

時移勢易 港元續掛鈎美元？

鄭宏泰

香港中文大學香港亞太研究所
助理所長

陸顯家

退休銀行家、香港中文大學
香港亞太研究所名譽研究員

- ◆ 聯繫匯率幾經風浪，掛鈎美元別無選擇是以偏概全，未知香港與中華大地之間貨幣淵源深厚，聯繫匯率初心在於維護實質外匯關係，互惠互利。
- ◆ 港元聯繫匯率實行已有83年之久，總結而言可分三個階段，見證錨貨幣選擇及操作需因時制宜的關鍵。
- ◆ 現內地已取代美國首席經貿夥伴之地位，香港與內地關係重返開埠至1935年時期，港元又面臨錨貨幣抉擇問題。

早 前行政長官主禮數學論壇時，自嘲云：「數學家寥寥數語，扼要清晰；政治家喋喋不休，欲言又止。」物理學家愛因斯坦發現質能對量定律，原始論文長話短說，論證精闢，乃不可多得之經典。

聯匯並無選擇？恐以偏概全

適值港元恢復固定匯率掛鈎美元35周年，近期《香港金融管理局季報》發表鴻文，長篇大論，以計量經濟實證制度得失。聯繫匯率行之有效，港元反覆緊貼官價，而利率偏軟，長期低於美息，不外老生常談。總結制度過強愈強，愈少干預愈具公信力，也耳熟能詳。弦外之音，聯繫匯率幾經風浪，掛鈎美元別無選擇，則以偏概全，未知香港與中華大地之間貨幣淵源深厚，聯繫匯率初心在於維護實質外匯關係，互惠互利。

新生代官僚可能沒讀歷史，未知港元聯繫匯率實行已有83年之久，在不同時期經歷了不同風浪和挑戰，總結而言可分三個階段：環球固定匯率下硬掛鈎英鎊時期（1935-72年），環球浮動匯率下軟掛鈎美元時期（1972-83年），環球浮動匯率下硬掛鈎美元時期（1983年-），見證錨貨幣選擇及操作需因時制宜的關鍵。

須注意的是第三階段之「優化措施」，

此乃撥亂反正，回復原始操作，背後揭示的現實是：當年倉卒掛鈎時百密一疏，因此需事後「優化」補救。

環球固定匯率下硬掛鈎英鎊時期（1935-72年）。香港開埠，沿用華南通行貨幣，顯示兩地貨幣一家，包括大清銀兩及西洋銀圓。港元脫胎自西洋銀行紙幣，原是銀票，可見現墨西哥鷹洋及西班牙本洋等銀圓。後來始正名並賦予法定地位，發行需白銀儲備不少於三分二面值。近百載以後（1935年），中國貨幣放棄銀本位，港元亦轉用英鎊本位，改為百分百官價（兌16港元計）外匯儲備。二戰後重光，跟隨英國實施外匯管制，指定銀行始可官價買賣英鎊及參加同業清算所，其他非指定銀行則須經指定銀行買賣英鎊及清算銀行與同業交收。

聯繫匯率操作，實務較理論複雜。其一、在外匯管制下，同業清算實際也使用官價英鎊交收，港元銀根有百分百官價外匯支持。其次、銀行提存現鈔，須同時官價買賣英鎊，始可交收。其三、在環球固定匯率下，任何偏離官價炒賣不會持久，市場有自動調整機能，勝在四兩撥千斤，曇花一現波動可迅即擺平。其四、若清算管理銀行（即滙豐）需將同業清算結餘以官價轉存外匯基金（即後來「新會計安排」），政府必要時可調節銀根及流動性，提升市場效率。

英鎊1967年貶值14.3%之役，港元先貶後升，富戲劇性，彰顯香港與中華大地存在着的外匯特殊關係。港元本同步跟隨，五日後改變初衷，升值10%，來回實際貶值5.7%。新訂官價每英鎊兌14.551港元，折合每美元兌6.061港元。事後分析，中國外匯得失是箇中關鍵。

二戰後地緣政治變遷，香港擔當中國經貿窗戶及金融渠道。人民幣實施外匯管制，出入口需借道港元兌換美元等外匯，經香港13家中資銀行交收。中國春秋兩季出口商品交易會設於廣州，而非上海，便是此道理。當時每百港元兌換35人民幣，若港元依足英鎊貶值，人民幣套匯少兌2.5美元之多。

環球浮動匯率下軟掛鈎美元時期（1972-83年）。美元1971年停止官價黃金兌換，英鎊翌年浮動，港元改掛鈎美元，直至1973跟隨美元浮動，仍堅持貨幣局制度，維持十足

外匯儲備。其實港元與美元關係仍然密切，匯率徘徊在五算水平，利率大致同步；即是說，港元名義上浮動，實際仍掛鈎美元，保持匯率穩定，維護中國經香港套匯利益。

在環球浮動匯率制度下，外匯基金與發鈔銀行改用港元交收，免除發鈔銀行之外匯風險，記帳貨幣也從英鎊轉為港元。例如：增減港元鈔票流通，發鈔銀行從外匯基金帳戶提存等值照應港元，其後外匯基金自行買賣美元，調整儲備。

聯匯83載 因時制宜選錨貨幣

此應變安排先天偏離聯繫匯率制度，原來自動調節機制失效，須倚賴市場干預糾正偏差。政府對衍生問題瞭如指掌，也採取針對措施，尤其金融三級制及港元利率協議法規化，維持匯率穩定。金融三級制驅趕存款回流銀行，受制於利率協議，而利率偏軟有助中港貨出口創匯。

外匯銀行公會改組為香港銀行公會，將

利率協議納入規管，並規定議息前須徵詢財政司，配合貨幣金融政策。無獨有偶，改革在總督1979年破格訪京後，中英1983年展開香港前途談判前，背景不言而喻。

環球浮動

匯率下硬掛鈎美元時期（1983年-）。假若香港沒有前途問題，民心沒有忐忑，港元名義浮動而實際掛鈎美元，維持匯率穩定也不成問題，歷史或許改寫，毋須恢復固定匯率。

不過歷史從沒如果，九七回歸是現實，中英談判開局不順也是現實。形勢比人弱，政府急謀對策，既穩定人心，又不影響中國套匯。釜底抽薪，遂於1983年恢復固定匯率制度，每美元兌7.8港元，終令市場焦慮一掃而空。

百密一疏，政府滿以為現鈔發行註銷及同業現鈔提存使用官價外匯，聯繫匯率即回復舊觀，與掛鈎英鎊時期無異。時移勢易，港元早已撤銷外匯管制，銀行再不分指定及非指定外匯銀行，同業清算並非使用官價美元，此部分港元銀根並無官價外匯支持，種下投機脫鈎禍根。

若能把握兩次機會及早矯正，1997/98年亞洲金融風暴港元應可獨善其身，俾免熱錢來犯。無獨有偶，兩度皆是美元減息救市，



港元聯繫匯率實行已有83年，見證錨貨幣選擇及操作需因時制宜的關鍵。（資料圖片）

與港元現實背道。首回是1987年美國股災後，卻制定負利率對抗港元升值壓力。次回是1992年美國經濟衰退，卻更改同業提存現鈔機制，使用市價美元，避免有滙兌損失轉嫁客戶。聯繫匯率變成虛有其表，對沖基金始有機可乘。政府捨易取難，寧鬥力不鬥智，有違兵法「不戰而屈人之兵，善之善者也」之道。事後優化措施（所謂「任七招」），其實亡羊補牢，回復掛鈎英鎊時期的狀態。此外環球奉行浮動匯率，港元設強弱兩端官價，總較傳統定點靈活，乃青出於藍。

港人幣 實質外匯關係未變

總言之，實施聯繫匯率有兩個關鍵，第一、傳統機制是固定匯率下硬掛鈎，若施行於其他組合，不能依樣葫蘆。第二、錨貨幣選擇因時制宜，雙邊經貿關係是重點。早年港元隸屬英鎊外匯區，況且出口往英國及聯邦為主，自然掛鈎英鎊。其後美國市場取而代之，美元取代黃金為國際貨幣本位，轉掛鈎美元也理所當然。現內地已取代美國首席經貿夥伴之地位，香港與內地關係重返開埠至1935年時期，港元又面臨錨貨幣抉擇問題。

香港與內地貨幣本是一家，相輔相成，即使形勢使然分道揚鑣，實質外匯關係未變。人民幣2005年改革匯率，踏上國際化之路，自由兌換指日可待，港元乃有實無名之離岸人民幣，聯繫匯率已再走到轉捩點。

形勢比人強，抱殘守缺非智者所取，也非香港之福，未知特區財金官員有否認清問題，作好綽綽？