

香港问题丛书

保持港元币值

[美] 罗伯特·H·斯各特 著

F821.6

《香港问题丛书》

保持港元币值

〔美〕罗伯特·H·斯各特著

杨小佛译

吴莹校

0766/19

上海翻译出版公司

Robert Haney Scott

Saving Hong Kong's Dollar

University Publisher & Printer, Hong Kong, 1984

根据香港大学出版印刷所1984年版译出

《香港问题丛书》

保持港元币值

[美] 罗伯特·H·斯各特著

杨 小 佛 译

吴 莹 校

上海翻译出版公司出版

(上海武定西路 1251弄20号)

新华书店上海发行所发行 苏州师专印刷厂印刷

开本 850 × 1168 1/32 印张 2.75 字数 61,000

1987年 4月第1版 1987年 4月第1次印刷

印数 1—5,000

统一书号: 4311·42 定价: 1.00元

前 言

港人的独创性和勤奋、香港政府的方针政策、以及由此带来的香港经济的非凡增长，使香港成为世界上一个引人注目的地方。这里的每一个人应为此成就而骄傲。我以有机会在此生活和工作过（即使只是短期的访问）而感到荣幸。

我自来到香港以后，即致力于研究香港的金融制度，并在香港中文大学讲授商业银行和中央银行业务。

写作和出版这本小册子的目的是为香港货币供应的管理提供一个计划。我相信，只要香港货币供应的增长能得到稍微好一些的控制，则其经济与居民必将更为富裕，而港元的币值亦将比过去二十五年中更为稳定。用控制香港货币基础的制度代替钉住汇率或挂钩汇率制度，就能更为直接地控制货币供应。虽然这样做汇率会自由波动，但这种波动有助于使香港经济与动态世界经济中必然出现的外部冲击和压力相隔绝。

我非常感激香港中文大学会计和金融系为我提供了极为舒适的工作环境。我谨在此对我所有的同事表示衷心的感谢，因为他们给了我帮助和鼓励。

我曾与友人，特别是Y·K·何、K·A·翁、K·K·翁、维克托·莫克和乔治·希克斯有过多次有益的讨论，但书中的观点都由我自己负责。

叶芙娜·P·S·科沃克女士为本书的几次手稿打了字，对她的大力帮助，我表示衷心的感谢。

目 录

前 言	(1)
第一章 导言	(1)
第二章 美元高价阐释	(5)
第三章 香港货币供应的计量	(12)
第四章 控制香港货币供应增长可供选择的方法	(23)
第五章 对香港货币控制的建议：政府存款	(33)
第六章 对香港货币控制的建议：货币发行	(43)
第七章 外汇及港元价值	(51)
第八章 评价钉住汇率：货币控制和干预	(57)
第九章 评价钉住汇率：在资本自由流动世界中选择 钉住汇率	(67)
第十章 政府债务和货币控制	(78)

第一章 导 言

任何货币单位长期价值的决定都有两个相互作用的因
素：一是以那种货币为交换媒介的国民经济的生产率；二是流
通中货币单位的名义数量。在国民经济生产率不变的情况下，
货币数量是决定货币价值的唯一因素。

单位货币的价值就是它的购买力，即用单位货币所能买
到的商品数量。商品的总产量取决于国民经济的资源基础
——土地、劳动力和资本。产量还取决于制度方面的条件：自
由竞争、私人合同协议、私有财产权利、税负等等。这些制度
使国民经济的资源基础得以有效的使用。因此，假如有一定的
经济资源基础，也有这些资源得以有效地用来发展生产的
体制，单位货币的购买力便取决于政府和银行向公众供应货
币的名义数量。所以，对政府来说，最为重要的是控制货币供
应量。货币供应的控制是保持货币价值绝对必要的条件。

单位货币的价值可以通过改变流通量来改变。政府是否
应当积极改变货币的供应量，以及改变到什么程度以抵消可
能影响国民经济生产率的其他因素，是比较典型的问题。经济
独立自主的国家在讨论货币政策时，这些问题占很大的比重。
在诸如香港这样的小而开放的经济地区里，积极推行反周期
的货币政策可能会严重地扰乱贸易和商业。尽管如此，有的政
府仍可能希望积极推行改变货币供应量以抵消其他因素的货
币政策。另一方面也有政府可能希望实行货币稳步增长的政

策。不管是哪一种情况，政府均有必要对货币供应加以控制。

本书旨在提出一个简单而直截了当的方法来控制港元的数量，亦即香港的货币供应量。此法只需对外汇基金条例作一简单的改动，外汇基金将以稳定和预先宣布的比率为两家发行银行发行的钞票提供支持。

外汇基金建立于1935年，其目的为“……调节香港货币的汇价”(第3.1条)。但基金也提供了资产积累，作为香港货币的后盾。在这方面，外汇基金处在一种可以对香港的货币基础实施控制的无与伦比的地位。香港政府应为世界上所有依赖中央银行来控制货币供应量的政府所羡慕，因为中央银行常常不能做好这项工作。

条例第4(1)条规定了对港元的支持。其内容为：“财政司受权向任何发行纸币的银行发出表列形式的负债证明书，以用作在香港合法发行的纸币的保证，同时他要求发行银行按照专为赎回这些纸币而由基金持有的这种负债证明书的面值通过财政司偿付给外汇基金帐户。”①

条例中所指的表只是供印刷负债证明书的一种格式。

表

[第4(1)条]

外汇基金条例

负债证明书，金额……

根据外汇基金条例(第66章)发出的本证明书表示香港政府对……银行负有无息债款……元，财政司在任何时间均可把它赎回。

本证明书可持作在香港合法发行的银行券的保证。

财政司

香港

一九 年 月

条例的另一条，即第5条，清楚地表明条例的撰写者对于财政司可能发出过多的证明书有些担心。银行券的发行数量可能超过当地的需要。可能对于发行量尚需加以进一步限制。

第5条的内容是：“本条例中没有授权任何发行银行过量地发行票券，发行量的上限均由管理这类票券发行的条例或章程加以规定，而财政司在根据本条规定发出证明书时，应当考虑到这些上限规定。”

管理发行银行的一些条例也提及外汇基金发出负债证明书一事。在那些条例中，银行被允准获得负债证明书。例如，1929年的汇丰银行公司条例准许该公司首次发行6,000万元银行券，条文写道：“见票即付的银行券，其发行和实际流通数量可以超过上述的6,000万元，只要是业已按照外汇基金条例第4(1)条的精神，根据该条例对发给银行的负债证明书的规定，在外汇基金帐户中，向香港政府财政司作出了一笔金额同实际流通的超额发行的银行券面值相等的偿付。”(第11.3条)。

这些条例中有一组三条相互关联的条文值得注意。第一，外汇基金条例的撰写者们清楚地意识到有必要对银行券的发行数量实行限制或控制。第二，财政司“……受权发出……负债证明书……”。第三，汇丰银行公司“……如果已向外汇基金付出了抵充……负债证明书〔的款项〕，则可发行”银行券。由此可见，财政司有权发出负债证明书，而发行银行如果获得了负债证明书便有权发行银行券。这样一来，客观的情况是，负债证明书的获得以及银行券的发行量均不在政府的掌握之中，因为政府没有作出任何限制或控制的规定，尽管它清楚地保留着这样做的权利。

为了对香港的货币供应提供有效的控制，只需要对外汇基金条例第5条作一个改动。可以在这一条后面增加下列文字：“自1984年9月1日起，财政司将在每一个紧接着的月份的第一天增发未偿清的负债证明书。增加的数额将为前一个月初未偿清额的百分之一的一半”。这样，逐月相加，负债证明书的发行量每年可增长6%。

对于管理香港货币供应的规则作这一简单变动将赋予港元极大的稳定性。香港需要稳定的货币来支持它那世界第三大金融中心的地位。香港也需要稳定的货币来确保从现在起到1997年以及1997年以后经济的稳定和繁荣。

下列诸章将讨论是什么导致了港元在外汇市场上跌价，货币的实质是什么，固定汇率制度应当如何运行，构成香港货币的基础是什么，以及未偿清负债证明书数量上的稳步增长会怎样有助于保持香港的繁荣等问题。

注 释

①1984年3月，香港政府提出了一项议案来修正本段——在“这种负债证明书的面值”之后插入了下列文字：“或者以财政司确定的外汇和汇率的等量值”。提出这项补充的意图是明确表示财政司有权使负债证明书的价格与外汇挂钩。

第二章 美元高价阐释

1982年,我认识的一位美国人谈妥了一项在香港工作、以港元支取报酬的合同。当时的汇率为5.85港元兑1美元。他接受了那工作,居住在香港,而且和大多数香港居民一样,尽情享受广东菜的美味。

他现在是不是因为港元与美元的兑换率为7.80:1而境况变差了呢?这个问题需要有一个特定的比较环境才能回答,即“与……相比较境况变差了”。

假如我的朋友在美元汇率从5.85港元升到7.80港元以前,拥有以美元计值的资产,那末他现在手中拥有的港元比过去多了;因此如果以港元来衡量财富的话,可以说他比以前富了。假如他将全部香港薪金都花费在香港购买物品,而且假定香港的物价一般说来没有什么大的变动,那末他既不便宜也不吃亏。

假如他要买进美元以便在美国投资,或者购买从美国进口的物品,那末他那固定的以港元支付的薪金所能购得的东西比过去少了,所以他吃亏了。

问题是当美元价格上升时,谁是得益者,谁是损失者?有些人占了便宜,有些人吃了亏。有些人在某种资产上赚了,而在其他资产上亏了。但这是一场得失相当的游戏。有一个输家就有一个赢家。将赢的正数与输的负数相加,所得之和为零。一般而言,美元从5.85港元涨到7.80港元时,港人的生活

既没有因此而变得更好，也没有变得更糟。出口商从销售中获得了更多的港元，而进口商则他们的进口货付出了更多的港元。

阅读 1983 年美元升值期间的报纸，人们会以为这种形势意味着每个人都遭了难。

约翰·G·格林伍德发表了一个很恰当的看法：只要能采取一种明智合理和切实可行的货币管理制度，即使人们对于香港 1997 年以后的前途普遍地感到不确定，我们也看不到有任何理由不能使港元保持坚挺。（《亚洲货币评论》，1983 年 9 月——10 月，第 11 页。重点符号是他加的。）

换言之，如果对通货增长不加控制的话，港元很可能会增长，然后就会贬值。所有的物价都将上涨，包括用来购买进口货的美元的价格。但是通货膨胀以及美元涨价的根源是港元的增长。由此可见，香港的通货膨胀并非报纸上经常说的是因为美元价格高而引起的。恰恰相反，美元的高价在很大程度上是香港通货过度增长的结果。

当美元价格为 8.00 港元时，某些观察家认为，根据基本的经济原则，它实际上应该只卖 6.50 港元。但是最基本的莫过于自由市场了，在那里，购买者心甘情愿用 8.00 港元来买美元，而美元供应者也乐意以此价格出售之。自由市场决定价值，这反映了基本的经济原则。

最近，美国联邦储备银行董事会的董事亨利·C·沃利克论述了最近的美元价值问题。^①他说人们常常听到“美元定价过高了”以及“美元的市场汇率总是正确的”。这两种矛盾的说法是可以调和的。让第一种说法指美元定价在商品贸易和劳务贸易的国际收支平衡上的作用。这样，如果美国的进口是入超的，那末美元肯定是定价过高了。美国货对于外国

人来说太贵了，买不起；而美国人买外国货却感到很便宜。

但是，市场汇价能结清市场。市场的供求反映了所有交易的总合，不仅只反映那些有关货物流动的交易，而且还包括各种资本流动的交易。正确的汇价——市场汇价——并不必然等于使货物进出口达到平衡的汇率。经济学家应当象沃利克先生那样费心作一些解释：我们说自由市场上的市场汇率是正确的汇率，是从它是市场结清汇率这个意义而言的，即使按照那个汇率，进口值可能与出口值有所不同。

今天，当经济学家们评论说，美元兑7.80港元的汇价反映了港元价值的贬低，他们的意思究竟是什么实在不清楚。在这一汇率下，对美国的出口看来行将增长。由于出口额高和进口额低，香港可能出现贸易顺差。但因为这是一个钉住的汇率，人们无法判断此汇率能否结清既包括商品流动又包括资本流动的自由市场。

美元汇价从1982年末的6港元升至1983年6月初的7.28港元，然后又于9月中升至7.80港元。最后，在9月24日，一个黑色的星期六，有些美元竟以9.50港元的价格售出。（买进和卖出的差价将近1.00港元。换言之，如果你要出售美元，你能得到的最佳价格约为8.50港元。因此，9.50港元的行情是无市的。）这时，香港政府宣布它将“采取措施”来稳定港元。

三星期以后，在1983年10月15日（星期六），香港政府宣布，自10月17日星期一起，香港发行的通货以7.80港元钉住1美元。宣布决定时，美元在自由市场上的价格已达8.34港元。

美元高价的五种理由

为什么港元对美元的比价贬值了30%？是否因为英国和

中国关于香港前途问题的谈判消息不好？香港大多数报界人士和经济学家简单地认为对1997年后香港前途的忧虑是美元涨价的原因。但是，如果对经济原理作更仔细的察看，就不会支持这种看法。

从科学的观点看问题，一件事决不止一个起因。每一件事都是许多有关因素共同作用的结果。美元价格的剧升是五种基本经济因素共同作用的结果：

1. 美元在世界市场上的坚挺；
2. 香港的通货膨胀率较高；
3. 香港的利率低；
4. 港元存款的利息要征利息税，而美元存款的利息免征利息税；
5. 香港政府对货币供应缺乏控制。

首先，从1980年到1983年，美元相对于所有货币的价格都在猛升，并非专对港元升值。事实上，几乎每天都在报导美元价格在异乎寻常地上升。因此美元对港元的比价也可能猛升是不奇怪的。

第二，香港当地的通货膨胀率超过了美国的通货膨胀率。1983年，美国的通货膨胀率为3.7%，而香港为10%。这就使美元的价值更高了，因为美国货物的价格比香港产品低。

第三，香港银行公会在规定经常存户的储蓄存款和定期存款利率上具有作为当地银行的卡特尔的权力。该卡特尔所定的港元存款利率比美元存款利率低。许多投资者为了追求最高收益将港元存款转作美元存款。

第四，港元存款的利息要征税，而美元存款的利息不征税。这样，投资者也为了从此项税务优惠中受益而转存美元。确实，对于港元存款和外币单位的存款，过去一向征收同样的

利息税，直至1982年2月香港政府为了与新加坡银行竞争和吸引外国存款，取消了15%的外币存款利息税，但对港元存款仍保留了10%的利息税为止。于是，为了少缴这10%的税，大量存款转入美元储蓄。

第五，人们广泛地传说香港政府对于货币供应没有采取有效的控制。有好几次，政府唆使香港银行公会提高利率。据信这种人为的提高利率有助于减少对美元的需求。但此类措施受到经济学家和报界的广泛批评。颇有说服力的论点是，在缺乏有效的货币控制的情况下，银行卡特尔人为地提高利率是没有作用的。总之，公众被告知：香港政府很无能。有些人甚至暗示，香港政府故意要显得无能，以便向中国方面表示，如无好消息来临，香港的经济就会毁了。我认为这种看法毫无价值。

上述五种因素放在一起就充分说明了美元坚挺的原因。在这些真正的经济因素的混合物中注入催化剂后，便出现了一种爆炸性的形势。这催化剂当然就是关于1997年坏消息的估计。

俗话说：“那就是使骆驼最终垮下的那根稻草”。但须知骆驼身上的每一根稻草都构成了它负担的重量。究竟哪一根稻草压断了骆驼的背脊呢？每一根稻草都同样要负责任！

如果香港在过去二、三年间对货币增长确立了严格的控制，来自北京的消息绝对不会使它突然陷入如此程度的金融大恐慌。

要是同时再出现一组五种因素来威胁港元，香港政府将很难保持港元的稳定。但如果香港政府对于香港的货币供应有一套健全的控制办法，香港的经济当能经受住将来未预见到的问题，而且港元对美元的钉住汇率也可取消了。

对香港政治前途的信心问题可能在美元价格上产生短期影响,但是,如前所述,一种货币的长远价值取决于国民经济的生产能力和货币供应。信心在这个方程式中不是一个变量;但货币供应是一个变量。既然香港竞争性经济的生产能力毫无疑问地存在着,并能有效地控制货币供应,连同业已完成的废除利息税差别和取消对银行利率的控制等措施,大概就足以使人们恢复信心了。

美元的价值

美元之所以特别坚挺主要是美国货币政策的结果。从1972年至1979年年底,美元价格一直保持在5.00港元左右。从1980年开始美元价格几乎一直稳步上升(见《亚洲货币评论》1983年9月——10月号,第59页)。1980年发生了什么事?那是在1979年10月6日,另一个黑色的星期六,美国联邦储备银行开始认真实行其紧缩银根以及严格控制货币增长的政策。此后,美元平均升值30%以上,而港元对美元的价格则下降了50%。这样,美国货币的增长放慢了,香港的货币增长则没有。

但是尽管香港的货币在继续增长,尽管最好能使香港的货币增长得到较好的控制,在过去几年里香港的货币增长并未完全失控。对香港的货币增长缺乏适当的控制仅仅是港元对美元弱势的一个因素。

结 论

结论是:美国联邦储备银行造就的坚挺美元、比较低的美

国通货膨胀率、香港银行卡特尔制定的有利于美元存款而 不利于港元存款的利率、考虑欠妥的利息税以及缺乏货币控制等所有因素结合在一起,在 1983 年的夏季将美元价格推向了高峰。没有这些因素的存在,1997 年问题的谈判是不会对美元价格产生什么影响的。

注 释

①“正确的汇率”,刊于1983年8月19日《商业杂志》(Journal of Commerce)。

第三章 香港货币供应的计量

鉴于控制货币供应是维持一种货币单位的价值——它在当地和国外的购买力——的首要问题，殊有必要先来区别什么是货币和什么不是货币。

货币的量度标准经常变化，关于新量度的建议也不断出现。大多数国家公布几种货币量度，并标以 M_1 、 M_2 等。英国有一种称做 M_0 的量度现在很受欢迎。它包括“……公众间流通的和银行持有的纸币和硬币以及银行在英格兰银行银行部的存款”。①

某些经济学家建议，在汇总货币资产时，货币供应中的某些组成部分应当比另一些组成部分多加一点权数。该论点认为，转手比较频繁的重要货币理应比不重要的货币多一些权数。其他经济学家则认为，控制债务总额虽然实现比较困难，但可能在指导货币政策上是一个较好的聚合体，因为它与收入的关系比大多数货币量度单位更为密切。②

米尔顿·弗里德曼多年来一直建议，政府应当控制与国民收入相互关系最密切的那种货币供应量度单位。不过他在这个问题上并不特别坚持，他认为所需要的只是对任何一种货币聚合体的控制。③

可以给货币下这样的定义：人们在当地经济中用以清偿债务的任何东西。这说明了货币在一种交换经济中的主要功能。简言之，货币就是发挥货币作用之物，而不能完成货币定