

# 近期香港強化聯繫匯率制度之內容及影響

盧世勳

## 一、前言

本（2005）年5月18日香港金融管理局（HKMA）宣布聯繫匯率制度（Currency Board System）（註1）改革措施，亦即自5月23日起之5週內逐步將原先美元兌港幣之固定匯率，擴大為訂有上下限之波動區間，此係自1983年10月香港實施聯繫匯率制度以來，首度容許匯率有較大的波動區間，亦係繼亞洲金融風暴後，香港聯繫匯率制度之第二次重大改革。此次改革之目的在於消弭因預期人民幣升值所引發之大量熱錢湧入香港，炒作人民幣資產而使港幣走高之預期心理。

## 二、香港聯繫匯率制度之實施背景及特色

（一）實施背景 曾經歷過銀本位制、英鎊匯兌本位制、釘住香港在現行之聯繫匯率制度實施之前，美元固定匯率制，以及自由浮動匯率制等不

附表 香港匯率制度之變遷

匯率制度	期間	特點
銀本位制	1863-1935	以銀元為法定貨幣
英鎊匯兌本位制	1935.12-1967.11	1英鎊兌16港幣
	1967.12-1972.6	1英鎊兌14.55港幣
釘住美元之固定匯率制	1972.6-1973.2	1美元兌5.65港幣
	1973.2-1974.11	1美元兌5.085港幣
自由浮動	1974.11-1983.10	1974年11月為1美元兌4.965港幣，1983年9月為1美元兌9.6港幣
聯繫匯率制度	1983.10-1998.9	1美元兌7.8港幣
	1998.9-2000.8	1美元兌7.75港幣
	2000.8-2005.5	1美元兌7.8港幣
	2005.5.18-	1美元兌7.75-7.85港幣

資料來源：香港金融管理局網站(<http://www.info.gov.hk>)

同階段（詳見附表）。1982年因英國與中國開始協商1997年香港主權歸還中國問題，引起香港居民資金外逃之信心危機，為穩定港幣匯價，吸收外資，港府遂於1983年10月17日宣布放棄當時實施之自由浮動匯率制，而改採釘住美元之聯繫匯率制度。

## （二）特色

香港聯繫匯率制度為貨幣發行局制度（Currency Board System）之一種，亦可稱為美元匯兌本位制（Dollar Exchange Standard），基本上這種制度須具備十足之外匯發行準備，香港基礎貨幣（Base Money）（註2）之變動須與外匯發行準備之變動一致。在該制度下，港幣非貨幣發行局所發行，而係由香港匯豐、渣打及中國等3家商業銀行發行，發行銀行每發行7.8港幣，就必須存1美元至港府所設之外匯基金，並取得負債證明書後始可發行；當發行銀行欲兌回美元時，亦得以7.8港幣兌1美元之固定匯率予以兌回。因此，即使匯率由市場供需決定，惟因發行銀行係依官定之固定匯率向外匯基金兌取美元或港幣，致市場匯率將會趨近於1美元兌7.8港幣。

香港聯繫匯率制度最主要之特色係透過類似金本位制（Gold Standard）之美元匯兌本位制來達成自動調節經濟活動之功能，只是以美元代替黃金；具體而言，若當港幣遭

受攻擊或資本外逃而使港幣貶值時，發行銀行會因外匯（以美元為主）減少而被迫向外匯基金交回負債證明書以官定匯價贖回美元，再以市場匯價拋出，賺取匯差，此將導致港幣資金供給下降、利率上升及物價下跌，最後促使匯率回穩，因此在金管局無須採取任何外匯干預措施之下，聯繫匯率制度能達成自動調節之功能。

但另一方面，利率波動卻取代匯率波動，1997年亞洲金融風暴時，港幣因伴隨美元強勢而走強，四度遭投機客放空，貶值壓力增大，在聯繫匯率制度之運作下，利率大幅攀升，嚴重衝擊包括股市、房市及物價等經濟活動，聯繫匯率制度一度面臨嚴厲考驗。

金管局為鞏固聯繫匯率制度，降低市場被操控之可能性，遂於1998年9月推出包括承諾持牌銀行（licensed banks）在港幣偏弱時，得將其結算帳戶中之港幣以1美元兌7.75港幣之匯率兌換成美元之弱方兌換保證（Weak-Side Convertibility），至2000年8月復調回至7.8港幣；設置貼現窗口取代「流動資金調節機制」（註3），藉以確保利率能充分反映資金狀況，以及減緩利率過度波動之衝擊；提高貨幣發行局制度運作之透明度及揭露更多訊息等多項技術性措施。

### 三、近期宣布之措施內容

本年5月18日金管局宣布三項聯繫匯率制度改革措施，擴大港幣兌換美元匯率區間，將原先1美元兌7.8港幣之固定匯率，放寬至1美元兌7.75至7.85港幣之匯率波動區間。其三項改革措施包括：

(一) 新增強方兌換保證 (Strong-Side Convertibility)，即在港幣有升值壓力時，金管局保證在1美元兌7.75港幣之匯率向持牌銀行買入美元。

(二) 將原先金管局在1美元兌7.8港幣之匯率出售美元給持牌銀行之弱方兌換保證放寬至1美元兌7.85港幣，藉使強弱雙向之兌換保證能以1美元兌7.8港幣之匯率為中心而進行對稱 (symmetry) 操作。該項措施自5月23日起，採為期5週，每週一調整100

點 (即每週貶值0.01港幣) 之循序漸進方式，至本年6月20日達到7.85港幣。

(三) 在強方及弱方兌換保證匯率所設定之兌換範圍 (Convertibility Zone) 內，金管局可選擇符合貨幣發行局制度運作機制來進行市場操作。

金管局表示，聯繫匯率制度之運作維持不變，這些措施亦並非將港幣貶值；因新制之中心匯率為7.8港幣兌1美元，致上下共有1,000點之操作空間 (即0.1港幣區間)，並可視需要在7.75至7.85港幣之兌換範圍內，進行包括增發外匯基金票據吸納游資等之市場操作，藉以消除市場異常現象，促使聯繫匯率制度運作順暢。

### 四、對金融市場的影響

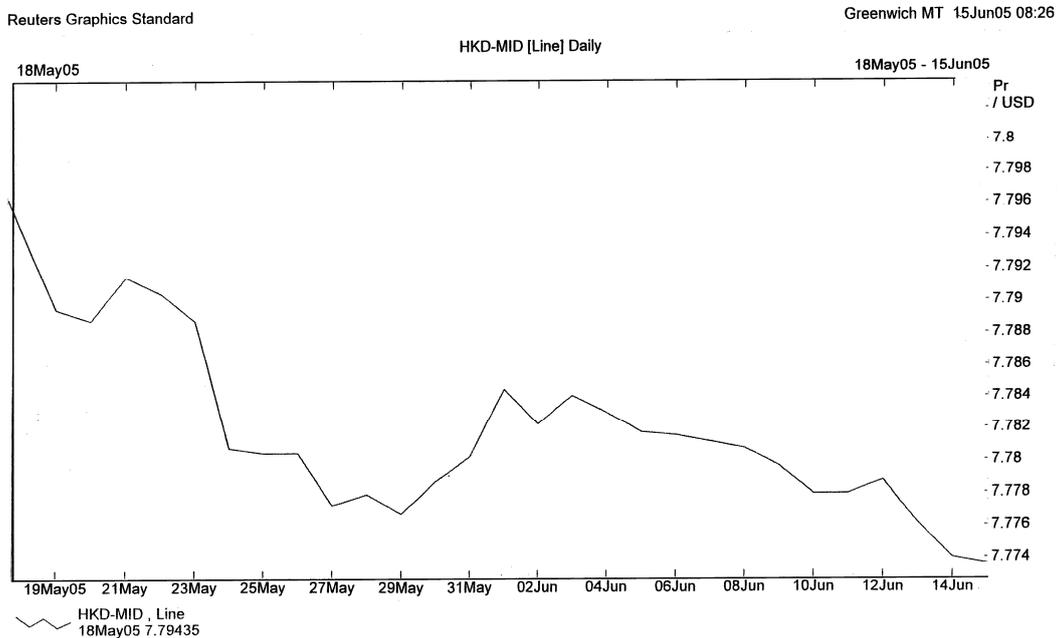
近年來，因國際匯市一直預期人民幣即將升值，連帶港幣亦料將跟進，導致熱錢大量湧入香港，金管局自2003年9月下旬起，開始買入美元而釋出港幣，致銀行體系在金管局之結算帳戶餘額不斷上升，且高出銀行同業支付系統所需正常資金甚多，致隔夜拆款利率偏低。

5月18日金管局宣布之匯率新措施中，針對港幣升值而新增之強方兌換保證，使得流入香港炒作港幣之熱錢，認為港幣升值空

間有限，紛紛將港幣脫手，造成港幣匯價盤中一度重挫至15年來之新低1美元兌7.812港幣之價位，5月19日銀行體系在金管局之結算帳戶餘額在5分鐘內由38億港幣驟降至7億港幣，趨近正常水準。

因銀行體系結算帳戶餘額之大幅下降，導致各期別之拆款利率上升。5月23日香港主要銀行如中國、匯豐、渣打及東亞等銀行亦紛紛調高存放款利率各0.5個百分點。在利率全面揚升下，港幣匯價回升，外匯市場漸

附圖 港幣匯價走勢



趨穩定，至 6 月 15 日已升至 7.773 港幣兌 1 美元（見附圖）。

金管局表示，香港與美國間之利差並不大，基本放款利率之利差僅為 0.5 至 0.7 個百分點。尤其當匯率新制實施後，銀行體系結算帳戶餘額已降至近 7 億港幣水位，致利率上升，使得今後香港利率水準可望更貼近美國之水準。

香港金融市場普遍認為新制可驅除意圖

炒作人民幣升值而流入區內之熱錢，進而為人民幣升值作準備，因此，將可能加速中國大陸匯率制度之改革，但對於引起利率上升之解讀則不一。部分認為利率上升將加重企業負擔；但部分則認為近期香港經濟好轉，升息之衝擊應較小。

此外，國際貨幣基金（IMF）亦肯定金管局為遏止因人民幣預期升值而流入香港之投機性資金所作的努力。

## 五、結 語

目前人民幣升值及匯率改革仍為國際間關注之焦點，但因香港與大陸政經關係密切，金融市場預期一旦人民幣升值，港幣或

將跟進，此將對香港出口競爭力帶來重大衝擊。為防範未然，金管局乃宣布三項聯繫匯率制度改革措施，藉以消除港幣預期升值之

不明朗狀況，避免港幣被當作炒作人民幣升值之工具。聯繫匯率新制實施後，普遍獲得區內外金融市場之正面評價，惟其效果則有待爾後觀察。

## 附 註

- (註 1) 原稱為貨幣發行局制度，但在香港則稱為聯繫匯率制度。
- (註 2) 包括 (1) 已發行負債證明書 (發行紙幣憑證) 及硬幣；(2) 持牌銀行在金管局之結算餘額 (結算銀行相互間及金管局與銀行間交易)；(3) 金管局發行之外匯基金票據及債券未償還部分之總額。
- (註 3) 1992 年設立，指金管局透過即時清算系統調節持牌銀行之資金水位。1998 年後，改以持牌銀行以外匯基金票據及其他合格票據當作抵押品，透過貼現窗口向金管局融通資金。

## 參考資料

- 林文琇，「聯繫匯率制度 (Currency Board System) 簡介」，中央銀行經濟研究處，民國 87 年 2 月。
- 游淑雅，「人民幣貶值對香港聯繫匯率制度之影響」，中央銀行經濟研究處，民國 88 年 8 月。
- 香港金融管理局 (1997)，「論聯繫匯率制度和貨幣發行局制度」，金融管理局季報，11 月。
- 香港金融管理局 (1998)，「鞏固香港的貨幣發行局制度」，金融管理局季報，11 月。
- 香港金融管理局 (2005)，<http://www.info.gov.hk>。
- 路透社 (2005)，「港幣改採區間浮動」，5 月 19 日。
- 路透社 (2005)，「<香港金融焦點> 金管局微調港元波幅，意在打擊押注人民幣的投機客」，5 月 19 日。
- 路透社 (2005)，「聯匯首設上下限」，5 月 19 日。
- 經濟日報 (2005)，「香港聯繫匯率制度鬆動，人民幣看升徵兆？」，5 月 19 日。
- 經濟日報 (2005)，「港幣放寬波動區間，31 億熱錢被迫外逃」，5 月 19 日。
- 經濟日報 (2005)，「港銀調高最優惠利率 2 碼」，5 月 20 日。
- 路透社 (2005)，「香港與中國大陸匯率制度改革的整體觀察」，5 月 26 日。
- 台商電子報 (2005)，「香港金管局最新推出聯繫匯率制度三項優化運作措施」，6 月 13 日。
- REUTERS (2005)，“HKMA implements 3 ways to enhance FX currency system,” May 18.
- REUTERS (2005)，“TEXT-HKMA statement on changes to HK dlr peg operation,” May 18.
- REUTERS (2005)，“IMF welcomes Hong Kong’s move to change currency peg system,” May 19.
- REUTERS (2005)，“Tweaks are but an overdue fine-tuning of the peg’s mechanisms,” May 20.

(本文完稿於民國 94 年 6 月，作者現為本行經濟研究處副研究員)