

# 對香港聯繫匯率制度文獻的考察：一個研究的新方向 ——聯匯制度演變機制的國際政治經濟學分析

王博文

**摘要：**通過考察香港聯繫匯率制度的相關文獻，發現研究聯匯制度的文獻可謂汗牛充棟，但較少關注聯匯制度的演變機制，分析方法限於經濟學而不見國際政治經濟學。與之相應，演變機制研究的前沿性和國際政經現實的複雜性，令使用國際政治經濟學分析聯匯制度的演變機制，具有理論價值和現實意義。以國際政治經濟學中的經典範式霸權穩定論分析聯匯演變的例子表明，聯匯制度演變機制的國際政治經濟學分析是聯匯制度研究的一個新方向，可以得出具解釋力和啟示性的新觀點。

**關鍵詞：**香港 聯繫匯率制度 演變機制 國際政治經濟學

## Review of Literature on Hong Kong's Linked Exchange Rate System: A New Research Direction - Analysis of International Political Economy on the Evolution Mechanism of the Linked Exchange Rate System

WANG Bowen

(Institute of Hong Kong and Macao Studies, China Institutes of Contemporary International Relations)

**Abstract:** By reviewing the relevant literature on Hong Kong's linked exchange rate system (LERS), it is found that there are numerous literatures on the LERS, but less attention has been paid to the evolution mechanism of the LERS, and the analysis method is limited to economics but not to International Political Economy (IPE). Correspondingly, the frontier of evolution mechanism research and the complexity of international political and economic reality make it of theoretical value and practical significance to analyze the evolution mechanism of the LERS by using IPE. This paper analyzes the evolution of the LERS with the classic paradigm of IPE, Hegemonic Stability Theory. It shows that the IPE analysis of the evolution mechanism of the LERS is a new direction of the study of the LERS, which can provide new explanatory and enlightening views.

**Keywords:** Hong Kong (HK), linked exchange rate system (LERS), evolution mechanism, International Political Economy (IPE)

收稿日期：2020年9月15日

作者簡介：王博文，中國現代國際關係研究院港澳研究所副研究員

研究香港聯繫匯率制度（以下簡稱“聯匯制度”或“聯匯”）的文獻頗多，但在兩個方面關注不足：一是從研究主題看，較少關注聯匯制度的演變機制；二是從研究方法看，方法限於經濟學而不見國際政治經濟學。特別是在既有文獻中，尚無用國際政治經濟學的分析框架研究聯匯演變機制的。演變機制研究的前沿性和國際政經現實的複雜性，以及用國際政治經濟學中的經典範式霸權穩定論分析聯匯演變的例子表明，聯匯制度演變機制的國際政治經濟學分析是聯匯制度研究的一個新方向。該研究有兩個意義：一是學術角度上，對聯匯演變提供一個新的分析框架和新的理論解釋；二是現實角度上，對把握聯匯的演變趨勢，如聯匯變革的方向、時機及預制方案，提供改良建議和危機預警。

## 一、研究主題較少關注演變機制

### （一）具前沿性

制度演變的最為廣泛採用的定義是諾思給出的，指制度的創立、變更及隨着時間的變化而被打破的方式。<sup>1</sup> 借用這種定義，聯匯的演變包括聯匯的建立、聯匯的運行和改良、聯匯的放棄和轉型三個階段。埃爾斯（Elster）認為，社會科學的基本概念應該是機制而非理論。社會科學離可以建構人類行為類似普遍定理的規律性階段還差幾個光年。反之，應該專注於說明人類行動和互動的小型機制和中型機制。機制指的是事情藉以發生的可行的頻繁觀測方式。<sup>2</sup> 在社會科學中，因果機制就是闡述因果效應的發生原因，或者是說因果機制的重點在於解釋變數是如何導致被解釋變數的過程。<sup>3</sup> 聯匯制度的演變機制分析，就是對聯匯三個階段的演變給出一個統一性和規律性的解釋，包括三個緊密相連或實為一體的問題，即是哪些因素（變數）決定了及如何決定了下面三個問題：當1983年舊的匯率制度行將崩潰時，為甚麼是建立聯匯而非其他的匯率制度；聯匯為何能持續運行至今（只是制度的內部改良而非變革為另一匯率制度）；聯匯的未來變動趨勢如何。也就是要分析決定聯匯演變的關鍵因素（變數）有哪些，這些因素（變數）的相互關係和相互作用的方式、規律為何。

聯匯制度的演變機制研究是一個前沿問題。弗蘭克（Frankel）指出，沒有任何一種匯率制度適合於所有國家，也沒有任何一種匯率制度適合於一個國家的所有時期。<sup>4</sup> 從理論看，易綱撰文指出，關於匯率制度選擇的爭論由來已久，現在正是熱門話題，但在可預見的將來也不會有一致的看法。<sup>5</sup> 范從來、劉曉輝指出：匯率制度選擇的傳統範式和現代範式不能為匯率制度選擇提供一致理論的預測，面對匯率制度選擇問題，我們還不能確定地說哪一個或幾個宏觀經濟、政治或制度的變數能用

<sup>1</sup> [美] 道格拉斯·諾思：《經濟史中的結構與變遷》，陳鬱等譯，上海：上海人民出版社，1994年，第225頁。

<sup>2</sup> 轉引自[美] 保羅·皮爾遜：《時間中的政治：歷史、制度和社會分析》，黎漢基、黃佩璿譯，南京：江蘇人民出版社，2014年，第7頁。

<sup>3</sup> 蔣建忠：《社會科學研究中的因果機制：內涵、作用與挖掘》，《前沿》2016年第7期，第20、22頁。

<sup>4</sup> Frankel, J. A., “No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times,” National Bureau of Economic Research Working Paper, no. 7338, 1999.

<sup>5</sup> 易綱、湯弦：《匯率制度“角點解假設”的一個理論基礎》，《金融研究》2001年第8期，第14頁。

於指導一國的匯率制度選擇。<sup>6</sup> 弗里登則聲稱在全面瞭解一國匯率政策的決定因素之前，還有很長的路要走。<sup>7</sup>

從實踐看，無論採取哪種分類方法，也不論考察的是名義的還是實際的，匯率制度的變動是非常頻繁的。<sup>8</sup> 香港金融管理局（以下簡稱“香港金管局”）指出，對於香港這個變化急速、充滿活力的城市來說，其他匯率制度會否更加適合香港總是一個切身的命題。<sup>9</sup> 聯匯自1983年建立以來，要求對其修改、調整甚至放棄的聲音屢屢出現。從回歸後看，較大的幾波質疑和討論出現在1997年亞洲金融危機、2002年香港經濟衰退、2008年金融危機。2009年至今，更是輪番觸發強方和弱方兌換保證機制，繼2009年至2015年的多輪“熱錢”流入衝擊而觸發強方兌換保證機制後，2018年4月至2019年3月觸發弱方兌換保證機制達35次，2020年4月至9月2日又觸發強方兌換保證機制近40次。第一任香港金管局總裁任志剛更在卸任不到三年的2012年6月發表《香港貨幣體制的未來》報告，指出以聯匯為支柱的香港貨幣體系已服務香港近三十載，但它本身始終不能就是終點。香港貨幣體系以現行架構能否繼續盡其所能？若否，該怎樣修改，以“利其器、善其事”，需要認真檢視。<sup>10</sup>

## （二）關注不足

筆者在中國國家圖書館、香港中央圖書館、香港中文大學圖書館、中山大學圖書館、中國現代國際關係研究院圖書館、百度學術、谷歌學術、知網、萬方、JSTOR、Proquest Digital Dissertation等資料庫中，以“聯繫匯率”、“聯匯”、“貨幣局”、“linked exchange rate”、“currency board”為篇名或主題詞或關鍵字，以1983年至2020年8月為時限，搜索有關聯匯演變的文獻共計141篇（本）：研究著作14本，中文9本、英文5本；博碩論文48篇，中文36篇、英文12篇；研究報告和工作論文23篇，中文3篇、英文20篇；期刊文章和會議論文56篇，中文38篇、英文18篇。該文獻統計剔除了以下四類文獻：一是研究主題是貨幣局的通論和概述，不涉及聯匯；二是研究主題是採用貨幣局的其他國家或地區，不涉及聯匯；三是只是略微涉及聯匯，所佔篇章很少，且所涉章節大多在期刊中也能找到；四是專門討論聯匯，但非聯匯演變。<sup>11</sup> 從數量上看，被剔除的文獻遠多於141篇（本），說明對聯匯演變的關注不足。關注聯匯演變的少，關注演變機制的更少。

黎定得在其著述的導言中寫道：在過去多年中，存在大量來自貨幣當局的官方文章、演講以及

<sup>6</sup> 范從來、劉曉輝：《匯率制度選擇：經濟學文獻貢獻了甚麼》，北京：商務印書館，2013年，第183頁。選擇貫穿於建立、運行、改良、退出、轉型的全過程。經濟學和國際政治經濟學關於匯率制度演變的研究正是從匯率制度選擇這一角度展開的，參見該書第3、4頁。

<sup>7</sup> [美]傑弗瑞·A·弗里登：《貨幣政治：匯率政策的政治經濟學》，孫丹等譯，北京：機械工業出版社，2016年，前言第ix頁。與匯率制度相近並常用的一個概念是匯率政策。不同的研究者在使用這兩個概念時，所指的含義雖有不同但高度重合。因此，為行文（特別是引文）方便，如無特殊說明，二者是混用的。

<sup>8</sup> 參見IMF歷年的*Annual Report on Exchange Rate Arrangement and Exchange Restrictions*。

<sup>9</sup> 香港金融管理局：《聯繫匯率制度》（第一版），2000年，第2頁。

<sup>10</sup> 任志剛：《香港貨幣體制的未來》（研究專論第九號），2012年，第27頁。

<sup>11</sup> 第一類如Williamson, J., *What Role for Currency Boards?* Washington DC: Institute For International Economics, 1995；第二類如Hanke, H. S., Jonung, L. & Schuler, K., *Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform*, London: Routledge, 1993；第三類如Ito, T. & Krueger, A. O. (eds.), *Changes in Exchange Rate in Rapidly Developing: Theory, Practice, and Policy Issues*, Chicago: The University of Chicago Press, 1999；第四類如Crosby, M., “Exchange Rate Volatility and Macroeconomic Performance in Hong Kong,” Hong Kong Institute of Monetary Research Working Paper, no.15, 2000。

學術文獻，從不同角度描述和分析香港貨幣和匯率的制度和歷史，但尚無將上述內容串起來的專門著作。<sup>12</sup> 借用這一“串起來的專門著作”的講法，既有文獻的分析只限於聯匯的建立、運行和改良、放棄和轉型中的一兩個階段，且主要是運行機制，即使涵蓋三個階段，也是視為不同的階段和機制，少有尋求將三者串起來予以統一解釋的。

從研究著作看，曾澍基是研究聯匯的專家，其著作是文章合集非分析聯匯的專著，其中較大篇幅涉及聯匯，包括聯匯的起源、運作機制、利弊分析、未來走向等。因成書於1985年，分析僅限於聯匯建立初期。<sup>13</sup> 饒余慶在對香港的貨幣金融制度進行全面性的回顧與前瞻中，用了四篇中的一篇來梳理“香港的貨幣與匯率制度”自1841年銀本位至1983年建立聯匯的演變歷程，並且對演變的背景和原因進行了細緻和精闢的分析。但由於成書於1993年，分析止於聯匯建立初期。<sup>14</sup> 一些著作如《為港元危機斷症》《再論港元危機》《香港聯繫匯率保衛戰》出版於1998年和1999年，主要關注的是聯匯的運行機制、應對亞洲金融危機的過程和方法，以及聯匯的利弊和改革方案，所以並未涉及1983年聯匯的建立，更未涉及1998年後聯匯的多次改良。<sup>15</sup> 香港金管局的《香港的聯繫匯率制度（第一版）》在回顧2000年之前的演變中，雖然涵蓋了建立和運行兩個階段，但重點分析的是運作機制。《香港的聯繫匯率制度（第二版）》只是增補了2005年5月的改良內容。兩本書對之後的人民幣加速國際化、香港和內地的經濟快速融合、次貸危機，以及香港政治變化等因素未有更新評介。王建東在其著作中主要關注的是運行機制、而非建立機制。因出版於2005年1月，未涉及2005年5月的改良措施及之後的內容。<sup>16</sup> 林江主編的《港元穩定機制研究》雖然涵蓋了部分2005年之後的發展內容，但書如其名，分析的重點在於穩定的運行機制，而非建立機制。<sup>17</sup> Iyikoey在其書中的分析重點是運行機制，未涉及聯匯的建立。<sup>18</sup> 在*The Exchange Rate Systems in Hong Kong and Singapore: Currency Board vs Monitoring Band*、*Hong Kong SAR's Monetary and Exchange Rate Challenges: Historical Perspectives*、*Hong Kong's Money: The History, Logic and Operation of the Currency Peg*、*Hong Kong's Link to the US Dollar: Origins and Evolution*<sup>19</sup>等著作中均涵蓋了建立、運行和改良、放棄和轉型機制，但對三者的分析是割裂的。

博碩論文、研究報告和工作論文、期刊文章和會議論文的情況大致如此，舉例如下：*Alternative Approaches to the Monetary Unification of Hong Kong and Mainland China*、《從中心論到邊緣論：回歸後聯繫匯率制度與香港國際金融中心地位的再造》、*A Currency Board Model of Hong Kong*、《與

<sup>12</sup> Latter, T., *Hong Kong's Money: The History, Logic and Operation of the Currency Peg*, Hong Kong: Hong Kong University Press, 2007, p.4.

<sup>13</sup> 曾澍基：《香港政治經濟學》，香港：廣角鏡出版社，1985年。

<sup>14</sup> 饒余慶：《走向未來的香港金融》，香港：三聯書店（香港）有限公司，1993年。

<sup>15</sup> 鄭國漢、雷鼎鳴合編：《為港元危機斷症》，香港：匯訊出版有限公司，1998年；陳永豪、關蔭強合編：《再論港元危機》，香港：匯訊出版有限公司，1998年；粵海金融控股研究部：《香港聯繫匯率保衛戰》，香港：青文書屋，1999年。

<sup>16</sup> 王建東：《當代貨幣局制度研究——兼論香港聯繫匯率制度》，天津：南開大學出版社，2005年。

<sup>17</sup> 林江主編：《港元穩定機制研究》，北京：社會科學出版社，2010年。

<sup>18</sup> Iyikoey, G., *Hong Kong's Currency Board System - An Analysis*, Germany: Grin Verlag, 2013.

<sup>19</sup> Greenwood, J., *Hong Kong's Link to the US Dollar: Origins and Evolution*, Hong Kong: Hong Kong University Press, 2008.



論框架與合法性的爭奪：港元危機、中英談判與港英政府的合法性危機》、*The Regime-dependent Evolution of Credibility: A Fresh Look at Hong Kong's Linked Exchange Rate System*、《回歸十年：香港聯繫匯率的運作及演化》，只涵蓋了部分階段。<sup>20</sup> 少有將三個階段串起來的文獻，並未尋求統一的機制。例如，曾澍基在《香港聯繫匯率制度的回顧與展望》和《香港聯繫匯率制度檢討與改革建議》中指出，建立聯匯是在中英正陷入有關香港前途的爭議中，港元匯價急挫，港英政府急謀對策，要挽救港幣的“歷史、制度及國際背景”下的“新瓶裝舊酒”和“自由下的堅持”，並提出了匯率得以固定的一個原則（“因勢利導，擇善固執”）和兩個關鍵（政府對貨幣基礎作出適當的界定和控制；政府設計一套切合實際的遊戲規則，讓市場參與者充分地基於自利動機，進行“套戩”活動），並以此提出對聯匯的改良建議和未來走勢判斷，但意不在尋求一個整體的演變機制。<sup>21</sup> 再如，《香港貨幣體制的未來》提出了影響聯匯演變的核心要素或關鍵變數，但因作者是任志剛而“基於過去長期在政府參與香港的貨幣與金融管理，我對公開提出這道論文議題可能會引起市場的敏感反應，心中有數”，所以分析的過程和結論並不直截了當，對要素的分析近乎羅列。

從三類文獻的時間段看，1983年聯匯建立是第一波高潮，第二波高潮是1997年亞洲金融危機，第三波高潮是2008年國際金融危機。第一波的文獻顯然不會涉及之後的改良，主要分析的是建立機制。第二、三波的文獻主要是從應對危機的角度，對“是怎樣撐住”、“堅守的利弊”以及“未來改革方向或改革方案比較”等問題展開分析的。第二波文獻佔文獻總數的五成以上，即主要關注的是亞洲金融危機與聯匯，對國際金融危機的關注力度不足。2012年之後的文獻少之又少，對發生非法“佔中”和“修例風波”之後的香港的內部變化、香港和內地融合的新發展、人民幣國際化的新態勢、美中競爭升溫等因素少有涉及。

## 二、研究方法不見國際政治經濟學

### （一）具複雜性

吉爾平（Gilpin）指出，人們把經濟學與政治學兩個領域的聯繫割裂開來，孤立地分析政策問題，這種情況屢見不鮮。當然，學術上的專門化研究是需要的，為了研究社會和發展理論，必須先把社會現實分成便於處理的小塊，但是為了理解政治和經濟現實的全貌，應將這些小塊集中起來放到一個較大、較完整的政治經濟學的理論框架中加以考慮。為了加深對經濟與政治之間不可避免的

<sup>20</sup> Wei, J., “*Alternative Approaches to the Monetary Unification of Hong Kong and Mainland China*,” Doctoral Dissertation, Indiana University, 2004；林偉明：《從中心論到邊緣論：回歸後聯繫匯率制度與香港國際金融中心地位的再造》，蘇州大學博士學位論文，2011年；Ma, Y., Meredith, G. & Yiu, M. S., “A Currency Board Model of Hong Kong”, Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper No.1/2002；俞寶生：《輿論框架與合法性的爭奪：港元危機、中英談判與港英政府的合法性危機》，<http://www.academia.edu/35167764/港元危險與中英談判>，2020年9月15日訪問；Blagov, B. & Funke, M., “The Regime-dependent Evolution of Credibility: A Fresh Look at Hong Kong's Linked Exchange Rate System,” *SSRN Electronic Journal*, 2013；黃少明：《回歸十年：香港聯繫匯率的運作及演化》，發表於“2007年中國經濟特區論壇：香港回歸10周年學術研討會”，2007年6月5日。

<sup>21</sup> 曾澍基：《香港聯繫匯率制度的回顧與展望》，陳廣漢、袁持平主編：《全球化和區域經濟一體化中的香港經濟》，廣州：中山大學出版社，2006年；Tsang, S., “A Study of the Linked Exchange Rate System and Policy Options for Hong Kong,” Hong Kong Policy Research Institute Consultancy Report, 1999。

緊張關係與持續的相互作用的理解，對國際政治學與國際經濟學進行綜合研究已成為當務之急。<sup>22</sup>

“經濟學帝國主義”的典型例子是埃森格林的例子：在慶祝《國際組織》創刊50週年的專刊中，儘管除了一位之外其餘16位學者都是政治學家，文集的最後話語卻留給了一位受人尊敬的經濟學家埃森格林，他抓住機會炫耀了一下經濟學方法論的優越性。埃森格林認為，“經濟學的優勢在於理論和經驗工作之間相互補充和相互支持的特性”。科恩對此評論道，對經濟學方法論的樂觀主義自然是可理解的，畢竟它技術先進、知識優雅。誰不願意以小見大、預測的準確呢？但是不可否認，這種簡化是以逼真的描述和可靠的操作為代價的。<sup>23</sup> 也不乏匯率領域的例子，如易綱在著作自序中針對“第三部分的主題是匯率”寫道：這部分文章展示了經濟學分析的邏輯力量，對人民幣匯率走勢的判斷、對香港將會發生通貨緊縮的預測以及從匯率制度三角形的理論框架中所得出的推論，運用的都是經濟學分析的邏輯力量，幸運的是這些預測和結論均被後來的現實所證實了。<sup>24</sup> 黃薇在《國際貨幣權力》的“譯者的話”中指出：本書作者均是長期從事貨幣權力研究的政治經濟學家，他們的研究範式與我習慣的經濟學思維方式有很大不同。單純從經濟學角度進行研究是一回事，考慮政治之後的實際政策選擇往往是另一回事。<sup>25</sup> 古勒維奇（Gourevitch）指出，經濟學理論可以給出很多不同的政策，但除非經濟學包含對權力的考慮，否則它就不足以讓我們理解政策選擇是如何在實際中做出的。<sup>26</sup>

吉爾平借經濟學帝國主義的贊同者和批評者的話評論稱：經濟學帝國主義者認為，政治或其他形式的行為都可歸因於經濟動機，並可用經濟學的方法加以解釋，經濟學是唯一真正的社會科學。但批評者認為，經濟學研究已基本上與瞭解和解決社會與經濟的實際問題無關了。經濟學與現實世界脫離的主要原因在於經濟學忽略了出現經濟行為的歷史、政治和社會的背景。<sup>27</sup>

弗里登指出：研究匯率問題的主導權或主陣地還在經濟學。經濟學家承認匯率政策是高度政治化的，但他們的分析通常卻僅僅考慮經濟因素。匯率政策不同於其他經濟政策。例如，貿易政策有清晰的、普遍認同的福利基線：自由貿易是最優策略，學者致力於解釋對最優策略的偏離。而匯率政策並沒有類似的福利基準，這意味着在某種意義上，匯率政策完全是政治經濟學的結果。匯率政策的分析需要將政治經濟學因素作為核心問題來考慮。尤其需要考慮匯率政策的政治影響，即如何影響對政客和政策制定者的激勵，以及其分配的影響，即如何影響社會經濟群體的命運。<sup>28</sup>

張宇燕、張靜春指出，由於匯率普遍被認為是一個極其技術性的問題，討論中佔據主流的是匯率決定的純經濟學分析，同時，各國政府似乎特別重視經濟學家的論點。然而，通過分析大量的經

<sup>22</sup> 參見〔美〕羅伯特·吉爾平：《國際關係政治經濟學》，楊宇光等譯，上海：上海人民出版社，2011年，第1-3頁。

<sup>23</sup> 〔美〕本傑明·J·科恩：《國際政治經濟學：學科思想史》，楊毅、鐘飛騰譯，上海：上海人民出版社，2010年，第46頁。

<sup>24</sup> 易綱：《中國的貨幣化進程》，北京：商務印書館，2004年，前言第3頁。

<sup>25</sup> 〔美〕大衛·安德魯編：《國際貨幣權力》，黃薇譯，北京：社會科學文獻出版社，2016年，第285頁。

<sup>26</sup> 〔美〕彼得·古勒維奇：《艱難時世下的政治——五國應對世界經濟危機的政策比較》，袁明旭、朱天彪譯，上海：上海人民出版社，2009年，第3頁。

<sup>27</sup> 〔美〕羅伯特·吉爾平：《全球政治經濟學：解讀國際經濟秩序》，楊宇光、楊炯譯，上海：上海人民出版社，2013年，第24、26頁。

<sup>28</sup> 〔美〕傑弗瑞·弗里登：《貨幣政治：匯率政策的政治經濟學》，第7、9、235頁。

濟學文獻，發現對匯率所進行的純經濟學分析很難讓世人得出一個連貫且統一的答案，更有甚者，各種看法之間還常常針鋒相對、水火不容。匯率天然具有貨幣問題所具有的政治經濟學含義，包括利益集團，以及國家之間爭奪與已有利的政策選擇而進行的鬥爭和妥協。在很大程度上匯率是各種經濟和政治力量博弈的結果，而不僅僅是一個抽象的客觀價格。從政治經濟學的角度看國家如何在現實中決定其匯率，比從單純的經濟學角度看國家應當如何決定其匯率能更好地理解匯率。雖然這並不是說經濟學在政策選擇中一無是處，經濟學毋庸置疑奠定了政策選擇的基礎，但是在現實中，匯率更是一個政治經濟學特別是國際政治經濟學問題。<sup>29</sup>

除了要在經濟變數外引入政治變數，國際和國內的互動分析也非常重要。秦亞青在《層次分析法與國際關係研究》中指出，在國際關係領域中，肯尼斯·華爾茲較早的使用了層次分析法。1959年，華爾茲在《人、國家與戰爭》中論述了戰爭爆發原因的三個著名“意象”——決策者個人因素、國家內部因素、國際系統因素，這正是三個明確的國際關係層次。<sup>30</sup> 吳征宇在《關於層次分析的若干問題》中指出，自從層次分析出現以來，已經有越來越多的研究者開始有意識地採用這一方法進行個案研究或構建理論體系。由於不同的層次間本質上存在着密切聯繫，因此，研究者在研究中雖然可以突出某個層次變數的重要作用，但是，任何研究者都不能完全忽視其他層次變數的影響。<sup>31</sup> 尚勸余在《國際關係層次分析法：起源、流變、內涵和應用》中指出，20世紀90年代以後，學界也跨越國際關係與國際政治經濟學和比較政治學的界限，尋求一種更具綜合性的解釋框架，國際國內層次互動的跨層次研究成為一個備受關注的新趨勢。國際政治經濟學和比較政治學的研究單元更加多元化，不僅徹底放棄了以國家為中心的理論範式，而且試圖打通長期分離的國際與國內研究的界限，以便在體系層次與單元層次之間構架一座橋樑。<sup>32</sup>

汪茂昌指出，匯率制度選擇的政治經濟學理論從國際和國內不同的政治因素探討影響匯率制度的因素，彌補了純粹從經濟因素探討匯率制度選擇的缺陷，豐富了匯率制度選擇理論。這些理論為解釋國際貨幣體系安排以及各國匯率制度的差異提供了很好的理論基礎，使我們更好地從不同時期的國際政治經濟格局和各國國家制度的整體去理解匯率制度的選擇。不過，在從政治視角研究匯率制度選擇的時候，一定不能忘記影響匯率制度選擇的經濟因素，如果能夠把二者有機地融合起來，相信會更加全面地解釋不同時期不同國家匯率制度差異的根本原因。<sup>33</sup>

曲博指出，與20世紀70、80年代佔主流的國際關係理論強調理論的簡潔性不同，國家對外經濟政策研究更關注國際政治經濟的複雜性，這可能既是國際關係現實變化的原因，也是理論趨向的結果。與早期研究強調單一層次、單一單元以及單一要素不同，現在的對外經濟政策研究更強調綜合性，試圖打通國際/國內界限以及綜合政治/經濟要素。匯率制度的選擇是國內政治行為體、國內社會行為體和國際力量共同決定的，對三者互動的理解能夠說明我們認識和把握現實。<sup>34</sup>

<sup>29</sup> 參見張宇燕、張靜春：《匯率的政治經濟學——基於中美關於人民幣匯率爭論的研究》，《當代亞太》2005年第9期，第3-20頁。

<sup>30</sup> 秦亞青：《層次分析法與國際關係研究》，《歐洲》1998年第3期，第5、6頁。

<sup>31</sup> 吳征宇：《關於層次分析的若干問題》，《歐洲》2001年第6期，第4、5頁。

<sup>32</sup> 尚勸余：《國際關係層次分析法：起源、流變、內涵和應用》，《國際論壇》2011年第4期，第51頁。

<sup>33</sup> 汪茂昌：《匯率制度選擇的政治經濟學理論：文獻綜述》，《世界經濟文匯》2006年第2期，第78頁。

<sup>34</sup> 曲博：《危機下的抉擇——國內政治與匯率制度選擇》，上海：上海人民出版社，2012年，第27-29頁。



## (二)關注不足

一方面，聯匯演變的141篇（本）文獻集中於經濟學，缺少政治學視角，更不見國際政治經濟學。從作者專業看，全部是經濟學者。從研究方法和分析框架看，無一篇（本）是從霸權貨幣、國際協作、民主制度、選舉制度、政黨制度、利益集團等政治學角度<sup>35</sup>展開分析的，全部屬於純經濟學範疇。從作者屬地身份看，可以分為三類：內地、港澳、外國。一般性地看，三類作者普遍存在視角缺失：內地作者缺乏對香港內部尤其是香港內部政治因素的分析；外國作者除不瞭解、不涉及香港內部政治因素外，部分學者還缺乏對內地與香港兩地互動的分析；香港學者的分析出發點和落腳點多是香港自身的穩定和繁榮，對香港（應該）在中國整體發展中的地位 and 定位認識不足，部分學者對香港內部的分析限於經濟因素。三類作者普遍缺乏國際政治經濟學的分析視角，對國際經濟因素，如國際資本流動規模的與日俱增，特別是國際短期資本（俗稱“游資”、“熱錢”）流動對匯率制度的衝擊<sup>36</sup>，只有少數作者予以關注，對於美元霸權等國際政治因素、香港的政治體制和利益集團等內部因素則幾乎未予關注。

48篇博碩論文中，經濟學和金融學專業的佔44篇、政治經濟學專業的3篇、國際政治經濟學專業的僅有1篇；無一用政治學專業的分析方法，也缺乏政治視角的分析，甚至存在對政治問題的認知和理解錯誤，如《香港聯繫匯率制度的悖論分析》摘要中的第一句話是“香港是當前世界上成功實施聯繫匯率制度的典型國家之一”。<sup>37</sup> 三篇政治經濟學專業的論文中，《論香港的聯繫匯率制度》直接放棄了政治學視角，“現在，我們先將非經濟因素剔除，遵循基本的經濟學原理，從純粹的經濟效益出發，根據香港自身的經濟特徵來分析聯匯制度是否是香港目前最佳的選擇”；《聯繫匯率制與理論問題研究》《港元聯繫匯率制度改革探討》雖未直接公開說不用政治學分析，但文中難見政治的蹤影。<sup>38</sup> 僅有的國際政治經濟學專業的論文《內地與香港的貨幣可以實現一體化嗎？——政治經濟因素分析》，雖然包括政治角度的分析，但未用政治學的專業方法，也未考慮政治經濟的互動，在政治因素的分析中，僅略微涉及“香港貨幣獨立性、《香港基本法》五十年不變、香港的國際組織成員地位、香港的國際金融中心地位等因素”。<sup>39</sup> 再從博碩論文的作者身份看，內地作者32人、港澳作者15人、外國作者1人。從香港內部因素看，香港勞工市場的彈性大、香港工會力量弱、香港利益集團的外向性等對聯匯有重大影響的因素，48篇論文無一述及。從國際政治經濟角度看，美元霸權、人民幣國際化、國際短期資本流動等因素，也少有涉及。

<sup>35</sup> 參見汪茂昌：《匯率制度選擇的政治經濟學理論：文獻綜述》；劉曉輝：《匯率制度選擇的新政治經濟學研究綜述》，《世界經濟》2013年第2期；曲博：《危機下的抉擇——國內政治與匯率制度選擇》，導論和第三章第一節。

<sup>36</sup> 自從全球性金融體系形成以來，國際游資對一國匯率制度安排和國際貨幣體系的演變產生了巨大影響。在歐洲貨幣體系危機、墨西哥危機、東亞金融危機中，國際游資的影響得到了充分展示。正如加爾布雷索所言：在我們這個年代，經濟領域的任何發展，就其後果的震撼力和不為人所瞭解而言，沒有甚麼能與在國際間巨大而不可預測的金融資本流動相媲美。參見梅新育：《國際游資與國際金融體系》，北京：人民出版社，2004年；向松祚：《匯率危局——全球流動性過剩的根源和後果》，北京：北京大學出版社，2007年。

<sup>37</sup> 侯元文：《香港聯繫匯率制度的悖論分析》，復旦大學碩士學位論文，2013年。

<sup>38</sup> 郝婷：《論香港的聯繫匯率制度》，山東大學碩士學位論文，2000年，第8頁；金凱：《聯繫匯率制與理論問題研究》，哈爾濱工業大學碩士學位論文，1999年；張淵：《港元聯繫匯率制度改革探討》，中山大學碩士學位論文，2010年。

<sup>39</sup> 陳冠曆：《內地與香港的貨幣可以實現一體化嗎？——政治經濟因素分析》，北京大學碩士學位論文，2010年。



著作、報告和期刊的情況更是如此，分別舉例如下。查理斯·古德哈特（Charles Goodhart）在為*Hong Kong's Link to the US Dollar: Origins and Evolution*所作的序中指出，若雞蛋裏挑骨頭的話，該書對香港貨幣局制度形成的經濟和政治環境強調的不夠，特別是政治因素。<sup>40</sup> 有學者指出，影響東亞地區匯率制度的三個主要因素是中國的改革開放、新興經濟體的資產通脹、亞洲金融危機。<sup>41</sup>

曾澍基在分析兩地經濟融合和港元和人民幣能否成有最優貨幣區時，完全是經濟學出發，而沒有考慮政治因素。<sup>42</sup> 何振宇（Ho Chun-Yu）和何偉業（Ho Wai-Yip）指出，雖稱國內和國際事件對匯率貶值有影響，但結論只有經濟因素，如貿易盈餘和通脹率。<sup>43</sup> 任志剛在《香港貨幣體制的未來》僅是從決策、財政和貨幣紀律、金管局的獨立性、“一個國家兩種貨幣”的心理效應四個方面進行了“政治考慮”（其中一章），但政治考慮是如何與法律框架、貨幣考慮、技術考慮（另外三章）互動的以及互動的結果為何，並未展開分析和給出結論。

在張曙光的分析中，一面說“既要仔細分析經濟合理性，又要權衡政治可行性”，一面說“筆者想從一個經濟學者的立場出發，討論一下聯匯制度和港幣匯率問題”，但對於政治的分析僅限於“港幣貶值的政治風險和可行性”。<sup>44</sup> 而丁劍平、譚衛學雖然指出了“香港的聯繫匯率制的前景不僅取決於香港本身經濟和政治的基本面，而且取決於中美經濟關係的深層因素”，但並未展開分析，只是提及“此外，美元化要求完全放棄貨幣政策的獨立性。這種放棄（也可以稱為‘投降’）一般難於被政治上獨立的民族所接受”。<sup>45</sup>

另一方面，用國際政治經濟學分析匯率制度的成果中也不見聯匯。王正毅、曲博在《匯率制度選擇的政治經濟分析——三種研究路徑比較及其啟示》中指出，自從20世紀70年代布雷頓森林體系解體以來，匯率制度選擇一直是學術界和政治決策者關注的重要議題。在過去30多年中，國際政治經濟學對匯率制度選擇問題進行了富有開創性的研究。國際政治經濟學關於匯率制度選擇的三種重要解釋模式或研究路徑是：霸權國家的偏好、國內社會利益集團、國內政治制度。這三種解釋方法雖各有長短，但為重新認識和評估當代國際貨幣體系本質、設計地區貨幣合作計劃以及選擇本國匯率制度拓寬了研究思路。曲博又將研究路徑擴充至霸權穩定論、國內政治制度、國內社會利益集團、觀念、貨幣制度功能五種解釋路徑。<sup>46</sup> 無論是應用哪種研究路徑，研究案例集中於中國內地、韓國、美國、歐洲、拉美等國的匯率制度，尚未有分析聯匯的文獻。

<sup>40</sup> Greenwood, J., *Hong Kong's Link to the US Dollar: Origins and Evolution*, p. XV.

<sup>41</sup> Yip, P., *The Exchange Rate Systems in Hong Kong and Singapore: Currency Board vs Monitoring Band*, p. 3.

<sup>42</sup> Tsang, S., “Optimum Currency Area for Mainland China and Hong Kong? Empirical Tests,” Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper, no.16, 2002.

<sup>43</sup> Ho, C. & Ho, W., “On the Sustainability of Currency Boards: Evidence from Argentina and Hong Kong,” Institute for Monetary and Financial Stability Working Paper, no. 20, 2009.

<sup>44</sup> 張曙光：《堅持聯匯而港幣貶值：利弊權衡和可行性分析》，“2002中國經濟特區論壇：現代化建設中的體制問題學術研討會”論文集，第208、211頁。

<sup>45</sup> 丁劍平、譚衛學：《關於香港聯繫匯率制度可持續性的研究》，《財經研究》2002年第5期，第24、26頁。

<sup>46</sup> 曲博：《危機下的抉擇——國內政治與匯率制度選擇》，第三章第一節“匯率政策選擇研究：分析性回顧”。

### 三、舉例：霸權穩定論與演變機制

從學術史和學術共同體的角度看，霸權穩定論的學術積澱和思想雛形起源於經濟學家金德爾伯格（Kindleberger）1973年出版的《大蕭條中的世界：1929-1939》一書。該書分析的主題是霸權與國際經濟秩序的關係，即國際經濟中的霸權是世界經濟保持穩定的基礎：20世紀30年代世界經濟蕭條持續時間之長、破壞程度之深的原因在於霸權的真空，即英國霸權衰落無力維持秩序的同時，美國又未能及時地承擔霸權的責任。<sup>47</sup> 克拉斯納（Krasner）、吉爾平、基歐漢（Keohane）、沃勒斯坦（Wallerstein）等又對該論進行了充實和發展，霸權穩定論這一術語則首現於基歐漢1980年的《霸權穩定論和國際經濟機制的變化》一文。<sup>48</sup> 在20世紀七八十年、80年代形成、完善、修正的第一波和黃金期中，霸權穩定論從國際經濟領域擴展至國際軍事、安全和政治領域，成為推動國際政治經濟學形成和發展的重要理論之一，至今仍是國際政治經濟學的經典理論及主導範式。王在幫在《霸權穩定論批判——布雷頓森林體系的歷史考察》中指出，霸權穩定論是西方國際政治經濟學這一新興學科的主流派觀點。<sup>49</sup> 科恩在《國際政治經濟學：學科思想史》中指出：在霸權穩定論變冷門的20年內，它一直是美國學術界國際政治經濟學議程中的首要題目；霸權穩定論曾被認作是國際政治經濟學第一項真正的理論，憤世嫉俗者會說這是該領域僅有的一項可以被稱作是理論的理論。<sup>50</sup>

經典或主流的霸權穩定論的核心觀點是：有霸則穩、無霸不穩；霸權與穩定成正比。所強調的是霸權對國際政治經濟關係具有決定性作用。<sup>51</sup> 用吉爾平的話講，國際政治經濟的秩序和規則總體上反映了霸權國家的利益和偏好。<sup>52</sup> 霸權穩定論在解釋或應用於匯率制度演變機制時的基本命題是：霸權國家的偏好決定了國際貨幣體系的匯率制度安排，參與國際貨幣體系的其他行為體是霸權國匯率制度安排的接受者。<sup>53</sup> 以霸權穩定論分析聯匯制度的演變機制，可得出具解釋力和啟示性的新觀點：聯匯制度的演變與霸權貨幣及其興衰息息相關；演變機制時港元錨定霸權貨幣的掛鈎制。

第一，港元是依附性貨幣，需要錨定霸權貨幣。從國際貨幣體系角度看，無論是銀本位、金本位還是紙本位，也無論是固定匯率制還是浮動匯率制，港元從未有實力成為國際儲備的基準貨幣，港元只是國際貨幣體系的“接受者”。從香港的貨幣和匯率制度史看，港元一直以中國內地銀本位制的延伸、被英國殖民的英鎊區貨幣、日本軍政下的半廢幣、美國霸權下的美元化貨幣的角色存在。<sup>54</sup> 正因此，香港的匯率制度需要實行掛鈎制，即選定一種貨幣作為錨幣，然後將港元與錨幣掛

<sup>47</sup> Kindleberger, C. P., *The World in Depression: 1929-1939*, California: University of California Press, 2013, p. 28.

<sup>48</sup> 王在幫：《霸權穩定論批判——布雷頓森林體系的歷史考察》，北京：時事出版社，1994年，緒論第1頁；〔美〕本傑明·科恩：《國際政治經濟學：學科思想史》，第75、76頁。

<sup>49</sup> 王在幫：《霸權穩定論批判——布雷頓森林體系的歷史考察》，緒論第1頁。

<sup>50</sup> 〔美〕本傑明·科恩：《國際政治經濟學：學科思想史》，第75、76頁。

<sup>51</sup> 參見王在幫：《霸權穩定論批判——布雷頓森林體系的歷史考察》，緒論；周丕啟：《霸權穩定論：批判與修正》，《太平洋學報》2005年第1期，第13-23頁。；鐘飛騰：《霸權穩定論與國際政治經濟學研究》，《世界經濟與政治》2010年第4期，第109-122頁。

<sup>52</sup> 〔美〕羅伯特·吉爾平：《國際關係政治經濟學》，第112頁。

<sup>53</sup> 參見王正毅：《國際政治經濟學通論》，北京：北京大學出版社，2010年，第308-310頁。

<sup>54</sup> 參見馮邦彥編著：《香港金融與貨幣制度》，香港：三聯書店（香港）有限公司，2015年；鄭寶鴻編著：《圖片香港貨幣》，香港：三聯書店（香港）有限公司，2012年；武為群編著：《香港貨幣（1841-1997）》，北京：中國金融出版社，2006年；饒余慶：《走向未來的香港金融》。

鈎。香港所選擇的錨幣是與其經濟和政治高度相關的大國貨幣，如銀兩（銀元）、英鎊、美元，這些貨幣在被掛鈎之時均是具有基準貨幣的地位，乃至是霸權貨幣。可以說，港元的錨幣一直是當時世界上最堅挺的貨幣。聯繫匯率制度的核心功能之一就是錨定美元。

第二，變革節點是錨幣出現嚴重動盪或衰落危機，特別是錨幣的霸權地位被另一新興貨幣取代之際。舊錨幣的衰落不是一蹴而就，因此變革有延遲效應。從香港被英國殖民統治後看，當英鎊成為霸權貨幣後，港元一改實行近百年（1841-1935）的銀本位制而直接掛鈎英鎊（1935-1946）。<sup>55</sup> 當英鎊的霸權地位被美元取代，港元則通過掛鈎英鎊、英鎊再掛鈎美元的方式，與新興霸權貨幣美元掛鈎（1946-1972）。隨着英鎊和美元的此消彼長，1972年7月至1974年11月，港元棄間接掛鈎，改為直接掛鈎美元。當美元的霸權地位出現相對衰落和動盪而港元堅挺之時，香港於1974年11月至1983年10月一度實行自由浮動匯率制。該制看似是一個偏離掛鈎傳統的變革，且的確與之前之後的掛鈎制有很大區別，但是有跡可循的，也是在一定程度上符合掛鈎傳統的選擇。當時，美元極度疲軟，英鎊也是弱勢貨幣，又顯然不能與人民幣掛鈎，港元失去了嚴格意義上的外向掛鈎對象。比起美元、英鎊和人民幣，港元恰處於歷史上的強勢地位，更具有錨的作用。港元自身作為錨的自由浮動匯率制就此得以建立。從九年（1974-1983）的經驗看，自由浮動匯率制的運作並不理想也不適合香港。<sup>56</sup> 在短暫的偏離掛鈎制後，港元也出現了動盪和危機，美元此時相對來說重新企穩，於是香港重新走向傳統的掛鈎軌道，選擇再次掛鈎美元，即建立聯匯制度。當錨幣美元仍處於霸權貨幣地位時，聯匯制度會繼續存在相當長的一段時間。聯匯制度出現變革的時機是美元出現衰落危機特別是其霸權地位被另一種貨幣取代之時。

第三，掛鈎制仍是未來最可能的變革方式。1983年至今，要求變革聯匯聲音未斷，變革方案主要有與人民幣掛鈎、與一籃子貨幣掛鈎<sup>57</sup>、美元化<sup>58</sup>、人民幣化<sup>59</sup>、東亞貨幣聯盟<sup>60</sup>、自由浮動<sup>61</sup>、有管理的浮動<sup>62</sup>七種，且各有理據。有管理的浮動、自由浮動兩方案因不符掛鈎制，可能性最低。

<sup>55</sup> 1941年12月至1945年9月為日佔時期。

<sup>56</sup> 參見馮邦彥編著：《香港金融與貨幣制度》，第286-290頁；聶俊安：《外匯基金簡史》，香港金管局：《香港的貨幣與銀行體系：回顧與前瞻》，1996年；饒余慶：《走向未來的香港金融》，第32-54頁。

<sup>57</sup> 可參見何灝生：《香港經濟浮沉見證錄》，香港：明報出版社，2003年，“對聯繫匯率制度爭議的檢討——建議實施‘適應性聯繫匯率’”；曾樹基：《香港政治經濟學》，“港元應否改與一籃子貨幣聯繫”；《歐智華：聯匯倘改，可掛一籃子貨幣》，《香港經濟日報》2011年8月3日。

<sup>58</sup> 可參見〔加〕蒙代爾：《蒙代爾經濟學文集（第五卷）：匯率與最優貨幣區》，向松祚譯，北京：中國金融出版社，2003年，第五章“貨幣區的形成和亞洲貨幣區的前景”第十六節“中國香港特別行政區的特例”；鄭國漢、雷鼎鳴合編：《為港元危機斷症》。

<sup>59</sup> 可參見巴曙松、黃少明：《港幣利率與美元利率為甚麼出現背離——港幣估值中的人民幣因素研究》，《財貿經濟》2005年第8期，第10-14頁；黃少明：《港元新措施的政策目標及對聯匯制可能的影響》，《國際金融研究》2005年第8期，第33-37頁；黃少明：《回歸十年：香港聯繫匯率的運作及演化》。

<sup>60</sup> 參見〔加〕蒙代爾：《蒙代爾經濟學文集（第五卷）：匯率與最優貨幣區》，第五章“貨幣區的形成和亞洲貨幣區的前景”第十六節“中國香港特別行政區的特例”；關蔭強：《貨幣聯盟和美元化》，鄭國漢、雷鼎鳴合編：《為港元危機斷症》；王建東：《當代貨幣局制度研究——兼論香港聯繫匯率制度》，第235-237頁。

<sup>61</sup> 參見張五常：《三岸情懷（增訂本）》，香港：花千樹出版有限公司，2003年，“聯繫匯率制度困擾”；馮邦彥編著：《香港金融與貨幣制度》，第331、332頁；北京大學中國經濟研究中心宏觀組：《對於香港聯繫匯率制度的分析及其改進方案評價》，《經濟社會體制比較》1998年第3期，第21-26頁。

<sup>62</sup> 參見曹勇：《小型開放經濟體的匯率制度選擇：以新加坡為例》，《國際金融研究》2005年第3期，第40-44頁；李曉惠：《困局與突破——香港難點問題專題研究》，香港：天地圖書，2010年，第246、247頁。



與人民幣掛鈎的呼聲很高。此項建議者認為，掛鈎仍是香港的首選。但隨着中國內地的經濟崛起，內地與香港兩地的經濟聯繫日益密切，美國經濟對香港經濟的影響大幅減弱，乃至被中國內地所取代，所以港元與美元掛鈎已不合時宜，應改為與人民幣掛鈎。與人民幣掛鈎後，可有效解決香港與美國的經濟週期不一致的問題，進而解決匯率波動和通脹加劇的問題。例如，中銀香港在2002年發表的研究報告中指出，香港當前的結構性財政赤字令香港實施多年的聯匯制度備受壓力，使香港當前的通貨緊縮情況持續，並且會阻礙兩地經濟的進一步融合，因此，港元應改掛人民幣。<sup>63</sup> 曾澍基在1998年就指出，人民幣在21世紀變成自由兌換貨幣之時，港元將面臨是否改掛人民幣的問題，而現在是開始思考和籌劃的時候了。<sup>64</sup> 曾澍基在2005年續指，從掛鈎美元改為掛鈎人民幣是聯匯的兩條最終出路之一。<sup>65</sup> 張五常在2006年發表文章，聲稱“是港元轉鈎人民幣的時候了”。<sup>66</sup> 雷鼎鳴2010年指出，香港經濟體制太小，採用獨立的貨幣制度會有不少負面後果，港元需要“錨”，但港元曾與銀和英鎊掛鈎，美元不是必然的永遠選擇，下一個“錨”的答案早已寫在牆上——人民幣。港元不見得立時便要與美元脫鈎，與人民幣掛鈎還有待很多條件成熟，但香港依賴內地的程度已遠超美國，且合理推測，這種情況只會更突出，而不是減弱，兩地的經濟週期只會更為接近。港元改與人民幣掛鈎，將來會更順理成章，港元與美元脫鈎的“時間表”可能要被提前。<sup>67</sup>

從實踐看，聯匯只是制度內的改良，並未改掛人民幣，根源在於美元的霸權地位總體上是穩固的。霸權穩定論的解釋是：美元穩，國際貨幣體系穩，處於穩定的貨幣體系中且錨定美元的港元就穩；美元霸權下，不僅是港元，就連人民幣、歐元、日元等也是不同程度“美元化”的“接受者”；內地與香港的經貿聯繫越發緊密，但內地的經濟又與美國相互依賴。港元會因中美不一致承壓，但壓力不足以導致聯匯崩潰。香港金管局的研究顯示，香港與內地經濟日益融合，但兩地經濟週期同步的原因，主要是因為兩地受到美國因素的共同影響。<sup>68</sup> 正如香港金管局所言：香港作為國際商貿及金融中心，經濟活動受中國內地與先進國家之間的貿易及資金流的影響，大於受內地本土經濟波動所帶來的影響。香港蓬勃的轉口和離岸貿易是一個明顯的例子。應該承認，全球經濟及金融環境仍深受美國影響。而香港作為國際金融中心，經濟週期和金融環境仍很大程度上受美國及先進經濟體系的金融環境影響。<sup>69</sup> 美元霸權下，與人民幣掛鈎難，人民幣化更難。

與一籃子貨幣掛鈎也是如此。這不僅是因為該方案面臨調整公式複雜、調整次數頻繁的問題，透明度、簡單性遠不如聯匯；與一籃子掛鈎在提高靈活性的同時，降低了套戥活力和效力，還會帶

<sup>63</sup> 中銀香港：《香港2002-2007夏鬱秋迷》（研究報告），2002年。

<sup>64</sup> 曾澍基：《東亞金融風暴與香港聯繫匯率制度》，1998年3月21日，[http://www.sktsang.com/Archive1/Speech\\_Guangzhou.doc](http://www.sktsang.com/Archive1/Speech_Guangzhou.doc)，2020年9月15日訪問。

<sup>65</sup> 曾澍基：《香港聯繫匯率制度的回顧與展望》，第252、253頁。

<sup>66</sup> 張五常：《是港元轉鈎人民幣的時候了》，2006年5月12日，[http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_47841af7010003v7.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_47841af7010003v7.html)，2020年9月15日訪問。

<sup>67</sup> 雷鼎鳴：《幫香港算算帳》，香港：天窗出版社，2011年，“4.6 港元甚麼時候與美元脫鈎”。

<sup>68</sup> 任志剛：《分析香港與中國內地及美國的經濟週期的趨同性》，2006年9月21日，<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/insight/2006/09/20060921/>，2020年9月15日訪問。

<sup>69</sup> 香港金管局：《有關聯繫匯率制度（聯匯制）的常見問題》，陳德霖：《寫在聯匯三十年》，香港金管局專欄“觀點”，2013年10月24日，第6頁。

來不明朗因素，引發投機和揣測。<sup>70</sup> 更是因為一籃子貨幣中最重要的還是美元和“美元化”的人民幣。當東亞尚未形成聯盟或者聯盟尚未達到全球性或區域性的霸權時，東亞貨幣聯盟方案就不會成為現實。在討論聯匯制度是否會變動及何時會變動時，美元的走勢是重要甚至最重要的影響因素。美元化方案的可能性也不大。聯匯制度下的港元早已有美元化之實，所欠的只是美元化之形而已，香港早已是局部美元化了。2020年9月底，香港的銀行存款中近四成是美元，許多大額交易也是用美元結算。<sup>71</sup> 盧麒元則從反面指出港元的美元化：聯匯制度的建立，實質上就是某種程度的經濟主權轉讓。<sup>72</sup> 只要香港仍是中國的一個特區，《香港基本法》第111條規定“港元為香港特別行政區法定貨幣，繼續流通”仍在，美元化既無必要也不可行。

通過上面的分析可知，變革的方式最大可能仍是選擇掛鈎制，問題不過是與誰掛鈎、如何掛鈎罷了，而這取決於霸權貨幣地位的走勢和歸屬。

國際政治經濟學中的國內利益集團論和國內政治制度論同樣具有研究前景。比如，除錨定美元外，聯匯制度的另一核心功能是轉壓器。聯匯制度下的匯率穩定是通過利率的波動實現的，聯匯制度的功能將匯率波動的壓力轉移到利率波動上，或者說是將香港經濟金融調節機制的重心由匯率轉移至利率。<sup>73</sup> 用曾澍基的話，利率成了資金流動及港元所承受的壓力的“氣壓計”。<sup>74</sup> 匯率固定的代價是把匯率衝擊轉移至經濟的其他領域及政治領域，轉壓也是要付出代價的。或者說，聯匯制度行之有效，建基於與之配套的經濟制度和政治制度。<sup>75</sup> 例如，在面臨外部經濟波動時，香港可以憑藉在國際間數一數二和少見的工資—價格的高彈性作出內部調整。調整和忍受痛苦是同義詞，更重要的是調整在不同群體、不同行業間是不均的。不均的痛苦之所以能長期存在，是由以港督集權、行政主導、官商同謀、商業霸權為主要特徵的港英管治模式予以支撐的。<sup>76</sup> 進一步講，霸權穩定論、國內政治制度論、國內利益集團論是如何配套、互動並共同作用於聯匯演變的，更加值得深入研究。限於篇幅不再展開分析。

綜上，聯匯制度演變機制的國際政治經濟學分析是一個值得研究的新方向。

<sup>70</sup> 曾澍基：《香港的政治經濟學》，第147頁；饒余慶：《走向未來的香港金融》，第145、146頁；香港金管局：《有關聯繫匯率制度（聯匯制）的常見問題》，第4、5頁；〔加〕蒙代爾：《蒙代爾經濟學文集（第五卷）：匯率與最優貨幣區》，第19頁。

<sup>71</sup> 香港金管局：《2020年9月份貨幣統計數字》，2020年10月30日。

<sup>72</sup> 盧麒元：《港幣成為主權貨幣的最佳時機》，《信報財經月刊》2011年第415期。

<sup>73</sup> 馮邦彥、鄒小山：《聯繫匯率制傳統調節機制的失靈、風險及其改進》，《蘭州學刊》2005年第2期，第68頁；北京大學中國經濟研究中心宏觀組：《對於香港聯繫匯率制度的分析及其改進方案評價》，第22頁。

<sup>74</sup> 曾澍基：《巨龍口裏的明珠》，香港：廣角鏡出版社，1984年，第187-192頁。

<sup>75</sup> 參見曾澍基：《衝擊聯繫匯率？何懼之有？——現代貨幣局制度的“神話故事”》，《明報論壇》1999年8月4日；楊漢波、陳凌：《貨幣局制度在香港與阿根廷實踐的比較分析》，《南方金融》2005年第3期；沈安：《阿根廷聯繫匯率制是如何走向崩潰的——阿根廷金融危機探源之三》，《拉丁美洲研究》2003年第4期；宋海：《評貨幣局制度在阿根廷的崩潰》，《國際金融研究》2002年第6期。

<sup>76</sup> 參見莊玉惜：《有廟出租：政商共謀的殖民城市管治（1860-1920）》，香港：商務印書館，2018年；〔英〕顧汝德：《官商同謀：香港公義私利的矛盾》，馬山等譯，香港：天窗出版社，2011年；〔美〕喬·史塔威爾：《亞洲教父：香港、東南亞的金錢和權力》，史鈺軍譯，上海：復旦大學出版社，2011年；潘慧嫻：《地產霸權》，北京：中國人民大學出版社，2011年；劉曼容：《港英政治制度與香港社會變遷》，廣州：廣東人民出版社，2009年；〔英〕諾曼·邁因納斯：《香港的政府與政治》，伍秀珊等譯，上海：上海翻譯出版公司，1986年。

## 參考文獻 References:

- 王正毅：《國際政治經濟學通論》，北京：北京大學出版社，2010年。Wang, Z., *General Theory of International Political Economy*, Beijing: Peking University Press, 2010.
- 王在幫：《霸權穩定論批判——布雷頓森林體系的歷史考察》，北京：時事出版社，1994年。Wang, Z., *Criticism of Hegemonic Stability Theory: A Historical Review of the Bretton Woods System*, Beijing: Current Affairs Press, 1994.
- 曲博：《危機下的抉擇——國內政治與匯率制度選擇》，上海：上海人民出版社，2012年。Qu, B., *The Choice under the Crisis – Domestic Politics and the Choice of Exchange Rate System*, Shanghai: Shanghai People's Press, 2012.
- 周丕啟：《霸權穩定論：批判與修正》，《太平洋學報》2005年第1期，第13-23頁。Zhou, P., “Hegemonic Stability Theory: Criticism and Revision,” *Pacific Journal*, no. 1, 2005, pp. 13-23.
- 范從來、劉曉輝：《匯率制度選擇：經濟學文獻貢獻了甚麼》，北京：商務印書館，2013年。Fan, C. & Liu, X., *The Choice of Exchange-Rate Regimes: Where Do We Stand*, Beijing: The Commercial Press, 2013.
- 香港金融管理局：《香港的貨幣與銀行體系：回顧與前瞻》（第二冊），1999年。Hong Kong Monetary Authority, *Hong Kong's Monetary and Banking Systems: Review and Outlook (Second Volume)*, 1999.
- 香港金融管理局：《香港的貨幣與銀行體系：回顧與前瞻》，1996年。Hong Kong Monetary Authority, *Hong Kong's Monetary and Banking Systems: Review and Outlook*, 1996.
- 曾澍基：《香港政治經濟學》，香港：廣角鏡出版社，1985年。Tsang, S., *Political Economy in Hong Kong*, Hong Kong: Wide Angle, 1985.
- 馮邦彥編：《香港金融與貨幣制度》，香港：三聯書店（香港）有限公司，2015年。Feng, B., *Hong Kong's Financial and Monetary System*, Hong Kong: Joint Publishing, 2015.
- 鐘飛騰：《霸權穩定論與國際政治經濟學研究》，《世界經濟與政治》2010年第4期，第109-122頁。Zhong, F., “Hegemonic Stability Theory and IPE Studies,” *World Economics and Politics*, no. 4, 2010, pp. 109-122.
- 饒余慶：《走向未來的香港金融》，香港：三聯書店（香港）有限公司，1993年。Jao, Y., *The Future of Hong Kong Finance*, Hong Kong: Joint Publishing, 1993.
- Cohen, B. J., *International Political Economy: An Intellectual History*, Princeton: Princeton University Press, 2008.
- Frieden, J. A., *Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy*, Princeton: Princeton University Press, 2015.
- Greenwood, J., *Hong Kong's Link to the US Dollar: Origins and Evolution*, Hong Kong: Hong Kong University Press, 2008.



- Hong Kong Monetary Authority, “Linked Exchange Rate System Operations – Mechanism and Theory,” *HKMA Quarterly Bulletin*, no. 97, 2018.
- Hong Kong Monetary Authority, *Hong Kong’s Linked Exchange Rate System* (First Edition), Hong Kong: Hong Kong Monetary Authority, 2000.
- Hong Kong Monetary Authority, *Hong Kong’s Linked Exchange Rate System* (Second Edition), Hong Kong: Hong Kong Monetary Authority, 2005.
- Latter, T., *Hong Kong’s Money: The History, Logic and Operation of the Currency Peg*, Hong Kong: Hong Kong University Press, 2007.
- Tsang, S., “A Study of the Linked Exchange Rate System and Policy Options for Hong Kong,” *Hong Kong Policy Research Institute Consultancy Report*, 1999.
- Wang, M., “On the Choice of Exchange Rate System: Theory of Political Economy,” *World Economic Papers*, no. 2, 2006.
- Yam, J., “The Future of the Monetary System of Hong Kong,” *Institute of Global Economics and Finance Working Paper*, no. 9, 2012.