



多元貨幣論

A Theory of Multiple Currency

兼論“一國兩制”下的貨幣理論與策略

Including a Discussion on the Theory and Strategy of the
Currencies under "One Country, Two Systems"

蕭志成 著



澳門基金會 出版

新 澳 門 論 叢

多 元 貨 幣 論

澳門基金會出版

澳門基金會 出版

吳志良 主編

新 澳 門 論 叢

多元貨幣論

作 者：蕭志成 (Ricardo Chi Sen Siu)

封面設計：李耀斌

出 版：澳門基金會（澳門郵政信箱 3052 號）

E-mail: fmac@macau.ctm.net

版 次：1999 年 9 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

發 行：澳門文化廣場有限公司

定 價：澳門幣 65 元

ISBN 972 - 658 - 119 - 2

© 版權所有，翻印必究

新澳門論叢序

澳門經過近十多年的高速發展，正在步入一個現代化的進程。這一進程，依本人淺見，可以劃為經濟現代化和政治現代化兩部份。經濟的現代化，需要依賴大力應用高新科學技術手段和工具，推動經濟結構的變化與產品的升級和多元化。而政治現代化，從本質上是觀念的現代化，因為價值觀念和社會結構的變遷是緊密相聯互動的。

現代政治理論學家阿爾蒙德(Gabriel A. Almond)和韋伯(Sidney Verba)認為，現代主義的標籤之一，就是對於不斷的變遷和革新給予肯定的價值，並承認其將革新加以制度化。另一位發展理論學者埃德溫(Cyril Edwin)也指出，現代化過程是一個包羅各種因素的變遷過程，涵蓋面包括知識、政治、經濟、社會和心理等五大活動。而在知識層面，現代社會的特徵恰恰是有關人類及其環境知識的大量積累，並透過各種手段傳播擴散之。所以說，觀念的現代化，又離不開文化的基本建設。而繁榮學術研究，鼓勵理論探索，整理出版有關本地政治、經濟、社會的論著，則是文化建設的基礎。

1988年開始的澳門過渡期，為澳門社會現代化提供了千載難逢的契機。過渡期內中葡良好合作，又為此創造了不可多得的條件。能否抓住契機，利用條件，就看我們對新理念新思想的悟性和接受能力，就靠我們識別新事物的眼光和催生新事物的努力了。

澳門經濟工業轉型，不僅已成為社會各界人士的共識，一些企業和企業家已經着手準備，實踐有關的構想。居民觀念的現代化，也在內部發展和外來文化的衝擊下，日漸形成一種趨勢。參與促進此一趨勢的良性發展，既是每一個澳門居民的責任和義務，也是澳門新一代加速本澳社會從傳統往現代過渡、共創澳門美好未來的機遇與挑戰。

在某種意義上，《新澳門論叢》是《澳門論叢》的繼續和發展，目的仍是研究澳門，宣傳澳門，開闊思路，擴大視野，但也期望無論在裝幀設計還是學術水平上均有所改進和提高。作者的支持信任，讀者的關心愛護，將是這套叢書成功與否的關鍵。藉此機會，祈求作者讀者的祝福，也向他們表示衷心的感謝。

吳志良

1995年3月

序

《多元貨幣論》是蕭志成先生攻讀中國人民大學博士學位所撰寫的博士論文，經修改後予以出版。在貨幣理論研究領域，經濟學家主要研究一個國家法定貨幣的流通，很少涉及一個國家幾種法定貨幣流通問題，關於多元貨幣流通的研究還是一個空白點。蕭志成先生的《多元貨幣論》無疑開拓了貨幣理論研究的新領域。在貨幣政策探討方面，世界各國的經濟學家和貨幣主管當局，着重探討一個國家一種貨幣的貨幣政策問題，包括貨幣的供應與需求，貨幣政策目標，貨幣政策工具等，很少研究在一國存在多元貨幣的條件下，如何實施貨幣政策。蕭志成先生的《多元貨幣論》為一個國家存在多種貨幣的貨幣政策研究提供了先例。

按照傳統的貨幣理論，一個國家祇有一種法定貨幣流通，不允許存在多種貨幣流通現象。綜觀世界各國基本上實行的都是單一貨幣流通，並有在一個經濟區域內若干個國家的法定貨幣合併為單一貨幣的趨勢，歐洲國家的歐元便是一個明證。但是，世界上確實也有個別國家實行或將來有可能實行多元貨幣流通，出現這種現象一般是由這些國家特定的政治、經濟條件決定的，中國即是一個明顯的例證。目前在中國流通的貨幣共有中國大陸的人民幣、香港的港幣、澳門的澳門幣、台灣的新台幣。隨着1997年香港的回歸和1999年澳門的回歸，中國對香港、澳門實行一國兩制政策，在這個政策的主導下，中國大陸、香港、澳門各自流通各自的貨幣，

各自有獨立的貨幣主管當局，獨立的金融體系，實行獨立的貨幣政策。在這種情況下，需要研究這幾種貨幣之間的關係，互相交錯的貨幣供應與需求的情況，貨幣政策的協調，以及在貨幣政策目標、貨幣政策工具運用等方面相互間的影響等。探討這些多元貨幣流通問題，對於確保中國大陸的人民幣、香港的港幣和澳門的澳門幣的穩定至關重要。蕭志成先生的《多元貨幣論》正是基於中國實行一國兩制的特定歷史條件，系統論證實行多元貨幣流通的必要性，在分析多元貨幣流通現狀，以及各種貨幣流通內在聯繫的基礎上，提出如何控制貨幣供應量，實施有效的貨幣調控，確保貨幣流通穩定的對策，並對多元化貨幣的未來發展趨勢及其合併的可行性進行了探討，從而為貨幣主管當局調控貨幣提供一定的理論依據。《多元貨幣論》是一部學術性很強的專著，值得一讀。

蕭志成先生和我一起學習和工作了四年，現已結束學業，取得博士學位，應他的約請，寫了這篇序言，不當之處請讀者指正。

朱毅峰

中國人民大學財政金融學院 教授

1999年7月10日於中國人民大學

評 審 意 見

作者討論多元貨幣對本地經濟增長和發展的利弊得失，指出它既有促進經濟活動作用，但也可能成為經濟失衡的“催化劑”。由此，作者提出政府的政策、策略和管理的必要性和重要性。這樣的分析，符合港澳的現實，因而有現實意義。

論文對“一國兩制”原則下多種貨幣的研究，有創新意義。作者對港澳金融熟悉，無論從論文思路、理論分析、現實問題研究等方面，都有切實的意見可供參考。

王傳綸

中國人民大學財政金融學院 教授

隨着國民經濟的快速發展、改革開放的不斷深化，在中國大陸、香港、澳門，特別是華南地區，多種貨幣並存於同一區域經濟的現象逐漸明顯。針對這種地區性、全國性，以至國際性的多種貨幣存在與問題，論文作者逐步從貨幣的多元現象、區域性的多元貨幣問題，以及“一國兩制”下的貨幣理論與策略等方面，開創了貨幣研究的新課題，並提出了創新見解。這不論對理論建設和實際工作都具有重要意義。

施明義

中國金融學院國際金融系 教授

蕭志成同學的博士論文《多元貨幣論——兼論“一國兩制”下的貨幣理論與策略》，針對我國港、澳幣和人民幣在一些地區混合流通現狀，從理論的角度和策略的角度，論證其必要性和合理性，以此建立多元的貨幣理論及其策略。這是一個全新的貨幣理論和策略研究，具有重大的現實意義和理論意義。

王佩真

中央財金大學金融系 教授

摘 要

在研究一個經濟體系內的貨幣問題時，近代經濟學者和政策制定者都假設流通和運行於這個體系內的“貨幣”（貨幣在本文中的定義是廣義的），以及貨幣的衡量單位祇有單一的本地法定貨幣。但是“貨幣”及其衡量單位在西方各國的貨幣發展史中，卻並不是必然地具有和呈現出單一性這個特徵，而且早期的經濟學者對於“貨幣”的理解亦同樣沒有局限於單一的法定貨幣中。這是由於多於一種實物或可兌現貨幣同時流通於一個經濟區域內的情況，在西方的貨幣發展史中並不罕見。從經驗中可以總結出，多種貨幣並存不一定會導致各種貨幣之間出現惡性競爭。祇要本地的基本經濟因素良好，而且這些貨幣在市場內的流量和存量具有內生性（即取決於本地的實際經濟活動量），那麼各種貨幣在這個經濟體系內的角色就以互補為主（雖然在一定程度上有所重疊，但是各種貨幣在本地經濟體系內都是分擔着一些特定的經濟功能），縱使出現競爭的情況也是良性的。

在現代的不兌現法定貨幣制度下，特別是在不少發展中的經濟體系內，多於一種具有不同單位、不同購買力和不同國際地位的不兌現貨幣（本地法定貨幣和一種或多種外幣）——多元貨幣——同時流通和運行於一些經濟區域內的個案並不難發現。《多元貨幣論》是選取了港澳兩地，以及中國大陸的一些經濟區域內的多元貨幣現象，進行的專題研究。從各種經濟行為上觀察，以及通過有關迴歸分析和格蘭傑因果性等計量分析工具的驗證，證實港澳兩地的多元貨幣現象與當地的實際宏觀經濟表現是有着非常密切的關係。而這種特徵自國內的經濟改革和對外開放以來，亦呈現於大多數的經濟特區內。從經濟理由分析，多元貨幣具有實際的經

濟意義，同時反映了中港澳各地經濟結構的一些獨特性，例如港澳兩地長期以來均是高度依賴於外來的直接消費和投資，以及國內的經濟體系仍然處於發展中的階段。從實踐中可以觀察到，在港澳兩地，以及國內一些發展中的經濟區域內，多元貨幣現象與這些經濟體系高度依賴外來消費和資金的現象是相關的，而不是巧合的事件。與此同時，由於多元貨幣具有內生性，而中港澳各地的經濟結構和經濟制度（包括法定制度和民間在長期的市場交往過程中所建立起的一套市場博弈規則）在實踐中又存在着相當大的差異和差距，因此各地的多元貨幣現象，以及引致多元貨幣現象的經濟理由並不一樣。而這些差異和差距亦可以從有關計量分析結果的統計值中觀察得到。例如澳門幣在澳門地區內所佔有的實際經濟比重（在迴歸分析中的係數值和有關的統計檢定值）低於港幣，這反映了澳門地區的產業結構（特別是旅遊業和相關的零售服務業）長期以來高度依賴於香港地區的特性。雖然港幣在香港地區內是佔有主導的經濟地位，但是作為高度依賴於外來資金的一個自由港，外幣在當地經濟體系內所佔有的比重亦是具有統計的顯著性。此外，以各種實際的宏觀經濟變量，在反覆嘗試中可以獲得對外幣活期存款和儲蓄存款等具有高流動性的貨幣的單向格蘭傑因果關係，以及由此而可以進一步建立起對外幣存款量在不同時期內的變化量的一些預測模式（例如可以根據本地的非企業公共開支和出入口貨物的實際改變量等因素，準確地預測到香港地區的外幣儲蓄存款量在不同時期內的變化量的一個模式）都說明了外幣是港澳兩地在經濟發展過程中，平行於各地法定貨幣的、必不可缺的經濟元素。由於中港澳各地的多元貨幣問題都與當地經濟結構和經濟活動模式有着分不開的現實關係，因此多元貨幣在“一國兩制”下的延續性便具有現實意義——多元貨幣不單比單一貨幣更能有效地配合中國政府實施“一國兩制”的政策，同時亦有利於中國經濟體制在未來的整體發展。不過，中港澳各地原有的多

元貨幣運作模式在“一國兩制”下是會發生一些改變的，特別是人民幣、港幣和澳門幣在中港澳各地市場內的經濟關係和重要性等方面。而“一國兩制”這個客觀環境，亦是構成了中國境內的多元貨幣問題有別於一些發展中國家的一個主要因素。

從現象中觀察，以及從經濟理由分析，在現代的法定貨幣制度下，一個經濟體系內的貨幣，有可能呈現出多元性的原因（動力），可以概括為：第一，這是一個高度依賴出入口、外來直接消費和投資的經濟體系；第二，本地的產業結構是高度依賴於外向型的第三產業。如果後者是構成一個經濟體系內的多元貨幣現象的主要原因，那麼多元貨幣在流通領域內的顯著性亦會相對增加。而多元貨幣在實踐中是否能夠最終流通和運行於一個經濟體系內，則是同時取決於：第一，本地經濟體系所處的發展階段，以及外匯管理制度等兩個因素中的其中一個；第二，本地經濟個體對外幣的使用行為和習慣。

如果組成一個貨幣體系內的“貨幣”是多元的，而且當這種現象是具有經濟的顯著性和合理性，那麼有關貨幣的理論和政策研究便需要在多元貨幣的前提下進行；直接借用現代西方貨幣理論中的前提條件（即單一的法定貨幣），以及由此而建立的一些分析工具（模式）來研究這些經濟區域內的貨幣問題，是難以準確地揭示出問題的成因，亦難以對有關的貨幣問題進行有效的管理的。通過對大量數據和經驗的分析和研究後可以總結出，多元貨幣在中港澳各地經濟體系內所表現出來的顯著性和當中的現實意義，是意味着在研究各地的當前貨幣問題時，多元貨幣的假設是必要的。多元貨幣的假設與單一貨幣下的假設有着明顯的區別。首先，本地經濟個體在每一時期內的貨幣需求函數（行為），以及貨幣在本地市場內的供給函數，都是由本幣和外幣所組成。其次，多元貨幣在理論中的供求函數是具有多對多的關係，而且並不是每一個影響貨幣供求的因素都與貨幣供求量有着簡單的線性關係。這

是由於作為一個經濟體系(系統)內的其中一個元素,多元貨幣在實踐中的供求是取決於各種不同的微觀經濟行為,而這些行為是具有複雜性的(有關經濟個體在決策的過程中是同時受到主觀和客觀等因素的影響)。

在多元貨幣的假設下,貨幣替代的現象是必然會發生的。但是基於各種貨幣(特別是外幣)在市場內具有內生性和互補性的特徵,外幣對本幣所產生的替代效應,在某一時期內是可以趨於穩定的。從港澳兩地的經驗中得知,即使一些外幣兌當地法定貨幣的匯率在一段長時期內是固定的(例如美元兌港幣,或港幣兌澳門幣等匯率),而且兩種貨幣之間的息差亦是穩定的,但是貨幣的替代效應仍然存在。從經濟理由分析,在相對穩定的匯率和息差下所出現的貨幣替代效應是取決於交易動機。以澳門地區為例,有關計量分析結果顯示,在每一時期內存放於本地的港幣活期存款量,相對於澳門幣和港幣的活期存款總量的比例,是明顯地受到同一時期內,本地對外經濟部門的交易量在本地生產總值中的比例所影響。與傳統理論中的貨幣替代的概念有所不同,在多元貨幣的假設下,外幣除了可以通過各種金融資產的形式(投資或投機的動機),對本幣產生替代效應外(主要是取決於兩種貨幣之間的匯率和息差),同時亦可以通過流通和運行的形式,對本幣在一些本地交易活動中產生替代效應。此外,在中台港澳各地的特定環境中,一些貨幣之間(特別是人民幣與港幣之間)還呈現出具有經濟意義的雙向替代性。

從港澳兩地,以及國內一些經濟特區的實踐中可以概括出:多元貨幣對於一個高度依賴外來資金,以及外來直接消費的經濟體系(例如港澳兩地,以及發展中的國內經濟體系)而言是利大於弊的。如果外來消費和資金是構成本地經濟所得的主要來源和動力時,一些外幣在本地經濟個體的貨幣需求函數中所佔有的比重是相對顯著的。在沒有刻意,但是願意採用外幣的行為的驅使下,或

願意的動機是大於刻意的動機下，以及在供應量的制約下，外幣在本地經濟體系內是不會對本幣構成惡性競爭的。同時，適量外幣的存在還可以促進市場參與者的交易意慾和交易量，從而有助於本地的經濟增長。不過，多元貨在實踐中並非是“免費”的。外幣在本地市場內的流通和運行對本地法定貨幣是會構成一定的隱含成本。這種成本在缺乏有效管理和監察的情況下是有累積性的，當所累積的成本超過本地經濟體系在某一時期內的可承受程度，特別是當本地經濟進入調整期的時候，多元貨幣就有可能成為加速經濟失衡的“催化劑”。具體的表現是可以歸納為貨幣之間出現惡性競爭、外幣對本幣所產生的替代效應亦呈現出異常的波動等徵兆，而貨幣市場的動盪便會使商品和勞務市場的失衡進一步惡化。因此，有效的管理和監察系統是多元貨幣能夠促進本地經濟增長和發展的一個必要框架。此外，雖然外幣可以在本地市場內流通的一個最直接影響便是減低政府部門的發鈔收益，以及有可能助長地下經濟的活動規模，但是對於類似港澳兩地，以及發展中的國內經濟體系而言，這些明示成本在一個管理完善的經濟環境中是低於本地經濟部門由此而可以獲得的額外經濟效益的。

由於多元貨幣既可以促進中港澳各地的經濟增長和發展，但亦有可能成為各地經濟在失衡時的“催化劑”，因此有效的管理措施和市場監察系統是必須的。不過，管理和監察並不同於管制，甚至禁止。根據中港澳各地的現實情況，通過行政手段限制，甚至完全禁止外幣在本地市場內流通和運行是不可能的，而且也不利於各地經濟體系在現有的基礎上作進一步發展。如果要對多元貨幣進行有效管理，本地貨幣管理部門必須首先承認多元貨幣本身是一個有效的指標，而它的存在和改變是反映了本地市場的交易模式在不同時期內的一些特徵和變遷。因此，有關管理措施是應該在不干預市場原有的交易模式下，不斷改善這個指標的可靠性和完整性。由於中港澳各地，甚至國內的不同經濟區域內的基本

經濟結構和發展階段還存在着一定的差異和差距，各地應該按照本身的現實情況，建立一個具有高透明度的多元貨幣運作機制。對於港澳兩地而言，有關貨幣管理部門除了有需要繼續實行原有的市場管理措施外，更有必要加強對流通於當地銀行和非銀行金融體系內的外幣現鈔量（特別是 90 年代以來不斷增加的人民幣現鈔量）的管理。與美元和英鎊等“其他外幣”不一樣，人民幣在現階段仍然不是一種可完全自由兌換的貨幣，而且它在中國大陸境外的流通是受到中國政府嚴格管制的。如果不是基於“一個中國”的因素，人民幣在 90 年代以來可以在港澳兩地流通的規模相信會遠小於目前（20 世紀末）。在《基本法》的規範下，港澳兩地貨幣管理部門在處理當地（多元）貨幣問題時雖然享有高度自治權，但是作為中國領土內的一部份，它們同時有義務協助中國人民銀行，對流入各地的人民幣進行監察和管理。因此，港澳兩地貨幣管理部門有必要將人民幣看待成為一種“特殊外幣”，並且有需要以有別於“其他外幣”的一些措施來進行針對性的管理。例如在人民幣匯率出現不正常波動時，港澳兩地貨幣管理部門是有義務穩定人民幣現鈔在當地銀行或兌換店內的買賣差價。長遠而言，港澳兩地的銀行體系還有必要討論在當地設立人民幣存款業務的可行性和具體安排。這不但有利於兩地貨幣管理部門更有系統地對人民幣進行管理，而且還可以增加人民幣在港澳兩地流通和運行時的透明度，從而有助於減低中國人民銀行對人民幣進行調控時的一些不明確因素。不過，有關的構思必須與中國人民銀行進行詳細的商討，以及獲得中國政府的批准。此外，對於港幣在國內不少經濟特區內的流通和運行而言，有關管理措施在現階段是應該針對經營港幣的“私人市場”，將這些市場的業務規範化和“地上化”。對於一個發展中的經濟體系而言，打擊或管制港幣在國內“私人市場”內的買賣活動是不能作為一種長遠的措施，在實踐中亦無法將引致問題的“病源”根治。在這個問題上，金融法規、人力資源素質和

資訊系統等基本“設備”是必須重點加快發展的。在匯率問題上，中港兩地貨幣管理部門應該加強合作，根據中港兩地的實際經濟表現和發展情況，實行受管理的浮動匯率制度，以及穩定和定期檢討人民幣與港幣之間的匯率水平和浮動範圍。而澳門幣與港幣之間的現行固定匯率制度和匯率水平在不久的將來是有必要繼續維持下去的。

多元貨幣的現象在“一國兩制”實施之前已經存在於中港澳各地。雖然在實行“一國兩制”時，《基本法》亦已經明確地保障了港澳兩地在制定本地貨幣政策過程中所享有的高度自主權，但是由於“國家”的本身就是一套社會制度，“一國”與“兩制”是不能分割的，因此，對於以人民幣、港幣和澳門幣為討論對象的多元貨幣問題和政策，在一定程度上是有需要在“一國多幣”的前提下進行。實踐中，中港澳各地的貨幣政策是不能“各自為政”的；各地貨幣管理部門在長遠而言是有必要建立一套互惠的、可靠的貨幣管理模式。根據多元貨幣在中港澳各地市場內流通和運行時的實際情況，有關政策制定者是可以選取：i)本幣在市場內的長、短期和存、貸息差，以及本幣與一些運行於本地市場內的主要外幣的息差；ii)本幣與各種流通和運行於本地市場內的主要外幣在本地市場內的匯率和 iii)本幣與各種流通和運行於本地市場內的主要外幣的比率，作為對多元貨幣進行管理和調控時的貨幣政策的指標。在一般情況下，有關貨幣管理部門是應該通過：i)多元貨幣的市場監察系統和 ii)多元貨幣的風險管理機制，作為對多元貨幣進行有效管理的主要工具。在有必要時(例如當多元貨幣在市場內出現失衡時)，有關貨幣管理部門是可以通過：i)本幣和各種運行於本地市場內的主要外幣的存款準備金的規定；ii)不同期限的各種貨幣的存貸比率；iii)本幣和一些主要外幣在本地金融機構內的資本充足率；iv)本幣與一些主要外幣在本地金融和非金融機構內的資產和負債組合中的比率；v)息差和 vi)匯率等手段，對多元貨幣的

問題進行調控。不過，由於息差和匯率的本身是兩個重要的政策性指標，所以直接採用它們作為調控手段是不應該作為經常的和長遠的措施的。

始於 1997 年中的亞洲金融風暴在實踐中為本文所討論的多元貨幣理論和政策揭示了一些寶貴的，以及有需要再作進一步探討的問題。第一，當港幣的幣值在市場內面對貶值壓力時，這種壓力雖然是明顯地通過港幣在市場內的各種息差中（包括港幣的長、短期息差，以及港幣與美元等外幣之間的息差）表現出來，但是中港澳各地市場參與者在面對着這種壓力時所作出的具體反應並不一樣。第二，人民幣與港幣幣值在市場內的穩定性是高度相關的、在一定程度上是相互影響的，而它們在市場內的長遠關係是急需受到中港兩地貨幣管理部門的正視，以及共同重點研究的一個課題。第三，雖然外幣與本幣平行流通和運行的結果有可能加大了本幣幣值在出現不穩定時的波幅，但是亦有可能由於本地家庭和企業長期以來已經有系統和有秩序地將一部分的貨幣風險分散於多種貨幣上，從而減低了本幣幣值在出現不穩定時所要面對的壓力。

“一國”和“兩制”是相關的。在“一個國家”的前提下，雖然“兩制”在行政和法理上是確保了中國大陸和港澳兩地在原有的社會制度和經濟制度上的相對獨立性，但並沒有（亦不會）排除二者在市場內（和民間）的相關性和包容性。而中港澳各地市場參與者在“一國兩制”下的多元貨幣需求行為（特別是在“一個國家”的意識下）亦必然會發生長遠和漸進的變遷。在人民幣可以發展成為一種可完全自由兌換的、具有相對實力的國際貨幣之前，以及國內不少經濟部門仍然有需要依賴香港的金融市場進行各種形式的融資活動時，國內市場參與者對直接使用和擁有港幣的意識是必然存在的。相反，隨着“中國因素”在港澳兩地經濟體系內的比重不斷增加（特別是在港澳兩地回歸中國後），人民幣在當地的多元貨幣