

港元联系汇率制度的理论和实践¹

方奕涛

(中山大学 岭南学院, 广东 广州 510275)

摘要：港元联系汇率制度实质上是货币局制度的一个变种。自从 1983 年实施以来，经过一系列改革，港元联系汇率制度已经完成了货币局制度由传统到现代的进化，成为一种坚强的钉住汇率制度，有效地稳定了港元兑美元的汇率。随着人民币走向完全自由兑换、国际地位不断提高以及香港和中国内地经济的融合，港元最终应转向与人民币挂钩，或香港与内地建立共同货币；但在有关条件成熟之前，联系汇率制度仍是港元汇率安排最好的选择。

关键词：汇率制度；货币局；联系汇率；香港

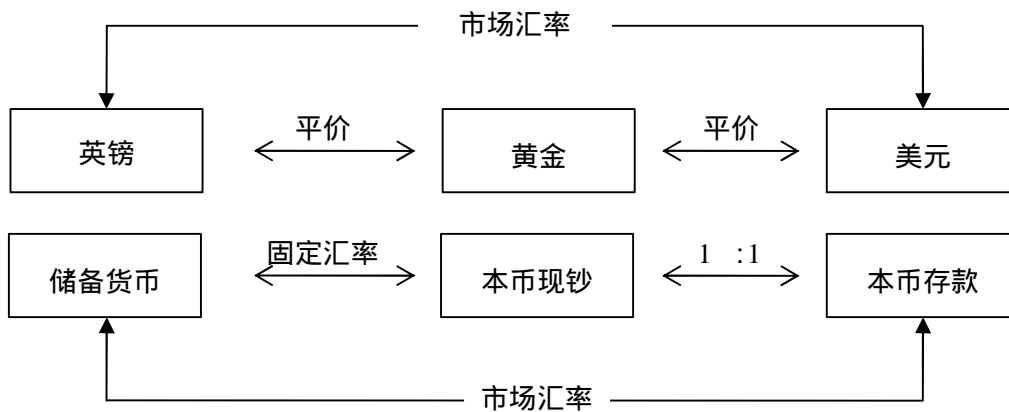
中图分类号：F

文献标识码：A

港元联系汇率制度理论实质是货币局制度，或者进一步说就是美元汇兑本位制度。自 1983 年设立以来，港元联系汇率制度本身的安排，以及与之相关的结算系统、贴现窗以及货币当局的机构，都经历了重大变迁。这些制度变迁究竟是对货币局制度的完善还是对货币局制度的偏离？本文试图剖析港元联系汇率制度变迁的理论实质，探讨香港未来的汇率安排走向。

1 传统货币局制度理论模型

传统货币局制度的基本安排就是货币局（Currency Board）发行纸币和硬币要求有百分之百的外汇储备作保证，货币局保证按照固定的汇率双向兑换流通中纸币和硬币。传统货币局制度常见于殖民地，其本意是用本地钞票代替宗主国的通货在本地流通，借助宗主国货币的信誉维持本地金融、经济稳定，其原理就是金汇兑本位制，只不过是宗主国的通货取代了黄金而已。图 1 是金汇兑本位制和货币局制度的对照。



注：上半部分表示金本位制，下半部分表示货币局制度。

图 1 金本位制和货币局制度对照

Schuler (1992) 总结了传统货币局制度的特征。一是兑换保证。货币局被动地按照固定汇率将外币或者外币资产兑换成钞票、硬币或者相反方向操作。但货币局一般不接受存款，不保证银行存款的自由兑换，通常也不接受个人持有钞票的兑换要求，甚至对兑换要求收取一定手续费以弥补运作成本。银行也不能以存款向货币局兑换外汇。二是充足储备。货币局持有的外汇资产

¹ 本文是中山大学港澳研究哲学社会科学创新基地港澳经济研究项目的阶段性成果，项目号：2005 - 9007 - 3173210，项目负责人：陈广汉。

必须等于或者超过流通中的现钞和硬币的总和，以保证即使所有流通中的现钞都要求兑换成外币也能够应付。储备资产可以是挂钩的外币、该外币标价金融资产、贵金属（金银等），或者是外币发行国发行的债券。¹ 货币局对持有的外汇资产进行运作以争取保值、增值。² 三是资本自由流动。兑换保证要求资本自由流动，否则就失去意义。一般实行货币局制度的国家或者地区都对外资银行（特别是挂钩货币发行国的银行）开放。外资银行的进入有利于缓解缺乏中央银行这个最后贷款人带来的银行风险。

在当时的情况下，公众持有的纸币和硬币构成了货币基础的主要部分。因此，在传统货币局安排下，货币基础的任何变动都相应有货币局持有的外汇储备变动为基础，货币局承诺对基础货币自由兑换。这就是货币规则（Monetary Rule），是货币局制度核心特征。³

理论上，货币局制度安排下本币对外币汇率有两个“内在稳定器”。在图 1 中，如上半部分所示，当市场汇率偏离套算汇率达到一定程度，黄金流动发生，迫使市场汇率向套算汇率靠拢；类似地，在下半部分中，当本币在外汇市场上对储备货币的汇率偏离发行现钞的固定汇率一定程度时，利用本币现钞和本币存款进行套汇就会发生，同样也会迫使市场汇率向规定汇率靠拢。这就是货币局制度的第一个汇率内在稳定机制，即所谓套戥 - 竞争机制。这个机制相当于金本位制下的“黄金输送点”（Gold Points）原理。这个机制能否真正发挥作用，主要取决于兑换保证、兑换安排以及现金在经济体系中的普遍程度。

另一个机制是利率调节机制，相当于金本位制下的黄金流动机制（Specie-flow Mechanism），也称康迪纶 - 休谟（Cantillon-Hume）机制。当本币出现贬值预期或者受到狙击时，资金外流，本币被大量兑换成外币。如果货币局遵守货币规则，将造成基础货币减少，导致本币利率上升，吸引资金回流，从而迫使本币汇率升值。如图 2 示。

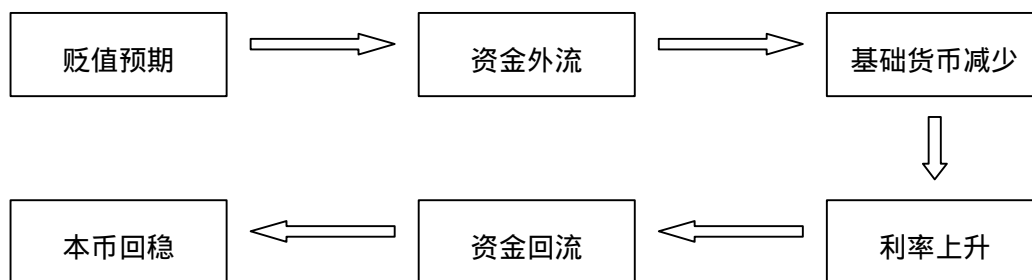


图 2 货币局制度的利率调节机制

在传统货币局制度中，货币局要遵守货币规则，所以货币政策完全是自动的、被动的，没有任何酌情权。货币局本身不能创造货币，因而也就无法影响货币供应量和利率。当挂钩货币发行国银根放松、利率下降，外资就会流入，从而造成本币货币供应增加和利率下降；相反，如果挂钩货币发行国收紧银根、加息，则本币也要跟着加息。也就是说，货币局制度把本国的货币政策决策权交给了挂钩货币发行国。⁴

从较长时期看，货币局制度还有一个贸易余额调节机制。在原有汇率条件下，如果本国贸易品具有竞争力，国际收支经常帐户将出现盈余（或者盈余增大），于是本币有升值的压力；当经济主体将赚到的外汇兑换成本币，则本币货币供应将增加，导致国内通货膨胀，物价上涨，于是实际汇率升值，从而降低本国贸易品竞争力，经常帐户盈余减少或者变成赤字，从而抵消了升值的压力。相反则相仿。如图 3 示。理论上，在低贸易壁垒和资本自由流动的条件下，实行货币局制度的经济体价格和利率将向挂钩货币发行国趋同。

实行货币局制度的经济体政府必须坚持量入为出、保持平衡、略有节余的财政政策。连续的财政赤字将使货币局的外汇储备受到威胁，为政府财政赤字融资的可能性也将使货币局能否坚持货币规则受到怀疑。如果政府的财政赤字无以为继，货币局制度也面临崩溃。在货币局制度之下，政府的财政政策空间也受到制约。

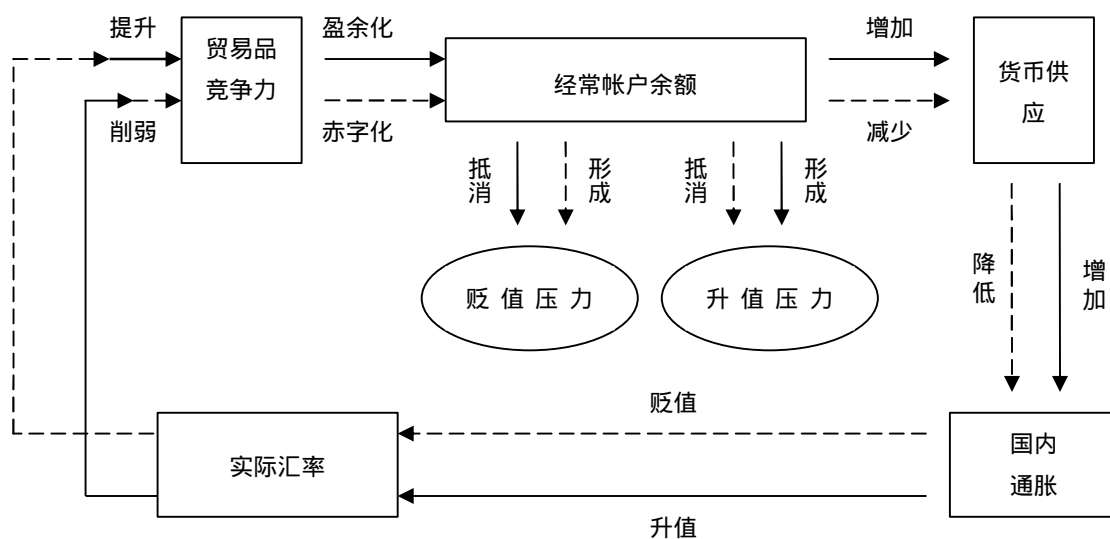
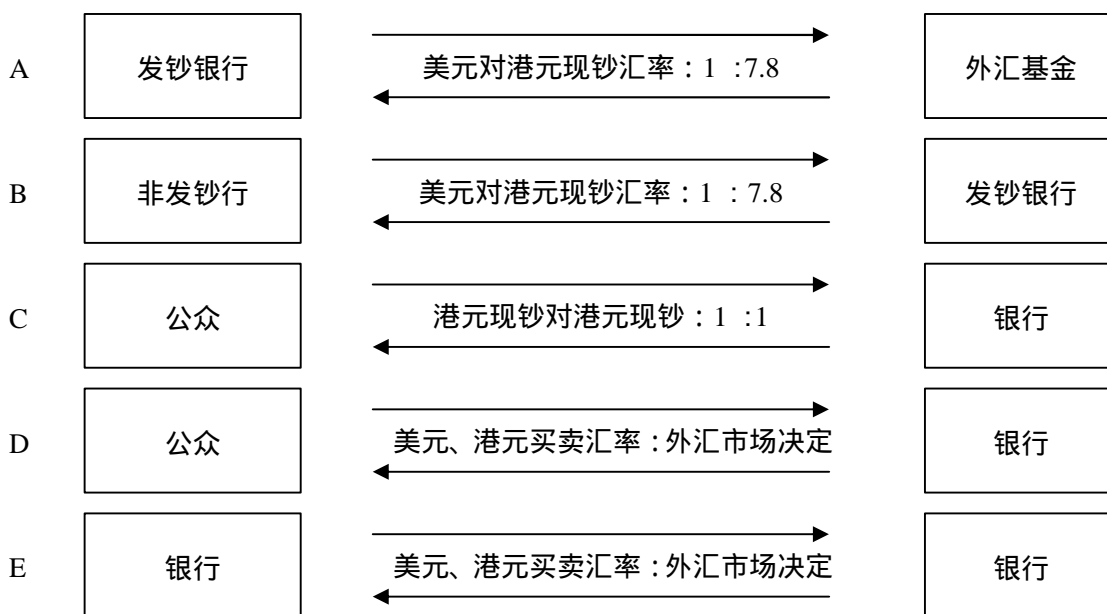


图 3 货币局制度的贸易余额调节机制

2 传统又偏离的货币局制度：1983-1998 港元联系汇率制

港元联系汇率制度始于 1983，其基本内容就是人们熟悉的是港元钞票发行安排，如图 4 描述。⁵ 外汇基金按 1 美元兑 7.8 港元的固定汇率发行和赎回授予发钞银行发钞权的无息负债证明书，发钞行根据无息负债证明书的授权发行港元钞票。由于市场汇率围绕着 7.8 平价上下波动，原有的安排使得银行面临着汇兑风险（由于 B 途径，发钞银行将汇兑风险部分转嫁给非发钞银行）；1990 年市场汇率开始处于平价的强势，银行便向大额现钞存户征收手续费。1994 年 B 途径被取消，发钞银行不再向非发钞银行转嫁发行货币的损失，手续费问题也随即解决。⁶



注：A 就是外汇基金发行和赎回无息负债证明书；B 在 1994 年取消，发钞行和非发钞行之间的现钞交易视同存款交易。

资料来源：饶余庆（1993）。

图 4 1983 年联系汇率制度的基本内容

基础货币是货币当局资产负债表中负债的主要组成部分，一般应该包括发行在银行体系之外的通货和商业银行在货币当局（中央银行）的存款准备金。在香港来说，至少应该包括已经发行

的现钞（和硬币）以及银行结算余额。在现代经济中，纸币只供日常生活中零散交易结算，而且银行同业市场的流动性决定短期利率的走向，银行结算余额才是基础货币的核心部分。⁷ 虽然银行结算余额在基础货币中的比重并不大，⁸ 但这部分却是创造 M₂、M₃ 等广义货币的基础，因而是最具有决定意义的。

在 1988 年 7 月“新会计安排”推出之前，银行结余作为基础货币核心部分的角色并不清晰。期间，汇丰银行是中央结算所的管理银行，本身并没有清算帐户，外汇基金管理局在汇丰银行开户而不是相反。于是作为商业银行的汇丰银行变成银行总结余的实际控制者，其商业活动就可以影响银行同业的流动性，也可创造货币。既然货币当局控制不了银行结余，也掌握不了银行同业流动性，将银行结余视为基础货币组成部分也就没有意义。当时更无任何规定要求汇丰银行管理总结余要遵守货币规则，这实质上是对货币局制度的偏离。着眼现钞发行百分之百外汇准备，说明当时对货币局制度认识的局限。

新会计安排把原来外汇基金管理局和汇丰银行的客户与银行的关系对调过来。汇丰银行仍是结算所的管理银行，但汇丰银行本身在外汇基金管理局开设结算帐户。银行体系其他银行在汇丰银行的净结余不得超过汇丰银行在外汇基金管理局的结余。这实际上给汇丰银行创造货币的能力设定了上限。至此，总结余才得以确定，并受到外汇基金管理局的间接控制。

1996 年 12 月，香港银行同业结算推行实时支付结算系统（Real Time Gross Settlement System），所有持牌银行均在金融管理局⁹ 开设户口进行结算。作为基础货币核心部分的总结余正式确定。把基础货币的定义扩展到银行总结余，与只有现钞的定义相比，基础货币当然是增加了，但货币当局的外汇储备并未相应增加，“纯粹主义者”认为是对货币规则的背离。1998 年 9 月起，基础货币的定义更加扩张到包括外汇基金票据和债券。在现代金融的环境下，只要货币当局的外汇储备尚足够支持总结余和外汇基金票据及债券，且日后增量的操作能够遵守货币规则，基础货币定义的扩张应该是可以接受的。

然而香港金管局从未做出针对总结余的兑换保证。就算是现钞的兑换保证其实也有诸多限制，现钞套戥根本不可行，套戥 - 竞争机制实际并没有发挥作用。FSB（1998）指出，自联系汇率制度实施以来，均没有发生过任何大规模的现钞套戥，现钞套戥在维持港元汇率稳定方面亦未发挥任何重要作用，货币发行局制度的自动调节功能在于利率调节机制。HKMA（1998）承认“在货币受到冲击时候可以酌情决定在外汇市场上吸纳港元、抛售外汇储备”，实际上就是直接外汇市场干预。

因此，传统货币局制度维持固定汇率的“三角架”¹⁰ 在实践中已被百分之百的基础货币外汇准备、利率调节机制和适当市场干预所代替（图 5）。

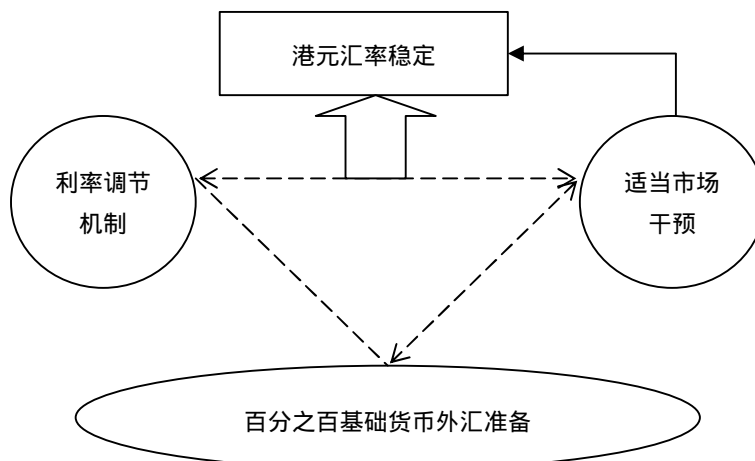


图 5 维持港元汇率稳定的新“三角架”

说这个时期联系汇率制度是传统货币局制度，主要是指其货币发行外汇准备和兑换保证都着

眼于纸币。传统的货币局制度在落后的殖民地和地区施行，那些地区经济不发达，交易大量使用现钞，而现钞占货币供应的比率很高。同时，宗主国或其它的外资银行主导了金融系统，它们有相对庞大的资金撑腰，所以现钞的存量，尚不会对经济发展产生严重的障碍。在香港作为金融中心的实际背景下，这种传统性其实是不合时宜的。

说这个时期联系汇率制度偏离货币局制度设计，主要是指港元汇率稳定并不是依靠传统货币局制度的利率调节机制和现金套戥机制。按照传统货币局制度设计，货币当局只能遵守货币规则，被动地接受市场自由兑换港币，完全由市场力量自动调整汇价和利率，从而达到稳定汇率的目标。按照香港联系汇率制度的安排(图4)，发钞银行可与外汇基金进行套戥，而其他银行、金融机构，以至一般的存款者，并无任何直接途径，通过与外汇基金的交易进行套戥活动，而只能通过发钞银行来实现。套戥的先决条件，是存款者先把港元存款转换为港元钞票，如果大规模进行，则如同对银行进行“挤提”，这是金融机构所不愿意见到的事情。何况要处理大量的现钞，不论对金融机构还是一般存款者，都是很麻烦的事情。因此实际上现金套戥几乎从来没有发生过。而港元汇率也从来没有真正固定在7.8的水平上。市场港元汇率基本依靠货币当局直接干预外汇市场和通过抽紧(放松)银根、推高(压低)利率(而不是利率因资金进出被动调整)来实现。Tsang(1999a)更直接称这段时期的联系汇率制度为“变相的央行干预”。

3 向现代货币局制度进化：1998年以后的港元联系汇率制

亚洲货币危机中香港虽然坚持港元不贬值，维持了联系汇率制度，但金融市场却动荡不安，利率水平甚至曾经出现极端情形。许多学者(包括诺贝尔经济学奖获得者米勒)提出了改进联系汇率制度的建议方案。这些建议可以归结为基于不同着眼点的两大类。一是认为港元利率高企的原因在于市场对港元缺乏信心，加强信心是捍卫港元的“不二法门”，金管局和特区政府光是口头承诺是不够的，必须拿出“实际行动”；其突出代表是香港科技大学教授陈乃虎和陈永豪提出的美元流动资金调节机制/港元认沽期权方案(也称“二陈方案”)。其基本思路香港金管局在国际金融市场上融资，借得美元，再将美元资金借给商业银行，商业银行到期可以选择以美元或者固定汇率折算的港元偿还本息，从而不必担心港元贬值。这样既可缓解港元需求，使同业拆息回落，也可让商业银行放心操作，从而稳定港元汇价¹¹二是认为由于现金套戥实际上不起作用，香港应该引进电子套戥，同时增加银行体系结余以减少港元受到冲击引发的利率震荡；这就是香港浸会大学教授曾澍基(Shu-ki Tsang)提出的AEL模式。其主要思路是建立准备金制度，金管局对基础货币保证兑换。¹²“二陈方案”以香港的外汇储备作为“抵押”，并承诺金管局从外汇市场融资保证兑换，确实可以大大增强联系汇率制度的可信性，但它在运作上等于金管局在市场上无限沽出美元而同时将港元资金回流银行体系。曾澍基教授的建议核心内容有两个，即把兑换保证由纸币扩充到整个基础货币和引进存款准备金制度，其实质是强化现代金融条件下的货币局制度，同时增加银行体系的流动性。

FSB(1998)拒绝了所有的建议。¹³但香港政府1998年8月干预股市后随即推出强化联系汇率制度的“七项技术性措施”。其核心内容有二方面，即保证银行结算余额可以7.75:1兑成美元和推行贴现窗制度。¹⁴“七项技术性措施”实际上采纳了曾澍基教授建议的思想，将兑换保证扩展到整个基础货币，以期使套戥-竞争机制发挥作用；拒绝引进存款准备金制度而以贴现窗制度来增加银行体系的结算余额。¹⁵1998年9月，金管局又宣布把外汇基金票据和债券列入基础货币的内容，强调目前已发行的外汇基金票据和债券均有百分之百的外汇储备作支持，并保证以后新发行的外汇基金票据或者债券必有充足的外汇支持。这样，基础货币组成部分中的银行总结余和外汇基金票据及债券可以通过贴现窗进行转换。

这一变革的实际效果更多地体现在解决了银行体系流动性的问题，而所谓电子套戥并不多。然而把兑换保证扩大到基础货币，以及把外汇基金票据和债券列入基础货币的内容，却是实现了货币局制度由传统向现代的进化，具有深刻的制度意义和丰富的理论内涵。早期货币局制度的年代，纸币是基础货币的主要组成部分，对纸币的兑换保证基本上覆盖了基础货币兑换保证。随着现代金融业的发展和电子信息技术的应用，纸币在经济生活中的作用日益弱化，基础货币的内容已经远远超出了纸币发行的概念。在新会计安排以前，银行体系的结余并无明确，也无法为货币当局控制，基础货币的内容并不确定，因而其兑换保证也只能局限于纸币。新会计安排之后，香港货币体系基础货币的概念得以确定，但一直却没有明确的保证兑换承诺，实际上是货币局制度不完善的表现。基础货币百分之百外汇准备和保证兑换是货币局理论的关键，因此，1998年金管局推出强化联系汇率制度的七项技术性措施，是对货币局制度的关键性完善。

至此，港元联系汇率制度在制度安排上完成了货币局制度从传统形态向现代形态的进化（图6），成为现代货币局制度的范例，钉住美元的稳定性极大提高。在基础货币百分之百外汇准备和兑换保证的承诺下，由于外汇储备远远超过基础货币，¹⁶ 香港金融管理局实际上拥有酌情干预市场的操作空间。在当今复杂的全球金融市场中，完全被动的要求似乎也太过苛刻了，也并非最佳的选择。而在实际操作上金管局的市场行为究竟是主动还是被动的，始终是一个比较模糊的问题。在这种情况下，联系汇率制度的信誉取决于干预行动、贴现窗的实际操作及其透明度。

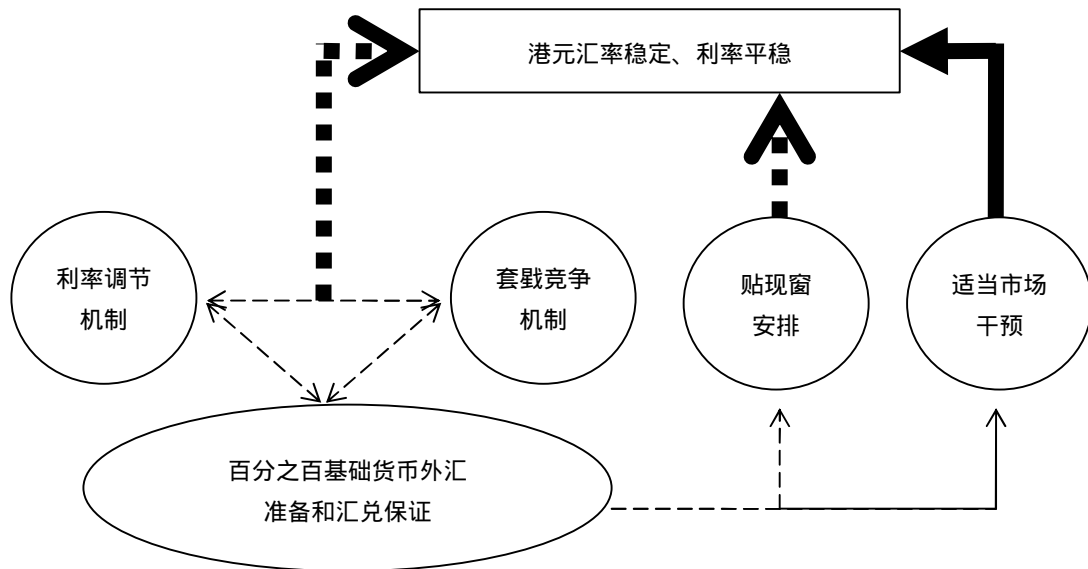


图6 进化后的港元联系汇率制度

4 双向限制挂钩：2005 年联系汇率制度历史性转变

1998 年香港金融管理局推出“七项技术性措施”明确了港币兑美元的兑换保证，即金管局承诺在任何时候均可以应商业银行的要求按照 1:7.75 将结余兑换成美元。这种兑换保证是单向的。当港元市场汇率强于 1:7.75 时，商业银行宁可在外汇市场上买入美元而不会要求金管局按照 1:7.75 进行兑换。只有当港元市场汇率弱于 1:7.75 时，商业银行才会把港元按照 1:7.75 的比例售予金管局，其效果就相当于金管局在市场上抛出美元、回购港元，从而起到推高港元汇率，同时收紧银根、推高汇率、吸引资金回流，也间接推高港元汇率。而金管局并没有明确当港元走强时以何比率购入美元、沽出港元。所以，这个兑换保证是单向的弱方兑换保证。

在单向弱方兑换保证下，港元对美元贬值不能弱于 1:7.75，而升值空间却没有明确的限制。在港元对美元升值的市场形势下，理论上港元具有无限的升值空间。¹⁷ 而实际上金管局不可能容忍港元市场汇率过度强于 1:7.75，因此必然会酌情进行干预。酌情干预具有含糊性，投机者难以估计炒卖港元可能承担的风险，因此会对炒卖活动产生一些阻吓作用；但另一方面，强方兑换保证不明确却影响联系汇率制度的公信力，在港元受到强烈的升值压力的时候市场容易揣测当局会放弃联系汇率制度让港元升值。

推出 1:7.75 单向弱方兑换保证后，港元对美元的市场汇率就紧贴 7.75 窄幅波动。1999 年 3 月，金管局宣布以每天 1 个基点的速度将兑换保证比率推向 7.80，于是港元汇率紧随走向 7.80，随后基本上稳定在这个水平上。2003 年 9 月份开始，由于预期人民币会对美元大幅度升值，大量国际资金涌进香港，¹⁸ 令港元汇率偏强，银行体系总结余大增，¹⁹ 利率偏低，并开始出现偏离美元利率走势的现象。利率走低有助于香港摆脱通缩的阴影，但流动性泛滥也使房地产市场、资本市场以至其它经济环节出现一些不平衡的情况。为了增强联系汇率制度的公信力，减弱市场对港元放弃联系汇率制度、跟随人民币对美元升值的预期，²⁰ 稳定港元汇率，2005 年 5 月 18 日，香港金融管理局宣布实施三项“优化联系汇率制度的措施”，其主要内容是：推出强方兑换保证，金管局会在 7.75 的水平向持牌银行买入美元；将金管局在 7.80 水平出售美元予持牌银行的弱方兑换保证移至 7.85 的水平，让强弱双向的兑换保证能对称地以联系汇率 7.80 为中心点运作；在强方及弱方兑换保证水平所设定的范围（兑换范围）内，金管局可以“选择进行符合货币

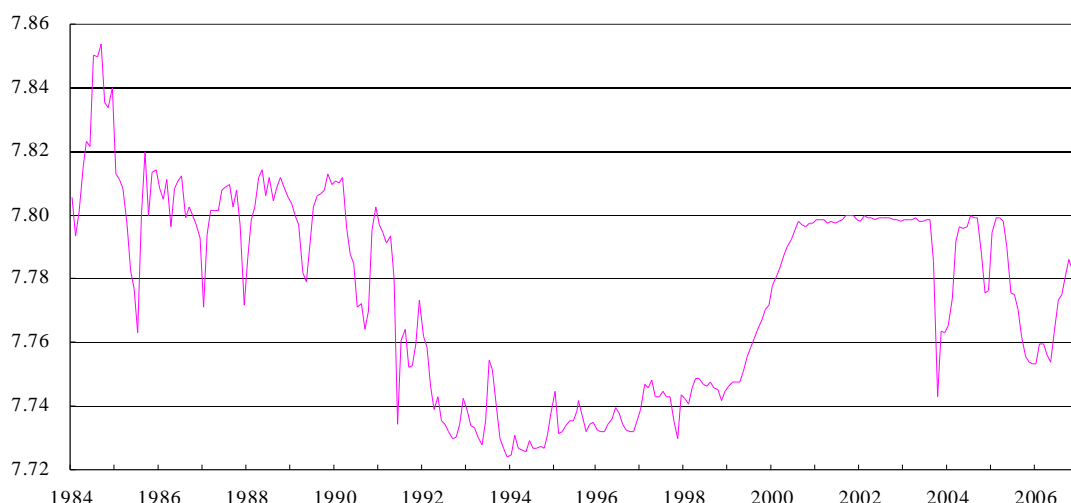
发行局制度运作原则的市场操作”。三项措施的实施，香港联系汇率制度迈进了双向限制挂钩时代。香港银行体系结余迅速下降到 10 亿港元以下。

实施三项措施是港元联系汇率制度的重大变革，它使联系汇率制度作为钉住汇率制度的特征更加突出。金管局宣示在 7.75-7.85 之间可选择进行符合货币发行局制度运作原则的市场操作，实际上是公开宣布可随时进行酌情干预。按照金管局的解释，所谓符合货币发行局制度，就是要求外汇储备足额覆盖基础货币。金管局卖出港元买入美元，新增的基础货币自然有相应买入的美元作为支持；而巨额外汇储备完全足够支持香港金管局发行外汇基金票据或者债券，或者向银行体系注入流动性的操作。因此目前金管局进行市场干预几乎不受外汇储备的制约。可以说，当今的联系汇率制度就是以 $1:7.80 \pm 0.05$ 的比例钉住美元的钉住汇率制度，它拥有多项强有力的机制确保汇率稳定在预定的区间。

5 联系汇率制度的表现评估

要评价联系汇率制度，首先必须确定出发点和评价标准。香港是比较发达的小型开放经济体，商品和服务对外贸易量相当于本地生产总值的 3 倍，是著名的国际金融中心、贸易中心、航运中心。因此，汇率稳定至关重要，一直以来也是香港货币政策的首要目标。任志刚（2004）明确表述，“港府非常重视港元汇价保持稳定。财政司司长将货币稳定——货币政策的目标——界定为保持港元汇价稳定。”

联系汇率制度产生于 1983 年的港元危机中，其稳定港元的作用还是很明显的。图 7 显示，联系汇率制度实施后，经过短暂的振荡，港元很快稳定下来，整个经济局势随着趋于稳定。二十年间，虽历经多次金融风波和其他政治事件，港元汇率保持非常稳定，一直在设定的 1:7.8 附近窄幅波动，²¹ 在亚洲货币危机中也是如此。



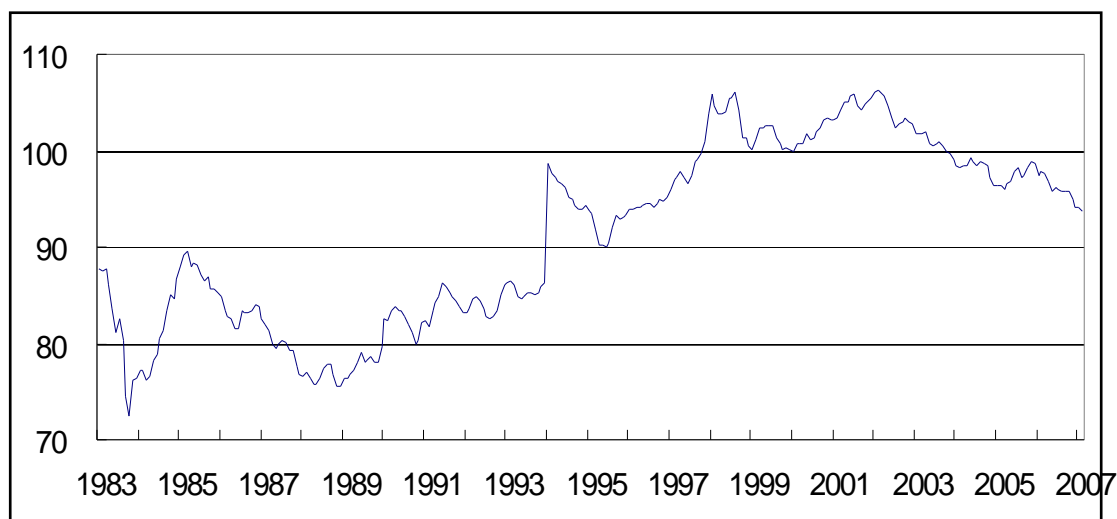
资料来源：香港金融管理局《金融数据月报》。

图 7 港元对美元现汇汇率月平均数

从香港金融管理局编制的港汇指数看，实行联系汇率制度二十多年来港元有效汇率还是相对稳定的。从图 8 看到，自 1985 年以来港元有效汇率升值不到 10%，港汇指数大部分时间在 80 到 105 之间波动。如果从 1994 年人民币汇率并轨起计，十几年来港汇指数基本上在 90 到 105 之间徘徊。1983 年底到 1985 年初港元升值可以解释为 1983 年危机中港元汇率超调后的矫正，而 1994 年港汇指数的跳跃则是由于人民币汇率并轨、对美元贬值 50% 引起的，1985~1989 美元持续走弱则导致了港汇指数的一路下降。1997 年下半年亚洲货币危机爆发后，由于港元和人民币维持对美元稳定，而香港的其他贸易伙伴的货币纷纷对美元贬值，于是港汇指数便较快地上升，但 2002 年以后却又逐步回落，因而总体而言港汇指数升幅并不大。

实行联系汇率制度二十多年来，香港的物价指数表现差强人意，但其原因值得分析，并不能归咎于汇率安排。图 9 反映了 1983 年后香港的综合物价变动。联系汇率制度实施后，香港通货膨胀迅速下降到一位数，甚至到达 5% 以内。但 1988 年开始上升，1991 年达到最高位 12%。1991 年以后，香港的通货膨胀又逐步回落到一位数。亚洲货币危机的冲击使香港步入了痛苦的

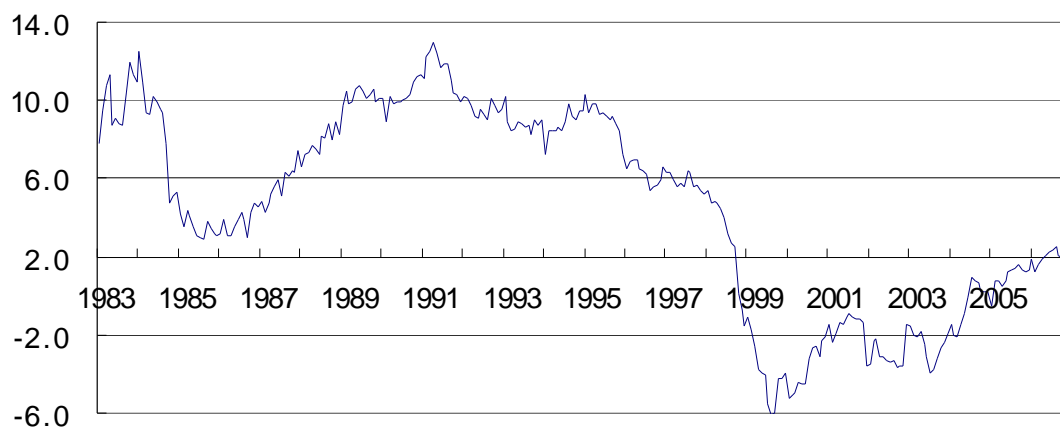
调整期，通货膨胀出现了负数，陷入了通货紧缩。然而众多分析认为，香港的通货膨胀原因复杂，并非输入的通胀，主要原因是结构调整和劳工短缺所致。²² Greenwood (1991) 分析认为香港的进出口价格指数与美国大致相当，因此香港通货膨胀高于美国不能归咎于联系汇率制度输入通胀。香港政府 1994-1995 年度财政预算案认为香港的高通胀是由于“土地短缺，房地产价格不断上升，劳工短缺，生产与服务成本上升”。林江、夏育松 (2003) 的分析表明香港的通货膨胀和汇率并不存在因果关系。



注：以贸易总值为权数，2000 年 1 月 = 100。

资料来源：香港政府统计处。

图 8 港元汇率指数



资料来源：香港政府统计处。

图 9 香港综合物价指数年变动率：1983.1-2006.12

表 1 市场利率变化：均值和标准差

国别	香港	新加坡	韩国	泰国	马来西亚	印尼
均值 (%)	0.47	-1.61	8.30	4.96	1.37	20.99
标准差 (%)	1.60	1.57	3.36	5.01	1.65	21.26

注：数据样本期为 1993.12-1999.6。

资料来源：Rivera-Batiz and Sy (2000)。

对联系汇率制度另一个担心是利率稳定的问题。根据国际经济学“不可能三角”的原理，一个经济体不可能同时实现汇率稳定、资本自由流动和独立货币政策。香港既然选择了稳定汇率作为目标，自然就要放弃独立的货币政策，不可能控制货币供应量或者利率。Roubini (1998) 认为货币局缺乏影响市场利率的政策工具（信贷控制和贬值），市场利率波动应该相对较高。然而表 1 却显示，与东南亚其他经济体相比较，香港的利率水平几乎是最底的，其波动幅度也最小。这一方面反映了香港金融市场效率较高，另外也归功于联系汇率制度有关改革起到了熨平利率的效果。

总结起来说，联系汇率制度实行二十多年来，虽历经各种冲击，仍然为香港提供了比较稳定的金融环境。在香港这样一个小型经济体，“稳定压倒一切”。联系汇率制度达到了货币稳定的政策目标。

6 “后联系汇率时代”香港汇率安排

没有任何一种汇率安排适合任何时候的任何国家（地区），联系汇率制度也不可能一成不变。随着香港和内地经济日渐融合以及人民币升值，许多人认为港币再与美元挂钩并不合适。表面上看，联系汇率制度未来变动可以有以下几种选择：

- a、仍然钉住美元，但是挂钩汇率改变，而不再是 7.8；
- b、实行复本位联系汇率制度，即是与美元和人民币双挂钩；
- c、钉住一篮子货币；
- d、从对美元的单挂钩改与人民币单挂钩；
- e、港元自由浮动；
- f、香港与大陆货币一体化（人民币化）。

选项 a 在亚洲金融危机中常常被提及。当时港元保持与美元挂钩的汇率不变，而周边国家和地区的货币则纷纷贬值，这就造成了港币相对升值。有人认为，亚洲金融危机中港币坚持不升值大大削弱香港的竞争力，于是建议不改变货币局发行制度，而调低港元的汇价，以改善香港的竞争力。按照这样的思路，在目前港币有升值压力的情况下，则可以不改变货币局发行制度的前提下，调高港元汇价。其实这样的思路是行不通的，因为汇率一旦变动，攻击就会不断发生，金管局能动第一次就能动第二次，以至频繁变动，直到完全放开为止。香港是一个资本进出非常方便的小型经济体，金融部门十分庞大，政策的公信力是十分重要的。Frankel, Schmukler and Servén (2000) 认为当政府宣布实行某种汇率制度的时候，要使这种宣布有公信力，就必须使这种制度简单透明，公众可以随时检查出政府实际所实行的就是宣布的制度。处于端点上的汇率安排，如自由浮动或者完全钉住汇率制度就简单透明，而随着需估计参数（如爬行速率、波动幅度、货币篮子中各种货币权重等）增加，汇率制度变动复杂，可核性（verifiability）就降低。香港汇率选择问题是一个两极解的典型案列，中间解是不稳定的（北京大学中国经济研究中心宏观组，1998）。因而，选项 c 也不可行。

郎咸平（2003）提出香港应该建立复本位联系汇率，“就是同时以美元和人民币作为准备货币”。理由是港币和人民币挂钩是大势所趋，而实行联系汇率的条件仍然存在。联系汇率制度核心安排是按照 1:7.8 确定港元兑美元的汇率并承诺对基础货币的兑换保证。复本位联系汇率以美元和人民币作为准备货币，如果是要求外汇基金持有人民币资产，则似乎无关大体也无此必要；如果是指对基础货币自由兑换可以由兑换人自由选择人民币或者美元，则似乎多此一举，在人民币完全自由兑换之前人民币将被冷落，而如果人民币被普遍接受则可以直接实行“人民币化”；如果是指港元汇率由人民币和美元一起决定，则事实上变成了钉住一篮子货币，只不过是货币篮子中只有美元和人民币，同样不可行。由此看来，选项 b 在目前并不是一种有意义的安排，也不可能四港币最终的汇率安排。

让港元自由浮动并不是香港一个理想的选择。固定汇率和浮动汇率的争论历经几十年至今未有明确的结论，但是香港自身的特点还是容易让人信服采用固定汇率制度的合理性。香港是比较发达的小型开放经济体，商品和服务对外贸易量相当于本地生产总值的 3 倍，是著名的国际金融中心、贸易中心、航运中心。因此，汇率稳定至关重要，一直以来也是香港货币政策的首要目标。

而且，香港“经济纵深”比较狭小，在一些特殊情况，比如自然灾害或者卫生灾难（如 2003 年的 SARS）发生之后，货币的信赖体系很容易崩溃，所以香港货币要借助外部名义锚来增强信心。采取固定汇率制度必然牺牲货币政策的独立性，但在开放条件下，因为“经济纵深”狭小，缺乏足够的回旋余地来应付各种国际冲击，就算香港采用浮动汇率，也难以运用货币政策来应对外部冲击。固定汇率和经济自由并不冲突，在金本位时期，主要的发达国家实行的固定汇率制度，香港实行联系汇率制度二十多年来也多次被认为是全球最自由的经济体。浮动汇率制度在香港有着不美好的回忆。1974-1983 年之间香港就实行过浮动汇率，结果以 1983 年港元危机、改行联系汇率制度而告终。当然，现在香港的货币金融系统已经今非昔比，香港金管局已经能够有效地管理香港的货币供给，并且几乎拥有中央银行的全部政策工具，并且拥有过千亿美元的外汇储备。但是，由于经济纵深狭小，浮动汇率的优势难以发挥，而却还要承受汇率波动带来之苦。曾澍基（2005）也不赞同主动让港元自由浮动，“自愿浮动需要很多的理据支持和颇大的勇气，我看不出香港为何须作如此决定。”

选项 d 和 f 是联系汇率制度的最终出路，但它们需有一定的条件，包括人民币实现完全自由兑换而且国际影响力不断提高，大陆和香港的经济融合到达了一个成熟的阶段。港币从长远看将与人民币挂钩或者被人民币取代，这是很多人都同意的观点。这是因为香港经济和祖国大陆的经济融为一体已经是不可逆转的趋势，而中国国力不断增强，经济地位不断提高，人民币完全自由兑换只是时间上的问题，人民币的国际地位也将逐步提高。只要香港和大陆经济融合、人民币国际地位提高这两大趋势不出现逆转，港币与人民币挂钩，或者干脆在香港实行“人民币化”也只是时间上的问题。

但在目前的情况下，由于人民币资本项目管制等原因，将港元“转轨”（re-tracing）与人民币挂钩却是不可行的。首先是技术上不可行。如果继续运用货币局制度，只是改变挂钩币种，由美元变成人民币，那么，需要大量的人民币货币头寸在香港存在。即香港发行多少港币，发钞行就必须将按汇价折算相应价值的人民币存入外汇基金。人民币不可兑换，在中国内地以外人民币的规模很小，香港地区拥有的人民币总头寸根本不足以支持港币的发行。而人民币资本项目管制，使得套戥机制和利率调节机制根本无法运作。其次，由于人民币不可自由兑换，更不是国际上通行的结算货币，将港币和人民币挂钩，必然影响市场对港元的信心，也危及香港国际金融中心的地位。还有，虽然香港和内地经济融合明显加快，但仍然没有达到货币一体化的各项趋同要求。贸然将港币和人民币挂钩，势必对香港经济不利。例如近年来人民币逐渐升值，如若港元和人民币挂钩，人民币的升值压力将百分之百地传递给港币，港币虽可保持与人民币币值的稳定，却会使港币兑其他国家货币不断升值，损害香港地区的竞争力，这对香港经济的打击无疑是非常大的。

实行货币一体化可以有几种形式，可以创造一种新的中国货币，港币和人民币都和它挂钩；也可以是一种新的中国货币同时在香港和内地（甚至澳门和台湾）取代当地货币；甚至就是在香港实行人民币化，将人民币取代港币成为香港的法定货币。不论哪种形式，货币一体化要求香港和内地经济高度融合。香港回归之后，和内地经济融合的进程明显加快，CEPA 的实施促进了融合进一步提速。对港币模拟货币篮子构成的测算已经发现，人民币在港币货币篮子的最优权重近年来明显提高，这也是香港和内地经济联系日益紧密的反映。但是就经济规、发展水平、开放程度等方面而言，香港和内地还不满足最适度货币区的条件。Tsang（2002a）借鉴爱沙尼亚等国由货币局制度转轨加入欧元区的经验，分析了建立适度货币区实质趋同（real convergence）、名义趋同（nominal convergence）、风险分享（risk sharing）以至劳动力流动（labour mobility）等准则和要求，得出的结论是可预见的将来香港和内地建立共同货币的条件仍未成熟。

在港元转轨挂钩人民币或者与内地建立共同货币条件成熟之前，其他形式的汇率安排都不是香港的理想选项，联系汇率制度还是香港最好的选择，不宜改变。用香港贸易余额的数据对港元虚拟货币篮子进行估算发现，美元和人民币的权重几乎占据了全部，而且人民币的权重呈现出明显的上升趋势。²³ 由此看来，从中央政府的角度考虑，维护联系汇率制度的关键措施在于保持美元和人民币汇率的稳定。

7 联系汇率制度的退出策略

虽然“转轨”的时机尚未成熟，我们仍不妨探讨香港从钉住美元的联系汇率制度转向钉住人民币、实现人民币化的可能过渡方法。

一是采用同时以人民币和美元作为储备货币的复本位联系汇率制度。如前面分析，实行复本

位联系汇率制度，最终要么演变成与美元挂钩，要么演变成与人民币挂钩，这是由市场对两种货币认可情况决定的。如果市场认可人民币，那么复本位联系汇率制度将演变成钉住人民币的联系汇率制度，因而也即可顺理成章将港元钉住美元改成钉住人民币。可以说，市场起到了作出判断的功能。因此，复本位联系汇率制度不能作为港元汇率安排的最终选择，却可作为“转轨”的方式。

二是采用钉住美元和人民币组成的一篮子货币。这是拉脱维亚的做法。拉脱维亚货币原本钉住美元，为了加入欧洲货币联盟，拉脱维亚在 1998 年采用了钉住美元和欧元的货币篮子。但由于美元和欧元汇率剧烈波动，拉脱维亚很快就转而钉住了欧元（Tsang 2002a）。

三是让人民币和港币自由竞争，最终港币可能会自然“淡出”。在香港，人民币的地位不断上升，其重要性有目共睹。中国经济对香港的影响正在不断加强，人民币可能会变成香港经济中的一种“竞争性货币”，并最终替代港元成为交易中的主要货币。未来港元最可能的场景是其影响逐渐消退，而不是转向另一种汇率制度。从目前情况看，人民币在广东已经成功地排斥了原先的港元偏好，并且正在香港立足。如果港元确实应该更多地联系人民币而非美元，那么香港经济中对于人民币的需求就会提升。最终，当港币不再被市场所需要的时候，它自身便会消失。那时在香港实施人民币化也就是水到渠成的事情了。

参考文献

- [1] 北京大学中国经济研究中心宏观组．对于联系汇率制度的分析及其改进方案评价．经济社会体制比较，1998，3．
- [2] 陈乃虎、陈永豪．捍卫港元方案．为港元危机诊断（郑国汉和雷鼎鸣合编）．香港：汇讯出版有限公司，1998．
- [3] 方奕涛．港元联系汇率制度及其适用性研究．中山大学博士学位论文，2007．
- [4] 关荫强．为美元化释疑．为港元危机诊断（郑国汉、雷鼎鸣合编），香港：汇讯出版有限公司，1998．
- [5] 郎咸平．香港应建立复本位联系汇率制．中国证券报，2003年 8月 29日．
- [6] 雷鼎鸣．部署美元化可解港元危机．为港元危机诊断（郑国汉、雷鼎鸣合编），香港：汇讯出版有限公司，1998．
- [7] 林江、夏育松．影响港元汇率的货币政策因素分析．国际金融研究，2003，10．
- [8] 刘国华．联系汇率、经济转型与通货膨胀．信报财经月刊，1992，3．
- [9] 饶余庆．联系汇率制度运作的若干问题．信报财经月刊，1993，12．
- [10] 任志刚．泛谈货币政策．在香港大学教研发展基金及香港大学经济及工商管理学院午餐会上的致辞．2004年 1月 19日．
- [11] 向松祚．美元化还是人民币化？<http://business.schu.com/34/73/article206447334.shtml>．
- [12] 曾澍基．港元联系汇率制度的前世、今生与未来．在中山大学珠江三角洲研究中心主办的“全球化和区域经济一体化中的香港经济”国际研讨会上．2005年 12月 17日．
- [13] Frankel, Jeffrey, Eduardo Fajnzylber, Sergio Schmukler and Luis Servgn, 2000, *Verifying Exchange Rate Policy Research Working Paper 2397*, the Worldbank.
- [14] FSB (Financial Service Bureau of Hong Kong Government) 1998, *Report on Financial Market Review*, <http://www.info.gov.hk/fsb/>.
- [15] Greenwood, John G., 1987, *Hong Kong: Money Growth and Inflation Increase*, *Asian Monetary Monitor*, January-February.
- [16] Greenwood, John G., 1991, *Hong Kong: the Problem of CPI Inflation—Monetary or Structure?*, *Asian Monetary Monitor*, May-June.
- [17] HKMA, 1997, *Hong Kong's Monetary Arrangements Through 1997*, HKMA Reports.
- [18] HKMA, 1998, *Review of Currency Board Arrangement in Hong Kong*, HKMA report.
- [19] Rivera-Batiz, Luis A. and Amadou N. R. Sy, 2000, *Currency Board, Credibility, and Macroeconomic Behavior*, *IMF Working Paper*, WP/00/97.
- [20] Roubini, Nouriel, 1998, *The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of*

Currency Boards; <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/CurrencyboardsRoubini.htm>.

- [21] Schuler, Kurt A. 1992, *Currency Boards*; George Mason University Ph D. dissertation.
- [22] Schuler, Kurt A. 1998, *A Contingency Plan for Dollarizing Hong Kong*; *HKCER Letters*, vol. 52, September.
- [23] Schuler, Kurt A. 1999, *The Importance of Being Orthodox*; Paper written for a Conference on Currency Boards Sponsored by Hong Kong Baptist University.
- [24] Tsang, Shu-ki, 1998a, *Currency Board Complications: the AEL Model*; available online at <http://www.hku.edu.hk/~econ/>.
- [25] Tsang, Shu-ki, 1998b, *How Credible was the Hong Kong Link in the East Asian Crisis?*; available online at <http://www.hku.edu.hk/~econ/>.
- [26] Tsang, Shu-ki, 1998c, *The Hong Kong Government's Review Report: an Interpretation and a Response*; available online at <http://www.hku.edu.hk/~econ/>.
- [27] Tsang, Shu-ki, 1999a, *A Study of the Linked Exchange Rate System and Policy Options for Hong Kong*, consultancy report, Hong Kong Policy Research Institute, submitted in October 1996 and published in full in January 1999.
- [28] Tsang, Shu-ki, 1999b, *Fixing the Exchange Rate through a Currency Board Arrangement: Efficiency Risk, Systemic Risk and Exit Cost*; *Asian Economic Journal*, 13(3).
- [29] Tsang, Shu-ki, 2000, *Commitment to and Exit Strategies from a CBA*; a paper presented at the Seminar on Currency Boards: Experience and Prospects, organised by the Bank of Estonia, Tallinn, 5-6 May.
- [30] Tsang, Shu-ki, 2002a, *From One Country, Two Systems to Monetary Integration?*; *Working Paper* 15/2002, Hong Kong Institute for Monetary Research.
- [31] Tsang, Shu-ki, 2002b, *Currency Boards on the Way to Monetary Unions: The Doubly Unplanned Case of Hong Kong*; in Urmas Sepp and Martti Randveer (eds.), *Alternative Monetary Regimes in Entry to EMU*, Bank of Estonia, 2002, pp. 247-270.

A Study on the Theory of Hong Kong Dollar's Link and It's Practice

FANG Yi-tao

(Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong, 510275)

Abstract: the Hong Kong Dollar's linked exchange rate system, hereinafter refers to the link, belongs to a genre of the Currency Board Arrangement (CBA). Since its implementation in 1983, the link as one type of the CBA have completed the evolution from tradition to modernization, which have become a strong peg to stabilize the exchange rate between the Hong Kong dollar and the US dollar. Along with the path of RMB toward to the full convertibility, international status uprising as well as the merging of the economy between Hong Kong SAR and the main land of China, the Hong Kong dollar would turn to establish link to the RMB or to be substituted. But the link between Hong Kong dollar and US dollar remains the best choice before the conditions mature in the future.

Key Words: Currency Board Arrangement; Exchange Rate Arrangement; Hong Kong Dollar's Link;

收稿日期：2007-02-25

¹ 在早期英属殖民地及其他一些货币局中，储备资产包括黄金、白银和英镑证券，甚至还有本币证券。参见 Schuler (1992)。

² 货币局的运作当然有风险，可能招致损失。历史上就有因为货币局外汇资产运作失败导致货币局制度崩溃的例子。所以货币局外汇资产运作主要考虑安全性。当然政府的财政政策也很重要。

³ 很多文献在介绍货币局制度时，常常强调发钞的百分之百外汇储备保证的特征，这显然是从传统货币局制度的情形总结出来的。在现代金融的条件下，如果固守这个传统特征来讨论货币局制度，就难以把握住其本质。

⁴ 根据“不可能三角”原理，任何货币当局要保持汇率稳定，就必然无法控制货币供应量和利率，所以所有实行固定汇率制度的国家都把货币政策决策权交给了挂钩货币国。传统货币局在严格货币规则的约束下，自动失去货币政策权力，显得更加彻底，任何微调、干预都是不可能的。

⁵ 直到亚洲货币危机爆发初期，香港货币当局反复强调的也是发钞百分之百准备的特点，而没有明确货币基础的构成及其组成部分的关系、兑换保证的范围等问题。这可能反映了对货币局制度理论认识的阶段性。林江 (1995, 第 107 页) 讨论了货币支持责任是否应扩展到货币基础其他组成部分的问题。HKMA (1998) 才勾画了现代货币局制度的理论框架。

⁶ 一些论者将香港由商业银行发钞视为特色，HKMA (1998, p30) 也有此说，作者认为虽无不妥，但从理论上看似无关紧要。通过购买无息负债证明书，发钞银行只不过起了中间转手的作用而已。

⁷ 严格来说，纸币的发行和赎回应该体现在发钞银行的总结余中。参见 HKMA (1998, p11)。

⁸ 根据香港金融管理局《金融数据月报》的数字，到 2007 年 1 月 31 日，香港基础货币的构成是：负债证明书 53.1%，政府发行的流通纸币及硬币 2.5%，银行体系总结余 0.4%，外汇基金票据及债券未偿还总额 44.0%。

⁹ 香港金融管理局成立于 1993 年，取代外汇基金管理局成为香港的货币发行局。

¹⁰ Tsang (1998c) 把百分之百的发钞外汇准备、利率调节机制和现钞套戥机制称为锁定港元汇率的“三角架”。

¹¹ 关于“二陈方案”，详见陈乃虎和陈永豪 (1998)、FSB (1998, 第 3.47~3.49 和附件 3.7)。

¹² 关于 AEL 模式的建议，详见 FSB (1998, 第 3.64~3.65 段和附件 3.11)、Tsang (1998a, 1998b 和 1998c)。

¹³ FSB (1998) 认为“二陈方案”要求金管局在国际金融市场可以无限融资是不可行的。对 AEL 方案，则认为对联系汇率制度实质改变不大，而要求商业银行缴纳准备金形同课税，有损香港国际金融中心地位，小型银行也难以做到。

¹⁴ 金管局后来又宣布将从 1999 年 3 月中开始将保证兑换的汇率每天降低一个基点 (即 1% 的 1%)，直至与发钞的无息负债证明书兑换汇率 1:7.8 一致。

¹⁵ 贴现窗的安排规定，银行可以 (无限次地) 用其持有的外汇基金票据的一半作抵押以基本利率借入隔夜钱 (另一半则适用较高利率)。已发行外汇基金票据近千亿，银行持有约 600 亿，这就等于金管局向同业市场注入约 300 亿的流动性。

¹⁶ 根据香港金融管理局《金融数据月报》提供的数据，到 2006 年底，香港基础货币总额的 2960 亿港元，而外汇储备资产为 1332 亿美元。

¹⁷ 在弱单向兑换保证的情况下，如果资金持续流入，港元市场汇率明显强于 1:7.8 的联系汇率，由于纸币的局限性，商业银行不可能大规模购买港元用以向金管局购买负债证明书来发行纸币以套利，所以套戥机制根本无法发挥作用。随着资金流入、银行体系流动性过多，港元利率会明显下降，可以起到推动港元资金外流、平抑港元汇价的作用，这就是利率调节机制的作用。但是，如果港元升值预期强烈，这个机制其实也很难发挥作用。

¹⁸ 随着中国内地经济发展和巨额国际收支顺差的积累，西方国家强烈要求人民币大幅度升值，国际金融市场形成了强烈的预期。由于人民币资本项目尚未放开，而香港和大陆的经济融合日益密切，港币就成为投机人民币升值的最好替代品。一方面，市场预期人民币升值将迫使港元放弃联系汇率制度而对美元升值。另一方面，香港的许多资产将因为人民币升值而升值。比如，在许多内地企业香港上市，香港不少上市公司都经营内地业务，如果人民币对美元升值而港元保持联系汇率制度不变，这些公司以港元计算的业绩将大幅度提升。

¹⁹ 香港结算系统效率很高，通常情况下银行体系总结余通常维持在 10 亿港元附近及以下。2003 年 10 月开始则明显增加，曾经长时间停留在 500 多亿港元的水平，到 2005 年 5 月金管局推出优化联系汇率制度三项措施之前也有 30 多亿港元。

²⁰ 许多分析人士认为此次变革主要是为人民币升值做好准备。两个月后，2005 年 7 月下旬，人民币放宽波动幅度，开始稳步升值。

²¹ 在 90 年代中期，香港货币当局将 7.75 视为进行干预的警戒线，因而市场汇率基本维持在 7.75 以上的强方。

²² 参见 Greenwood (1987)、刘国华 (1992)、林江、夏育松 (2003) 的研究认为香港的通货膨胀和汇率波动并不存在因果关系。

²³ 关于港元虚拟最优货币篮子估算，参见方奕涛 (2007)。