

貨幣衝擊、市場預期與信心

閔建蜀

一 東亞金融風暴與香港聯繫匯率

香港受到東南亞金融風暴的衝擊，可從兩方面來看：一是港元受到衝擊，二是股價大幅下降。實際上，這兩個因素是互相影響、推波助瀾的。首先，股票市場在亞太貨幣大幅貶值與股價暴跌之下必然會產生一種對港元不利的預期心理，懷疑港元的聯繫匯率有高估了的可能(因其他亞太貨幣已大幅貶值)，港元炒家乘機出手，金管局為了捍衛7.75的警戒線，在市場利率已上升的同時也在需要時刻抽緊銀根，這當然會加大利率的上升幅度而不利股價或房地產。其實恆生指數自從去年8月創下了16,820的高點後就逐漸下滑，技術走勢甚差，利率上升當然增加了拋售股票的壓力。此外，政府將每年的建屋數目定在85,000個，市場擔心在這種房屋供應政策下，房價將會下跌；而香港股票中以地產股為主導，既然對房地產的預期傾向負面，自然也就應拋出股票套現為上。套回了現金後，如果認為港元不會與美元脫鈎的，就會存港元收高息；而擔心港元不穩的，就會轉存美元或將資金流出香港。銀行方面也可能擔心東南亞金融風暴會影響將來的拆息上升，為了安全起見，寧出較高的利息吸納三個月及六個月的存款，較長期的定期存款利息上升也會影響股價的下跌。

上述分析表明，在大金融風暴的時期，匯價與股價極可能向同一方向發展，即對匯價的貶值預期也會連帶產生對股價下調的預期。而對股匯兩價的悲觀預期，最終也影響房地產價格的下降，而房地產價格的下降又對股價不利，同時也增加了港元的壓力(轉美元存款與資金外流)。為了抵禦衝擊，香港的聯繫匯率已由原來稍有彈性的波幅制(例如在官方匯率7.8上下約1%的範圍波動)轉為一具有7.75警戒線的固定匯率制，也就是說只允許匯價作微小的升值波動(例如7.73)，而無微小的貶值可能(例如7.83)。在這一聯繫匯率性質的轉變下，現貨匯價只能在窄小的範圍(7.73-7.75)之間波動，而不再可能波動至7.8以上。原因可能是政府在香港回歸前盡量讓港元兌美元稍處在強勢的地位，避免市場對港元在稍弱的情

在大金融風暴的時期，匯價的貶值預期會聯帶產生對股價下調的預期，同時也增加了港元的壓力(轉美元存款與資金外流)。為了抵禦衝擊，香港聯繫匯率已由原來稍有彈性的波幅制轉為具有7.75警戒線的固定匯率制，也就是說只允許匯價作微小的升值波動，而無微小的貶值可能。

況下會作較悲觀的預期，以致削弱了對港元的信心。在狹窄的匯價波動範圍下，一旦匯價的上升逐漸接近7.75警戒線時，金管局就必須抽緊銀根，令拆息上升以穩住匯價不得超越預定的警戒線。這樣，拆息的上升自然就不能避免了。

香港媒體輿論對拆息高企付出的代價議論紛紛，批評金管局只懂得用抽緊銀根的方法來提高拆息。其實，這些批評並不公平。利率在市場經濟中始終是最具影響力的關鍵變數與調控手段，乃吻合市場經濟的本質，並非行政性的干預手段。無論何種形式的聯匯制或浮動制，在區域性大金融風暴之下，拆息都很難避免不被扯高，尤其是當炒家大肆狙擊港元時，難道要金管局袖手旁觀？港匯如果節節下滑就可能引致整個社會的震盪，在緊要關頭出手防禦是必要的，整體利益的考慮應重於局部利益。我認為，匯價的穩定不是一個純經濟問題，而且亦是一個社會與政治的問題，也就是說，還要從信心的角度全面考慮問題。

目前，如何在港元受到衝擊時能降低拆息的上升幅度與維護市場對港元的信心，就有一些不同的意見。本文將對這些意見建議作出評述，並談談個人意見。

香港媒體輿論對拆息高企付出的代價議論紛紛，批評金管局只懂得用抽緊銀根的方法來提高拆息。其實，這些批評並不公平。無論何種形式的聯匯制或浮動制，在區域性大金融風暴之下，拆息都很難避免不被扯高，尤其是當炒家大肆狙擊港元時，難道要金管局袖手旁觀？

二 有關的建議

有關如何避免推高港元利率與港元匯價的穩定，主要的意見可分為兩大類：一為如何建立一有效的銀行套利機制，即「匯率套利」與「利率套利」；二為由金管局發出港元認售期權。

一 建立有效的商業銀行套利機制

在這一類中也有不同的看法。浸會大學曾澍基教授建議可採阿根廷、愛沙尼亞及立陶宛的AEL模式^①，讓商業銀行在金管局開設美元戶口，保證銀行可按一固定匯率來自由兌換，透過不用現鈔與電子化的方式就能迅速進行「匯率套利」的活動，從而使交易費用減到最低，在平常情況下幾乎可將現貨匯價鎖緊在一點上。當港元受到衝擊時，港息將被扯高，於是銀行可透過在港元與美元利率之間的差別進行套利活動來穩定現貨匯價，藉入美元兌換成港元賺取息差，在港元資金供應增加的情況下，港息的壓力得到紓緩，也就減少了美電的壓力，這乃「利率套利機制」。

第二種看法認為，可將現行的現貨匯價的波動區間恢復到以往稍寬的情況，例如7.8上下的0.5-1%，讓銀行在稍大的空間進行「匯率套利」的活動。金管局只在匯價超越上下兩個限點時（例如在0.5%下的7.761-7.839）才作出調節資金的行動，這樣可令拆息的變動較為溫和，較有「秩序」而不致頻密與上升過急。這一方法的優點是可讓「匯率套利機制」有一稍大的發揮空間，產生一較有效的匯價與利率的自動調節作用。要發揮銀行的套利活動來穩定匯價與利率，

就需要將目前狹窄的固定匯率制恢復到原來以7.8官價為基點的稍有彈性的聯匯制。

二 美元流動資金調節制與港元認售期權

香港科技大學商學院的陳乃虎與陳永豪兩位教授提出了一個避免港息大幅被扯高的方案，即一般所講的「二陳方案」^②。他們建議金管局應在現行的港元流動資金調節機制之外，再加設一美元流動資金調節機制（向國際美元市場借入美元），兩個機制都可向香港銀行體系提供貼現窗的功能。本港銀行在港元供應不足時可向金管局借美元（港元外匯基金票據作抵押品），然後將之轉成港元，增加了港元資金的供應，拆息不會被扯高，遠期美電也自然傾向穩定。

此外，金管局允許當銀行還款時可在美元或港元二者之間任擇其一。用港元還款則以一美元兌7.8港元的計算為基礎。金管局作了此一承諾後即等於發行了免費的港元認售期權，行使價為7.8。這樣將逼使金管局盡力維持聯繫匯率而不會脫鈎或重訂匯價，否則一旦脫了鈎或重訂匯價，港元將受到強大的沽售壓力，銀行將以一美元兌7.8港元的行使價向金管局出售港元，令金管局的外匯儲備減少。這樣，在金管局的承擔下，市場對聯匯制的信心可望增強。

這一方案的主要目的，旨在向市場傳達一重要信息：「政府將堅定不移的捍衛聯匯制！」如果市場相信政府的這一諾言，就會加強市場對聯匯制的信心，因為當港元受到衝擊時，金管局最重要的任務是如何去建立市場對港元的信心。

諾貝爾獎金得主米勒 (Merton Miller) 教授建議金管局可發行一種附有港元認沽期權的「聯匯保險票據」^③，須付期權金給金管局，發行對象為市場的投資者。如果遠期美電上升至7.8時，票據投資者可向金管局行使港元認售權，以7.8的匯價將港元換成美元。如果在票據到期時，美電仍在7.8之下，票據持有人自然不會行使港元認售權，金管局就賺了期權金。從投資者的觀點來看，既然有了這種具有保險性質的票據，就會對港元產生信心，也就不會跟風拋港元與買美電，港元的利率也就不會被扯高了。

「米勒方案」的主要目的與「二陳方案」相同，旨在指出政府應採取實際行動來表示維護聯匯制的決心，這一訊息有助市場建立與加強對港元的信心，因而就可減少拋售港元迴避風險的行動。

香港科技大學商學院的陳乃虎與陳永豪兩位教授提出了「二陳方案」，建議金管局應在現行的港元流動資金調節機制之外，再加設一美元流動資金調節機制，兩個機制都可向香港銀行體系提供貼現窗的功能。這一方案的主要目的，旨在向市場傳達一重要信息：「政府將堅定不移的捍衛聯匯制！」

三 有關建議方法的討論

上述第一類第一種方法的AEL模式乃透過銀行的迅速「匯率套利」方式將匯價緊縮在一點上，這顯然是一種「一點式的固定匯率」，優點是匯價在平常時期可能全無波動。不過，其優點也正是其缺點。因為匯價無波動就缺乏了彈性，也就減少了匯價波動時所能提供的市場訊息^④，以致影響了市場活動者的參考基

礎。在平常情況或衝擊不大的情況下，穩定的固定匯率就自然推動了「利率套利」活動；但在嚴重的衝擊下，「利率套利機制」可能也不會發生作用，因為此時匯價的不確定性必然大增，銀行可能認為經息差所套取的利潤不能抵銷匯率可能貶值的損失，這樣就未必會採取「利率套利」的活動。

至於第一類的第二種方法，即如何利用銀行在稍大的匯價波幅區間進行「匯率套利」，也會帶動了「利率套利」活動。現貨匯價就不致遠離官方所訂的7.8匯率。在平常情況下，「匯率套利」與「利率套利」的活動能使現貨匯價在上下兩限點之間波動，拆息也就不會大幅急升，港元與美元的息差也就不致相差過大，這樣遠期美電的溢價點子也不致突然大幅上升了。這種方式的缺點是市場久已習慣了有7.75警戒線的固定匯率制，如果重調至7.8為基點，恐怕令市場有了匯價貶值的猜測，反而影響了市場信心。因此，只能逐步放寬波幅區間。如果要在較窄波幅區與稍寬波幅區作一選擇，金管局可能傾向前者，因為前者已行之多年，也能抵擋衝擊，既然也行之有效，就不願更改了。從控制匯率波動風險的觀點來看，自然以目前的運作方式較為妥當，不過，當局仍然可以考慮放寬警戒線，例如7.77或7.78，讓「利率套利機制」有較大的發揮空間。

在非尋常情況下，例如這次由外部因素東南亞金融風暴所引起的對港匯的衝擊，如果僅靠銀行的套利活動（不論第一種或第二種方式）來增強市場信心，力度都可能不足，因為市場已預期港元將受到大的衝擊。市場的炒家、銀行、公司、個人都有可能大量購買遠期美電圖利或迴避港元的不確定性，拆息於是被大幅扯高。購買美電的行動未必全是對港元無信心，可能只是意圖獲利而已。此時如果單只靠銀行的套利活動來抑止拆息的上升，作用可能不大。從時間上看，如果不能及時阻止市場不確定心理的擴大，港匯或將處於更加不利的處境。因此，金管局在適當時刻抽緊銀根令拆息上升，實在也無可厚非，因為這樣可給市場一個重要訊息：政府有決心捍衛聯匯制！對恢復市場信心也會起正面的作用。

如果用第二類由金管局發行免費或須付期權金的港元認售期權的方法，在平常情況或中小型港元被衝擊的情況下，並無此項需要。因為在衝擊不大的情況下，市場將認為在雄厚的外匯儲備支持下，聯匯制是不會被衝倒的，此時只需透過「利率套利機制」，再加上金管局從旁利用資金調節來協助，匯價始終會穩定下來的。如果信心是建立在雄厚的外匯儲備上面，那麼發行港元認售期權豈不多餘？如果市場認為拆息上升只屬短期性的波動而已，最終會恢復正常，那麼港元的保險票據並不會對信心有所幫助；在嚴重的衝擊情況下，金管局的港元認售期權反而會影響市場信心，因為當金管局發行港元認售期權後，就有了「可能負債」，對外匯基金信心可能下降^⑥。這自然要看所發行的認售期權數量多寡而定。如果發行數量不多，對信心就起不了甚麼作用；如果發行數量十分大的話，外匯基金的「可能負債」就變大了，那麼外匯基金的風險又如何得到對沖？如果市場對外匯基金能否有效運作產生疑問，反而不利市場信心的建

AEL 模式乃透過銀行的迅速「匯率套利」方式將匯價緊縮在一點上，這顯然是一種「一點式的固定匯率」，優點是匯價在平常時期可能全無波動。不過，其優點也正是其缺點。因為匯價無波動就缺乏了彈性，也就減少了匯價波動時所能提供的市場訊息，以致影響了市場活動者的參考基礎。

立。保持雄厚的外匯儲備是行使任何一種聯匯制的重要條件，也是市場信心的基礎(在浮動匯率制下自然就不需要這麼多了)。

聯匯保險票據的對象主要為銀行、公司、機構性投資者，而中小型公司與一般市民未必了解這種保險票據的性質，有失公平。就算他們有些了解，也未必願意支付期權費。在港元受衝擊時，他們可能乾脆出售港元資產，或是將之轉成美元存款，此舉對港息也一樣構成壓力。

為了迴避港元資產的風險，對大公司機構投資者、富人、高收入者而言，與其購買聯匯保險票據，不如直接購買遠期美電來得更便宜、更方便；此外，也可購買美元認購期權來達到對港元資產作保險的目的。從實用性來看，聯匯保險票據也不高，把本來簡單的迴避風險行動曲折化與複雜化了。

至於所建議的美元流動資金調節制是否有此需要？我們以為沒有必要，因為金管局也可在市場放出美元換取港元然後貸給銀行，效果相同。不同之點為用美元流動資金制暫時不會減少港府的外匯儲備，但卻增加了金管局的美元負債，結果港府的淨美元儲備卻減少了^⑥。由金管局提供港元流通資金的方法來紓解拆息的上升豈不更加直接？何必將本來簡單的方法曲折化了。

建議中認為要解決港元受到嚴重衝擊的另一辦法是同時使用港元與美元，將目前「非正式美元」的港元身分加以正式化，港元就等於美元，這樣就使港元免受衝擊，論者認為金管局有大量美元儲備可執行這一「美元化」的方案。其實，「美元化」的方法在多年前已被提過，但實際執行的可能性有多少？港元與美元的同時作為法定流通貨幣會不會牴觸了《基本法》？如果一旦採用美元，香港本身不可能無限量供應美元，美國聯邦儲備局是否願支持？其實以香港的經濟基礎來看，在嚴重衝擊之下相信也不致於要用「美元化」這一方法，難道日後金融穩定後又改回用港元？用美元後有無其他不利的影響？

聯匯保險票據的對象主要為銀行、公司、機構性投資者，而中小型公司與一般市民未必了解這種保險票據的性質，有失公平。況且，對大公司機構投資者、富人、高收入者而言，與其購買聯匯保險票據，不如直接購買遠期美電來得更便宜、更方便。從實用性來看，聯匯保險票據也不高，把本來簡單的迴避風險行動曲折化與複雜化了。

四 高利率、金管局與市場信心

港元這次受到衝擊，拆息曾被大幅扯高，因此出現避免金管局收緊銀根而扯高了利息的不同意見；有的卻責怪金管局的抽緊銀根造成高利率，損害了其他經濟部門，例如股市與房地產。其實股市已早在1997年8月達到了16,820的頂點，之後就逐漸下滑；房地產經過了兩年多的大幅飆升也必然會有所調整；至於其他經濟部門，如零售與旅遊業的不景，是由於經營成本上升所致。東南亞金融風暴影響港元拆息上升，不能只委過於金管局的資金調節行動。利率上升其實也並非壞事，因為可以抑止高樓價、高通脹，從而冷卻投機，對提高國際競爭力也有一定的正面作用。因此，這次利率的上升實在有「一石二鳥」的作用。

有的意見認為高利率有利投機者，這只說了一部分的真理。高利率的確對那些早在息差小時購買了美電者有利，利率上升自然對他們提供了平盤獲利的機會，但對美電的新購者而言卻成為較高的投資或投機成本，應具有一定的抑

止作用，較低利率反而形成了買美電的誘力。東南亞貨幣匯價與股市在2月份已回升不少，香港的拆息也因區域性的金融緩和而下降，美電溢價點子也減少了，股市也回升了，樓價也開始趨穩。這說明了香港的美電受到鄰近金融地區的情況的影響實在也很大，這乃為不可控制的因素。在不可控制的因素下，當受到嚴重貨幣衝擊時，利率一定會因不確定因素而被扯高，如只靠「利率套利機制」作為防衛的力量恐嫌不足，金管局的主動性防禦還是有必要的。較高的利率也可作為政府給市場的一種強有力的訊息，表示了捍衛港元的決心，對建立市場信心有極大幫助。

如果將香港的利率與東南亞國家的利率作一比較的話，香港的利率顯然低得多。向來強勁的新加坡坡元的利率也曾上升幾達一倍，難道是市場對坡元失掉了信心？對港元作了短期的不確定預期，未必就能反映長期信心的不足。為了減少企業受拆息波動的影響，香港應發展長期利率市場，即發展債券市場。

有的意見認為東南亞國家也用高利率來防衛其貨幣匯價，但卻都失敗了，所以高利率政策未必有效。其實香港的情況與其他東南亞國家大不相同，香港擁有雄厚的外匯儲備，尚有有效的金融監管制度、銀行體系健全與無外債，這正是其他東南亞國家（新加坡除外）所欠缺的。在市場信心缺乏的情況下，用高利率政策自然就失效了，在大金融風暴下，這些國家的利率顯然是市場因信心崩潰而被大幅扯了上去，不完全是當地政府的政策所致。如果將香港的利率與這些國家的利率作一比較的話，香港的利率顯然低得多。向來強勁的新加坡坡元的利率也曾上升幾達一倍，難道是市場對坡元失掉了信心？這也說明了香港的利率上升並不完全是市場信心缺乏所致，尚有其他因素，例如買美電的動機有旨在圖利的貨幣投機者與投資者、旨在保障貿易收入的本地與跨國公司、轉美元存款的羊群心理、銀行不願拆出資金等。對港元作了短期的不確定預期，未必就能反映長期信心的不足。在2月份，一個月拆息就已經回降了，甚至尚低過了風暴前的水平，三個月與六個月拆息也下降了一些，就說明了市場預期轉變的這一事實。為了紓緩高息對經濟下調所產生的壓力，政府的來年財政預算已作了有關的減稅措施。

為了減少企業受拆息波動的影響，香港應發展長期利率市場，即發展債券市場，港元的長期資金可因此而得到供應，從而減少了公司依賴銀行提供長期資金，對長期利率的敏感性也會相應減低。此外，尚可發展多種的利率衍生工具。

寫於1998.2.23

註釋

- ① 見〈捍衛聯匯得失：如何評說〉，《明報》，1998年2月16日，A11。
- ② 陳乃虎、陳永豪：〈捍衛港元方案〉，載鄭國漢、雷鼎鳴合編：《為港元危機斷症》（香港：匯訊出版有限公司，1998），頁61-80。
- ③ 見《香港經濟日報》，1998年1月20日，A2。
- ④⑤ 見〈金融風暴的教訓及對學界建議的回應〉，《明報》，1998年2月17日，A13。
- ⑥ 張仁良、黃國波、繆鈞偉：〈聯繫匯率：不變應萬變〉，《香港經濟日報》，1998年2月17日，A24。