

本文討論在不同貨幣制度下的調整過程，特別是以固定匯率作為貨幣支柱的情況。在香港，固定匯率是維持貨幣穩定及信心的基石。香港的貨幣發行局制度是一種非常嚴謹的固定匯率制度，這個制度能夠暢順運作，是因為香港穩健的金融制度能抵禦利率可能出現的波動，靈活的經濟能迅速作出內部的成本與價格調整，以及龐大的外匯儲備遠超過所需的最低理論水平。

貨幣政策的重點

匯率界定一種貨幣關係，因此有關匯率政策的討論不能抽離貨幣政策。根據一般的共識，貨幣政策應以達到貨幣穩定為目標，而貨幣穩定則被認為是經濟持續繁榮的首要條件。但至於貨幣穩定的定義，則眾說紛紜。

過去10年左右，全球各地都有一個明顯趨勢，就是以目標通脹水平（通常以幅度而並非指定百分比來界定）為貨幣穩定的主要，甚或唯一定義，亦即貨幣政策的目標。

各經濟體系採取以通脹水平為貨幣政策目標的理據之一，是通脹率處於預定幅度以外的水平，會引致福利成本過高。至於這個政策取向能否成功，部分要視乎經濟對政策調整（為糾正或預防通脹偏離目標水平的情況）作出回應（一般是透過利率）的效率。

對於規模比較細小，或開放程度較一般為高的經濟體系，通脹率可能比較容易受外來因素影響，不過在某程度上，其影響程度要視乎有關通脹率的定義。當然，若全球其他地方均成功將通脹保持在低水平，輸入的通脹波幅相信也不會很大，不過一個經濟體系不能夠指望這樣理想的情況的出現。為了達到目標通脹，有關的經濟體系可能需要對利率作出更大幅度及更頻密的調整，視乎該經濟體系因此而要付出的代價，在某些情況下，其他貨幣目標可能會比內部價格穩定更可取。

固定匯率

固定匯率——即以貨幣的外在價值而非其內部購買力為目標——是可以考慮的另一種貨幣目標。然而，儘管此舉讓決策者無需對輸入通脹作出回應，但卻引起另一類的代價——即捍衛匯率的代價。許多人都認為這類代價會較高，特別是有關經濟體系如果沒有實行外匯管制，這是因為整體代價包含有關經濟體系為回應外匯市場的投機活動而可能引致的代價。不過，若有關制度能成功建立其公信力，這類投機活動自然會逐漸消失。事實上，市場上出現了一個共識，就是在某些情況下固定匯率會比浮動匯率可行，不過亦有人指出只有以特定的「嚴謹」形式實施固定匯率，例如是貨幣發行局，固定匯率制度才會取得成功。

亞洲區內有多種固定或類似固定匯率的制度。過去的經驗證明，若需要進行大量干預，尤其在貨幣處於弱勢時，才能維持固定匯率，或固定匯率蒙蔽了內部與外在價格水平逐步擴闊的實況，這樣的固定匯率制度是難以維持下去的。然而，若固定匯率得到適當而貫徹的本地政策支持，並且在適當情況下通過有效運用管控措施來減低短期投機性資金流向的影響，從而鞏固有關制度，則這類固定匯率制度是切實可行的。

1 本文為金管局副總裁黎定得在2001年6月12日於亞洲中央銀行設於倫敦的代表辦事處與英倫銀行的中央銀行研究中心聯合舉辦，並在英倫銀行舉行的研討會上發表的演辭。

從新興市場的角度來看，亦有論據指出在實際層面，固定匯率制度在兩方面比浮動匯率優勝。首先，若制度具有公信力及行之有效，無論是本地或海外的企業在進行交易時都會感到安心及有把握。不過，由於有對沖工具可供運用，因此這個考慮因素有時會被視為並不重要，但對沖也有其代價，而且並非每種貨幣都有可用作對沖的工具。第二，固定匯率若加上資本管制（這個情況在新興市場很常見），可保障發展未達成熟階段的本地金融機構與市場，以免因為過早開放予外來資金流向及匯率波動所引致的壓力，甚或由其本身引起的問題而受到影響。

然而，除非在策劃層面對制度本身具有信心，否則上文提及有關固定匯率的各種優點都不可能實現。這即說，要像香港一樣對所宣告的匯率有絕對和具公信力的承擔，或至少也要對有關制度的穩健性有足夠的保證。

香港的貨幣發行局制度

香港的貨幣發行局制度規定政府的外匯基金（由金融管理專員負責管理）按7.80港元兌1美元的匯率應要求向任何銀行出售美元，條件是有關銀行須在外匯基金持有足夠的港元流動資金以結算交易，而金融管理專員有酌情權按貼近7.80的匯率購入銀行向其出售的美元，並將有關港元記入該銀行於外匯基金開設的帳戶。嚴格來說，這些交易是一種非中和干預(unsterilized intervention)，確保銀根會順應資金流出或流入而收緊或放鬆，並不會採取措施以抵銷因此而對利率造成的影響。儘管香港利率實際上甚少長時間大幅偏離美國利率，但利率變動是貨幣發行局制度的重要組成部分，而且幅度更有可能會相當大，並會持續一段時間。因此，若經濟體系中的金融機構沒有能力抵禦這種狀況，便不適合實施貨幣發行局制度。

香港金融管理局亦會不時進行外匯交易，這類交易相當於中和干預(sterilized intervention)。最典型的例子是政府把過剩的財政預算資金存入外匯基金，然後該等資金被投資於外幣資產，或當該等資產變現並轉為本地貨幣以填補預算赤字的情況。進行這類交易的確切時間存在一定程度的靈活性，有關當局可加以利用來支持較廣泛的政策目標。然而，這類交易並沒有絲毫偏離首要的貨幣發行局規則，即貨幣基礎嚴格按照外幣流入或流出外匯基金貨幣發行局帳目的情況而變動。

實際調整

雖然香港的金融市場反應迅速，利率與流動資金均能作出調整，達到維持匯率穩定所需的水平，但整體經濟仍需就資金流向或競爭力的任何轉變（可能因為其他地區的匯率變動或因通脹率差異引致）作出調整，而有關調整通常是透過調節本地成本與價格結構來進行。

這個調整過程意味着通脹或通縮，而有關的比率可能會超越以通脹水平為目標的經濟體系一般所設定的範圍。例如，自1990年代中，香港的12個月消費物價通脹率曾高達10%，也試過低至負6%。雖然這個幅度遠較美國的大，而港元是與美元掛鈎的，但聯繫匯率本身發揮了保障作用，抑制了類似惡性通脹或急劇通縮的大幅變動，因為當通脹或通縮到達某一點時，競爭力會減低或增加至足以使有關過程停止的程度。這跟浮動匯率制度下可能會出現的情況相反；舉例來說，在浮動匯率制度下，通縮會引致匯率轉強，促使通縮進一步加劇，週而復始，沒有機制能使情況穩定下來。

成本與價格的靈活性

評估固定匯率制度是否適合某個經濟體系的主要因素，是有關經濟體系調節內部成本與價格的能力，這一點非常重要，因為這種調整是代替名義匯率變動，使實質匯率經過某些震盪後能回復至其均衡軌道。一般來說，若名義匯率短暫偏低，要成本與價格上調不會有特別問題出現，然而若名義匯率過高時，要成本與價格下調一般會比較困難，但若成本與價格沒有下調，產量減少及失業率上升可能會持續一段長時間，超出公眾可以忍受的限度。

香港的貨幣發行局制度能取得成功的原因之一，是內部經濟靈活性高，其中包括成本與價格下調的靈活性。例如，1997年金融危機期間因為多種其他亞洲貨幣相繼貶值，令本港競爭力大幅減弱（約達15%），但只不過經過大約6季的時間，香港的競爭力便已完全恢復過來。在這個調整過程中，物業價格大幅下調50%，租金與一般價格水平的其他組成項目也因而陸續下降；零售業的利潤幅度也有所減少；勞工成本更顯著下降。雖然主要統計數據未能全面反映勞工成本下降的情況，但從不同的報導內容，例如是關於削減花紅、起薪點下調、聘請職級較低的新員工代替離職的高級僱員、工時延長但薪酬一樣等等，都顯示整體勞工成本的確是大幅下調了。

實質經濟的調整

同期，部分由於競爭力即時減弱，同時也因為區內整體經濟活動大為放緩，初時本地生產總值大幅下跌，按季度計，由高峰至低位的跌幅約達7%，不過這情況在1999至2000年間亦迅速扭轉過來。

毫無疑問，與透過名義匯率貶值來保持對外競爭力的方法比較，在固定匯率下的調整過程中，產量當然會有某程度的額外損失。然而，若我們把名義匯率貶值初期會帶來在貿易方面的不利變化也計算在內，便會發覺差別並非這樣顯著。此外，在香港上一次周期²中，有證據顯示在固定匯率下的調整過程的規律迫使企業更專注提升效率及制定業務策略，因而令生產力表現比企業因為貨幣貶值而受到保障的經濟體系更為強勁。這種情況反映香港經濟經過這個周期後，變得更加穩健、更有效率。

通縮——全新的體驗

然而，在最近期這次經濟周期中有一點值得一提的，就是所需的通縮程度是前所未見的。現有的貨幣發行局在1983年設立時，大概沒有人會預料到全球通脹會放緩至如此地步。部分主要經濟體系成功以低通脹為目標，以及如日本一樣重要的經濟體系在避免出現通縮方面所遇到的困難，令其他經濟體系——肯定包括那些實行固定匯率的經濟體系——無可避免地有時要面對價格下跌的情況。對許多人來說，這是全新的體驗。資產價格下跌造成的財富效應、消費者面對商品與服務價格有可能下跌而作出的行為，及債務實質價值持續上升對銀行與企業的資產負債表的影響，都是有待我們深入了解的現象。對香港來說，遵守貨幣發行局的運作規則，表示我們不可以選擇透過擴張本地貨幣令通脹上升。

² 見《金融管理局季報》2001年5月號「亞洲金融危機後香港企業重組的情況」一文。

結論

總括而言，固定匯率可以發揮貨幣支柱的功能。某些經濟體系若選用通脹或貨幣供應等目標為支柱，面對的挑戰和問題可能很大。對它們來說，固定匯率的支柱作用尤為重要。香港的貨幣發行局制度是一種非常嚴謹的固定匯率制度。香港能成功推行固定匯率制度，是因為金融體系相當穩健，足以抵禦可能出現的利率或流動資金波動，也因為整體經濟相當靈活，能迅速進行內部的成本與價格調整，以代替所需的名義匯率調整。同時，香港龐大的外匯儲備遠超過支持貨幣基礎所需的最低理論水平，為固定匯率制度提供心理上及實質上的支持。多年以來，固定匯率成為香港持續保持貨幣穩定的重要標記，也是信心的來源。

以貨幣發行局以外的方式——如資本管制——支持的固定匯率制度也可能同樣可行，條件是這類管制必須非常嚴密，但是也不可容讓匯率偏離基本經濟因素太遠。同時，當管制措施保護性太強，以致本地經濟不受固定匯率制度應有的規律約束時，本地貨幣政策應以保持內部貨幣穩定為導向。儘管資本管制可能有助保障發展未達成熟階段或分階段進行改革的金融體系，但是實施資本管制長遠來說在行政上的成效可能欠佳，經濟全面向市場規律開放的得益可能會更大。在某些情況下，這些因素最終可能會令有關當局要面臨是否繼續實行固定匯率的抉擇。 