

泛談貨幣政策

本文是金管局總裁任志剛於2004年1月19日舉行的香港大學教研發展基金及香港大學經濟及工商管理學院午餐會上發表的演詞。

港元近期轉強，同時在貨幣發行局制度下總結餘相應增加，這篇演詞講解在目前港元強勢下，可能會出現的情況。這些可能性包括銀行由港元改持外幣資產、開徵銀行結算戶口大額結餘的收費以及增發外匯基金票據及債券。此外，演詞亦討論到有關是否需要匯率偏強時為穩定匯率而引入一個正式的兌換保證的問題。

引言

我很榮幸出席這次由香港大學教研發展基金與港大經濟及工商管理學院聯合舉辦的午餐會，向母校港大校友與其他朋友演講。大家本以為我會談「香港金融管理局面對的事項與挑戰」。演講題目定得這樣籠統，往往反映了講者在接受邀請時對講題舉棋不定的心態。老實說，王于漸教授最初向我提出邀請時，我的心態確實如此。後來周亦卿博士在通告中提到這次演講時說我會講「香港貨幣政策的最新情況與前景」，使我靈機一觸，因而決定更改講題，專談貨幣政策。但貨幣政策只是香港金融管理局眾多工作中的其中一項，如果大家對金管局其他工作亦感興趣，歡迎在答問時間提出。

貨幣政策目標

與所有擁有本身貨幣的地區的央行一樣，貨幣政策是金管局工作的重要一環。貨幣穩定對整體經濟的有效運作極之重要，貨幣政策的目標正是維繫貨幣穩定。事實上，基於央行可以運用的政策工具只限於貨幣的供應或價格，貨幣政策亦只能有單一目標。然而，貨幣政策只有單一個目標，並不一定為大眾所知及認同，尤其在經濟處於困難，公眾都指望政府運用各項政策工具紓解民困的時候。還好，由於

央行性質獨立，能夠在相對較少的政治干預下運作，加上具備專業的研究資源和保持高透明度，因此有助公眾逐漸接受貨幣政策只能有單一目標這個事實。

對於貨幣政策的目標，我們已不能單憑一句「貨幣穩定」就可以說個明白，市場日漸要求當局有更清楚的說明。事實上，貨幣穩定亦已逐漸以量化目標的形式訂明。在大多數情況下，這些量化目標都由政府定出，然後由央行獨立執行，並受到市場嚴格監察。此安排可增加政策的公信力，因此能使達致貨幣政策目標的工作更具成效。

大家都知道香港經濟屬於高度外向型，貨品及服務的對外貿易量相當於本地生產總值的3倍，因此港府是非常重視港元匯價需保持穩定。財政司司長將貨幣穩定－貨幣政策的目標－界定為「保持港元匯價穩定」，並將之量化為「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「貨幣體制採用貨幣發行局模式」，他同時訂明貨幣發行局制度規定「港元貨幣基礎由外匯基金持有的美元儲備按7.80港元兌1美元的固定匯率提供最少百分百的支持，而港元貨幣基礎的任何變動亦要百分百與該等美元儲備的相應變動配合」。這項貨幣政策目標的明確聲明，載於去年6月財政司司長與金融管理專員的互換函件內（金管局網站載有該

函件副本)。聯繫匯率制度實施超過20年，這份聲明代表了政府當局對此制度的權威說明。

貨幣改革

事實上，過去多年來聯匯制度曾作過不少改革，但目的全都是為了強化聯匯制度，確保它可以持續推行。這些改革大多數在平靜的時候推行，而我相信它們是有助減低發生貨幣危機的可能性和震盪(儘管我們無法證明是否確實如此)。然而這些改革中亦有一兩項是在危機當前時推行的，例如是1997至98年間貨幣衝擊的時候。

其中一個改革的例子是將貨幣基礎的定義擴大，即除了原來的負債證明書(作為支持發鈔銀行所發的紙幣)、政府已發行的硬幣與紙幣及銀行在金管局結算戶口的結餘外，還加入了外匯基金票據及債券。原因是這樣的：雖然一直以來被稱為「總結餘」的銀行體系結餘只佔貨幣基礎較小部分，但它亦是最具「彈性」的一部分，意思是總結餘的擴大或收縮，對本地利率的升跌都具關鍵作用。在1997至98年期間，由於總結餘小，容易引致銀行同業拆息大幅波動，最終吸引炒家利用這點來操控市場。為此，我們把外匯基金票據及債券加入貨幣基礎內，容許貼現為總結餘，以減少拆息波動。現在為了截然不同的理由，總結餘再次成為焦點。我稍後會再談及這點。

貨幣發行局制度的安排及機制，不時在香港引起社會上的一些討論。這是健康的現象。現時來說，經過多次改革，我相信目前聯匯制度的體制安排大致上是妥當的：香港的貨幣基礎已清楚界定，並按照貨幣發行局規則以高透明度的方式運作；港元利率受資金流入及流出的波動影響已降低，使利率波動的幅度減少，當然為此我們要付出代價，就是承諾以更多外匯儲備來支持一個已擴大的貨幣基礎。我想我不應多談這可能只有市場人士或學者感到興趣的技術細節，以免悶倒大家。但我希望在這裏指出

一點，就是過去一段時間，當香港失業率及通縮分別達到8.7%及超過3%，預算赤字亦相當於本地生產總值6%時，港元匯率仍然穩如磐石，至少部分應歸功於香港有一個能夠在環境轉變下，經改革去保持完善的貨幣制度。

儘管如此，我們仍須時刻提高警覺，注意市場環境的不斷變化及是否有需要進一步強化貨幣制度。全球經濟一體化及資訊科技革新，使國際資金的影響力大增，因此對於細小及開放型的經濟體系來說，維持貨幣穩定的工作亦變得艱巨得多。同樣一筆只在龐大的美國市場揚起微波的國際資金，卻可在細小而開放的市場引發滔天巨浪，1997至98年間的亞洲金融危機便足可證明這點。由於國際資金只憑幾下電腦按鍵的操作已可來去自如，亦會受消息傳聞影響而到處流竄，細小開放型經濟體系的貨幣管理當局絕對不可在穩定貨幣的工作上掉以輕心。

市場情緒

國際資金變幻莫測的特性，我們在較早時候已親眼目睹。過去幾年，由於香港一直面對重重問題，包括失業、通縮及預算赤字，所以聯匯制度能否持續下去備受市場關注。但幾個月前，港元一反常態突然轉強。我們當然歡迎這種市場情緒的改善，原因是無論貨幣制度如何穩健，在經濟問題困擾下，市場情緒是會影響到對港元的信心，令資金外流，從而引致利率被抽高，影響經濟及借款人。幸好這個風險現已減退。市場情緒突然轉向，可能是由於金融市場的前瞻特性，對經濟改善的跡象作出早期反應。但本港經濟問題的結構性因素依然存在，若要維持貨幣的長期穩定，香港實在仍有需要作出一些困難的決定以解決結構性問題。

有關市場情緒的突變，市場本身或更準確一點是市場分析員總會有一些有趣的解釋。首先是近期美元疲弱，帶動港元兌其他並無與美元掛鈎的貨幣匯率

下跌。可能有些人認為這種情況並不合理，認為港元有升值的必要或壓力。但他們忘記了由於香港失業率高企，我們如能經美元疲弱而進一步提高本身的競爭力，是利於香港面對一些與美元無掛鉤貨幣的市場的競爭。美元弱勢其實為香港帶來其他好處，就是減輕了因中港經濟日漸融合而帶來結構性調整的痛苦，亦可紓緩調整過程中無可避免的通縮。

另一個令港元轉強的原因，就是要求人民幣升值或容許匯率有較大靈活度的政治壓力。有些人認為人民幣匯率有了多一點靈活度，匯率水平便會上升，港元亦會順勢向上。這個說法同樣有問題。首先，我不認為人民幣匯率有需要上調。目前內地國際收支經常帳盈餘少於國內生產總值的1%，而這個比率在加入世貿的影響下更在縮小，反映從基本因素的角度來看，人民幣匯率水平並無不妥。但由於內地經濟繼續蓬勃發展，吸引不少資金流入，一部分受內地的直接投資機會所吸引，另一部分是因傳言匯率可能上調的影響。這些流入的資金其實已對當局構成貨幣管理的問題。儘管內地新的央行票據計劃的未償還金額在不足一年內已累積超過4,000億元人民幣，銀行法定準備金比率亦由6%調高至7%，但由於外匯儲備迅速增加，當局沖銷貨幣增長的工作仍具挑戰。部分是由於這個原因，內地信貸已不斷增加。如果11月份錄得的3%通脹率不是短暫的上升，內地還要面對遏抑通脹上升的難題。但當局可以採取的對策是有的，例如是透過批准QDII計劃等方式來進一步審慎地開放國際收支的資本帳，藉此減少或遏抑淨資金流入，因此內地實在無需調整匯率。

但即使最終內地容許人民幣匯率有較大靈活度，並且人民幣因而升值，港元匯率亦無需跟隨。港府已堅決承諾維持聯繫匯率，而這項政策在過去20年以來一直行之有效。

無論如何，人民幣的假設升值將不會對香港經濟構成問題，以致令人質疑固定匯率是否適合香港。相

反，由於中港經濟繼續融合，加上兩地在生產要素及非貿易貨品方面的價格水平仍有相當差距，理論上如果人民幣兌港元升值是可能為香港帶來好處的，可加快完成結構性調整。結構性調整已持續進行五、六年，對整體經濟及社會構成重大衝擊，有些人深受其苦。調整過程可以及早結束當然是好事，但重要的問題是兩個貨幣間的匯率的改變幅度（無論以人民幣升值或港元貶值的方式來達致）是否一定溫和？我恐怕答案是否定的，原因是匯率很可能會作出過度調整，以致觸發金融危機。雖然我認為若是透過人民幣有秩序地升值，而不是港元暴跌來重調匯率，香港在這方面的風險將會較小，但我們仍然不能忽略這些風險。內地實行外匯管制，當局有能力控制匯率的變化，避免過度調整，造成太大的不利影響。但有一點首先要考慮的是，即使能夠讓人民幣有秩序地升值，到底內地經濟是否能夠從中獲益，仍然很成疑問。

此外，還有其他原因使市場最近改變對港元的看法，包括香港經濟穩步復甦、國際收支錄得龐大盈餘，以及以股市為首的資產市場表現強勁。海外投資者因而增加在香港的金融投資，加上本地居民可能也增持一些港元資產，使資金流入港元。當然，傳言指港元會跟隨人民幣升值，亦對資金流入港元有刺激作用。另一方面，傳統上國際收支經常帳錄得盈餘時相應出現的資本帳資金外流，亦可能因這些傳言而減少。

貨幣制度的運作

無論是甚麼原因促使港元近期轉強，若與貨幣轉弱相比，我當然是歡迎前者的多了。大家都知道，在貨幣轉弱時候，根據貨幣發行局制度，匯率是會保持穩定的，但資金流出則會令貨幣基礎及支持貨幣基礎的外匯儲備收縮，亦令本地利率上升。在實際情況中，為扭轉資金外流的趨勢，利率飆升的幅度可以非常大。在通縮及失業高企的環境下，整體經

濟應付利率突然上升的能力可能有限。面對高息、失業或樓價進一步下跌的壓力，負資產一族可能被迫破產，以致影響銀行體系的穩定。這些風險一直備受我們高度關注，但幸好到了最近已迅速減退，實在令人欣慰。

當貨幣轉強，根據貨幣發行局制度，由於在匯率穩定的環境下資金流入，貨幣基礎會擴大，外匯儲備亦會增加，使本地利率下降。根據典型的貨幣發行局規則，貨幣管理當局必須在無酌情考慮，亦無沖銷安排下購買外匯。金管局為外匯基金購入美元時，銀行港元結算戶口的總結餘（貨幣基礎的重要組成部分）會相應增加，銀行同業市場利率會下降。本港銀行同業的即時支付結算系統效率極高，一直以來的運作只需少於10億港元的總結餘，但在座有些朋友可能留意到近期的總結餘已上升至約520億港元水平，外匯基金貨幣發行局帳目亦相應吸納了67億美元的數額。這當然是龐大的數字，但重要的是這些數字是無限制的，原因是若情況需要，央行是可以持續不斷地創造本地貨幣的。就香港的情況而言，只要銀行是按照我們每日所定的買入美元的匯率把美元售予金管局，以記入外匯基金貨幣發行局帳目內，我們都必須接盤然後創造相應的港元。換言之，總結餘的數額不受限制，而我們對總結餘的數額大小是無既定立場的，亦不是我們的關注重點。

貨幣狀況的前景

大家會想港元強勢將會如何發展下去。我相信這主要視乎銀行及持有大量港元閒資者的態度而定。有兩種情況可以出現。第一是沒有利息的總結餘繼續增加，直至銀行體系認為持有它的機會成本明顯超過不持有的風險為止。不持有港元的選擇當然是由港元結餘改持外幣資產，以賺取一些回報，例如可把資金轉作美元，賺取約1厘的利息。現時對於改持外幣資產，市場是認為會涉及港元突然升值的風險。

儘管我們已多次澄清港元在聯繫匯率制度下是不會對美元升值的，但市場似乎仍然相信上述風險不小。

實在很難估計市場怎樣或要等待多久才會改變這種看法。香港的銀行體系一直以來都是持有港元短倉，部分是由於市場缺乏高質素的港元資產，部分則是因為有些銀行要對沖它們所謂的香港風險。當銀行體系突然感覺到港元可能會轉強時，港元短倉自然就成為關注的焦點。個別銀行可能會嘗試減少手頭的短倉，息差雖然吸引，銀行也不願意在這情況下增持港元短倉。

或許我們有需要增加經風險調整後持有港元的機會成本，而這正是第二個可能出現的發展情況。如有需要，我們是可以開徵銀行結算戶口大額結餘的收費，使持有港元與美元之間的息差大幅度高出目前的1厘。此舉一定會引發銀行將港元賣掉，使匯率轉弱，我們屆時便會以7.80沽出美元，令總結餘回復至較正常水平，港元利率亦會回升至比較貼近美元利率。但有些人對此持保留態度，因為這會引致出現徵收負利率的現象，而銀行若將成本轉嫁予存戶，小額存戶便會受到不公平對待。當然，銀行會否將成本轉嫁，向存戶徵收負利率，是個別銀行的商業決定。不過，我個人認為銀行沒有理由這樣做，原因是個別銀行的客戶存款基礎遠遠大過它的結算餘額。銀行可以作出安排，例如只向大額存戶收費，而不致影響一般存戶。

當然，以上都只是一些假設的情況，至少目前我們沒有考慮要採取行動令上述的第二個情況出現。低利率有利於經濟復甦，亦可協助人們（包括負資產按揭的人士）改善財務狀況。另一方面，香港暫時不但沒有過度借貸的跡象，貸款需求其實仍然較弱。即使低利率環境在某程度上可能會刺激通脹，但那只會抵銷原來的通縮，而這正是大家都歡迎的事。因此，若現時再有資金流入，金管局將會繼續被動地買入美元及擴大總結餘。當然金管局會在這些交易

中獲利：我們買入美元後最少可賺1厘利息，但卻無需就相應創造的港元付息。我們在低於7.80的水平買入美元，但卻在匯率回復至7.80水平時才沽出。最重要的是，我們決心要將港元匯率維持不變，因此簡單來說我們是一定可以獲利的。

然而，總結餘的數額以及有關的寬鬆貨幣狀況在不同環境下是有可能引起不同的憂慮的。若是這樣，便可能會出現與第一種情況略有不同的變化。事實上，金管局於1998年9月推出7項技術性措施強化貨幣發行局制度時已預計到這一點¹。我們可以採取特別措施，透過增發外匯基金票據及債券，吸收總結餘內的全部或部分港元資金。在這個安排下，取代總結餘的外匯基金票據及債券仍是由美元儲備提供十足支持，因此仍然是貨幣基礎的一部分，所以有關安排繼續符合貨幣發行局的運作規則。事實上，這個機制可防止出現港元轉強引發的極端貨幣狀況，或至少可紓緩有關情況，作用與在港元轉弱時可利用外匯基金票據及債券經貼現窗借款的安排所提供的緩衝相若。金管局對增發外匯基金票據及債券的可能性是持開放態度的。

港元偏強的兌換保證

我們顯然要密切監察最新發展。有些情況可能需要特別增發外匯基金票據及債券，以吸收部分銀行同業流動資金；有些情況可能需要實施負利率，例如是為了強調政府維持聯匯制度的信心。此外，亦有可能需要參照現有匯率偏弱時的安排，在匯率偏強時為穩定匯率而引入一個正式的兌換保證。金管局現時就匯率偏強時進行干預的水平保留某些酌情空間，是有利有弊的做法。一方面，基於酌情考慮的含糊性，投機者難以估計炒賣港元可能承擔的風

險，因此會對炒賣活動產生一些阻嚇作用。另一方面，若金管局毫無酌情餘地，投機者所冒的風險固然有限，因而或會鼓勵貨幣投機活動，但這項安排卻可提高聯匯制度的公信力。

還有另一考慮，就是雙向式兌換保證會影響從事港元兌美元外匯交易的銀行職員的飯碗。視乎兌換保證內匯率偏強與偏弱水平之間是否有差距而定，有關港元兌美元的市場活動將會不同程度地轉至金管局進行，並由我們擔當市場莊家。若在極端的例子中，金管局的買賣水平並沒有差距，都是7.80，則所有港元兌美元交易都會轉到金管局進行，使金管局成為每宗交易的對手，屆時利用市場波動謀生的交易商便沒有生存空間。大家當然都不希望見到這種情況發生，尤其目前失業率高企，而且世界各地的央行普遍的做法是，不會推出可能會妨礙或損害金融市場自然發展的政策或措施。不過我們亦不可以完全排除這個可能性，例如若我們所面對的情況是唯有推出雙向式兌換保證，我們才能履行維持匯率穩定的職責，才能照顧公眾的利益，那麼我們應該怎樣做其實是很清楚的。

外匯基金諮詢委員會轄下貨幣發行委員會一直有商討這些課題，日後亦會繼續研究。有興趣了解我們討論內容的朋友可以參考一下委員會的會議記錄。

國際金融環境

未來幾個月國際及本地金融市場仍會不斷發展，有關聯匯制度是否合適及這個制度的運作機制，相信仍會繼續引起一些疑問及意見。未來一年全球金融市場可能有較大波動，特別是美國等地區對外收支失衡的情況將會備受更大關注，匯率可能會突然有較大幅度的調整，而事實上這個趨勢目前已經開始。另一方面，美國通脹壓力可能較預期大，以致加息幅度會較預期大，加息行動亦可能較預期來得早。此外，地緣政治壓力亦可能突然升級，導致市

¹ 7項技術性措施的第5項是金管局明確承諾只會在有資金流入，確保新增的外匯基金票據及債券獲外匯儲備提供十足支持的情況下，才會發行新的外匯基金票據及債券。

場大幅度調整。在此情況下，未來日子可能會有許多關於本港貨幣政策的討論。

大家在聽到這些討論，並考慮進行一些交易來重新分配閣下的投資組合時，我希望大家記着政府對貨幣政策目標的決心是堅定不移的，金管局亦有能力達到這個目標。除此之外，大家亦不要忘記，金融市場很多時候會出現不尋常的變化，以致令金融市場的基本存在目的被市場人士遺忘，產生本末倒置的現象。在全球經濟一體化及資訊科技革新的影響下，國際資金只憑幾下簡單的按鍵已能到處游走，尋找賺快錢的機會，金融市場出現上述情況的機會更大增。不少國際資金已演變成大鱷般以掠奪為要，幕後指使者聲稱某些地方的政策、市場或管治方面的不足，然後打着甚麼「自由市場的懲罰」旗號，藉此巧妙地替他們製造市場不穩甚至破壞的行徑自圓其說。正如在1997至98年亞洲金融危機期間所見，很多國家或地區均曾受到這些掠奪者侵害。老實說，這些地方的某些政策及其他方面確實有明顯的不足之處，但我相信有關市場亦不至於應該受到如此嚴重的懲罰。

金融市場的作用主要是發揮金融中介功能，從而促進經濟增長及發展，但這個符合「公利」的長遠目標，往往與金融中介參與者本身短期的「私利」有矛盾。回顧香港金融發展的歷史，可以見到不少因這些矛盾而引起的衝擊。例如1987年金融中介參與者便曾迫使股市停開，令股市重要的金融中介功能受到干擾。我無意貶低金融中介參與者的重要角色，或質疑他們的操守，或輕視他們對金融市場的專業意見。但有一點必須時刻提醒大家，就是上述整體經濟的長遠公利必須被置於其他利益之上。

我們可能有需要從學術、經濟發展、市場及貨幣政策等多種層面再次探討小型經濟體系的本地貨幣的功能。正如我較早前提過，受到全球經濟一體化及資訊科技革新的影響，在細小開放型的經濟體系維

持貨幣及金融穩定的工作變得愈來愈艱巨。若是屬於高度外向型經濟，即對外交易佔整體經濟的比重高，金融市場亦以國際金融交易為主，則任務便更艱巨。若這個經濟體系致力建設成為國際金融中心，推動大量國際層面的金融中介活動，當中亦可能不需牽涉本地居民儲蓄或投資，那麼當局維持貨幣及金融穩定的困難程度便會更深。

細小及開放是波動的來源，當局必須妥善管理有關風險。可惜自從爆發亞洲金融危機，若干亞洲經濟體系已收縮了對外開放的程度以求自保，例如推行某些外匯管制或限制，使非居民較難獲得本地貨幣。外匯或信貸管制無疑會令市場分配國際資金的效率降低，但這些措施的需要是不難理解的。其實，另一可行的做法是針對市場規模細小的缺點，使市場能擴大至可以承受以往因國際資金自由進出所引起的波動，避免時刻受到貨幣及金融不穩定的威脅。由於這些經濟體系都有共同利益，加上彼此之間存在高度互相倚賴的關係（這從亞洲區內貿易迅速增長可見），亞洲區的經濟體系可以考慮組成貨幣聯盟，從而擴大市場規模。不過若要討論這個課題，可能要留待另一天另一個場合了。

多謝大家。