

## 香港的外匯儲備是否足夠？

經驗證明，爲了維持貨幣穩定，香港所需的外匯儲備遠高於最低理論水平。

最近我被問到香港到底需要多少外匯儲備，才算十拿九穩，肯定可以達到維持匯率穩定的貨幣政策目標。這個問題並不簡單。的確，香港匯率制度除了具備完善的基本設計外，自 1983 年 10 月設立以來，亦不斷進行強化，因此我們的匯率制度可算相當穩健。同時，本港的匯率制度採取貨幣發行局制度的模式，這種制度規定貨幣基礎必須按 7.80 的匯率，由外匯儲備提供十足支持。以現時貨幣基礎約爲 2,200 億港元計，即是說要有 280 億美元的外匯儲備作爲支持。從這個角度來看，我們爲了確保匯率穩定所需要的外匯儲備只要能達到這個最低理論水平便可以了。不過，如果大家這樣想，就大錯特錯了。

要明白箇中原因，我們便要回到 1997 及 98 年國際金融風暴肆虐的期間。當時我們的貨幣基礎比現在小，約有 950 億港元，爲其提供百分百支持所需的外匯儲備約爲 120 億美元。危機爆發，港元在 1997 年 10 月首次受到衝擊。如預期一樣，在本港穩健的匯率制度下，匯率所受的壓力會自動轉移到利率上，除了原已撥作支持貨幣基礎的外匯儲備外，外匯基金無需動用分毫。由於港元受到嚴峻的衝擊，隔夜拆息一度飆升至超過 200 厘，長期資金的利率也大幅上揚。利率急升，無論對社會大眾以至炒家都造成極大痛楚。金管局被指推高利率，大家還給我起了個「一招」的諺號。其實匯率制度不過是按其原有的設計模式運作；只是利率飆升及隨之而來的資產價格下挫，確實對社會帶來了莫大的痛楚。

接着就是兇險的 1998 年 8 月來到。當時我們受到從四方八面而來的國際資金侵襲，港元受到猛烈的衝擊。此外，那些貨幣狙擊手一方面預先備妥資金，以免受利率攀升的影響，另一方面又在股票期貨市場積存大量空倉，好趁利率急升令資產價格大幅下滑圖利。不過他們未能如願。我們奮力抵抗，最終擊退炒家。相信各位讀者對事件的始末都耳熟能詳。然而，要回答多少外匯儲備才算足夠這個問題，我必須再次從外匯儲備的角度來分析這次事件。首先，由於公共財政步入周期性及季節性赤字，我們預期政府會提取存入外匯基金的財政儲備，於是我們藉機沽出外匯儲備，以換取港元，在某程度上使匯率所受的

壓力得以紓緩，避免再次出現 1997 年利率大幅飆升的情況。因這個原因而動用的外匯儲備約為 100 億美元。第二，我們大量沽出外匯儲備，換取港元，以買入等值 150 億美元的港股。第三，我們擴大貨幣基礎，以減低利率因資金流入及流出所受到的影響。為擴大後的貨幣基礎提供百分百支持所需要的額外外匯儲備約為 130 億美元。

這即是說，當時為貨幣基礎提供十足支持所需的外匯儲備最低理論水平為 120 億美元，但為了捍衛港元，最終需要動用的外匯儲備遠超這個數目，達到最低理論水平的好幾倍。同時，在那個非常時期，我們仍能有效地維繫國際金融界，包括分析員及評級機構對香港貨幣與金融管理的信心。這主要是因為外匯基金的外匯儲備遠超過我們當時所動用的數額，而且除了政府存入的財政儲備外，外匯基金並無任何重大債務。

歷史可能會重演。全球化所帶來的風險並沒有減少，香港這個完全開放的市場隨時會受到外圍因素影響。儘管我們在過去幾年大為強化了本港的匯率制度，但我仍然期望外匯基金的外匯儲備能遠遠超出給予貨幣基礎十足支持所需的最低理論水平。

任志剛

2001 年 4 月 5 日

## 財政儲備及外匯基金

外匯基金與政府財政儲備雖是集中投資及管理，但兩者應獨立分開，不能混為一談。

上星期財政司司長在總結預算案辯論時，再次提到要把財政儲備與外匯基金分開來看。我希望日後大家討論本港的儲備時，都會以財政司司長這番話作為參考依據。

隨着經濟向前發展，社會的訴求亦會增加，立法會議員及社團代表很自然會問：為甚麼政府要坐擁大筆儲備？特別是當經濟似乎仍然不振，以致影響社會民生，要求政府想辦法斥資紓解民困，更顯得相當合理。如果年度財政預算無法提供撥款，人們很容易便會想到那筆龐大的儲備。

談到這個問題時，大家往往會把財政儲備與外匯基金相混淆。財政儲備是政府財政預算盈餘連年累積所得的結果，這筆儲備現時有 4,300 多億港元，並且存放在外匯基金內。這項安排的原因有二。首先是方便對公帑進行集中的投資管理：這很明顯會帶來相當顯著的規模效益，其中包括風險管理、流動資金管理，以及在這些前提下爭取最高的投資回報。此外，我們也需要仔細考慮這些投資活動對貨幣體系的影響。第二是我們有需要增強外匯基金可以動用的資源，以能發揮外匯基金的應有作用。在外匯基金的帳目內，財政儲備固然是以借款的形式入帳，並須按政府要求予以償還，但財政儲備的相應資產（連同外匯基金其他資產一併由該基金綜合管理）卻可同時運用至外匯基金的原定用途上。

即使要顧及上面談過有關貨幣體系的考慮，但如果確實認為政府應該拿出這 4,300 億港元財政儲備的一部分，以應付社會需要，這些資金仍可隨時從外匯基金中提走。作為負責外匯基金日常管理的金管局，便要拿出那一筆資金。具體上，我們可以出售外匯基金的一些外幣資產，再換作港元以敷應用，而在此情況下，外匯基金持有的外匯儲備自然減少，外匯基金本身亦會縮小。另一方面，如果外匯基金當時備有足夠的港元資產，便可用來滿足有關需要，而這樣同樣會令外匯基金資產變小。在此情況下，如果基於對貨幣或其他原因的考慮，最終認為兩者都不可取或不符合成本效益的要求，我們仍可從市場借入港

元讓政府提走。此舉會改變外匯基金負債的組合成分，而資產部分卻不變。

談到這裏，大家仍會有其他問題，有些人曾提到：為甚麼外匯基金需要持有這麼大筆儲備？超出外匯基金原定用途所規定的剩餘資金，是否就可以拿來即時惠及社會大眾？我上星期在本欄談外匯儲備是否足夠的問題，雖然很難確定哪個具體數字才算足夠，但我深信一點，就是我們絕不能對儲備水平感到自滿。《外匯基金條例》第 8 條指明，若能符合某些條件，財政司司長可以把外匯基金轉撥入政府一般收入內，而財政司司長必須「信納從外匯基金…轉撥款項相當不可能對其達致根據第 3(1)或(1A)條須運用或可運用外匯基金的目的的能力有不利影響」，便是其中一項條件。這些條文段落主要提及「港幣匯價」、「香港貨幣金融體系的穩定健全」及「保持香港作為國際金融中心的地位」。我固然不能代表財政司司長發言，但以現今國際金融形勢為香港所帶來的風險來看，要他信納這些條件已經達到，恐怕並不容易。

任志剛

2001 年 4 月 12 日

## 香港金融管理局的信頭

CB(1)1022/00-01(02)

電話：(852) 2878 1806

傳真：(852) 2878 1396

中環昃臣道 8 號  
立法會大樓  
議會事務總主任  
林葉慕菲女士

林女士：

### 金管局的長遠辦事處

你在 2001 年 3 月 30 日的來信收悉。你在信中要求金管局提供更多有關購置物業作為金管局長遠辦事處的計劃的資料。

金管局就其現有辦事處所支付的租金約為每年 1 億元，租約約於 1 年後到期，屆時租金應或再作調整。假設在未來一年租金水平保持穩定，按目前的市值租金計算，我們估計須支付的租金總額會增加 25% 至 30% 左右。

建議購入、位於國際金融中心二期的寫字樓樓面面積較目前金管局租用的樓面面積大，是為應付金管局的長遠需求，以及國際金融機構希望把辦事處設於與金管局相近的地點的需要。由於這些發展與需要都是比較長遠的，因此在現階段難以提供具體及確切的資料。然而，部分國際金融機構已表示有意擴充在香港的辦事處。同時，金管局日後亦可能會被要求就數個環節扮演更重要的角色，例如是保障銀行服務消費者的權益及支付系統等。

初期若有任何空置的面積，金管局會按市值租金租予適合的租戶，以為外匯基金爭取合理回報。因此，為應付這些日後可能出現的需求而要支付的代價相當有限。相反，若現時不為日後的需要作好準備，以致最後地方不敷應用，因此而要付上的代價則會較為高昂。一旦出現這種情況，我們會被指摘事前沒有做好長遠計劃。

隨附金管局在網上發出的兩篇文章，分別名為「香港的外匯儲備是否足夠？」與「財政儲備及外匯基金」，其中的資料與論點或會對各位議員有用。如需要其他資料，請隨時與我聯絡。

香港金融管理局總裁  
(余偉文代行)

二零零一年四月十二日

副本送：劉漢銓議員