

## 第三章

### 香港的宏觀經濟政策

香港社會民主基金會  
二零零三年三月

#### 香港宏觀經濟政策迫入死角？

理論上，香港特區政府沒有宏觀經濟政策可言。

香港採取貨幣局制度，所以這個政府沒有匯率政策。在7.80固定匯之下，影響貨幣供給量或利率的貨幣政策無以實行。根據基本法，特區政府需要量入為出，努力平衡預算，因此沒有所謂積極的財政政策。並且，香港驕傲地當上了世界上最自由的經濟體系，意味所得政策、工業政策和所有其它的干預政策都不存在。香港以外的論者都很想知道：香港怎么可能在這樣沒有政策的制度(policy-less regime)之下發展和興旺？

當然，實際上，香港政府正在實踐的政策很多。雖然它設法在宏觀水準平衡預算，但它的各種各樣的稅收和開支，在不同的領域都牽涉選擇性的政策。于微觀水準，特首董建華曾經強調要處理貧窮和老人問題：那大概不構成所得政策，但政府起碼對於這些問題並非坐視不理。並且，香港正努力促進旅遊業、物流業，建設迪士尼樂園及數碼港，還有策略發展委員會、創新科技計畫、科學園、支援中小企業和創意工業的基金等等，這些或許可以代表大大小小的支持工業措施？

因此，特區好象是有很多「政策」。問題是整體上它們構成了什麼？不幸地，它們並不一貫，力度亦時強時弱。給人的感覺是，特區政府根本就左搖右擺，沒有一套完整的宏觀經濟政策以至發展策略，甚至是言行矛盾，資訊混亂。

#### 財赤不幸成爲經濟政策焦點

香港的財政赤字，現更變成了經濟政策的一個焦點----甚至是唯一的焦點。它好象吸盡了政府的精力似的；長遠的策略或忘掉、或擱置。這是一個非常危險的傾向。

政府本能反應是削減開支，增加收入。然而，最後一切其實都依靠經濟增長。1997-98 當阿根廷經濟健壯地增長時，很少人針對它正在上升的公共及私人債務。只是當後來經濟顯著放慢，「引擎」失靈時，債權人才變得非常緊張，終於導致雪崩。

所以，特區政府不應單單強求在一定時限內消滅財政赤字，而危害及香港經濟的長久未來。結構赤字其實有好有壞，例如中國大陸現時的財赤和美國列根時代減稅所引發的財政不平衡，在不同程度上說明了經濟結構升級和改革。當然，有些結構性財赤是壞的：諸如日本。不過，這不僅財政政策問題，而且是經濟政策出了亂子。不小心的話，特區可能會重蹈覆轍（例如日本在衰退初期增加消費稅，又沒有其它的改革和創新措施，結果令經濟一蹶不振）。

## 特區政府依然大有財力

特區政府在處理今年度的財政預算時，不幸地用上了危機處理的手法。事實上，特區是世界上極少數有積累財政儲備的經濟體系(其它可舉的例子不外新加坡、婆羅乃、挪威幾個國家)。現時三千億港元左右的儲備，等如15個月的政府開支，按財政司司長的預測，未來可能因赤字持續而降至9個月(見表1)，但這仍比80年代的6個月的平均高出50%。

況且，香港的財政儲備，實質上不只3000億元，因為外匯基金內的累計盈餘(見表2)，亦部份來自以往儲備的投資收益(另外部份則源自貨幣發行局帳目資產的投資收益)。累計盈餘目前超過3000億元，財政司司長是有權把它的資產調入財政帳目的。

換言之，特區9000多億元的外匯基金，基本上是三分天下：

- (1) 3000億元屬貨幣發行局帳目的支援組合(backing portfolio) --- 等如貨幣基礎(monetary base)的105%到112.5%，符合了貨幣局制度的嚴格要求；
- (2) 3000億元屬財政儲備；
- (3) 3000億元屬累計盈餘。

這樣的財力世界上是少見的。固然，財政赤字占本地生產總值的比率超過5%，高於歐盟3%的標準，但是特區政府不應驚惶失措，自己製造不必要的、誇張性的危機感出來。

## 結構性財赤的根源：前景迷失、增長乏力

我們不想把財赤問題淡化。大幅財赤急速地出現，的確反映了香港經濟的結構性缺陷。但要解決問題，必須先認清根源所在，不能自亂陣腳。

特區政府強調解決財赤，必須振興經濟、節流與開源三管齊下。理論上這是對的。據政府的估計，600億元的赤字，一半是結構性，另一半則屬週期性。因此政黨及民間有所謂三二一的方案：節流200億元，開源100億元來解救財赤。姑且不論現時的預算策略把二和一反過來---開源200億元，節流100億元---的對錯；這種觀點，意味300億元的赤字會因經濟復蘇而消失，我們認為是過分樂觀了。

香港經濟的最核心問題，是在地產市道崩潰之後，缺乏新的火車頭和增長動力。這既是過渡病症(transition syndrome)和泡沫的後遺，亦是外在環境(特別是中國因素)產生巨變所使然。潛在本本地生產總值(potential GDP)下滑，而自然失業率(natural rate of unemployment)則上升了。根據金管局的研究報告，香港的潛在本本地生產總值增長率從八十年代初的8%跌至近年(1998-2000)的3.5%到4% (我們的競爭對手如南韓、臺灣及新加坡卻有4%-6%)；而自然失業率卻在九十年代內由2%-3%升至3%-4%(注一)。

近兩年香港經濟更加低迷，方向感尤為失落。國內城市經濟的冒起，迅速地搖動着我們的自信。特區的生產性投資、效率及人力質素，都難以令人樂觀，加上供求錯配，香港的潛在增長率可能正在進一步下降。這必然影响政府的財政收入的浮力(revenue buoyancy)。由於開支方面出現名義剛性(nominal rigidity)，財政赤字自然就會惡化。

故此，單求削減開支、增加收入來平衡財赤，除非顯著地提高了效率(在前景迷失下談何容易)，否則不只平衡不了，還可能引致惡性循環。如何令香港經濟發展創新，重拾增長動力，才是關鍵所在。

## 特區政府發債的問題

去年朱鎔基總理一段率先購買香港公債的幽默說話，亦引起不少迴響。

其實，特區當局應該籌畫發行公債來紓緩正出現的財政問題。這合乎資源配置的跨代公平原則：當代市民購買了債券，幫助政府籌集資金，獲取利息作為報酬；而下一代是公債融資建設的主要受益者，交稅來償還債務，又有何不公平之處呢？

實際上，它又可令特區政府有更長的時間，去處理結構性財赤，和推行需時的經濟發展策略，而毋須因循保守，結果不合理地把這一代和上幾代人所辛苦儲蓄下來的財政儲備花掉。

## 貨幣局制度可否發債？

發行公債是否符合7.80的貨幣局制度的運作原則呢？我們的答案基本是肯定的。

貨幣局制度必須緊守一基本原則：它至少有100% 的外匯儲備來保證貨幣基礎(monetary base) 可按固定匯率兌換。在古典貨幣局之下，貨幣基礎主要是現鈔及硬幣。按照現代的改良模式，它涵蓋貨幣局或央行的所有負債，包括商業銀行存放於央行的存款和結餘(即AEL模型)。利用貨幣基礎，銀行系統可透過倍數效應創造廣義的貨幣。只要公債發行不破壞這項百分之百的外匯儲備的原則，它與貨幣局制度並無衝突。

事實上，東歐採取貨幣局制度的國家 (如愛沙尼亞、立陶宛、保加利亞等)都有不少的政府債券，更不用提阿根廷了。如果政府以外幣(歐羅或美元)發行公債，效果等同出現了國際收支資本專案的順差，政府將自動地取得外匯儲備。如果它以本幣發行債務工具，只要它們是被非銀行私營部門或市民所購買，資金成爲了「內在金錢」(inside money)：從一個(私人)口袋轉到另一個(政府)口袋，即貨幣的變化將「沖洗掉」(washes out)，因而沒有擴大作用，也不違反貨幣局制度的原則。

## 不能把財赤貨幣化

然而，如果本幣債券由中央銀行收購，然後它印製新紙幣和硬幣；或者如果銀行部門購買債券，並將之存放於或售予中央銀行(這與中央銀行購入那些債券效果相同)，央行的負債(即貨幣基礎)將被擴大，但其間外匯儲備並未相對地增加。這將違背了貨幣局制度的基本原則，過程實質上是政府「財政赤字的貨幣化」(monetisation of the fiscal deficit)。

當然，不違反貨幣局原則不等如政府可濫發債券。在貨幣局般的硬掛鈎之下，本地利率跟船錨貨幣(anchor currency)的利率仍會有所分歧(較高或較低)。2000年，香港的短期利率曾在一段時間內低於美元利率。當然，現時却不同，利率及遠期匯率的溢價正在持續。

利率的分歧可能由財政或其它因素造成。相對於能否守住現匯 (spot exchange rate) 的「效率風險」(efficiency risk)，我們把這些因素統稱為「系統風險」(systemic risk)。(注二) 在貨幣局制度之下，惡化的財政狀況當然增加了系統風險，投資者將要求較高的利率溢價。

總言之，小心處理的話，特區發行公債，既符合跨代公平的資源配置原則，亦不會違反貨幣局制度的紀律要求。

## 發債支援組合的設立

實際上，特區政府發行債券的話，可以效法貨幣發行局帳目的支援組合的做法，從3000多億元累計盈餘或發債收入(如果以外幣包括美元發債)的對等外匯資產中撥出等額的支援組合(government bonds backing portfolio)，這不單可以增強投資者對公債的信心，亦可向大眾宣示：7.80的聯繫滙率，不會在債券到期之前改變。

## 今年財政預算否定發債的論據

財政司司長梁錦松先生在剛發表的財政預算裡，否定了現時發行公債的必要性：

「107. 有意見認為政府應發行債券，運用財技，在現金記帳制度下充當收入，從而避免大幅節流或加稅。政府並非完全反對發債，而是要考慮發債所得資金的用途和利息成本。

108. 基礎建設是對未來的投資，倘若沒有足夠的資金，發債也是可以接受的辦法。香港政府過去也曾三度發債。當時的財政司亦清楚表明發債的目的是為了支付工務工程開支，但我們目前面對的是經營帳目長期入不敷支，發債不能解決問題，只能應付現金周轉需要。由於暫時我們仍有財政儲備應付赤字，而發債的成本高於財政儲備投資收益，故沒有必要發債。」

值得慶倖的是，梁先生指出“政府並非完全反對發債”，並引用了以往的例子。不幸地，他提出的理據說服性不強。首先，發行債券的作用假如是單單彌補經營赤字，而又沒有長期好處的話，一般被視為不智之舉----這只是常識。但是，會帶去長期好處的，不單是“工務工程開支”；例如花費於教育的經常開支，便有影響人力資本素質的長線效果。在香港正處重大經濟轉型的今天，此方面的理解必須更具彈性，以經濟概念來分析，不能只用會計概念。

況且，發債之外的選擇----耗用財政儲備，亦會負面地影響未來的經營性投資收入，因為儲備基數變得更小了。故此，問題回到債券發行成本和財政儲備投資收益的相對比率，正如第108段所陳述。若果前者比後者高，政府付出的便比它能賺取的(例如經由外匯基金投資)更多。

## 發債的成本與回報

奧妙在於：那視乎你看的是什麼的利率及回報率。目前，10年的美國財政部債券在市場的利率大約為3.65%，而10年的外匯基金債券的是4.5%左右。另一方面，在1994-2002年，外匯基金投資回報的複合年率是6.3%，2002底前四年則為5.3%。換句話說，根據歷史數位，現時發行債券的成本應該是在儲備投資回報率之下，而非之上(除非財政司司長有一些他未公開的資料或評估)。

當然，展望未來，事情也許變得不確定，雖然預算案假設外匯基金在2003-04的回報率為4.5%，跟著的四年則有5%。但在美國史無前例地連續十三降低利率之後，我們可以盼望債券利率再顯著下滑嗎？我們會否錯失一次少見的機會呢？如果我們對未來的外匯基金投資回報是悲觀的話，這種邏輯將帶來一個諷刺式的矛盾。假設回報率跌至0%(並非不可想像，2001的年率只是0.7%)，亦預期會持續為0%，我們是否就永遠不應發行債券，而任由儲備花光？

另一重要問題是若果財政儲備繼續滑落，政府要銷售債券時投資者將要求更高的風險溢價，增加了債券的利息成本。政府是否真有信心，這種情況不會發生？

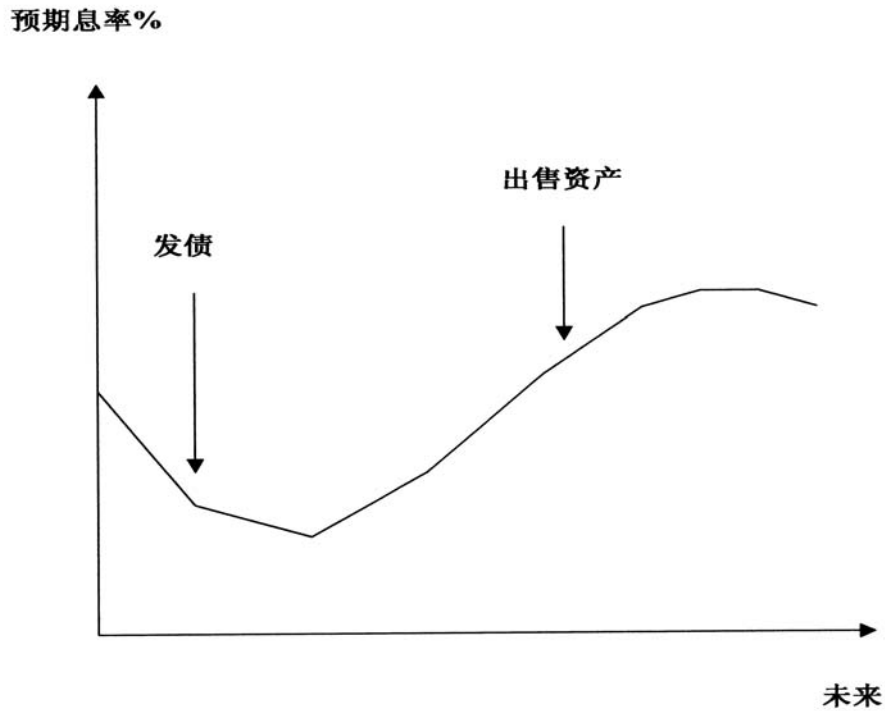
## 非經常帳赤字：私有化VS公債

而且，在2002年11月推出九項措施之後，土地收入將會下降，政府實際上亦擔心非經常帳目的赤字：財政司司長於是推出了出售和證券化公共資產的計畫，今後五年總值一千一百一十二億元。私有化與發行債券，相對的優點和缺點、成本和回報為何？這是一個嚴肅的問題。不幸地，預算案並未有予以任何分析。

理論上，公產私有化若能賣得好價錢，又能提高經營效率及表現水準，是可以考慮的。但在經濟前景迷糊，低通脹(甚或通縮)加低利率的環境下，這些目標不易達到。假如出售公產後通脹上升，環境轉好，政府一定被嚴厲批評為賤賣家當。相反地，發行公債則屬智能之

舉：因為低息成本換來高率回報！基本上，發債與出售資產的最優時間選擇可用下圖表示：

发行公债 VS 公产私有化的时间选择



從這角度來看，發債和出售公產並非互排斥，但發債應優先考慮。

### 經營與非經常帳目的問題

最後，正如上述，經營帳目和非經常帳目之間的差別不是那么分明。例如，政府採取一些稅務優惠政策以及提供低息周轉資金，協助被認為可作香港經濟火車頭的工業和服務行業，它的經營收入短期內將會下降，並且/或者它的經營赤字會有所增加。但這屬於一種長期投資的形式。如果此等產業可以帶領香港走出經濟低潮，經營收入在將來便會上升，使經營赤字收狹甚或消失。

### 設立經濟發展局

要使香港經濟重拾動力，帶來高增長，以真正解決財赤問題，特區政府應當扮演更積極進取的角色。這方面，我們建議成立經濟發展

局，統籌協調各界的努力；因此，發債或私有化的資金，可歸經濟發展局處理，用作有利特區經濟長遠發展的投資和經常開支。

## 總結

這是一個牽涉及重大得失的課題，有必要比較嚴肅地分析和討論。總的來說，由於各種制度性和歷史性的限制，我們認為在還有時間、政府仍有對等保證財力、信用尚佳的時刻，特區政府應積極考慮發行公債。未來環境好轉時，才考慮私有化公共資產。

## 注釋:

(一) 參考香港金融管理局的兩篇文章：Jiming Ha and Cynthia Leung, “Estimating Hong Kong's Output Gap and Its Impact on Inflation”, HKMA Research Memorandum, November 2001；彭文生、張麗玲及范尚禕，“失業問題的根源：近期發展與前景”，《金融管理局季報》2001年11月號。

(二) 請參考基金會成員曾澍基於浸會大學的網頁內有關香港貨幣局制度的演變以及貨幣局經濟學的各篇文章：[www.hkbu.edu.hk/~sktsang/Archive.html](http://www.hkbu.edu.hk/~sktsang/Archive.html)。



## 附表

### 綜合儲備

表 1

	原來 預算	修訂 預算	預測數字				
	2002-03	2002-03	2003-04	2004-05	2005-06	2006-07	2007-08
	百萬元	百萬元	百萬元	百萬元	百萬元	百萬元	百萬元
四月一日財政儲備結餘	369,760	372,500	303,040	239,140	200,920	185,140	193,290
四月一日獎券基金結餘	-	-	3,970	-	-	-	-
經營盈餘／(赤字)	(49,320)	(52,960)	(53,420)	(37,420)	(13,090)	(460)	300
非經常收支盈餘／(赤字)	4,110	(17,090)	(14,450)	(800)	(2,690)	8,160	8,100
<b>綜合盈餘／(赤字)</b>	<b>(45,210)</b>	<b>(70,050)</b>	<b>(67,870)</b>	<b>(38,220)</b>	<b>(15,780)</b>	<b>8,150</b>	<b>8,400</b>
在外匯基金的投資虧損撥備	1,030	590	-	-	-	-	-
三月三十一日財政儲備結餘	325,580	303,040	239,140	200,920	185,140	193,290	201,690
相等於政府開支的月數	15	15	11	9	9	10	10

外匯基金資產負債表摘要  
於2003年1月31日  
(以百萬港元計)

	2003年1月 31日	2002年12月 31日 (未審計)
<b>資產</b>		
外幣資產	914,663	891,684
港元資產	61,024	63,433
<b>資產總額</b>	975,687	955,117
<b>負債及資金來源</b>		
負債證明書	136,345	118,475
政府發行的流通紙幣及硬幣	7,083	5,891
銀行體系結餘	592	525
外匯基金票據及債券	120,801	122,925
銀行及其它金融機構存款	26,442	36,270
其它香港特別行政區政府基金存款	318,901	301,669
香港法定組織存款	4,217	4,279
其它負債	33,420	37,825
<b>負債總額</b>	647,801	627,859
<b>累計盈餘</b>	327,886	327,258
<b>負債及資金來源總額</b>	975,687	955,117