

(立法會秘書處譯本，只供參考用)

**立法會財經事務委員會**

1998年11月14日會議

**香港貨幣發行局制度：  
問題與解決方法**

**歐文加利福尼亞州大學及香港科技大學  
陳乃虎教授的意見書**

聯同捍衛聯匯研究小組其他成員：

香港大學陳永豪博士  
香港科技大學陳家強教授  
香港科技大學陳玉樹教授  
香港科技大學鄭國漢教授  
香港城市大學關蔭強博士  
香港科技大學雷鼎鳴博士

## 摘要

1. 以紙幣和硬幣為基礎的貨幣發行局制度已經十分過時。在現時的電子銀行年代，交易結算以及將大筆款項調入或調離本港，均可在不涉及紙幣和硬幣的情況下進行，無需經由只與紙幣和硬幣連繫的貨幣發行局。
2. 在 1998 年 9 月之前，香港金融管理局（下稱“金管局”）實施的“土製”貨幣發行局制度，引致利率高企及波動，使香港出現經濟不景。此制度最嚴重的錯誤是將銀行體系的結算結餘總額，作為本港經濟體系的唯一貨幣基礎。結果，即使少數資金（例如 60 億港元，此數額低於 M3 貨幣供應的 0.35%）流出，亦可能大大影響整個經濟體系的貨幣基礎，引致利率飆升。
3. 在 1998 年 9 月 5 日公布的 7 項技術性措施屬於方向正確的措施。這些措施最重要的特點，是透過貼現窗將外匯基金債券／票據轉為結算結餘。金管局表示，此舉可使貨幣基礎由 20 億港元增至約 320 億港元。此外，金管局宣布以 7.75 港元的兌 1 美元的兌換保證，亦勝於該局一直以 7.75 港元作為干預匯率水平的做法。
4. 該 7 項措施的重大缺點是沒有說明兌換保證的期限。市場在 1998 年 9 月 14 日迅即反映出這點，由於擔心 7.75 港元的兌換保證很快會改變，市場在該個單日內出現共 93 億港元沽盤。

在金管局宣布兌換保證於未來 6 個月內有效後，市場的憂慮才得以消除。這項保證相當於為期 6 個月的匯率保險（默頓·米勒）及為期 6 個月的認沽期權（科大二陳）。在宣布此項保證期後，市場立即平復：在 9 月 15 日回流 16 億港元、9 月 16 日 75 億港元及 9 月 17 日 13 億港元。金管局的 6 個月承諾，令市場恢復信心，而我們一直都堅信，這是維持市場穩定的要素。

在金管局最近出版的刊物《A Modern Day Currency Board System》內，任志剛預計兌換保證是“在法律上可得以行”及“永久有效”。此做法已經直接將保險／認沽期權的特點，加入外匯基金債券／票據內。這個概念十分好。

5. 不過，此舉亦產生一些主要問題和缺點：
  - a. 縱使可以利用外匯基金債券／票據拆入資金，使結算結餘總額增加 300 億港元，這數額是否足夠？如果有較大額的資金流出，本港的外匯儲備能否吸納而不會引發高利率，亦不會導致信心危機？

- b. 貼現窗的基本利率是外匯基金債券／票據與結算結餘總額之間的連繫。如果基本利率可酌情改變或視乎本港的市況而定，則會妨礙資金流動，違反兌換保證的原意。
  - c. 即使港元沒有受到衝擊，7 項措施所隱伏的利率上升情況亦會在經濟不景時導致高利率，這顯然是設計上的缺點，也違反設立貨幣發行局的原意。
6. 至於那些需要作進一步研究和諮詢的問題，亦有可能的解決辦法。
- a. 根據現時電子銀行的科技，重組貨幣發行局。
    - 我們已於 1998 年 10 月 24 日向金管局提交建議草案，提出應將貨幣（信貸）需求與貨幣基礎連繫，以便透過市場機制傳布信貸供求信息。此舉旨在確保市場利率是由貨幣供求，而不是利用懲罰性利率的設計來決定。
  - b. 全面及公開地清晰分配外匯儲備：

例如：以現時大約 860 億美元外匯儲備為例

    - 以 120 億美元支持流通的紙幣和硬幣
    - 以 220 億美元（舉例）作為支持銀行體系中現時信貸供應的貨幣基礎
    - 摸備 300 億美元作不時之需
    - 餘下 220 億美元是外匯儲備餘額，可容許有相等的外流資金而對本港經濟體系沒有顯著影響。
- 當局應為適當分配外匯儲備而作出審慎研究，此舉極之有用，可建立市場的信心。在清楚訂定並公布有關規則和分配款額後，市場人士便可知道如何對各種情況作出反應，不會因無損於本港經濟體系運作的少量資金流出（例如 1997 年 10 月的情況），而出現不必要的驚慌。
7. 這些措施可穩定貨幣，無需政府在其他市場作出不必要的干預。政府最應該為本港的經濟體系做的事情，是提供穩健而不干預的自由市場基礎，其他的可由勤奮能幹的香港人處理。