

香港特區政府公務員培訓處
專題研討會

內地及香港的匯率制度 與經濟發展

• 曾澍基

• 浸會大學經濟系教授

• www.hkbu.edu.hk/~sktsang

• 2003年12月5日

大綱

- 一、 引言:熱門課題(人民幣升值/浮動?港元脫鉤?)的歷史背景
- 二、 內地外匯制度改革的歷程以及對經濟發展的作用
- 三、 香港聯繫匯率二十年(1983-2003)

大綱

- 四、內地外匯制度是否需要改變？內外的政治經濟學考慮
- 五、聯繫匯率歷史任務終結？香港經濟往何處去？
- 六、人民幣匯率制度變化對香港的可能影響

大綱

- 七、 一國兩制與一國兩幣
- 八、 結語：未來的貨幣統一？

一、歷史背景：人民幣

- 人民幣升值的壓力：主要來自美國，其次是部份歐洲國家。
- 整體來說，中國大陸的貿易順差根本不算大，而且不久可能變成逆差。
- 美國進入競選年，政治因素發揮作用，製造業針對中國的廉價貨品。
- 美國的對外逆差及淨負債不斷擴大，矛頭因而指向中國。

一、歷史背景：港元

- 港元自1983年10月實施聯繫匯率制，與美元掛鈎(HK\$7.80/US\$)。
- 1997後經濟泡沫爆破，繼而金融危機，聯匯制受到壓力。
- 1998年9月金管局推出「七項技術措施」(seven technical measures)，強化聯匯，惟通縮持續。
- SARS之後，香港經濟在CEPA及其他內地措施下反彈，港元匯率出現強勢偏離。
- 聯匯是否應該解除？港元脫鈎？

一、歷史背景：中港金融聯繫？

- 大陸改革前通過香港賺外匯，改革後集資。
- 港元在南中國流通，人民幣近年亦在港流通。
- 香港明年開辦人民幣業務。進一步會否建立人民幣離岸中心(offshore centre)？
- 港元改與人民幣掛鉤？貨幣統一？

二、內地外匯制度

- 外匯管制(foreign exchange controls)與匯率制度(exchange rate regime)
- 外匯管制:
 - 1980年開始自由化
 - 先經常項目(current account)，後資本項目(capital account)自由化
 - 1980年代貿易(出入口權)逐漸開放、採用外匯留成 (forex quota retention)制度、設立外匯調劑中心(swap centres)

二、內地外匯制度

- 外匯管制
 - 1994年大改革
 - 1996年底：達致經常項目可兌換(current account convertibility)
 - 2001年加入世貿組織(WTO)
 - 何時達致資本項目(capital account)可兌換？
2008年慶祝奧運會？(留意悉尼的「奧運效應」是澳元匯價下跌！)
 - 離岸中心(offshore centre)作為過渡安排？

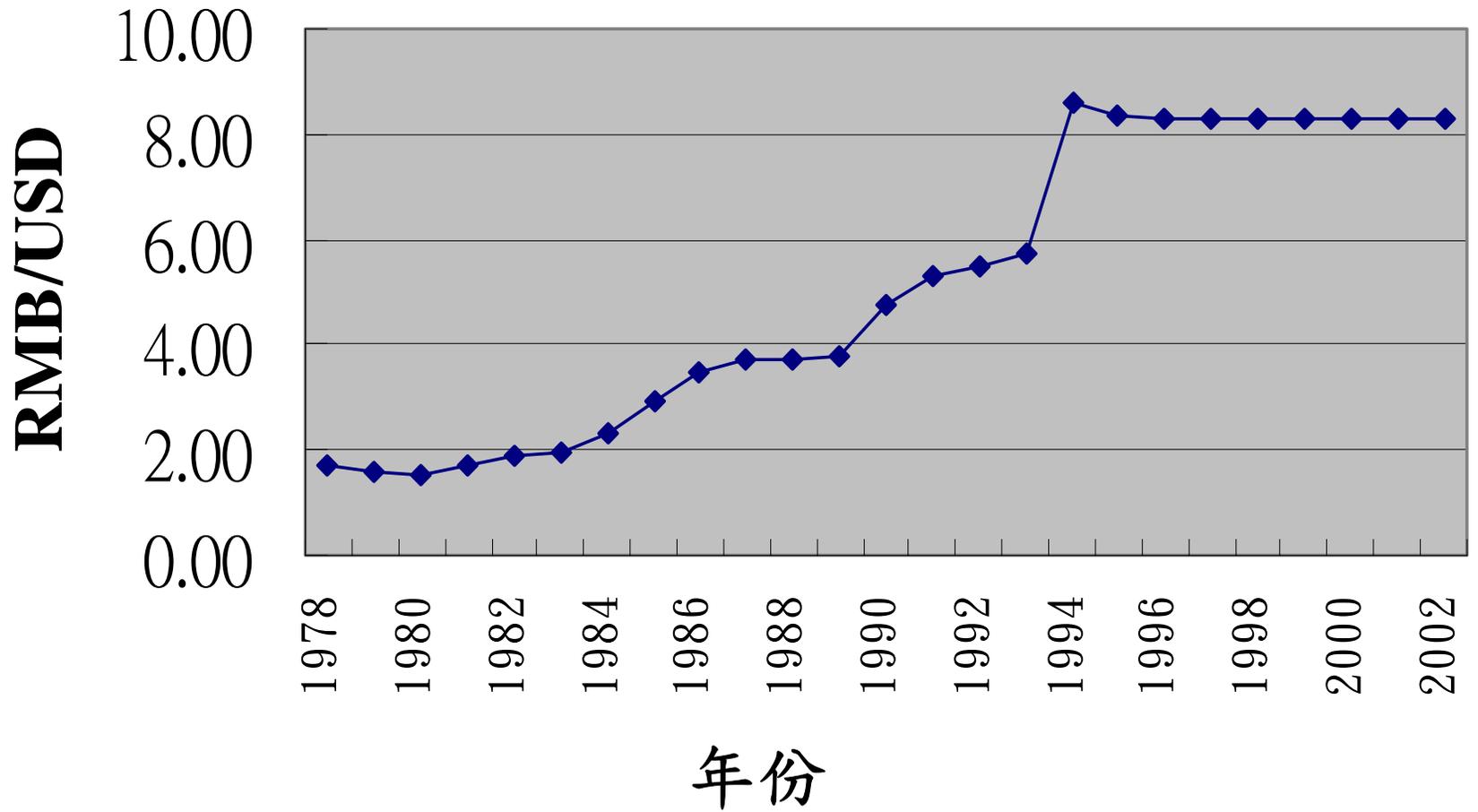
二、內地外匯制度

- 匯率制度
 - 1981-1984：實行官方匯率(RMB1.50/USD)與內部結算價(internal settlement rate: RMB2.80/USD)的雙軌制(dual exchange rate system)
 - 1985-1987：匯率統一，間歇地貶值
 - 1988年外匯調劑中心經試點後全國推行：再行雙軌制

二、內地外匯制度

- 匯率制度
 - 1991年開始「有管理浮動匯率制」(managed float)，「微調」代替大幅貶值
 - 1994年大改革：(1)統一匯率；(2)成立銀行間外匯市場(interbank forex market)；(3)取消外匯留成、推行結匯制、但取消外貿的外匯配給(rationing)
 - 1994至現時：人民幣匯率在RMB8.20-8.30/USD 之間，跟美元軟掛鉤(soft peg)

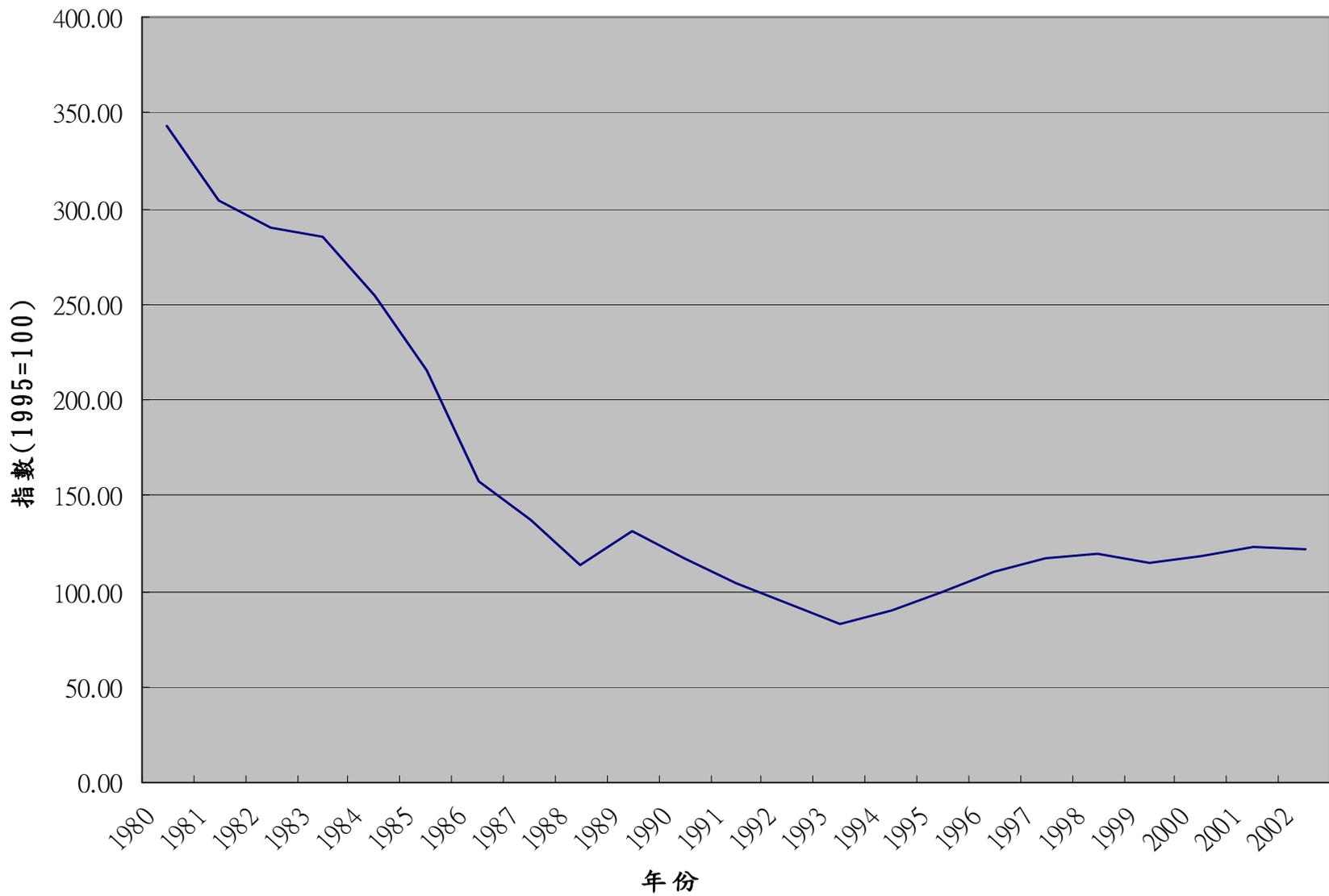
人民幣兌美元年均匯率



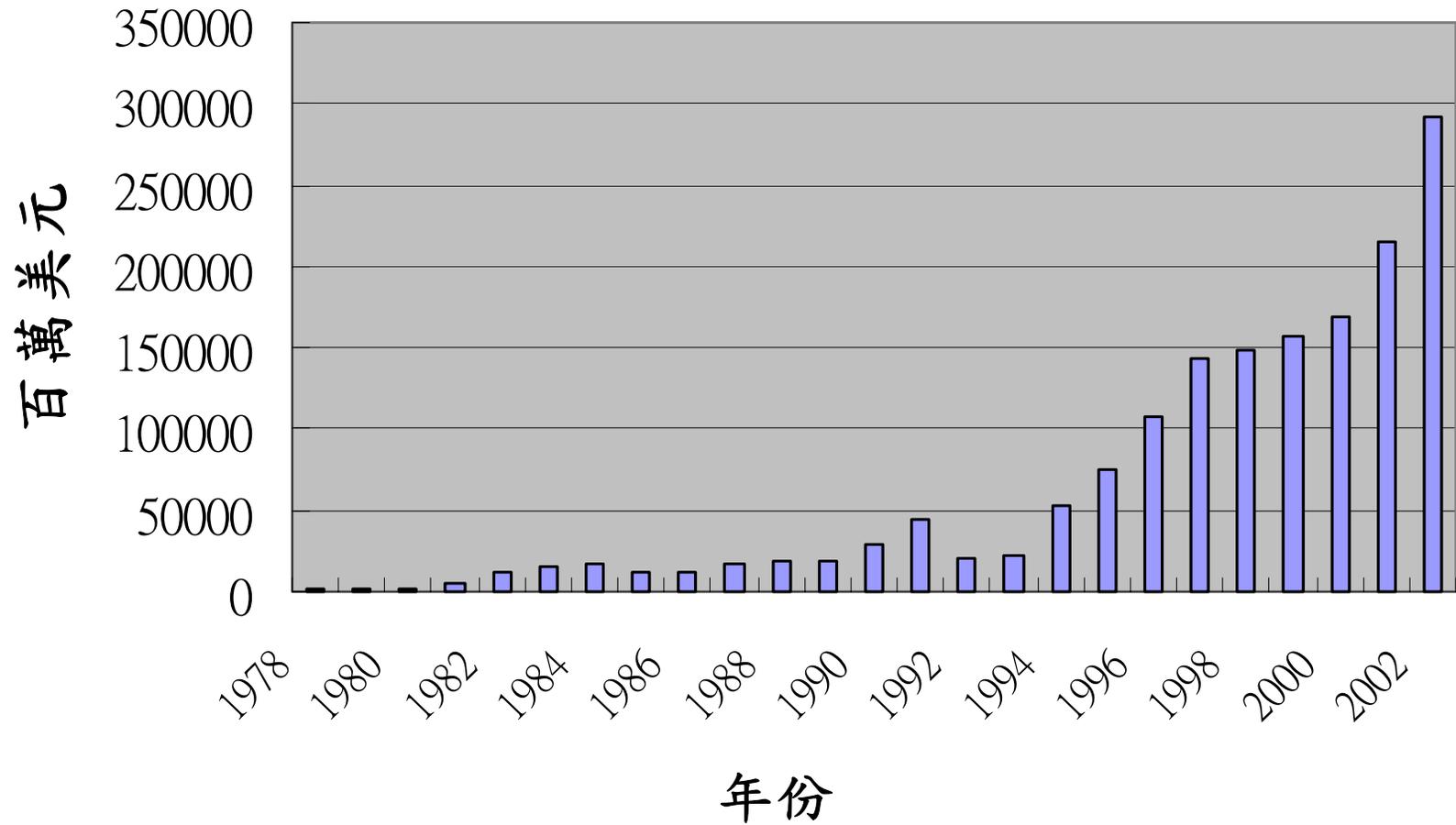
二、內地外匯制度

- 人民幣匯率改革之前高估，改革後大幅向低調整，有利出口及吸引外資。
- 1994年至今的軟掛鉤則方便外資的穩定流入，以及金融市場(中國最弱的一環)的發展。
- 1997-98東亞金融風暴時，人民幣沒有跟隨其他貨幣貶值，替國際金融穩定作出貢獻。自1994年人民幣按實質匯率指數升值了40%。
- 中國外匯儲備全球第二大，其實不算太多，而且大部份投資為美元資產——左手入右手出的問題。

人民幣實質匯率指數



中國之外匯儲備



三、香港聯繫匯率二十年

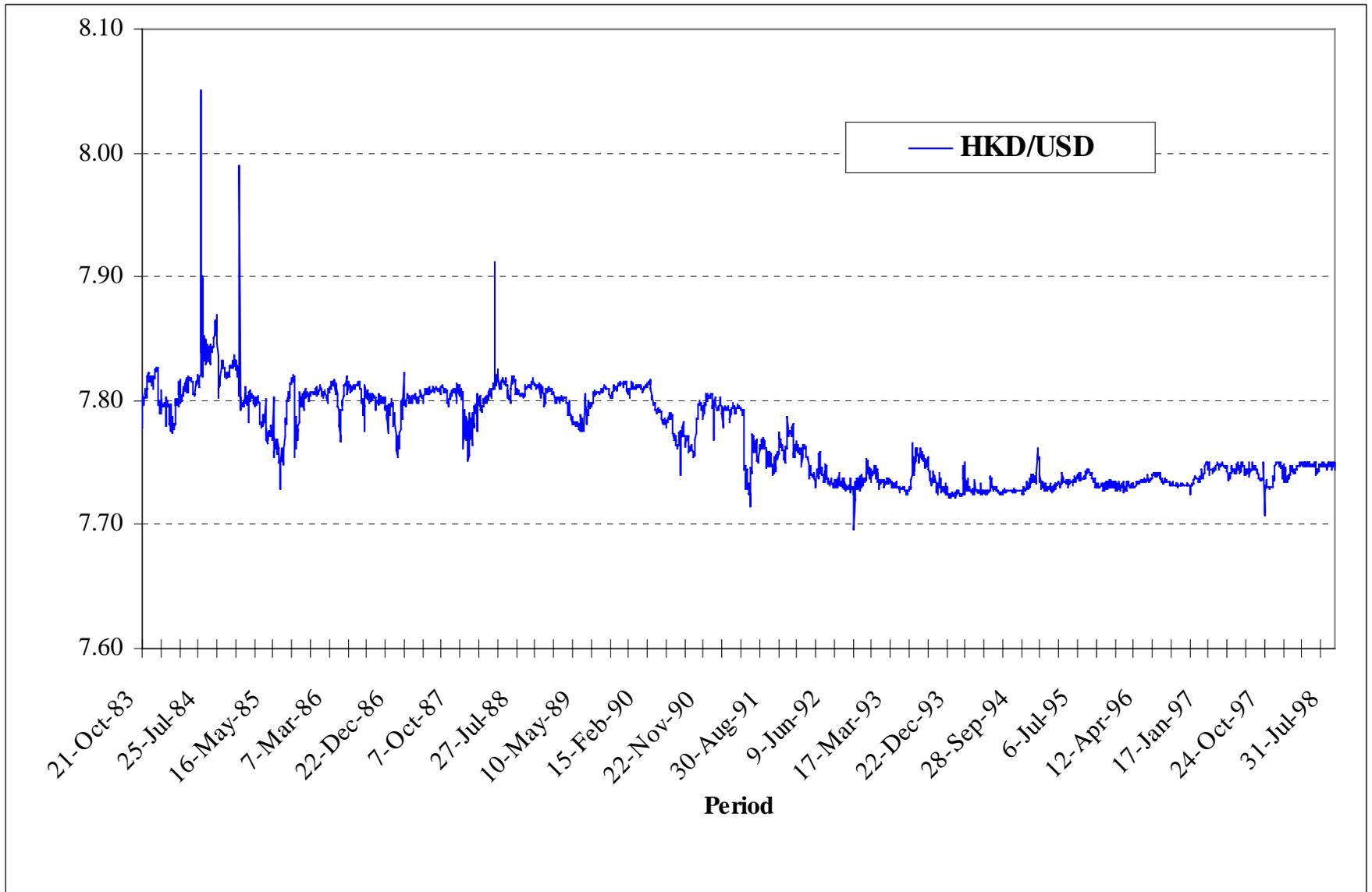
- 固定匯率的方法
- (一)政府調控 (government control)
 - (甲)外匯管制:(foreign exchange controls) 例如，中國和馬來西亞；
 - (乙)央行干預外匯市場 (market intervention) ，例如， 1992 年的英國，現時的日本。
- (二)利用市場的套戥(arbitrage)力量
 - (甲) 黃金本位制 (gold standard)
 - (乙) 貨幣局制度 (currency board system)

三、香港聯繫匯率二十年

- 要固定一種貨幣的匯率，不靠政府干預，就須倚賴市場力量。黃金本位制及貨幣局制度屬於後者。最早的貨幣局，於一八四九年在毛里裘斯設立。其後，有七十個左右的地區採用同類制度，而且不少是英國的殖民地（例如一九三五年至七二年間，香港的固定匯率制度便是一種「貨幣局」安排）。
- 二次世界大戰之後，殖民地紛紛獨立，貨幣局不再屬時尚。七十年代開始，浮動匯率制更成爲新趨向。不過，貨幣局後來有復興的跡象。

三、香港聯繫匯率二十年

- 香港於八三年再用它來挽救港元，而阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛也分別在九一、九二及九四年採納此一制度。實際上，香港的聯匯制是連傳統的貨幣局的要求也未能達到的；因此，港元的市場匯價，自八三年十月至九八年金融危機，從未真正貼住七點八的官訂水平，平均偏離幅度約為 1 %。



三、香港聯繫匯率二十年

- 貨幣局之能固定匯率，除了足夠的發鈔儲備，令人產生信心之外，理論上還通過兩個機制：（一）「硬幣流動」（specie flow）；及（二）「現金套戥」（cash arbitrage）。
- 對作為貨幣局制度變種的港元聯匯而言，兩個機制在 1983 年到 1998 年似乎都不起效，匯率穩定要靠政府干預銀根、利率甚至匯市來維持，故此有改善的需要。

三、香港聯繫匯率二十年

- 原因並不難找。首先，香港並沒有真正的貨幣局，發鈔由三家商業銀行（滙豐、渣打、中銀）來進行。它們發鈔時亦須按七點八的匯率向港府的外匯基金提交準備金，這跟貨幣局的原則是相符的。但是，其他的銀行、金融機構，以至一般的存款者，當時並無任何直接途徑，與外匯基金進行套戩活動。
- 而且，香港作為國際金融中心，與傳統殖民地不同，現鈔佔貨幣供應太少，套戩難以進行。
- 1997-98發生東亞金融風暴，港元受到投機性衝擊，利率高企，經濟陷入衰退。

三、香港聯繫匯率二十年

- 當時，我提議香港應該採用阿根廷(Argentina)、愛沙尼亞(Estonia)及立陶宛(Lithuania)的AEL模式，亦即可兌換儲備制度（convertible reserves system）。當中央銀行保證銀行存於它戶口的任何儲備，都可按照固定匯率自由兌換的時候，銀行之間的套戥便變成「無鈔化」，「電子化」，就像程式買賣（programmed trading）一般，交易費用減到最低，套戥效率提至最高。現匯匯率（spot exchange rate）將會鐵板一塊。事實上，阿、愛、立三國的情況就是如此。

三、香港聯繫匯率二十年

- 現匯鎖定不等如所有經濟問題解決，但起碼建立一定信心，減低惡性循環(vicious circle) 與下降螺旋(downward spiral)出現的可能性。
- 香港1996年底已建立了「即時支付結算」(RTGS---Real Time Gross Settlement) 系統，金融管理局直接可與每一家銀行交易，要進一步推行銀行儲備制度，亦沒有太大的技術困難。
- 特區政府於九八年四月發表了有關九七年十月金融風暴的檢討報告，並未有採納 AEL的現代化貨幣局模式，以及其他學者所提的建議。

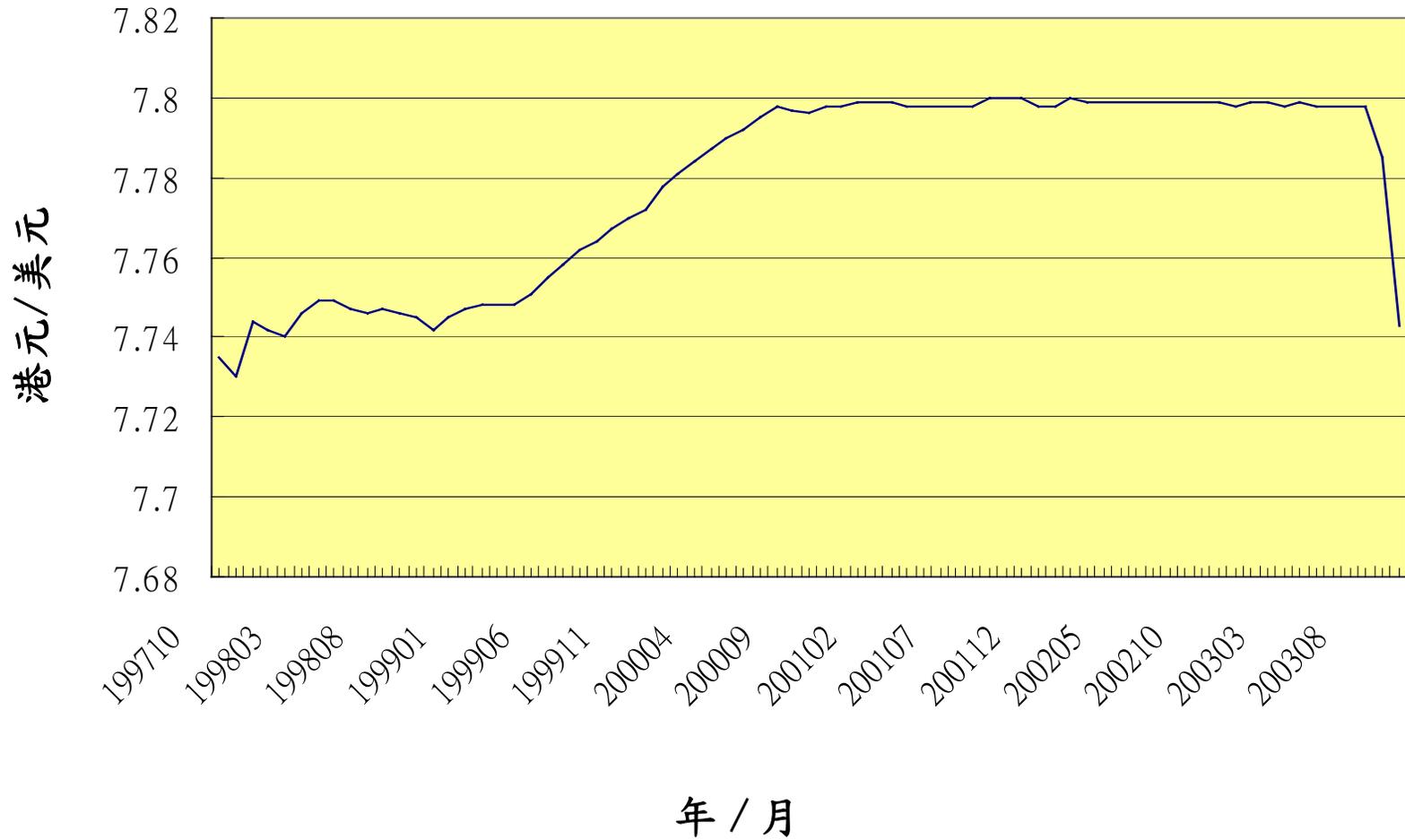
三、香港聯繫匯率二十年

- 在1998年8月被迫進入股市干預後，終於在1998年9月7日推出「七項技術措施」；內容主要有兩方面：(1)港元兌美元的單向兌換保證 (one-way convertibility undertaking)；(2)貼現窗 (discount window)。金管局沒有設立存款儲備制，兌換保證亦只屬單向而非雙向；算是部份地採用了AEL模式。

三、香港聯繫匯率二十年

- 其後亦有所謂「500天方案」，把單向兌換保證7.75每天1點子(pip)地提高至7.80，以及其他改進貨幣局細節安排和提高其透明度的種種做法。
- 自此，港元市場匯率貼近7.80。最近，因為幾種因素，卻有強化的現象。對上一次港元的類似強勢，是在1987-88年有投機者炒賣港元升值之時。

港元兌美元每月平均市場匯價



三、香港聯繫匯率二十年

- 第一個因素是 G7 會議之後，人民幣升值之說熱起來，持港元淡倉者見勢不對，進行封盆，卻同時被另些投資者及投機者「挾倉」。
- 第二個因素是進入香港的資金的確是增多了。因為SARS 之後的經濟反彈、CEPA、自由行以至「投資移民計劃」等，投資者對特區的前景變得樂觀，大量資金流入。

三、香港聯繫匯率二十年

- 這次港元偏強，最多離7.80只約 1 %。2002年香港的經常項目順差(current account surplus)，達本地生產總值(GDP)的11 %。匯率升值的幅度非常有限，而美元兌其他貨幣的匯率又顯著下跌，所以不會影響香港經濟的外貿平衡及競爭力。資金流入會否持續，亦是一個問題。未來要担心的，是升值還是貶值壓力？
- 雙向兌換保證 (two-way convertibility undertaking) 牽涉一定的技術問題，特別是銀行間流動資金管理機制。除非港元強勢投機影响及聯匯的可信性 (credibility)，它暫時未有必要。

四、內地外匯制度是否需要改變？

- 內地外匯制度改革方向明顯：(1)資本項目可兌換以至人民幣完全自由兌換；(2)匯率的決定由行政轉向市場供求或宏觀政策。
- 問題是改革速度、次序與套配措施。
- 速度不是越快越好(下兩表採自我與其他學者和作者合著的一篇文章“The Full Convertibility of Renminbi: Sequencing and Influence”, HKIMR Working Paper No.9/2002, Hong Kong Institute for Monetary Research, April 2002)。

Table 1: Currency's Convertibility in Developed Industrial Countries
(in order of the time when establishing capital account convertibility)

Countries	Time when Establishing Current Account Convertibility	Time when Establishing Capital Account Convertibility	Length of the Interval between Current Account Convertibility and Capital Account Convertibility (years)
USA	1946	1973	27
Germany	1961	1975	14
Great Britain	1961	1979	18
Switzerland	1992	1980	- 12
Japan	1964	1980	16
Australia	1965	1983	18
New Zealand	1982	1984	2
Netherlands	1961	1986	25
Denmark	1967	1988	21
France	1961	1989	28
Sweden	1961	1989	28
Austria	1962	1990	28
Italy	1961	1990	29
Belgium	1961	1990	29
Luxembourg	1961	1990	29
Norway	1967	1990	23
Ireland	1961	1990	29
Finland	1979	1990	11
Spain	1986	1993	7
Portugal	1988	1993	5
Greece	1992	1994	2
Iceland	1983	1995	12

Sources: Time when establishing current account convertibility (IMF1994b); Time when establishing capital account convertibility, Quirk (1994a,b).

Table 2: Currency's Convertibility in Developed Industrial Countries

(in order of the interval time between current account and capital account convertibility)

Countries	Length of the Interval between Current Account Convertibility and Capital Account Convertibility (years)
Italy	29
Belgium	29
Luxembourg	29
Ireland	29
France	28
Sweden	28
Austria	28
USA	27
Netherlands	25
Norway	23
Denmark	21
Great Britain	18
Australia	18
Japan	16
Germany	14
Iceland	12
Finland	11
Spain	7
Portugal	5
New Zealand	2
Greece	2
Switzerland	- 12

Source: see Table 1.

四、內地外匯制度是否需要改變？

- 內地經濟的兩大問題：(1)就業；(2)金融改革與發展。要解決它們，匯率不應有太大波動(特別是升值)。
- 就業：農民大量轉移；中國要變成世界工廠，須保將競爭力。
- 金融改革與發展：
 - 銀行壞帳與資金外流；
 - 証券(股票及債券)市場的發展。

四、內地外匯制度是否需要改變？

- 與美國的矛盾受政治因素影響。
- 純經濟來看，人民幣升值弊多於利。
- 中國的經常項目順差(current account surplus)佔生產總值的比率2001年為1.5%，去年為2.9%；都不算大。
- 中國對美國有貿易順差，但近幾年對其他大部份貿易伙伴都出現逆差(中國對美國以外的全球根本就有逆差)；而2002年美國對中國的逆差只佔它總體逆差的22%，這點是總統首席經濟顧問N. Gregory Mankiw也承認的。

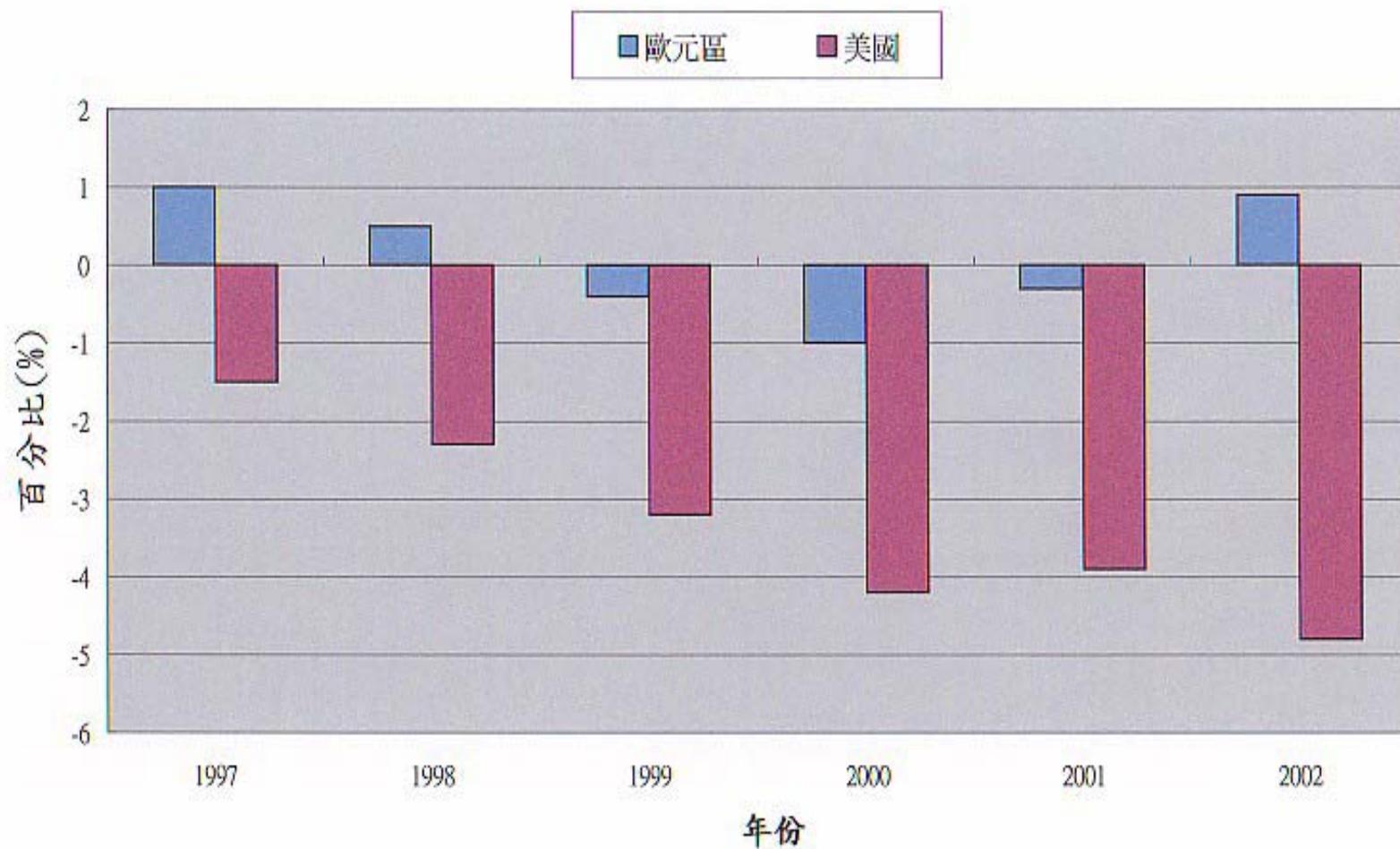
四、內地外匯制度是否需要改變？

- 更且，以最近趨勢來看，中國對外貿易不久將可能出現整體逆差。
- 美國經濟的外在不平衡主要並非由中國造成。它源於美國1990年代的擴張性宏觀政策以及新經濟泡沫的爆破。
- 另一深層因素，是以美元為主導的國際金融制度在美元本位制(The Dollar Standard)於1970年初崩潰後，缺乏紀律，致令美國可以長期依靠外來資金。

四、內地外匯制度是否需要改變？

- 實際上，美國對外經濟愈趨失衡，經常項目逆差惡化，2002年等如GDP的4.8%，是個歷史紀錄。
- 美國20世紀80年代由全球的債主變為欠債者，國際負資產(負債)不斷膨脹，現時乃世界上最大的欠債國。若不改善，這將危及美元的地位。從這角度來看，現實是美元的弱勢，多於歐元、日元、澳紐加元、以至黃金的強勢。
- 換言之，人民幣升值雖然缺乏經濟理據，但政治壓力看來不容易消失。

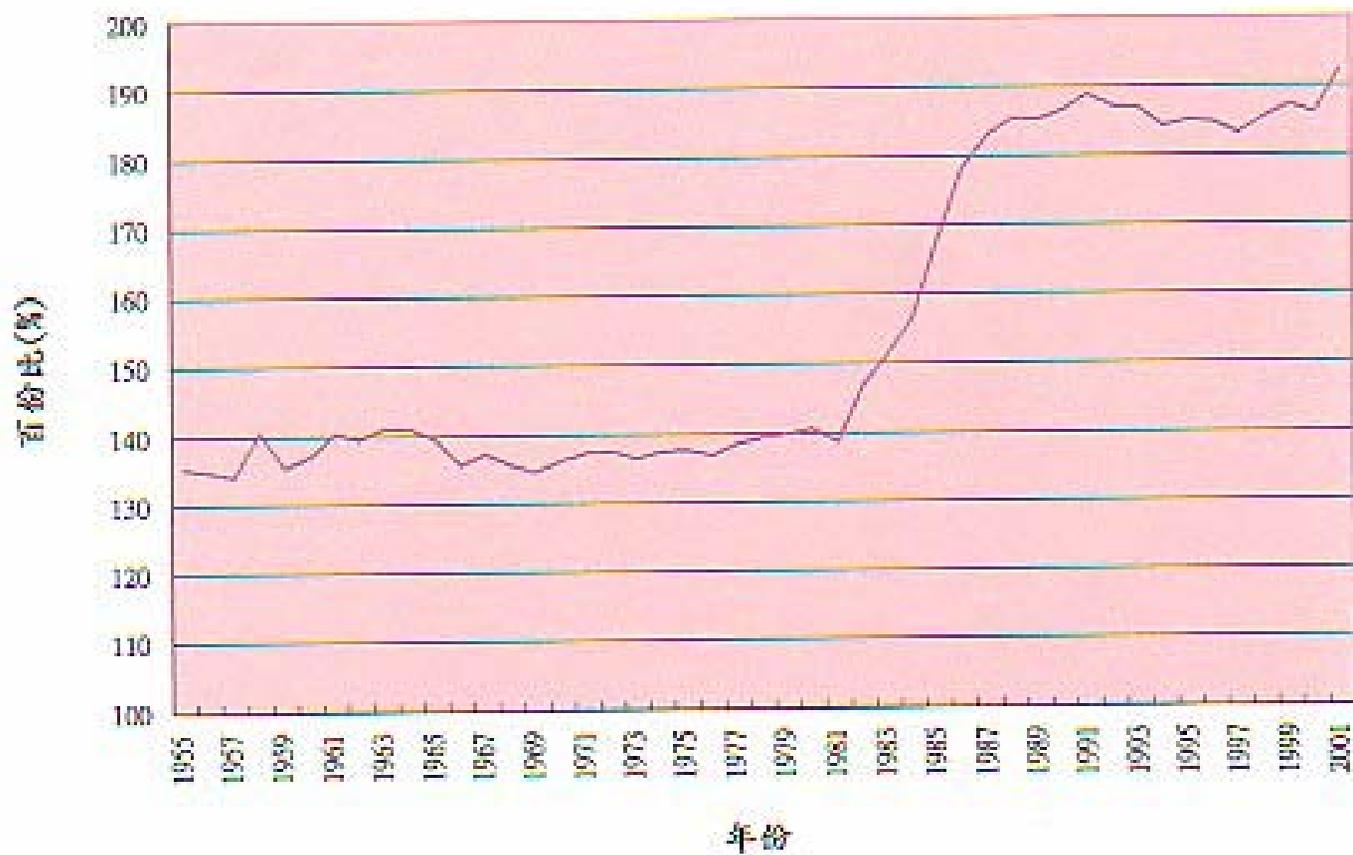
歐元區與美國：經常項目/GDP的比率



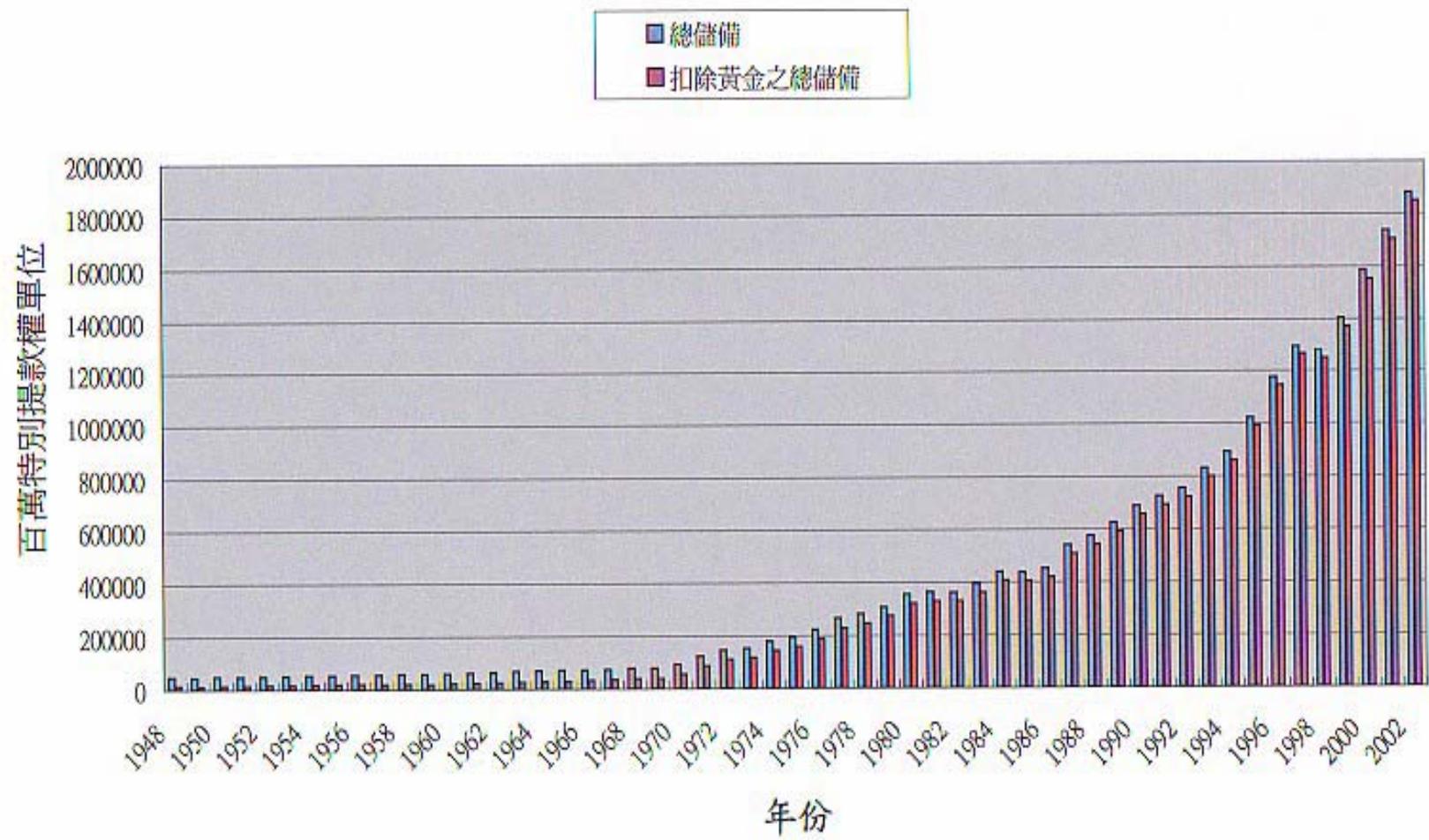
外部經濟不平衡：美歐日

	經常項目 /GDP%		國際淨資產 /GDP%
	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2001</u>
美國	-3.9	-4.8	-22.9
歐元區	-0.3	+0.9	-2.2
日本	+2.1	+2.8	+32.8

美國債務對GDP的比率:1955-2001



全球之國際儲備：1948-2002



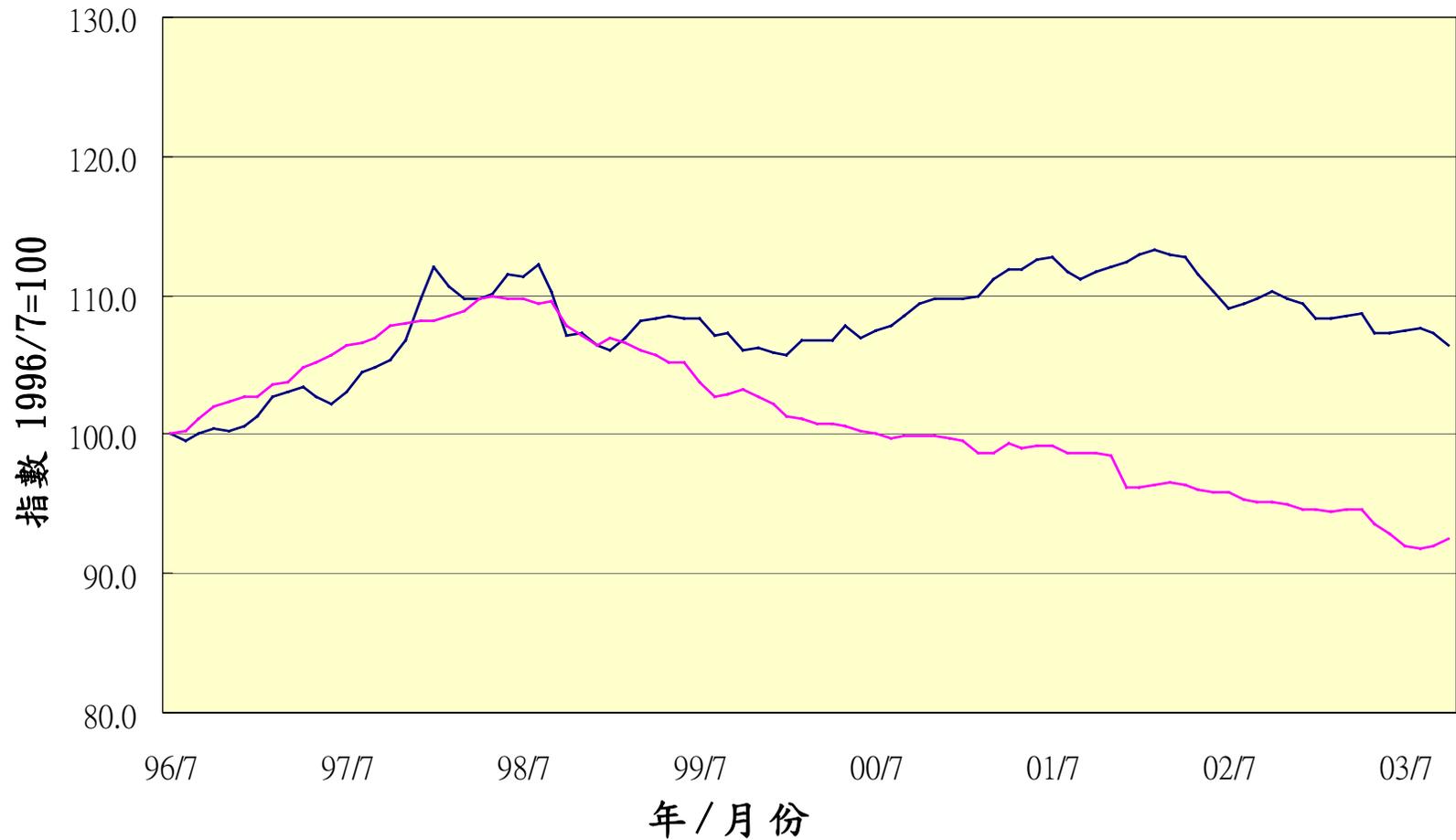
五、聯匯與特區經濟何去何從？

- 雖然港匯最近顯現強勢，贊成港元升值的聲音似乎聽不到。在香港目前結構性經濟問題下的匯率制度及政策選擇有三：(1)改變匯率——貶值、(2)放棄聯匯——浮動、(3)維持現狀。
- 選擇(1)改變匯率——特別是貶值——會嚴重削弱貨幣局制度的可信性，歷史上鮮有成功例子（阿根廷於放棄貨幣局制度之前也沒有認真考慮，其後6星期的貶值只是過渡措施），因為利率的風險溢價(risk premium)可能長期高企，影响經濟增長。

五、聯匯與特區經濟何去何從？

- 對香港作為面對結構性轉型問題的小型開放經濟，選擇 (2) 浮動的淨得益不會大，但風險則頗高。
- (3) 現狀是次優 (second best) 選擇、亦屬困難環境中「別無他法」的選擇。香港自1998年中進入通縮，累計消費價格已下跌了16%，而港元又隨美元顯著下降，未來美元匯價大多看淡，港元可隨之再實質貶值，不必冒險改動 7.80 聯匯。(從下圖所看出，港元的實質匯率(real exchange rate)，在1998年到頂，到目前已下降超過 20%。)

港匯指數與綜合消費物價指數



五、聯匯與特區經濟何去何從？

- 香港經濟面對的難題不單屬周期性(cyclical)，還屬結構性(structural)。九七前的泡沫經濟以及過渡綜合症(transition syndrome)，嚴重地削弱了香港經濟的基礎及實力。泡沫爆破的後遺症還在困擾我們。大陸城市經濟的冒起，使香港遇到了新的挑戰。香港經濟應如何定位？成了懸而未決的難題。

五、聯匯與特區經濟何去何從？

- 長遠而言，香港可以進升為「亞洲的瑞士」---高質要素(high-quality factors of production)羣聚的中心(cluster)，甚至更佳，因為香港的地緣經濟潛質更高；或者滑落為「亞洲的西班牙」(相對地低質要素沉澱之地)。歐洲的瑞士長期匯價與物價高昂，卻無礙其優越地位。歐洲的西班牙匯價和物價低廉，卻爬不上發達經濟的行列
- 香港從這些事實應該有所領悟。

六、內地外匯制度變化 對香港的可能影響

- 從上述的分析，我認為在可見將來，聯匯不會改變，人民幣匯率制度也不會有大變動。
- 人民幣將漸進式地趨向自由兌換，波幅可能擴闊；或者改與一籃子(basket)貨幣掛鉤，以避開美國的直接政治壓力。
- 但國際慣例是一籃子貨幣的加權公式並不公開，例如新加坡。而且，籃子所反映的有效匯率指數(effective exchange rate index)，不會代表人民幣的顯著升值。

六、內地外匯制度變化 對香港的可能影響

- 總言之，人民幣匯率制度的變化，將不會對香港經濟造成重大影响。
- 香港銀行可開辦人民幣存款業務，是內地資本項目循序漸進地開放的一步。
- 人民幣離岸中心，是未來的可能發展；亦屬重要(但理論上非必要)的一步。就算建立，應先由香港還是上海來搞？

六、內地外匯制度變化 對香港的可能影響

- 香港具備了經濟與金融的基礎設施 (economic and financial infrastructure)，但政治基礎設施(political infrastructure)呢？
- 大陸有意見認為從審慎考慮着想，應首先建立內地人民幣離岸金融中心，以方便管理；例如 2003年10月29日《國際金融報》，“人民幣離岸中心：上海先行”。

七、一國兩制與一國兩幣

- 理論上，香港特別行政區實行一國兩制與一國兩幣。
- 就國際比較而言，在一國兩制構思以及《基本法》所規範下的香港特區經濟體系，應享有的自主性不單高於發達國家的一般城市，而且甚至高於歐元區(eurozone)的任何一個成員國。
- 歐元區用的是單一貨幣：歐羅；貨幣政策由歐洲中央銀行集中控制；財政政策和社會政策亦受馬城條約和其他的各種指標與基準的制約，而要趨同。

七、一國兩制與一國兩幣

- 《基本法》第五章有關經濟部份，給予作為特區的香港高度的自主性。例如第一百零六條規定香港保持財政獨立，收入不上繳中央，中央不會在特區徵稅；第一百零八條允許香港實行獨立的稅收制度；第一百一十條指定香港自行制定貨幣金融政策；第一百一十一條規定港元作為特區貨幣，繼續流通；第一百一十三條容許特區自行管理和支配外匯基金；第一百一十六條指明香港為單獨的關稅地區。這種種權利及自主，都是國內任何一個省、市、和自治區所沒有的。

七、一國兩制與一國兩幣

- 就金融而言，香港與內地的運作框架是一國兩制、一國兩幣、兩種金融制度，以及兩個互不從屬的金融管理機構(金管局與人民銀行各自獨立)。
- 港元是特區法定貨幣(legal tender)，其他貨幣可以在港流通，作為交易媒介 (medium of exchange)，包括美元、人民幣。
- 人民幣是內地法定貨幣和唯一流通貨幣。

八、結語：未來的貨幣統一？

- 內地與特區的經濟連繫不斷加強，甚至一體化？
- 未來有否需要貨幣統一？
- 貨幣統一與經濟統一：那一樣為先？
- 兩種可能模式：
 - (1) 貨幣統一帶動經濟統一：歐元區 (euorzone)；
 - (2) 經濟統一帶動貨幣統一：英國(英格蘭、蘇格蘭、愛爾蘭)。

八、結語：未來的貨幣統一？

- 內地與特區應該跟隨那一種模式？
- 前提當然是人民幣已成爲自由兌換貨幣，或國際接受的硬貨幣。
- 貨幣統一的好處：(1)減低交易成本；(2)消除外匯風險。
- 現時，港元硬掛鈎，人民幣軟掛鈎，兩方面都並非很大的難題。
- 貨幣統一通常是由「良幣」替代「劣幣」(相對而言！)：例如歐元以德國馬克爲核心；德國統一時西德馬克替代東德馬克。

八、結語：未來的貨幣統一？

- 相對港元，人民幣何時成爲「良幣」？
- 未來有四種選擇：
- (1)現狀
- (2)港元改與人民幣掛鉤
- (3)中國發行新貨幣，人民幣、港元、新台幣、澳幣與它掛鉤
- (4)各個貨幣統一於人民幣/新貨幣。

八、結語：未來的貨幣統一？

- 貨幣統一的基礎：最優貨幣區(optimum currency area)理論——歐元之父Robert Mundell。
- 一般條件是經濟的名義趨同(nominal convergence)與實質趨同(real convergence)。前一現象主要是指價格、工資、利率水平的平均化；後一現象則關乎資源流動(factor mobility)。
- 最難的是勞動力的自由流動。
- 以這些標準，從近況及可見發展來看，我的意見是毋須改變現狀：即維持選擇(1)。

八、結語：未來的貨幣統一？

- 請參考我的兩篇文章：“Optimum Currency Area for Mainland China and Hong Kong? Empirical Tests”, HKIMR Working Paper No.16/2002, Hong Kong Institute for Monetary Research, September 2002; “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, November 2002, pp. 247-270.
- 文章可在我的網頁下載：
- www.hkbu.edu.hk/~sktsang/Archive.html。

內地及香港的匯率制度 與經濟發展

• 完了。謝謝！