

中山大学港澳珠江三角洲研究中心主办

“全球化和区域经济一体化中的香港经济”国际研讨会

香港联系汇率制度的前世、今生与未来

曾澍基

香港浸会大学经济系教授

2005年12月17日

摘要

全球化好象是一个无可抗拒的潮流，但其实它已有先例，也并非线性的趋势。过去200年，世界经贸呈现了两个大的长波。19世纪下半叶到20世纪10年代，扩展非常显著，其后因为各种因素，急剧下降。全球总进出口对总产值的比率一直要到1970年代，才再超越1910年代的高峰，近年更有所加速。所以，综观历史，经济发展是不应把前景完全押在全球化不会逆转的假设之上的。

况且，全球化之下的区域主义、大陆主义，以至各种各样的本位路线，似乎方兴未艾；它们究竟属全球化的推动因子？还是反趋向？亦引起争论。作为开放的经济体系，应该如何自处呢？顺潮流的让所有经济变数---包括汇率，放任自流，随波漂浮？还是需要有所坚持？怎样才能够既开放，又聪明地因势利导，择善固执？

开放经济可不可以把汇率固定？从19世纪后期到20世纪初黄金本位制的历史，与香港以往20多年的经验来看，答案是可以的。关键有两个：(1)政府对货币基础作出适当的界定和控制；(2)政府设计一套切合实际的游戏规则，让市场参与者充份地基于自利动机，进行低价买入，高价卖出的“套戥”活动。这两点，正符合了“因势利导，择善固执”的原则。

香港1998年以前的货币局制度，未有针对这两个关键，基本上倚靠货币管理当局对市场的直接干预，因而出现了漏洞，在危机时候特别严重。自1998年9月的“七项技术措施”到2005年5月的“三项优化措施”，漏洞基本上已经补塞，趋于完善。历史教训是，经济一体化之中可有所坚持，但坚持方式需要比较聪明。

无论如何，汇率纵使能够有效的固定，经济整体是否会依然面对风险和代价？这当然会，尤其是如果经济的基本因素不断恶化的话，某类经济变数---包括汇率，要坚持也坚持不了。20世纪30年代黄金本制位的崩溃，阿根廷在2002年初被迫放弃货币局制度，都属最明显的例子。另一方面，固定汇率亦可以转轨，香港在未来会有改与人民币挂钩、甚至放弃港元的选择；但这须建基于一定的、短时期内不易达致的条件。

这篇文章，对香港的联系汇率制度作了回顾及展望，同时就经济全球化作为历史现象，以至身处其中的经济体系应如何回应等问题，提出一些个人的看法。

一、全球化的历史长波与矛盾

全球化好象是一个无可抗拒的潮流。但综观历史，它并非线性的趋势。世界经贸过去 200 年其实呈现了两个大的长波。19 世纪下半叶开始，全球总进出口对总产值的比率迅速上升，从低于 10% 增至 1913 年的超过 20%。但是，其后因为战争、汇率制度崩溃、各国趋于保护主义等因素，比率反过来滑落至 10% 之下。一直要到 1970 年代，比率才再超越 1910 年代的高峰 (Estevadeordal, Frantz and Taylor, 2003; Taylor, 2002)，后来更有所加速，最近攀过了 40%。向前看，国际贸易、投资与金融都存在颇多不稳定的因素，包括南北经济矛盾、资源分布及供求倾斜、世界贸易组织(WTO)的进展方向、与及美国作为世界“最后消费者”(consumer of last resort)的内外不平衡问题。故此，任何经济的发展，都不应把前景完全押在全球化不会逆转的假设之上。

另一考虑是，经济全球化乃复杂的现象，潮流中的经济体系作出回应，未必需要完全打开门户，随波逐流，让自由市场决定所有经济变数。例如，19 世纪下半叶到 20 世纪初的世界经贸大扩展中，主要的国家包括英美都采用汇率固定的黄金本位制度(Gold Standard)。在当前的全球化底下，区域性的经济融合又是一种明显趋势。WTO 的资料显示，区域贸易协议(regional trade agreements---RTAs)近年不断繁衍，组织估计，2005 年底历来向 GATT/WTO 通报的区域贸易协议总数会到达 300 个的水平。至 2005 年 11 月 22 日，186 个已经通报执行，而其中有 136 个是 1995 年 1 月后才通报执行的。更且，绝大多数的 WTO 成员都属于一个或以上的 RTAs 的签订者(有些参与了超过 20 个的协议)。¹

各种各样的地域主义以至本位路线---包括区域融合的大陆主义(continentism)，似乎方兴未艾；它们究竟是全球化的推动因子(Bergsten, 1997)? 还是反趋向(Kurzer, 1993)? 亦引起争论(Burfisher, Robinson and Thierfelder, 2003; Mittelman, 2000)。除欧盟外，最突出的是以委内瑞拉为首的拉丁美洲，抗拒美国意图包括南、中、北美所有国家的美洲自由贸易区(F.T.A.A.) 的建议，并倡导要建立拉美自己的能源网络的行动；² 以及印度的石油部长 Mani Shankar Aiyar 近来的亚洲本位言论。³ 这些全球化之下的非全球的、区域性的回应和发展，反映了于不同层次的坚持和自持(曾澍基，2004)。

¹ 资料来自 WTO 网页: www.wto.org/english/tratop_e/region_e/region_e.htm。RTAs 由 GATT 的第 XXIV 条款、1979 年的决定、及 GATS (General Agreement on Trade in Services) 的第 V 条款内的相关规则所调理。WTO 把大陆与港澳的 CEPA 列作自由贸易协议(free trade agreements---FTAs)，FTAs 乃 RTAs 的一个大类 (另一大类是关税联盟 (customs unions)，例如欧洲共同市场)。

² 最近的报导，可参考 Michael A. Weinstein, "Summit of the Americas Fails to Establish Agreement on F.T.A.A.", *Power and Interest News Report*, 21 November 2005 (pinr.com/report.php?ac=view_report&report_id=402&language_id=1); 及 Erich Marquadt, "Venezuela's Pipeline Deals", *Power and Interest News Report*, 29 November 2005 (pinr.com/report.php?ac=view_report&report_id=406&language_id=1)。

³ 参阅 Siddharth Srivastava 的报导, "The foundations for an Asian oil and gas grid", 1 December 2005, *Asia Times Online* (www.atimes.com/atimes/South_Asia/GL01Df02.html)。

二、香港货币局制度的联想

面对如此可能反复而又矛盾重重的历史背景，作为开放的经济体系，应该如何自处？顺潮流的让所有经济变数---包括汇率，放任自流，随波漂浮？还是需要有所坚守？怎样才能够既开放，又聪明地因势利导，择善固执？

香港是非常开放的经济体系，属世界上知名的自由港和国际金融中心。政府的经济哲学亦经常局限在自由放任(laissez faire)、“积极的不干预”(positive non-intervention)、与“小政府、大市场”的细范围之内，鲜有大作为。但是，汇率方面，除了 1974 年到 1983 年之外，竟然摒弃让市场供求自行决定货币价格的浮动制度，由政府来定夺。1983 年 10 月开始，港元就对美元在 7.80 的水平挂钩，此所谓联系汇率(linked exchange rate)。它属于固定汇率安排的其中一种：即货币局制度(currency board system)。⁴

表面上，香港绝大部份的东西都自由开放，为何汇率就不自由开放，索性把它浮动算了？更大的问题是，什么原因使香港可以把港元兑美元的汇率固定于 7.80 的水平？它有否面对风险和付出代价？

三、自由下的坚持：黄金本位制及货币局制度

开放对固定，好象是种吊诡，其实不一定。正如上述，经济全球化从 19 世纪后期到 20 世纪初已有先例。当时，不单货流自由，资金以至人口的流动也很畅通(欧洲大量的人口便移民到美洲以及非洲)。有些论者认为，那一浪的经贸全球化相对于目前的，更为开放和自由(特别是人口移动方面)。但是，当时主要的工业国家，包括英国和美国，都采用了黄金本位制的固定汇率安排，而未有让汇率浮动。

首先撇开固定汇率是否最优选择的问题。如果执政者想“固定”一种货币的汇率，它基本上有两种方法：

(一) 政府干预，包括外汇管制和中央银行在外汇市场的操控。不少发展中国家及或地区都曾经或正在采用前外汇管制；较发达的经济体系则多数通过入市干预来“稳定”汇率或把它限定于“目标区”(target zone)之内(例如欧洲国家在欧元出台之前的做法)。随着国际资金流通越趋开放，后一种放法意味政府在某些情况下要跟市场内的投资和投机者角力，胜负难料，1992 年英伦银行便败在佐治索罗斯的手中。

(二) 不靠政府干预，就须倚赖市场的自利力量。黄金本位制及货币局制度是其典范。19 世纪下半叶至 20 世纪 30 年代，乃黄金本位制的高峰期 (Bayoumi, Eichengreen and Taylor, 1996; Eichengreen and Flandreau, 1997)。而最早的货币局，1849 年于毛里裘斯设立。其后，约七十个的地区用过同类制度，其中不少是英

⁴ 香港官方把“currency board”翻译为“货币发行局”。

国在亚洲与非洲的殖民地(例如 1935 年至 1972 年间, 香港的港元对英镑的固定汇率制度便是一种“货币局”安排(Latter, 2004))。二次世界大战后殖民地纷纷独立, 货币局不再属时尚。1970 年代开始, 浮动汇率制成为新趋向。不过, 货币局在 1980 年代以还有复苏迹象 (Scharwtz, 1993; Williamson, 1995) 。1983 年 10 月, 香港再用它来挽救港元, 而阿根廷、爱沙尼亚、立陶宛、和保加利亚也分别在 1991、1992、1994 及 1997 年推行此一制度(Ho, 2002)。现时世界上采用货币局安排的国家 and 地区有十多个。

表一 近年主要的货币局制度

国家/地区	挂钩货币	建立年份
阿根廷	美元	1991-2001
百慕大	美元	1915
波斯尼亚--黑塞哥维那	马克/欧元	1997/2002
文莱	新加坡元	1967
保加利亚	马克/欧元	1997/2002
开曼群岛	美元	1972
吉布提	美元	1949
东加勒比海中央银行	美元	1983
爱沙尼亚	马克/欧元	1992/2002
福克兰群岛	英镑	1899
法罗群岛	丹麦克郎	1940
直布罗陀	英镑	1927
香港	美元	1983
立陶宛	美元/欧元	1994/2002

资料来源: Williamson (1995)及各中央银行。

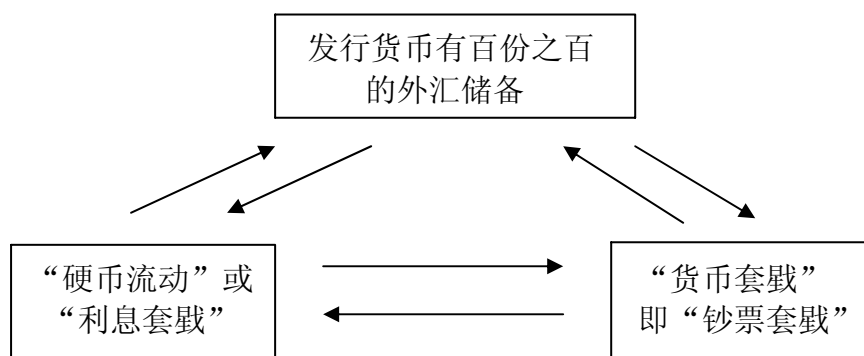
不靠政府干预而靠市场动力的固定汇率制度, 维系于两个关键: (1) 政府对货币基础(monetary base)的适当界定和控制; (2)政府设计一套切合实际的游戏规则, 让市场参与者可以充份地基于自利动机, 进行低价买入, 高价卖出的“套戥”(arbitrage)活动。

黄金本位制的“货币基础”, 是政府的黄金储备; 它的游戏规则, 是每种参与货币都与黄金定价, 而各个货币管理当局又保证以此固定价钱来与所有的黄金持有者和需求者兑换, 并让黄金自由出口和入口。例如在第一次大战之前及 1920 年代后期, 英镑的定价为 113 谷黄金, 美元则是 23.22 谷, 因此两种货币的官定汇价便成为 1 英镑兑 4.8665 美元了。基于黄金套戥(gold arbitrage)及流动(flows)的动力, 市场的汇价在不须政府干预的情况下, 也只能在官定汇价上下的狭窄范围之内移动 (曾澍基, 1985)。举个例, 如果外汇市场里英镑兑美元的汇价上升至 4.8700, 市场参与者便会发觉到拿 4.8665 美元去和美国政府换取 113 谷的黄金, 将之运到伦敦向英国货币当局兑换成 1 英镑, 再把 1 英镑在外汇市场上售出, 获取 4.8700 美元, 是一种有利可图(毛利 0.35 美仙)的套戥行动。而实际套戥的

数额当然不限于 1 英镑或 113 谷黄金。故此，无论供求情况如何，市场汇价与官价的背离幅度，通常只会很细(反映出交易费用如运输、行政等使费而已)。

传统的货币局的运作原则亦相同。它倚靠所谓三角支柱：(一) 发行货币要有百分之百的外汇储备保证；(二) “硬币流动” (specie-flow) 或 “利息套戥” (interest rate arbitrage)；以及(三) “货币套戥” (currency arbitrage)，亦即 “钞票套戥” (notes arbitrage)。

图一
传统货币局制度的三角支柱



发行货币须有百分之百的外汇保证，意味政府不能滥发货币，是经济纪律的表现，应令公众有一定的信心，但单靠信心是难以把汇率锁定的。所谓“硬币流动”，是个自动调节的过程。本币受到冲击，资金外流的话，货币供应便会收缩，价格下跌而利率上升，反过来吸纳资金回流，汇率因而可以稳定。不过，货币收缩和利率上升，也不一定会自动和快速地导致资金回流，特别是在危机时期。故此，第三条支柱——货币套戥，才是货币局制度的核心保卫机制，因为它直接动员市场力量，诉诸参与者的自利心理，去进行外汇套戥，稳住本币对外币的现市汇价；而非间接地通过利率，吸引没有保证的资金流入。⁵

简言之，传统货币局的货币基础是现金(钞票加零钱，后者并不重要)，游戏规则理论上是“利息套戥”和“货币套戥”，尤以“货币套戥”为重要。

四、货币局制度与现代金融经济的矛盾

实际运作而言，由于货币局发行钞票须按指定汇率存有百分之百的外汇储备，谁人拿着本地钞票到货币局，都可按指定汇率兑换成外币，钞票 (或狭义货币) 兑外币的汇率便能固定。当然，还有存款 (广义货币) 的汇率问题。这方面就倚靠套戥，如果本币在外汇市场里贬值，那么存款者可先将本币存款换成本币钞票，到货币局按官价转为外币，然后在外汇市场卖出外币，换回本币。由于本

⁵ 货币套戥比利息套戥更重要这一点，我在 1980 年代香港建立联系汇率之初，已加以强调。请参阅曾澍基(1984, 1985)。

币的官方汇率比市场汇率高，利用差价来套戥的存款者便会获取没有风险的利润。因此，市场汇率便会向官方汇率趋同，直至差价消失为止。以小（狭义货币）控大（广义货币），是货币局制度不靠管制或干预来固定本币汇率的精髓。这个机制，与黄金本位制原理上是相同的（曾澍基，1984，1985；Tsang, 1996, 1999a）。

但是，黄金本位制和传统货币局制度的套戥效率，受到黄金存量及现金存量的限制。⁶ 传统的货币局制度，完全在相对落后的殖民地和发展中地区施行，那些地区经济不发达，交易大量利用现金，而现金占生产总值和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，所以现金和钞票的存量，尚不会对经济发展产生严重的障碍。

不过，在现代金融体制下，现金存量的制约开始恶化。1980年代，港元的钞票对存款的比率只有5%左右，银行体系内的更不足1%。大规模的现钞套戥可能引起银行挤提，而未来金融经济若变为“无现金社会”，传统的货币局将会消失。

实际上，香港的联汇制度是连传统的货币局的要求也未能达到的；因此，港元兑美元的市场汇价，自1983年10月至1997-98年东亚金融危机，从未真正贴住7.80的官订水平，平均偏离幅度约为1.0%。原因并不难找。首先，香港并没有真正的货币局，发钞由商业银行（汇丰、渣打、后来加入中银）负责。当然，它们发钞时亦须按7.80的汇率向港府的外汇基金提交准备金，这跟货币局的原则是相符的。不过，其它的银行、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。其次，理论上，套戥仍可由三家发钞银行来实现，但发钞银行以至其它金融机构，对之毫不热心，因为套戥的先决条件，是存款者先把港元存款转换为港元钞票。这种行动大规模出现的话，等如是对银行“挤提”——它们最不愿意见到的现象。

1983年至1997年，香港的市场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）银行间利率来达致。1988年的“新会计安排”、1993年香港金融管理局成立，以及其它改革，都只是货币管理当局的行政和调控制度的改变，而非汇率形成机制的改变。此所以，我称这段时期的联系汇率制度为“变相的央行干预”（central banking in disguise）（Tsang, 1999c），模式接近文章第三节所说的固定汇率的方法（一）多于方法（二）。⁷

⁶ 黄金本位制的一个基本争论，就是凯恩斯首先提出的“黄金枷锁”（gold fetters）的问题。较近期的分析，参考 Eichengreen（1992）。反对这种观点，认为黄金本位制有利国际经济纪律，并无通缩偏向（deflationary bias）的论者也大有其人，例如 Joseph Salerno, “Money and Freedom” (www.mises.org/story/377#)。

⁷ 1995年，当时的金管局副总裁沈联涛先生在金融管理局季报5月号之上发表了一篇文章，其中他就香港的货币和汇率政策作了如此的说明：“... in recent years the HKMA has introduced various reforms to its monetary management tools, or more aptly, our monetary armoury, to maintain exchange rate stability... As was seen in January (1995), our determination to use the interest rate tool was sufficient to deter further speculation against the HK dollar. In fact, currently, the HK dollar is at a stronger level than it was at 1994 year end..... To the extent that the HKMA intervenes through the use of foreign exchange swaps, any increase in the monetary base is fully backed by foreign exchange. We use a whole range of instruments in influencing the level of interbank liquidity to manage interbank interest rates, and consequently, maintain exchange rate stability.” (Sheng, 1995, pp.60-61)

简言之，当时香港的联系汇率制度并非纯粹的货币局制度；它是一个间接式的变种，不“固定”的根源亦出于此。1997年10月下旬，亚洲金融风暴吹至香港之时，继续依靠“硬币流动”和“现钞套戥”两个自动调节机制来捍卫港元，看来力有不逮；要击退来势凶猛的投机者，政府强力地作出汇市干预与抽紧银根似乎有所必要。但其后遗症也非常明显(利息高企、金融危机)，特区政府要在1998年8月进入股市，同年9月推出“七项技术措施”改善联汇体制等等，现已成为历史。

五、现代货币局制度(AEL 模式)与联汇的改革

就香港的货币局制度对“变相的央行干预”的依赖，未能像黄金本位制一样聪明地利用基于自利的市场套戥力量所产生的问题，我在1996-98年间，写了若干报告及文章，提议把制度现代化，效法阿根廷、爱沙尼亚及立陶宛的“AEL模式”，亦即可兑换储备制度(convertible reserves system)。当货币管理局---中央银行保证银行存于它户口的任何银码，都可按照固定汇率自由兑换的时候，银行之间的套戥便变成“无钞化”、“电子化”，就像程序买卖(programmed transactions)一般，交易费用减到最低，套戥效率提至最高。汇率现价(spot exchange rate)将会铁板一块。阿、爱、立三国的情况正是如此。技术细节我过去已反复论述分析，在此不再赘言(Tsang, 1996, 1998a, 1999a; 曾澍基, 1998)。

问题核心在那里？就是我上面所说的那两个：(1)政府对货币基础的适当界定和控制；(2)政府设计一套恰可的游戏规则，让市场参与者可以充份地基于自利动机实行套戥。

现代金融经济的特点，是交易大量通过非现金的形式来进行。这种现象，必然会反映于货币管理局(中央银行)与商业银行以至其它金融机构的往来关系之中。关系的聚焦，就是中央银行资产负债表内的负债额(liabilities)。用货币经济学的术语来说，它就是货币基础(monetary base)，组成部份包括流通中的货币、银行存于央行用作交收和清算(clearing and settlement)的款项以及各类的准备金/储备金(reserves)等。货币基础代表了整个银行制度的“银根”，银行以它作为根基，通过部份储备(fractional reserves)原理和派生存款，产生乘数作用(multiplier effect)，最后形成了广义的货币供应(money supply)。

故此，要固定汇率，中央银行的外汇储备不能只保证流通货币，而必须保证整个货币基础---即它的所有本币负债。这就是“AEL模式”跟传统货币局制度的根本分别。其次，就是央行须设计一套游戏规则，能让市场参与者可以自由地进行低价买入，高价卖出的套戥。

在1998年9月推出“七项技术措施”之前，香港的联汇制度在这两方面都没有做到。发钞银行虽然按7.80的汇率发钞和赎钞，但货币管理局并无对所有银行作出港元对美元的兑换保证；有效的货币套戥就无法开展，金管局只好依靠“变相的央行干预”。

由于东亚金融风暴的冲击，香港特区政府终于在1998年9月推出“七项技

术措施”，把货币局制度现代化。除了贴现窗之外，“措施”最主要的改变，是“金管局向香港所有持牌银行提供明确保证”，“可以按……港元兑美元的固定汇率，把它们的结算户口内的港元转换为美元”。不过，这个兑换保证(convertibility undertaking)⁸只是单向的(one-way)、弱方的(weak-side)保证。意即金管局将按 7.80 汇价从银行买入港元，卖出美元。港汇故此不会弱于 7.80，但可以强于 7.80；因为金管局并未提供“强方兑换保证”(strong-side convertibility undertaking)。

“强方兑换保证”要到 2005 年 5 月 18 日金管局宣布“三项优化联系汇率制度运作的措施”(three refinements)时才推出。事缘 2003 年后期开始，国际投资者及投机者憧憬人民币会大幅升值，资金涌进香港，令港元汇率偏强，利率偏低，银行体系的总结余(aggregate balance)则高企，引致楼市以至其它经济环节出现一些不平衡的情况。“三项优化措施”把强方兑换保证定为 7.50；弱方兑换保证则改为 7.85，使香港货币局的兑换保证变成双向的(two-way)、对称的(symmetrical)机制。

在 1998 年 9 月的“七项技术措施”到 2005 年 5 月的“三项优化措施”之间，金管局亦就货币基础的界定、各组成部份的可转换性(transferability)及可兑换性(convertibility)、以至货币局的帐目、运作规则及透明度等方面，推出种种改革。就货币基础来说，它已扩大为包括 4 个组成部份：(1)发钞的负债证明书；(2)政府发行的流通纸币及硬币；(3)银行体系总结余；(4)未偿还外汇基金票据及债券。基本上，这些改变都是针对“不靠政府干预而靠市场动力的固定汇率制度”的“两个关键”——即(一)政府对货币基础的适当界定和控制；和(二)政府设计一套切合实际的游戏规则，让市场参与者可以充份地进行低价买入，高价卖出的套戥活动。香港的联汇制度，终于从“变相的央行干预”，改成以规则为主(rule-based)，更有效地利用市场自利的套戥力量的制度，虽然金管局因应香港作为国际金融中心以至银行系统的不平衡结构的现实，保留了少部份的耐情权(Tsang, 2005a, 2005b)。总言之，过往的漏洞大致上已经补塞，安排趋于完善。

联汇制度 20 多年的历史教训是，经济一体化之中的小型开放经济是可有可无坚持的，但坚持要比较聪明。

六、效率风险、制度风险及转轨：AEL 模式的消逝

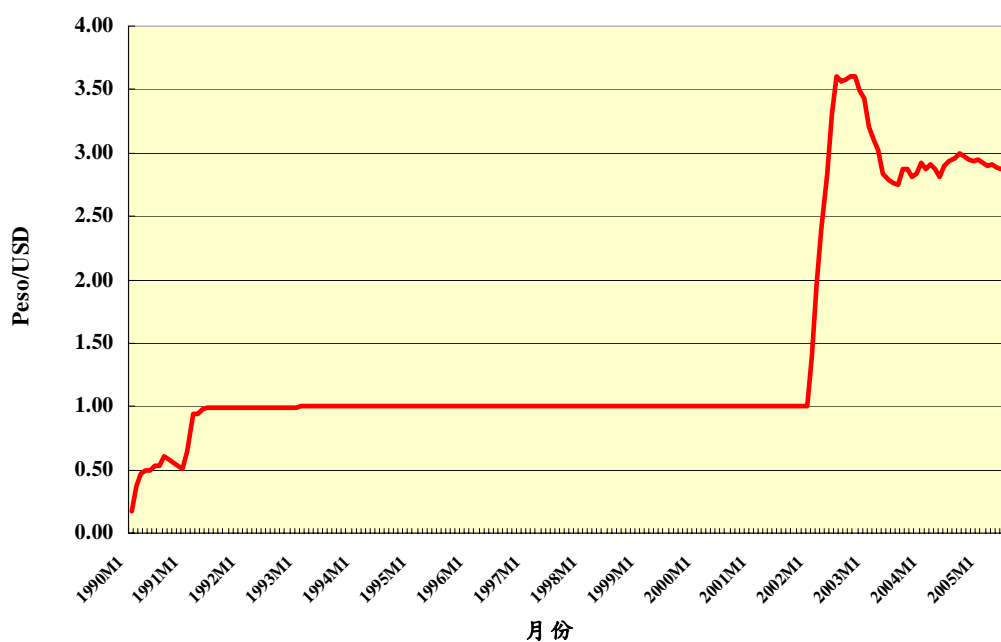
无论如何，我从来未有把现代货币局制度理想化。提议 AEL 模式的时候，我已指出它通过电子化的汇率套戥，锁住现汇汇价(spot exchange rate)，消除了固定汇率的“效率风险”(efficiency risk)——即现汇偏离的风险。但它却没法排除“制度风险”(systemic risk)。一种套戥机制，无论如何有效，如何完善，也可能因为其它经济考虑(如全球货币大贬值、本地经济结构发生巨变、挂勾的货币太强或太弱、固汇水平不合时宜等)，以至政治因素(如政变、外敌入侵、改朝换代等)，而被迫更改(曾澍基, 1998; Tsang, 1998a)。

⁸ 保证的汇率最初是 7.50，后经 1999 年 4 月 1 日起按每个公历日 1 点子的速度调整，于 2000 年 8 月 12 日(即 500 日之后)变为与发钞一致的 7.80。

换言之，即使现汇锁住，制度风险也会令到投资者要求所谓“风险溢价”(risk premium)；那么，本币利率依然会高于外币利率，而远期汇价将弱于官方固定汇率(Tsang, 1999c)。阿、爱、立三国都曾出现这种现象，但 1990 年代中期后局势有所稳定。1997 年，国际货币基金组织(IMF)协助了保加利亚(Nenovsky and Rizopoulos, 2003)和波斯尼亚--黑塞哥维那推行货币局安排，是类似 AEL 模式的。不过，1998 年 IMF 又带头反对印度尼西亚实施同样制度，究竟所因原故？问题跟效率风险及制度风险有关。实行可兑换储备制度，需要适当的硬件及软件，否则效率风险将难消除，现汇汇价会呈不稳状态；而且经济基本因素(economic fundamentals)太差的话，制度风险亦将越来越大 (Tsang, 1998b)。

阿根廷的经济于 1990 代后期转趋恶劣，产值增长放缓以至下滑，财赤标升，资金流走，金融不稳，继而发生了货币与银行的双重危机。2002 年初终于被迫放弃对美元汇率固定的货币局制度，让披索浮动，就是一个最具警惕性的例子 (Blejer, 2003)。

阿根廷披索对美元的每月平均汇率



资料来源：国际货币基金组织

除了迫于现实之外，也有一些采取货币局制度的国家自愿地“转轨”，包括爱沙尼亚及立陶宛。2004 年，两国正式成为了欧盟的成员。2005 年 6 月，爱沙尼亚获准参加“第二阶段汇率机制”(Exchange Rate Mechanism II)；它的固定汇率目前是 15.6466 克朗(kroons)兑 1 欧元；而爱沙尼亚中央银行计划在 2006 年中期完成所有技术安排，以便可以随时放弃本币，转用欧元。立陶宛同类的计划目标则在 2007 年初(Tsang, 2005b)。其实，两国推行了货币局制度之后，便有加入欧盟、改用欧元的打算；固定汇率可算是它们坚守经济纪律的表现(Tsang, 2000)。

那么，不久的将来，AEL 模式将会消失，成为历史名词。不过，我认为，

它所代表的现代化货币局制度的运作细则，特别是利用市场自利的套戥力量的方法，是值得任何有需要在开放环境里仍把汇率固定的经济体系好好地参考的。(Tsang, 2005b)

七、香港联系汇率的未来：转轨？

展望未来，香港的联系汇率将往何处去呢？自由开放之下可以坚持，不等同必须坚持。1980年代应该跟美元挂钩，并不意味21世纪10或20年纪也应该跟美元挂钩。立陶宛于1994年采用货币局制度之初，先与美元挂钩，后来有所追悔，思索须否从(对美元的)单挂钩改为(对美元和欧元的)双挂钩。结果，索性在2002年转轨，直接与欧元单挂钩。⁹

表面上，香港7.80联汇的未来选择包括下列：

1. 维持现状，继续与美元单挂钩；
2. 象阿根廷一样，放弃货币局固定汇率，让港元浮动，但出于自愿而非被迫；
3. 改与美元及人民币双挂钩；
4. 步立陶宛的后尘单货币转轨，从对美元的单挂钩改与人民币单挂钩；
5. 效法爱沙尼亚和立陶宛的计划，放弃本币，加入新的货币联盟(monetary union)；这自然是指人民币(或新中国货币)。

我们在过往一系列的文章(Barandiaran and Tsang, 1997; Tsang, 1996, 1999a, 2001, 2002a, 2002b, 2004)里，对各类选择进行了基本分析。首先，自愿浮动需要很多的理据支持和颇大的勇气，¹⁰我看不出香港为何须作如此决定。我亦不认为一个货币局制度应该采用单挂钩之外的其它形式(双货币或一篮子(Tsang, 1996, 1999a))，因为它们将严重冲淡安排的透明度(transparency)以及削弱制度最根本的动力：上面所评述的、基于市场自利的套戥---特别是货币套戥活动；这样做的合理性比浮动高不了多少。故此，我并不赞同选择2和选择3。

选择4与5可能是联汇的最终出路，但它们需有一定的条件，包括(1)人民币变成完全可兑换；(2)大陆跟香港的经济融合到达了一个成熟的阶段，亦即符合及满足实质趋同(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(Tsang, 2002a, 2002b)。

虽然各方面的进展很快，而按我于此篇文章里的分析，在所谓全球化的波折发展下推进区域性的经济和金融整合并无不可，甚至属应然之事；但这种种条件，看来不会在短时期之内达致。说到底，我是香港联系汇率制度的维持现状派。

⁹ 其实，阿根廷在2002年初它的货币局制度崩溃之前，也考虑过从(对美元的)单挂钩改为(对美元和欧元的)双挂钩；有关如此转轨的一些技术分析，包括“the equivalence condition”和“Tsang’s irrelevance paradox”，请参考Tsang(2001)及Tsang(2004)。当然，阿、立两国后来都没有采用双货币挂钩。

¹⁰ 固定对浮动汇率孰优孰劣的课题，再过几十年也难有定论。

参考资料

中文

香港特区政府财经事务局(1998),《金融市场检讨报告》,一九九八年四月。

曾澍基 (1984),“评现钞固定汇率制度”,《巨龙口里的明珠》,政经论文集,香港广角镜出版社,页 179-194,上载于 www.sktsang.com/ArchiveI/Tsang1183.PDF。

曾澍基 (1985),“固定汇率与黄金本位”,《香港政治经济学》,香港广角镜出版社,页 23-24,上载于 www.sktsang.com/ArchiveI/Tsang0284.PDF。

曾澍基 (1998),“通过货币局制度来锁定汇率”,PECC 金融市场发展中国委员会主办之《亚洲金融危机与中国内地、香港金融市场发展研讨会》,1998年8月21日,北京,上载于 www.sktsang.com/ArchiveI/Tsang980821.pdf。

曾澍基 (2004),“泛珠三角经济整合:机遇还是挑战?”香港《信报月刊》2004年10月号,一个版本上载于: www.sktsang.com/ArchiveIII/Pan_PRD.html。

英文

Barandiaran, Edgardo and Tsang, Shu-ki (1997), “One Country, Two Currencies: Monetary Relations between Hong Kong and China”, in Warren Cohen and Li Zhao (eds.), *Hong Kong under Chinese Rule: The Economic and Political Implications of Reversion*, Cambridge University Press, pp.133-154.

Bayoumi, T., Eichengreen, B. and Taylor, M. P. (eds.) (1996), *Modern Perspectives on the Gold Standard*, Cambridge University Press.

Bergsten, C. Fred (1997), “Open Regionalism”, Working Paper 97-3, Institute for International Economics.

Blejer, Mario (2003), “Argentina: Managing the Financial Crisis”, a presentation at the World Bank on 22 October 2003 (<http://info.worldbank.org/etools/bspan/PresentationView.asp?PID=940&EID=328>).

Burfisher, Mary E., Robinson, Sherman and Thierfelder (2003), “Regionalism: Old and New, Theory and Practice”, paper presented at the International Agricultural Trade Research Consortium Conference, Capri, Italy, May (<http://www.ifpri.org/pubs/confpapers/2003/burfisherrobinsonthierfelder.pdf>).

Eichengreen, Barry (1992), *Golden Fetters: the Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press.

Eichengreen, Barry and Flandreau, Marc (eds.) (1997), *The Gold Standard in Theory and History*, London: Routledge.

Estevadeordal, Antoni, Frantz, Brian and Taylor, Alan M. (2003) “The Rise and Fall of World Trade, 1870-1939”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.CXVIII, No.2, May, pp.359-407.

Financial Services Bureau (FSB) (1998), *Report on Financial Market Review*, Hong Kong SAR Government, April.

Ho, Corrine (2002), “A survey of the institutional and operational aspects of modern-day currency boards” , *BIS Working Paper* No. 110, March (www.bis.org/publ/work110.htm).

Hong Kong Monetary Authority (HKMA) (1994), *The Practice of Central Banking in Hong Kong*.

HKMA (1999), “The currency board account and other fine-tuning measures to strengthen the currency board arrangements in Hong Kong” , *Quarterly Bulletin*, May, pp.1-6.

Kurzar, P. (1993), *Business and Banking: Political Change and Economic Integration in Western Europe*, Cornell University Press.

Latter, Anthony (1993), “The currency board approach to monetary policy--from Africa to Argentina and Estonia, via Hong Kong” , *Monetary Management in Hong Kong*, Hong Kong Monetary Authority, proceedings of the Seminar on Monetary Management.

Latter, Anthony (2004), “Hong Kong’s Exchange Rate Regimes in the Twentieth Century: The Story of Three Regime Changes” , Working Paper No. 17/2004, Hong Kong Institute for Monetary Research, September (www.hkimr.org/cms/upload/publication_app/pub_full_0_2_91_wp200417_text.pdf).

Mittelman, J.H. (2000), *The Globalization Syndrome: Transformation and Resistance*, Princeton University Press.

Nenovsky, Nikolay and Rizopoulos, Yorgos (2003), “Extreme Monetary Regime Change: Evidence from Currency Board Introduction in Bulgaria” , *Journal of Economic Issues*, vol. XXXVII, no. 4, December 2003.

Schwartz, Anna (1993), “Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role” , *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy*, No. 39.

Sheng, Andrew (1995), “The linked exchange rate system: review and prospects” , *Quarterly Bulletin*, Hong Kong Monetary Authority, May, pp.54-61.

Taylor, Alan M. (2002), “Globalization, Trade and Development: Some Lessons from History” , NBER Working Paper 9326, November.

Tsang Shu-ki (1996), “The Linked Rate System: through 1997 and into the 21st Century” , in *The Other Hong Kong Report 1996*, Hong Kong: The Chinese University Press, chapter 11.

Tsang, Shu-ki (1998a), “Currency Board Complications: The AEL Model for Hong Kong?” article posted at author’s website: www.sktsang.com/ArchiveI/web982.html.

Tsang, Shu-ki (1998b), “Indonesian Currency Board? Two Questions to Answer”, article posted at author’s website: www.sktsang.com/ArchiveI/web984.html.

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.

Tsang, Shu-ki (1999b), “Legal Frameworks of Currency Board Systems” , *HKMA Quarterly Bulletin*, August (www.info.gov.hk/hkma/eng/public/qb9908/fa03.pdf).

Tsang, Shu-ki (1999c), “Fixing the Exchange Rate through a Currency Board Arrangement: Efficiency Risk, Systemic Risk and Exit Cost” , *Asian Economic Journal*, 13(3), pp.239-266.

Tsang, Shu-ki (1999d), “The Currency Board Arrangement in Hong Kong: Viability and Optimality Through the Crisis” , in *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets: Volume 3 - Sound Practices*, Asian Development Bank (www.aric.adb.org/external/financial_market/Sound_Practices/hkcb.pdf).

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, posted at author’s website: www.sktsang.com/ArchiveI/Tsang20000506.PDF.

Tsang, Shu-ki (2001), “One Country, Two Monetary Systems: An Eclectic Essay” , paper presented at the *International Conference on Monetary Outlook on East Asia in An Integrating World Economy*, Chulalongkorn University, Thailand, 5-6 September, posted at author’s website: www.sktsang.com/ArchiveI/Chulalongkorn.PDF.

Tsang, Shu-ki (2002a), “From “One Country, Two Systems” to Monetary Integration? ” *Working Paper* 15/2002, Hong Kong Institute for Monetary Research, (www.hkimr.org/cms/upload/publication_app/pub_full_0_2_33_wp200215_text.pdf).

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 (www.eestipank.info/pub/en/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/muud_uuringud/_9a_2002/301.pdf).

Tsang, Shu-ki (2004), “One country, two monetary systems: Hong Kong and China” , in Suthiphand Chirathivat, Emil-Maria Claassen and Jurgen Schroeder (eds.), *East Asia's Monetary Future: Integration in the Global Economy*, Edward Elgar, December, pp.42-60.

Tsang, Shu-ki (2005a), “The convertibility zone and operations to remove market anomalies ” , article posted at author’s website: www.sktsang.com/ArchiveI/Convertibility%20zone%20and%20anomalies.pdf.

Tsang, Shu-ki (2005b), “Currency Board Systems and Hong Kong's Evolving Arrangements” , a presentation at the Central Banking Course, organised by the Hong Kong Monetary Authority, 28 September, posted at author’s website: www.sktsang.com/ArchiveI/CB_talk_HKMA_050928.pdf.

Williamson, John (1995), *What Role for Currency Boards?* US: Institute for International Economics.

Yam, Joseph (1999), *A Modern Day Currency Board System*, Hong Kong Monetary Authority.