

## 饒餘慶教授關於財政儲備的意見：2001年7月3日在立法會 財經事務委員會的陳述

---

1. 政府在解釋其龐大的財政儲備時，援引基本法第 107 條關於財政預算的兩大原則。這論據並不能完全令人信服，因為基本法祇是規定「收支平衡」和「財政預算應與本地生產總值的增長率相適應」，但對財政儲備並未提及。因此，政府應以充份的經濟理由為財政儲備的規模辯護。我個人認為，維持龐大的財政儲備，是有極強的經濟論據的。
2. 首先，香港經濟的開放性極高。在 1997-99 年間，香港對外貿易總值對本港生產總值的平均比率，高達 226%。因此，香港對外來的經濟、金融，或政治衝擊的敏感性也特別突出。最近亞洲金融危機對香港所造成的震盪，便是最戲劇性的例證。龐大的財政儲備具有緩衝器的作用，能紓緩外來衝擊的極端不利的影響。
3. 其次，香港目前的聯繫匯率制，是「貨幣發行局制」(CBA) 的變種。在港元與美金按 7.8 匯率掛鈎的制約下，香港不得不唯美國聯邦儲備局的馬首是瞻，無法執行獨立的貨幣政策（例如單方面加息或減息），財政政策則無此限制。在 1998-2000 財政年度，香港實行溫和的擴張性財政政策（減稅、退稅、增加基建、培訓、和福利開支），多少紓緩了 1998 年的嚴重衰退，並為 1999-2000 的復甦奠定基礎。但在 1998 年時，即使名義與實質利率偏高，香港亦無法以減息手段來刺激經濟，龐大的財政儲備，使當局在制訂政策應付經濟不景時，多少尚有迴旋餘地。
4. 這並不是說，財政儲備可自由地運用以刺激經濟。由於香港經濟的極端開放性，和偏高的邊際輸入傾向，公共開支對居民收入的效應，其相當部份必將因輸入增加而向外流失。在這情況下，增加財政支出的受益者是外國，而非香港，這是香港必須審慎運用其財政儲備的另一有力理由。
5. 有人認為香港的外匯儲備現已達 1,151 億美元，足以應付外來衝擊而有餘，言下之意，財政儲備可自由動用，這是一相當危險的，罔顧現實和亞洲危機之教訓的論點。聯繫匯率穩定，本身不足以保證貨幣或金融危機不會爆發。穩健的財政制度和嚴格的財政紀律，仍是一般金融穩定的基石。舉一個有關近例，阿根廷也實行

貨幣發行局制，但因為財政政策不當，財赤失控，阿根廷今年初經歷一大危機，須向國際貨幣基金求貸美金 397 億元渡過難關，阿根廷的困境證明維持強大外匯儲備和財政儲備的重要性。

6. 任何揮霍無度，致使財政儲備大幅降低的政策，將對投資者和投機家都發出錯誤的訊號。真正的外國投資者，將因香港放棄審慎理財傳統，淪為一典型的第三世界地區而不敢投資。投機家則將因香港背棄其穩健財政政策而受到鼓舞，從而準備另一次大規模狙擊港元和金融市場的行動。兩者均會嚴重地損害國際間對香港的信心。正如亞洲危機所顯示，最後受害最深者，仍是香港的廣大市民。
7. 鑑於以上種種理由，我認為政府所提出的財政儲備應相等於 12 個月的政府開支與港幣供應 M1 的總和的指引，是相當合理和可以接受的。但政府建議這一指標的上下限可各增減 25%，則未免使政府在決定適當的財儲水平時，具有太大的酌情權。我個人認為增減 5% 是較為合理的幅度。換言之，財儲的上限，是 12 個月政府開支及港幣 M1 的總和的 105%。任何超過此數的財儲，可視為「可自由動用的財儲」。同樣，下限應是 12 個月政府開支及港幣 M1 總和的 95%，不足之數應盡速彌補。
8. 舉一個例來說明。根據文件附錄，2000-2001 財政年度的預測財儲為 4,303 億港元，約等於 23 個月的政府開支。假定此一估計數字正確，則我所建議的合理水平是 4,232 億港元(12 個月政府開支加今年 3 月底的港幣 M1)。如再加 5%，則財儲上限為 4,444 億元。但實際數字低於此數，意即「可自由動用的財儲」並不存在。但另一方面，此數亦遠在下限之上。
9. 如果將來本港出現「可自由動用的財儲」，應如何分配? 我認為優先次序應該如下：
  - (a) 失業及就業不足工人的就業及轉業培訓；
  - (b) 「綜援計劃」；
  - (c) 教育及高科技；
  - (d) 減稅或退稅。

10.總結而論，亞洲金融的一大教訓，是香港必須經常維持強大的外匯儲備及財政儲備。為保持此一狀況，香港須永遠實行審慎的財政與宏觀經濟政策。顯然，如果在亞洲危機之前，香港沒有審慎理財的傳統，香港也會和泰國，印尼和韓國一樣，經歷一場悲慘的屈辱和災難。

饒餘慶

香港大學經濟金融學院名譽教授

香港大學名譽院士

附註：本人關於香港經濟的分析與見解，詳見拙著《亞洲金融危機與香港》(2000年香港三聯書局出版)，及 *The Asian Financial Crisis and the Ordeal of Hong Kong* (2001年美國 Quorum Books, Greenwood Publishing Group 出版)。