



## 前言

香港屬高度外向及開放型經濟體系，商品及服務貿易總值約相當於本地生產總值的三倍，因此維持港元匯率穩定非常重要。財政司司長曾訂明香港政府的政策目標是「保持港元匯價穩定」<sup>1</sup>，並將之具體界定為「在外匯市場港元兌美元的匯率保持在7.80港元兌1美元左右的水平」。財政司司長亦進一步訂明「貨幣體制須採用貨幣發行局模式」。

財政司司長負責釐定香港的貨幣政策目標及貨幣體制，作為香港金融管理局總裁的金融管理專員則負責達成貨幣政策目標，包括決定有關的策略、工具及執行方式，以及確保香港貨幣制度的穩定與健全。簡言之，金融管理專員負責香港聯繫匯率制度的運作。

香港是全球少數採納貨幣發行局或聯繫匯率制度的經濟體系之一。聯繫匯率制度自1983年10月17日推行以來，曾經歷多次市場波動，其中包括1987年香港股災、1990年波斯灣戰爭及1997至98年亞洲金融風暴，但一直運作順利。

<sup>1</sup> 參閱財政司司長於2003年6月25日就貨幣與金融事務方面的職能與責任致金融管理專員的函件。該函可於金管局網站([www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk))查閱。

聯繫匯率制度高度透明的運作，以及公眾有信心香港政府有能力及決心堅守這個制度，都極具關鍵性。隨着金融市場愈趨發達，各種衍生工具紛紛面世，結合科技發展一日千里，使大額交易可在瞬間達成，市場潛在波動相應增加。面對這種形勢，我們多年來不斷努力完善及鞏固聯繫匯率制度，增加制度的穩健性。從港元匯率面對多番衝擊仍保持穩定，可見聯繫匯率制度確實行之有效。

我深信目前聯繫匯率制度仍是香港貨幣體制的最佳選擇。儘管其他制度可能會帶來短暫得益，但除此以外實在沒有其他貨幣政策能為香港這類高度開放及外向型的經濟體系提供我們所必須的穩定及信心。在不完美的世界裏，任何貨幣政策都要付出代價；社會上就聯繫匯率制度進行健康及客觀的討論其實很正常。

在2000年11月出版的《金管局資料簡介(1)—香港的聯繫匯率制度》，闡述聯繫匯率制度的歷史、運作，以及對香港經濟帶來的裨益與限制。自此至2005年的數年間，聯繫匯率制度推行了多項強化措施，本簡介作為第二版將一一介紹。金管局的職責及工作牽涉高度複雜的技術，一般讀者較難產生興趣，我們出版一系列簡介的目的，是力求清楚及簡單易明，對專業人士以至廣大市民均應具參考價值。讀者可於金管局網站([www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk))查閱金管局其他資料簡介及刊物。

香港金融管理局

總裁

任志剛

2005年11月

## 緒論

港元按7.80港元兌1美元的官方匯率與美元掛鈎。聯繫匯率制度自1983年10月17日實施以來，一直都是香港金融體系的支柱。聯繫匯率制度使港元兌世界主要貨幣的匯價保持穩定，在確立香港的貿易與金融中心地位方面發揮重要作用。聯繫匯率制度是透過嚴謹和穩健的貨幣發行局制度來實施，確保香港的貨幣基礎得到美元按聯繫匯率提供十足支持。至於提供這種支持的美元資產，則由香港的外匯基金（為全球最龐大的官方儲備之一）持有。

這份資料簡介闡述香港聯繫匯率制度的源起、演變與運作，同時亦探討聯繫匯率制度對香港經濟的重要性，以及其對制定政策所構成的限制。

## 港元匯率制度簡史

香港在發展為貿易與金融中心期間，實行過不同類型的聯繫匯率制度。

1863年，香港政府宣布當時的國際貨幣—銀元—為香港的法定貨幣，並於1866年開始發行香港本身的銀元。直至1935年，香港的貨幣制度都是銀本位制。後來發生全球白銀危機，政府遂宣布棄用銀本位制，並按16港元兌1英鎊的匯率將港元與英鎊掛鉤。<sup>2</sup>

根據1935年頒布的《貨幣條例》，銀行須向外匯基金交出手頭用作支持發行紙幣的所有白銀，以換取負債證明書，外匯基金則把收到的白銀投資於英鎊資產，這些負債證明書成為了發鈔銀行發行紙幣的法定支持。實際上，這種安排就是貨幣發行局制度。發鈔銀行日後若增發紙幣，必須以英鎊購買負債證明書。

1972年6月，英國政府決定讓英鎊自由浮動。其後，港元曾一度與美元掛鉤，最初是5.65港元兌1美元，並於1973年2月改為5.085港元兌1美元。不過，由1972年6月起，發鈔銀行可用港元購買負債證明書。

1974年11月，由於美元弱勢，港元遂改為自由浮動。

<sup>2</sup> 有關香港的早期貨幣發展歷史詳情，見金管局於2000年11月出版的《香港金融貨幣簡介》。該刊物可於金管局網站([www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk))查閱。

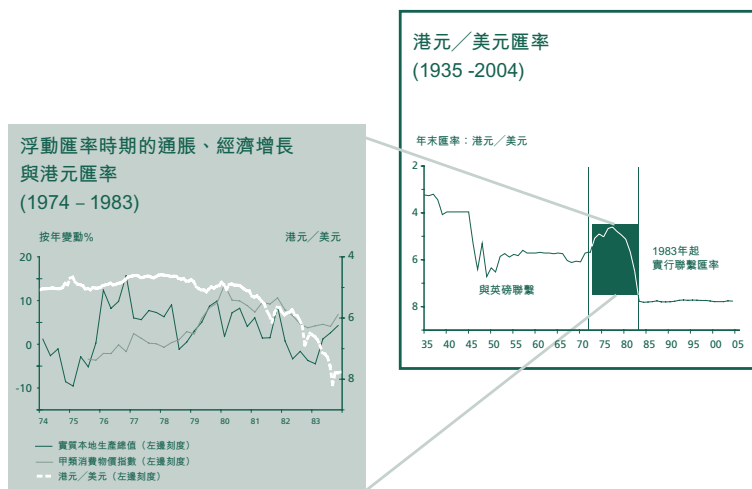
港元匯率制度		
日期	匯率制度	參考匯率
1863年至 1935年11月4日	銀本位	銀元為法定貨幣
1935年12月	與英鎊掛鈎	1英鎊兌16港元 (1935年12月至1967年11月)
	與英鎊掛鈎	1英鎊兌14.55港元 (1967年11月至1972年6月)
1972年7月6日	與美元掛鈎， 干預上下限為 核心匯率 $\pm 2.25\%$	1美元兌5.65港元 (1972年7月至1973年2月)
	與美元掛鈎	1美元兌5.085港元 (1973年2月14日至1974年11月)
1974年11月25日	自由浮動	在以下日期的匯率： 1974年11月25日－ 1美元兌4.965港元 1983年9月24日－ 1美元兌9.600港元
1983年10月17日	與美元掛鈎	1美元兌7.80港元

雖然浮動匯率制度實施後的最初兩年運作頗為順利，但其後的情況卻並不理想。當時的貨幣政策架構尚在發展初階，未足以取代以外國貨幣的價值來定位的貨幣架構，同時又沒有明確的貨幣政策目標，更遑論達致這些目標的工具。因此，香港經濟步入動盪期，幾乎所有環節均大幅波

港元匯率制度簡史

動。實質本地生產總值增長率在1975年跌至0.3%，在1976年卻上升至16.2%。通脹由1975年的2.7%大幅攀升至1980年的15.5%。港元匯價由1981年的5.13港元兌1美元，貶值至1983年的9.60港元兌1美元。投機狙擊的活動，以及對香港前途的信心危機加劇，令港元貶值的情況進一步惡化，在1983年更到了非常嚴峻的關頭。1983年9月，港元匯率錄得新低，兩日間共貶值了13%，跌至9.60港元兌1美元的低位。

面對貨幣危機及有關多家銀行是否穩健的疑慮，香港政府在1983年10月15日公布新政策，以穩定港元匯價，將港元按7.80港元兌1美元的固定匯率與美元掛鈎。這項安排成為了香港目前的貨幣制度的基礎。





## 聯匯對香港的重要性

聯繫匯率制度（「聯匯制度」）能夠滿足香港這類高度外向型的經濟體系的需要。這個制度**簡單、一致，而且易於理解**，讓本港經濟能因應各種衝擊進行調整，避免因貨幣突然崩潰而造成破壞與波動。

聯匯制度**符合香港的經濟狀況**。香港是高度外向型經濟體系，資本帳完全開放，並擁有龐大的金融體系。全年計，商品與服務貿易總值相當於本地生產總值的三倍多。因此，若海外市場大幅波動，造成金融震盪，香港動輒受到影響。聯匯制度為香港提供穩定的貨幣支柱，減低進、出口商與國際投資者面對的外匯風險。由於美元是本港對外貿易與金融交易所用的主要貨幣，所以美元順理成章成為港元的掛鈎貨幣。

聯匯制度行之有效，是因為**香港多項經濟特質**使然：

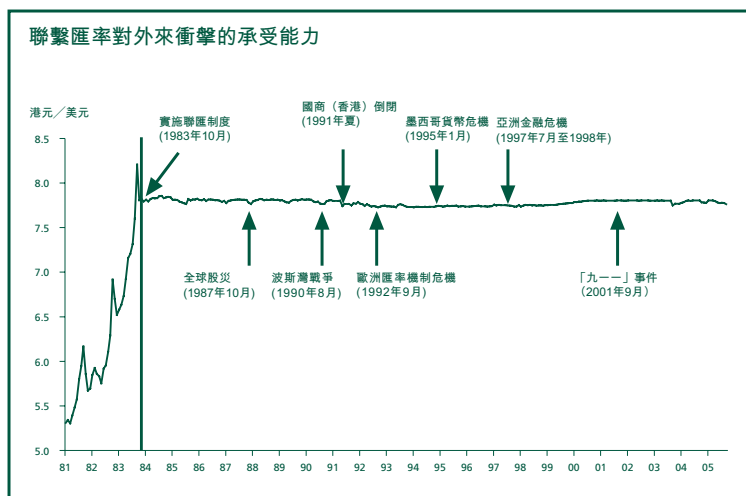
**首先**，香港的經濟結構靈活性高、適應力強。勞動市場、物業與零售市場等均能迅速就不斷轉變的環境作出回應：這種靈活性有利內部價格與成本的調整，使對外競爭力得以在無需調整匯率的情況下作出調節。

**第二**，香港銀行體系穩健，資金充裕，能有效應付因實施聯匯制度而可能會出現的利率波動情況。

第三，香港政府奉行審慎的理財政策，而且累積了龐大的財政盈餘，並以平衡預算為中期目標。因此，匯率制度不會因為要支持政府赤字而受到不利影響。

第四，香港坐擁龐大的外匯儲備，為聯匯制度提供支持。這些儲備由外匯基金持有，於2005年9月底達1,228億美元，為流通貨幣的六倍多，是全球最高水平之一。

自1983年實施聯匯制度以來，港元匯率面對外來震盪仍能保持穩定。經歷了1987年股災、1990年波斯灣戰爭、1992年歐洲匯率機制危機、1994至95年墨西哥貨幣危機，以及1997至98年亞洲金融危機，聯匯制度仍然絲毫未受影響。



## 聯匯制度的運作

香港的聯匯制度屬於貨幣發行局制度。在這個制度下，貨幣基礎的流量與存量均得到外匯儲備的十足支持。這即是說，貨幣基礎的任何變動都必須有外匯儲備按固定匯率計算的相應變動完全配合。在香港，貨幣基礎的組成部分包括：

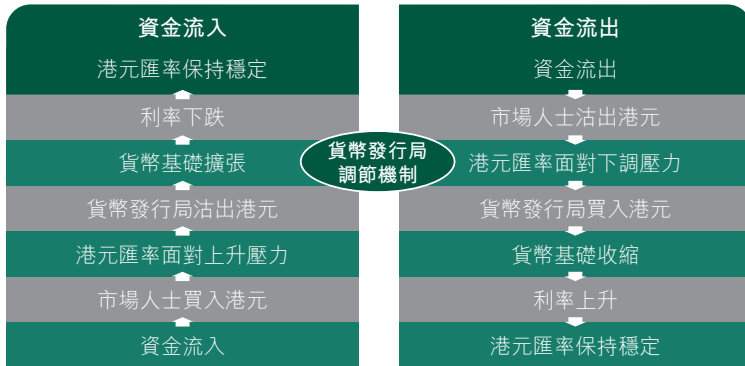
- **負債證明書**，用以支持發鈔銀行發行的紙幣
- **政府發行的流通紙幣及硬幣**
- **總結餘**，即銀行在金管局開設的結算戶口結餘總額
- **外匯基金票據及債券**，是由金管局代表政府發行。

香港的紙幣大部分由3家發鈔銀行發行。法例規定發鈔銀行發鈔時，須按7.80港元兌1美元的匯率向金管局提交等值美元，並記入外匯基金的帳目，以購買負債證明書，作為所發行紙幣的支持。因此，港元得到外匯基金持有的美元提供十足支持。相反，回收港元紙幣時，金管局會贖回負債證明書，銀行則自外匯基金收回等值美元。至於由政府經金管局發行的紙幣及硬幣，則由代理銀行負責儲存及向公眾分發，金管局與代理銀行之間的交易也是按7.80港元兌1美元的匯率以美元結算。

根據貨幣發行局制度的運作機制，唯一會令總結餘出現變動的情況，就是金管局因資金流入或流出港元作出相應行動。

在2005年5月18日，金管局推出強方兌換保證，承諾會在7.75港元對1美元的匯率水平從持牌銀行買入美元，並宣布將現行弱方兌換保證的匯率水平由7.80港元移至7.85港元，讓強弱雙向的兌換保證能以聯繫匯率7.80港元為中心點對稱地運作。在強方及弱方兌換保證水平所設定的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局制度運作原則的市場操作，藉此促進貨幣及外匯市場的暢順運作。推出買入美元的強方兌換保證，能消除港元匯率可轉強程度的不明朗情況，令資金更快地因應港元與美元的息差而流入或流出港元。

在貨幣發行局制度下，資金流入或流出會令利率而非匯率出現調整。若銀行向貨幣發行局出售與本地貨幣掛鈎的外幣(以香港而言，指美元)，以換取本地貨幣(即資金流入)，貨幣基礎便會增加。若銀行向貨幣發行局買入外幣(即資金流出)，貨幣基礎便會收縮。貨幣基礎擴張或收縮，會分別令本地利率下降或上升，這種貨幣狀況的轉變，會自動抵銷原來資金流入或流出的影響，而匯率則一直保持穩定。這是一個完全自動的機制。



為了減少利率過度波動，金管局會透過貼現窗提供流動資金。銀行可利用外匯基金票據及債券及其他合資格證券作抵押品訂立回購協議，透過貼現窗向金管局借取隔夜流動資金。貼現窗的基本利率—即計算回購協議適用的貼現率的基礎利率—是按預先公布的公式釐定，該公式以美國聯邦基金目標利率與香港銀行同業拆息為依據。<sup>3</sup>由於外匯基金票據及債券有外匯儲備的十足支持，所以這個過程所產生的港元流動資金亦自動得到外匯儲備支持，完全符合貨幣發行局制度的運作原則。

<sup>3</sup> 有關貼現窗運作的技術細節，見1998年11月號《金融管理局季報》所載「鞏固香港的貨幣發行局制度」一文。該刊物可於金管局網站([www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk))查閱。

香港的貨幣發行局制度由外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會監察。該委員會定期舉行會議，監察貨幣發行局制度的運作，並研究改進措施。委員會成員包括專家學者、市場專業人士，以及金管局高層人員。按照金管局提高透明度的政策，委員會的會議記錄會定期於金管局網站 ([www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)) 公布，會上所研究的大部分文件會刊載於《金融管理局季報》。自1999年3月起，金管局亦每月公布貨幣發行局帳目。

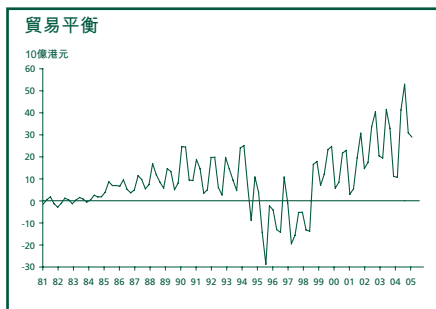
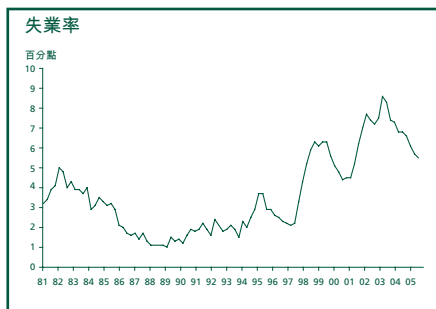
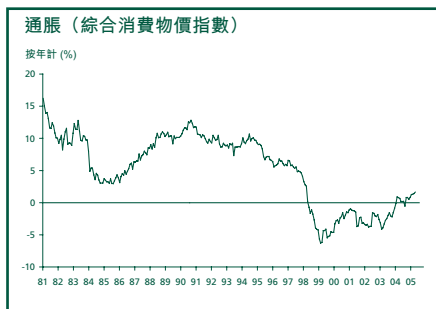
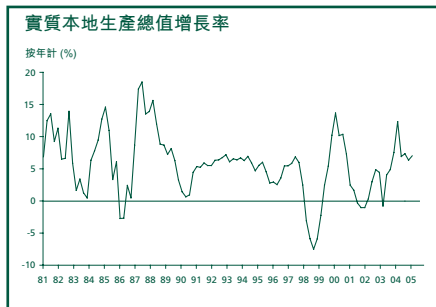
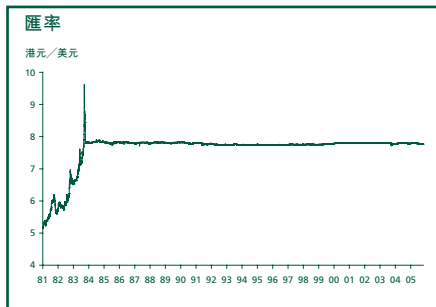
## 聯匯制度下的限制

對香港來說，聯匯制度是較為可取的貨幣制度。然而，無論是哪種貨幣政策，總會有其限制與優點。在聯匯制度下，貨幣管理當局不能運用匯率的變化作為調節機制。因此，與實施自由浮動匯率制度的情況比較，香港面對競爭對手的貨幣大幅貶值，或出口市場經濟衰退等海外或本地事件對經濟造成衝擊時，由於實施聯匯制度的關係，其內部成本或價格結構可能需要作出更大幅度的調整。儘管這內部調節過程較匯率急速調整來得緩慢，但相信可以令實質經濟作出更為持久和必要的結構性調整。

因聯匯制度的關係，香港要跟隨美國的貨幣政策，但香港與美國的經濟周期卻不一定同步。在聯匯制度下，沒有甚麼空間讓貨幣管理當局可運用獨立的利率政策達到價格穩定或促進經濟增長的目標。由於本地利率緊貼美元利率的走勢，因此若香港與美國的經濟周期並不同步，本地利率便可能會不大適合本地的宏觀經濟狀況。例如，美國為了冷卻過熱的經濟而調高美元利率，可能會妨礙香港經濟的復甦步伐。

然而，香港的經濟結構靈活，能迅速適應不斷轉變的環境。自1983年推出聯匯制度以來，香港的經濟一直表現出色。以下圖表說明香港經濟在此期間的表現。

### 香港經濟指標





## 聯匯以外的其他方案？

聯匯制度對香港的好處偶爾會受到質疑，每當出現財政及經濟問題時，人們對聯匯的討論就更熱烈，亦有建議推行其他匯率制度。匯率制度固然應該有公開及健康的討論，但到底這些其他方案是否切合現實呢？

### **與美元掛鈎，但修改現行匯率？**

若一次過修改現行匯率，經濟調整的部分壓力或會改由名義匯率來承受，從而減輕了名義價格及工資調整帶來的痛楚。但作為掛鈎支點的名義匯率一旦動搖，即使是可一不可再之舉，亦會影響貨幣發行局制度的公信力，同時令人揣測名義匯率日後會再修改，結果投資者信心大受打擊，觸發大量資金流走，最終影響本港經濟及貨幣的穩定。此外，貨幣貶值在一定程度上會妨礙經濟體系繼續調整以爭取更高生產力的動力，影響長遠利益。

### **與另一貨幣掛鈎？**

選擇掛鈎貨幣時，應衡量本身以該貨幣作交易單位的外貿及金融交易數額，以及該貨幣所屬貨幣制度的公信力及穩定性。以香港的情況來說，正是基於推行聯匯制度的關係，使我們能受惠於美國大致穩定的貨幣環境及其公信力超卓的貨幣政策。此外，美元亦是本港對外貿易及金融交易所用的主要貨幣。

### **與一籃子貨幣掛鈎？**

若港元與一籃子貨幣掛鈎，本地經濟受單一掛鈎貨幣的匯率及利率大幅波動影響的機會將會減少，但與一籃子貨幣掛鈎的做法卻遠較聯匯制度複雜，透明度亦低得多。若貨幣管理當局在某程度上保留酌情權，調整組合貨幣的比重，貨幣政策的透明度及市場對其運作機制的掌握便會減低，因而可能影響對匯率制度的信心。

### **港元自由浮動？**

在自由浮動的匯率制度下，貨幣管理當局享有更大自由度，可推行獨立的貨幣政策，以達到價格穩定或經濟增長的目標。但香港經濟屬高度外向型，容易受國際資金流向波動的影響。如果實行自由浮動的匯率制度，匯價波動將會增加投資及貿易環境的不明朗因素，投資者可能要運用多種金融工具來對沖外匯風險，令營商成本增加。此外，在香港這種開放的環境下，匯率可能會過度波動，甚至偏離其內部平衡點，對本港經濟造成損害。在浮動匯率制度下，貨幣管理當局仍然需要定出政策架構，以達致貨幣穩定。舉例來說，為了達到目標水平的通脹率或貨幣供應量，貨幣管理當局可能需要透過公開市場操作來影響利率。然而，有關政策在定義與執行上將難以如聯匯制度一樣清晰、有效，以及具有公信力。

### 美元化？

美元化指以外幣（在大多數情況下指美元）代替本地貨幣作為記帳與儲值單位，以及交易媒介。假使本地貨幣受到嚴重衝擊，美元化可能有助穩定貨幣及金融制度。

然而，美元化涉及重大的法律、技術及過渡問題。即使能解決這些問題，也須耗用大量時間及進行大量準備工夫。此外，美元化亦令當局不能再享有發鈔利潤（這是指從支持貨幣基礎的儲備資產中賺取的收入）。一旦推行美元化後，要取消將會非常困難。更重要的是，如果遇到負面的衝擊，美元化仍不能免除本地價格及成本結構的調整。

## 結論

沒有一種匯率制度會在任何時候都能適合任何經濟體系。事實上，不管推行哪一種匯率制度，最重要的是它必須貫徹配合整體的宏觀經濟政策。我們上面探討過聯匯以外的其他制度，並總結認為聯匯制度是最適合香港的方案。自1983年以來，聯匯制度在香港一直行之有效，相信日後仍會繼續發揮同樣作用。

## 常見問題

### 1. 本港的利率是如何釐定的？與美國利率有甚麼關係？

在聯匯制度下，本港銀行同業拆息一般都會跟隨美元息率的走勢。港元與美元息差的幅度，主要反映投資者對港元要求的溢價（不論此溢價是正數或負數）。如果息差幅度與市場預期不相符，資金會流入兩者之中息率較高的一種貨幣，以套戥獲利。

零售息率（包括定期存款利率）是按市場供求情況決定。至於最優惠利率，即銀行貸款息率的參考基準，屬個別銀行的商業決定。鑑於銀行同業資金是銀行體系的主要資金來源，零售息率將會受到銀行同業息率的走勢影響。

### 2. 貨幣發行局制度與其他形式的掛鈎匯率制度有甚麼分別？

貨幣發行局制度是一種規範化的貨幣制度，其主要特色有二：一是貨幣基礎必須有十足的儲備支持，二是貨幣發行局或貨幣管理當局作出明確的保證，承諾會依照指定的固定匯率將本地貨幣兌換為儲備貨幣。

上述的支持規則禁止中央銀行透過向公眾或私營機構放貸，從而產生無儲備貨幣支持的貨幣負債。這項貨幣規則的制約作用，加

上當局承諾會按固定匯率將本地貨幣兌換為儲備貨幣的明確保證，加強了貨幣發行局制度的公信力，並使其被視為一種特別穩健的固定匯率制度。

**3. 金管局將於甚麼時候以甚麼方式在兌換範圍內進行市場操作？是否有任何規則管轄酌情進行的市場操作？**

金管局將會視乎市場情況(包括匯率、利率、總結餘及其他有關的市場資料)在兌換範圍內進行操作，並會監察可能不時出現的市場反常現象，避免影響聯匯制度的暢順運作。

在2005年7月的會議上，外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會接納四項大原則來管轄兌換範圍內的市場操作：(i)所有市場操作應嚴格依循貨幣發行局的規定來進行；(ii)市場操作的主要目標應該是維持在聯匯制度下的匯率穩定及外界對此制度的信心；(iii)可透過市場操作來配合利率調整，從而達致在聯匯制度下的匯率穩定，並避免利率過度波動造成衝擊；及(iv)市場操作亦可為消除市場反常現象而進行。目前這四項原則均適用於一般情況，但本局仍會視乎實際運作及變化進行檢討。

**4. 假如人民幣實行完全自由兌換，港元會否被人民幣取代？**

《基本法》已清楚訂明「一國兩制」的原則。根據《基本法》第111條，「港元為香港特別行政區法定貨幣，繼續流通。」即使人民幣實行完全自由兌換，我們並不預期港元的法定貨幣地位會有任何改變。

**5. 假如1997至98年亞洲金融風暴期間容許港元自由浮動，香港情況會如何？**

假如本港因應當時亞洲其他貨幣相繼貶值的情況，容許港元自由浮動，將可能觸發區內貨幣進一步貶值的惡性循環，我們很難預計這樣造成的影響有多深遠，但相信對香港及亞洲整體都會帶來不良後果。此外，聯匯制度變動引發的不明朗及不安因素，會嚴重打擊投資者對香港的信心。港元是亞洲唯一自由兌換而能抵禦亞洲金融風暴衝擊的貨幣，足以證明聯匯制度是本港有效維持貨幣及金融穩定的基石。

## 6. 聯匯制度是否引起本港經濟衰退及妨礙經濟復甦的原因？

我們沒有理由相信聯匯制度是導致經濟衰退的原因，但由於我們沒有空間可以推行獨立的貨幣政策以減少經濟波動，因此就短期而言聯匯可能會加深某些經濟周期的影響。雖然固定及浮動匯率制度的經濟周期調整模式不同，但任何匯率制度的成效都應從長遠來判斷。以推行浮動匯率制度的地方來說，貨幣貶值或許可以迅速恢復其對外競爭力，但卻會影響貨幣政策的公信力，加劇金融市場的波動。此外，貨幣貶值可能會減少本地經濟尋求更高效益的動力，因而妨礙取得更佳的長期經濟表現。在這情況下，貨幣貶值初期提高競爭力的成效，可能會逐漸消失。反觀在聯匯制度下，只有透過內部遏抑成本及提高生產力才可恢復競爭力。這個過程無可避免需要多些時間，但聯匯制度的制約卻迫使本港尋求更高的效率及推行結構性改革，長遠令經濟有所裨益。



## 建議參考書目

Beecham, B. Julian, *Monetary and Financial System in Hong Kong*.

香港：香港銀行學會，1998年

Enoch, C. & Gulde, A.M., *Making a Currency Board Operational*.

國際貨幣基金組織，1997年

Ghosh, A.R., Gulde, A.M. & Wolf, H.C., *Currency Boards:*

*The Ultimate Fix?* 國際貨幣基金組織，1998年

Ho, R.Y.K., Scott, R.H. & Wong, K.A. (編訂)，*The Hong Kong*

*Financial System*. 香港：牛津大學出版社，1991年

香港金融管理局，《香港貨幣銀行用語匯編》(第二版)。

香港：香港金融管理局，2000年11月

香港金融管理局，《*Money and Banking in Hong Kong: Section 2*

– *Monetary Policy*. 香港：香港金融管理局，1997年9月

香港金融管理局，《香港金融貨幣簡介》。

香港：香港金融管理局。2000年11月

饒餘慶，《*Money in Hong Kong – Historical Perspective and*

*Contemporary Analysis*. 香港：香港大學，1990年

Latter, Tony, *Hong Kong's Exchange Rate Regimes in the Twentieth Century:*

*The Story of Three Regime Changes*. 2004年9月

Santiprabhob, V., *Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experience*. 國際貨幣基金組織，1997年

任志剛, *A Modern Day Currency Board System*.

香港：香港金融管理局，1998年11月

任志剛，《香港貨幣發行局制度之檢討》。

香港：香港金融管理局，1998年12月

任志剛，《香港的聯繫匯率制度》。

香港：香港金融管理局，1998年3月

香港金融管理局網頁：[www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)