

香港联系汇率制度的作用与维持联汇制的对策分析

陈丽君,¹李景睿¹

(1. 中山大学港澳研究中心, 广东 广州 510275)

摘要:本文首先阐述了香港联系汇率制度产生的背景及运行机制,接着从理论与实践的角度分析了联系汇率制度对香港经济的作用并指出其的一些弊端,最后探讨了在当前香港经济所面临的新内外环境下,继续坚持联系汇率制度的必要性与对策。

关键词:联系汇率制度、香港经济、对策分析

中图分类号: F245

文献标识码: A

香港联系汇率制度产生于特定的历史时期,至今整整运行了二十年,虽然曾经多次受到冲击,但是在数次政治风波和国际金融动荡中其仍然保持着极大的稳定性。对于稳定香港金融市场,巩固香港国际金融中心的地位,促进香港经济持续、稳定增长发挥了重要的作用。当前,香港经济正面临着新的内外环境,联系汇率对香港经济仍将发挥重要作用。

一、联系汇率制度产生的背景及运行机制

香港联系汇率制度是货币发行制度的一种形式,始于1983年。1982年10月中英两国政府就香港主权问题进行谈判,部分市民出现“信心危机”引起资金外流,金融市场不稳,港币剧烈震荡,最低跌至1美元兑9.60港元的低价。为了稳定港币汇率,恢复港币信心,1983年10月17日,港英政府将港币与美元挂钩,实行联系汇率制。

香港联系汇率制度虽然产生于特定的历史条件,但其事实上有其存在的必要性与必然性。根据汇率制度选择理论中的“经济论”和“依附论”,一个国家或地区选择何种汇率制度,要考虑一国或地区的经济发展情况,如经济规模的大小、经济开放程度、进出口贸易商品结构和地理结构、国内金融市场的发达程度及其与国际金融市场的一体化程度等。如果一国或地区经济规模小,经济开放程度高,或者进出口集中在某几种商品或某一国家,一般倾向于实行固定汇率制或钉住汇率制。具体采取哪一种参考货币,作为“被钉住货币”,取决于该国或地区对外经济、政治、军事等诸方面联系的程度。香港是小岛经济,具备了小型开放经济的典型特征,即缺乏资源,生产资料和生活必需品大量依赖进口,外资在经济中占有相当大的比重,本地经济增长要受许多不可控的外部因素的制约,外资和外贸增长变化的货币表现,很难为货币当局所控制,因此难以用利率或货币供应量作为货币政策目标。美元是香港主要的贸易结算货币,为了减少国际贸易中的外汇风险,缔结长期贸易契约和集国际资本,采取盯住美元,稳定汇率的办法,具有现实经济价值的。同时美元作为国际储备资产和国际货币的重要地位已经确立了,美元币值虽然也有波动,但它有国内经济的强大支持,不同于60年代的英国经济,完全依赖于海外市场,在可预见的未来,美元的国际货币地位不大可能动摇。而且香港有良好的经济基础,尤其是拥有庞大的外汇储备,对国际投机者具

有强大威慑力，从而为货币的稳定提供了有力的基础。

香港联系汇率制度的核心内容是港元与美元挂钩，维持 1 美元兑 7.8 港元的固定汇率。此汇率适用于发钞银行与外汇基金之间，以及发钞银行与其他持牌银行之间的港元现钞交易，而发钞银行与其他银行之间的非现钞交易以及银行同业、银行与客户之间的批发或零售等交易则按市场汇率即浮动汇率进行，即由市场供需状况决定。因此，联系汇率制度确立的固定汇率实际上只是发钞汇率，即发钞银行在发行钞票时，须以 1 美元向外汇基金购买“负债证明书”，作为其每发 7.8 港元的货币储备金，同样，回笼港元现钞时可按同样的比价以港元现钞向外汇基金换回美元及交回“负债证明书”，其他持牌银行向发钞银行取得港币现钞时，也要以同样比价百分百的美元兑换。这就使港币发行建立在十足的储备基础上。

联系汇率与市场汇率、固定汇率与浮动汇率并存，使政府可以通过对发钞银行的汇率控制维持港币对美元汇率的稳定联系，同时通过银行与公众的市场行为和套利活动使市场汇率反映现实的资金供求状况，且可保证市场汇率保持在 1: 7.8 水平窄幅波动，而不致大副波动。这正是香港联汇制的自动稳定机制所在。

二、联系汇率制度对香港经济的作用

联汇制对香港金融与经济的稳定作用已不仅停留于理论上，过去二十年的实践已证明，联汇制所对香港金融与经济稳定及快速发展起了重要作用。

首先，联汇制具有内在的套戥机制和自动调节机制，可使市场汇率自动地向发钞汇率靠拢，从而保持了港元兑美元汇率的长期稳定，实现了联系汇率制的最初目的。从 1983 年 10 月至 1997 年底的资料显示，港元兑美元的市场汇率始终围绕官方汇率窄幅波动，上下限最大偏离程度均未超过 2%。如以新港元汇率指数计，汇率指数波动限于 99.6 和 131.0 之间，即最大幅度为 31.4%，和浮动制(1974~1983)期间，指数波动最大幅度为 50%相比较显然要小。

其次，联系汇率制以事实证明它具有极强的承受政治冲击和国际金融市场动荡冲击的能力。1982 至 1983 年，香港由于政治前景欠明朗，引致资金大量外流，港元备受抛售压力，1982 年 7 月 1 日至 1983 年 6 月 30 日，港元兑美元汇率，从 5.913 跌至 7.2，即一年内贬值 18%，特别是 9 月 23 日~24 日，港元危机达到高潮，仅仅 48 小时内，港元贬值 12.9%，对 15 种主要货币平均贬值 11.6%，兑美元收市价为 9.6，商店拒收港元，部分银行停止兑换美元，一场银行危机也在酝酿爆发。实施联系汇率制后，美元兑港元的汇率旋即回升，不到一周的时间便恢复到接近官方汇率的水平，从第二周起，联系汇率便在竞争和套戥的机制下运作自如。可以毫不夸张地说，联汇制从金融与经济崩溃的边缘挽救了香港。再如 1984 年 7 月中英关于香港问题谈判出现风波的情况下，欧洲市场出现抛售港元浪潮，美汇一度升至 7.95，但由于港元兑美元联系汇率制度的存在，最终稳定了港元。在 1990 年的波斯湾战争、1991 年 5 月的国际商业银行倒闭、1992 年秋的欧洲汇市风暴、1992 年 10 月中英关于香港政制发展的争拗、1995 年墨西哥金融危机、1997 与 1998 年亚洲金融风波等多次冲击中，香港的证券和房地产市场发生巨大震荡，唯独港元对美元汇率稳如磐石，极大程度地增强了港人对联系汇率制度的信心，对稳定香港金融市场从而稳定经济起到了重大的作用。

第三，稳定的汇率制度促进了港元国际化和香港国际金融中心的发展。稳定的汇率制度、可自由兑换的港元促进了港币走向国际化。同时，实施联汇制能降低汇率风险，对多国多方资本的吸引力较实施联汇制之前大。大量资本流入，为香港这个国际金融中心注入了更多的资本，刺激了银行、证券、保险等行业的发展，增强了金融市场的活力。为香港国际金融中心的形成与发展起了有力推动作用。

第四，联系汇率对于香港国际贸易中心的形成起了强有力推动作用。香港作为一开放经济体，对贸易的依赖程度很高，特别是香港与美国的贸易联系极为密切，美国是香港进口商

品的第四大供应地，出口商品的第一目的地，转口贸易的第四大来源地和第二目的地。维持港元与美元汇率的稳定对于保障香港经济贸易活动的有序进行极为重要，减小了投机所引起的汇率波动，降低了经济活动中的不确定性，为对外贸易等各项经济活动提供了一个稳定的计价基础，便于成本换算、盈利估计和结算，从而降低了风险和交易成本，为促进香港贸易的发展创造了稳定的环境。而且在较长的时期内，港元对美元稳定且随美元弱势而对其他贸易伙伴货币贬值，有助于提高香港产品在国际市场上的竞争能力。从 1983 年起，港元随着美元对西方主要货币汇率下跌而下跌，而香港的主要竞争对手的货币，如新台币和南朝鲜圆，却在美国等的压力下对美元升值，其它货币跌幅也比港元小，这就使香港出口商品的价格，既比进口国的产品低，也比主要竞争对手的产品低，因而获得较多订单。联系汇率制带来的有利因素，抵消了香港制造业因工资、房租上升而造成的竞争力下降的不利因素，使香港对外贸易保持了较高发展速度。

第五，联汇制对香港经济的第二次转型即由制造业为主的经济结构转向服务业为主的经济结构起了推动作用。联汇制不仅推动了香港金融与贸易的发展，且由于其提供的稳定货币条件，刺激了外资进入香港投资各行各业，几乎涉及服务业各个领域，从而有力地推动了服务业的发展，促进了经济结构的转型。

第六，联汇制有助于政府审慎理财。联汇制的维持以庞大的外汇储备为基础，为此政府不能出现庞大财政赤字，因此而迫使政府需高度重视理财。

第七，由于实行百分之百的发钞准备制度，使联汇制本身具有抑制通货膨胀的效应。一方面，可避免中央银行信用发行制度下滥发钞票行为的发生；另一方面，可避免通过发行货币弥补财政赤字情况的发生。这便从制度上杜绝了人为因素造成的通货膨胀。1983 年香港的通胀率为 9.9%，1984 年跌至-4.8%。在联汇制实施之前的四年（1979-1983 年）这个比率高达 12.6%，而在联汇制实施之后的十九年（1984-2002），通货膨胀年均-0.41%。

联汇制对香港经济的作用尽管很大，但其弊端也是存在的。坚持联系汇率制度，必然会使香港特区政府的宏观经济调节能力受到限制：货币政策独立性丧失，无法利用汇率调节国际收支，财政政策的实行受限制；由于汇率本身的不可调节性，联汇制还会大大地降低香港应付外来冲击的能力，一旦有投机者狙击港元，会给香港金融市场造成极大的震撼，对香港经济造成严重的负面影响。从长远发展的角度讲，随着国际货币制度动荡的加剧，使得维持联系汇率制的制度安排成本越来越高，这将使维持香港的国际金融中心地位的目标受到严重拖累。这些是坚持联系汇率制度所需付出的代价。但相比较联汇制的作用，其局限是次要的。

三、继续坚持联系汇率制度的必要性与对策

联汇制在过去 20 年中对香港经济的稳定与发展起了很大的作用。在今天香港面临经济转型、通缩、房地产低迷等众多问题的情况下，联汇制更有其存在的意义。首先，促进香港经济转型，使经济走出低迷状态需要一个稳定的汇率从而稳定的金融与经济环境。其次，持续了将近五年的通货紧缩使消费者信心倍受打击，在此情况下，需要联汇制稳定港人对香港货币及经济的信心。第三，香港外围经济环境不乐观，在这种形势下，汇率的波动极有可能导致市场对香港经济的前景丧失信心，引起资本大量外逃，造成港元大幅贬值，使香港陷入严重的经济衰退之中。因此维持联汇制仍具有重要意义。

维持联汇制所面对的困难已加大。尽管香港联汇制有其存在的基础和保障，如香港有稳健的金融体系，1998 年亚洲金融风暴后，特区政府推出了各项技术性措施，加强了货币发行局制度，预警和预防能力大为提高；且有庞大的外汇储备，2003 年 7 月底的官方外汇储备资产为 1126 亿美元，加上中国政府已表示在必要时将帮助保卫港元，显示了中央政府对坚守联系汇率制的支持和决心，内地和香港加在一起有将近五千亿美元外汇储备，对拥有如此庞大外汇储备作后盾的港元，任何国际投机资本也不敢说有必胜的把握。但是，金融问题

的要害在于它的敏感性，只要出现信心缺口，再完善的货币制度也难以应付可能出现的危机。在香港这样的自由化程度极高的小型外向经济中，这个特点就更加突出。一有风吹草动，就可能出现恐慌。联汇制并没有十足的基础，联系汇率制存在着一个制度上的缺陷，就是实际上不能保证港元有百分之百的外汇储备作为担保，香港的总存款额 24000 亿港元，其中 10000 亿左右被港人转化为外币存款，剩下还有 14000 亿左右港元，外汇基金的 4000 多亿港元并不易支持。一旦香港出现金融危机或其他原因引发的港人信心危机，人们纷纷将港元兑换外币，加之国际游资联手投机港元，几千亿美元的外汇储备将无异是杯水车薪，难解燃眉之急，联汇制将面临严峻考验，因此事实上联汇制经受强烈冲击的耐力至今还是一个未知数。但如果港人对联汇制有信心，即使受到外围经济危机冲击，也坚持不将手中的港币兑成外币，联汇制便可稳定。因此港人对联汇制的信心是香港联汇制的最后屏障。联汇制本身是 20 年前港人信心危机的产物，其产生后一直以来港人对其均有较强的信心，过去多次股市与房地产大跌，对汇率却没有造成太大压力，主要正是由于港人对联汇制有信心，因此要维持香港联系汇率，最重要的是确保港人对香港经济前景和对联汇制的信心，良好的经济前景所带来的市场信心是维持联系汇率制的根本保障。

然而，1997 年亚洲金融危机以后，香港的经济内外环境发生了重大的变化。就香港内部而言，经济已陷入持续低迷的困境。目前香港经济正处于发展的低微状况，经济增长乏力，房地产市场持续低迷，失业率居高不下，通货紧缩严重，消费疲软，投资萎缩，出口不理想，财政赤字大幅增加。就外部而言，国际金融体系发生了重大改变，美元面临欧元的挑战。欧元对国际金融体系最直接的影响是，它将成一种能与美元相抗衡的国际货币，削弱美元在国际金融体系中的主导地位，降低美元对国际经济金融的影响力。美元在国际货币体系中的主导地位遭到严峻挑战将直接影响到香港联汇制的前景。对欧元需要的增加，同时意味着对美元需要的减少，在供给变动不大的前提下，美元将面临贬值的压力。以美元为百分百储备的香港货币发行制度将会因美元的较大幅度贬值而使香港的净财富遭到损失。这些内外环境的变化对香港联汇制构成了巨大的压力，由此使港人对联汇制的信心有所削弱。这种情况下，要使港人信心增强，已需要各方面共同努力。因此港人、特区政府的齐心协力及中国内地的支持均很重要。首先，要坚定不移地贯彻落实“一国两制、港人治港”，保持香港的“自由、法制、公平”的优良环境，这是香港业已存在的最大优势。其次，中国内地的后盾作用要加强，中国内地经济好，香港经济就有强有力的后盾支持，其经济就有希望。第三，港人与特区政府自身要加倍努力，尤其是要尽快解决财赤、失业与房地产低迷问题，这些问题解决了，港人对香港经济前景的信心便会增强。第四，香港金融体系还需进一步完善，保障联汇制的机制也需进一步完善，这方面做好了，港人对联汇制的信心会加强。以上四大工作做好了，港人对香港经济及联汇制的信心必然会增强，联汇制便有了保障。

四、结论

产生于特定的历史时期的香港联系汇率制度，在过去的二十年里，对稳定香港金融市场，巩固香港国际金融中心的地位，促进香港经济持续、稳定增长发挥了重要作用。当前，香港经济正面临着新的内外环境，联系汇率制度在未来的一段时期仍将对香港经济稳定发展产生重大的作用，因此维持联汇制度仍将很重要。而增强港人对香港经济前景的信心则是保障联系汇率制度的关键。

The Function of Hong Kong Linked Exchange Rate System and the Countermeasures of Maintenance

Chen Lijun Li Jingrui

(Center of studies of Hong Kong and Macao Zhongshan university Guangzhou 510275 China)

Abstract: The article expounds the background and the operating mechanism of Hong Kong linked exchange rate system at first, and then analyses its effects and disadvantages on Hong Kong economy from the theoretical and practical point of view. At last, we discuss the necessity and the countermeasures to maintain it in Hong Kong's current inner and outer situations.

Key words: Linked exchange rate system; Hong Kong economy; Countermeasure

收稿日期: 2004-01-04

作者简介: 陈丽君, 中山大学港澳珠江三角洲研究中心副教授。1983年供职于中山大学港澳研究所, 至今已十多年。主编《“九七”后的探讨》、《内地金融发展与香港金融》; 著作有《香港跨世纪的沧桑》(为第二作者), 该书获广东省高教厅人文社会科学著作三等奖。参与撰写的著作达六部, 在各类报刊发表论文、报告90多篇。

李景睿, 中山大学港澳珠江三角洲研究中心研究生。曾经在《当代港澳》、《珠海潮》发表论文。