



澳門匯率制度與貨幣政策

Política Monetária e Taxa Cambial de Macau

馮少榮

著

澳門公共行政管理學會

出版

65.9

澳門匯率制度與貨幣政策

澳門公共行政管理學會出版
一九九七年十一月

澳門匯率制度與貨幣政策

作 者：馮少榮

封面設計：譚頌華

出 版：澳門公共行政管理學會

版 次：1997 年 11 月第一版

印 數：1,200 本

排 版：新藝電腦植字排版公司

印 刷：華輝印刷有限公司

定 價：澳門幣 45 元

ISBN 972 - 97519 - 0 - 0

目 錄

第一章	澳門匯率與貨幣政策概述	1
	一、研究背景及動機	1
	二、匯率制度與宏觀經濟穩定	3
	三、匯率制度與經濟增長	6
第二章	澳門貨幣發行與匯率演變	9
	一、澳門貨幣的歷史.....	10
	二、澳門幣匯率的演變.....	13
	三、澳門幣的發行.....	14
	附錄：澳門貨幣大事記.....	16
第三章	澳門外匯金融管理機制	18
	一、澳門的金融外匯管理機構.....	18
	二、中央銀行與澳門貨幣暨匯兌監理署.....	21
	三、貨幣發行局.....	23
	四、貨幣發行局的利與弊.....	25
	五、貨幣發行局在澳門的利弊.....	28
	六、香港在貨幣外匯的新措施.....	30
	七、澳門對新措施的需要性.....	32
	八、小結.....	36
第四章	匯率制度的選擇	38
	一、固定匯率制度.....	38
	二、浮動匯率制度.....	41

三、浮動匯率的優點·····	45
四、浮動匯率的缺點·····	47
五、固定匯率和貨幣發行局·····	48
六、香港經驗·····	50
第五章 八十年代以來澳門的經濟表現 ·····	55
一、澳門經濟表現概況·····	55
二、宏觀經濟表現·····	59
三、小結·····	71
第六章 匯率制度與經濟成長 ·····	73
一、概述·····	73
二、匯率制度與宏觀經濟表現之關係·····	74
三、貨幣發行局對經濟成長的作用·····	77
四、貨幣發行局對經濟成長的制約·····	82
五、小結·····	84
第七章 澳門貨幣的最適量通貨區 ·····	86
一、支持現行制度之原因·····	86
二、現行制度之不足與改善·····	91
三、澳門貨幣的最適量通貨區·····	94
四、現行制度的可能更改方案分析·····	99
第八章 結語 ·····	103
後記 ·····	107
參考書目 ·····	108

圖表目錄

表 1、澳門貨幣供應量組成比例(1991 - 1996)	11
表 2、澳門地區公共財政賬目(1991 - 1996)	25
表 3、澳門非金融性操作結餘(1991 - 1996)	29
表 4、澳門幣基本流動資金(1990 - 1996)	34
表 5、澳門金融體系之存款貸款狀況(1990 - 1996)	34
表 6、澳門銀行貸存比率(1984 - 1996)	35
表 7、澳門銀行體系基本負債及現金儲備(1988 - 1996)	35
表 8、澳門外匯儲備之變化(1985 - 1996)	49
表 9、香港經濟表現(1972 - 1993)	52
表 10、澳門工業之增長(1979 - 1995)	56
表 11、經水路來澳旅客人數(1970 - 1996)	57
表 12、澳門出入口貿易(1979 - 1996)	58
表 13、澳門總體經濟表現(1982 - 1996)	60
表 14、澳門、香港、美國三地通脹之比較(1979 - 1996)	61
表 15、澳門貿易條件之變化(1982 - 1996)	66
表 16、港元匯率指數(1979 - 1984)	68
表 17、新港元匯率指數(1985 - 1992)	69
表 18、澳門名目有效匯率(出口 + 入口)(1986 - 1996)	70
表 19、澳門幣與主要外幣平均兌換價(1988 - 1996)	71
表 20、美國、日本、泰國九十年代以來的經濟表現(1990 - 1996)	74
表 21、澳門宏觀經濟結構(以市場當年價格計算)(1982 - 1996)	78
表 22、澳門幣存款利息(1986 - 1996)	80
表 23、澳門幣利率——澳門銀行同業拆息(MAIBOR)(1989 - 1996)	81
表 24、九十年代以來澳門實質利率(1990 - 1996)	82
表 25、按種類計算的澳門消費物價指數變化值(1990 - 1996)	83
表 26、澳門幣與主要貿易伙伴匯價之變動(1985 - 1995)	90
表 27、澳門平均存款利率之變化(1984 - 1995)	93
表 28、澳門幣最適量通貨區評分表	99

第一章 澳門匯率與貨幣政策概述

一、研究背景及動機

1906年，澳門開始擁有本地貨幣——澳門幣(Pataca)，揭開了澳門貨幣的歷史。澳門經濟發展及不上香港和廣州等華南地區，在本世紀初，澳門面積僅得16平方公里，在1910年，總人口約為7.5萬，當中七成以漁業為主，澳門受地理環境所限，欠缺天然深水港，沿岸水深一般祇有0.5米以下，不利於航運發展，對外貿易很大程度上需要依賴香港。況且，香港早於1845年已開始發行港元紙幣，匯豐銀行亦於1865年起加入發鈔行列，使港元逐漸流通於華南地區，因此，澳門幣在商貿中心的地位，遠不及香港貨幣或其他外地貨幣。

在澳門幣誕生至今的近百年裡，澳門幣不但未能在國際上以至區域內成爲一種通用貨幣，即使在澳門，其流通量亦較港元爲低，以1989年爲例，港元和澳門幣在M1中分別佔50%與40%；在M2中的比例更分別爲55%與21%，出現了明顯的貨幣替代現象。1988年以後經由政府立例規範澳門幣在本地的使用後，情況雖然稍有改善，但在1996年，港元和澳門幣在M1中的比例仍爲47%和42%；在M2中之比例則爲55%與30%。

澳門幣的匯率，1906年至1977年間，採用與葡萄牙貨幣士姑度(Escudos)固定聯繫制度；1977年到1983年，澳門幣放棄了與士姑度聯繫的機制，改與港元掛鈎，之間的匯率曾作多次調整。由於此一時期港元是採用自由浮動的匯率制度，故澳門幣與外國貨

幣的兌換價亦自由浮動。到了 1983 年 10 月 17 日以後，隨着港元與美元聯繫匯率的建立，澳門幣自動跟隨港元與美元掛鈎，形成了新的固定聯繫匯率機制。

實質上，澳門幣經歷了固定——自由浮動——固定的一個過程。對於世界各國而言，固定匯率和浮動匯率制度孰優孰劣，仍然是衆說紛紜，浮動制的擁護者約翰遜(H. G. Johnson)便認為採用浮動匯率制，可以保障貨幣、財政和其他政策工具的自主性，更重要的是可以維持國家的自主與獨立^①。然而，浮動匯率所帶來的不穩定因素亦是不容忽視的，尤其是當遇上國內經濟政治出現波動時，很容易導致匯率的動盪進而引發更大規模的經濟波動，而且貨幣發行量和信貸量的調控也不易找到適當的政策和工具。香港在 1983 年受到中英會談影響而引發的港元危機是其中一個例子。

近百年來，澳門貨幣經歷了若干不同時期，從其發行的情況看，澳門幣最早期由葡萄牙批准發行，到了八十年代澳門發行機構(IEM - Instituto Emissor de Macau)成立，逐步形成透過對外資產淨值(net foreign assets)來主導澳門幣發行的今天貨幣體系。在漫長的歲月裏，澳門絕少運用貨幣政策進行干預，在外國慣常使用的利率政策、貼現窗等都不見在澳門出現。即使在 1974 年因為葡萄牙革命所引起的連串匯率波動，以及在七十年代末至八十年代初中英談判掀起的港元危機所導致本澳的匯率變動，政府亦沒有進行具體干預。到了 1983 年以後，香港採用與美元聯繫的匯率政策，澳門幣則通過與港元固定匯價間接地與美元掛鈎，在此機制下，各種金融及貨幣政策的使用更受限制。

1987 年，中葡兩國政府正式簽署聯合聲明，澳門的管治權將於 1999 年 12 月 20 日交回中國政府，成為一個特別行政區。

1993 年 3 月 31 日，澳門基本法正式獲全國人民代表大會通過，規定了澳門特別行政區保持原有的資本主義制度和生活方式五十年不變。

1995年10月16日，中國銀行澳門分行加入發鈔行列，結束了自1906年澳門大西洋銀行專營發鈔的局面。

澳門已步入後過渡期的中段，在未來幾年以至在二十一世紀，澳門現行的貨幣和匯率制度是否有需要作出若干調整，使之更能適應和配合本澳的社會經濟發展，是一個不甚惹人注目卻十分值得探討的問題。不少經濟學者和官員紛紛就香港未來的金融發展和港元的聯繫匯率制度進行分析和評論^②，而性質類似於外國中央銀行的香港金融管理局亦陸續引入一系列的新措施，諸如新的銀行結算系統、貼現窗等，以求在貨幣政策方面更能有效地實施控制銀根的措施^③，澳門方面是否也應當作出相應的調整呢？這是本書要探討的問題。

二、匯率制度與宏觀經濟穩定

本書共分八章，第二章回顧澳門貨幣發行及匯率制度的沿革，第三章討論其貨幣及外匯管理機構。以此二章作為基礎，接着從短期穩定及長期增長方面分別探討現行澳門匯率制度的優劣。

從宏觀經濟的角度，一個國家或地區所運用的經濟政策之最終目標，乃求得到充份就業、物價穩定、經濟增長以及國際收支平衡。簡單而言，即求短期之內外均衡且兼顧長期增長。

不同的匯率機制與物價穩定之間的關係，很大程度上視乎該國或地區對外開放程度(degree of openness)^④。在澳門，主要的食物、日用品、原材料、機器等均需要入口，匯率的變動自然會引致入口貨品價格的波動，例如在1995年美元兌日元的匯價持續下跌，澳門的日本進口汽車、家用電器等就紛紛調升售價。

由於澳門所採用的是港元——美元聯繫匯率，故不得不忍受近年來由於美元兌外幣下跌所導致的入口貨品價格上升。本澳主要貿易伙伴的通脹壓力，非常容易影響到本澳的通脹，此乃輸入性

通脹問題(imported inflation)。

從 1983 年 10 月至今，澳門幣一直維持與港元的固定匯價即 103 澳門幣兌 100 港元，而港元亦同樣保持着每 7.8 港元兌換 1 美元的中心匯率，並祇允許有限度的上下浮動。經過了十三年，由於各地的經濟發展、通脹各有不同，若以現時的購買力平價理論(purchasing power parity)再作衡量，相信會與此固定之匯價有所出入。換言之，固定匯率容易造成匯價的扭曲，以澳門為例，由於從八十年代中至九十年代初每年的經濟增長均為雙位數，通貨膨脹率亦遠較美國為高，故一直被認為澳門幣的匯價被高估，而高估的匯價雖可視作入口的有利條件，但以澳門如此一個完全依賴出口貿易的經濟體系，勢必導致出口價格偏高的局面，進而削弱了澳門的競爭能力。

固定匯率另一缺點，是喪失貨幣自主權，無法執行獨立的貨幣政策以在需要時作出穩定經濟的措施。例如利率政策，本澳的利率，必須與香港和美國保持一致的步伐，故無法可以運用利率政策來收緊貨幣流通。

固定匯率雖有不少缺點，但從本澳的情況以短期分析而言，卻始終是利多於弊。

澳門是一個完全依賴入口的地方，工業則依靠出口為主，故此，外貿是本澳經濟的關鍵，保持外貿穩定是維持澳門經濟穩定發展的重要因素。由於固定匯率能使工商界更容易計算原材料和商品的價格，避免因匯率波動而受影響，實大大便利出入口貿易。況且，一般聯繫均選擇主要貿易伙伴之貨幣掛鈎，而美國和香港乃本澳之重要貿易伙伴，且美元是國際上最常用的交收結算貨幣之一，選擇港元——美元作為掛鈎貨幣對本澳外貿有着穩定的作用，美國在 1994 年佔澳門總出口額的 37%，達 55 億澳門幣。香港則是本澳最大的入口地區，佔了本澳入口貨品總值的三分之一。在澳門還未有成熟的金融市場能提供有效驅避匯率風險之工具時，固

定匯率制之重要性更為明顯。

雖然現時澳門幣的匯價有可能被高估，但對整體出入口所帶來的影響究竟是好是壞，需要對出口和入口商品的需求彈性來分析。若以澳門的實質情況看，本澳所有賴以生活的必需品以至高級消費品和原材料均需入口，即使入口價格上升，總體上需求不會產生太大變化；反觀本澳之出口，主要為紡織品、成衣、玩具，在國際市場上受到的競爭壓力甚大，若本澳之匯率調高，出口所受之影響頗大。

對於輸入性通脹的問題，香港大學經濟學院教授饒餘慶在其著作中比較港美兩地的通脹率時，發現從八十年代中期至九十年代初，兩地的通脹正不斷拉遠距離，從1986年香港低於美國0.4%，逐年上升至1991年高於美國7.7%。澳門的通脹率在1989年為8.8%，1990年為8%，1991年達9.6%，比香港同期低出2%，比美國卻高出4%~5%，故明顯看出，聯繫匯率制度並非通脹的唯一來源。

香港高通脹的原因，極有可能是結構性通脹，即由於香港處於經濟轉型期所呈現的通脹現象，例如因為第三產業的急速發展而導致的工資增長。

澳門與香港有着類似的情況，更主要的，是從八十年代起，中國逐漸成為本澳另一個主要入口貿易國，以1994年為例，中國和日本僅次於香港，成為本澳第二、第三大入口國。中國產品由於中國的高速度經濟發展而價格不斷上升，日本商品則因為匯率的上升而向上調整價格，使本澳的商品價格亦隨之上升。另一方面，澳門在九十年代初的高通脹現象，極有可能是來自房地產此一類非貿易財(nontradable goods)的價格飛躍，造成租金上升所導致。

在固定匯率制度下，中央銀行無論欲收縮或擴張銀根，都遠比浮動匯率困難，這一點我們可以通過一個簡單的孟德爾——費列明模型(Mundell-Fleming model)得知，在固定匯率制度下貨幣

政策並無實質效用。換言之，政府無法通過運用貨幣政策來干預金融貨幣市場，亦無法以此進行擴張經濟的活動。

澳門與香港情況有異，香港與美元的聯繫匯率允許一定程度的波幅，有所謂投機的出現，故港元會受到匯價的壓力。為此，香港政府不得不考慮採取若干措施政策來控制銀根，但澳門的匯率是完全固定聯繫於港元，並不存在波幅，加上本澳沒有股票市場，亦非國際金融中心，故匯價不會受到投機的壓力，亦沒有需要採用特別政策以穩定匯價。

對於上述問題的探討是本書第四及第五章的內容。

三、匯率制度與經濟增長

從短期分析，可以看到固定匯率制度較適合本澳的環境，若作長期分析，則必須考慮澳門的長期經濟增長。第六章即分析匯率制度與長期經濟成長的關係。

衡量澳門的經濟成長，可以用國民生產總值(GDP)或人均生產總值(GDP per capita)的變動率，而後者因為把人口增長因素亦考慮在內，更能反映經濟增長的形態和內涵。

基本的新古典增長理論(Neo - Classical Theory of Growth)指出，資本累積是經濟增長的主要動力之一，而投資乃是資本的增量。資本的增加，可以轉化成為增加生產的各種有型或無型投入，如購置機器設備、引入新技術、提高教育水平等。如果資本累積速度較勞動力成長快速，即出現所謂資本深化現象，可以令勞動生產力在某一階段內上升^⑥，從而令人均產值增長。也就是說，一個地區的經濟成長，有賴投資的增加。

影響投資的因素有很多，如利率、儲蓄率，對澳門而言，貿易條件(terms of trade)亦是一個重要因素。一個地區的貿易條件下降，即入口商品價格的相對上升，在澳門這樣一個完全依賴入口地

區，原材料和機器設備價格上漲必然會導致投資回報的降低，繼而導致投資額下降，最終導致地區的經濟成長放緩。

以長期分析而言，固定匯率機制和地區經濟實質成長而導致的差異，極易造成匯價的扭曲，使貿易條件不斷惡化，影響了本地的國民生產總值。入口價格的上漲亦會影響投資的意欲，出口商品價格下降雖有利於擴大出口，卻影響了投資的回報，對需要引入大量機器和技術的工業投資發展有負面影響。

由於受聯繫匯率的限制，本澳的利率須跟隨香港和美國保持一致，從八十年代中至九十年代初，美國因為經濟衰退，不斷降低利率以刺激經濟，本澳亦跟隨調低利率，以 1993 年為例，儲蓄存款利率僅為 1.25%，近年雖因美國經濟復甦而提升，在 1994 年底亦祇有 3.5%，遠低於通脹水平。

雖然低利率可以刺激私營部門的投資，若以本澳的情況分析，由於外來投資甚少，故投資的資本主要依賴本地儲蓄。低利率無疑會令儲蓄意欲降低，因為若果考慮通脹在內，近十年來本澳實質利率均為負利率，很多市民寧願把資金轉移到其他方面，如購置房地產、股票等，亦即可供資本性投資的資金相應減少，造成對發展工商業長期貸款的影響。

固定匯率制度從長期分析既然會影響生產，有礙經濟增長，是否意味着從長遠角度看有必要調整現時的固定聯繫機制？是回復浮動匯率，抑或改與一藍子貨幣掛鉤？又或者調整現時的固定匯率至另一水平，使之適應本澳的經濟發展情況？當中每一種改變，都牽涉到管理、人材和技術上的種種問題和困難。除了要考慮經濟上的承受能力之外，是否有足夠的人力、機關、法例、機制進行操控和監管，仍需要作更詳細深入的分析和研究。第七章通過探討澳門幣的最適量通貨區檢討澳門匯率制度的各種可能變革。

註釋：

- ①見 H. G. Johnson, "The Case for Flexible Exchange Rates, 1969", 1972, P. 199.
- ②研究香港貨幣金融的著作甚多, 除散見於各類經濟刊物外, 亦有專著出版, 如饒餘慶的《走向未來的香港金融》。
- ③1988 年香港政府頒佈一系列新的貨幣金融管理措施, 包括新的銀行結算系統、外匯基金票據、貼現窗等, 強化穩定港元匯價的機制, 見 Andrew F. Freris, "The Exchange Fund and Monetary Policy", 1991, Chapter 2.
- ④Degree of openness 指經濟體系與外國經濟交易之規模, 常用之指標有出入口對國民產值之比率。
- ⑤新古典增長理論假設資本回報率遞減, 所以隨着資本的日積月累, 其所能帶動的增長越不顯著。

第二章 澳門貨幣發行與匯率演變

“發展”是一個連續的時間過程，因此，研究一個國家或地區的匯率或匯率機制，不能忽視其貨幣史。本章分別回顧澳門的貨幣發行及匯率制度史，作為本研究分析部分的一個基礎。

匯率是貨幣的對外價格(external price)，例如，對澳門居民來說，我們若單純地說新加坡壹元，或港幣壹元，其價值為多少我們難以知曉，但如果我們說它可以分別兌換成澳門幣 5.6 元和 1.03 元，我們就可以具體地明白其價值了。

沒有國際貿易，也就不存在匯率問題，除非在一個完全封閉的地區，方可能會有貨幣而沒有匯率；祇要一涉及對外貿易，我們就需要解決兩地的物價問題，例如必須通過某種手段，把別國的物價轉化為本國的價格，否則就難以進行交易。

一國貨幣的匯價，一般而言，皆受到其貨幣發行量的影響。從貨幣數量學說中我們可以知道，在貨幣需求函數相對地穩定，且其他條件不變之情況下，貨幣供應的增加會導致通貨膨脹^①。而此一學說應用於國際金融上，可見貨幣量增加首先導致價格上升，繼而令貨幣有貶值的壓力，亦即匯價下跌。

在一個開放的經濟體系中，如凱恩斯學派的簡單開放 IS - LM 模型，當增加貨幣供應時，會引致國內利率下降，並導致資金外流，從而使匯價下降。對一個細小的開放型經濟地區而言，外貿是其經濟的重要一環，因為內部市場基本上是細小的。由此，對澳門來說貨幣、貨幣發行和匯率之間的關係密切。

一、澳門貨幣的歷史

澳門擁有自己的貨幣，最早可以追溯到 1906 年，在此之前，澳門並沒有本地貨幣。

澳門的開埠，始於 1535 年。而葡萄牙人則約於 1553 年抵達這個珠江口岸的小漁村，由此以至 1888 年中葡友好通商簽署一段時間內，葡人在澳門逐步開展商貿，在 1583 年成立議事局，又於 1623 年由葡印總督任命了首任澳門總督，開始了在澳門進行葡人自治，一直至十九世紀末。另一方面，中國政府仍然一直在澳門行使主權，而且在澳華人也以中國風俗法規為依歸，在澳葡人一樣依照中國法例向中國政府交納地租、商稅。在此段日子，澳門主要是使用中國貨幣。

從十九世紀開始，葡人在澳活動逐漸頻繁活躍，在此地所使用的貨幣也變得多樣化，除了一般中國居民常用的銀元、銅元外，墨西哥銀元(Pataca Mexicana)則成為主要的商業匯兌貨幣，在當時，墨西哥銀元是遠東一帶包括香港、中國沿海的主要通用貨幣。民間還廣泛使用由銀號發行的憑單(Pang Tan)，憑單其實是變相的流通紙鈔，銀號等如發行銀行，這種由各銀號自行發行憑單的情況實質上相似於我們所認識的自由銀行制度(free - banking)^②。

到 1865 年，香港上海匯豐銀行開始在香港成立並發鈔，由於匯豐銀行在中國內地深具影響和得到市民的信賴，加上紙鈔遠比銀元在攜帶和使用上方便，港元鈔票遂迅速成為流通粵、港、澳的主要貨幣，取代了墨西哥銀元的地位成為往來貿易的貨幣。在澳門，這種情況一直持續，即使到了出現本地的貨幣澳門幣(Pataca，又稱 MOP)之後，甚至在現時，港元依然是在澳門廣泛流通的外幣，比之本地貨幣的存量還要多，這種特殊的通貨替代(currency substitution)現象在世界上是少見的。在 1996 年，港元在澳門貨幣存量 M1 和 M2 中分別佔了 47.5% 及 54.9%，而澳門幣在 M1

及 M2 中祇佔有 42.5% 及 30.5% (見表 1)^③。

表 1. 澳門貨幣供應量組成比例

		1991	1992	1993	1994	1995	1996
流通貨幣		822.8	968.5	1080.8	1197.8	1290.3	1426.8
M1	澳門幣	4475.9	6045.4	6491.8	6734.8	7323.2	8691.0
	%	27.6	28.8	31.5	35.8	38.5	42.5
	港元	9612.8	12032.0	10966.8	9978.3	9750.8	9719.5
	%	59.2	57.3	53.2	53.0	51.3	47.5
	其他外幣	2140.0	2910.3	3144.2	2096.5	1936.5	2027.9
M2	澳門幣	9543.7	12042.0	14136.5	16563.4	20126.1	22834.4
	%	22.8	23.9	26.2	27.1	29.0	30.5
	港元	21404.9	25578.4	27466.4	33848.8	38985.8	41046.0
	%	51.1	50.8	50.9	55.5	56.3	54.9
	其他外幣	10952.0	12754.2	12353.3	10606.7	10172.4	10864.0
居民存款	澳門幣	8721.8	11074.2	13057.0	15365.5	18845.8	21407.8
	港元	21410.0	25578.2	27466.4	33848.8	38985.9	41046.1
	其他外幣	10951.9	12754.2	12353.3	10606.6	10172.4	10864.1

資料來源：澳門貨幣暨匯兌監理署

澳門貨幣的發行和葡國大西洋海外匯理銀行 (Banco Nacional Ultramarino, 簡稱 BNU) 的歷史可謂息息相關。大西洋銀行於 1864 年在葡國里斯本成立, 享有在葡國海外屬地設立及經營銀行、發鈔等的專利權。1901 年 11 月 30 日, 大西洋銀行與澳門政府簽訂合約, 在澳門設立分行, 並擁有在澳門發行鈔票的特權。1902 年 8 月 8 日, 大西洋銀行正式在澳門成立。