮現始生變。

近由是1983中英展開香港前途談判，開局不順，人心忐忑，殃及港元拾級而下。同年9月貶值至9.6港元。港元滙率反覆下瀉，幾乎翻一番，不符合中方外滙利益。形勢比人強，政府當機立斷，恢復掛鈎美元，官價7.8港元，全面恢復聯繫滙率體制，鞏固香港華洋交易離岸中心及國際金融中心的地位，美元當然亦從這個制度安排中獲益匪淺。

時移世易，環球實行美元本位浮動滙率貨幣制度，而港元獨善其身，恢復聯繫滙率，是莫大挑戰。尤其港元選擇改掛鈎美元，而非回歸前後的主權國貨幣，是偏離傳統體制。美國與香港沒有憲政關係，沒有義務支持港元滙率。故此聯繫滙率機制四大支柱之中，只餘「銀根具有十足美元外滙儲備支持」一條依舊。後天技術問題可拆解，先天基礎缺陷則是客觀現實，需要政治手段補漏拾遺，而支持制度長遠發展的核心，則是能帶來互利互惠的巨大效益。

猶記得1965年初銀行擠提風潮熾熱，政府臨時頒令英鎊為法定流通貨幣，補充港元現鈔供應不足，也化解信心疑慮。箇中玄機，是主權國（英國）全力支持香港應變，甚至墊支本國貨幣（英鎊）用作儲備，增加發行港元應急。據官方公布，政府緊急空運現鈔來港應變，前後合計5000萬港元及110萬鎊（折合1760萬港元），以1964年底銀行存款65.7億港元計算，等於1%之多。倘若今天不幸歷史重演，現實再無相同後盾解困。中美爭拗，更平添變數。

系統性隱憂難免

礙於政治現實，即使獨立關稅區及貨幣區，也不能對等與中央銀行直接交易。香港的美元外滙存放美資商業銀行，而非聯邦儲備銀行。若欠缺美方支援，例如十足儲備照應存款等監管規則，實難安枕無憂，不可不察。況且外滙市場瞬息萬變，回歸前有英倫銀行眷顧，拆借歐洲美元享有同級別禮遇。聯繫滙率機制的四大支柱實際未變，而是形式有別。不妨想

像，倘若亞洲金融風暴發生於回歸前，歷史會否改寫？投鼠忌器，游資會否貿然狙擊香港圖利？化解危機，是否需要動用上千億元外滙入市？

中美是回合交惡，實際癥結是香港華洋交易離岸中心的前途問題。外商關注者，不是國家安全立法及條文，而是是否與離岸中心的基礎有衝突。尤其會否打開缺口開先例，令離岸中心徒具虛名。聯繫滙率成為關注點，皆因偏離傳統體制，掛鈎美元，而美國對香港沒有金融義務，危急之際還看利害得失，考慮時會否政治利益凌駕財金利益，這些雖尚難斷定，但不可不防。

政府不厭其煩，解釋外滙基金資產雄厚，與人民銀行訂立貨幣互換協議，包括美元外滙，資源及支援充裕，港元聯繫滙率固若金湯，乃肺腑之言。不過理論歸理論，外滙儲備存放商業銀行，始終有別於中央銀行，信用風險盡在不言中；倘若有變故，國家中央銀行看來也鞭長莫及。

換言之，掛鈎美元而欠缺美方支援，轉移及消弭市場風險，系統性隱憂難免，不能視若無睹。其次商業銀行那會雪中送炭？上世紀銀行擠提風潮，英倫銀行責無旁貸，就是經典實例。

若有心人趁機興風作浪，渾水摸魚，美方態度積極或消極，至為關鍵。上回亞洲金融起風暴，對沖基金趁火打劫，狙擊滙市股市期市，最終繳羽而歸。當年美方袖手旁觀，抑或拔刀相助？官場市場心照不宣。人民銀行全力支持港元，無可置疑。不過市場變幻莫測，即使調動外滙支持港元聯繫滙率，情勢並非盡在掌握之中，也未必得心應手，甚至事倍功半，況且遠水難救近火。

總而言之，今回大國再三交鋒，且是有備而來，香港處境夾縫，左右為難，勢殃及池魚，而聯繫滙率又樹大招風，相信衝擊投資信心不少。面對這個山雨欲來的局面，內地及香港財金官員實不應低估當中風險，而應正視隱憂，及早綢繆，長遠而言則須認真思考如何化解系統性隱憂之道。

鄭宏泰是香港中文大學香港亞太研究所副所長（執行）、社會與政治發展研究中心聯席主任；陸觀豪是退休銀行家，香港亞太研究所名譽研究員、工商管理學院客座教授。