香港貨幣政策的制定[1]

貨幣政策由哪個機構負責制定？

碰到這個問題，人們一般的答案都不一而足，如中央政府、中國人民銀行、美國聯邦儲備局，以至負責發鈔的滙豐銀行、渣打銀行及中國銀行、香港立法會、香港政府，以及香港金融管理局。到底哪個才正確？

一向被視為香港憲法的《基本法》其中第110條訂明，「香港特別行政區政府自行制定貨幣金融政策」。這項條文已清楚表明，無論內地政府或中國人民銀行都無權主宰香港的貨幣政策，制定貨幣政策的責任明確屬於香港特區政府。香港回歸5年多以來，這項原則一直堅守，絕無鬆懈。[2]

至於聯邦儲備局，雖然在香港現行的貨幣政策制度下(即實行貨幣發行局制度，並以美元作為掛鈎貨幣)，聯儲局的貨幣政策對香港的貨幣狀況有直接而重大的影響，但聯儲局肯定不是決定香港應否推行上述政策的機構，原因是該項政策是香港自己的選擇，無需得到華盛頓或紐約方面的批准才可繼續或停止推行。

至於立法會，儘管立法會成員積極關心香港的貨幣政策及有關事項，金管局亦就各界共同關心的事項與立法會(尤其透過與立法會財經事務委員會)保持對話，現行法規仍無賦予立法會制定貨幣政策的權力。

至於3間發鈔銀行，有關銀行亦不會因為這項特定角色而有能力影響貨幣政策。發鈔之舉是銀行基於公眾把存款轉持貨幣的意欲而作出回應，而且亦須按照財政司司長的規定向外匯基金交出作為支持發鈔的資金。按照1983年以來一直沿用的規定，銀行須依照1美元兌7.80港元的固定匯率，交出與發鈔額等值的美元。在這個架構下，發鈔量本身與貨幣政策的關係只是中性的。以往當滙豐銀行仍擔任銀行體系結算銀行時，可能會有人認為滙豐銀行對貨幣狀況具有相當影響力。這種說法並非毫無道理。但當局在1988年起已規定滙豐銀行須按照其處理的結算結餘額在外匯基金內存入相應的結餘額，加上香港金融管理局在1993年成立，並於1996年起透過外匯基金擔任本港支付系統的結算機構，上述所指滙豐銀行可能有的影響力已逐漸消失。

政府及金融管理專員

上述已排除某些機構可能參與制定貨幣政策的說法，剩下的清楚結論是：制定貨幣政策的機構實質是香港政府。說得更具體一點，就是由於《外匯基金條例》指明由財政司司長負責管理外匯基金，而後者實際上是為執行貨幣政策提供資源，因此制定貨幣政策的權力首先是由財政司司長掌管。但財政司司長在運用他對外匯基金的管理權時，必須徵詢外匯基金諮詢委員會的意見。

《外匯基金條例》亦規定財政司司長須委任一名人士擔任金融管理專員(Monetary Authority)，以協助他履行上述及其他職能。此外，財政司司長亦把其在《外匯基金條例》下的各項職責轉授予金融管理專員。

金融管理專員是公職人員，因此正式來說只是單一名「人士」，但《外匯基金條例》已規定須委聘其他人士協助金融管理專員執行職責，因此稱為香港金融管理局的「機構」亦告誕生。

1 本文改編自金管局副總裁黎定得先生於2002年5月13日出席路偉律師行及Pacific Rim Advisory Council在香港舉辦的亞洲金融服務研討會的演詞。

2 有關金管局與其他中央銀行(包括中國人民銀行)關係的探討，可參閱金管局於2001年11月8日在網站出版的《觀點》專欄文章「中央銀行合作」(www.info.gov.hk/hkma/chi/viewpt/index.htm)。

上述種種安排顯示貨幣政策最終由財政司司長決定，只是他必須先行徵詢諮詢委員會的意見，而金融管理專員根據有關職權轉授負責執行日常貨幣政策。但這並不表示金融管理專員完全沒有參與制定貨幣政策。相反，透過與財政司司長及諮詢委員會成員的密切聯繫，金融管理專員對決策過程其實是具有重大影響的。

雖然香港的制度(尤其關於金融管理專員的安排)在國際上並不常見，與一般把中央銀行建立為明確的企業實體的做法相比，更可能是獨一無二，但香港推行貨幣政策的過程其實可能與其他地方沒有太大分別，原因是主要政策綱領已由政府制定，中央銀行只是負責以具透明度及問責方式執行該政策。但香港不像其他一些地方，並無明確制定中央銀行享有自主。賦予中央銀行自主權的地方大多認為這是維持貨幣穩定的必要機制。事實上，這種分別對香港來說，因推行規範嚴格的貨幣發行局制度，其重要性相對其他制度為低。

法律條文

一方面《基本法》清楚規定香港政府應自行制定貨幣政策，另一方面亦列明多項行使這項自由時所須遵守的規條。例如：

「港元為香港特別行政區法定貨幣，繼續流通。」(第一百一十一條)

「香港特別行政區不實行外匯管制政策。港幣自由兌換。....香港特別行政區政府保障資金的流動和進出自由。」(第一百一十二條)

「香港特別行政區的外匯基金，由香港特別行政區政府管理和支配，主要用於調節港元匯價。」(第一百一十三條)

「香港特別行政區的財政預算以量入為出為原則，力求收支平衡，避免赤字，並與本地生產總值的增長率相適應。」(第一百零七條)

這些條文清楚確定了港元應繼續為獨立貨幣、外匯基金可用於調節匯率，以及香港不實行外匯管制這幾點，另亦使人可以放心財政赤字不應大至會嚴重影響貨幣穩定。

貨幣制度的選擇

但上述法律條文並無指定應推行的具體貨幣制度。香港選擇的是貨幣發行局制度，採用與美元聯繫的固定匯率。[3] 下文將集中探討若人民幣兌美元容許較大波幅，則港元應作出或不應作出甚麼回應，以及香港應否考慮把港元與人民幣掛鈎。

調整競爭力

根據觀察，面對市場力量的變化，香港的價格一般都能上下靈活調節，而來自內地的價格競爭正是其中一種市場力量。研究資料顯示，香港與內地價格正逐漸拉近(包括內地價格上升及香港價格下跌)，儘管變化幅度較一些人所指的小，而且這些變化亦不代表兩地價格最終會完全一致。[4] 此外，本港貿易品價格對實質匯率變化的調節特別靈活。換言之，若基於匯率變動(如美元兌其他主要貨幣的匯率變動，引致美元兌港元匯率亦產生變化)，引致香港的價格與境外的價格失衡，前者便會迅速調整以回復競爭性的平衡。若從國際標準來看，內地價格亦似乎相當靈活。

從上述觀察可得出兩個結論。一是香港與內地相對彼此的價格可自行調整，無需匯率的協助。另一是若匯率變動令價格失衡，本地價格會進行調整以抵銷失衡傾向。換言之，相對價格競爭力的變

3 這選擇背後的部分理據在「為何歸咎於聯匯制度？」，第48頁文中有討論。

4 請參閱金管局將於短期內在網站推出由哈繼銘先生編撰的「研究備忘錄」系列的文章：「香港與內地價格融合」。

動，在匯率變動與固定的情況下似乎不應有顯著分別。兩者只不過結合不同的本地相對價格及匯率變動。

無論如何，香港與內地經濟很清楚是互補長短，多於互相競爭的關係。內地經濟暢旺，香港將會受惠。若有關方面認為人民幣匯率增加靈活度將會有利經濟進一步發展(本文在此並無認為事實會否確實如此)，香港可望有所得益。

總括而言，從競爭力及貿易對經濟衝擊的角度來分析，港元與人民幣的匯率可能並不特別需要關心。即使人民幣兌美元的匯率變化有較大靈活度，香港亦無需特別採取任何防衛措施或對策以抵銷其影響。

但這個結論應附加重要的註腳：若金融市場的看法不同，並作出實際回應，則無論內地匯率政策確實出現變化或只是傳聞如此，都可能造成市場混亂。以往每當有關於人民幣匯率將作調整的傳聞時，上述反應多少都會出現，但無論港元匯率是受到上調或下調壓力，市場都能透過貨幣發行局的調節機制妥善應付，市場最終亦取決於經濟基本因素。以往是這樣，預期日後也如是。

港元與人民幣聯繫？

然而，不應為港元兌人民幣匯率過分不安的結論又引發另一問題：假設雙邊匯率安排本身不會對長期價格競爭力造成太大影響，那麼何不為了方便起見，將本地貨幣與最鄰近的經濟體系或最大貿易夥伴的貨幣之間建立某種形式的聯繫，希望藉此節省交易成本及達到其他有利雙方的增效作用？在此情況下，已無需顧及價格競爭力的爭論了。

事實上，這項安排有一些很強的理據支持。首先是消除貨幣風險及交易成本，這點誰都樂意接受。還有，可以預期這種情況會刺激貿易，使雙方受惠。這正是推行歐元的其中一項主要原因。但由於美國及中國內地都是香港的主要貿易夥伴，若純粹把與前者的貨幣聯繫改為與後者的貨幣聯繫，其影響只會互相抵銷。

另一方面，世界上亦有一些顯著例子，是某國貨幣不與主要貿易夥伴建立任何聯繫，但又不會有明顯的壞處。這些例子包括加拿大及墨西哥。美國作為加拿大及墨西哥的貿易夥伴，其重要性較諸中國內地作為香港的貿易夥伴的大得多，而且相信前者互相之間的金融聯繫亦較強。即使加拿大元及墨西哥披索至今依然獨立於美元，但這對兩國經濟似乎沒有造成任何不利。除此之外，英國對歐元區、愛爾蘭對英國，以至瑞士對德國，都是這方面的一些例子。[5] 還有，在很多這些例子中，兩者貨幣之間的匯率呈現一定的波動，與近年人民幣與港元的交叉匯率保持穩定形成對比，顯示匯率波動不一定會影響互惠互利的經濟聯繫的持續發展。由此可見，港元與人民幣並無明顯理由要實行更密切的聯繫。

香港方面還有一項重要考慮，就是人民幣仍然未自由兌換。要把一項完全自由兌換的貨幣與另一項不能自由兌換的貨幣建立正式聯繫，實在不合邏輯。有人或會認為過去幾年港元與人民幣匯率保持穩定，實際上彼此已算是有了聯繫。但目前的安排最少可以容許有需要時出現一些波動，舉例來說，一些重大或突然的結構性變動如中國加入世貿或人民幣最終實現可以自由兌換等。若把港元與一項不可兌換的貨幣進行聯繫，是無法實行的。因為貨幣發行局制度的運作，實質是要求港元與掛鈎貨幣可以不斷互相兌換。

由此可得出的結論是即使港元與人民幣的交叉匯率出現波動或有可能出現變動，這亦不會對香

5 根據過去5年期間貨品貿易的平均值，香港對中國內地的倚賴程度約為40%(包括只以增值基礎計算的轉口貨品)、加拿大對美國為76%、墨西哥對美國為81%、英國對歐元區12國為64%、愛爾蘭對英國為27%，以及瑞士對德國為28%。

港在目前或在可預見的未來構成問題。因此在港元與人民幣之間建立某種正式或固定的聯繫，是不會帶來好處的。

其他方案？

當然還有其他方案可以探討。例如在完美的世界裏，若以價格競爭力維持在某特定水平作為目標，並具備精確的經濟模型及適當方法，便可得出最理想的匯率的公式(此匯率無疑會有別於以現行制度定出的匯率)，從而制定實際策略以達到該匯率。但這只屬紙上談兵，實行起來可能是另一回事。即使經濟模型的實證基礎完全可靠(這是不切實際的假設)，這個方案仍可能導致利率或外匯儲備極度波動，並且涉及重大的實際執行問題，包括是否可以實際運作及能夠得到充分理解，以至透明度、公信力、金融市場信心等。在香港這種開放型的經濟模式及金融市場，這類問題可能會尤其嚴重，因此上述方案的風險亦會很高。

貨幣政策制度必須從其整體考慮，制度本身亦須明確及持續。制度是否成功，亦應從長遠的角度來判斷，同時明白即使制度能帶來長期的穩定，它在短期內的效果仍未必可以持久取悅所有方面。金管局不會忽視任何可行的方案；支持繼續推行港元與美元的聯繫匯率固然是理性的決定，但這絕不代表金管局不願意探討其他方案或進行有關討論。

結論

總括而言，香港的貨幣政策是由香港政府根據《基本法》所載的廣泛架構內制定，並符合維持長期貨幣穩定的基本目標。改變現行安排，不論把港元與鄰近地區貨幣進行聯繫抑或推行其他制度，相信都不會對達到上述目標帶來助益。