



rejects into

当代货币局制度研究

兼论香港联系汇率制度

王建东 著

南开大学出版社



WU JIANG HUI JIN JI JI

当代货币局制度研究

——兼论香港联系汇率制度

王德明 著

中国社会科学出版社

当代货币局制度研究

——兼论香港联系汇率制度

王建东 著

南开大学出版社

天津

图书在版编目(CIP)数据

当代货币局制度研究：兼论香港联系汇率制度 / 王
东著. —天津：南开大学出版社，2005. 1

ISBN 7-310-02155-X

I. 当... II. 王... III. 货币制度—研究
IV. F820. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 071869 号

版权所有 侵权必究

南开大学出版社出版发行

出版人：肖占鹏

地址：天津市南开区卫津路94号 邮政编码 300071

营销部电话 (022)23508339 23500755

营销部传真 (022)23508542 邮购部电话 (022)23502200

*

河北省迁安市鑫丰印刷有限公司印刷

全国各地新华书店经销

2005 年 1 月第 1 版 2005 年 1 月第 1 次印刷

880×1230 毫米 32 开本 8.625 印张 243 千字

定价：18.00 元

如遇图书印装质量问题，请与本社营销部联系调换，电话：(022)23507125

作者简介

王建东, 现年 41 岁, 高级经济师。1989 年毕业于南开大学金融系, 获经济学和法学双学士学位, 1997 年于南开大学取得经济学硕士学位, 2002 年取得经济学博士学位。1989 年至 1996 年任职于中国银行天津分行。自 1996 年加入津联集团任职董事会秘书, 并于 1998 年任天津发展金融投资部和天津发展资产管理有限公司总经理。2002 年兼任天津北方国际信托投资公司副董事长。2003 年 7 月获委任为天津发展控股有限公司执行董事和副总经理。多年来一直在香港、内地从事融资、投资、资本运作研究与实践工作, 对香港经济、金融有较为深入的了解。在《天津经济》、《环渤海经济瞭望》等国家级刊物上发表多篇论文。

序

多年来,港元与美元的联系汇率受到不少非议,尤其是在 1997 年东亚国家发生货币危机,以及 2001 年同样实行货币局制度的阿根廷出现危机后,对香港汇率制度的质疑声就更大了。经常有人以概括性的论调,认为既然香港以世界最自由的经济体系自居,自由浮动的汇率制度就最合适不过。然而,我们看到的事实却是:尽管一系列危机事件的发生在一定程度上影响了人们对联系汇率制的信心,但港元汇率稳如磐石,审慎的宏观经济政策、规则为本的货币制度、健全的监管框架以及稳健的微观金融基础,保障了港元兑美元联系汇率的稳定,从而香港成为亚洲金融稳定的重要支柱之一。

事实上,汇率制度的安排一直是国际金融领域学术争论的重点之一,汇率制度的安排及其演变,对于一个国家和地区的经济及经济稳定具有极为重要的意义。货币局制度是一种特殊的货币制度,是一种相当严格的固定汇率制度。早在 1849 年,就有国家实现货币局制度;到了二战期间,共有 70 多个国家和地区实行货币局制度,它们多为殖民地国家或地区;随着殖民地国家的相继独立,货币局制度也被抛弃了。但 20 世纪 80 年代以后,随着各国和国际经济金融全球化趋势的日益明显,出现了组建货币联盟、实行货币局制度和推行官方美元化的重要趋势,又有一些国家和地区为了恢复人们对本国货币的信心、稳定宏观经济而采用了货币局制度,出现了货币局制度的复兴,并表现出了与古老的货币局制度不同的新特点;香港联汇制更是在 1997 年和 1998 年遭受冲击后进行了一系列技术层面的改革,表现出强健的稳定性。研究当代货币局制度的新特征及其复兴的合理性和理论依据,特别是研究香港联汇制的运行机制和未来发展,具有重要的理论和实际应用价值。

王建东博士长期在香港和内地从事融资、投资、资本运作的工作,对香港的经济、金融有较为深入的了解,在系统学习和深入思考的基础

上完成了本书的写作。本书以当代货币局制度为研究对象,着重研究了货币局制度存在的理论依据,以及当代货币局制度的运行和机制,并依据提炼出的关于当代货币局制度的分析框架,具体分析了香港联系汇率制度的运行,力图为香港的汇率制度给出一种理论解释,为其未来的发展提供一种较合理的预测。

本书对当代货币局制度的运行机制从兑换、流动性管理、最后贷款人三个方面进行了分析,真实、全面地把握住了当代货币局制度运行的主要特征;特别强调了法律制度对货币局制度建立的特殊意义,指明相应的法律体系对当代货币局制度运行所具有的基础保障意义。并以香港的货币局制度为实例,具体分析了当代货币局制度的实践与运行效果等问题。本书的研究结论也颇具启发性,认为当代货币局制度是一种建立在货币制度安排基础上的固定汇率制度,尽管采用这种安排的国家和地区为数较少,但其存在有着现实的合理性和理论上的必然性;对于香港来讲,其实施联系汇率制度则同样是一种历史的必然选择。目前香港的竞争力问题与通货紧缩加剧问题不能归因于联系汇率制度,货币政策自主权的放弃则是香港权衡经济利益所愿意支付的成本;保持联系汇率制度不变是稳定香港经济的重要条件,但对联系汇率制度进行技术性修正会使联系汇率制度更加稳定;短期仍以坚持目前的联系汇率制度为宜,但从中长期看,联系汇率制度必然变动,渐进式的变动符合香港的利益,其中正确把握和培育变动时机最为关键。

应该说,本书的出版发行,对于理论工作者和实际经济、金融工作者深入了解货币局制度的运行机制、理解和制订那些关系到香港长远经济发展的经济政策、正确处理好人民币与港币的关系、更好地利用香港成熟的国际金融市场及与香港长远的经济合作等都具有重要的意义。

马君潞

2004年10月

前 言

1973年布雷顿森林体系崩溃以后,主要西方工业化国家实行了浮动汇率制,许多发展中国家、新兴工业化国家和地区及小型开放的发达国家仍倾向于将其货币钉住主要工业化国家的货币,汇率制度的选择呈现出多样化的局面。与此同时,在理论上,汇率制度的选择,尤其是固定汇率制度与浮动汇率制度的选择,以及固定汇率制度内部的具体安排再次成为国际金融领域学术争论的焦点之一。

目前,学术界普遍达成一致的意見是没有一种固定不变的模式可以广泛适用,汇率制度的选择应当根据各个国家和地区的实际情况进行具体的安排。

固定的汇率能够通过一定的机制给采取这些制度安排的国家带来很多利益,但是只有更加可信和更加持久的固定汇率才能够保证这些利益的实现。1993年墨西哥、巴西和阿根廷的金融危机以及1997年东南亚的金融危机使人们认识到,普通的立足本国货币、通过单方面汇率承诺而实现的固定汇率的做法存在很大的缺陷。由于通过制度保证,货币局制度下的固定汇率有坚实的基础支持,具有极端固定的特点,因此这一古老的汇率制度安排被重新纳入到人们研究的视野中。

货币局制度是一种特殊的货币制度,又称货币发行局制度(Currency Board),是指在法律中明确规定本国货币与某一外国可兑换货币保持固定的交换率,并且对本国货币的发行作特殊限制以保证履行这一法定的汇率制度。按照其规定,货币基础的流量和存量都必须得到外汇储备的十足支持,即货币基础的任何变动都必须与外汇储备的相应变动一致。货币局制度通常要求货币发行必须以一定(通常是百分之百)的外国货币作为准备金,并且要求在流通中始终满足这一准备金的要求。这一制度中的货币当局被称为货币局,而不是中央银行。因

为在这种制度下,货币发行量的多少不再完全听任货币当局的主观愿望或经济运行的实际情况,而是取决于可用作准备的外币数量的多少。货币当局完全失去了货币发行的主动权和最后贷款人的功能^①。根据IMF对汇率制度的分类,这是一种相当严格的固定汇率制度。

在货币局中,货币政策完全从属于汇率政策,基础货币供给的扩张和收缩(决定国内利率的变动)取决于外汇的流入和流出。这种汇率制度安排无法通过名义汇率的变动调整实际汇率,因此必须通过其他途径,如改变国内价格和成本水平或是经济的弹性程度和就业率等,来调整影响均衡实际汇率的暂时的或长期的经济冲击。

货币局制度的历史相当久远,第一个实行货币局制度的国家是英属殖民地毛里求斯(1849年)。二战期间,货币局制度发展到顶峰,共计有70多个国家和地区采用了这一制度。20世纪50、60年代,殖民地国家的相继独立和凯恩斯主义的盛行,使得许多前殖民地国家抛弃了带有殖民经济色彩的货币局制度,建立起有助于实施积极财政政策和货币政策的中央银行制度,货币局制度被抛弃。

20世纪80年代以后,随着各国和国际经济金融环境的变化,又有一些国家和地区采用了货币局制度,出现了货币局制度在当代复兴的新情况。如中国香港特别行政区在汇率制度安排上实行的所谓的“联系汇率制度”(Link Exchange Rate Regime)^②就是一种典型的货币局制度。当代比较典型的货币局制度包括:香港的货币局制度(自1983年至今)、阿根廷的货币局制度(1991年至2002年)、爱沙尼亚的货币局制度(自1992年至今)、保加利亚的货币局制度(自1997年至今)等。它们实行货币局制度的目的主要是恢复人们对本国货币的信心,稳定宏观经济。

2001年开始的阿根廷金融危机,以及随之而来的阿根廷货币局制

^① 在货币局的建立过程中,各国常常会根据具体情况对之进行一定的修改。在当代货币局制度中,这一点体现得尤为明显。

^② 香港在1983年开始实施与美元挂钩的联系汇率制度。

度的取消,使人们感到需要对当代货币局制度进行重新审视。而香港的货币局制度——联系汇率制度,为这种学术研究,特别是中国学者的研究提供了难得而又有实际意义的样本。研究当代货币局制度并侧重研究香港的外汇制度安排,在汇率制度选择理论研究中具有极高的学术价值,且具有极强的实际应用价值。

本书即以当代货币局制度为研究对象,其中重点研究了香港联系汇率制度这一具体的货币局制度安排。本书着重研究了货币局制度存在的理论依据,以及当代货币局制度的运行和机制,并依据提炼出的关于当代货币局制度的分析框架,具体分析了香港联系汇率制度的运行,力图对香港的汇率制度作出一种理论解释,为其未来的发展提供一种较合理的预测。

此外,深入研究香港货币局制度,有助于我们理解和制定关系到香港经济长远发展的一系列经济政策,有助于我们抵御影响香港经济稳定的各种外部冲击。从区域货币合作角度来看,有助于我们理解和分析亚洲货币联盟的前景,并正确处理好人民币与港币的关系,也有利于我们更好地利用香港成熟的国际金融市场并与香港进行长远的经济合作。

本书的主要创新点有:

一、在总结已有评价固定汇率制和浮动汇率制优劣的理论文献的基础上,指出目前人们对固定汇率制和浮动汇率制的实际效果进行评价所依据的标准是:在低的和稳定的通货膨胀环境下达到产出的稳定。通过分析汇率制度选择中的国际收支目标和稳定产出目标的差异,总结出汇率制度选择应当依据的一般原则,并将这一原则具体应用于货币局制度的选择上。

二、对当代货币局制度的运行机制从兑换、流动性管理、最后贷款人三个方面进行了分析,这种分析不仅具有创新性,更重要的是真实、全面地把握住了当代货币局制度运行的主要特征。

三、本书特别强调了法律制度对货币局制度建立的特殊意义,对当代货币局制度的法律框架和法律价值进行了阐述,指明了相应的法律

体系对当代货币局制度运行所具有的基础保障意义。

四、利用失业函数、损失函数等建立了货币局制度和一般钉住汇率制度选择的成本—收益模型,并得出重要的政策性结论:(1)采用钉住汇率制的政府获得了政策灵活性的好处,当遭受严重冲击而选择汇率贬值时,比通过退出货币局制度贬值更为有利;但在获得灵活性的同时,也损害了可信度。(2)选择货币局制度的政府在损失了政策灵活性的同时赢得了可信度,严格的规则限制使其在追求汇率稳定目标时,比实施钉住汇率制下的强势政府做得更好。

本书共分五篇十七章,首先分析了货币局制度的一般性目的,对IMF关于汇率制度的新分类作出了评价,认为这种分类突出了汇率的形成机制和政策目标的差异。依据IMF新的分类对目前的汇率制度进行考察,可以看出近年来汇率制度演化存在着两个趋势:从相对固定向更加灵活的安排转化,从中间制度向两极制度(极端固定和极端浮动)转化。

本书首先集中比较了当前研究汇率制度的理论成果,特别是“原罪论”(Doctrine of The Original Sin)、“害怕浮动论”(Fear of Floating)、“中间制度消失论”(The Hypothesis of The Vanishing Intermediate Regime)或“两极论”(The Two Poles)、“退出战略”(Exit Strategy)以及“最优货币区理论”(Optimum Currency Areas)等,之后总结了当代货币局制度的复兴,包括香港的联系汇率制度建立的理论依据。

当代货币局制度的运行与机制是本书的一个重点。首先通过分析货币局制度的基本特征,并将货币局制度与中央银行制度进行比较,刻画出当代货币局制度的基本特征。之后,对当代货币局制度的组织和设计问题,从中央银行作用以及货币局账户两个角度进行了详尽的分析。并以上述分析为基础,从货币的兑换、银行流动性管理和最后贷款人职能三个方面深入研究了当代货币局制度的运行机制。之后,对当代货币局制度的法律框架和法律价值进行了阐述,指明了相应的法律体系对当代货币局制度运行所具有的基础保障意义。

本书通过分别考察1975~1996年间的1915个样本数据和近年来

有关东亚国家在危机前和危机中的数据,进一步比较了货币局制度、一般钉住汇率制和浮动汇率制下的宏观经济表现,对三类汇率制度的优劣表现进行了充分的经验验证。进一步,利用成本—收益分析法,建立了关于货币局制度和一般钉住汇率制度选择的理论模型,并提出了相应的政策建议。

本书以香港的货币局制度为实例,具体分析了当代货币局制度的实践与运行效果等问题。首先对货币局制度的选择以及相应固定汇率的价格维护机制进行了研究,并以港币为例分析了定价均衡过程。其次,作者分析了当代货币局制度与货币稳定性的关系,特别是当代货币局制度与货币体系稳定、货币政策实施的关系,以香港的联系汇率实践为例,通过分析汇率的稳定机制和相应的实际操作方式,揭示了当代货币局制度框架下的货币稳定机制。再次,依据货币局制度是一种货币制度而不仅仅是汇率制度这一基本理念,从货币局制度对通货膨胀和政府支出、利率、商业银行体系、实际汇率和国际收支的影响,以及其对经济增长的作用等方面,研究了当代货币局制度对宏观经济的影响,并认为,与标准的钉住汇率制度相比,货币局制度的优点是多方面的,但其局限则在于不能有效运用货币政策,尤其是汇率、利率等宏观经济杠杆去实现经济的内外均衡。第四,还通过分析 1998 年金融危机对香港联系汇率制度的冲击,指出货币局制度与投机冲击的关系,以及金融危机冲击对香港国际竞争力的确实影响。第五,比较了香港和阿根廷在货币局制度运行上的差异。通过上述各方面的阐述,力图给出当代货币局制度的完整轮廓。

最后,本书具体研究了香港联系汇率制度的坚持及未来的发展。作者分析了香港联系汇率制度遇到的挑战,认为一是香港的竞争力问题与通货紧缩加剧问题不能归因于联系汇率制度,货币政策自主权的放弃是香港权衡经济利益所愿意支付的成本,由此得出的取消联系汇率制度的经济理由是不恰当的;二是分析了目前港币的升值压力,并得出结论:保持联系汇率制度不变是稳定香港经济的重要条件。作者认为,对联系汇率制度进行技术性修正会使联系汇率制度更加稳定,短期仍

以坚持目前的联系汇率制度为宜；但从中长期看，联系汇率制度必然变动，渐进式的变动符合香港的利益，其中正确把握和培育变动时机最为关键。对于变动方向，港元的人民币化或者进一步结合东亚货币合作是未来香港改变汇率制度的方向。

作 者

2004 年 3 月

目 录

前言	(1)
----------	-------

第 I 篇 汇率制度的选择

1 各国汇率制度选择的实践	(3)
1.1 汇率制度选择的变化趋势	(3)
1.2 IMF1999 年 3 月以前的汇率制度分类	(5)
1.3 1999 年 4 月以后 IMF 新的汇率安排分类	(6)
1.4 部分经济学家对汇率制度演化趋势的研究	(8)
2 当代国际汇率制度理论	(10)
2.1 汇率制度理论的演进	(10)
2.2 主要汇率制度理论介绍	(16)
3 汇率制度选择的标准	(45)
3.1 汇率制度选择的关键因素	(45)
3.2 汇率制度选择的依据	(49)
3.3 汇率制度选择的经济标准	(59)

第 II 篇 当代货币局制度的机制与运行

4 货币局制度的基本特征	(65)
4.1 传统货币局制度和当代货币局制度的比较	(65)
4.2 货币局不同于中央银行的体制特征	(71)
4.3 货币局与中央银行的进一步比较	(75)
5 当代货币局制度的组织和设计	(77)
5.1 货币局与中央银行能否共存	(77)
5.2 当代货币局的账户	(80)

5.3 小结	(84)
6 当代货币局制度的运行机制	(85)
6.1 兑换	(85)
6.2 流动性管理	(88)
6.3 最后贷款人	(91)
6.4 政策影响	(94)
6.5 对货币局运行的简单评价	(98)
7 当代货币局制度运行的法律基础	(99)
7.1 货币局制度的法律框架	(99)
7.2 法律的价值	(101)

第Ⅲ篇 当代货币局制度与其他汇率制度的比较 ——经验验证和理论分析

8 传统的固定汇率制与浮动汇率制的比较	(105)
8.1 固定汇率制度的特点	(106)
8.2 浮动汇率制可以解决固定汇率制的一些难题	(109)
8.3 浮动汇率制度的效率问题	(110)
8.4 浮动汇率制的优点	(112)
8.5 浮动汇率制的问题	(114)
8.6 小结	(115)
9 货币局制度与一般钉住汇率制和浮动汇率制的比较	
——经验验证	(116)
9.1 初步印象	(116)
9.2 三种汇率制度宏观经济表现的经验验证 1975~1996 年间的数据分析	(116)
9.3 货币局制度与一般钉住汇率制经济表现的经验验证 ——近期数据分析	(120)
10 货币局制度与钉住汇率制度选择的成本—收益分析	(124)
10.1 模型假设	(124)

10.2	基本模型·····	(125)
10.3	模型结论和政策建议·····	(129)

第Ⅳ篇 当代货币局制度实践与效果的分析

11	货币局制度固定汇率确定的依据——以香港为例：香港联系汇率的价格维护·····	(133)
11.1	汇率稳定机制分析·····	(133)
11.2	港币汇率的波动机制及其影响·····	(134)
11.3	稳定机制与波动机制的综合效果——港币定价均衡分析·····	(135)
12	当代货币局制度与货币稳定性·····	(139)
12.1	当代货币局制度内在的稳定机能·····	(139)
12.2	当代货币局制度框架下的稳定机制：以香港为例·····	(143)
13	当代货币局制度对宏观经济的影响及对某些经济的不适应性·····	(151)
13.1	对通货膨胀和政府支出的影响·····	(151)
13.2	对利率的影响·····	(153)
13.3	对商业银行体系的影响·····	(154)
13.4	对实际汇率和国际收支的影响·····	(154)
13.5	货币局对经济增长的作用——各地区的具体分析·····	(155)
13.6	货币局制度对某些经济的不适应性·····	(158)
14	货币局制度与投机性冲击：以香港为例·····	(162)
14.1	香港联系汇率制度与投机性货币冲击·····	(162)
14.2	金融危机冲击对香港国际竞争力的影响·····	(168)
15	实施成功的货币局与失败的货币局的比较：以香港和阿根廷为例·····	(171)
15.1	阿根廷的货币局制度·····	(171)

15.2	货币局制度在香港的实践·····	(195)
15.3	两地货币局成败的进一步比较·····	(204)

第 V 篇 香港联系汇率制度的坚持与发展

16	坚持香港联系汇率制度·····	(213)
16.1	近期联系汇率制度受到的挑战·····	(213)
16.2	继续坚持联系汇率制度·····	(220)
17	香港汇率制度的前景·····	(223)
17.1	香港汇率制度可能的发展方向·····	(223)
17.2	香港汇率制度的变动次序·····	(237)
	参考文献·····	(247)
	后记·····	(257)