

警惕货币危机——对香港特区 联系汇率制的反思

郎 晓 龙

摘要： 阿根廷政府宣布放弃已实行了 11 年的货币局制度，引起了人们对同样实行货币局制度的香港特区的关注。2001 年香港经济再度下滑，港元联系汇率制面临的压力日渐增大。尽管联系汇率制存在着制度上的缺陷，但目前香港仍不宜放弃这一汇率制度。面对严峻的经济形势，特区政府应当未雨绸缪，早作准备。

关键词： 联系汇率制；货币危机；一国两制

中图分类号： F 830.92 **文献标识码：** A **文章编号：** 1006-1894(2002)03-0016-05

一、香港特区经济的现状

1. 经济增长乏力 1997 年的亚洲金融危机使香港特区经历了从 1998 年到 1999 年第一季度共 5 个季度的负增长，1998 年经济增长率为 -5.3%，1999 年第一季度为 -2.9%。1999 年第二季度起，香港经济开始恢复正增长，全年增长率为 3.1%，2000 年持续复苏，经济增长率达到 10.5%，为 1987 年以来最高水平。2001 年，由于美国经济在长达 10 年的新经济繁荣后放缓并日渐恶化，特别是“9·11”事件的影响，香港经济再度下滑。2001 年第一季度经济增长率为 2.2%，第二季度为 0.8%，第三季度为 -0.3%，第四季度进一步下降为 -2.0% 左右。根据连续两个季度出现负增长即为经济衰退的经典定义，香港经济在经过了仅两年多的短暂复苏后又一次陷入了衰退。

2. 失业率居高不下 经济衰退使企业经营日益困难，2001 年第四季度香港的破产企业已逾万家，需要救济的失业人数不断上升。电讯盈科等高新技术企业纷纷裁员，汇丰银行等传统产业的企业也冻薪减薪。亚洲金融危机前，香港特区的失业率保持在较低水平，最高不超过 4%。亚洲金融危机过后，失业水平大幅上升，1999 年达到 6.3%，随后有所下降，2001 年再度上升，最新公布的失业率为 5.5%，并有进一步上升的趋势。

3. 财政大幅赤字 由于企业收入下降，特区政府的财政收入减少。另一方面，经济逆转使政府在社会福利等方面的开支大幅增加。2001 年香港特区政府的财政赤字达到创纪录的 600 亿港元，为年初预估水平的 20 倍，并且预计在未来几年内将继续出现赤字。严

重的财政赤字成为近期特区政府面临解决的一大难题。

4. 通货紧缩 由于香港长期坚持实行稳健的财政政策,拥有巨额外汇储备,经济实力远胜于东南亚国家,联系汇率制在亚洲金融危机中经受住了冲击,但经济也为此付出了重大代价。为抑制投机,特区政府大幅提高利率,隔夜拆借利率最高达到 300%,导致股市重挫,楼市价格下挫,危机过后,香港出现了持续的通货紧缩,1999 年消费者价格指数下降了 3.9%,2000 年又下降了 3.8%。

5. 出口增长缓慢 亚洲金融危机使香港的国际贸易活动受到很大影响,一方面危机使东亚地区的整体贸易水平下降,另一方面,其他国家货币的贬值使香港的出口受到抑制。出口商品总额自 1998 年起连续两年出现负增长,到 2000 年才有较大幅度增长。2001 年,出口水平又趋于下降,2001 年前 3 个季度出口商品总额为 1 425.7 亿美元,与 2000 年同期相比下降了 3.7%。

6. 消费和投资疲软 由于对经济前景的担忧,消费水平在危机后大幅下降。1998 年私人消费支出下降 4.5%,1999 年下降 3.7%,2000 年微增 0.3%。由于消费支出占香港特区居民收入水平的 60%左右,消费的疲软使经济需求不足,投资水平下降。1998 年香港的净资本存量出现了 70 年代以来的首次负增长,下降了 160 亿港元,1999 年再次下降 110 亿港元,2000 年增加 160 亿港元,2001 年前两个季度仅增加了 20 亿港元,又呈现负增长的趋势。消费和投资的持续低迷使香港经济缺乏增长的动力。

二、联系汇率制面临的问题

香港特区联系汇率制自 1983 年实行至今,为保障特区经济的稳定发展起了重要作用,但同时也使特区政府调控宏观经济的能力受到限制。港元联系汇率制作为货币局制度的一种形式,同样具有一般货币局制度所固有的缺陷。

1. 货币政策独立性丧失 在货币局制度下,一方面政府要维持固定不变的汇率,另一方面允许资本的自由流动,货币政策就完全丧失了独立性。如果政府实行扩张性货币政策,降低国内利率,资本就会流出,使政府扩大货币供给的目标无法实现。因此,实行货币局制度的国家(地区),货币政策只能被动地跟随他国的政策。固定汇率、资本自由流动与自主性货币政策无法共存,这正是固定汇率制所面临的“开放经济的三难选择”问题。由于货币局制度更强调资本的自由流动,货币政策独立性的丧失就无法避免。香港由金融管理局领导下的外汇基金负责维持港元联系汇率。外汇基金可以通过调节外汇基金票据利率的方式影响银行间同业拆借利率,从而影响货币供给,但这种调整受到美元利率的制约,政府无法实行独立自主的货币政策,不能通过货币供给的扩张使经济摆脱衰退。当香港与美国的经济周期不同步时,这种货币政策的一致性将使香港经济承受更大的压力。

2. 无法利用汇率调节国际收支 实行钉住汇率制或有管理的浮动汇率制的国家,可以通过爬行钉住的方式或政府的适当调控,对名义汇率水平进行调节,解决本币币值高估的问题,实现经济的外部均衡。但货币局制度保持固定不变的汇率,其体制较一般的固定汇率制更为僵化,无法对变化了的外部经济环境作出反应。90 年代,香港的通货膨胀率与美国存在较大的差距,导致港元实际升值,使香港在国际竞争中处于劣势。长期以来,香港凭借其国际金融和服务中心的地位,以巨额的服务贸易顺差弥补商品贸易的赤字。但如果香港

的商品贸易赤字得不到改善,将会威胁到港元汇率的稳定。亚洲金融危机后,东南亚国家的货币大幅贬值,港元则因与美元挂钩,币值相对高估,使出口产品与东南亚国家相比缺乏价格方面的竞争性,阻碍了香港在亚洲金融危机后的复苏步伐。

3. 财政政策的实行受限制 在货币局制度下,政府只能通过扩张性的财政政策来拉动需求,但财政政策的施行力度也受到限制。如果政府实行持续的财政扩张政策,财政赤字的积累将带来沉重的利息负担,使政府无力偿付。如果将赤字货币化,就会导致通货膨胀和外汇储备的下降,外汇储备的持续下降终将导致货币危机,使联系汇率制无法维持。这正是第一代货币危机理论所阐述的情况,即政府的持续财政扩张和赤字货币化使固定汇率制最终无法维持。如果政府不实行扩张性财政政策,放任经济陷入衰退,失业率的持续上升和经济形势的恶化最终将使政府无法承受,引发市场对本币贬值的预期。这是第二代货币危机理论所描述的情况,即维持不变汇率的成本过高使政府倾向于放弃固定汇率制,而市场对此的预期导致货币危机。因此,在经济发生持续衰退的情况下,实行货币局制度的政府只能在第一种类型的货币危机和第二种类型的货币危机之间作出选择,货币危机将是必然发生的。唯一可能的解决方案是通过有力的财政扩张以及其他政策措施使经济迅速摆脱衰退,从而恢复市场的信心。

4. 外汇储备不能完全满足兑付要求 联系汇率制存在着一个制度上的缺陷,就是实际上不能保证港元有百分之百的外汇储备作为担保。流通的港元现钞虽然有百分之百的外汇储备支撑,但银行贷款却没有美元作担保。银行贷款的乘数作用使货币供应量增加,远远超出了基础货币的数量。如果市场对港元失去信心,将港元全部兑换为美元,则现有的美元储备无法支撑联系汇率。因此,联系汇率制不可能以百分之百的外汇储备作为担保,良好的经济前景所带来的市场信心是维持联系汇率制的根本保障。

三、联系汇率制存在的现实意义

尽管联系汇率制存在着多种弊端,但目前香港特区仍不宜放弃实行联系汇率制。这是因为港元联系汇率制对于维护香港经济的平稳运行至关重要。

1. 稳定的汇率有利于进出口贸易的正常进行 香港作为一个地区性的开放经济体,制造业不发达,经济结构以金融服务和转口贸易为主,经济对贸易的依赖程度很高,进出口商品的总额达到本地生产总值的两倍以上。特别是香港与美国的贸易联系极为密切,美国是香港进口商品的第四大供应地,出口商品的第一目的地,转口贸易的第四大来源地和第二目的地。因此,维持港元与美元汇率的稳定对于保障香港经济贸易活动的有序进行极为重要。联系汇率制减小了投机所引起的汇率波动,降低了经济活动中的不确定性,有利于促进国际贸易的发展。

2. 大量资本的自由流动不利于实行浮动汇率 由于历史上的原因,香港历来对资本的进出很少限制,大量投机资本的流入流出也很常见。在资本极度自由流动的条件下,实行浮动汇率就可能因为投机活动导致汇率大起大落,不利于经济的稳定发展。实际上,香港在1974~1983年曾实行浮动汇率制。但从1982年起,由于中英香港谈判的结果不明朗,交易投机活动猖獗,致使港元兑美元的汇率从6港元兑1美元下跌至约9.6港元兑1美元的历史低位,香港的金融体系濒临崩溃,港元联系汇率制正是在这种背景下于1983年10月17

日由香港政府推出的。联系汇率制实行后,成功地抵御了墨西哥比索危机以及东南亚金融危机对香港经济的不利冲击,使香港经济在过渡前后平稳发展,为维护香港的繁荣稳定作出了巨大的贡献。实践证明,联系汇率制有利于保持香港金融体系的稳定,增强国际投资者对香港的信心,从而保证和巩固香港的国际金融中心地位。

3. 取消联系汇率制不利于贯彻实行“一国两制”的大政方针 香港回归时,中央政府正式承诺香港特别行政区的基本制度 50 年不动摇。港元联系汇率制作为香港金融制度的核心和基石,已被写入香港《基本法》中,维持联系汇率制是“一国两制”原则在金融领域的具体体现。因此,取消港元联系汇率制,则可能引起公众的误解,认为香港的基本体制发生了变化,从而动摇对中央政府实行“一国两制”方针的信心,引发金融市场的恐慌和外资的大举撤离。从维护大局的角度出发,暂时不宜取消联系汇率制。

4. 客观经济条件不利,时机不成熟 “9·11”事件后,美国经济进一步衰退,而日本经济长期停滞不前,欧盟经济也增长乏力,外围的经济环境不容乐观。在这种形势下,如果贸然取消联系汇率制,就可能导致市场对香港经济的前景丧失信心,引起资本大量外逃,造成港元大幅贬值,使香港陷入严重的经济衰退之中。因此,即使考虑实行浮动汇率制,也应当在经济形势良好,经常项目盈余,财政储备充裕的条件下进行,以避免对经济产生不利冲击。

四、当前的对策

1. 充分利用中国入世和西部大开发的历史机遇,促进香港和内地的经济合作 中国已加入世界贸易组织,与世界的经济联系将更为紧密,同时也给香港经济的发展提供了无限的商机。此外,中央政府提出进行西部大开发的战略发展规划,更是为香港提供了新的投资机会。香港应紧紧把握住这一历史机遇,积极加强与内地的合作,充分利用背靠祖国大陆的地理优势,实现经济的再度腾飞。首先应加强香港与广东省的区域合作,使香港与珠江三角洲地区成为带动内地经济发展的龙头。充分发挥香港在商贸服务和物流服务方面的优势,为内地经济建设提供服务支援。

2. 加快产业升级,促进经济持续发展 良好的经济前景是货币局制度的根本保障。香港面对制造业大规模迁往内地的情况,应加快产业升级转型的步伐,大力发展高增值服务行业,发展高新技术产业,加强金融基础设施建设,改善企业经营管理,避免产业“空心化”的趋向。加强对科技、教育的投资,提高人力资源素质,从而推动香港产业结构的重组和升级转型,提高国际竞争力,保持香港在工业支援、贸易转口和融资方面的中心地位。

3. 积极实行扩张性财政政策 固定汇率制下,政府虽然失去了货币政策的独立性,却使财政政策的效果大为加强。香港政府一贯奉行审慎的财政政策,财政几乎年年有盈余,而且无外债负担,这就为在必要时通过财政扩张刺激经济增长提供了条件。目前,应在继续维持审慎理财原则的前提下,制订缓解民困、推动经济发展的财政预算方案。通过减少税收,增加对低收入者的转移支付,刺激消费和投资需求,促进经济增长,降低失业率。同时削减政府的不必要支出,以维持充足的财政储备,增强公众对港元联系汇率制的信心。

尽管实行扩张性财政政策可能导致财政赤字继续增加,但这是使香港摆脱经济衰退的唯一可行的政策选择。阿根廷政府正是由于担心财政赤字过大而不愿采取积极的扩张政

(下转第 39 页)