

# 全球金融危机下的香港联系汇率制： 困境、可行性及改革方向

■朱孟楠 陈 晞

此次全球金融危机使香港联系汇率制承受巨大压力，关于联系汇率制的废除与否的争论再次引起关注。本文首先介绍香港目前面临的经济困境，并阐述了香港汇率制度受置疑的原因，接着提出香港应维持现有汇率制度的观点，从政府信誉、退出时机、备选方案不成熟等多方面，证明香港应维持现有汇率制度，最后提出中短期及长期下，香港联系汇率制度的改革方向。

[关键词]金融危机；香港；联系汇率制

[中图分类号]F830 [文献标识码]A [文章编号]1006-169X(2008)12-0025-04

朱孟楠(1963—)，男，厦门大学金融系博士生导师；陈晞(1978—)，男，厦门大学金融系博士生。(福建厦门 361005)

## 一、背景

面对全球金融危机，香港政府为稳定香港银行体系于10月14日宣布，运用外汇基金为香港所有持牌银行存户的存款提供保障；近期，港币随美元升值而走强，市场面临平仓交易，即利差交易的投资者需要更多的港元来还清债务，对港元需求加大；市场普遍预期人民币将升值，港币将与人民币挂钩。受这些因素影响，大量投资避险资金流入香港，迫使金融管理局连续干预市场，至11月12日总结余高达430.11亿港元，相比2007年10月由于允许直接投资港股的政策刺激，金管局亦入市干预，但当月结余也仅为106亿港元，可知香港联系汇率制正承受巨大压力。

自2008年以来，由于美元的贬值和人民币的升值，香港一直受到高通胀的困扰，受限于联系汇率，无法通过升息抑制通胀，而不得不跟随美联储减息，导致出现

“双负利率”，不利于香港经济的平稳，联系汇率制度因而遭到置疑。与香港相似状况的国家，如海湾合作委员会(GCC)成员国的科威特已宣布不再钉住美元，而其余成员国也将对汇率制度做出调整，以改善当前的局势。因此，香港是否还需维持钉住美元的联系汇率制度再度成为关注的焦点。

## 二、联系汇率制度面临的困境

在全球金融危机的冲击下香港的联系汇率制再次引起争论，主要源于几个方面的理由，联系汇率制的内在稳定机制暂时失灵、由此可能导致的巨大经济成本，以及汇率制度的特殊性质。

正如香港联系汇率制的制度创始人 John Greenwood 所说，联系汇率制的妙处就在于它是自动调节的。根据联系汇率制度的自动调节原理，当汇率低于7.8港元时，港元拆借利率高于美元利率；而汇率高于7.8港元

时,港元拆借利率低于美元利率,市场自发产生套利交易以调节市场平衡。但金融危机导致全球经济步入衰退,全球银行业均陷入严重惜贷,香港银行业也不例外,而且银行间互不信任致使拆借业务陷入冻结,而港府近来连续入市干预,已结余大量港币,由此港币供大于求,造成的流动性相对过剩将推动短期拆借利率降至零水平,使香港面临如日本20世纪90年代经济停滞时期的流动性陷阱,使联系汇率制固有的内在汇率与利率自动调节的稳定机制暂时失效,从而加大了金融管理局维持联系汇率的难度。

在固定汇率制下,通货膨胀将导致非贸易领域价格上涨,如资产价格,而这将使货币真实汇率高估;但随着通胀下降,真实汇率的逐步回归将使经济陷入严重的通货紧缩中,香港在上世纪90年代的经历揭示了这一原理。1998年,港币在通胀达到高峰时,其真实汇率被高估了约35%,虽然通过高利率政策使通胀下降,却也导致使资产泡沫破灭,香港整体经济陷入长期的停滞之中。本次全球金融危机,美国为避免经济衰退而采取大幅连续降息的货币政策,10月美国联邦利率再次从1.5%下调到1%,香港也随之下调基本利率至1.5%,但市场预期美国仍会继续减息,届时香港通胀率将高于利率而出现负利率,这会大大降低储蓄收益且刺激投资,促使资金流向资产市场,将进一步推高非资产价格。为避免再一次经历资产泡沫及破灭后的巨大经济调整成本,重新检视或废除联系汇率制度的建议持续不断,联系汇率制问题再次引起各界的关注。

联汇制度产生的直接原因是为控制1983年因香港主权谈判而导致港元暴跌的需要,是产生于特殊政治历史条件下,联汇制的这两个非经济特征:偶然性和政治性,各自成为争论双方的主要依据。在经济出现问题尤其是通货膨胀严重时,偶然性因素使得联系汇率制成为被指责的目标;由于其政治性,对政治事件和外部因素的冲击有着相当强的承受力,成为联汇制支持者的主要原因。

### 三、维持现有汇率制度的可行性

实际上早在2005年人民币实现汇改前,关于改革联系汇率制的争论就持续不断,本次金融危机的冲击,使得对香港联系汇率制的争论再度上升,而争论的焦点在于:是否维持钉住美元、维持联系汇率制。本文从多个方面入手剖析,得出的结论是:香港应维持钉住美元的

联系汇率制。

第一 政府信誉的重要性。Caravari(1997)和Herrendorf(1999)和戴金平(2000)通过研究政府信誉与固定汇率制之间的关系,认为政府信誉是维持固定汇率制度的关键因素。回顾实施联系汇率制的25年以来,香港总体经济发展良好,汇率制度运行顺畅,并成功抵御了多次大规模经济冲击,香港政府树立和维持了相当高的信誉。面对2008年的全球性金融危机的冲击,香港政府已多次表示将继续维持港币的联系汇率制度,对于香港而言,放弃联系汇率制无异于抛弃政府信誉,小型的开放经济体的特性决定了政府声誉的重要性,若香港金融市场急剧恶化,不排除会实行其他汇率制度,但就目前形势而言,香港不会放弃联系汇率制。

第二,退出汇率制度的时机不成熟。全球金融危机还未平息,对联系汇率制度做出任何改动,都只会加剧市场恐慌,动摇投资者的信心,引发大规模的投机活动冲击港币及香港的金融市场,继而间接影响到内地的金融市场与实体经济。因此,在近期香港还应维持现有的汇率制度。

第二,现有改革联系汇率制的方案都不具备成熟的可行性。

第一种方案,借鉴新加坡的经验,实行钉住一篮子货币的有管理浮动汇率制,虽然新加坡与中国香港是极为相似的小型开放经济体,但新加坡的成功经验并不能简单复制到其他小型开放经济体(曹勇,2005)。香港有其特殊性,主要体现在两个方面:若港币转向钉住一篮子货币,内地作为香港主要的贸易伙伴,人民币必将包含在货币篮子内,但受到人民币不可自由兑换的制约,人民币权重的合理估值成为难题,而人民币汇率形成机制不完善,也将影响联系汇率制的正常运作,并降低汇率政策的透明度,反易使汇率的波动达不到稳定的目标;钉住一篮子货币要求货币当局根据外部经济环境修正篮子内货币的权重,而香港政府对市场干预的增加,必将损害香港一直以来世界最自由经济体的声誉和形象(李华芳,2007),从而影响到香港国际金融中心的地位。

第二种方案,放弃美元转向钉住人民币。2002年,中银国际的报告中建议以人民币取代美元与港币的挂钩,导致香港汇市异常波动,港府、IMF相继表示支持联系汇率制以稳定市场<sup>①</sup>。这说明,市场上对于人民币取代美元尚存疑虑,虽然近年来香港与内地经贸往来紧切,人民

币在香港的接受性与流通量均有所突破,但鉴于人民币不可自由兑换,内地的金融体系不健全,实现以人民币为名义锚(nominal anchor)的联系汇率制度尚待时日。

第三种方案,复本位制,即同时以人民币和美元作为钉住货币。这一方案主要是为突出人民币因素对香港的重要性,但受人民币是不可自由兑换货币的条件制约,再加上人民币转向钉住一篮子货币,与美元的变动趋势产生分化,若港币实行复本位制,则市场套利行为将使得港币实际只与单一货币挂钩,复本位制只是徒有虚名。

第三,联系汇率良好的制度弹性。自1983年以来,联系汇率制已经历多次的市场考验<sup>②</sup>,表现出极好的承受力和有效性,在亚洲金融危机期间,港府推出:以承诺持牌银行可将结余港币以7.75的汇率向金管局兑换美元为核心的7项技术性措施,有效地巩固了联系汇率制,保证正常有效的运作。2003年至2005年,人民币升值预期吸引国际资金大量流入香港,港元兑美元汇率在2003年底时升至7.70元,为稳定汇率,同时也为了增加港币联系汇率制度的弹性,金管局推出了三项优化措施:强化兑换保证,金管局会在7.75水平向持牌银行买入美元,有关措施实时生效;将现行在7.8水平出售美元的弱方兑换保证下移至7.85水平,让强弱双向兑换保证能对称以汇率7.8为中心运作;在双向兑换保证范围内,金管局可进行市场操作。Hans Genberg、Dong He和Frank Leung(2007)考察了自政策实施起至2007年6月的一年时间,结果发现,香港的即期汇率已与人民币的即期汇率脱钩,保持了港币的独立性,中国香港与美国的息差减少,香港的即期汇率稳定于兑换区域(7.75~7.85),且这是金融管理局未进行干预的结果,因此,这三项优化措施达到预期的政策效果。Cho-Hoi Hui和Tom Fong(2007)的研究发现,港币的波动呈现回复平均的过程,即有界波动过程完全落在可信的波幅范围内。Dong He、Frank Leung和Philip Ng(2007)的结论是,自三项优化措施推出后,香港的三个月的同业拆借利率被限制在一个波幅内,而这正是兑换区域的宽幅,而拆借利率在此波幅内的波动将更多地受到内地冲击的影响,这一结论证实了优化措施达到预期效果,使港币汇率更加适应经济环境的变化。

综上所述,联系汇率制度具有相当的弹性空间,正因如此联系汇率制才能多次通过了市场的考验,面对当前

的经济形势,仍可考虑在现有制度上的改进措施。

第四,美国仍然是香港经济的主要影响因素。虽然香港与内地的经济周期出现趋同,使得人民币因素开始影响港币的估值(巴曙松等,2005),但这不足以让港币放弃美元转而钉住人民币。Hans Genberg、Li-gang Liu和Xiangrong Jin(2006)研究发现,若没有共同的美国因素影响,中国香港与美国的经济周期同步的程度,高于香港与内地经济周期的同步程度。同时,内地与香港的经济结构与发展水平存在差异,使两地的经济冲击性缺乏相似性,而冲击的相似性是决定汇率制度的最重要因素,因此,香港的钉住美元的联系汇率制在可预见的将来仍是可取的。陈小凡(2007)也得到相似的结论,当剥离出美国经济的影响之后,香港与内地的经济周期的协同程度较为微弱。Dong He、Frank Leung和Philip Ng(2007)的研究显示,来自内地的冲击对香港短期汇率率的影响越来越明显,部分原因是在香港上市的中国公司的增加,但从中长期来看,美国仍是主要影响因素。这些研究都说明,内地对香港的影响正在加强,但美国的影响还是占据主要地位。

#### 四、联系汇率制度的改革方向

从上述分析可知,香港应该维持现有的汇率制度,但正如当前的困境所揭示的,联系汇率制度并非完美,还需要不断改进。从中短期而言,增加该制度的灵活性和适应性是改进的重点。鉴于美元近期表现及远期预期,应放弃美元选择合适的名义锚货币。选择名义锚货币需考虑几方面的因素:能否维持香港货币与金融稳定;对贸易、金融及香港的国际贸易及金融中心的地位的潜在影响,以及两个经济体系是否面对共同冲击。显然,人民币是理想的名义锚货币,但由于人民币是非自由兑换货币,因此,如何将人民币纳入港币固定汇率的估值基础中,以体现日益重要的人民币因素,是香港金管局的工作重点。

长期来看,香港汇率制度的调整不仅是制度本身,与香港未来的发展战略相关,香港的金融体制和功能定位将决定汇率制度的调整方向,而功能定位需要香港和内地共同决定并加以明确,需要从国家利益的角度考虑和研究(任志刚,2007)。若从通过本国的国际金融中心增加中国在国际金融方面的影响力,便于与国外的交易并保障国家利益等角度,将香港定位于中国内部的国际金融中心,则香港的汇率改革可借鉴英镑与欧元的关

系,保持港币独立性。虽然英镑并未加入欧元区,但这并不妨碍伦敦在欧洲大陆充当金融中心的角色,也无损其世界金融中心的地位;若香港定位在和内地相互协调、功能互补的角色,可以预见未来香港联系汇率制的改革应以“人民币化”为重点,当人民币完成资本与金融项目的开放,人民币成为完全可自由兑换货币并取得国际货币地位时,港币与人民币将最终实现货币一体化。

#### 五、结论

没有任何一种汇率制度在任何时候、任何地方都是最优的(Frankel,1999),无论何种汇率制度,都可能对经济的稳定增长发挥积极的作用。某种汇率制度成功的特殊环境以及确保其成功的其他制度因素。毕竟,每一个国家都应根据国情选择和调整适合自己的汇率制度。

#### 注释:

①丁志杰,许萍. 透视香港联系汇率改革[J]. 金融与经济 2005,(9).

②1984~1987年间港币投机风潮、1987年国际股灾、1989年政治性挤兑、1990年海湾战争、1991年国际商业信贷银行倒闭事件、1992年欧洲汇率机制危机、1994年墨西哥货币危机、1997年亚洲金融危机。

#### [参考文献]

[1] Caravan C., and Tommasi M., On the Credibility of Alternative Exchange Rate Regimes, Journal of Development Economics, 1997(54), pp. 101 - 122.

[2] Dong He, Frank Leung and Philip Ng, How do macroeconomic developments in mainland China affect Hong Kong's short-term interest rates?, HKIMR Working Paper 17/2007.

[3] Frankel Jeffrey A., No single currency regime is right for all countries or at all times, NBER Working Paper 1999, 7338.

[4] Hans Genberg, Li-gang Liu and Xiangrong Jin, Hong Kong's economic integration and business cyclesynchronization with mainland China and the U.S., HKIMR

Working Paper 11/2006.

[5] Hans Genberg, Dong He and Frank Leung, Recent performance of the Hong Kong dollar linked exchange rate system, HKIMR Working Paper, 02/2007.

[6] Herrendorf B., Transparency, Reputation, and Credibility under Floating and Pegged Exchange Rates, Journal of International Economics, 1999(49), pp. 31 - 50.

[7] 巴曙松,黄少明. 港币利率与美元利率为什么出现背离——港币估值中的人民币因素研究[J]. 财贸经济 2005,(8).

[8] 曹昱. 香港的金融体制、功能定位和汇率制度调整[J]. 亚太经济,1999,(2).

[9] 曹勇. 小型开放经济体的汇率制度选择——以新加坡为例[J]. 国际金融研究 2005,(3).

[10] 陈小凡. 中国内地与香港经济周期的区制依赖协同性分析——纳入美国经济影响的实证[J]. 世界经济研究 2007,(9).

[11] 戴金平,万志宏. 政府声誉、投机性货币冲击与固定汇率的维持[J]. 世界经济 2000,(12).

[12] 丁志杰,许萍. 透视香港联系汇率制改革[J]. 金融与经济 2005,(9).

[13] 黄少明. 港元新措施的政策目标及对联汇制可能的影响[J]. 国际金融研究 2005,(8).

[14] 李华芳. 香港11年蝉联世界最自由经济体的金钥匙[J]. 科学决策月刊 2007,(11).

[15] 梅新育. 弱美元对香港经济的影响[J]. 中国金融 2008,(3).

[16] 彭念一. 试论香港联系汇率制度的现状与前景[J]. 财经理论与实践,1998,(3).

[17] 任志刚. 关于内地和香港两个金融体系的关系[J]. 中国金融 2007,(13).

[18] 王凯丽. 我国内地的外汇体制改革与香港联系汇率制的前景[J]. 特区经济 2005,(12).