

港元聯繫匯率制度的三項優化措施實施兩周年的檢討

本文由經濟研究部甘博文、何東及梁偉耀提供

港元匯率與人民幣匯率走勢各異，正好說明三項優化措施成功達致其目標。而且，在取得這項成果的同時，金管局過去兩年無需在外匯市場進行干預。

在一個具有完全公信力的匯率目標範圍制度下，現貨匯率一般會處於有關範圍內，但不會有向有關範圍的中間點靠近的傾向。儘管港元及美元之間可能會持續維持某程度的息差，但息差不會顯著擴大至超過兌換範圍的上下限所反映的差距。從這個架構來判斷，自2005年5月以來貨幣及外匯市場的發展均顯示優化後的聯繫匯率制度的公信力有所提升。

引言

香港金融管理局(金管局)在2005年5月推出三項優化措施改進港元聯繫匯率制度(聯匯制度)，以消除有關匯率可轉強程度的不明朗情況，以及使港元利率更貼近同期美元利率。三項優化措施推出至今已有兩年，是檢討聯匯制度運作情況的適當時機，以更充分了解在推出優化措施後利率與匯率的變化。

本文嘗試回答以下問題：三項優化措施是否已達到在大量熱錢流入香港的情況下理順貨幣狀況的目的？自2005年5月以來貨幣及外匯市場的發展是否正常？這些事態發展怎樣反映優化後的聯匯制度所擁有的公信力？在具有完全公信力的目標範圍制度下，匯率及利率差距應有怎樣的關係？

推出三項優化措施的背景

由於美元疲弱、市場猜測人民幣升值及香港經濟強勁復甦，使香港在2003至2005年間持續有資金流入。由於金管局當時並未明確承諾會在港元匯率處於強勢

時出售港元，港元現貨匯率在接近2003年末時由約7.80急升至7.70的水平。為穩定匯率，金管局進行強方貨幣市場操作。結果總結餘在2004年初急升至約550億港元的高位，將香港銀行同業拆息推低至接近零。儘管港美息率存在負差距，但在一段頗長的期間內並沒有明確跡象顯示有資金外流的情況出現，原因是市場人士相信港元會跟隨人民幣升值，因此利用港元為炒賣人民幣升值的工具。這些投機活動使聯匯制度下的利率調節機制難以發揮作用。

為理順貨幣狀況及使利率調節機制發揮作用，金管局於2005年5月18日推出三項優化措施，改進聯匯制度：於每美元兌7.75港元的水平設立強方兌換保證；將弱方兌換保證由每美元兌7.80港元移至每美元兌7.85港元的水平，以及將強方及弱方兌換保證水平之間的範圍定為兌換範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局制度運作原則的市場操作。

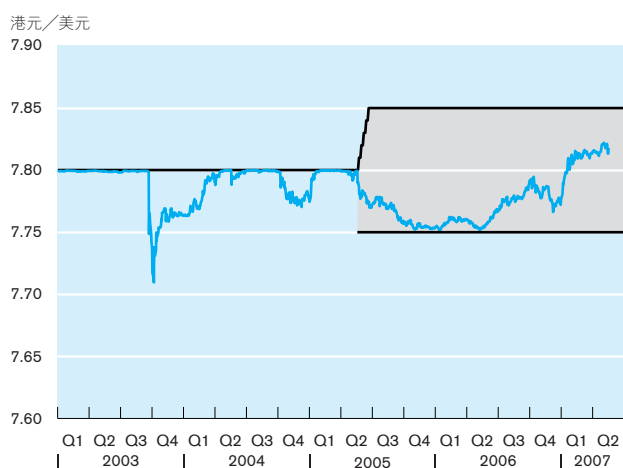
金管局在推出三項優化措施後，亦致力向公眾人士講解繼續實施聯匯制度的理據，以及推出優化措施的原因，並說服市場人士不要將港元與人民幣的匯率走勢

拉上關係。金管局總裁又多次在演講及其每周網上專欄中重申，香港政府無意將港元的掛鈎貨幣由美元改為人民幣。¹ 金管局又發表研究文章，提供分析資料，以支持香港的經濟及貿易結構適合繼續實施與美元掛鈎的貨幣制度的論點。² 金管局內負責市場操作的職員亦與市場人士緊密聯繫。這些努力有助管理市場預期，以及達到三項優化措施理順本地貨幣市場狀況及促進貨幣發行局制度暢順運作的目的。

是否已達到目的？

雖然港元現貨匯率在2005年下半年及2006年一直貼近強方兌換保證匯率的水平，但始終沒有觸發兌換保證，總結餘亦保持穩定(圖1)。換言之，港元現貨匯率的走勢已脫離人民幣匯率走勢的影響。這是重要的成就，尤其考慮到區內其他經濟體系正面對龐大的淨資本流入，而人民幣亦面對要求其升值的持續及強大的政治壓力。部分受到中國銀行於2006年5月進行的

圖 1
港元匯率走勢

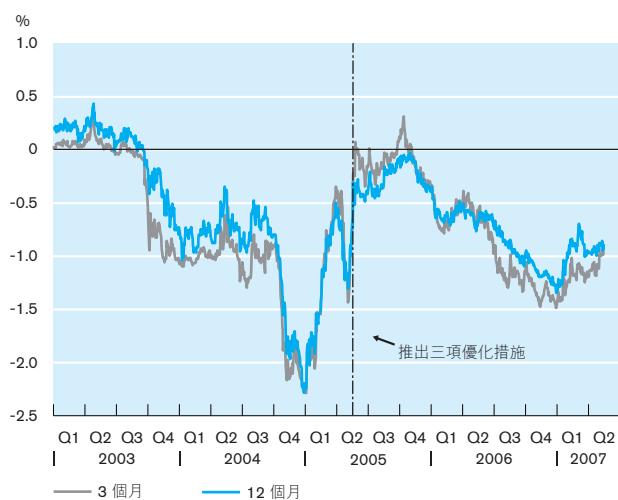


資料來源：金管局。

100億美元首次公開招股及中國工商銀行在2006年10月進行的150億美元首次公開招股帶動，流入港元市場的股票有關資金使港元利率維持在低水平。然而，這個情況並沒有進一步推低利率及現貨匯率，投資者撤走資金以尋求較高的收益率。結果，流出的投資組合資金超過流入的股票有關資金。這些資金流向的模式顯示市場人士沒有測試金管局履行兌換保證的決心。

儘管港元利率與同期美元利率的負差距持續，但從未超越150基點，同時亦遠低於2004年末的水平(圖2)。港元利率跟隨美元利率上調，正好對本地物業市場發揮降溫作用。事實上，從宏觀經濟角度來看，自推出三項優化措施以來，本地貨幣狀況大致維持中性，對香港當前的經濟周期情況而言屬於適當。

圖 2
息差走勢



資料來源：金管局。

¹ 任志剛在2005年5月至2007年4月間在其每周網上專欄中曾有十多次談論到經優化後的聯匯制度，包括2005年5月19日的「強方兌換保證」、2005年5月26日的「兌換範圍」、2005年6月16日的「優化聯繫匯率制度運作的措施」、2006年5月18日的「推出優化措施一周年」、2006年8月24日的「港元的未來」、2006年10月12日的「聯繫匯率制度23周年」，以及2006年11月30日的「人民幣與港元」。

² 例子包括：「香港與中國內地及美國的經濟融合與經濟周期趨同分析」(英文版本)，《研究備忘錄》(11/2006)、「香港經常帳盈餘的結構性決定因素」(英文版本)，《研究備忘錄》(14/2006)，以及「香港貿易模式與彈性指數」(英文版本)，《研究備忘錄》(18/2006)。

然而，港元與人民幣的遠期匯率走勢各自發展的情況出現得較現貨匯率遲。儘管3個月港元遠期匯率大部分時間都是在兌換範圍內徘徊，但12個月港元遠期匯率由2005年末至2007年初一直在兌換範圍以外（圖3）。此外，在2005年5月至2006年底期間，12個月港元遠期匯率與12個月人民幣不交收遠期匯率的走勢關係密切（圖4）。

圖 3
港元遠期匯率勢

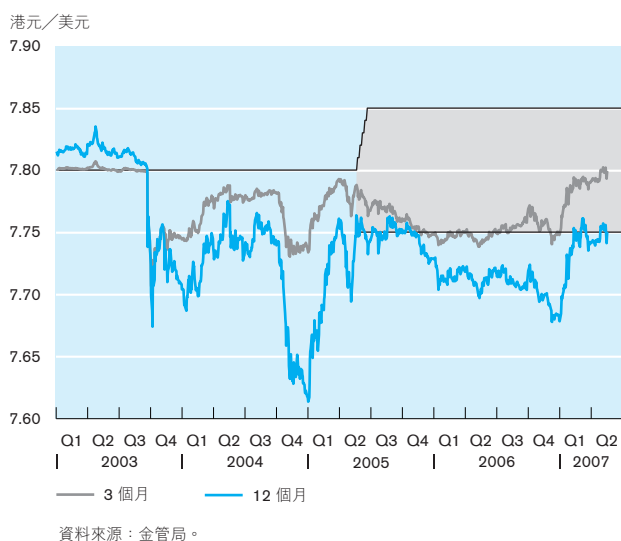
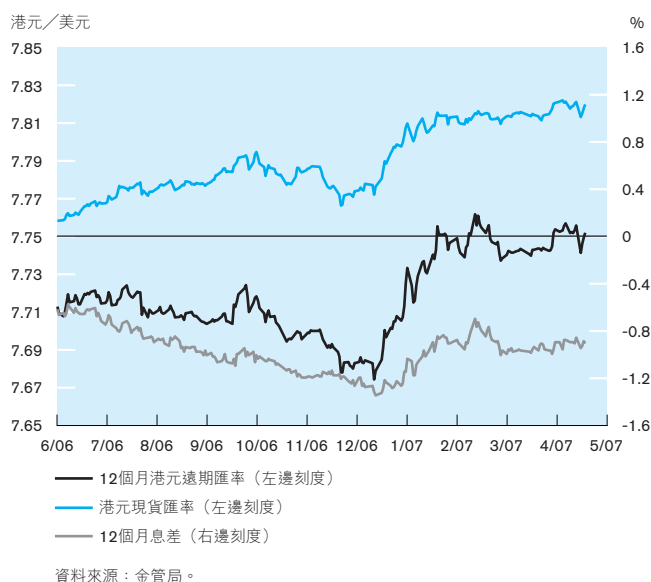


圖 4
12港個月港元及人民幣遠期匯率



這個情況在2007年初開始出現改變。12個月港元遠期匯率降至接近強方兌換保證匯率的水平，但人民幣卻一直升值。這顯示12個月港元遠期匯率的走勢亦同樣與人民幣的走勢各自發展³（圖4）。同時，港元現貨匯率在2007年第1季降至低於兌換範圍中間點7.80的水平，12個月息差則收窄至約100基點（圖5）。這個變動模式符合「套補利率平價」(covered interest rate parity) 關係。

圖 5
港元遠期匯率的調整



在一個具公信力的目標範圍制度下應有怎樣的情況？

從理論而言，在匯率目標範圍制度(即優化後的聯匯制度所包含的制度特點)下，在有關範圍內的特定現貨匯率水平在經濟上並沒有任何特別意義，現貨匯率不會有趨向有關範圍的中間點的傾向。當經濟基本因素對貨幣造成升值壓力時，除非貨幣管理當局作出干預，否則匯率傾向貼近目標範圍的強方。然而，若目標範圍具公信力，匯率應不會觸及強方匯率的水平，

³ 然而，超過1年的遠期匯率合約的匯率繼續維持在強於強方兌換保證匯率的水平。

因為當匯率極為貼近這個水平時，市場人士不會嘗試將其推至觸及這個限度，原因是他們知道貨幣管理當局會出手將匯率拉離有關水平。⁴ 所以若經濟基本因素維持不變，匯率應會在靠近目標範圍強方的水平徘徊。一旦經濟基本因素轉變，促使匯率轉弱，整個過程便會逆轉，匯率會移至貼近有關範圍的弱方，但同樣不會觸及弱方匯率的水平。

自推出三項優化措施以來，港元現貨匯率的走勢大致符合這個理論。當現貨匯率在2005年下半年及2006年第1季面對升值壓力時，現貨匯率貼近強方兌換保證匯率的水平，但並未觸發兌換保證。匯率曾有兩次只是距離強方兌換保證匯率幾點子；然而，當這個情況出現時，匯率又立即貶值，較為遠離強方兌換保證匯率的水平。現貨匯率自2006年12月起開始貶值，現正移向弱方兌換保證匯率，但仍有一段距離。當現貨匯率貼近弱方兌換保證匯率的水平時的情況會怎樣，則尚待觀察。

在一個具有完全公信力的匯率目標範圍制度下，遠期匯率應處於目標範圍內或貼近有關範圍。若遠期匯率遠離目標範圍，則只要未來的現貨匯率仍保持在目標範圍內，便可藉進行單純遠期交易獲利。若市場人士對貨幣管理當局捍衛目標範圍的承諾有信心，他們便會進行這些套戥活動，使遠期匯率回到目標範圍內。然而，若市場人士對貨幣管理當局捍衛目標範圍的能力或意願有所懷疑，他們便不一定會進行這些套戥活動，遠期匯率便有可能繼續保持在目標範圍以外的水平。⁵

有兩個可能的但又不一定互相排斥的理論，可以解釋為甚麼在2005年末至2006年間12個月港元遠期匯率

持續強於強方兌換保證。第一個理論強調機會成本的重要性：由於大型市場參與者可以從本地股市獲得極高的回報率，因此他們不會大費周章進行套戥，以獲取因遠期匯率的錯誤定價而引致的潛在利潤。再者，在計及這類較長線交易涉及的交易成本及潛在風險後，他們更加不會進行這些套戥交易：隨着未平倉套戥交易的持有期越長，在過渡期間按市價計算的虧損便有可能更大及更波動。

第二個理論認為市場人士初時有些擔心金管局可能會在一至兩年內擴大目標範圍。由於市場對金管局不擴大目標範圍的承諾存有疑慮，因此沒有進行套戥交易，所以遠期匯率並沒有被推至貼近強方兌換保證的水平。然而，自2007年初以來，這些疑慮已消失。⁶ 金管局的溝通策略在改變市場觀念上扮演重要角色：為了就港元與人民幣達到平價作好準備，金管局的高層人員與職員在2006年第3季的整個季度內一直與交易商及研究員保持緊密聯繫。這番努力再加上金管局總裁發表的演詞及所寫的文章，有助穩定市場預期。

近月公信力的增強，也是金管局言而有信的成果。自2007年1月以來，即使人民幣與港元達到平價，繼而比港元更強，金管局仍繼續維持聯匯制度，使市場人士最終相信香港不會放棄或改變聯匯制度。市場觀念的改變帶來套戥活動，因而使1年期遠期匯率回到低於或貼近強方兌換保證匯率的水平。這有助在人民幣升值至超越港元現貨匯率的水平時，沒有引發任何不正常的現象。

與掛鈎貨幣維持某程度的息差，跟具有完全公信力的匯率目標範圍制度是一致的。在該制度下，就如現貨匯率不會有傾向回歸至有關範圍的中間點，息差亦不

⁴ 至於在甚麼特殊情況下現貨匯率可能會觸及強方或弱方兌換保證並引發貨幣當局的干預，則需要更深入的研究。

⁵ 市場人士抱有懷疑，不一定表示他們認為當局會取消目標範圍的概念，而可能只是認為當局會擴大目標範圍。事實上，部分市場評論員在推出三項優化措施後亦曾提出過這個可能性。

⁶ 市場人士似乎仍對強方兌換保證的中期(例如2至5年內)公信力存有疑慮，但由於市場上期限較長的遠期合約缺乏流通量，因此令有關遠期匯率折讓的詮釋變得略為含糊不清。

會趨近於零。根據套補利率平價條件，若目標範圍制度具有完全公信力，而港元現貨匯率與12個月遠期匯率又維持在兌換範圍內，並假設交易成本為零，則目前兌換範圍上下限相距1,000點子，至少可容納127基點的負息差。⁷ 假設套補利率平價關係成立，超過127基點的息差即表示遠期匯率是處於兌換範圍以外的水平。⁸

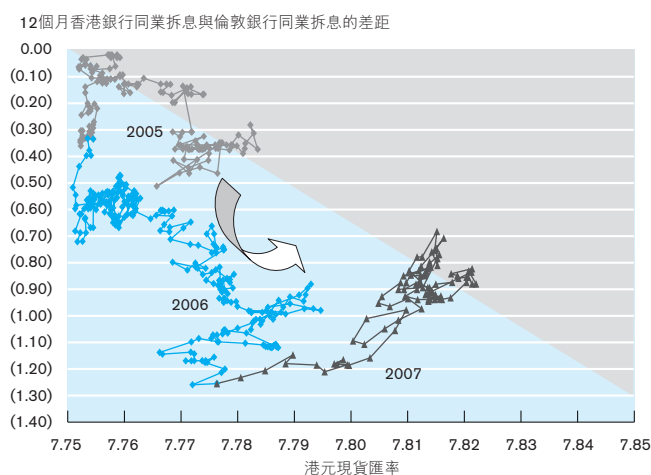
自推出三項優化措施以來港元與美元的息差走勢，與港元遠期匯率的走勢一樣傳達相同的信息：儘管市場阻力及機會成本可能會令市場參與者不願意進行套戥交易，而市場人士亦可能對金管局日後維持聯匯制度的決心存有疑慮，但自2007年1月以來機會成本已有所下降，疑慮亦已大為減退。雖然息差在2006年末擴大至150基點，但現已收窄至100基點左右。正如本文較早前指出，自2007年1月以來現貨匯率貶值及息差收窄，是將12個月遠期匯率推至貼近強方兌換保證匯率水平過程的一部分。

在目標範圍內及相隔干預上下限一定距離的情況下，現貨匯率的變動及息差的變化都是由不同的市場力量所決定。來自全球各地的大量實證研究證據顯示，現貨匯率的短期走勢不可能透過如息差、貿易平衡、價格及貨幣供應等「基本」變量來預測。以統計學的述語來形容，現貨匯率的變動傾向「隨機走動」的方式。另一方面，短期利率則由銀行體系的儲備結餘（總結餘）供求情況來決定。若有關當局沒有進行干預或在目標範圍內進行公開市場操作，則只要匯率並沒有觸及有關範圍的上下限，銀行體系的儲備結餘的供應將會維持不變。對儲備的需求主要反映銀行視乎當前市況而決定採取的防範措施。儲備結餘市場通過銀行同業拆息的變動而達致供求平衡。

這種行為模式顯示在一個具公信力的匯率目標範圍內，匯率與息差的變動之間的相關值可能是正數、零或負數，視乎市場力量而定。在某個時間相關值是正數或負數或零，視乎引致匯率及息差變動的內在泉源。然而，雖然我們不應該預期匯率變動與息差變動兩者間有某個穩定的相關值，但正常市況下，每日變動的幅度應該會是較小及暢順。

自2005年5月以來，港元匯率的變動及港元與美元息差的變動兩者間的相關值大致上符合以上的理論性預測。圖6中的灰色、藍色及黑色線分別顯示2005年、2006年及2007年的12個月息差及現貨匯率的走勢。⁹ 由2005年末至2006年初期間，隨着匯率在約7.75的水平穩定下來及負息差擴闊，兩者的相關值幾乎是零。在2006年全年，隨着現貨匯率因應負息差持續擴闊而貶值，兩者的關係變為負數。在2007年，當現貨匯率貶值及負息差收窄，相關值變為正數。此外，圖中清楚顯示匯率及負息差的每日變動一般都很暢順及幅度較小。

圖 6
息差及現貨匯率走勢



資料來源：金管局。

⁷ 這是利用以下的套補利率平價條件計算：

$$\frac{1+i_{t,m}^{\text{HKD}}}{1+i_{t,m}^{\text{USD}}} = \frac{F_t^{t+m}}{S_t}$$

其中 $i_{t,m}$ 代表期限為 m 個月的倫敦銀行同業拆息或香港銀行同業拆息； F_t^{t+m} 指 m 個月的遠期匯率； S_t 指現貨匯率。

⁸ 我們的分析顯示就合理的交易成本作出調整後，套補利率平價關係在香港成立。

⁹ 當現貨匯率與12個月遠期匯率都位於兌換範圍內，顯示12個月息差及現貨匯率的走勢的數據點便會落入圖6中灰色範圍內。

我們到目前為止所得的經驗顯示，優化後的聯匯制度運作暢順，無需利用三項優化措施的第三個元素，即如有需要，金管局可以在兌換範圍內進行貨幣操作。事實上，在兌換範圍內的干預只進行過一次，目的是為理順於推出三項優化措施後不久進行的一項公開招股活動所引起的利率波動情況。其後一直沒有再進行任何干預，即使在2006年有多宗極大規模的公開招股活動亦無需進行干預。

總結

總括而言，一個具有完全公信力的匯率目標範圍制度應有以下特點：

- > 現貨匯率一般不會觸及強方與弱兌換保證匯率水平，因為市場對金管局會在上下限的水平作出干預的預期會令市場匯率穩定下來。現貨匯率不一定有回歸有關範圍的中間點的傾向。事實上，現貨匯率處於兌換範圍內的哪個水平並沒有特別意義。
- > 遠期匯率一般應會在兌換範圍內或貼近強方與弱兌換保證匯率水平，除非市場上的阻力及交易成本大得足以令市場人士無意進行套戥圖利。
- > 港元及美元之間存在某程度的息差，與具有完全公信力的兌換範圍是一致的。息差不一定要貼近零。
- > 息差與匯率兩者在兌換範圍內的走勢的相關值沒有固定的模式。
- > 在一個具有完全公信力的目標範圍制度下，除非存在不正常的市場狀況，否則甚少需要在兌換範圍內進行干預。

直至目前為止的情況都顯示優化後的聯匯制度更具公信力，港元遠期匯率回落至貼近7.75的水平，息差亦收窄。港元及人民幣匯率走勢各自發展，以及香港目前大致上屬於中性的貨幣狀況都證實三項優化措施是成功的。在取得這項成果的同時，金管局過去兩年無需在外匯市場進行干預。