

# 关于香港联系汇率制度可持续性的研究

丁剑平<sup>1</sup>, 湛卫学<sup>2</sup>

(1. 上海财经大学 现代金融研究中心; 2. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

**摘要:**本文首先比较了阿根廷与香港的汇率机制, 它们虽然在形式上接近, 但是两者有许多根本的不同。香港的联系汇率制度有来自中国内地在各个方面的强有力的支持。这种支持在其他采取货币局制度的国家里几乎看不到。这就是中国香港联系汇率制度的特点。由于货币局的弊端显现, 使得越来越多的市场经济国家倾向于“美元化”。本文采取“协整检验”的办法, 分析了将来港币“美元化”与“人民币化”的可能性。以是否存在协整关系作为判定尺度。虽然检验结果表明香港的一些经济变量与美国的有较强的协整关系, 这是由于联系汇率制本身的缘故, 但是出于政治、地理和其他要素的考虑, 事实上港币美元化是行不通的; 香港与中国内地的协整关系虽然较弱, 但是将来港币人民币化的可能性还是存在的。

**关键词:**港币; 货币局制度; 美元化; 人民币化; 协整关系

**中图分类号:**F830.73 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)05-0023-08

## 一、引言

随着中国融入世界经济进程的加快, 人民币和港币的相互联系日益紧密。尽管已有很多关于中国人民币汇率体制的学术研究, 却很少有人关注港币的未来和它与人民币及美元之间的三角关系。较早的有 Edgardo Barandiaran 和 Tsang Shu-ki (1997) 的研究。他们回顾了香港联系汇率制度的历史并且推断: “在不久的将来, 统一两种货币 (即港币与人民币) 的最终得益几乎没有。”最近阿根廷的金融危机, 暴露了货币局制度的缺陷, 引起了人们对该汇率安排的疑问。虽然香港与阿根廷在历史上都有过类似货币局汇率安排的经历, 但是, 由于中国的存在, 使得两种汇率安排的大环境截然不同。香港的成功除了其本身银行体系健全外, 来自中国内地的支持可以说是香港联系汇率制度大环境的特征。

表 1 两种类型的货币局制度的比较

| 项目            | 阿根廷  | 香港  |
|---------------|--|---|
| 涉及汇率安排的具体细目   | 1 美元兑换 1 比索; 发行货币受到 66.67% 外汇储备的支持; 有中央银行负责中央清算和储备体系 | 1 美元兑换 7.8 港元; 发行货币受到 100% 的外汇储备的支持; 不设中央银行 |
| 对付意外事件的“免责条款” | 比索可以升值, 但是不可能贬值                                      | 没有明确的免责条款                                   |
| 国内利率的通常状况     | 阿根廷的利率高于美国的利率; 高的国内利率损害了投资和经济增长; 导致了国内信贷美元化          | 香港利率低于美国利率 (1997—1999 年除外); 港内的信贷通常采用港币的形式  |

收稿日期: 2002-02-08

作者简介: 丁剑平 (1957—), 男, 浙江杭州人, 上海财经大学现代金融研究中心研究员, 经济学博士;

湛卫学 (1979—), 女, 江西新建人, 上海财经大学金融学院硕士生。

续表 1 两种类型的货币局制度的比较

| 项目      | 阿根廷                                   | 香港   |
|---------|---------------------------------------|--|
| 融资效率    | 非金融中心;由于评级低,筹资成本高                     | 亚洲金融中心;筹资效率高   |
| 国际信用依据  | 1500 亿美元国债                            | 1000 多亿美元外汇储备  |
| 周边环境    | 巴西在 1999 年贬值 40%;阿根廷对巴西的出口占其出口总额的 30% | 中国一直维持人民币的稳定;香港对中国内地的出口占其出口总额的 30%以上                 |
| 外来的援助之手 | 阿根廷不得不向国际货币基金和美国求助;谈判很艰难;影响投资者信心      | 中国一直支持香港;中国内地驻港的机构拥有港币存款的 25%,由于中国内地资本项目实行管制,该港币存款稳定 |

过去对汇率安排的研究通常把香港归入“超级固定”(super-fixed)一类的国家或地区组中。这类国家或地区有:阿根廷、爱沙尼亚、立陶宛、保加利亚、波黑等。而没有分析这些汇率安排的周边环境对其汇率的影响。尤其是在香港回归后,中国内地对香港经济的支持在维护港币的稳定方面有一定的作用。如果认为货币局制度能自动地维持和确保钉住汇率制度的信誉,这种想法则过于天真。Jeffrey A. Frankel(1999)就指出“在一个不注重法制或者随意改变立法的国家里,即使把固定汇率写进法律,也不能获得其信誉”。实际上,许多国家,包括那些以前采用货币局制度的国家现在都倾向于美元化,如厄瓜多尔在 2000 年,萨尔瓦多在 2001 年都实行了美元化,这些国家寄希望于美元化来使他们从此免于货币危机的困扰。在所有美元化的国家中被人赞不绝口的是巴拿马。从表面上来看,巴拿马属于较早采用美元化的国家,早在 1904 年就将美元作为法定货币并且成功地回避了多次金融危机的冲击。但是,仔细观察巴拿马成功的背后,就可以看到有美国和国际货币基金组织的影子。在过去的 35 年里美国和组织向巴拿马注入大量的援助资金。许多研究证明那些采取美元化的国家比没有采取美元化的国家的投资和经济增长率要低得多。香港的联系汇率制的前景不仅取决于香港本身经济和政治的基本面,而且取决于中美经济关系的深层因素。本文主要探索港币发展的几种可能:美元化,人民币化,同时并存的最适度货币区等。

## 二、单位根检验和协整关系

以往对港币和人民币汇率的计量分析的代表论文有 Hong Liang(1999)的一般购买力平价模型。他使用了时间序列(即 1979 年 1 月到 1998 年 6 月的观察值)并得出结论,香港和中国内地之间还不满足建立最适度货币区的条件。但是如果把美国和日本的因素加入分析的变量中,就不仅会有协整关系的存在,而且还有香港与中国内地之间实际汇率的长期弹性。本文去掉了美国和日本因素,作为取而代之,把资产市场一体化因素放入了模型。理由是中国深圳的 B 股和香港的 H 股以及广东和珠江三角洲的民间“离岸金融市场”的存在与发展。

购买力平价长期以来一直被用来检验汇率和物价之间的关系。因此我们可在单位外国货币的国内货币价值和国内以及国外物价水平之间建立下列购买力平价模型。

$$E_{i,t} = \delta \frac{P_t}{P_t^*} \quad (1)$$

其中  $E_{i,t}$  表示汇率(单位外国货币的本国货币价值,小写字母  $i$  代表国家或地区,这里是  $i=US\$, RMB,t$  表示时间序列,即  $t=1990Q1\sim 2000Q4$ ),  $\delta$  是任意常数,  $P_t$  表示的是国内物价水平(以本国货币表示),  $P_t^*$  代表外国物价水平(以外国货币表示)。因为在离岸市场上存在人民币、港币资产等交易,所以需把那些资产调整( $A_t$ )加入到方程(1)。假设资产调整将近似地遵循国家间的利率期限结构理论。由于得不到有关资产调整的数据,在此,只能用利率作为代理变量,

在对所有变量取对数后，线性关系估计如下：

$$\ln E_{i,t} = \alpha + (\ln P_t - \ln P_t^*) + \ln A_t \quad (2)$$

该等式中  $\alpha = \ln \delta$ 。根据绝对购买力平价模型确定  $\delta = 1$ ，也就是带有一个附加限制  $\alpha = 0$ ，方程(2)成立。这个方程可进一步发展为：

$$\ln E_{i,t} = \alpha + \beta(\ln P_t - \ln P_t^*) + \Upsilon \ln A_t + \mu_t \quad (3)$$

许多时间系列数据表现出不平衡趋势。经过干扰后没有回到它原来价值的变量被认为是不平稳的。对不平稳的时间系列做普通的最小二乘法估计将会产生错误的推论。鉴于这个考虑，一阶差分检验的正确的计量通过协整的方法得到了发展。因此在做任何实证前，判断一个时间系列是 I(0) 或 I(1) 是相当重要的。对不平稳的时间系列的检验大多数采用的是单位根检验，大多数单位根检验是对 d 为 0 的假设和 d 为 1 的备择假设进行比较。假如非平稳假设被拒绝，则能应用标准的计量经济方法。假如没有拒绝，协整理论可能提供变量间关系的有益信息。当每个变量分别是不平稳的，而线性结合是 I(0)，即平稳的，则两个变量之间被认为有协整关系。这就意味着每个系列就其本身而言有分离的趋势，但是把其中一个和另外一个联系起来，可发现两者之间有某些联系。线性结合可被理解为长期均衡关系。

这里我们应用了经典的“迪基-富勒”检验，输出结果列于表 2。假设我们希望检验原假设，即系列  $y_t$  有单位根。那么这个检验以最简单的小二乘法回归为基础

$$\Delta y_t = (\rho - 1)y_{t-1} + \mu_t \quad (4)$$

其中  $\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$ ， $\mu_t$  是误差项或“白噪音”， $\rho$  是原假设下等于单位 1 的参数。

表 2 迪基-富勒单位根检验

| 变量定义                   | 字母表示                 | T( $\rho-1$ )统计值 | 滞后期 |
|------------------------|----------------------|------------------|-----|
| 每单位美元的港币汇率             | $E_{hk/us\$}$        | -7.11175         | 0   |
|                        |                      | -5.19132         | 1   |
| 每单位美元的港币汇率的一阶差分        | $\Delta E_{hk/us\$}$ | -43.66698*       | 0   |
|                        |                      | -91.40246*       | 1   |
| 每单位人民币的港币汇率            | $E_{hk/cn¥}$         | -3.21949         | 0   |
|                        |                      | -3.49374         | 1   |
| 每单位人民币的港币汇率的一阶差分       | $\Delta E_{hk/cn¥}$  | -42.41742*       | 0   |
|                        |                      | -44.65802*       | 1   |
| 香港物价指数对美国物价指数的比值       | $P_{hk/us}$          | -4.72793         | 0   |
|                        |                      | -4.26009         | 1   |
| 香港物价指数对美国物价指数比值的一阶差分   | $\Delta P_{hk/us}$   | -50.55200*       | 0   |
|                        |                      | -82.62009*       | 1   |
| 香港物价指数对中国内地物价指数的比值     | $P_{hk/cn}$          | -1.24728         | 0   |
|                        |                      | -2.01705         | 1   |
| 香港物价指数对中国内地物价指数比值的一阶差分 | $\Delta P_{hk/cn}$   | -35.64103*       | 0   |
|                        |                      | -47.54343        | 1   |
| 香港对美国的资产调整             | $A_{hk/us}$          | -5.59891         | 0   |
|                        |                      | -4.80519         | 1   |
| 香港对美国的资产调整的一阶差分        | $\Delta A_{hk/us}$   | -47.18931*       | 0   |
|                        |                      | -50.10327*       | 1   |
| 香港对中国内地的资产调整           | $A_{hk/cn}$          | -1.29824         | 0   |
|                        |                      | -4.04289         | 1   |
| 香港对中国内地的资产调整一阶差分       | $\Delta A_{hk/cn}$   | -29.05999*       | 0   |
|                        |                      | -34.72004*       | 1   |

注：(1)样本为季度数据；1990.1—2000.4。T( $\rho-1$ )的概率小于 0.05 = -7.3。\* 即所有的显著水平为 1%。(2)所有数据来源于 IMF 出版的国际金融统计(各期)；(3)“E”在这里表示名义官方汇率；“P”指的是物价指数；代理变量“A”是存款利率。

从表2的输出结果中我们可以看出各变量  $T(\rho-1)$  统计值的绝对值在5%的显著水平上小于7.3。而其一阶差分的  $T(\rho-1)$  统计值是显著的,也就是说各系列是  $I(1)$ , 不平稳的。我们需要通过协整检验来检验各变量是否有协积关系,即变量之间是否有长期均衡关系。

检验变量间长期均衡关系的方法之一就是 Johansen 过程。鉴于恩格尔-葛兰杰中的统计值的众多周知问题, Johansen 过程是目前最可靠的协整检验,它比大多数普遍使用的程序更好,有较好的小样本特性。这个方法中,有协整向量的两个统计值:迹检验(trace test)和最大特征值( $\lambda - \max$ )统计量。在迹检验中,对协整检验的原假设小于或等于  $r$ , 这里  $r$  为 0, 1 或 2。在每种情况下,其备择假设为  $r$  大于 0, 1 或 2。最大特征值除了它的备择假设是明确的以外,它与原假设类似,原假设  $r=0$  (无协整), 它的备择假设为  $r=1$  和  $r=2$  等。我们对上面表格作了模型分析:

$$\Delta z_t = \Gamma \Delta z_{t-1} + \Pi z_{t-1} + \mu + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{niid}(0, \Sigma) \quad (5)$$

此处的  $z = E_{\text{hk/us}} \$, P_{\text{hk/us}},$  和  $A_{\text{hk/us}}$  三个变量,相应的有  $E_{\text{hk/cn}} ¥, P_{\text{hk/cn}},$  和  $A_{\text{hk/cn}}$  三个变量。本研究使用了“猫和老鼠”(计量软件名:“Cats and Rats”)执行了上述程序,输出结果见表3。

表3 Johansen 协整回归(1990年1季度—2000年4季度)

(1)香港对美国

| 特征值    | $\lambda - \max$ | 迹     | $H_0: r =$ | $p - r =$ | $\alpha = 5\%$ |
|--------|------------------|-------|------------|-----------|----------------|
| 0.6433 | 42.27            | 64.39 | 0          | 3         | 24.31          |
| 0.3947 | 20.77            | 22.13 | 1          | 2         | 12.53          |
| 0.0326 | 1.36             | 1.36  | 2          | 1         | 3.84           |

(2)香港对中国内地

| 特征值    | $\lambda - \max$ | 迹     | $H_0: r =$ | $p - r =$ | $\alpha = 5\%$ |
|--------|------------------|-------|------------|-----------|----------------|
| 0.4186 | 22.24            | 49.60 | 0          | 3         | 24.31          |
| 0.3659 | 18.69            | 27.36 | 1          | 2         | 12.53          |
| 0.1909 | 8.68             | 8.68  | 2          | 1         | 3.84           |

从表3中,我们观察到迹和最大特征值似然比在5%的水平上都拒绝  $r=0$  的原假设,这个结果表明有唯一的协整向量,且有趣地发现“香港对美国”展现出比“香港对中国内地”更强的协整关系。

协整结果显示所有变量与港币存在着长期趋势关系。这些结果同时也暗示港币汇率的变动长期受美国和中国内地宏观经济的影响,尽管受后者的影响比较弱。反过来看,本研究把其他变量偏离香港基准点程度(即以香港的变量为基准)列入表4。

表4 以香港变量作为基准点观察其他变量的统计值

| 变量列         | 平均值    | 标准误差  | 最小值     | 最大值    | 平均偏差  |
|-------------|--------|-------|---------|--------|-------|
| 中国内地物价—香港物价 | 1.347  | 6.452 | -6.435  | 17.684 | 5.158 |
| 美国物价—香港物价   | -2.715 | 5.587 | -10.000 | 9.914  | 4.218 |
| 中国内地利率—香港利率 | 3.011  | 3.786 | -2.960  | 9.480  | 3.181 |
| 美国利率—香港利率   | 1.121  | 1.121 | -2.120  | 2.970  | 0.854 |

注:观测值=44;所有变量的定义与表2的(3)相同。

香港与美国的变量之间较强协整关系可以被联系汇率制度本身解释。该制度的自动调节机制使偏离的物价和利率回到原来的轨道。在这种汇率制度下如果没有协整关系才会令人感到奇怪!而香港与中国内地变量之间的协整关系虽然较弱,却表明两个经济体正在不断地融合在一起。这种融合不是通过法律来实现的。总体来说,协整检验不能给出港币应该美元化还是应该人民币化的判断,因为两者都存在着协整关系。为此,必须依靠其他统计数据和他国经验进行补充分析。

综观各国经验,是否“美元化”比“货币局”制度更好?转向“美元化”的那些新兴市场经济国家的主要理由是:因为货币局制度运转得不尽如意,采取美元化后能使他们最终摆脱货币危机的

困扰。尤其是阿根廷货币局制度失败后让人们对货币局制度的可持续性产生了疑问。但是从理论上来说,美元化和货币局的汇率安排都属于“超级固定”(super fixed)一类的范畴,几乎如出一辙。两者在历史上都被那些地域较小,有过殖民地经历的自治的地区所采纳。两者都是在那些国家的一切救急措施失灵后作为一剂“猛药”吞入的。为了抑制恶性的通货膨胀,它们不得不从那些发达国家(如“美联储”)那里“借入”信用。两者的差异主要在于政府的法律和政策实施的有效性。如果政府能够遵守承诺,则货币局制度足以维持稳定。反之,如果经常食言,那么,只能采用美元化。此外,美元化要求完全放弃货币政策的独立性。这种放弃(也可以称为“投降”)一般难于被政治上独立的民族所接受。对于香港来说,根本没有必要实行“美元化”。

### 三、过渡期间的最适度货币区和未来的人民币化

在香港实施“美元化”的可能性被消除以后,那么未来的人民币化的可能性如何?在目前人民币资本项目下还不能自由兑换的状况下,根本无从谈起何时进行人民币化的问题。在这一过渡时期内,最重要的是面对现实。也就是如何看待珠江三角洲的民间离岸市场问题。实际上港币和人民币的离岸市场正逐渐形成,在香港有“欧洲人民币”,在中国内地有“欧洲港币”。最近关于在香港的离岸中心试行欧洲人民币的建议被香港特区政府以人民币在资本项目下不能自由兑换为由拒绝了。实际上,这两种货币一直钉住美元,一个是固定不变,另外一个则是在 0.001 的范围内浮动。美元作为共同的基准,使两种货币在长期内收敛。根据 1999 年的统计表明,每一流通中的港币( $M_0$ )有 6 美元的外汇储备作为后盾;同样每一流通中的人民币( $M_0$ )也有 0.95 美元的外汇储备(几乎是 1:1 的比率)。

表 5 流通在中国内地和香港两地的资金估算

| 数据来源          | 在中国内地的港币或以外币表示的资产   | 在香港的人民币或以外币表示的资产  |
|---------------|---|---|
| 谭炳胜(1993)     | 1993 年估计约有 30% 港币现钞在中国内地流通。国内持有港元的数字长期保持约 500 亿元。代表了 1/3 的贷存差额及港元 $M_3$ 中占达 6%。   |   |
| 周兴维(1997)     | 专家估计在华南地区流通的港币不下 350 亿元。  | 估计 1997 年前后每年有 100 亿左右的人民币流进香港  |
| 杨帆(1998)      | 港币在珠江三角洲有 350 亿元自由流通,占港币发行的 30% 左右。   | 估计 1998 年前后,人民币在香港有 200 亿元。   |
| 胡坚(1997)      | 华南地区流通的港币 1989 年底为 63 亿元; 1991 年底为 105—145 亿元; 1993 年为 150 亿元。占港币发行量的 20%。1992 年底香港银行体系对中国内地非银行客户的贷款达 559 亿港元; 改革开放 14 年间港商在粤投资总额达 400 亿美元。 | 中国内地旅客带人香港的人民币现钞每年可达到 100 亿元。1993 年为 150 亿港元和 94 亿元人民币; 每月流入港澳地区的人民币超过 20 亿元。 |
| 姚崇毅、国世平(1998) | 据不完全统计, 1994—1997 年 3 年间 H 股(即国企在港上市的股票)在香港上市集资额超过 400 亿港元, 目前在港红筹股和 H 股的市值近 4000 亿港元。  | 中资企业目前在香港的投资已具有一定规模, 达数百亿美元。占香港总体经济规模的 10% 左右。                                |
| 国际金融报(2001)   | (5 月 1 日)香港股市吸引中国内地企业去年在香港集资 440 亿美元; (5 月 25 日)香港投资内地逾 1790 亿美元。   |   |

在表 5 引用的数字中,权威性较强的是谭炳胜(1993)一文。使用的是香港金管局和汇丰银行经济研究部的统计。30% 的港币在中国内地形成了一个“离岸市场”。人民币的贬值或贬值预期会使居民抛售人民币转向持有港币。加速港币流入这“离岸市场”,从而增加港币的升值压力。恶化香港持续的贸易逆差。反之,人民币升值,又会使这部分港币流回香港,有引发香港通货膨

胀的可能。这在一定程度上限制了人民币名义汇率变动的上下波幅。维持香港经济的稳定和繁荣一直是中国政府长期的方针政策,人民币汇率调整政策也是如此。

正如蒙代尔和麦金农所表述的那样,最适度货币区将促进区内资源和生产要素的最佳分配,中国内地和香港贸易的日趋增长将加速这个货币区形成的进程。根据重力模型,地理位置接壤,双边贸易和区内投资比重增加的国家或地区有可能建立货币圈。贸易比率见表6。

表6 中国内地与香港之间的贸易和两地对美国的贸易占各自贸易总额的比重(%)

| 年份   | 香港出口到中国内地 | 香港出口到美国 | 香港从中国内地进口 | 香港从美国进口 | 中国内地出口到香港 | 中国内地出口到美国 | 中国内地从香港进口 | 中国内地从美国进口 |
|------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1987 | 0.233     | 0.279   | 0.311     | 0.085   | 0.349     | 0.077     | 0.195     | 0.112     |
| 1988 | 0.270     | 0.248   | 0.312     | 0.083   | 0.384     | 0.072     | 0.217     | 0.120     |
| 1989 | 0.257     | 0.253   | 0.349     | 0.082   | 0.417     | 0.084     | 0.212     | 0.133     |
| 1990 | 0.248     | 0.241   | 0.368     | 0.051   | 0.438     | 0.086     | 0.273     | 0.124     |
| 1991 | 0.271     | 0.277   | 0.377     | 0.075   | 0.447     | 0.086     | 0.275     | 0.126     |
| 1992 | 0.296     | 0.231   | 0.371     | 0.074   | 0.442     | 0.101     | 0.255     | 0.111     |
| 1993 | 0.323     | 0.230   | 0.375     | 0.074   | 0.243     | 0.187     | 0.102     | 0.103     |
| 1994 | 0.328     | 0.232   | 0.376     | 0.071   | 0.267     | 0.177     | 0.082     | 0.121     |
| 1995 | 0.333     | 0.218   | 0.362     | 0.077   | 0.242     | 0.166     | 0.067     | 0.125     |
| 1996 | 0.343     | 0.212   | 0.372     | 0.079   | 0.218     | 0.177     | 0.056     | 0.116     |
| 1997 | 0.349     | 0.218   | 0.377     | 0.077   | 0.240     | 0.179     | 0.049     | 0.115     |
| 1998 | 0.344     | 0.234   | 0.406     | 0.075   | 0.211     | 0.207     | 0.048     | 0.121     |
| 1999 | 0.334     | 0.239   | 0.436     | 0.071   | 0.189     | 0.215     | 0.042     | 0.118     |

资料来源:国际货币基金组织《贸易方向统计年鉴》1988—2000年各期整理。

从以上统计可以看出香港对中国内地的贸易在递增,尤其是从中国内地的进口的比重已达香港进口总额的40%以上。而香港对美国的贸易比重却略微呈下降趋势。表明香港的对外贸易的重心已经移动。反过来看,中国内地出口到美国的比率在递增,而出口到香港比重却在递减(注:贸易绝对额仍在增加)。这种时间序列数据表明香港的联系汇率制的维持越来越需要来自中国内地的支持。

地理上的接壤在货币区的形成方面起着主导作用。一般来说,废除本币转而采取他国货币的国家选择了两条:要么地理位置上接近,要么曾经受他国的统治。以下就是这些国家的货币安排现状。

表7 放弃本币而采用他国货币的独立政体

| 独立政体   | 地理上邻近国家           | 历史上的宗主国          | 采用的货币         |
|--------|-------------------|------------------|---------------|
| 安道尔共和国 | 于法国和比利牛斯山东段的西班牙之间 |                  | 法国法郎、西班牙银币、欧元 |
| 基里巴斯   | 澳大利亚              |                  | 澳大利亚元、本土硬币    |
| 利比里亚   |                   | 通过美国殖民协会于1821年建立 | 美元            |
| 列支敦士登  | 位于奥地利和瑞士之间        |                  | 瑞士法郎          |
| 马绍尔群岛  |                   | 为美国的托管地          | 美元            |
| 密克罗尼西亚 |                   | 为美国的托管地          | 美元            |
| 摩纳哥    | 法国东南方             |                  | 法国法郎、欧元       |
| 瑙鲁     | 澳大利亚              | 曾被澳大利亚统治         | 澳大利亚元         |
| 巴拿马    | 中美洲               |                  | 美元            |
| 圣马力诺   | 意大利               |                  | 意大利里拉、欧元、本土硬币 |
| 图瓦卢    | 澳大利亚              |                  | 澳大利亚元、本土硬币    |

注:本表一部分来源于 Sebastian Edwards(2001)。

对照香港,它与中国内地接壤,在历史上也没有受过美国的统治,但是为何香港把美元作为联系对象呢?对于这个问题的回答是很明确的。目前人民币还不够强大并且还属于不充分自由兑换货币。

此外,诸如旅游、商务、探亲等两地人员的流动也是形成最适度货币区的重要条件。共同的语言是其他条件所不能替代的。它曾经说明过为何英国一直是美国最大的直接投资国。香港与中国内地也是一样。

表 8 1995—2000 年期间出入香港的人员流动比较(%)

| 香港居民离开香港     | 非居民抵达香港      |
|--------------|--------------|
| 前往中国内地:83.1% | 来自中国内地:26.7% |
| 前往美国:0.5%    | 来自美国:7.4%    |

资料来源:本表是根据英特网:<http://www.info.gov.hk/censtatd> 的统计折算成百分比的。

最近(2001)中国官方已经放宽内地居民赴港旅游的限制,中国内地赴港的人数激增。随着人员自由往来的增加,民间离岸市场的规模也将扩大。事实上珠江三角洲在各方面已经与最适度货币区的定义接近了。在这一个大市场中内部贸易和要素流动的比率将越来越高。值得注意的是中国内地在进入世界贸易组织后又明确提出要在这个地区设立自由贸易区。

然而,由于香港金管局和中国内地的中国人民银行都履行稳定的货币政策,所以在目前没有必要将两种货币统一起来。其实即使统一,成本与收益相抵,显得没有意义。两种货币同时并存是过渡时期的特征。当人民币成为充分自由兑换货币时,统一的时机方才成熟。犹如欧元区一样,“大中国区”(不仅包括中国内地、香港和澳门,而且包括台湾)的区内贸易一定会迅速发展,在货币统一后抵御外部金融危机的能力也一定会大大提高。

#### 四、结论

阿根廷的危机动摇了人们对货币局制度的信心。按照汇率制度的归类,香港也属于“超级钉住”的汇率制度。本文围绕着香港联系汇率制度的可持续性而展开,比较了阿根廷的货币局与香港联系汇率制度,指出中国的存在成为香港联系汇率制度的一种特征。在几次席卷全球的金融风暴中,香港的联系汇率制岿然不动,这不仅归功于香港健全的金融银行体系本身,而且与中国内地的各方面的支持是分不开的。本文采用了计量经济学中的协整方法,证明了港币与人民币、美元三者之间存在着长期关系。港币与美元之间的协整关系是由于联系汇率制本身的缘故,从某种程度上来说带有循环逻辑的特点。而港币与人民币之间的协整关系却是反映了两个经济体的日益融合的趋势。因为香港与中国内地都基本上钉住美元,实质上也建立起共同的“锚”作为过渡时期的一种方式。

虽然许多市场经济国家维持不住货币局制度而转向美元化,但是香港情况不同,香港经济与中国内地的融合程度排除了港币美元化的需要。随着民间往来的增加港币和人民币在珠江三角洲离岸市场上的交易规模会日益扩大。这些民间货币交易还可向政策制订者传递一定的价格信号。它的存在可被认为是最适度货币区的雏形。

由于香港和中国内地的双边贸易和在区内的相互投资超过了彼此与其他国家间的贸易和投资,所以港币在没有中国内地的支持下美元化是不切实际的。同时短期内港币人民币化也是不切实际的,这不仅因为人民币在资本项目下不可自由兑换,而且因为香港经济与亚洲经济紧密相连。亚洲许多国家货币仍然钉住美元,香港也不能例外,否则,就是自己把自己从亚洲市场上孤立起来。

对于两种稳定的货币而言,在最适度货币区内同时并存是近年的权宜措施。港币未来的发

展将取决于香港经济本身和人民币成为世界货币的发展。如果今后数据可获得的话,还可以对这个区域内的资产交易和投资组合进行更深入的研究。

参考文献:

- [1]Edgardo Barandiaran and Tsang Shuki(1997)One Country,Two Currencies-Monetary Relations between Hong Kong and China [M]. in Warren I. Colten and Li Zhao(Ed.)Hong Kong under Chinese Rule,Cambridge University Press, pp. 133—154.
- [2]Sebastian Edwards(2001)Exchange Rate Regimes,Capital Flows and Crisis Prevention[J/OL]. NBER Working Paper Series 8529(www.nber.org/papers/w8529).
- [3]Hong Liang(1999)Do Hong Kong SAR and China Constitute An Optimal Currency Area? An Empirical Test of the Generalized Purchasing Power Parity Hypothesis[R]. IMF Working Paper, WP/99/97.
- [4]Jeffrey A. Frankel(1999)No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times [J/OL]NBER Working Paper Series 7338. (<http://www.nber.org/papers/w7338>)
- [5]胡坚. 欣欣向荣的国际金融中心香港[M]. 北京:北京大学出版社,1997.
- [6]谭炳胜. 港元流向与联系汇率稳定问题的探讨[M]. 香港:香港经济年鉴,1993.
- [7]杨帆. 人民币与港币的关系[J]. 财贸经济,1998,(5).
- [8]姚崇毅,国世平. 论亚洲金融危机后中国对香港经济的推动[J]. 特区经济,1998,(7).
- [9]周兴维. “一国两制”中的人民币与港币[J]. 西南民族学院学报 1997,(3).

## Sustainability of Currency Board in Hong Kong

DING Jian-ping<sup>1</sup>, CHEN Wei-xue<sup>2</sup>

(1. *Modern Financial Study Center Shanghai University of Finance and Economics*;

2. *School of Finance Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

**Abstract:** Comparison is made between the two cases of the currency board. Although similar in form, Hong Kong distinguishes itself by its strong backing from the Mainland of China, such support may not be found in other countries which adopt currency board. After failure in maintaining the currency board, many emerging market economies are prone to dollarization with the hope to get rid of currency crises once and for all. However, it makes no difference in the case of Hong Kong SAR. The cointegration test is conducted to examine the possibility of dollarization and yuanization, which is measured by the existence of cointegration. The results indicate that owing to SAR itself, some economic variables of Hong Kong have strong cointegration with those of the United States, but it is impracticable in reality for Hong Kong SAR to dollarize the currency. While it is possible for Hong Kong dollar to be yuanized, the cointegration between Hong Kong and the Mainland of China is weak.

**Key words:** Hong Kong dollar; currency board; dollarization; yuanization; cointegration test