

清華大學

中國經濟研究中心



學術論文

香港：迈向稳定的汇率制度

胡祖六

清华大学中国经济研究中心

No.199803

1998年3月

Working Paper

National Center for Economic Research

At
Tsinghua University, Beijing

香港：迈向稳定的汇率制度

—在哈佛大学及国际经济学院(华盛顿特区)的演讲

胡 祖 六 博士¹

前言

为维护公众对香港特别行政区未来的信心，保持香港作为主要国际金融中心的地位，同时在今年7月香港顺利回归中国之后维持其经济繁荣，保持货币的稳定至关重要。

然而，席卷亚洲大部分国家的金融风暴最近也扩散到香港，这个一度被视作该地区稳定之堡垒的地方。对港币的极大压力及此后(香港)股市的狂跌和大幅波动对香港的经济前景投下了阴影，同时也可能对大陆经济造成负面影响，特别是在大陆正着手推进全面的国有企业改革，而香港又可发挥非常重要的支持作用的时候。香港所发生的情况已构成严重的危机，需要香港特别行政区当局高水平的管理，以及中国中央政府的密切关注。

近来香港的风暴：背景简介

港币联系汇率制度自1983年建立以来经历了数次风暴。1984年和紧随墨西哥比索危机后的1995年初，港币均承受了巨大的抛售压力。不过，1997年10月最近一次对港币的冲击看来最为严重。

¹ 胡祖六先生系高盛公司(纽约)经济研究执行董事。他曾供职于国际货币基金组织，并担任世界经济论坛(日内瓦)的首席经济学家。他获得了哈佛大学经济学博士学位。

(亚洲金融)风暴首先开始于泰国：在香港历史性回归的次日—7月2日，泰国铢被迫贬值。泰国的金融危机很快扩散到其他东南亚国家，包括马来西亚、印尼和菲律宾，这些国家的货币都经历了大幅贬值，其对美元的比值损失达40%之多。新加坡、韩国和台湾也受到冲击。

香港曾一度安然无恙。但在台湾10月中旬突然改变其汇率政策后，港币继而承受了越来越大的压力。

图 1：港币对美元汇率，1996 年 10 月—1997 年 10 月

金管局（以下简称金管局）通过直接干预即期外汇市场，同时提高短期利率等强有力的举措，捍卫了联系汇率。隔夜香港同业拆借利率（HIBOR）从此前的9%狂升至300%多的历史最高水平，同时3个月的内业拆借利率也升至50%。

图 2：香港同业拆借利率(隔夜)，1996 年 10 月—1997 年 10 月

香港最大的3家货币中心银行—汇丰银行、标准渣打银行和中国银行均将其优惠贷款利率提高了75个基本点。高利率及港币联系汇率的不确定导致了股市的恐慌性抛售。10月24日(星期五)恒生指数惨跌980个基本点，跌幅达26%，是10多年来单日跌幅最大的一次。

图 3：香港恒生指数，1996 年 10 月—1997 年 10 月

香港股市下跌导致了纽约、伦敦、巴黎、法兰克福、东京及亚太、东欧和拉美地区其他几乎所有股市的大跌。其后几周，香港的金融市场一直动荡不安。

此次港币受冲击的原因分析

地区传染可谓导致此次香港货币危机的罪魁祸首。香港的经济一直很强大—GDP 高速增长(1 季度超过了 6%)、通货膨胀回落、失业率走低、金融机构情况良好、财政高度稳健、外汇储备高企、国际收支状况(经常项目)颇佳。然而，货币市场的短期走势与其说是受经济基础因素推动，不如说是为心理因素左右。随着东南亚金融危机的深化及韩国和日本麻烦的出现，市场不再区别对待不同国家(的经济状况)，而是逐渐开始将整个地区的经济一律视作易受打击。

事实上，作为所在地区出色的金融中心，其市场又保持着高度的流动性，香港一直被投资者用作“战略领地”。因此，当台湾货币当局 10 月中旬在不断加大的抛售本币的压力下被迫放弃捍卫新台币的时候，不确定性很快蔓延到香港，原因是两地之间经济基础因素的广泛相近，包括两地均持有大量外汇储备的事实。出于要求降低利率、支持股市的政治压力，台湾当局在花掉近 50 亿美元外汇储备之后，被迫听任新台币跌破 1 美元兑 28.6 新台币的干预障碍。台湾出人意料地放弃捍卫新台币，此举使人们错误地认为金管局也会在冲击面前放弃港币的联系汇率。

在“传染”效应之外，尚有其他几个因素在触发香港(金融)危机方

面发挥了重要作用。

1、对香港竞争力的担心

香港有着十来年高通胀的记录，因而被视作开展业务“成本较高”的地区，其房地产市场已成为全世界价格最高的市场之一。自7月以来（东南亚）地区货币贬值的风潮之后，许多投资者担心香港在维持联系汇率的情况下，与东南亚国家和其他新兴工业化国家相比，可能丧失竞争力。

不过，这种担忧可能言过其实。香港是先进的经济体，在高附加值服务业中具有竞争优势，同时其服务业（产值）超过其GDP的80%。香港的制造商通过使用分包和外商直接投资的办法将产地转移到低成本的地区，主要是中国大陆，也包括东南亚国家、加勒比地区、印度和非洲，成为亚洲最具活力的出口商之一。象泰国和印尼这样的国家无法凭借其制造业的低成本与香港竞争。同样，由强大的制造业支撑经济的韩国和台湾，也不能直接同香港构成竞争。甚至包括提供相近高水准服务的新加坡，也不可能真正有望取代香港作为通向广大中国大陆地区的口岸和服务中心的独特地位。

2、港币事实上成为亚洲最后与一个美元挂钩的货币，这自然使其成为市场关注的焦点和投机的唯一目标。

3、投机者并非无视香港良好的经济基础因素，赌的是与捍卫联系汇率相关的高昂成本可能最终迫使香港当局退步并放弃联系汇

率。他们认为捍卫联系汇率所需的高利率无疑将导致香港股票和房地产市场的崩溃，削弱极其重要的银行部门，同时随着时间的推移，通过制造足够的恐慌和破坏，致使当地居民疯狂挤提银行存款和外逃资本，从而结束联系汇率。这样的战略尽管对投机者一方说来风险极大，但如果香港的决策当局稍有失误，也可能为投机者利用，从而使他们有获胜的可能。

4、一些完全是意料之外、而且是无关的事件，却因为其发生的时机而产生了一些影响。欧洲的银行通常依赖同业之间的流动性，但一家（香港）本地的银行不是向市场提供资金、而是错误地收回了 200 亿港元。作为最大的股票发行者之一的中国电信（在香港）的公开上市，也增加了对港币的需求。整个系统突然之间缺乏流动性，导致了不少的焦虑和恐慌。维持一个可靠的支付体系的重要性由此可见一斑。

如果放弃联系汇率，香港的情况会更好吗？

无疑，捍卫港币的联系汇率代价是昂贵的，最近几周市场的动荡也说明了这一点。问题在于，如果不是在利率高企和金融市场下滑中艰难地维持着（联系汇率），而是放弃这种汇率制度，香港的情况会更好吗？说到底，冲击港币的部分原因首先在于如果捍卫（联系汇率）的代价过高，金管局就可能放弃。

我们认为，不管在何种情况下，香港的股票/房地产价格都会下跌，其银行体系和整个经济都将承担巨大的调整成本。但是，在短期，

保持联系汇率的均衡结果比放弃联系汇率的均衡结果要好得多。

原因在于，可以预见捍卫联系汇率所需要的高利率只是暂时的。一旦市场完全相信金管局的决心，港币承受的压力最终将缓解，同时利率也就会逐渐回落到最初的低水平。

至于股票和房地产市场，我们相信这两个市场的重大修正是在所难免的。将联系汇率用作名义锚的好处在于，这样的调整是自动进行的，同时在需要的时候就会启动。尽管市场往往下滑得更远、反应过头，但只要联系汇率确实维持着，市场不久就会恢复。房地产市场的价格调整最终将有助于强化联系汇率，而不是弱化这种汇率机制。在短期（未来的 3—4 个季度），财富效应将导致消费和投资的缩减，对香港而言这不见得是坏事情，因为目前的经济增长速度（6%以上）超过了估计在 5% 上下的经济潜在增长速度。香港的银行业具有足够的伸缩性以承受其间的阵痛。在更长的时期，可能最早在 1998 年第 4 季度，基础因素的力量将使资产市场逐渐恢复，但泡沫也会随之破灭。

如果在目前的市场条件下被迫放弃联系汇率，将给经济带来重创。决策当局将彻底失去信誉，公众也会完全丧失信心。新的浮动汇率制度很有可能在一个时期仍然伴随着高利率和市场波动。股票和房地产市场照样会下滑，但下滑的幅度会更大。香港从前曾经历过周期性的市场动荡，但从未体验过被迫放弃的汇率制度会是怎样的景象。从外汇资金管理人到当地居民都会充满恐慌。这才真正令

人害怕。香港社会的心理作用将引发大量的资本外逃（说到底，港岛本来就是充斥“难民”的所在）。届时，会有银行破产，进而危及到整个金融体系。一旦名义锚不复存在，就会有很长一个痛苦的调整过程。在那种情形下，香港会陷入急剧的衰退，需要 2—3 年的时间才能恢复。

在第一种情形下，困难和代价是可控制的而且是短时间的，而在第二种情形下，困难和代价将远为痛苦，而且持续的时间会更长。定量地说，从目前 5% 的经济增长率看，如果对港币的压力持续下去，同时利率依然高企，而联系汇率最终维持下来，香港可能损失 1.5%—2% 的经济增长；但如果放弃联系汇率，香港的经济可能呈零增长或负增长。这基本上是两种结果损失函数的排列情况。

港币联系汇率能够维持吗？

如果说现在就放弃联系汇率是极端糟糕的政策选择，关键问题在于，联系汇率能够被挽救吗？我们的回答是肯定的。

首先，得益于无以匹敌的纪律、信誉和透明度，目前的汇率制度有着近乎完美的历史记录。尽管传统固定汇率制度的崩溃是普遍现象，但历史上还从未有过纯粹出于市场压力而放弃汇率制度的先例。即便是阿根廷，在其经济为众多的严重问题所困扰的情况下，也在墨西哥危机中保住了联系汇率。

其次，即使同其他有着货币局安排的国家相比，港币的联系汇

率也是特别的。尽管通常说来在多数货币局安排中，一个单位的本币由（汇率）平价下相应单位的外币支持，金管局却拥有 850 亿美元的外汇储备。截至 1997 年 9 月底，外汇储备达到流通中现金的 6 倍多，相当于 M3 的 38%。由此使港币成为世界上最强大的货币局。

第三，香港的经济基础因素一直很强大。得益于中国大陆持续的高速经济增长，香港的实际 GDP 在 1997 年上半年增长了 6.2%；尽管香港贸易呈现赤字，其要素收入却大大抵销了贸易赤字，因此经常项目仍然保持平衡。香港 1997 年的财政盈余预计将升至 GDP 的 4%。

第四，香港的银行体系得到了良好的监管。金管局对银行业务的监管框架与国际清算银行的要求是一致的。实际上，很多标准，如信息披露的标准已达到或超过了美国、英国和新加坡的相应标准。香港银行的净资本几乎达到其风险资产的 18%—大大超过了国际清算银行设立的 8% 的最低资本充足率。香港的银行一直保持了高的盈利，其税后资本收益率平均达到 30%，而工业化国家银行的同一指标只有 15%。

第五，香港的经济被证明是富有灵活性的。例如，劳动力市场不受社会保障、工会、高工资税、或雇佣和解雇法规所限。工资和商品与劳务的价格能够在冲击面前作出快速的调整。香港灵活、高效的市场为捍卫港币联系汇率所伴随的痛苦提供了缓冲。

最后，金管局在以高度的专业水准处理货币和汇兑事物方面有着

公认的良好记录。除运用坚强的外汇储备的强大火力外，金管局还拥有一系列强有力的政策工具可供选用，这使得该局与其他被动的货币局相比，显得尤为突出。例如，1988 年引入的会计安排使金管局通过以下工具对同业市场的流动性水平实施有效的控制，（1）在同业市场上直接借贷港币；（2）进行港币和外币之间的买卖；（3）在公开市场操作中发行、出售或购买短期、中期外汇基金券；（4）在国库和外汇基金之间转移资金。同业流动性的变化反过来又影响同业利率，并最终影响港币的市场汇率。

金管局透过“流动性调整便利”（LAF）影响和稳定短期同业利率，流动性调整便利是一个贴现窗口，使银行得以透过与金管局签订的政府债券出售和回购协议，对其流动头寸进行迟一步的调整。金管局也使用利率目标使隔夜 HIBOR 稳定在由流动性调整便利的借贷利率所确定的范围内。金管局向银行体系注入流动性，以防止隔夜 HIBOR 超过流动性调整便利的贷款利率；而当隔夜 HIBOR 接近流动性调整便利的借款利率时，（金管局）又会收回过度的流动性。

港币联系汇率制度的运作

为了解港币联系汇率制度抵御投机性冲击的弹性，需要了解这一制度的特点。

1983 年 10 月引入的联系汇率使香港回到了在布雷顿森林时代流行的固定汇率制度。与泰国和该地区其他国家的联系汇率制度所不同的是，香港的联系汇率实际上是传统货币局制度的一种变异。

香港的货币局—外汇基金建立于 1935 年。自金管局于 1993 年成立以来，外汇基金由金管局负责运作和管理。

在这种汇率制度下，本币按相对于美元的固定汇率发行和回笼。尤其当 3 家发钞银行—汇丰、渣打和中行发行港币的现钞时，他们必须向外汇基金按 1 美元兑换 7.8 港币的汇率缴存美元，以换取无息债券（无息债券用作现钞发行的法定支持）。

由此，全部的现钞发行均完全由美元支持。3 家发钞银行可以按联系汇率将港币现钞兑换为美元，以套取市场汇率与联系汇率之间的汇差收益。其他银行可以按港币的面值向发钞银行购买现钞。（除此之外，）其他所有的外汇交易均按市场汇率进行。

在这种体制下，金管局无法控制区内的货币供应。流通中现钞的数量完全根据需求进行调整。如果投资者愿意将其港币兑换为美元，则港币的供给自动收缩，进而引发港币利率上升，直至对港币的供需实现平衡。因此，有时这种制度被称之为一种“自控器”。实际上，这种制度高度透明、有序且“自有规矩”。

数年来，货币工具和机构安排的发展进一步强化了香港的（汇率）制度。在作为货币局的主要职能保持不变的同时，金管局也能够履行传统中央银行的部分职能。这些职能包括：提供贴现便利、每日进行公开市场操作、管理外汇和黄金储备、对金融机构实施监管、扮演最终贷款人的角色。不过，金管局没有履行诸如发行货币、实施法定准备金要求、管理支付体系、成为政府的银行等央行职能。

批评家认为，金管局通过向传统货币局完全规范化的、自动的运作引入“随意”的政策因素，以扩展其职能的做法可能有损其信誉。许多市场参加者对金管局对政策工具，如短期利率的操纵表示忧虑。

我们相信，香港作为资本自由流动的重要国际金融中心的地位要求金管局扩展其货币政策工具，以维护利率和汇率的稳定、金融体系的健全和完整，以及金融基础设施的效率。不过，就联系汇率而言，金管局应避免扮演央行的角色。透明化和规范化的自动调整是货币局运作的重要因素。金管局通过运用部分政策工具以缓解市场波动尚可，但运用“随意”的政策可能使市场产生疑惑，同时阻碍货币局的运作。

近期展望

尽管我们相信港币联系汇率能够渡过目前的风暴，但亚洲传染的扩散，特别是韩国情况进一步恶化的可能，以及日本业已宣布的经济下滑，均意味着亚洲的情况仍然不稳定，而港币可能不得不在更长一个时期在不稳定中挣扎。

在持续的不稳定和再次对港币发起投机性冲击的风险中，金管局别无选择，只有维持同业市场的高利率水平。我们预计，在今后 6 个月中，3 个月 HIBOR 与美国利率的利差将在 400 个基本点左右。

高利率将不可避免地给香港经济带来很多痛苦，因为在银行部门和房地产公司在香港股市中占据主导地位的情况下，香港的经济对

利率的变动极为敏感。股市迅速恢复不大可能，股市的波动可能会一直持续到 1998 年初。

1997 年第 4 季度开始的流动性紧缩和股票、房地产市场的下跌，预计对个人消费和投资将产生不良的影响。考虑到上半年的强势，我们预计（香港）本年度总的经济增长率平均在 5%。假设区域性的金融动荡持续到 1998 年、港币维持联系汇率及中国大陆保持较高的经济增长（8.5%-9%），我们预测香港 1998 年实际 GDP 的增长率为 4%。

长期选择

虽然我们相信港币的联系汇率会挺过最近的冲击，同时在目前东南亚国家固定汇率制度纷纷瓦解的情况下，选择放弃联系汇率将是代价沉重的错误，但我们认为在目前的危机逐渐消退、市场恢复稳定后，需要重新审视现行的货币和汇率安排。在将来，除目前的联系汇率制度外，我们相信还有两种选择值得决策者特别关注。

保持状态不变？

目前的联系汇率制度自 1983 年以来被证明是维系经济稳定的一个有效的锚，尽管该制度必须承受反复出现的市场压力。只要基础因素—充足的外汇储备、持续审慎的财政、可持续的经常项目得以维持，港币的联系汇率抵御未来的冲击是不成问题的。

保持香港 1997 年 7 月 1 日回归之际及之后的信心与稳定的需要

是驱使香港选择联系汇率制度的主要因素。

自 14 年前选择这种制度以来，香港货币、信贷和利率一直由作为外生变量的美国联邦储备银行的货币政策所左右。由于香港和美国的经济周期不尽相同，香港的货币政策可能难以与区内经济周期性稳定的需要相配合。

如果大陆保持较高的经济增长，同时经济进入过热和高通胀的时期，通过两地之间紧密的经济联系，香港的经济增长和通货膨胀会更高。而美国的经济增长可能放慢或进入衰退，同时美联储将维持低利率。因为货币局制度将货币政策（的决策权）让给了美国，尽管香港有着比美国高得多的通胀率，香港的利率水平也会较低。虽然区内经济过热，这样的低利率也会为资产泡沫的形成创造良好的环境。

因为香港与美国经济之间在经济发展趋势和周期方面的差距会进一步扩大，对永久性地维持港币按照固定汇率盯住美元的制度的必要性自然会产生严肃的疑问，特别是考虑到香港经济在过去十年中发生的结构性变化和香港与中国大陆经济活动之间逐渐增强的关联性。

可能转向浮动汇率？

香港的货币局—外汇基金首建于 1935 年，自 1972 年以来一直在运行。当时，随着布雷顿森林货币体系的崩溃，香港顺应潮流，转

向了浮动汇率机制。然而，9 年浮动汇率的经历难尽人意。在此期间，港币急剧贬值，信贷、货币迅速扩张，通货膨胀居高不下。

对香港实行浮动汇率时期不那么美好的记忆，成为香港官方排斥转向浮动汇率的部分原因。

尽管目前的联系汇率（货币局）安排有着很多优点，其存在的缺陷也使得彻底反思或将来最终退出这种（汇率）制度持之有据。

如果退出联系汇率，香港特别行政区当局会接受吗？在区内经济保持强健、市场环境保持稳定的时候，这是最好的选择吗？一般公众也会形成共识，即：联系汇率尽管一直很成功，但可能到了寿终正寝的时候。

我们注意到，新加坡和马来西亚在 70 年代早期均成功地退出了货币局。只要退出联系汇率是在强势上进行，同时又有公众对未来经济信心的支持，退出就可以妥善地实施，而不会对经济实际部门和金融市场产生负面影响。

与大陆实现货币统一？

1983 年重新引入货币局是因来自中英就香港殖民地地位进行谈判的冲击而起。然而，今年 7 月香港主权顺利回归中国，及公众对香港特别行政区未来和中国大陆不断增长的信心表明，起初选择货币和汇率安排的潜在因素已不复存在。作为一种过渡性安排，联系汇率在香港发挥了很好的作用。但是，永久性地维持盯住美元的联

系汇率制度将承受高昂的代价。

香港与大陆之间稳定的汇率会更好地服务于两地之间强大的贸易和投资联系。而今，香港的经济周期更多地为大陆经济、而非美国经济所推动。为更好地抵御外部冲击，香港似乎需要一种与中元(人民币)、而非美元联系更紧密的货币。实际上，大陆与香港经济不断加深的一体化表明(两地)使用单一货币的巨大潜在利益。

大陆自 1994 年 1 月引入管理浮动下的单一汇率以来，业已建立起汇率稳定的良好记录。中国成功地控制了通货膨胀，实现了良好的国际收支平衡，吸引了巨额的资本流入，同时积累了大量的外汇储备，预计截至 1997 年底外汇储备将达到 1460 亿美元，1998 年将升至 1780 亿美元。市场力量和经济基础因素已经推动了中元的强势。我们预计中元到 1998 年年中将升值到 1 美元兑 7.8 中元，从而与港币与美元的汇率平价相一致。

为实现大陆与香港特别行政区之间统一货币的目标，除了港币与中元目前汇率的并轨趋势外，还要求经济组织和经济政策间实现更好的接轨。中国大陆应完善金融监管，进一步发展资本市场，逐步取消资本和汇兑管制，同时实现中元如港币一样的完全可兑换。中国人民银行应完善其制定货币政策的能力，提高透明度和信誉。中央政府也必须实施健全的财政政策。从这个意义上讲，大陆业已宣布的到 2000 年实现预算平衡的目标是大有裨益的。(大陆)树立如香港所享有的严格预算约束的声誉，将有助于消除对中央政府通过印钞票的方式弥补财政赤字的担心，从而保证(两地)统一货币的稳定和强势。

强势。

虽然我们相信实现(两地)货币统一在经济方面的理由是充分的，但这个问题在政治方面的敏感性却不容忽视。中英 1984 年的联合声明和香港特别行政区基本法都保证，除外交和国防这两个领域外，香港特别行政区自 1997 年 7 月 1 日起将保持 50 年的自治。在货币和汇率安排方面，有关法律作出了如下规定：

—香港特别行政区在货币、财政、管理和监督政策方面享有独立性；

—港币继续成为法定货币，可自由兑换，同时由完全的外汇支持；

—不施加任何汇兑限制；

—资本可在香港特别行政区区内自由流动，可自由进出特别行政区；

—为管理港币的汇兑价值，香港特别行政区政府负责管理和控制外汇基金。

上述法律规定表明，港币联系汇率的任何改变，包括港币与中元的并轨均应由香港特别行政区当局自由提议和决定。北京中央政府应避免对这一事物进行干涉，同时应保证香港特别行政区在货币和汇兑事物方面的自主权不受侵害。不过，考虑到(两地)重要利益的相关性，香港特别行政区与中央政府之间加强磋商与合作、以寻找最佳汇率安排的需要又是明显存在的。

佳汇率安排的需要又是明显存在的。

建议

亚洲的金融风暴尚未结束，市场依旧扑朔迷离。因此，对港币的压力可能还会持续。在短期，中央政府应避免对取消联系汇率或调整汇率平价作出公开的建议。

在未来，我们认为在前述 3 种长期选择中，两阶段战略的效果最好。在中期(3—5 年?)，香港将继续维持目前将港币按固定汇率平价与美元挂钩的货币局；在长期，即到大陆经济满足了一系列接轨的条件时，包括健全的金融部门、值得信赖的货币政策、低通胀、平衡的预算和透明化的监管，转向单一货币，即自由兑换的中元，将更符合香港的利益。

通信地址:

北京 清华大学
中国经济研究中心
电话: 86-10-62789695 传真: 86-10-62789697
邮编: 100084
网址: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>
E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn

Adress:

**National Center for Economic Research
Tsinghua University
Beijing 100084
China
Tel: 86-10-62789695 Fax: 86-10-62789697
Web site: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>
E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn**