

現時貨幣總體數字不包括短期外匯基金存款的做法，造成統計上的輕微扭曲。有見及此，貨幣供應統計數字將會略作修改，以包括所有外匯基金存款。經修改的數據及其與宏觀經濟變數的關係並無受到重大的影響。

I. 引言

金管局現時編製多項貨幣總體數字，但鑑於現時外匯基金存放於銀行體系的存款的特別處理，在某些情況下會出現統計上的輕微扭曲。本文檢討香港貨幣供應的定義，並提出修訂建議。

第II節探討香港貨幣供應的現行定義，並解釋在計算貨幣數字時外匯基金存款的處理方法可能引起統計上的扭曲。第III節討論在統計貨幣供應數字時對政府及外匯基金存款的處理所涉及一些概念上的考慮。第IV節研究修改貨幣供應定義的實證考慮。第V節提出修改定義的建議。

II. 貨幣供應的定義

香港編製的貨幣供應數字有以下幾項：

M1 = 公眾持有的貨幣 + 活期存款

M2 = M1 + 持牌銀行的客戶儲蓄及定期存款 + 由持牌銀行發行而由公眾持有的可轉讓存款證

M3 = M2 + 有限牌照銀行及接受存款公司的客戶存款 + 由有限牌照銀行及接受存款公司發行而由公眾持有的可轉讓存款證

這些總體數字可進一步細分為港元及外幣組成部分。

香港貨幣供應包含的負債類別與其他經濟體系相似，但亦有幾個不同之處（見附件1其他經濟體系的貨幣供應定義）。第一，多個工業經濟體系的貨幣總體數字包括較大範圍的金融工具，如回購協議及貨幣市場基金等。由於這些金融工具在香港缺乏流通性，因此並不適宜納入香港的貨幣供應內。第二，大部分其他經濟體系的貨幣總體數字只計算當地居民所持有的數額，香港的數字卻不區分居民及非居民的持有數額。¹

第三個不同之處在於對政府及外匯基金的銀行存款的處理。政府的存款是計算在港元廣義貨幣內，但大部分其他經濟體系卻不將其包括在內。此外，外匯基金超過1個月期限的存款是列作客戶存款，因此亦包括在貨幣供應數字內（見下圖）。

廣義貨幣總體數字

包括：

庫房存款

外匯基金超過1個月期限的存款

不包括：

外匯基金不超過1個月期限的存款

1979年5月起，外匯基金剩餘期限不超過1個月的存款已不計入貨幣總體數字內。鑑於當時信貸增長迅速，當局決定銀行計算流動資金比率時須從流動資產中扣除上述存款，免使短期外匯基金存款有機會助長銀行信貸擴張。但此舉對遏抑

¹ 就港元貨幣供應而言，我們可合理地假設大部分持有的款額均作本地用途（即持有港元的個體在香港有某種經濟利益）。外幣貨幣供應方面，由於缺乏非居民在香港銀行體系存款數額的資料，因此其詮釋會較為複雜。

信貸增長的作用似乎很小。事實上，流動資金的規定是基於審慎監管的原因而制定，本身並非一種貨幣政策工具，而且大部分銀行的流動資金比率都顯著高於最低限度的水平。

由於短期外匯基金存款的處理有別於長期外匯基金存款及政府存款，有兩種情況是可以引致統計上的輕微扭曲的。第一是財政轉撥：每當庫房把資金存入外匯基金，然後由外匯基金以短期存款形式投入貨幣市場，貨幣供應便會減少。第二是長期外匯基金存款的剩餘期限縮短至不超過1個月。

III. 有關處理庫房及外匯基金存款在概念上的考慮

以上扭曲情況可透過兩個方法來消除，一是把短期外匯基金存款包括在貨幣總體數字內，另一是從貨幣總體數字中剔除所有外匯基金及政府存款。由此可見，根本的問題是應否把庫房及外匯基金的存款計算在貨幣供應統計數字內。下文將會詳細探討這個課題。

庫房存款

國際貨幣基金組織的《貨幣及金融統計手冊》(2000年)列出處理政府存款時一些常用的指引。該手冊並無說明不同經濟體系應用何種貨幣定義，只指出「一般而言，政府持有的存款都不計入貨幣總體數字內。某些國家認為，中央政府的存款對宏觀經濟變化(即經濟活動、利率、匯率等變化)的回應模式或程度，均有別於其他經濟環節持有的存款」。

若以貨幣供應統計數字作為貨幣政策的指標，政府的存款必須與其他環節的存款區分，讓中央銀行能確定改變政策對私營部門所持有的貨幣的影響。在大部分情況下，由於政府存款往往都會受到政府本身的現金管理政策(如債務管理及收稅)影響，因此改變貨幣政策對政府存款的影響是有限的。因此，若以貨幣總體數字作為中期的政策目標

或指標，不把政府存款計算在內有其好處。

在固定匯率制度下，雖然沒有獨立的貨幣政策，但貨幣供應數字仍可作為顯示經濟活動變化(如產量增長及通脹)的有用指標。但在此情況下，清楚區別私營部門及公營部門所持的貨幣工具的需要便較小。例如，若政府存款增加，銀行的可貸資金亦會增加，效果正如非銀行私營部門的存款增加一樣。政府存款增加當然並不一定引致信貸擴展及促進經濟活動，但在信貸需求不變的情況下，利率將會下調，導致其他環節的資金外流。總括而言，在固定匯率下，貨幣供應量視乎資金流向而定。若貨幣總體數字不包括政府存款，前者透視經濟活動的資料便可能減少。

基於這些原因，即使大部分經濟體系的廣義貨幣不包括政府存款，實行貨幣發行局制度的國家(如愛沙尼亞及昔日的阿根廷)仍把政府存款計算在貨幣總體數字內。

外匯基金存款

外匯基金存入商業銀行的存款的處理，其關鍵在於外匯基金本身的角色。一般來說，中央銀行被視為「貨幣發行人」，其角色與商業銀行近似(商業銀行在創造信貸及貨幣方面均擔當一定的角色)。由於「貨幣發行人」持有的貨幣工具均不計算在貨幣供應統計數字內，因此銀行同業存款及庫存現金等一般都不會計算在貨幣總體數字內。

然而，外匯基金持有的存款，主要是源自其負責管理財政盈餘的功能，存款本身並不算是貨幣發行局活動的一部分。貨幣發行局制度規定不得隨意創造貨幣。事實上，這些存款與庫房的銀行存款的性質相近，與銀行其他客戶的存款亦分別不大。

總括而言，在貨幣發行局制度下把外匯基金及庫房存款計算在貨幣總體數字，從概念上來說是合理的做法。問題是計入短期外匯基金存款後會否

引致貨幣總體數字及其與其他宏觀經濟變數(如產量及價格)的關係出現顯著變化。我們循非正式途徑諮詢國際貨幣基金組織內的經濟學者的意見，他們強調在定出貨幣總體數字的組成部分時，貨幣與宏觀經濟變數之間保持穩定的關係的重要性。下節將會探討這一點。

IV. 實證考慮

為找出一些實證支持，我們研究下表列出的3種港元貨幣供應M3定義。

港元貨幣供應 M3	外匯基金存款		庫房存款
	不超過 1 個月	超過 1 個月	
現行定義	不包括	包括	包括
定義 A	包括	包括	包括
定義 B	不包括	不包括	不包括

統計資料顯示，短期港元外匯基金存款只佔銀行體系港元存款總額約0.2% (2001年12月底數字)。事實上，政府及外匯基金的港元存款總額只佔存款基礎約0.3%。因此，如圖1及圖2所示，是否把這些存款計算在內並不會使貨幣總體數字有太大的分別。

此外，不同定義的貨幣數字預測或實際反映實質本地生產總值及價格的能力，亦沒有顯著的分別。然而，若把外匯基金及庫房存款均計算在貨幣總體數字內，則港元廣義貨幣及其滯後數字與名義本地生產總值之間的相關值便會稍高(表1及圖3)。實證研究顯示，用包括外匯基金及政府存款在內的貨幣總體數字所估算的貨幣需求函數亦略有改善。²

表1

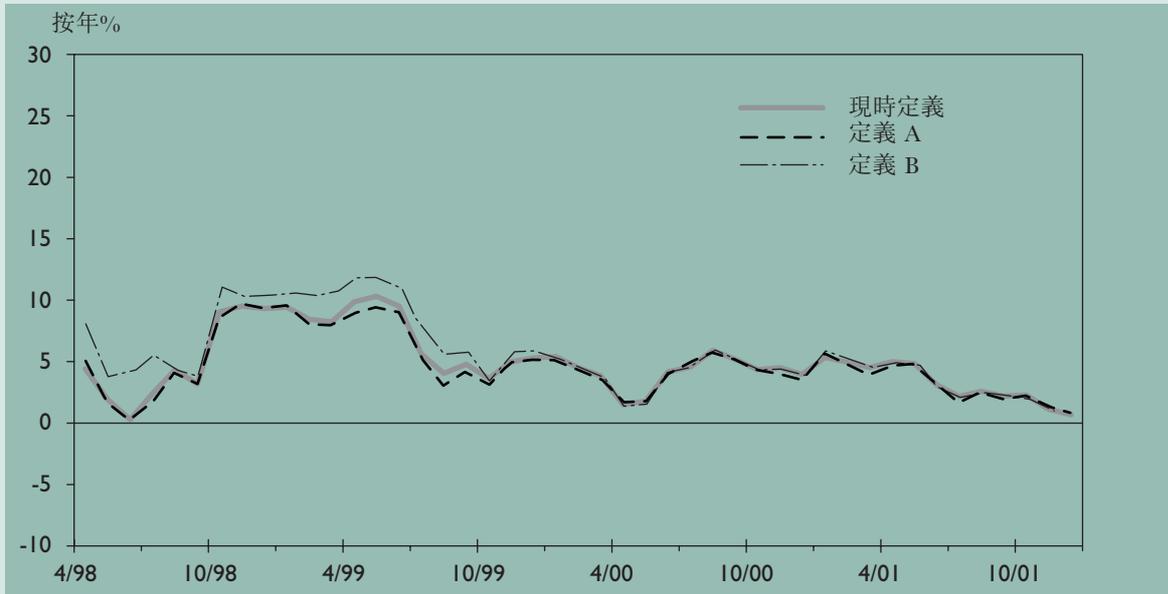
港元M3與名義本地生產總值的相關值(1990年第1季至2001年第2季)

	港元M3的定義		
	現行定義 (不包括1個月期限的外匯基金存款)	定義A (包括所有外匯基金及庫房存款)	定義B (不包括外匯基金及庫房存款)
相關值：			
以年度增長率計算	0.73	0.74	0.68
以季度增長率計算	0.36	0.39	0.28

² 具體上，我們利用誤差更正模型來探討不同定義的港元貨幣供應M3與多項宏觀經濟及金融變數(如收入、價格及利率)之間的實證關係。此外，我們亦以Granger因果關係測試檢驗港元廣義貨幣對名義本地生產總值、實質本地生產總值及消費價格的預測能力。結果顯示在不同貨幣供應定義下所估算的數字均十分接近。讀者若要了解詳細結果，可向金管局查詢。

圖1
港元貨幣供應 M3

A. 按年變動



B. 按月變動

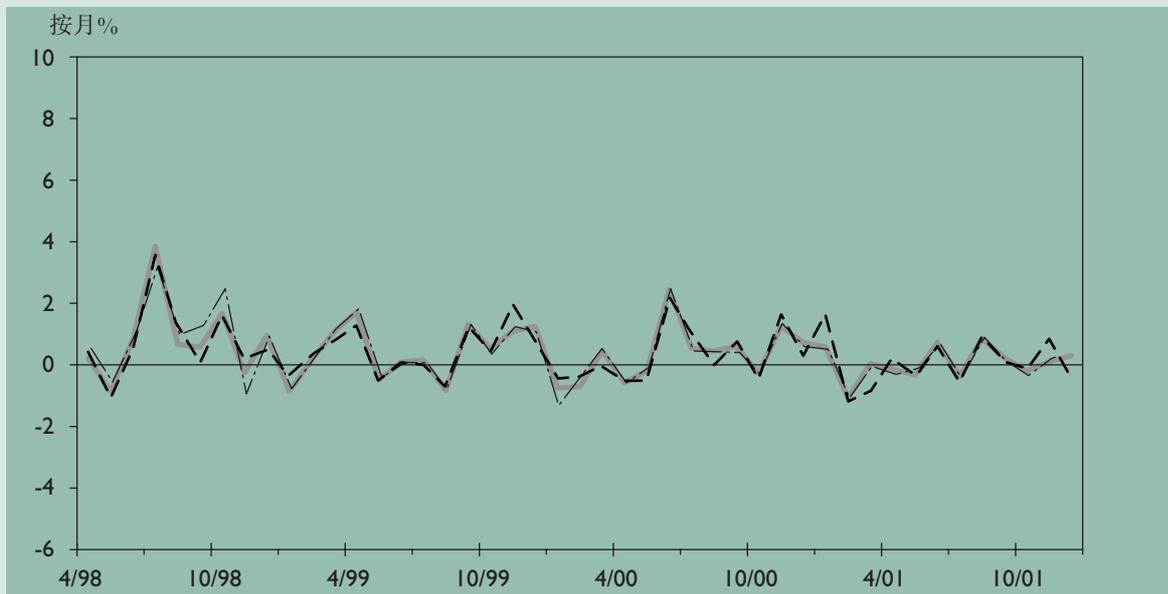
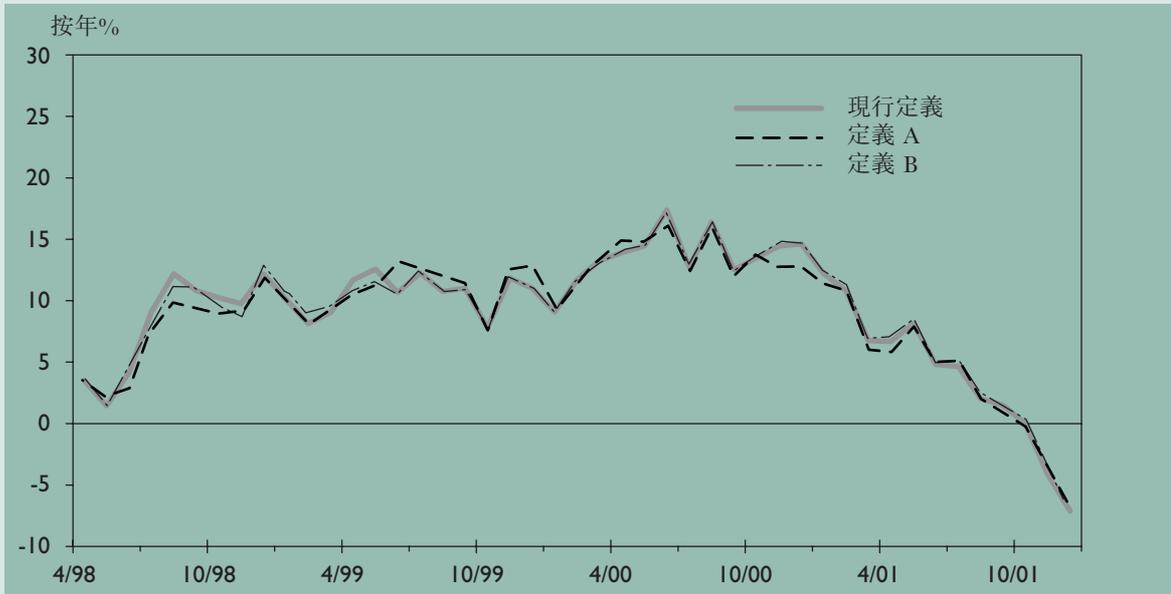


圖2
外幣貨幣供應 M3

A. 按年變動



B. 按月變動

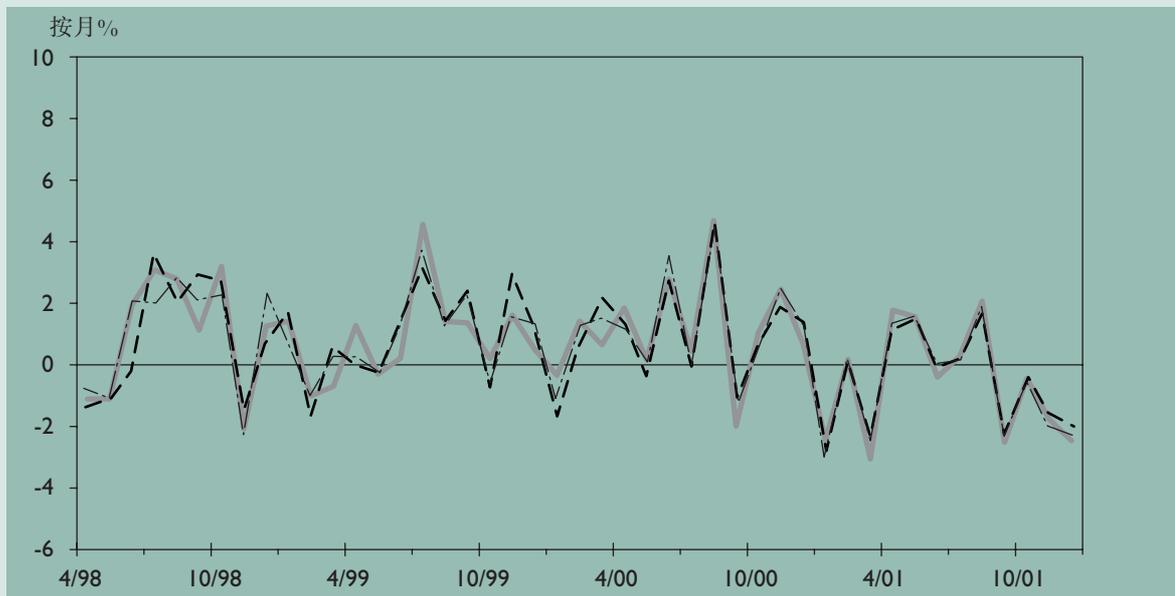
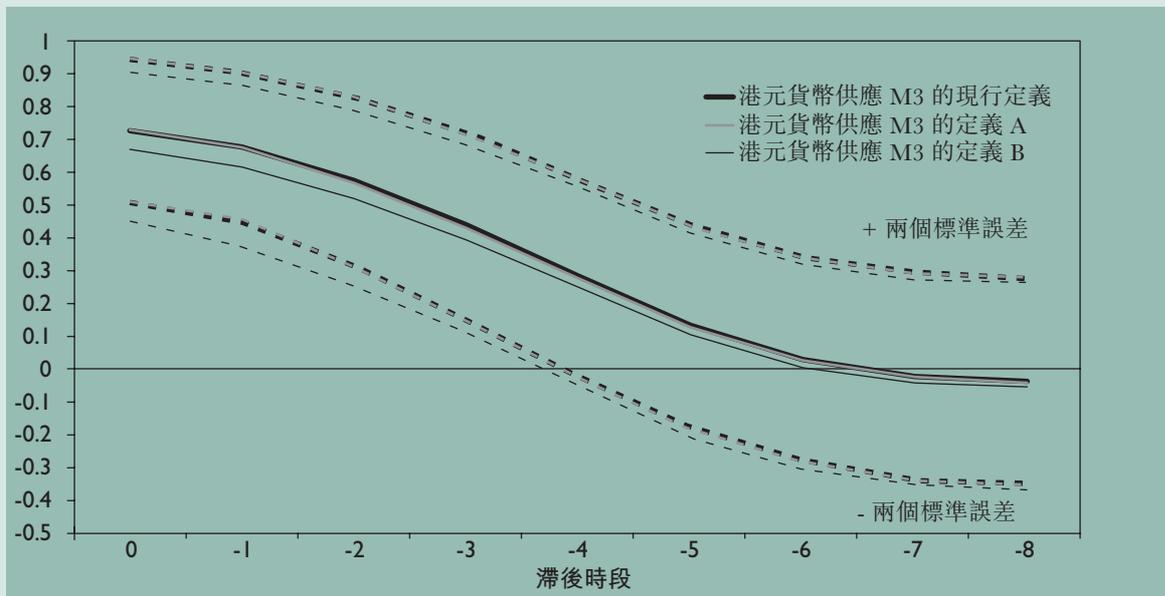
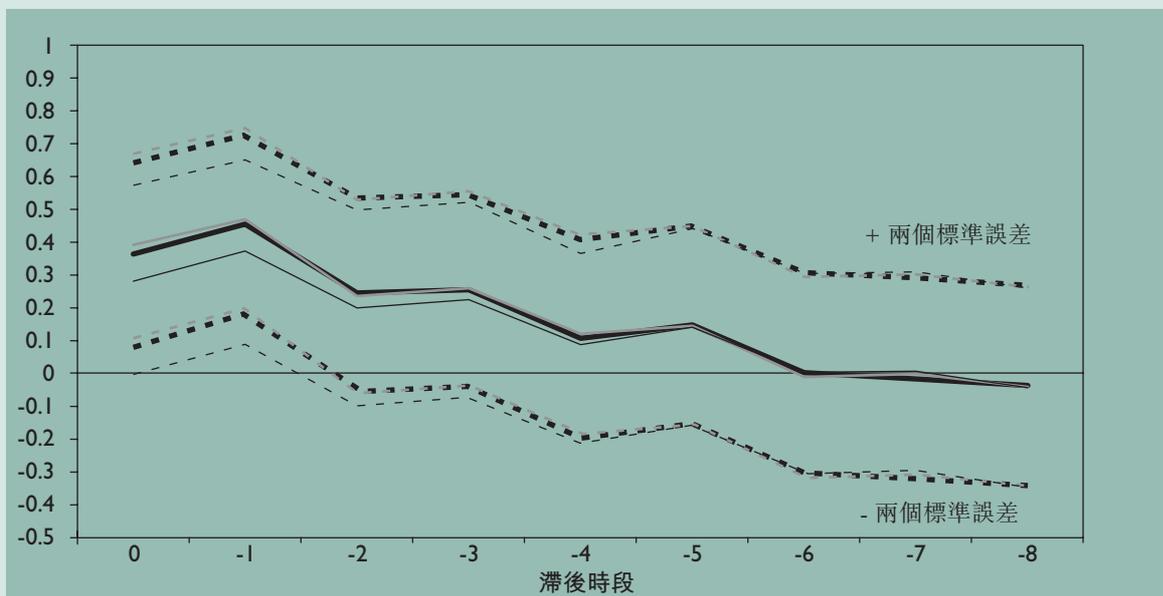


圖3
名義本地生產總值及港元貨幣供應 M3 的滯後數據之間的相关值

A. 以按年百分比變動計



B. 以按季百分比變動計



註： 1) 相關係數的標準誤差 (s_r) 是按照下列公式計算：

$$s_r = \sqrt{\frac{(1 - r)^2}{N - 2}}$$

其中 r 是相關係數， N 是數據數目。

- 2) 上圖顯示3種貨幣供應定義的相關值 \pm 兩個標準誤差的範圍。若任何時期的標準誤差範圍包括了「零」這個數值，則不能否定相關值等於零這個假設。
- 3) 進一步的統計測試顯示，3種貨幣供應定義下每個滯後時段的相關值數值之間並無顯著差距。

V. 總結

根據以上分析，消除現時貨幣供應定義輕微扭曲的適當方法，是把短期外匯基金存款計算在貨幣總體數字內。金管局將會由2002年7月起公布按照新定義編製的貨幣供應數字，並會調整過往的數字以方便比較。✿

— 本文由經濟研究部趙潔儀及黎巧兒提供

各個經濟體系的貨幣總體數字定義

	香港	阿根廷	愛沙尼亞	歐洲央行	日本	新加坡	英國	美國
M1	流通貨幣 + 活期存款	流通貨幣 + 往來戶口 披索存款	流動貨幣 + 活期存款	流通貨幣 + 隔夜存款	流通貨幣 + 活期存款	流通貨幣 + 活期存款	不適用 [沒有狹義貨幣的合適定義，原因是許多計息存款都可作交易用途。]	流通貨幣 + 旅行支票 + 活期存款 + 可轉讓提款戶口及同類計息的活期存款
M2	M2 = M1 + 持牌銀行的客戶儲蓄及定期存款 + 持牌銀行發行的可轉讓存款證	不適用	M2 = M1 + 定期及儲蓄存款 + 外幣存款	M2 = M1 + 議定期限不超過 2 年，並可在不超過 3 個月前提出通知予以贖回的存款	M2 + 存款證 = M1 + 銀行客戶的儲蓄及活期存款 + 銀行存款證	M2 = M1 + 銀行客戶的儲蓄存款及定期存款 + 新加坡元可轉讓存款證	不適用	M2 = M1 + 儲蓄存款及貨幣市場存款戶口 + 小額定期存款 + 零售類型的貨幣市場互惠基金結存額 + 隔夜回購協議 + 隔夜歐洲美元存款
M3	M3 = M2 + 有限牌照銀行及接受存款公司的客戶存款 + 兩者發行的可轉讓存款證	M3 = 流通貨幣 + 存款總額 (包括本地貨幣及外幣)	不適用	M3 = M2 + 回購協議 + 貨幣金融機構的特定可出售轉讓負債	M3 + 存款證 = M2 + 存款證 + 非銀行金融機構的存款及存款證	M3 = M2 + 金融公司的客戶存款	M4 = 貨幣金融機構 (即銀行及建屋協會) 所有的英鎊短期負債	M3 = M2 + 大額定期存款 + 批發性的貨幣市場互惠基金結存額 + 定期回購協議 + 定期歐洲美元存款
政府存款	包括	包括	包括	不包括	不包括	不包括	不包括	不包括

資料來源：各央行或貨幣管理機構的網站。