

港元汇率稳定机制探讨*

——一个新的视角

陈丽君 李景睿

(中山大学港澳珠江三角洲研究中心, 广东工业大学经济管理学院)

摘要: 本文从汇率稳定政策目标的角度出发, 分析了港元均衡汇率与实际有效汇率偏离所导致的不稳定性, 并用自然均衡汇率模型 NATREX 对港元 1994-2005 年均衡汇率与实际有效汇率的偏离情况进行了实证检验。在此基础上, 本文试图探讨一个广义的港元稳定机制, 即在现有的联系汇率制度框架之内, 尝试允许港元汇率在以联系汇率 7.80 为中心点的更广区域内自由浮动, 以求在维持联汇制的同时发挥汇率调节的灵活性。

关键词: 港元汇率; 汇率政策目标; 均衡汇率

中图分类号: F **文献标识码:** A

一、港元汇率稳定政策目标

香港经济中一个核心的制度安排就是联系汇率制度, 该制度的目标关键在于使固定的汇率(及与其相关的一系列法规)成为经济人和政府决策的制度框架, 从而可以解决货币政策实施的一系列问题: (1) 它目标的明确性使得公众容易监督政府政策的实施, 从而增强对政府正确实施政策的外部压力。(2) 固定汇率制度的法律地位, 一方面使得它一旦建立, 相对其他政策较少受到政治决策内生化的影响; 一方面它作为法律规定的信誉性, 可以提供经济人进行决策的“锚”。(3) 它运行的简单性, 可以使得央行当局的决策相对容易, 尤其在央行不具备成熟经验和合格人材的情况下, 也不会产生很大的危害。过去二十年的实践已证明, 联汇制对香港金融与经济稳定及快速发展起了重要作用。

但是, 汇率的政策目标是多重的。无论从汇率理论的发展和汇率制度的演变过程看, 汇率水平及汇率制度对一个国家或地区的经济增长、国际收支、资本流动、通胀水平等都有着直接或间接影响。因此, 当前香港汇率政策的目标也应该至少包括: 维持内外部均衡; 维护本地区经济政策的公信力, 降低汇率风险, 确保金融市场与宏观经济安全; 保持出口国际竞争力与稳定进口成本三个方面, 而每一个政策目标均应有其相应的汇率监测指标。

监测内外部均衡的指标是均衡汇率。均衡汇率是指在中期内与宏观经济内部均衡、外部均衡相一致的真实汇率水平。它不是一个即时的概念, 而是汇率在中期内大致的均衡价格。它的政策意义是提供一个中长期内由一系列经济基本因素所决定汇率水平的运动趋势和大致的水平。

监测维护本地区经济政策的公信力, 降低汇率风险, 确保金融市场与宏观经济安全的指标是港币对美元的双边名义汇率。香港是实际上的美元区, 保持港币对美元双边汇率的稳定能够最大程度地降低绝大部分交易或者资产的汇率风险, 达到维护金融市场与宏观经济安全的目的。

监测保持出口国际竞争力与稳定进口成本的指标是港币对主要贸易国家实际有效汇率。

*此文为教育部人文社科重点研究基地重大课题“影响港元稳定的因素及对策研究”的阶段性的成果之一。

实际有效汇率是指港币对主要贸易国家真实的贸易加权汇率，其综合反映了香港商品相对于外国商品的相对价值，能够全面衡量商品在国际市场的出口竞争力与进口实际成本。

表1 港币汇率政策的目标和需要监测的指标

目标	理由	监测指标
保持内外部均衡	宏观稳定、经济增长、收入分配	均衡汇率
维护本地区经济政策的公信力，降低汇率波动，维护金融安全	提供稳定的预期，坚定港币信心，巩固国际金融中心地位	港币和美元的双边名义汇率
保持出口国际竞争力与稳定进口成本	外向型经济	实际有效汇率

由于不同的汇率指标的决定因素不同，我们平常所讨论的汇率稳定，即港币和美元的双边名义汇率的稳定，以及由此所间接决定的港币与主要贸易伙伴国名义有效汇率（NEER）或实际有效汇率（REER）的稳定，并不能保证均衡汇率的稳定。因为香港实行联系汇率制度，港元与美元的双边汇率、名义有效汇率和实际有效汇率并不是由经济基本因素内生决定的，这就导致了中长期内由一系列经济基本因素所决定均衡汇率和实际有效汇率有可能出现偏离，这种偏离同样存在着影响港元稳定的隐患。

二、港元均衡汇率与实际有效汇率的偏离

（一）均衡汇率与实际有效汇率偏离所导致的不稳定性分析

对香港而言，由于名义汇率在联系汇率制度下无法变动，有脱离基本经济面而出现失调的可能。这时，如果港币确实高估，投机者借机攻击联系汇率制便易生效。对港币来讲，汇率的失调，特别是长期高估，有灾难性的经济影响，最终可能导致联系汇率制的崩溃。

首先，持续保持一个偏离与内外部均衡相一致的汇率水平会对宏观经济稳定带来严重挑战。汇率偏离带来的外部失衡不仅损害了货币政策的自主性，而且最终失衡的汇率水平也无法维持。以汇率低估为例，其传导机制如下：

汇率低估——国际收支顺差——外汇资产增加——本币升值的预期——刺激短期资本投机——外汇市场上供大于求——通货膨胀——央行干预（通过以下两种途径）：

- ①央行提高利率——资本流入——央行为了维护既定的汇率水平购入外汇资产——加剧国内通货膨胀的压力；
- ②央行使用准备金政策与冲销政策从市场上回笼本币的流动性——提高本币资产的实际收益——加剧本币的升值压力。

其次，持续保持一个偏离与内、外部均衡相一致的汇率水平会对可持续的经济增长带来严重负面影响。汇率偏离人为改变了贸易品部门产品（主要集中在第二产业）与非贸易品部门产品（主要集中在第三产业）的相对价格，扭曲了国内的资源配置。

再次，持续保持一个偏离与内、外部均衡相一致的汇率水平还会对收入分配、社会福利、国际关系等一系列问题带来不利影响。以汇率低估为例。低估的汇率有利于资本家阶层，但是不利于工人阶层（Kluyev, 2003）；低估的汇率降低了社会总体的购买力水平，降低了社会整体的福利水平；最后，低估的汇率往往伴随着持续的贸易顺差，这必然会引起贸易逆差国的强烈反对，贸易战势必愈演愈烈，破坏对外国际关系。

因此，理论上均衡汇率和实际有效汇率不能长期发生偏离，实际有效汇率必须能够人为或自动调整到均衡汇率的水平，以实现内外均衡。只有均衡汇率与实际有效汇率的吻合才能从根本上消除港元的不稳定因素。那么，目前香港的均衡汇率和实际有效汇率是否存在着偏离呢？

（二）港元自然均衡汇率与实际有效汇率的偏离的经验分析

1. 实证检验

这里我们参照Ramkishen S. Rajan和Reza Siregar（2002）的模型，用自然均衡汇率模型NATREX来测算香港1994年以来的均衡汇率。

$$natrex_t = f(z_t)$$

这里 z_t 是经济基本因素所决定的向量，它包括由出口品的国际价格与进口品的国际价格的比值表示的贸易条件 (tot)、由人均GDP表示的生产力 (prd)、由三个月期的美元LIBOR减去CPI指数变动率的世界实际利率 (r^*) 和由不变价表示的实际政府支出 (g)，这一组变量涵盖了香港这样一个小型开放经济体的特征：依赖国际贸易 (tot) 和国际资本流动 (r^*) 以及反映国内经济表现的重要因素如高生产力 (prd) 和政府支出 (g)。

由于NATREX 是不可观察的，我们用以下方程来估算

$$reer_t = \alpha_0 + \alpha_1 g_t + \alpha_2 r_t^* + \alpha_3 prd_t + \alpha_4 tot_t + \varepsilon_t$$

实证结果如下图示：

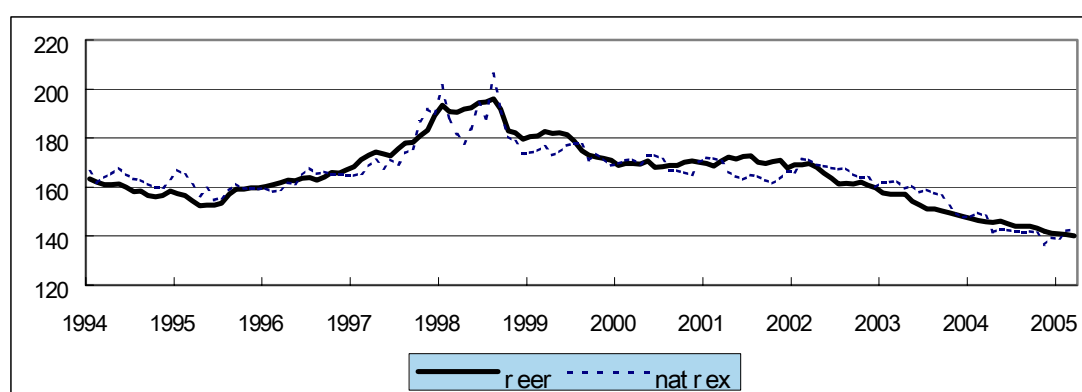


图1 香港的NATREX与REER (1983.11=100)

资料来源：香港金融管理局，香港政府统计处。

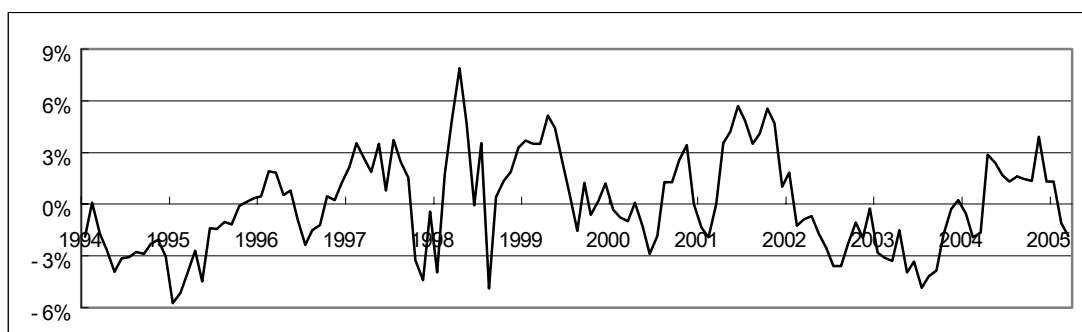


图2 香港的NATREX与REER的偏离百分比 $(REER - NATREX) / NATREX$

资料来源：香港金融管理局，香港政府统计处。

实证结果显示，香港的自然均衡汇率与实际有效汇率在1994至1996年间基本上处于温和的波动阶段；1997至2001年间剧烈而频繁地出现偏离；2002年至今也出现一定程度的偏离。总体而言，1994至2005年间香港自然均衡汇率与实际有效汇率的偏离均值为2.27%。

2.原因解析

在实体经济方面，香港经济从1990年到1994年上半年，进入一个新的内需推动的增长阶段，期间香港的私人消费、再出口和资产市场急剧扩张，以至于1990-1995年间，香港的平均通货膨胀率超过9%，高于美国和其它主要贸易伙伴国。为了舒缓通胀的压力，香港金管局于1991年5月独立于美国提高国内利率，相对于美国的正利率引致大规模的资本流入直到1996-97年。在实行联汇制的情况下，大规模的资本流入使得国内的流动性迅速提高，大部分资本被资产部门所吸收，转而助长了资产泡沫。不可贸易品（如不动产）的价格上升会提高自然均衡汇率，而自然均衡汇率上升的速度快于实际有效汇率引致港币低估。在1991至1995年间，港币的实际有效汇率平均每个季度低估0.5%。

其后，从1994年第三季度到1996年第二季度，由于美国利率上升和中国大陆经济调整，香港的内需和资产市场逐渐减少。香港实体经济从1994年下半年开始调整，并在1996年下半年出现复苏。与此相应，港币的实际有效汇率也从1995年第四季度开始出现微弱的高估。据研究，在这些时期内，由于联系汇率制，香港的货币金融时有失衡的状况，但香港灵活的要素市场使得必要的调节仍可通过实体资源的重组得以实现（Dodsworth & Mihajek, 1997）。

由于严格钉住美元，港币在1997年后的高估情况在亚洲金融危机爆发期间加剧了。在1997年的第一季度，实际有效汇率的高估率还不到2%，但是到了1998年其最大的偏离程度高达8%。这种严重的货币投机性冲击发生在台币和新加坡币贬值之后不久。显然，国际投机资本对港币的冲击不是没有依据的。

亚洲金融危机之后直到现在，港币实际有效汇率的高估现象只能通过实际经济层面进行缓慢的调整。2002年2月至今，得益于美元走弱和持续的通货紧缩，港元实际有效汇率下跌超过20%，加上香港经济复苏使得自然均衡汇率上升，自然均衡汇率与实际有效汇率的偏离有所缩小。

显然，由于港币名义汇率不能变动，港币的纠错过程明显源于实体经济，香港实体经济能否灵活进行调节是联系汇率制得以存续的关键。然而，实体经济的调整不仅存在时滞而且比较艰难，因此，香港未来经济发展客观在要求有一个更富有弹性的汇率调节机制，使其在遭遇冲击时能迅速地做出调整以实现内外均衡。

三、广义的港元稳定机制设想

前面对香港实行联系汇率制度以来自然均衡汇率与实际有效汇率的偏离情况的分析表明,由于实行严格的钉住美元汇率制度,使得香港在面对内外冲击时不得不依赖实体经济变量进行缓慢的、痛苦的调整,同时由于实行严格的钉住美元汇率制度,导致香港的自然均衡汇率与实际有效汇率偏离的情况时有发生。对港币来讲,汇率的失调,特别是长期高估,有灾难性的经济影响,最终可能导致联系汇率制的崩溃。因此,目前坚持联汇制和联汇制的完善与发展是可以并行不悖的。怎样的汇率安排较适合香港当前的经济特征,又可以实现这种均衡呢?我们尝试在当前的联系汇率制度框架之内做一些改善,以探讨更广泛意义上的港元稳定。

香港经济未来的发展方向应该是更加国际化和更加内地化双向并行的。一方面,香港与中国内地其他城市相比,最大的优势在于其经济国际化,丧失了国际化香港与内地城市的差别已不大。要保持香港经济的国际化,香港需要保持与发展国际经济联系。另一方面,香港与周边国家和地区相比,最大的优势在于与中国内地的经济联系。香港经济的持续稳定发展需要与内地经济进一步融合。目前僵硬的汇率制度使香港面对内外冲击的时候不能迅速地做出调整,不能自主地进行调节,在一定程度上限制了香港更加广泛的国际经济交流,也使香港与内地的合作过程中受到一定的阻碍。更重要的是,在当前人民币汇率有管理浮动的条件下,港元更富有弹性的汇率安排可以维持港元与人民币汇率连系性,为人民币升值及未来汇率机制改变而作好准备及部署,使港元届时仍可维持稳定。因此,在可以预见的未来,香港在向更加国际化和与中国内地更紧密的经济联系当中无疑要求一个更富有弹性的汇率制度。

香港金管局总裁任志刚曾明言不希望货币宽松环境持续太久,有需要研究联系汇率制度运作上是否有改善的空间。香港金管局2005年5月18日紧急召开记者会宣布三项优化联汇措施:(一)实时推出强方兑换保证,金管局会在7.75的水平向银行买入美元;(二)将现行金管局在7.80水平出售美元予银行的弱方兑换保证,分五周五次逐步段移至7.85,让强弱双向兑换保证对称地以联系汇率7.80为中心点;(三)在强、弱方兑换范围内,金管局可选择进行符合货币发行局制度运作原则的市场操作,以确保联系汇率制度畅顺运作。新安排的目标是消除市场对港元可能大幅升值的忧虑,同时理顺外汇市场及货币汇率之间复杂的互动关系。

因此,在现有的联系汇率制度框架之内,探讨一个更富有弹性的汇率调节机制已经不仅仅是一个设想,它是一个正在进行中的事情,问题是最优的调节幅度和具体的实施战略应该如何。

(一) 汇率可调节区间

我们要求拥有一个更富有弹性的汇率调节机制无非是希望减少均衡汇率与实际有效汇率失调的情况以维持内外部均衡,降低汇率风险,确保金融市场与宏观经济安全以及通过更加灵活的汇率制度促进香港经济发展等几个方面。这就涉及到汇率可调节期间问题。因此,我们所探讨的现行联汇制下更富有弹性的汇率调节机制实际上是一种区间浮动制度。区间浮动制度意味着港币对美元汇率在一定的区间范围内可以自由浮动。实施过程中,货币当局面临的首要问题就是浮动区间大小的确定。如果浮动区间很大可能意味着巨大的汇率风险,并威胁到金融市场与宏观经济安全。如果浮动的区间很小,涉及的风险会降低,但需要经过多次的调整,强化市场预期,也会威胁大金融市场稳定。那么,汇率可调节期间如何确定呢?

首先,根据Ramkishan S. Rajan和Reza Siregar (2002)的研究,忽略掉实行联汇制初期的剧烈失调情况,香港的自然均衡汇率与实际有效汇率的偏离幅度比较温和,1994年至今

的偏离幅度平均为2.27%。其次，如果联汇制下港元对美元汇率的波动范围一直允许在当前的7.8周围上下浮动一定幅度的话，自然均衡汇率与实际有效汇率失调的程度会远小于我们前面所观察到的情况，因为这种偏离在广义的联汇制之下很快就化解了，不会累积。再次，考虑到香港是一个小型开放经济体、自由港、国际金融中心，本地区的经济力量弱小而国际资本流动规模非常巨大而且频繁，容易受到投机资本冲击的现实，汇率自由浮动的范围太大会对区内金融市场安全与宏观经济稳定带来巨大风险和不确定性，动摇人们对香港货币及经济的信心。最后，香港的消费、投资、出口的绝大部分东西都是进口的，对于这样一个对外依存度如此之高的经济体，稳定的汇率能缔造一个稳定、易于掌握的环境，有利于营商。基于以上理由，尝试允许港元兑美元汇率在当前的7.8周围上下自由浮动2%的范围是一个合理的水平也是一个伟大的尝试。因为如果试图用数学模型对港币可以自由浮动的范围进行“估值”，通过“估值”来大致判断港币可以自由浮动的区间以及变动趋势，但仅仅是“估值”而已。改革是一个渐进的过程，需要摸着石头过河。

（二）汇率调节战略

1. 调节方案——有管理的浮动

汇率水平的调整一般来讲包括一次升值到位和多次小幅升值两种。一次升值到位的主要弊端是从理论上很难确定合适的升值幅度，且升值幅度过大会引起国内经济震荡，但其好处是彻底打掉升值预期。多次小幅升值是一种糟糕的选择，因为这样做反而会强化升值预期。

汇率制度的调整宜以回归真正的“有管理的浮动汇率制度”为目标。具体建议是分两步走：首先，一次性调整港币与美元汇率，使其达到与未来中期内均衡汇率基本一致的水平；然后，根据港币均衡汇率在未来的变化，香港与主要贸易伙伴相对价格的大幅度变化、或者是美元与世界其他主要货币相对价值的大幅度调整，低频率调整港币对美元汇率。

这个方案能够同时满足港币汇率向均衡汇率水平靠拢以维持内外部均衡、港币对美元保持相对稳定以维护本地区经济政策的公信力，降低汇率风险，确保金融市场与宏观经济安全、港币实际有效汇率相对稳定以保持出口国际竞争力与稳定进口成本等三个汇率政策目标。

2. 调节时机——出其不意

汇率的调整可谓牵一发而动全身，因此调整汇率政策需要慎重决策，把握住调整汇率的最佳时机，总体而言要出其不意。从其他国家汇率政策调整的经验来看，主动调整优于被动调整，调整越早成本越低。汇率调整较为成功的国家主要是由于时机和步骤把握得当，汇率制度的变化并没有对经济造成太大的冲击，而在货币危机或经济危机中被迫放弃钉住汇率制度的国家，如墨西哥和泰国均经历了货币大幅度贬值，金融体系崩溃，经济增长放缓和政治动荡等一系列打击。

四、结论

本文从港元汇率稳定政策目标的角度出发，分析了港元均衡汇率与实际有效汇率偏离所导致的不稳定性，并用自然均衡汇率模型 NATREX 对港元 1994-2005 年均衡汇率与实际有效汇率的偏离情况进行了实证检验。实证结果显示，香港的自然均衡汇率与实际有效汇率在 1994 至 1996 年间基本上处于温和的波动阶段；1997 至 2001 年间剧烈而频繁地出现偏离；2002 年至今也出现一定程度的偏离。总体而言，1994 至 2005 年间香港自然均衡汇率与实际有效汇率的偏离均值为 2.27%。在此基础上，本文从香港未来的发展方向的角度出发，探讨了一个广义的港元稳定机制，即在现有的联系汇率制度框架之内，尝试允许港元汇率在以联系汇率 7.80 为中心点的更广区域内自由浮动，以求在维持联汇制的同时发挥汇率调节的灵

活性。

参考文献

- [1] Ramkishen S. Rajan, Reza Siregar. Choice of Exchange Rate Regime: Currency Board (Hong Kong) or Monitoring Band (Singapore)? Australian Economic Papers[M], 2002.
- [2] Chiu, P. Hong Kong's Experience in Operating the Currency Board System, paper presented at IMF Seminar on exchange Rate Regimes: Hard Pegs or Free Floating[M]. 2001:19-20.
- [3] 香港金融管理局：《货币与金融稳定情况半年度报告》[M]，2004 年 12 月。
- [4] 徐芳、马晓青：《香港货币局制度的理论基础与可维持性分析》[J]，《上海金融》2003 年第 9 期。
- [5] 余维彬：《汇率稳定政策研究》，中国社会科学出版社[M],2003 年 10 月第 1 版。
- [6] 张志超：《港币汇率是否高估：一个经验分析》[J]，《世界经济》2001 年第 1 期。
- [7] 张斌、何帆：《如何调整人民币汇率政策：目标、方案和时机》[J]，经济发展论坛工作论文，No. FC20050033.
- [8] 张斌：《人民币均衡汇率：简约一般均衡下的单方程模型研究》[J]，《世界经济》2003 年第 11 期。

Research on the Mechanism of Stabilizing the Exchange Rate of Hong Kong Dollar: a New Visual Angle

Li Jingrui

Guangdong University of Technology, Guangzhou 510520, China

Abstract: The article analyzed the instability of Hong Kong dollar induced by the misalignment of equilibrium exchange rate and REER, and used natural equilibrium exchange rate model NATREX to test the misalignment of them in 1994-2005. Then we moved forward to discuss a mechanism of stabilizing the exchange rate of Hong Kong dollar on a new visual angle: on the premise of the maintenance of Hong Kong linked exchange rate system, we explored a wider floating range of Hong Kong dollar exchange rate, so as to exert the agility of exchange rate in regulating economy.

Key words: Hong Kong dollar; Linked exchange rate; Stabilization mechanism